



تختین رسانه
بازار سرمایه

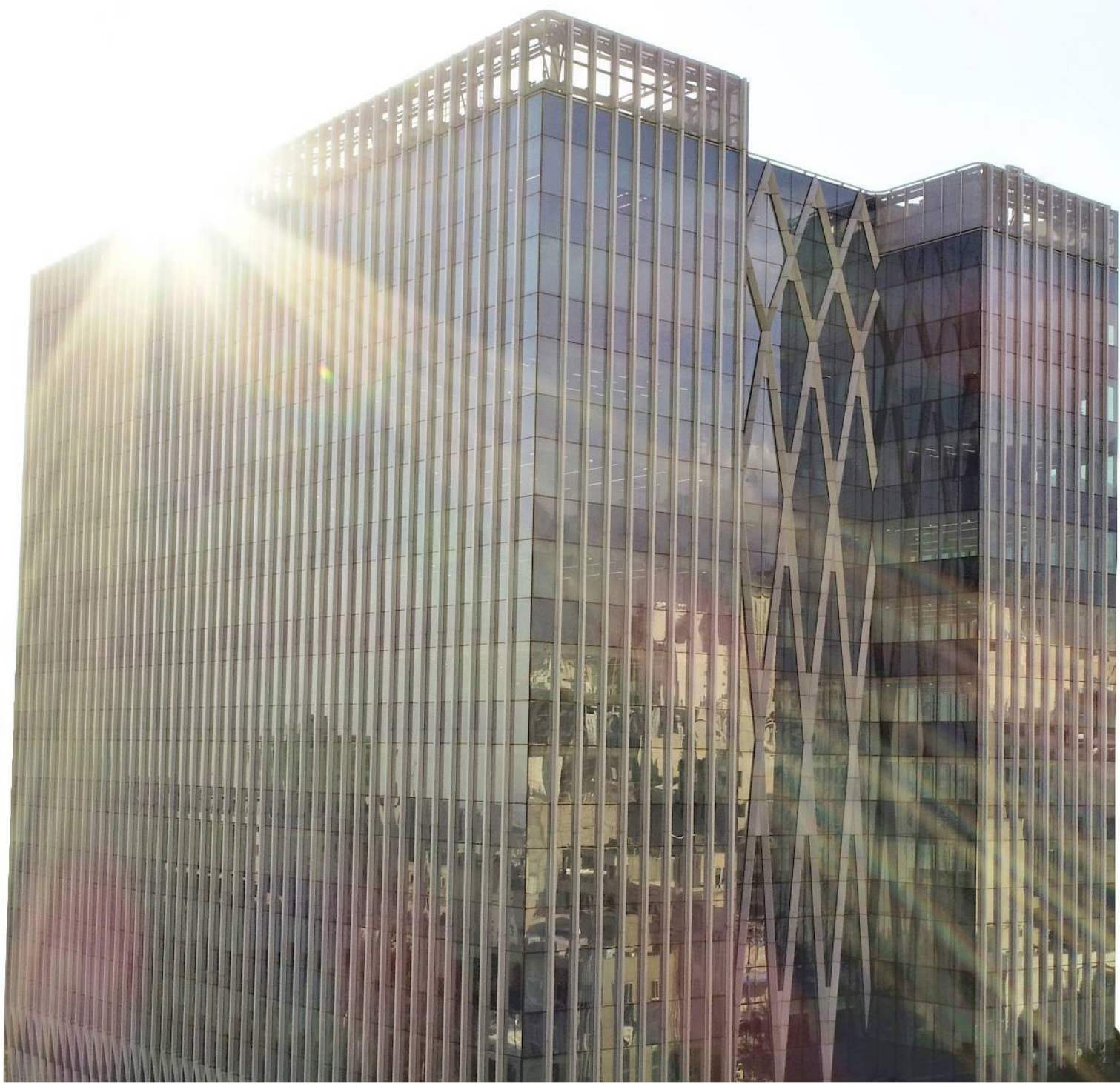
۲۴۶
بازار

ماهنامه

[پهنا ۶۰۰,۰۰۰ تومان]

دی ماه ۱۴۰۴

معاملات الگوریتمی و تنظیم‌گری





نخستین رسانه
بازار سرمایه

بورس

صاحب امتیاز

بورس اوراق بهادار تهران (شرکت سهامی عام)

مدیرمسئول

محمود گودرزی

سردبیر

علی نمکی

اعضای تحریریه

مریم نبی پور، صبا مرادی نیا، حمید حیدری

همکاران این شماره

حمید اسکندری، آرمن صادقی عدل، ستایش روانشاد

کمیته مشورتی

علی عباس کریمی، محمدامین قهرمانی، رضا کیانی

گرافیک و صفحه‌آرایی

جواد نومیری

گروه عکس

حسن کریمی، علی شورورزی

تلفن

۶۴۰۸۶۰۰۰ - ۶۴۰۷۶۰۰۰ (۰۲۱) داخلی ۵۷۴-۵۷۲

نشانی

تهران، سعادت آباد، بلوار شهر داری، نبش سیزدهم شرقی

ساختمان بورس تهران

کدپستی

۱۹۹۸۸۹۶۵۵۱

پایگاه اینترنتی ماهنامه

www.tsemag.ir

چاپ

چاپ یسنا (تولید: مجتمع چاپ کوفه)

شمارگان

۰۰(نسخه

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

سرمقاله | ۴
تنظیم‌گری معاملات الگوریتمی

روی خط خبر | ۷
رویدادهای خبری

تحلیل صنعت | ۲۳
بررسی و تحلیل صنعت آروماتیک

سواد حقوقی سرمایه‌گذاران | ۳۱
آشنایی با جرم دستکاری بازار/قسمت سوم

خلاصه عملکرد صندوق‌ها | ۴۱
عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دی‌ماه ۱۴۰۴

مقالات و پژوهش‌هایی در بازار سرمایه | ۴۹
نسبت سفارش به معامله در معاملات الگوریتمی
مقایسه IFRS7 و استاندارد حسابداری ۳۷ ایران

سرمقاله

تنظیم‌گری معاملات الگوریتمی



رضا غفوری
مدیر نظارت بر بازار بورس تهران

در دهه‌های اخیر، بازارهای مالی شاهد گذاری بنیادین از تالارهای

پرهیاهو به سمت سرورهای پرسرعت و الگوریتم‌های پیچیده بوده‌اند. معاملات الگوریتمی که بر اساس قواعد، مدل‌های کمی و با توجه به داده‌های بازار عمل می‌کند، بر پایه اجرای دستورات خرید و فروش توسط کدهای برنامه‌نویسی شده استوار است و امروزه علاوه بر اینکه یک ابزار معاملاتی کاربردی محسوب می‌شود، با نقشی محوری، به یکی از ستون‌های توسعه بازارهای سرمایه بدل شده است. در بازارهای پیشرو، بیش از نیمی از معاملات ابزارهای نقدی و مشتقه توسط سامانه‌های الگوریتمی انجام می‌شود. اهمیت این فناوری در بهبود کارایی بازار و تسهیل نقدشوندگی نمود دارد، چراکه الگوریتم‌ها این امکان را ایجاد می‌کنند تا با پایش لحظه‌ای معیارهای متعدد، فرآیند تحلیل و انجام معامله تسهیل گردد.

افزایش سرعت، بهبود دقت، حذف سوگیری‌های هیجانی (مانند ترس و طمع)، کاهش هزینه‌های معاملاتی (مراحل پردازش و اجرا)، قابلیت پیاده‌سازی استراتژی‌های پیچیده (مثل آربیتراژ، بازارگردانی، VWAP و TWAP)، بهبود نقدشوندگی بازار، قابلیت بک‌تست‌گیری و بهینه‌سازی، بهبود قیمت‌گذاری از طریق جمع‌آوری سریع اطلاعات، اجرای سفارشات بزرگ با حداقل تغییر قیمتی و اثر بازاری و فراهم آوردن ابزارهای تسهیل‌کننده سیستمی برای پیشگیری و مدیریت ریسک از جمله مزایایی هستند که می‌توان در خصوص ابزار معاملات الگوریتمی برشمرد.

با این حال بدیهی است که با وجود جایگاه مهم و مزایای متعدد ابزار الگوریتمی، این ابزار ممکن است ریسک‌هایی نیز داشته باشند. ریسک عملیاتی و نرم‌افزاری، ریسک تأثیرگذاری بر بازار (مانند نوسانات لحظه‌ای و پدیده‌های موسوم به «Flash Crash»)، ریسک تأثیرپذیری از بازار و شکاف فناوری از جمله ریسک‌هایی هستند که در این خصوص وجود دارند. جهت کنترل ریسک‌های موجود در خصوص معاملات الگوریتمی، معیارهای متعددی قابل به‌کارگیری است. کنترل نسبت سفارش به معامله (OTR)، کنترل نرخ بالای لغو سفارش، کنترل نسبت تعداد به‌روزرسانی دفتر سفارش به معامله، بررسی میزان تغییر قیمتی در اثر ورود سفارش، محدودیت‌های نرخ ارسال از حیث تعدادی و ریالی، اجرای آزمون‌های تطابق (آزمون هر الگوریتم

در محیط‌های شبیه‌سازی شده-Sandbox- جهت حصول اطمینان از عدم اختلال‌زایی کد، مدیریت مدل از حیث منطق عملیاتی (توضیح‌پذیری، نگهداری، بررسی و اعتبارسنجی دوره‌ای و سیاست‌های بازآموزی مدل) و استفاده از «کلیدهای توقف» موسوم به Kill-Switch (شامل آستانه‌های هشدار و محدودیت‌های تعدیل‌شده مبتنی بر بازار) در زمان مشاهده شاخص‌های غیرمعمول در الگوریتم از جمله ابزارهایی هستند که می‌توانند هم در فرآیند توسعه سامانه‌های الگوریتمی و هم در بخش‌های نظارتی کارگزاران و فرآیندهای نظارتی بورس‌ها به کار گرفته شوند. در این‌بین، یکی از کلیدی‌ترین شاخص‌ها برای سنجش رفتار الگوریتم‌ها، بررسی نسبت OTR است. این نسبت نشان‌دهنده تعداد سفارش‌های ارسالی (شامل ثبت، ویرایش و لغو) در مقابل تعداد معاملات نهایی شده است و یکی از مهم‌ترین، کاربردی‌ترین و عملی‌ترین معیارهای کنترلی قابل استفاده تلقی می‌شود؛ هم در بستر توسعه سامانه‌ها، هم در حوزه نظارتی کارگزاران و بورس‌ها. به‌طور کلی، اگر یک الگوریتم تعداد زیادی سفارش ارسال و بدون آنکه معامله‌ای انجام دهد در مدت کوتاهی آنها را لغو نماید، ممکن است از حیث فنی باعث اشغال پهنای باند سامانه معاملاتی شود و از حیث بازاری ناهنجاری‌هایی از جمله ایجاد عرضه یا تقاضای کاذب را باعث شود. در برخی از بورس‌ها، معیارهای نظارتی کمی یا کیفی در این خصوص تعیین شده تا از طرفی از پایداری هسته معاملات حفاظت شود و از طرف دیگر از بروز ناهنجاری‌های بازاری پیشگیری گردد.

در نهایت باید توجه داشت که معاملات الگوریتمی واقعیتی گریزناپذیر در بازارهای مالی معاصر هستند و جایگاه این معاملات از یک ابزار فنی به یک ضرورت استراتژیک تغییر یافته است؛ چراکه با مزایای متعدد، ابزاری قدرتمند برای بهبود کارایی بازار و اجرای پیشرفته سفارشات محسوب می‌شود. با این حال مخاطراتی نیز در خصوص این ابزار وجود دارد و اهمیت رعایت استانداردهایی نظیر نسبت OTR و مکانیسم‌های کنترلی دیگر، ضامن بقای عدالت و شفافیت در بازار خواهد بود. امید است طیف‌های مختلف سرمایه‌گذاران و نهادهای مالی به این نگرش یکسان دست یابند که توسعه تکنولوژی بدون رعایت اصول اخلاق حرفه‌ای و بدون حضور مکانیسم‌های نظارتی فناورانه، می‌تواند به ضد خود تبدیل شود. آینده بازارهای مالی در گرو هم‌زیستی هوشمندانه میان تحلیل انسانی و دقت ماشین، تحت لوای مقررات و رویه‌های نظارتی است. از این‌رو در راستای اتخاذ رویکردهای پیشگیرانه و مدیریت ریسک، لازم است نهادهای مالی استفاده‌کننده و ارائه‌دهنده ابزارهای الگوریتمی، چهارچوب‌های فنی، فرآیندی و نظارتی قابل اتکا و مستحکمی را طراحی کنند تا علاوه بر هدف‌گذاری در خصوص حفظ و بهبود کارایی بازار، طبق وظایف تعیین شده برای ایشان در مقررات در راستای پیشگیری از ناپایداری و ناهنجاری در سطح بازار ایفای نقش نمایند.

بوردین

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 یک‌ساله (۱۲ شماره) با پست سفارشی: ۶,۰۰۰,۰۰۰ تومان
 ■ اشتراک شش‌ماهه (۶ شماره) با پست سفارشی: ۳,۰۰۰,۰۰۰ 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:

۵۷۲-۴-۰۲۱-۲۶۷۴۱۱۵۱

آدرس پست الکترونیک ماهنامه:

mahnamehbourse@gmail.com

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

روی خط خیر



استقبال گرم از عرضه اولیه «پتروشیمی اروند» در بورس تهران



بازار سرمایه و ارتقای تأمین مالی در اقتصاد ملی محسوب می شود. گفتنی است در این مراسم محمدرضا کریمی مدیر عامل پتروشیمی اروند و کیوان ایلکا عضو هیئت مدیره صنایع پتروشیمی خلیج فارس به ایراد سخنرانی پرداختند.

۱ دی ماه عرضه اولیه ۵ درصد از سهام شرکت «پتروشیمی اروند» با نماد «اروند»، روز دوشنبه اول دی ماه ۱۴۰۴ در بورس تهران انجام شد. این ششمین عرضه اولیه سال جاری بود که با استقبال بیش از ۱.۵ میلیون کد معاملاتی سرمایه گذاران همراه شد. به گزارش مدیریت ارتباطات بورس تهران، در جریان این عرضه تعداد ۶۰۰,۰۰۰,۰۰۰ سهم معادل ۵ درصد از سهام شرکت «پتروشیمی اروند» به روش ثبت سفارش و با قیمت هر سهم ۳۷۵۰۰ ریال کشف قیمت شد و به عموم سهامداران ارائه عرضه گردید. در این عرضه اولیه، مجموعاً بیش از ۱ میلیون و ۵۳۴ هزار و ۷۷۹ کد معاملاتی به منظور خرید، اقدام به ثبت سفارش کردند. در نهایت برای ۱ میلیون و ۵۲۱ هزار و ۳۵۳ کد معاملاتی، مقدار حداکثری ۴۵۵ سهم تخصیص داده شد. عرضه های اولیه گامی مهم در راستای افزایش مشارکت عمومی در

مدیر نظارت بر بورس های سازمان بورس و اوراق بهادار تشریح کرد

جزئیات مصوبه شورای عالی بورس درباره پذیرش گواهی امتیاز صادراتی



برای حمایت از صادرکنندگان خرد عمل می کند و از سویی دیگر آنها را تشویق می کند تا ارزش حاصل از صادرات خود در بازار رسمی را نیز به فروش برسانند. مدیر نظارت بر بورس های سازمان بورس و اوراق بهادار گفت: با شکل گیری بازار گواهی امتیاز صادراتی در بستر بازار سرمایه امکان کشف قیمت این گواهی ها به شکل رقابتی و شفاف فراهم می شود؛ اتفاقی که می تواند به کاهش هیجانات بازار و جلوگیری از معاملات غیررسمی کمک کند.

۱ دی ماه مدیر نظارت بر بورس های سازمان بورس و اوراق بهادار جزئیات مصوبه شورای عالی بورس درباره پذیرش گواهی امتیاز صادراتی در بازار سرمایه را اعلام کرد. قادر معصومی خانقاه در گفت و گو با پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، بابیان اینکه با تصویب شورای عالی بورس، گواهی امتیاز صادراتی به عنوان یکی از مصادیق اوراق امتیاز و همچنین به عنوان اوراق بهادار موضوع بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا، شناسایی شد، افزود: «معاملات گواهی امتیاز صادراتی در چهارچوب قانون بازار اوراق بهادار و سایر قوانین و مقررات بازار سرمایه صورت خواهد گرفت.» وی گفت: مطابق چهارچوب تدوین و تصویب شده در آئین نامه اجرایی جزء (۲) بند (ن) تبصره (۱) ماده واحده قانون بودجه سال ۱۴۰۴ کل کشور (مصوب هیئت وزیران)، گواهی امتیاز صادراتی حقی است که با توجه به ویژگی های پروانه صادراتی به صادرکنندگان خرد تعلق می گیرد؛ صادرکنندگان می توانند گواهی های مذکور را در بازار سرمایه به فروش برسانند. در مقابل برخی از واردکنندگان نیز برای دریافت ارز مورد نیاز خود ملزم به خرید این گواهی ها هستند. معصومی خانقاه اضافه کرد: این ابزار از یک سو به عنوان یکی از مشوق های صادراتی

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار در اولین همایش ملی تحول دیجیتال و نوآوری در حسابرسی اعلام کرد

حسابرسی دیجیتال، پیش نیاز شفافیت و اعتماد در بازار سرمایه



نیز تاکنون طی شده است. صیدی با تأکید بر ارزیابی مؤسسات حسابرسی معتمد بورس بر پایه زیرساخت‌های دیجیتال گفت: مؤسسات حسابرسی معتمد بورس باید بر مبنای برخورداری از زیرساخت‌های دیجیتال ارزیابی شوند، زیرا بدون فناوری دیجیتال لازم، پوشش ریسک عدم کشف و سایر ریسک‌ها امکان پذیر نیست و گزارش‌های مالی شفاف و قابل اتکا نیز ارائه نخواهد شد. وی افزود: سرمایه‌گذاری در حوزه دیجیتال برای مؤسسات حسابرسی یک ضرورت است و بدون این سرمایه‌گذاری، حسابرسی در دنیای امروز به اهداف خود نخواهد رسید. رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار تأکید کرد: این سازمان در این مسیر همراه و در خدمت مؤسسات حسابرسی خواهد بود و مسیرهایی مانند ایجاد شرکت‌های خدماتی مشترک یا سرمایه‌گذاری مستقل مؤسسات می‌تواند مورد توجه قرار گیرد.

۳ دی ماه رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار بر ضرورت گذار از شیوه‌های سنتی حسابرسی و حرکت به سوی بهره‌گیری از زیرساخت‌های دیجیتال برای ارتقای شفافیت و قابلیت اتکای گزارش‌های مالی تأکید کرد.

به گزارش پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، حجت‌اله صیدی در اولین همایش ملی تحول دیجیتال و نوآوری در حسابرسی که روز چهارشنبه ۳ دی ۱۴۰۴ در مرکز همایش‌های بین‌المللی دانشگاه الزهراء (س) برگزار شد، دیدگاه‌های خود را درباره نقش تحول دیجیتال در آینده حسابرسی تشریح کرد. وی گفت: با ورود هوش مصنوعی و چندلایه‌شدن ساختارهای مالی و اقتصادی، قطعاً حسابرسی به سبک رایج در ایران دیگر پاسخگو نخواهد بود.

صیدی افزود: همان‌طور که در زندگی روزمره نقش دیجیتال را به خوبی درک می‌کنیم، در حوزه اقتصاد و بازار سرمایه، فناوری‌های نوین به مراتب اهمیت بیشتری پیدا می‌کنند. رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با اشاره به اهداف بازار سرمایه توضیح داد: از منظر بازار سرمایه، ۲ موضوع اساسی را دنبال می‌کنیم؛ یکی افزایش قابلیت اتکای گزارش‌های مالی و دیگری ارتقای شفافیت. این ۲ هدف با همکاری مؤسسات حسابرسی، صاحب‌نظران حرفه حسابرسی، سازمان حسابرسی و همکاران دانشگاهی دنبال خواهد شد و بخشی از این مسیر

۱۰ بورس بزرگ جهان که نبض بازارهای مالی را در اختیار دارند



حدود ۹۶.۶ درصد از کل ارزش بازار جهانی را در اختیار دارند؛ موضوعی که نشان‌دهنده تمرکز شدید سرمایه در

۶ دی ماه به گزارش بورس ۲۴ تقریباً ۸۰ بورس بزرگ در دنیا به ارزش مجموع ۱۱۰.۲ تریلیون دلار وجود دارند و ۲۵ بازار بزرگ سهام ۹۶.۶ درصد از کل سرمایه بازار سهام جهان را پوشش می‌دهند. بازارهای سهام نقش محوری در اقتصاد جهانی دارند و به‌عنوان شاخصی مهم برای سنجش سلامت اقتصادی کشورها شناخته می‌شوند. در حال حاضر، نزدیک به ۸۰ بورس بزرگ در جهان فعال هستند که مجموع ارزش بازار آنها به حدود ۱۱۰.۲ تریلیون دلار می‌رسد. نکته قابل توجه این است که تنها ۲۵ بازار بزرگ سهام،

بورس اوراق بهادار شانگهای چین (SSE)

بورس شانگهای یکی از مهمترین ارکان نظام مالی چین و بزرگترین بورس آسیاست. این بازار که نخستین بار در قرن نوزدهم تأسیس شد، پس از وقفه‌ای طولانی در سال ۱۹۹۰ فعالیت مدرن خود را از سر گرفت. ارزش بازار بورس شانگهای حدود ۶.۷ تریلیون دلار است و بیش از ۲ هزار شرکت در آن معامله می‌شوند. بسیاری از شرکت‌های دولتی و استراتژیک چین در این بورس حضور دارند و SSE نقشی کلیدی در سیاست‌های اقتصادی پکن ایفا می‌کند.

بورس اوراق بهادار ژاپن (Japan Exchange Group)

بورس ژاپن که حاصل ادغام بورس توکیو و اوزاکی است، یکی از قدیمی‌ترین و معتبرترین بازارهای سهام آسیا محسوب می‌شود. این بورس با ارزش بازاری در حدود ۶ تریلیون دلار، میزبان شرکت‌های بزرگ صنعتی و فناوری ژاپن است. حضور برندهایی مانند تویوتا، سونی و میتسوبیشی جایگاه این بورس را در اقتصاد جهانی تثبیت کرده است. بورس ژاپن نقشی مهم در جذب سرمایه‌گذاران خارجی دارد.

بورس شنزن چین (Shenzhen Stock Exchange)

بورس شنزن یکی دیگر از بازارهای مهم چین است که تمرکز بیشتری بر شرکت‌های نوآور، فناوری محور و متوسط دارد. این بورس در دهه ۱۹۹۰ تأسیس شد و به سرعت به یکی از موتورهای رشد اقتصادی چین تبدیل شد. ارزش بازار شنزن بیش از ۵ تریلیون دلار برآورد می‌شود و بسیاری از شرکت‌های فعال در حوزه فناوری‌های نوین در آن فهرست شده‌اند.

بورس اوراق بهادار هنگ‌کنگ (HKEX)

بورس هنگ‌کنگ یکی از بین‌المللی‌ترین بازارهای سهام جهان است و پلی میان اقتصاد چین و سرمایه‌گذاران جهانی محسوب می‌شود. ارزش بازار این بورس حدود ۴ تریلیون دلار است و شرکت‌های چینی

تعداد محدودی از بورس‌هاست. در این میان، ۱۰ بورس برتر جهان سهم تعیین‌کننده‌ای در جریان سرمایه، تصمیمات اقتصادی و تحولات مالی بین‌المللی دارند.

بورس نیویورک، ایالات متحده آمریکا (NYSE)

بورس نیویورک بزرگ‌ترین بازار سهام جهان از نظر ارزش بازار محسوب می‌شود و در قلب وال استریت نیویورک قرار دارد. این بورس با ارزشی در حدود ۲۳ تریلیون دلار، میزبان بیش از ۲۵۰۰ شرکت بزرگ و شناخته‌شده جهانی است. به دلیل حضور شرکت‌های موسوم به «بلو چیپ» و نقدشوندگی بسیار بالا، یکی از تأثیرگذارترین بورس‌ها بر بازارهای مالی جهان به‌شمار می‌رود. قدمت این بورس به سال ۱۷۹۲ بازمی‌گردد و همین سابقه طولانی، جایگاه ویژه‌ای برای آن در نظام مالی بین‌المللی ایجاد کرده است.

بورس نزدک، ایالات متحده آمریکا (NASDAQ)

نزدک دومین بورس بزرگ جهان است که تمرکز اصلی آن بر شرکت‌های فناوری محور قرار دارد. این بورس که در سال ۱۹۷۱ تأسیس شد، نخستین بازار سهام الکترونیکی جهان به‌شمار می‌رود. ارزش بازار نزدک حدود ۲۵ تریلیون دلار برآورد می‌شود و بیش از ۳ هزار شرکت در آن فهرست شده‌اند. حضور غول‌های فناوری مانند اپل، مایکروسافت، آمازون، گوگل و تسلا باعث شده نزدک نقش کلیدی در شکل‌دهی به اقتصاد دیجیتال جهان ایفا کند.

بورس یورونکست اروپا (Euronext)

یورونکست به‌عنوان بزرگ‌ترین بورس چندملیتی اروپا شناخته می‌شود و فعالیت آن چندین کشور از جمله فرانسه، هلند، بلژیک، ایتالیا، پرتغال و ایرلند را در بر می‌گیرد. دفتر مرکزی این بورس در آمستردام قرار دارد و در سال ۲۰۰۰ تأسیس شده است. ارزش بازار یورونکست بیش از ۷.۲ تریلیون دلار برآورد می‌شود و بیش از ۱۳۰۰ شرکت اروپایی در آن حضور دارند. این بورس نقش مهمی در یکپارچگی بازار سرمایه اروپا ایفا می‌کند.

جهان است و سابقه آن به بیش از سه قرن می‌رسد. این بورس با ارزشی نزدیک به ۳ تریلیون دلار، نقش مهمی در تأمین مالی شرکت‌های بین‌المللی دارد. بورس لندن همچنان یکی از مراکز اصلی جذب سرمایه جهانی، به‌ویژه در اروپا، محسوب می‌شود.

بورس عربستان سعودی (Tadawul)

بورس عربستان بزرگ‌ترین بازار سهام خاورمیانه است و با ارزش بازاری بیش از ۳ تریلیون دلار، جایگاه دهم جهان را در اختیار دارد. حضور شرکت عظیم آرامکو و اصلاحات اقتصادی در چهارچوب چشم‌انداز ۲۰۳۰، باعث افزایش اهمیت این بورس در سطح بین‌المللی شده است.

و بین‌المللی متعددی در آن حضور دارند. شفافیت بالا، قوانین مالی پیشرفته و دسترسی آسان سرمایه‌گذاران خارجی از مزیت‌های اصلی HKEX به‌شمار می‌رود. بورس ملی هند (NSE) بازار سهام هند طی سال‌های اخیر رشد چشمگیری را تجربه کرده است. بورس ملی هند با ارزش بازاری در حدود ۳.۵ تریلیون دلار، در رتبه هشتم جهان قرار دارد. این بورس از سال ۲۰۱۶ تاکنون بیش از ۱۳۳ درصد رشد ارزش بازار را ثبت کرده و به یکی از جذاب‌ترین مقاصد سرمایه‌گذاری در اقتصادهای نوظهور تبدیل شده است.

بورس لندن - بریتانیا (London Stock Exchange)

بورس لندن یکی از قدیمی‌ترین بازارهای مالی

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار مطرح کرد

رویکرد لایحه بودجه نسبت به بازار سرمایه قابل قبول است



اهداف تعیین‌شده را داشت.

وی با تأکید بر ضرورت تعمیق بازار سرمایه افزود: تجربه همه کشورهای دنیا نشان می‌دهد که اگر بازار سرمایه به‌طور مستمر تقویت نشود، به سمت رفتارهای هیجانی، کاهش عمق و شتاب‌زدگی حرکت می‌کند. امروز بازار سرمایه ایران به وضعیتی رسیده که نیازمند تعمیق است و هر میزان که اکنون به آن عمق داده شود، آثار مثبت آن در بلندمدت نمایان خواهد شد.

۷ دی‌ماه رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با تشریح جزئیات رایزنی‌های انجام‌شده در مجلس شورای اسلامی درباره لایحه بودجه تأکید کرد: در لایحه بودجه ۱۴۰۵ منافع بازار سرمایه در مجموع رعایت شده است.

به گزارش خبری بورس ۲۴ به نقل از سنا، رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با تشریح جزئیات رایزنی‌های انجام‌شده در مجلس شورای اسلامی درباره لایحه بودجه، تأکید کرد: در لایحه بودجه ۱۴۰۵ منافع بازار سرمایه در مجموع رعایت شده است.

حجت‌الیه صیدی در مراسم معارفه اعضای کارگروه‌های چهارگانه تخصصی کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران، با بیان اینکه بازار سرمایه ماهیتی بلندمدت دارد، گفت: جنس فعالیت نهادهای مالی از جنس کارهای مقطعی و کوتاه‌مدت نیست و بدون استراتژی، مطالعه و راهبرد مشخص، نمی‌توان انتظار دستیابی به

نقش نهادهای مالی در توسعه بازار سرمایه

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار، نهادهای مالی را ستون اصلی بازارهای مالی دانست و گفت: اگر قرار است بازار سرمایه سهمی ۵۰ درصدی در تأمین مالی اقتصاد داشته باشد، باید در مسیر تقویت نهادهای مالی، حفظ انگیزه سرمایه‌گذاری و جلوگیری از اتخاذ تصمیمات بازدارنده حرکت کرد. ایشان از عملکرد نهادهای مالی در هفته‌های اخیر تقدیر کرد و افزود: در دوره نوسانات بازار، رفتار حرفه‌ای، متین و غیرهیجانی نهادهای مالی باعث شد عمق بازار حفظ شود. صیدی با بیان منافع بازار سرمایه برای اقتصاد ایران گفت: اگر بازار سرمایه کوچک شود، سرمایه‌ها به سمت بخش‌های غیرمولد یا خارج از بازار حرکت می‌کند و این به زیان همه خواهد بود، در نتیجه بازار سرمایه باید بزرگ شود که در این مسیر نهادهای مالی در جذب و نگهداشت سرمایه‌گذاران نقش کلیدی دارند.

پیگیری منافع بازار سرمایه در بودجه ۱۴۰۵

صیدی با اشاره به اقدامات مؤثر سازمان بورس و اوراق

بهادار برای حفظ منافع بازار سرمایه در قالب لایحه بودجه ۱۴۰۵ و حضور مستمر نمایندگان بازار سرمایه در دولت و مجلس شورای اسلامی و کمیسیون‌های مربوط گفت: در جریان بررسی لایحه بودجه، جلسات متعددی با نمایندگان مجلس، به‌ویژه در کمیسیون اقتصادی، برگزار شد. تلاش اصلی این بود که حتی اگر امکان اصلاح گسترده وجود ندارد، شرایط فعلی حفظ شود؛ زیرا اصلاح یک بند یا تغییر یک عدد نیز می‌تواند برای بازار سرمایه اثرگذار باشد. وی با اشاره به همراهی مناسب سازمان برنامه و بودجه و مسئولان ارشد تیم اقتصادی دولت با بازار سرمایه تأکید کرد: در بسیاری از حوزه‌ها و مسائل، همراهی مؤثری با بازار سرمایه صورت گرفت؛ هرچند در برخی موارد همچنان نکاتی باقی مانده است. صیدی در عین حال تأکید کرد: در مجموع رویکرد لایحه بودجه دولت نسبت به بازار سرمایه قابل قبول ارزیابی می‌شود و به نظر می‌رسد به رغم برخی کاستی‌های احتمالی در مجموع منافع بازار سرمایه با تلاش صورت گرفته حفظ شده و این لایحه به طور کلی به نفع بازار سرمایه است.

یک‌شنبه - یک‌ناشر:

حضور بزرگ‌ترین هلدینگ دارویی در بورس تهران



برنامه «یک‌شنبه - یک‌ناشر» اظهار داشت: شرکت سرمایه‌گذاری دارویی تأمین بزرگ‌ترین هلدینگ دارویی کشور است که در سال ۱۳۸۲ تأسیس و در سال ۱۳۹۲ در بورس تهران پذیرش شده است.

۷ دی‌ماه در چهاردهمین برنامه «یک‌شنبه - یک‌ناشر» سال ۱۴۰۴، زنگ آغاز معاملات بورس تهران همزمان با دوازدهمین سالروز ورود شرکت سرمایه‌گذاری دارویی تأمین (تیپیکو) به بازار سرمایه، توسط مدیرعامل این شرکت نواخته شد. این مراسم با حضور مدیران بورس تهران، جمعی از فعالان بازار سرمایه و اصحاب رسانه برگزار شد و فرصتی برای مرور دستاوردها، عملکرد و برنامه‌های آتی یکی از بزرگ‌ترین هلدینگ‌های دارویی کشور فراهم آورد.

به گزارش مدیریت ارتباطات بورس تهران، محمد نادری علیزاده، مدیرعامل تیپیکو، در این مراسم ضمن قدردانی از بورس تهران برای برگزاری

سرمایه‌گذاران دانست. این هلدینگ دارویی با سبدهی متنوع از محصولات و صادرات به بیش از ۴۰ کشور، نقشی اثرگذار در تأمین پایدار دارو ایفا می‌کند. تمرکز بر نوآوری، تحقیق و توسعه و همکاری‌های بین‌المللی، تیپیکو را به یکی از بازیگران راهبردی صنعت داروی ایران تبدیل کرده است.

شایان ذکر است مراسم نمادین نواختن زنگ آغاز معاملات، که در بورس‌های معتبر جهان نیز برگزار می‌شود، فرصتی برای تعامل نزدیکتر ناشران با فعالان بازار سرمایه به شمار می‌رود. پس از این مراسم، نشست پرسش و پاسخ رسانه‌ای برگزار شد و خبرنگاران درباره عملکرد، برنامه‌های توسعه‌ای و چشم‌انداز آتی شرکت با مدیرعامل و مدیران ارشد تیپیکو به گفت‌وگو پرداختند.

نادری عزیززاده پس از نواختن زنگ آغاز معاملات هفتم دی ۱۴۰۴ بورس تهران ضمن تشکر از تلاش‌های اصحاب رسانه برای رساندن پیام فعالان اقتصادی به عموم، اظهار داشت که شناخت بهتر از بورس، موجب تسهیل تأمین مالی صنایع، تجمیع گسترده‌تر پس‌اندازهای خرد و افزایش اشتغال خواهد شد.

گفتنی است تعداد ۲۷ شرکت در حوزه‌های تولید، پخش و بازاریابی دارو در تیپیکو حضور دارند و مجموعه‌ای کامل از زنجیره تأمین داروی کشور را تشکیل می‌دهند.

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری دارویی تأمین، سرمایه اصلی بازار را اعتماد عمومی قلمداد کرد و ایجاد و حفظ آن را در گروی ثبات قوانین، پرهیز از تغییرات ناگهانی مقررات، شفافیت و حمایت

رئیس مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام کرد

امکان کسب درآمد ارزی از بازار سرمایه فراهم شد



ارزی از عموم سرمایه‌گذاران به‌منظور تأمین مالی ارزی طرح‌های صادرات‌محور است؛ طرح‌هایی که می‌توانند به افزایش ارز در دسترس در چهارچوب اقتصاد ایران منجر شوند.

صندوق‌های صدور و ابطالی ارزی

رئیس مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تشریح ویژگی‌های صندوق‌های ارزی افزود: ساختار این نوع از صندوق‌ها مبتنی بر صدور و

۷ دی‌ماه رئیس مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار از ابلاغ اساسنامه و امیدنامه صندوق سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ارزی با درآمد ثابت ارزی خبر داد.

علی‌اکبر ایرانشاهی گفت: این نوع از صندوق‌ها با هدف جمع‌آوری منابع ارزی راکد و تأمین مالی طرح‌های صادرات‌محور طراحی شده است.

رئیس مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار در گفت‌وگو با پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا) با اشاره به شرایط کنونی اقتصاد ایران اعلام کرد: با توجه به ضرورت تأمین مالی ارزی و استفاده از ظرفیت منابع ارزی موجود، مقررات مرتبط با صندوق سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ارزی با درآمد ثابت ارزی با همکاری سازمان بورس و اوراق بهادار، بانک مرکزی و مرکز مبادله ارز و طلا ایران تدوین شده است.

علی‌اکبر ایرانشاهی گفت: هدف از طراحی صندوق‌های صدور و ابطالی ارزی، جمع‌آوری منابع

معافیت مالیاتی صندوق‌های ارزی

رئیس مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار با اشاره به مشوق‌های مالیاتی این صندوق‌ها گفت: درآمدهای صندوق‌های ارزی از معافیت مالیاتی برخوردار بوده و این موضوع جذابیت سرمایه‌گذاری در صندوق‌های ارزی را افزایش می‌دهد.

ایران‌شاهی با تأکید بر نقدشوندگی مناسب واحدهای سرمایه‌گذاری اعلام کرد: صندوق‌های صدور و ابطال ارزی، دارای ضامن نقدشوندگی خواهند بود که تأمین نقدشوندگی در زمان ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری را تضمین می‌کند. همچنین همه دریافت‌ها، پرداخت‌ها و محاسبات صندوق به ارز منتخب انجام می‌شود و موضوع تسعیر ارز در این صندوق‌ها اساساً مطرح نیست.

به گفته علی اکبر ایران‌شاهی رئیس مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار ویژگی‌ها و مزایای صندوق‌های ارزی به شرح زیر است:

ویژگی‌های صندوق‌های ارزی

- ساختار صندوق مبتنی بر صدور و ابطال است؛
- صندوق دارای یک ارز منتخب است که به صراحت در اساسنامه صندوق درج می‌شود؛
- ارکان صندوق شامل مدیر صندوق، مدیر ثبت، ضامن نقدشوندگی، مدیر عملیات ارزی، متولی و حسابرس است؛
- مدیر ثبت، ضامن نقدشوندگی و مدیر عملیات ارزی یک موسسه اعتباری است. مدیر عملیات ارزی باید دارای مجوز انجام عملیات ارزی از بانک مرکزی باشد؛
- صندوق در ازای صدور واحد سرمایه‌گذاری از سرمایه‌گذاران اسکناس یا حواله ارزی دریافت می‌کند و در مقطع ابطال به سرمایه‌گذاران ارز یا حواله ارزی ارائه می‌کند؛
- صندوق منابعی را که از سرمایه‌گذاران دریافت می‌کند به سرمایه‌گذاری در سپرده ارزی، گواهی سپرده خاص ارزی، اوراق بهادار با

ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری است و هر صندوق دارای یک ارز منتخب است که به صورت شفاف و صریح در اساسنامه صندوق درج می‌شود.

ایران‌شاهی ادامه داد: ارکان صندوق‌های صدور و ابطالی مبتنی بر ارز، شامل مدیر صندوق، مدیر ثبت، ضامن نقدشوندگی، مدیر عملیات ارزی، متولی و حسابرس است. مدیر ثبت، ضامن نقدشوندگی و مدیر عملیات ارزی، موسسات اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی است و مدیر عملیات ارزی باید مجوز انجام عملیات ارزی از بانک مرکزی را دارا باشد.

صدور واحد در ازای دریافت حواله یا اسکناس ارزی

وی گفت: صندوق‌های ارزی در زمان صدور واحدهای سرمایه‌گذاری، از سرمایه‌گذاران اسکناس یا حواله ارزی دریافت می‌کنند و در زمان ابطال نیز متناسب با درخواست سرمایه‌گذار، ارز یا حواله ارزی به آنها پرداخت می‌شود.

رئیس مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری با اشاره به نحوه به‌کارگیری منابع صندوق‌های ارزی توضیح داد: منابعی که از سرمایه‌گذاران دریافت می‌شود، در سپرده‌های ارزی، گواهی سپرده خاص ارزی، اوراق بهادار با درآمد ثابت ارزی و همچنین تنزیل اعتبارات اسنادی ارزی سرمایه‌گذاری خواهد شد.

درآمد ارزی

ایران‌شاهی در تشریح مزایای صندوق‌های ارزی تأکید کرد: استفاده از وجوه ارزی را کد نزد اشخاص حقیقی و حقوقی برای تأمین مالی، از مهمترین کارکردهای این صندوق‌هاست و در عین حال، برای صاحبان منابع ارزی که دارایی آنها تاکنون به صورت را کد نگه‌داری می‌شده، درآمد ارزی ایجاد خواهد کرد.

ایشان افزود: تأمین مالی پروژه‌های ارزی صادرات‌محور از دیگر مزایای این صندوق‌هاست که می‌تواند به افزایش ارز در دسترس و ایجاد انگیزه برای بازگشت سریع‌تر ارز حاصل از صادرات منجر شود.

درآمد ثابت ارزی و تنزیل اعتبارات اسنادی ارزی اختصاص می‌دهد.

مزایای صندوق‌های ارزی

- استفاده از وجوه ارزی را کد نزد اشخاص حقیقی و حقوقی برای تأمین مالی؛
- ایجاد درآمد ارزی برای صاحبان منابع ارزی که در حال حاضر به صورت را کد هستند؛
- تأمین مالی پروژه‌های ارزی صادرات محور که موجب افزایش ارز در دسترس می‌شود؛

● ایجاد انگیزه برای بازگشت سریع‌تر ارز ناشی از صادرات؛

● معافیت مالیاتی درآمدهای صندوق؛

● نقدشوندگی مناسب واحدهای سرمایه‌گذاری در زمان ابطال (صندوق دارای ضامن نقدشوندگی است که تأمین نقدشوندگی صندوق را در زمان‌های ابطال تضمین می‌کند)؛

● همه دریافت‌ها، پرداخت‌ها و محاسبات صندوق به ارز منتخب صورت خواهد گرفت و تسعیر ارز در این صندوق موضوعیت ندارد.

معاون نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار مطرح کرد

افزایش سهم دارایی‌های مالی در ثروت خانوار هدف راهبردی بازار سرمایه است



اما حرکت در این مسیر باید از امروز آغاز شود. معاون نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار با اشاره به نقش بازارهای مالی در این مسیر گفت: بازار مالی، اقتصاد مالی و بخش تولید در این فرآیند نقش اساسی دارند و کارگروه‌های تخصصی می‌توانند در هماهنگ‌سازی این اجزا و تسهیل جریان سرمایه‌گذاری نقش مؤثری ایفا کنند. عیوض‌لو با تشریح رویکرد سازمان بورس و اوراق بهادار در تصمیم‌سازی‌ها، توضیح داد: رویکرد سازمان بورس و اوراق بهادار به گونه‌ای است که در تصمیمات مهم، به‌ویژه تصمیماتی که بر بازار سرمایه، نهادهای مالی و فرآیند

۷ دی‌ماه معاون نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار با تأکید بر نگاه بلندمدت به توسعه بازار سرمایه گفت: برنامه‌ریزی‌های راهبردی برای کاراتر شدن فرآیند سرمایه‌گذاری از ماه‌ها قبل آغاز شده و تشکیل کارگروه‌های تخصصی کانون نهادهای سرمایه‌گذاری، گامی مهم در مسیر افزایش سهم دارایی‌های مالی در سبد ثروت خانوارهاست. به گزارش پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، رضا عیوض‌لو در مراسم معارفه اعضای کارگروه‌های چهارگانه تخصصی کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران، با اشاره به روند شکل‌گیری این کارگروه‌ها افزود: برنامه‌ریزی‌های انجام‌شده با نگاه استراتژیک، از چند ماه پیش آغاز شد و در نهایت قرار بر این شد که موضوعات کلیدی بازار سرمایه در قالب کارگروه‌های تخصصی دنبال شود. وی با بیان اینکه کاراتر کردن فرآیند سرمایه‌گذاری از اولویت‌های اصلی بازار سرمایه است، گفت: هدف ما افزایش حداکثری وزن دارایی‌های مالی در سبد ثروت خانوارهاست. این هدف، پروژه‌ای کوتاه‌مدت نیست و تحقق آن به افقی بلند مدت نیاز دارد،

تخصصی کانون گفت: «ارتباط این کارگروه‌ها با سازمان بورس برقرار خواهد بود و پیشنهادهای اجرایی آنها در حوزه‌های مختلف، هم از طریق دفتر پیشنهادهای اجرایی و هم در سطح معاونت نظارت بر نهادهای مالی مورد بررسی قرار می‌گیرد. در این مسیر، سازمان بورس آماده همکاری و همراهی کامل است.»

عیوض‌لو با تأکید بر جهت‌گیری پیشنهادهای اضافه کرد: انتظار این است که همه پیشنهادهای مطرح‌شده در کارگروه‌ها با هدف کاراتر، ساده‌تر و کوتاه‌تر شدن فرآیند سرمایه‌گذاری باشد تا در نهایت بتوان به نقطه‌ای رسید که سهم دارایی‌های مالی در ثروت خانوارها افزایش یابد و بازار سرمایه نقش پررنگ‌تری در اقتصاد ایران ایفا کند.

سرمایه‌گذاری اثرگذار است، اخذ نظر کانون نهادهای سرمایه‌گذاری در اولویت قرار دارد. برای سازمان بورس، اطمینان از در نظر گرفته شدن منافع کل بازار اهمیت بالایی دارد و نظر کانون این اطمینان را ایجاد می‌کند که موضوعات به سطحی از بلوغ و قابلیت اجرا رسیده‌اند. ایشان افزود: هر موضوعی که مطرح می‌شود، نخستین پرسش این است که نظر کانون درباره آن چیست. زمانی که این نظر اخذ می‌شود، می‌توان با اطمینان بیشتری تصمیم‌گیری کرد، چراکه منافع کلی بازار سرمایه و نهادهای مالی در آن لحاظ شده است.

معاون نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار با استقبال از تشکیل کارگروه‌های

معاون نظارت بر بورس‌ها و ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار تشریح کرد

نقش نهادهای مالی در عبور بازار سرمایه از شرایط سخت



برخی افراد و تریبون‌ها وارد می‌آیند با این حال، نهادهای مالی با همراهی و ایفای نقش مسئولانه، به ثبات بازار کمک کردند و امروز ثمره این همکاری‌ها قابل مشاهده است.

معاون نظارت بر بورس‌ها و ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار با اشاره به اقدامات انجام‌شده در حوزه تأمین مالی گفت: بخش قابل توجهی از اقدامات مؤثر اخیر، در حوزه مالی و تأمین مالی اتفاق افتاده است. سازمان بورس و اوراق بهادار

۷ دی ماه معاون نظارت بر بورس‌ها و ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار با اشاره به بهبود وضعیت بازار سرمایه، از نقش مؤثر نهادهای مالی و اعضای کانون نهادهای سرمایه‌گذاری در حمایت از بازار در دوره‌های پرچالش قدردانی کرد و تشکیل کارگروه‌های تخصصی کانون را اقدامی کاربردی برای تعمیق بازار و تسهیل تعاملات با سازمان بورس دانست.

به گزارش پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، حمید یاری در مراسم معارفه اعضای کارگروه‌های چهارگانه تخصصی کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران، با بیان اینکه وضعیت فعلی بازار سرمایه رضایت‌بخش است، گفت: جا دارد از اعضای کانون و نهادهای مالی قدردانی شود که در شرایط سخت بازار، با وجود فشارهای مختلف، برای کمک به بازار سرمایه پای کار آمدند. معاون نظارت بر بورس‌ها و ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار، افزود: در مقاطعی، فشارهای زیادی به سازمان بورس از سوی

بهادار نیز تلاش کرده با بهبود فرآیندهای نظارتی، این مسیر با کمترین چالش ادامه یابد. معاون نظارت بر بورس‌ها و ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار با استقبال از تشکیل کارگروه‌های تخصصی کانون نهادهای سرمایه‌گذاری گفت: این کارگروه‌ها می‌توانند به تعمیق بازار سرمایه کمک کرده و بسیاری از مسائل و چالش‌های مشترک میان کانون و سازمان را از طریق یک درگاه واحد، ساده‌تر و سریع‌تر پیگیری کنند. یاری با اعلام آمادگی برای توسعه همکاری‌ها تأکید کرد: معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران و مدیران این حوزه، از هرگونه همکاری با کارگروه‌های تخصصی کانون استقبال می‌کند و امیدواریم این تعاملات به ارتقای کارایی بازار سرمایه و توسعه تأمین مالی شفاف و پایدار منجر شود.

تلاش کرده فضایی ایجاد شود که در چند سال آینده، تأمین مالی از مسیر بازار سرمایه بیش از گذشته جایگزین تأمین مالی از بازار پول شود. یاری با اشاره به تفاوت‌های ماهوی بازار سرمایه و بازار پول توضیح داد: یکی از ویژگی‌های خاص بازار سرمایه «دیوار شیشه‌ای» آن است؛ به این معنا که همه اتفاقات به‌صورت شفاف در معرض دید عموم قرار دارد. برخلاف نظام بانکی که بسیاری از فرآیندهای تأمین مالی کمتر دیده می‌شود، در بازار سرمایه حتی کوچکترین رخدادها به‌سرعت در سطح عمومی منعکس می‌شود. این شفافیت اگر چه نقطه قوت بازار سرمایه است، اما در عین حال کار را دشوارتر می‌کند. وی افزود: خوش‌بختانه در سال‌های اخیر، بروز نکول‌ها در بازار سرمایه به حداقل ممکن رسیده و سازمان بورس و اوراق

مدیرعامل بورس تهران مطرح کرد

تعهد بورس تهران به حاکمیت شرکتی با انتشار گزارش پایداری



در مسیر توسعه پایدار برداریم.

گودرزی ادامه داد: بورس تهران به‌عنوان نخستین نهاد در میان شرکت‌ها و ارکان بازار سرمایه اقدام به تدوین و انتشار گزارش پایداری کرده و بدین‌وسیله نقش پیشگام و راهبر خود را در نهادینه‌سازی رویکرد توسعه پایدار ایفا می‌کند. وی ابراز امیدواری کرد؛ این اقدام، الگویی اثربخش برای ناشران بازار سرمایه در جهت ارتقا شفافیت، پاسخگویی

۹ دی ماه مدیرعامل بورس تهران گفت: گزارش پایداری، بازتابی از تلاش‌های ما برای حرکت در مسیر توسعه پایداری، ارتقای شفافیت و ایجاد ارزش بلندمدت برای تمامی ذینفعان است.

به گزارش مدیریت ارتباطات بورس تهران، محمود گودرزی، مدیرعامل بورس تهران با بیان مطالب فوق گفت: ما باور داریم که پایداری تنها یک رویکرد جانبی نیست، بلکه بخشی جدایی‌ناپذیر از راهبرد کلان بورس تهران است. به همین دلیل، تقویت فرهنگ سازمانی، بهبود رضایت کارکنان، توسعه آموزش‌های تخصصی و عمومی، توجه به محیط زیست و افزایش سطح تعامل با ذینفعان، در کانون توجه ما قرار گرفته است.

وی افزود: همچنین متعهد هستیم که در سال‌های پیش‌رو با به‌کارگیری نوآوری‌های فناورانه، ارتقای زیرساخت‌های اطلاعاتی و همکاری گسترده‌تر با نهادهای داخلی و بین‌المللی، گام‌های مؤثرتری

و حرکت هماهنگ در مسیر توسعه پایدار باشد. گفتنی است این گزارش، دومین گزارش پایداری بورس تهران است که در آن عملکرد شرکت در سال مالی ۱۴۰۳ در حوزه‌های اقتصادی، اجتماعی، زیست‌محیطی و حاکمیت شرکتی براساس الزامات استانداردهای ۲۰۲۱ GRI و SASB برای بورس‌ها

(Stock Exchanges – FN0201) ارائه شده است. هدف اصلی از انتشار این گزارش، افزایش شفافیت، ارتقای پاسخگویی و تقویت اعتماد ذینفعان نسبت به عملکرد بورس تهران در مسیر توسعه پایدار است. این گزارش بر اساس اصول بنیادین گزارش‌دهی شامل دقت، توازن، مقایسه‌پذیری، قابلیت اتکا و شفافیت تهیه شده است.

رئیس بانک مرکزی مطرح کرد

هدف یکپارچه‌سازی بازار ارز است

۱۰ دی ماه رشد نقدینگی نسبت به رشد اقتصادی عامل اصلی تورم است، گفت: هدفم یکپارچه‌سازی بازار ارز است. به گزارش بورس ۲۴ به نقل از خبرگزاری ایرنا رئیس کل جدید بانک مرکزی با تأکید بر اینکه رشد نقدینگی نسبت به رشد اقتصادی عامل اصلی تورم است، گفت: هدفم یکپارچه‌سازی بازار ارز است.

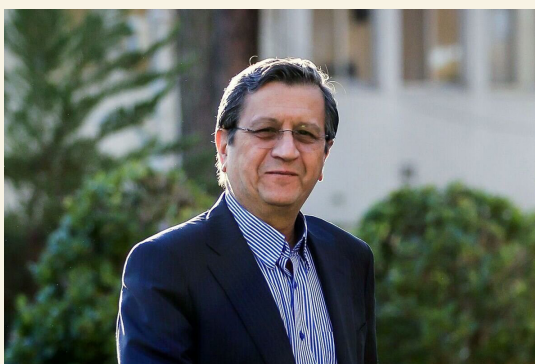
رشد نقدینگی مهمترین عامل تورم است و آن را مهار می‌کنیم

عبدالناصر همتی روز چهارشنبه ۱۰ دی ماه ۱۴۰۴ پس از جلسه هیئت دولت و انتخابش به عنوان رئیس کل جدید بانک مرکزی در جمع خبرنگاران افزود: در میان مدت و بلندمدت، نسبت نقدینگی به رشد اقتصادی مهمترین عامل تورم است و این موضوع را به‌طور جدی پیگیری خواهیم کرد. وی ادامه داد: معیشت مردم بسیار مهم است و بانک مرکزی آن را به‌عنوان اولویت اصلی خود در کمک به سایر دستگاه‌های مسئول معیشت مردم پیگیری خواهد کرد.

همتی خاطر نشان کرد: نکته مهم دیگر به سیاست‌های ارزی برمی‌گردد. حتماً فساد و رانت ناشی از چندرخی بودن ارز را جمع خواهیم کرد. وی گفت: یکی از دلایل اصلی التهابات در بازار ارز، چندرخی بودن، رانت، فساد و سفته‌بازی است که در آن رخ می‌دهد. حتماً این وضعیت را سر و سامان خواهیم داد.

هماهنگی بازارها مدنظر است

ایشان تصریح کرد: به مردم عزیز قول می‌دهم تمام تلاشم



را می‌کنم تا انشاءالله ثبات را در بازار ارز به وجود آورم و حتماً هماهنگی بین بازارها را مد نظر خواهیم داشت. بازار مالی یک بازار وسیع‌تر است و هماهنگی سیستم پولی با بازار سرمایه برقرار خواهد شد.

همتی ادامه داد: ثبات و توسعه بازار سرمایه را جزو اهدافم قبلاً هم گفته‌ام و اکنون تکرار می‌کنم: حتماً به بازار سرمایه کمک خواهیم کرد.

رئیس کل بانک مرکزی در ادامه گفت: بنابراین، برخورد با بانک‌های ناتراز (که عامل مهم تورم در کشورمان هستند) و همچنین مدیریت یکپارچه ارز در شرایط تحریمی، بحث‌های مهمی هستند که انشاءالله در روزهای آینده بیشتر با شما و مردم عزیز در مورد آنها صحبت خواهیم کرد.

وی افزود: من با تمام وجود و قلم را برای این کار مهم می‌گذارم و انشاءالله در روزهای آینده مردم عزیزمان خواهند دید که این ثبات را به اقتصاد کشور بازمی‌گردانیم

حفظ و تقویت ذخایر ارزی مهم‌تر از مداخلات بازار است

همتی گفت: در جلسه‌های اخیر با اصناف و فعالان اقتصادی، محور صحبت‌ها ثبات بازار بوده و بازار هم به دنبال ثبات اقتصادی است. وی خطاب به خبرنگاران گفت: اجازه دهید درباره نرخ صحبت نکنم؛ مسئول نرخ‌گذاری نباید بانک مرکزی باشد و بانک مرکزی باید از نوسانات نرخ ارز جلوگیری کند.

همتی ادامه داد: کانال یا دالانی برای نرخ ارز تعیین می‌شود که در این دالان براساس روند اقتصاد کشور حرکت و براساس آن روند، ثبات به نرخ ارز داده شود.

وی با تأکید بر اینکه حفظ و تقویت ذخایر ارزی مهم‌تر از مداخلات بازار است، افزود: من تجربه سال‌های ۱۳۹۷ لغایت ۱۴۰۰ در بانک مرکزی را داشتم که با وجود مشکلات شدید درآمد ارزی که وصولی‌ها کمتر از ۱۰ میلیارد دلار بوده، اما با مدیریت اصولی توانستیم ۱.۵ میلیارد دلار به ذخایر اسکناس اضافه کنیم.

با توجه به شرایط تحریمی، مدیریت بازار ارز اصولی دارد و این کار انجام خواهد شد. رئیس کل بانک مرکزی گفت: از صرافی‌ها کمک گرفته می‌شود چرا که آنها شبکه عظیمی هستند و قرار است دوباره احیا شوند.

ایشان با بیان اینکه انشاءالله ثبات و آرامش در بازار ارز برقرار خواهد شد، تأکید کرد: براساس ضوابط تعیین شده طبق قانون با بانک‌های ناتراز برخورد می‌کنم.

همتی افزود: برای فرآیند‌گزیبر برای هر موسسه‌ای که باشد یک ضوابطی تعیین شده هم در قانون بانک مرکزی هم مجوزهایی که از قوا گرفته شده است و من براساس همان قوانین کار برخورد با مؤسسات و بانک‌های ناتراز را پیگیری خواهیم کرد.

وی افزود: خیلی از بانک‌های ما متأسفانه ناتراز هستند و این ناترازی تبدیل به اضافه برداشت از بانک مرکزی و نقدینگی مازاد در جامعه می‌شود و تورم را رقم می‌زند و در نهایت به افزایش نرخ ارز دامن می‌زند.

رئیس کل بانک مرکزی افزود: ریشه همه این مشکلات در همان ناترازی بانک هاست که به طور جدی به عنوان یکی از کارهای اصلی روی ساماندهی این وضعیت تمرکز خواهد کرد.

وی خاطر نشان کرد: موسسه ملل هم استثنا نیست و من هنوز اطلاعات و آمار مشکلات این موسسه را ندارم اما حتماً راجع به آن تصمیمات مقتضی خواهیم گرفت.

هدف یکپارچه‌سازی بازار ارز است

رئیس کل بانک مرکزی همچنین گفت: من به مجلس و تصمیم‌های نمایندگان احترام می‌گذارم و با نمایندگان مجلس مشورت خواهم کرد، اما باید مسائل اقتصادی را بر پایه آنچه درست می‌دانم، علم اقتصاد، شرایط کشور و تجربه خودم مدیریت کنم.

همتی ادامه داد: تاکنون چندین مورد ارائه ارز ترجیحی داشتیم که در نهایت دوباره احیا شد و یا شوک قیمتی ایجاد کرد؛ این روند به از دست رفتن ذخایر بانک مرکزی منجر شد.

همتی افزود: ارز ترجیحی باعث از بین رفتن ذخایر و بالابردن قیمت‌های دستوری ارز شد و مردم نیز قیمت کالاها را با وجود تفاوت قیمت بازار آزاد با ترجیحی، به‌روز می‌گیرند.

رئیس کل بانک مرکزی تأکید کرد: بازار آزاد ارز به صورت یک مارجین برای اقتصاد عمل می‌کند و با وجود اینکه برخی انکار می‌کنند، حقیقت این است که این تفاوت‌ها نوسانات قیمتی را تشدید می‌کند.

وی افزود: نباید بگذاریم فاصله‌های قیمتی موجب نوسانات روزانه ارز و تورم کالاها شود. در حال حاضر قیمت‌های گوشت، مرغ، روغن و برنج در بازار به دلیل ترجیحی بودن ارز افزایش یافته است. وی در ادامه گفت: هدف و راهکار اصلی، ایجاد یکپارچگی بازار است و من حتماً این کار را انجام خواهم داد.

همتی درباره شرکت‌هایی که ارز خود را برگشت ندادند، گفت: مطمئن باشید همه را برمی‌گردانیم و شک نکنید که برخورد خواهیم کرد، تجربه نشان داده که اینها را پیگیری خواهیم کرد. وی با تأکید بر اینکه به تدریج ارز را تک‌نرخ خواهیم کرد ولی قطعاً تک‌نرخ شدن ارز روی قیمت کالاها اثر خواهد داشت، افزود: من قبلاً هم گفته بودم که علی‌رغم اینکه قیمت ارز را

پایین نگه داریم اما قیمت کالاها باز هم افزایش داشته است، پس تک‌نرخ شدن ارز باید با تدبیر انجام شود. ایشان اضافه کرد: اگر قرار است ارز ترجیحی برداشته شود باید مابه‌التفاوت آن برای مردم جبران شود حالا یا از طریق کالا بزرگ یا از هر روش دیگری که ممکن است، زیرا نمی‌توان بی‌محابا ارز ترجیحی را برداشت.

همتی با تأکید بر اینکه گلایه‌های صادرکنندگان درست است و این مسائل را حل خواهیم کرد، افزود: حتماً سازوکاری ایجاد می‌کنیم که همه فعالان اقتصادی ارزش‌هایشان را به داخل کشور بیاورند.

وی با یادآوری اینکه مقرراتی که تدوین شده دست و پاگیر است. افزود: یکی از برنامه‌های ما جمع‌آوری سامانه‌های اضافه است که

طی یکی دو هفته آینده برنامه‌های اصلی خود را اعلام خواهیم کرد. همتی درباره حذف ارز ترجیحی خاطر نشان کرد: با بررسی شرایط، ضوابط، موقعیت کالاها و ذخایر در زمینه ارز ترجیحی تصمیم خواهیم گرفت.

رئیس کل بانک مرکزی گفت: مطمئن باشید تصمیمی اتخاذ نمی‌کنیم که به بی‌ثباتی یا التهاب قیمت‌ها منجر شود و این تصمیمات حتماً بر اساس بررسی‌های دقیق خواهد بود.

وزیر امور اقتصادی و دارایی مطرح کرد

برای آزادسازی سهام عدالت، بدون ریزش بازار راه حلی داریم



در موضوع اشتغال طرح اعتبار ملی ایرانیان را داریم و آخر دی ماه به‌طور پایلوت اجرا می‌شود

وی اظهار داشت: در این طرح ۳۰ میلیون در حساب سرپرستان خانوار شارژ می‌شود و سرپرستان خانوار می‌توانند با سود ۴ درصد می‌توانند کالا خریداری کنند همچنین مبلغ ۳۰ میلیون تومان تا یکسال در کارت سرپرستان خانوار می‌ماند. اقدامات دولت به پیش بینی پذیر بودن بازار و ثبات اقتصادی کمک می‌کند وزیر امور اقتصادی و دارایی افزود: هدف اصلی دولت ایجاد ثبات اقتصادی است و شرایط رویه‌های گذشته به بی‌ثباتی دامن زده بود همچنین مبلغ ۳۰ میلیون تومان تا یکسال در کارت سرپرستان خانوار می‌ماند. مدنی‌زاده در مورد سهام عدالت نیز گفت: دولت در حد هزار نفر ساعت در مورد گره سهام عدالت کار کرده است و آزادسازی سهام عدالت به زودی انجام خواهد شد. وی افزود: احیای سهام عدالت موجب آسیب به بازار نخواهد شد و مداخله مستمر دولت‌ها در بازار سرمایه خطرناک است.

۱۴ دی ماه دولت در حد هزار نفر ساعت در مورد گره سهام عدالت کار کرده است و آزادسازی سهام عدالت، طوریکه بازار سرمایه ریزش نکند به‌زودی انجام خواهد شد.

به گزارش بورس ۲۴ به نقل از خبرگزاری دانشجو، وزیر امور اقتصادی و دارایی گفت: در بازار سرمایه مداخله بیجا نمی‌کنیم و به رشد بورس کمک می‌کنیم. آزادسازی سهام عدالت بزودی انجام می‌شود. احیای سهام عدالت باید به گونه‌ای باشد که برای بازار سرمایه ضرر نداشته باشد.

طرح کالا برگ، یارانه نیست، حق شهروندی است و به تمام ایرانیان تعلق می‌گیرد

وزیر امور اقتصادی و دارایی افزود: طرح کالا برگ یکی از بندهای طرح بهبود معیشتی دولت است و ارز ترجیحی آن حذف نشده است.

طرح کالا برگ امروز ابلاغ شد و عملیات اجرایی آن آغاز شده است

وی ادامه داد: اگر نرخ ارز تغییر داشته باشد مقدار تغییر آن به مردم برگردانده می‌شود و حداقل زمان ترخیص و معطلی برای کالاهای طرح را خواهیم داشت همچنین هم اکنون حساب‌ها شارژ شده و از چند روز بعد قابل برداشت است.

ارز دارو ثابت می‌ماند

مدنی‌زاده اضافه کرد: فعلاً برنامه‌ای برای حذف ارز دارو یعنی همان ارز ۲۸ هزار و ۵۰۰ تومانی را نداریم.

نتیجه اولین جلسه کارگروه شرکت‌های سبذگردان عضو کانون نهادهای سرمایه گذاری



۱۶ دی ماه اولین جلسه کارگروه تخصصی شرکت‌های سبذگردان عضو کانون نهادهای سرمایه گذاری برگزار و نتایج آن اعلام شد. به گزارش پایگاه خبری بورس پرس، اولین جلسه کارگروه تخصصی شرکت‌های سبذگردان عضو کانون، برگزار و کارگروهی با هدف آغاز فعالیت‌های رسمی، تشکیل شد و اعضای منتخب ضمن امضا میثاق نامه اخلاقی و حرفه‌ای، متعهد شدند منافع کلان بازار سرمایه و جامعه سبذگردانی را بر منافع شخصی و سازمانی مقدم بدانند. بر اساس این گزارش، همایون دارابی با اتفاق آرای اعضا به عنوان رئیس کارگروه انتخاب شد. بررسی و پیگیری مهمترین چالش‌ها و دغدغه‌های پیش روی شرکت‌های سبذگردان از دیگر بخش‌های این جلسه بود که موارد مطرح شده به عنوان اولویت‌های کاری در دستور کار

آتی این کارگروه قرار گرفت.

این کارگروه تخصصی با نمایندگی از فعالان این حوزه در جهت ارتقای استانداردهای فعالیت، حل مسائل صنعت و ارائه پیشنهادهای سیاستی به نهادهای تصمیم‌گیر فعالیت خواهد کرد.

هفتمین عرضه اولیه بورس تهران به «چاپ» رسید



معاملاتی، مقدار حداکثری ۳۲۶ سهم تخصیص داده شد. عرضه‌های اولیه گامی مهم در راستای افزایش مشارکت عمومی در بازار سرمایه و ارتقای تأمین مالی در اقتصاد ملی محسوب می‌شود. گفتنی است در این مراسم، مهرداد نباتچیان مدیرعامل شرکت «صنایع چاپ و بسته بندی آسان قزوین» به ایراد سخنرانی پرداخت.

۲۴ دی ماه عرضه اولیه ۷ درصد از سهام شرکت صنایع چاپ و بسته بندی آسان قزوین با نماد چاپ، روز چهارشنبه ۲۴ دی ماه ۱۴۰۴ در بورس تهران انجام شد. این هفتمین عرضه اولیه سال جاری بود که با استقبال بیش از ۱.۲ میلیون کد معاملاتی سرمایه‌گذاران همراه شد.

به گزارش مدیریت ارتباطات بورس تهران، در جریان این عرضه روز چهارشنبه مورخ ۱۴۰۴/۱۰/۲۴، تعداد ۳۹۲,۰۰۰,۰۰۰ سهم معادل ۷ درصد از سهام شرکت «صنایع چاپ و بسته بندی آسان قزوین» در فهرست نرخ‌های بازار دوم بورس تهران و به روش ثبت سفارش با قیمت ۷۱۴۲ ریال کشف قیمت و عرضه اولیه شد. در این عرضه اولیه، مجموعاً بیش از ۱ میلیون و ۲۷۰ هزار و ۶۱۷ کد معاملاتی به منظور خرید، اقدام به ثبت سفارش کردند. در نهایت برای ۱ میلیون و ۲۶۲ هزار و ۷۵ کد



نشان بورس تهران

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



تحليل صنعت





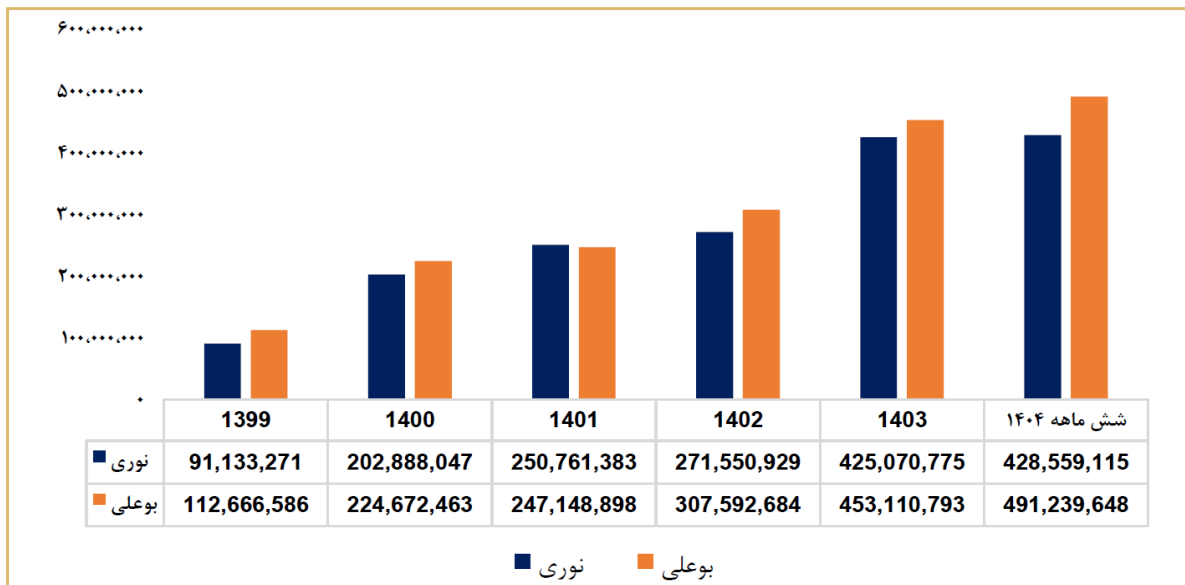
بررسی و تحلیل صنعت آروماتیک

بنزن (Benzene)

نوعی هیدروکربن حلقوی و سرگروه آروماتیک‌ها است که به شکل مایعی بی‌رنگ، خوشبو و فرار می‌باشد که با شعله زرد رنگ همراه با دوده می‌سوزد. بنزن عمدتاً در تولید استایرن و مواد اولیه شوینده‌ها (LAB) مورد استفاده قرار می‌گیرد. در حال حاضر، شرکت‌های پتروشیمی نوری، بوعلی سینا، بندر امام، تبریز و اصفهان از جمله تولیدکنندگان بنزن هستند و شرکت‌های پتروشیمی پارس، تبریز، کارون، بیستون و هلدینگ سرمایه‌گذاری صنایع شیمیایی ایران از مصرف‌کنندگان بنزن در کشور به‌شمار می‌روند. از مشتقات بنزن می‌توان به بنزوبیک اسید، اتیل بنزن، فنیل هگزان و ... اشاره کرد که عمدتاً سرطان‌زا هستند.

ستایش روانشاد
کارشناس سرمایه‌گذاری تأمین سرمایه خلیج فارس

آروماتیک یکی از شاخه‌های مهم گروه پتروشیمی است و به خانواده‌ای از ترکیبات آلی گفته می‌شود که در ساختار خود دارای حلقه‌هایی با ۶ اتم کربن هستند. بنزن، تولوئن و زایلین‌ها (BTX) سه محصول اصلی آروماتیک‌ی معطر می‌باشند که نسبت کربن به هیدروژن در آنها بالا بوده و خوراک اصلی تولید بسیاری از مواد واسطه صنعت پتروشیمی می‌باشند که آنها نیز در ادامه زنجیره ارزش خود، در تولید الیاف مصنوعی، رزین، مواد منفجره، آفت‌کش‌ها، مواد شوینده و بسیاری از مواد دیگر نقش دارند.



نمودار ۱- روند قیمت بنزن تولیدی شرکت های پتروشیمی نوری و بوعلی سینا (بر حسب تن / ریال)

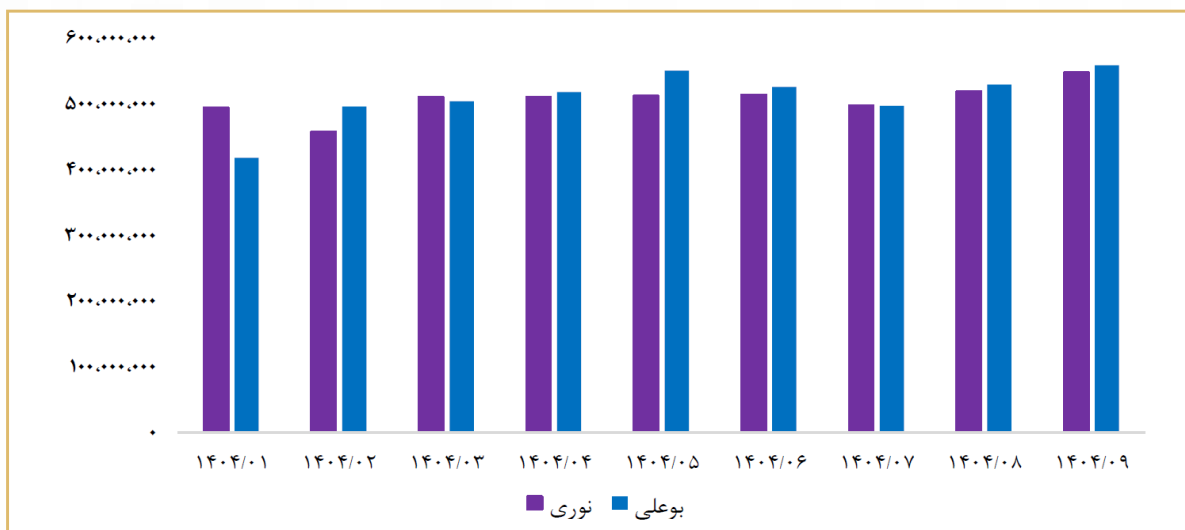
یکی از مهمترین محصولات آروماتیکی است و بالاترین ارزش اقتصادی را در میان ایزومرهای دیگر دارد. بخش عمده پارازایلین در تولید اسید ترفتالیک (PTA) مورد استفاده قرار می گیرد. به عبارت دیگر، در بالادست پارازایلین، نفت خام و نفتا قرار دارد و محصول پایین دستی آن PTA است که در تولید الیاف پلی استر به کار گرفته می شود. پس از شیفت صنعت پوشاک و نساجی از اروپا به چین، این کشور به منظور تأمین پارازایلین مورد نیاز واحدهای PTA و کاهش واردات، در سال های اخیر اقدام به احداث واحدهای پارازایلین نموده است؛ از این رو یکی از ریسک های اساسی این صنعت، به بهره برداری رسیدن واحدهای پارازایلین چین است.

تولوئن (Toluene)

که با نام متیل بنزن نیز شناخته می شود، مشتقی از بنزن است که در آن یک اتم هیدروژن با یک گروه متیل جایگزین شده است. این ماده یک مایع بی رنگ با بوی قوی و شبیه به حلال است و سمیت کمتری نسبت به بنزن دارد.

زایلین (Xylene)

عبارتی است که در مورد مخلوط سه ایزومر زایلین یعنی اورتوزایلین (OX)، متازایلین (MX) و پارازایلین (PX) استفاده می شود. از عمده کاربردهای این مخلوط، استفاده از آن به عنوان حلال در صنایع مختلف است. پارازایلین



نمودار ۲- روند قیمت پارازایلین تولیدی شرکت های پتروشیمی نوری و بوعلی سینا (بر حسب تن / ریال)

ریفرمیت (Reformate)

حاوی مقادیر قابل توجهی از بنزن، تولوئن و زایلین (BTX) است. این ماده در بنزین که ماحصل اختلاط چندین ماده شیمیایی است، مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ در واقع ۳۰ تا ۶۰ درصد بنزین، ریفرمیت و پلتفرمیت است. از آنجاکه ترکیبات حلقوی و شاخه‌دار، اکتان بالاتری دارند، از ریفرمیت به‌عنوان ترکیبی با اکتان بالا برای ساخت بنزین استفاده می‌شود. ریفرمیت و پلتفرمیت مشابه هستند. ذکر این نکته ضروری است که در بین شرکت‌های آروماتیکی کشور، پتروشیمی اصفهان پلتفرمیت را به‌عنوان خوراک از پالایشگاه اصفهان دریافت می‌کند، این در حالی است که در پتروشیمی نوری، ریفرمیت محصول میانی بوده و در تولید سایر محصولات آروماتیکی مورد استفاده قرار می‌گیرد. به‌طور کلی، محصولات شرکت‌های آروماتیک را می‌توان به چهار دسته تقسیم کرد:

دسته اول: سید برش سبک شامل رافینیت، برش سبک، نفتای سبک و گاز مایع که نرخ‌گذاری آنها بر مبنای نرخ نفتا است.

دسته دوم: سید آروماتیک شامل پارازایلین، ارتوزایلین، مخلوط زایلین، آروماتیک‌های سنگین و بنزن که نرخ آنها با نرخ پارازایلین ارتباط دارد.

دسته سوم: سید برش سنگین که صرفاً شامل برش سنگین است و نرخ‌گذاری آن بر مبنای نرخ نفت‌گاز صورت می‌گیرد.

دسته چهارم: سید سوخت شرکت‌ها که نرخ‌گذاری آنها بر مبنای فرمولی از نرخ پارازایلین، ارتوزایلین و نفتا صورت می‌گیرد.

در ایران چهار شرکت پتروشیمی نوری، بوعلی سینا، اصفهان و بندر امام، محصولات آروماتیک تولید می‌کنند که سهام سه شرکت اول در بورس اوراق بهادار معامله می‌شود.

■ در صنعت پتروشیمی، برش‌های سنگین‌تر از نفتا به‌عنوان برش سنگین شناخته می‌شود. قیمت این محصول بر مبنای شاخص‌های قیمت نفت‌گاز که با دردهای گوگرد مختلف ارائه می‌شود، تعیین می‌گردد.

■ محصول رافینیت A92 به شرکت پالایش و پخش فروخته می‌شود و به‌عنوان سوخت مورد استفاده قرار می‌گیرد.

■ رافینیت و برش سبک عمدتاً به‌عنوان خوراک واحدهای الفین مصرف می‌شود.

ترکیب فروش شرکت‌ها

به‌طور کلی، فروش شرکت‌ها به چهار دسته تقسیم می‌شود: صادراتی، بین‌مجمعی، بورسی و مستقیم. فروش بین‌مجمعی بر اساس قراردادهای بلندمدت و با ترم پرداخت ۴۵ روز پس از تحویل محصول، وصول می‌شود. مقاصد صادراتی عمدتاً کشورهای امارات متحده عربی، چین، هند، جمهوری آذربایجان، پاکستان و ازبکستان می‌باشد.

جدول ۱- ترکیب فروش شرکت‌های تولیدکننده محصولات آروماتیک

شرکت	ترکیب فروش
پتروشیمی نوری	مخلوط رافینیت ۳۶٪ - برش سنگین ۲۵٪ - برش سبک ۱۱٪ - بنزن ۹٪ - سایر ۱۹٪
پتروشیمی بوعلی سینا	ریفرمیت ۲۴٪ - برش سنگین ۲۳٪ - پارازایلین ۱۴٪ - رافینیت ۱۰٪ - سایر ۳٪
پتروشیمی اصفهان	تولوئن ۳۶٪ - مخلوط زایلین ۲۲٪ - انیدرید فتالیک ۱۵٪ - پارازایلین ۱۹٪ - سایر ۸٪
پتروشیمی بندر امام	ام تی بی ای ۲۰٪ - ریفرمیت ۱۳٪ - پروپان ۲۳٪ - سایر ۴۴٪

اصفهان با ۱۸ درصد، رتبه‌های دوم تا چهارم را به خود اختصاص دادند.

پتروشیمی بندر امام علی‌رغم قرار گرفتن در طبقه شرکت‌های تولیدکننده محصولات آروماتیک، از تنوع

در سال ۱۴۰۳، از نظر سهم فروش صادراتی، شرکت پتروشیمی بندر امام با ۴۵ درصد، در جایگاه اول قرار گرفت و بعد از آن، شرکت‌های پتروشیمی بوعلی سینا با ۲۶ درصد، پتروشیمی نوری با ۱۸ درصد و پتروشیمی

فرمول تعیین شده برای نرخ گذاری میعانات گازی به صورت زیر است:

۰/۹۵ * (B-۲ دلار - نرخ میعانات پارس جنوبی)

در صورتی که میعانات گازی از پالایشگاه‌های سرخون، پارسیان یا مجد تهیه شود، به دلیل کیفیت بالاتر، میزان تخفیف کمتری اعمال خواهد شد. تأمین کننده میعانات گازی برای شرکت پتروشیمی نوری، پالایشگاه‌های پارس جنوبی و پارسیان است و شرکت پتروشیمی بوعلی سینا نیز میعانات گازی مورد نیاز خود را از پالایشگاه‌های فجر جم و پارسیان دریافت می کند.

نفتا

نفتا یک مخلوط هیدروکربنی مایع، سبک، فرار و قابل اشتعال است که یک محصول میانی از تقطیر اتمسفریک نفت خام محسوب می شود. این ماده مهم ترین خوراک پتروشیمی در سطح جهان است و به عنوان ورودی اصلی ریفرم‌های کاتالیستی عمل می کند. ترکیب نفتا می تواند متفاوت باشد، به طوری که نفتای سنگین که سرشار از نفتن‌ها و پارافین‌های با ۶ کربن یا بیشتر است، خوراک ایده آل برای ریفرم‌های کاتالیستی با هدف حداکثر سازی تولید آروماتیک‌ها به شمار می رود.

تولید کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها برخوردار بوده و عمده فعالیت آن در زمینه تولید غیر آروماتیک‌ها است.

خوراک و مواد اولیه شرکت‌های آروماتیک در ایران

خوراک شرکت‌های آروماتیکی عمدتاً میعانات گازی، نفتا و بنزین پیرولیز است که نرخ گذاری آنها بر مبنای فرمول تعیین شده توسط شرکت ملی نفت ایران صورت می گیرد.

میعانات گازی

میعانات گازی که به عنوان مایعات گاز طبیعی نیز شناخته می شوند، مایعات هیدروکربنی با چگالی پایین هستند که از گاز طبیعی خام در تأسیسات فرآوری گاز جدا می شوند. آنها به دلیل محتوای با ارزشی مانند پروپان، بوتان و پنتان‌ها، خوراک بسیار خوبی برای تولید آروماتیک‌ها هستند. مجتمع‌های پتروشیمی، به ویژه در خاورمیانه، اغلب از «برج‌های تفکیک میعانات» اختصاصی برای جداسازی این خوراک استفاده می کنند که حجم بالایی از نفتای ایده آل را برای فرآوری بیشتر به آروماتیک‌ها تولید می کند.

جدول ۲- ترکیب مواد اولیه شرکت‌های تولیدکننده محصولات آروماتیک

شرکت	ترکیب مواد اولیه
پتروشیمی نوری	میعانات گازی ۹۳٪ - بنزین پیرولیز ۵٪ - سایر ۳٪
پتروشیمی بوعلی سینا	نفتا ۵۰٪ - میعانات گازی ۴۳٪ - بنزین پیرولیز ۷٪
پتروشیمی اصفهان	پلتفرمیت ۱۰۰٪
پتروشیمی بندر امام	میعانات گازی ۶۳٪ - نفتا ۲۷٪ - سایر ۹٪

که با تصفیه ساده آن می توان مقدار زیادی محصول نهایی (BTX) جدا نمود.

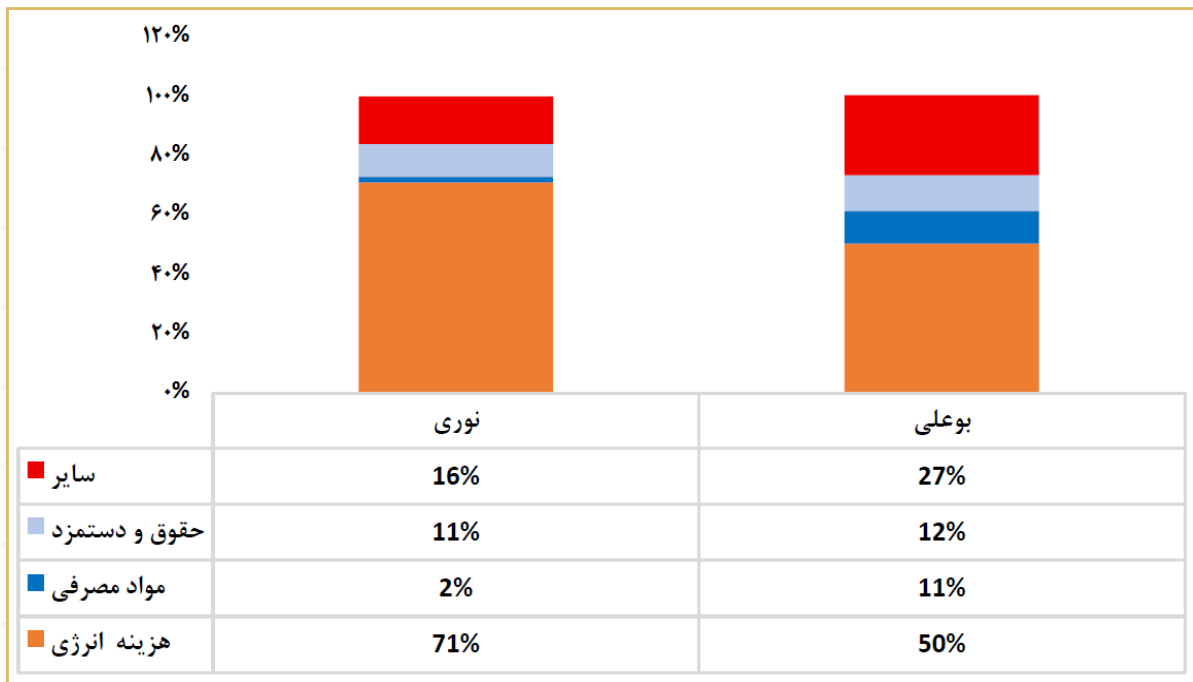
ترکیب هزینه تولید و سربار

به طور میانگین، مواد اولیه مستقیم مصرفی بیش از ۹۰ درصد هزینه تولید را تشکیل می دهد و سربار سهم ۵ درصدی در هزینه تولید دارد. در نمودار زیر، ترکیب هزینه سربار برای دو شرکت پتروشیمی نوری و پتروشیمی بوعلی سینا نمایش داده شده است.

انتقال میعانات دریافتی شرکت پتروشیمی نوری با خط لوله و حمل میعانات دریافتی شرکت پتروشیمی بوعلی سینا با کشتی موجب شده است که نرخ خوراک بوعلی سینا کمی بالاتر از نوری باشد.

متصل بودن شرکت پتروشیمی نوری به تمام پالایشگاه‌های پارس جنوبی، ریسک عدم تأمین خوراک این شرکت را به حداقل می رساند.

بنزین پیرولیز به قدری از آروماتیک‌ها غنی است



نمودار ۳- ترکیب هزینه سربار در شرکت‌های پتروشیمی نوری و بوعلی سینا

سینا در سال مالی ۱۴۰۵ به همراه مفروضات تحلیل، ارائه شده است.

برآورد سودآوری شرکت‌ها

برآورد سودآوری شرکت پتروشیمی نوری با نماد نوری

در ادامه، پیش‌بینی سود هر سهم شرکت‌های پتروشیمی نوری و بوعلی

جدول ۳- مفروضات تحلیل و پیش‌بینی سودآوری نوری						
کارشناسی ۱۴۰۵	کارشناسی ۱۴۰۴	ادامه ۱۴۰۴	نیمه اول ۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	مفروضات
۱,۲۰۰,۰۰۰	۷۲۲,۰۰۰	۷۵۰,۰۰۰	۶۹۵,۰۰۰	۵۱۰,۰۰۰	۳۸۰,۰۰۰	دلار (ریال)
۶۵	۶۵	۶۲	۶۷	۷۹	۸۰	نفت (بشکه/دلار)
۵۲	۵۰	۵۰	۵۲	۵۹	۵۳	میعانات (بشکه/دلار)
۸۰درصد	۷۶درصد	۸۰درصد	۷۷درصد	۷۴درصد	۶۷درصد	نسبت نرخ میعانات به نفت
۶۲۰	۶۱۱	۶۲۰	۶۱۸	۷۱۷	۷۶۵	برش سنگین (تن/دلار)
۸۱درصد	۸۱درصد	۸۰درصد	۸۰درصد	۷۹درصد	۶۳درصد	نسبت نرخ برش سبک به برش سنگین
۷۶۰	۷۵۸	۷۵۰	۷۶۸	۸۷۷	۸۰۹	مخلوط رافینیت (A80 , A92)
۷۳۰	۷۲۹	۷۳۰	۷۲۳	۷۵۳	۷۸۳	پاراژیلین (تن/دلار)
۶۲۰	۶۱۳	۵۹۰	۶۱۲	۵۳۲	۶۷۰	بنزن (تن/دلار)
۱۸	۱۸	۱۹	۱۸	۲۳	۲۰	هزینه انرژی (تن/دلار)

جدول ۴- تحلیل حساسیت سود هر سهم نوری در سال مالی ۱۴۰۵، تحت سناریو نرخ دلار (ریال) و نرخ میعانات گازی (دلار/ بشکه)

۱,۵۰۰,۰۰۰	۱,۴۰۰,۰۰۰	۱,۳۰۰,۰۰۰	۱,۲۰۰,۰۰۰	۱,۱۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰,۰۰۰	۹۰۰,۰۰۰	۸,۵۰۳
۱۲,۸۹۰	۱۱,۸۴۲	۱۰,۷۹۴	۹,۷۴۷	۸,۶۹۹	۷,۶۵۱	۶,۶۰۴	۵۰
۱۱,۳۳۵	۱۰,۳۹۱	۹,۴۴۷	۸,۵۰۳	۷,۵۵۹	۶,۶۵۱	۵,۶۷۱	۵۲
۹,۷۸۰	۸,۹۳۹	۸,۰۹۹	۷,۲۵۹	۶,۴۱۸	۵,۵۷۸	۴,۷۳۸	۵۴
۸,۲۲۵	۷,۴۸۸	۶,۷۵۱	۶,۰۱۵	۵,۲۷۸	۴,۵۴۱	۳,۸۰۵	۵۶
۶,۶۶۹	۶,۰۳۷	۵,۴۰۴	۴,۷۷۱	۴,۱۳۸	۳,۵۰۵	۲,۸۷۲	۵۸
۵,۱۱۴	۴,۵۸۵	۴,۰۵۶	۳,۵۲۶	۲,۹۹۷	۲,۴۶۸	۱,۹۳۹	۶۰
۳,۵۵۹	۳,۱۳۴	۲,۷۰۸	۲,۲۸۲	۱,۸۵۷	۱,۴۳۱	۱,۰۰۶	۶۲

جدول ۵- تحلیل حساسیت نسبت قیمت به سود نوری در سال مالی ۱۴۰۵ بعد از مجمع، تحت سناریو نرخ دلار (ریال) و نرخ میعانات گازی (دلار/ بشکه)

۱,۵۰۰,۰۰۰	۱,۴۰۰,۰۰۰	۱,۳۰۰,۰۰۰	۱,۲۰۰,۰۰۰	۱,۱۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰,۰۰۰	۹۰۰,۰۰۰	٪
۴/۶	۵/۰	۵/۵	۶/۱	۶/۸	۷/۷	۹/۰	۵۰
۵/۲	۵/۷	۶/۳	۷/۰	۷/۸	۹/۰	۱۰/۴	۵۲
۶/۱	۶/۶	۷/۳	۸/۲	۹/۲	۱۰/۶	۱۲/۵	۵۴
۷/۲	۷/۹	۸/۸	۹/۸	۱۱/۲	۱۳/۰	۱۵/۶	۵۶
۸/۹	۹/۸	۱۱/۰	۱۲/۴	۱۴/۳	۱۶/۹	۲۰/۶	۵۸
۱۱/۶	۱۲/۹	۱۴/۶	۱۶/۸	۱۹/۸	۲۴/۰	۳۰/۶	۶۰
۱۶/۶	۱۸/۹	۲۱/۹	۲۵/۹	۳۱/۹	۴۱/۴	۵۸/۹	۶۲

* برای محاسبه ارقام مندرج در جدول بالا، قیمت سهم ۶۳,۷۰۰ ریال و میزان تقسیم سود ۸۴ درصد لحاظ شده است.

بر آورد سودآوری شرکت پتروشیمی بوعلی سینا با نماد بوعلی

جدول ۶- مفروضات تحلیل و پیش بینی سودآوری بوعلی

کارشناسی ۱۴۰۵	کارشناسی ۱۴۰۴	ادامه ۱۴۰۴	نیمه اول ۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	مفروضات
۱,۲۰۰,۰۰۰	۷۲۲,۰۰۰	۷۵۰,۰۰۰	۶۹۵,۰۰۰	۵۱۰,۰۰۰	۳۸۰,۰۰۰	دلار (ریال)
۶۵	۶۵	۶۲	۶۷	۷۹	۸۰	نفت (دلار/ بشکه)
۵۳	۵۳	۵۱	۵۶	۶۲	۵۵	میعانات (دلار/ بشکه)
۴۵۰	۴۳۷	۴۲۰	۴۵۴	۵۱۸	۴۷۹	نفتا (دلار/ تن)
٪۴۵	٪۴۵	٪۴۵	٪۴۵	٪۴۸	٪۴۶	درصد مصرف میعانات
٪۵۳	٪۵۳	٪۵۳	٪۵۳	٪۵۵	٪۴۹	ضریب مصرف نفتا
۶۵۰	۶۴۸	۶۸۰	۶۱۱	۷۱۶	۷۷۱	برش سنگین (دلار/ تن)
۵۰۰	۵۰۱	۵۰۰	۴۹۷	۵۵۴	۵۱۱	برش سبک (دلار/ تن)
۷۵۰	۷۶۶	۷۶۵	۷۶۱	۸۴۱	۷۷۷	ریفرمیت (دلار/ تن)
۷۴۰	۷۵۴	۷۵۰	۷۴۹	۸۷۰	۹۶۵	پارازایلین (دلار/ تن)
۱۴	۱۴	۱۳	۱۳	۱۶	۱۶	هزینه انرژی (دلار/ تن)

**جدول ۷- تحلیل حساسیت سود هر سهم بوعلی در سال مالی ۱۴۰۵،
تحت سناریو نرخ دلار (ریال) و نرخ میعانات گازی (دلار/ بشکه)**

۱,۴۰۰,۰۰۰	۱,۳۰۰,۰۰۰	۱,۲۰۰,۰۰۰	۱,۱۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰,۰۰۰	۹۰۰,۰۰۰	۱۱.۵۲۴
۱۶,۴۱۰	۱۴,۸۱۸	۱۳,۲۲۷	۱۱,۶۳۶	۱۰,۰۴۵	۸,۴۵۳	۵۰
۱۵,۲۷۴	۱۳,۷۶۴	۱۲,۲۵۴	۱۰,۷۴۴	۹,۲۳۴	۷,۷۲۴	۵۲
۱۴,۱۳۹	۱۲,۷۱۰	۱۱,۲۸۱	۹,۸۵۲	۸,۴۲۳	۶,۹۹۴	۵۴
۱۳,۰۰۳	۱۱,۶۵۵	۱۰,۳۰۷	۸,۹۶۰	۷,۶۱۲	۶,۲۶۴	۵۶
۱۱,۸۶۸	۱۰,۶۰۱	۹,۳۳۴	۸,۰۶۷	۶,۸۰۱	۵,۵۳۴	۵۸
۱۰,۷۳۲	۹,۵۴۷	۸,۳۶۱	۷,۱۷۵	۵,۹۹۰	۴,۸۰۴	۶۰
۹,۵۹۷	۸,۴۹۲	۷,۳۸۸	۶,۲۸۳	۵,۱۷۸	۴,۰۷۴	۶۲

**جدول ۸- تحلیل حساسیت نسبت قیمت به سود بوعلی در سال مالی ۱۴۰۵ بعد از مجمع،
تحت سناریو نرخ دلار (ریال) و نرخ میعانات گازی (دلار/ بشکه)**

۱,۴۰۰,۰۰۰	۱,۳۰۰,۰۰۰	۱,۲۰۰,۰۰۰	۱,۱۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰,۰۰۰	۹۰۰,۰۰۰	۴/۷
۳/۳	۳/۷	۴/۱	۴/۷	۵/۴	۶/۵	۵۰
۳/۶	۴/۰	۴/۵	۵/۱	۵/۹	۷/۱	۵۲
۳/۹	۴/۳	۴/۸	۵/۵	۶/۵	۷/۸	۵۴
۴/۲	۴/۷	۵/۳	۶/۱	۷/۲	۸/۷	۵۶
۴/۶	۵/۱	۵/۸	۶/۸	۸/۰	۹/۹	۵۸
۵/۱	۵/۷	۶/۵	۷/۶	۹/۱	۱۱/۴	۶۰
۵/۷	۶/۴	۷/۴	۸/۷	۱۰/۵	۱۳/۴	۶۲

* برای محاسبه ارقام مندرج در جدول بالا، قیمت سهم ۵۸,۹۱۰ ریال و میزان تقسیم سود ۹۰ درصد لحاظ شده است.

سواد حقوقی سرمایه‌گذاران





قانون به زبان ساده

سواد حقوقی سرمایه‌گذاران

آشنایی با جرم دستکاری بازار/ قسمت سوم

با همکاری اداره پیشگیری از ناهنجاری‌ها و ارتقاء سلامت بازار سرمایه سازمان بورس و اوراق بهادار

بخشی مستقل و پیوسته را در راستای افزایش سواد حقوقی در بازار سرمایه که بخشی از سواد مالی را پوشش خواهد داد، به این موضوع اختصاص دهیم.

مطالب حقوقی که در این بخش با عنوان «سواد حقوقی سرمایه‌گذاران» منتشر می‌شود، توسط اداره پیشگیری از ناهنجاری‌ها و ارتقاء سلامت بازار سرمایه سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه شده و هدف آن، ساده‌سازی مفاهیم حقوقی، افزایش شفافیت و توانمندسازی مخاطبان بازار سرمایه در دفاع



در بازار سرمایه، آنچه به یک سهامدار توان تصمیم‌گیری می‌دهد فقط اطلاعات مالی نیست؛ بلکه شناخت از حقوق و تکالیف قانونی و ابزارهای حمایتی‌ای است که قانون برای او در نظر گرفته است. بسیاری از اختلافات، سردرگمی‌ها و حتی زیان‌های رایج در بازار، نه از نبود دانش بورسی بلکه از عدم دانش کافی نسبت به حقوق و قوانین شکل می‌گیرند. از این رو، بر آن شدیم تا در ماهنامه «بورس»

از حقوقشان است.

● آشنایی با نشانه‌های وقوع جرم دستکاری بازار؛

● معرفی اوراق و بازارهای مستعد وقوع جرم دستکاری بازار؛

● مسئولیت‌های قانونی ناشی از دستکاری بازار.

بر این اساس، قرار است مسیر حقوقی مرتبط با جرم دستکاری بازار از معرفی این جرم گرفته تا معرفی اوراق و بازارهای مستعد وقوع جرم دستکاری بازار و مسئولیت‌های قانونی ناشی از دستکاری بازار در ۶ شماره متوالی تعریف و تبیین شود. مطابق شماره‌های پیشین، آنچه در ادامه می‌خوانید، ابتدا متن دریافتی از اداره پیشگیری از ناهنجاری‌ها و ارتقاء سلامت بازار سرمایه سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشد که هدف آن، ساده‌سازی مفاهیم حقوقی، افزایش شفافیت و توانمندسازی مخاطبان بازار سرمایه در دفاع از حقوقشان است. سپس یادداشتی تحریری از سوی ماهنامه «بورس» با عنوان «قوانین و مقررات به زبان ساده» با هدف تبیین ساده‌تر و کاربردی‌تر مفاهیم معرفی شده، آورده می‌شود. لازم است از همکاری اداره پیشگیری از ناهنجاری‌ها و ارتقاء سلامت بازار سرمایه در سازمان بورس و اوراق بهادار در تهیه این گزارش تشکر کنیم.

پس از معرفی جرم دستکاری بازار و ارکان آن، همچنین مروری بر مفهوم جرم دستکاری بازار در قوانین و مقررات بازار سرمایه؛ در این شماره از ماهنامه «بورس» به «آشنایی با مصادیق جرم دستکاری بازار» پرداخته خواهد شد.

در اولین سری از گزارش‌های ارتقای سواد حقوقی، به موضوع «پرداخت سود توسط ناشران اوراق بهادار»، به‌عنوان یکی از پایه‌ای‌ترین و در عین حال پرچالش‌ترین مفاهیم برای سهامداران پرداخته شد. به‌گونه‌ای که در خلال چند شماره، مطالب مهم پیرامون مسیر حقوقی مرتبط با دریافت سود، از تعریف و تقسیم تا پیگیری قانونی آن در اختیار مخاطبین این ماهنامه قرار گرفت.

می‌دانیم که بازار سرمایه به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ارکان اقتصاد کشور لازم است بر پایه شفافیت، انصاف و کشف قیمت واقعی عمل کند و هرگونه اقدام متقلبانه یا فریبکارانه که این روند طبیعی را مختل کند، نه تنها به سرمایه‌گذاران آسیب می‌زند بلکه اعتماد عمومی به بازار را نیز از بین می‌برد، لذا شناخت مصادیق و ابعاد مختلف جرم دستکاری بازار، کمک می‌کند فعالان بازار آگاهانه‌تر عمل کنند و در دام متخلفان گرفتار نشوند. از این‌رو، بر آن شدیم تا سری دوم از گزارش‌های «سواد حقوقی سرمایه‌گذاران» را به «آشنایی با جرم دستکاری بازار» اختصاص دهیم که سرفصل‌های آن به شرح زیر است:

● معرفی جرم دستکاری بازار و ارکان آن؛

● آشنایی با انواع جرم دستکاری بازار (مبتنی بر اطلاعات) (اخبار و شایعات و ...) - مبتنی بر معاملات؛

● آشنایی با مصادیق جرم دستکاری بازار؛

آشنایی با جرم دستکاری بازار

آشنایی با مصادیق جرم دستکاری بازار

مصادیق موضوع ماده (۱۹) آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار

دستکاری بازار سرمایه با استفاده از ترفندها و روش‌هایی گوناگون امکان‌پذیر است. بر همین اساس، ماده ۱۹ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، شورای عالی بورس را مکلف نموده است تا مصادیق اقداماتی را که نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه‌کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت‌های کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار می‌شوند، تعیین و اعلام نماید. قبل از اینکه مصادیق جرم دستکاری بازار را طبق ضوابط مصوب بررسی کنیم لازم است باری دیگر عنصر قانونی این جرم مروری داشته باشیم. طبق بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار «هر شخصی که اقدامات وی نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه‌کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت‌های کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود»، به استناد صدر ماده ۴۶ به حبس تعزیری از سه ماه تا یک سال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به‌دست‌آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهد شد.

شورای عالی بورس در تاریخ ۱۴۰۲/۰۹/۰۷ برخی از این مصادیق را در قالب ۱۴ بند شناسایی و اعلام نموده است. بیشتر مصادیق اعلام‌شده توسط شورای عالی بورس از نوع دستکاری بازار مبتنی بر معاملات هستند که بر تعدد و گوناگونی ترفندهای دستکاری بازار به این طریق، دلالت دارد.

سفارش چینی
با حجم سنگین
و غیر متناسب
با عرضه و تقاضا
یا حجم معاملات
نماد معاملاتی؛

سفارش چینی
با حجم کم
و تعداد زیاد
در قیمت های متفاوت
در یک جلسه معاملاتی؛

حذف یا ویرایش مکرر
تمام یا بخشی از سفارش های
تغییر اولویت در صف
پس از سفارش چینی؛

سفارش چینی و سپس حذف
یا ویرایش تمام یا بخشی از آن
پس از ورود سفارش های سایر اشخاص
و اقدام به سفارش چینی
یا انجام معامله در سمت دیگر،
توسط خود شخص یا اشخاص دیگر
به صورت هماهنگ؛

ورود سفارش خرید
یا فروش بالاتر یا پایین تر از
مظنه فروش یا خرید بازار
به صورت غیر متناسب
با جریان معاملات همان نماد؛

ثبت، ویرایش یا حذف سفارش
یا انجام معاملات به نحوی که باعث
تعیین قیمت های مرجع از جمله تسویه،
پایانی یا آغازینی متفاوت
از جریان عادی معاملات گردد؛

تأثیر گذاری بر قیمت
اوراق بهادار مرتبط (از جمله
مشتقات و حق تقدم سهام) یا
وجه تضمین از طریق هرگونه
اقدام منجر به تثبیت، کاهش
یا افزایش قیمت دارایی پایه؛



تبصره ۱: اقدامات فوق با لحاظ بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار به عنوان مصادیق موضوع ماده ۱۹ آیین‌نامه اجرایی آن قانون، تلقی می‌شود.
 تبصره ۲: وقوع اقدامات فوق می‌تواند در یک جلسه یا جلسه‌ای جلسات معاملاتی متعدد صورت گیرد.
 تبصره ۳: مصادیق موضوع این مصوبه مانع از شناسایی یا اثبات اقدامات دیگر به عنوان مصادیق اقدامات موضوع ماده ۱۹ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار از سوی مراجع ذی صلاح نیست.

در این بخش، برخی از مهم‌ترین مصادیق جرم دستکاری بازار و ایجاد قیمت‌های کاذب را تبیین می‌کنیم.

● ● ● حذف یا ویرایش مکرر تمام یا بخشی از سفارش‌ها

در این ترند متقلبان، شخص اقدام به ثبت سفارشات پر حجم و غیرواقعی و سپس ویرایش یا حذف آنها بعد از ورود سفارش سایرین جهت القای رونق و تأثیرگذاری بر قیمت نماد می‌کند. هدف از این عملیات متقلبان، القای رونق در یک سمت سفارش جهت تأثیرگذاری در قیمت یا حجم نماد است.

حذف و یا ویرایش مکرر سفارشات در غالب موارد، حاکی از آن است که شخص واردکننده سفارش قصد واقعی برای انجام معامله ندارد، صرفاً به منظور گمراه کردن سایر سرمایه‌گذاران اقدام کرده و قبل از اینکه سفارش منجر به معامله گردد با حذف یا ویرایش سفارش خود اصطلاحاً از معامله فرار می‌کند؛ چراکه اساساً هدف وی انجام معامله نبوده و صرفاً به دنبال القای روندی خاص در خصوص معاملات ورقه بهادار می‌باشد.»

● ● ● سفارش چینی با حجم سنگین و غیرمتناسب با عرضه و تقاضا

گاهی به دلیل افزایش تقاضا و کمبود عرضه و یا بالعکس، نماد معاملاتی اصطلاحاً با صف خرید یا صف فروش مواجه می‌گردد. در این حالت شخص متقلب که به دنبال ایجاد جو کاذب است، اقدام به سفارش چینی سنگین در صف خرید یا فروش می‌کند، به نحوی که درصد قابل توجهی از حجم سفارشات صف را به خود اختصاص می‌دهد. هدف از انجام این ترند متقلبان، ایجاد تقاضا یا عرضه کاذب در نماد و القای روند صعودی یا نزولی در خصوص نماد می‌باشد.

فرض کنید فردی سهامدار نماد الف است و این نماد در حال حاضر دارای صف خرید ۵ میلیون سهمی می‌باشد. حال این فرد با هدف ادامه‌دار کردن روند صعودی نماد و نشان دادن تقاضای کاذب برای آن، اقدام به ورود سفارش خرید ۱۰ میلیون سهمی می‌کند، در حالی که می‌داند به دلیل عدم وجود فروشنده در آن نماد معاملاتی، سفارش خرید وی به معامله منجر نمی‌شود و با احتمال کمی دارد که به معامله منتهی شود. دلیل ورود سفارش خرید توسط فرد آن است که با ایجاد تقاضای بیشتر برای نماد، این جو را پیرامون پرتقاضا بودن نماد و در نتیجه رشد قیمتی آن در آینده تشکیل دهد، در حالی که بیش از نیمی از سفارشات ثبت شده در صف خرید، غیرواقعی و صرفاً در جهت اغوای فعالان بازار بوده است.

● ● ● ورود سفارش

(خرید یا فروش) بالاتر یا پایین‌تر از مظنه به صورت غیرمتناسب با جریان معاملات (رنج قیمتی)

در این ترند، شخص دستکاری‌کننده بر خلاف روند عرضه و تقاضای بازار اقدام به ورود سفارش (با هدف افزایش یا کاهش ناگهانی قیمت نماد) می‌کند، حال در صورتی که موفق به تغییر قیمت شود، ممکن است پس از القای روند، اقدام به فعالیت در سمت مقابل نماید. لازم به ذکر است که رنج مثبت لزوماً به تغییر قیمت در نماد منجر نمی‌شود، مهم‌تر آنکه در عموم موارد شخص اقدامی در طرف مقابل ندارد.

فرض کنید در یک روز معاملاتی، قیمت سهم الف در محدوده منفی در حال معامله است. شخص ب (حقیقی یا حقوقی) به جهت القای روند مثبت و ارزنده بودن سهام، با افزایش مظنه به صورت ناگهانی شروع به انجام معاملات در سمت خرید می‌نماید. (سفارش خرید خود را به قیمت بالاتر از قیمت سفارش فروش موجود در دفتر سفارشات ثبت می‌نماید که اصطلاحاً به این عملیات، رنج‌کشی گفته می‌شود)، با انجام معامله برای این شخص، بازار این سیگنال را دریافت می‌کند که سهم مزبور ارزنده و در حال تغییر جهت است و افراد شروع به حذف سفارش فروش یا افزایش قیمت پیشنهادی خود می‌کنند، خریداران نیز در پی این اقدام فرد، قیمت سفارشات خرید خود را افزایش می‌دهند. این شخص می‌تواند پس از افزایش قیمت سهم و القای روند مثبت، اقدام به ثبت سفارش در سمت فروش و انجام معامله نماید.

● ● ● ایجاد فشار خرید یا فروش (خرید یا فروش سنگین بدون دلیل بنیادی)

در این ترفند، شخص بر خلاف روند عرضه و تقاضای بازار اقدام به ایجاد فشار خرید یا فروش و افزایش یا کاهش قیمت نماد در یک بازه زمانی می‌نماید و هدف وی از انجام این تخلف ایجاد ظاهری گمراه‌کننده از معاملات نماد می‌باشد. در ایجاد فشار خرید، شخص با خرید در حجم نامتعارف نسبت به حجم متوسط معاملاتی نماد در بازه زمانی کوتاه در یک روز، به جهت دهی مثبت در خصوص معاملات و قیمت سهم می‌پردازد و این اقدام به ترغیب سایر سهامداران به خرید سهم منجر می‌گردد. در مقابل در ایجاد فشار فروش، شخص با فروش در حجم نامتعارف نسبت به حجم متوسط معاملاتی نماد در بازه زمانی کوتاه در یک روز به القای روند منفی در خصوص معاملات و قیمت سهم می‌پردازد و این اقدام به ترغیب سایر سهامداران به فروش سهم منجر می‌گردد.

● ● ● معاملات چرخشی

در این ترفند گمراه‌کننده، شخص اقدام به معامله با خود و یا معامله با چند کد دیگر که توسط آشنایان یا خود او مورد استفاده قرار گرفته، می‌نماید به نحوی که در پایان جلسه معاملاتی سهم در گروه باقی می‌ماند. هدف مشتری از به‌کارگیری این ترفند، تأثیرگذاری در قیمت و حجم معاملات نماد بدون تغییر در مالکیت نهایی سهم خود می‌باشد. در معامله چرخشی کامل، معامله‌گر اقدام به معامله با خود می‌نماید تا باعث ایجاد حجم کاذب معاملاتی گردد. در معامله چرخشی ناقص، دو یا چند کد معاملاتی در سمت خرید و فروش رودرروی همدیگر قرار می‌گیرند و با ایجاد حجم کاذب در نماد، با هدف جلب توجه یا ترغیب سایر معامله‌گران، در جهت تغییر دادن قیمت این کار را تکرار می‌کنند. طی این معاملات با توجه به معامله رفت و برگشتی بین کدها، تغییری در مالکیت نهایی دارایی رخ نمی‌دهد. به طور مثال مجید ابتدا ۱۰۰ سهم از حامد خریداری می‌نماید، چند دقیقه بعد همین تعداد را در همان قیمت و یا در قیمت‌های دیگر به حامد می‌فروشد. طی این فرآیند، مالکیت سهام در نهایت تغییر نمی‌کند اما با ایجاد حجم کاذب، سایرین را ترغیب به معامله و تغییر روند قیمتی سهم می‌نماید. این معاملات همچنین با توجه به قیمت معامله در تعیین قیمت پایانی نماد مؤثر است.

● ● ● سفارش چینی از یک سمت و معامله در سمت دیگر (Spoofing)

در این ترفند، شخص اقدام به سفارش چینی از یک سمت، جهت القای رونق و سپس معامله با قیمت‌های مناسب‌تر در سمت دیگر می‌نماید. این ترفند در هر دو سمت خرید و فروش می‌تواند اتفاق بیفتد. به‌طور مثال در Spoofing خرید، مشتری برای خرید در قیمت‌های پایین‌تر، اقدام به سفارش چینی در سمت فروش و در قیمت‌های نزدیک به قیمت آخرین معامله و در چند مظنه اول در حجم بالا می‌نماید که به بازار و سایر معامله‌گران افزایش حجم عرضه در قیمت‌های پایین‌تر را القا کند. این اقدام نهایتاً منجر به پایین آمدن مظنه شده و شخص بعد از اینکه به هدف خود رسید و قیمت‌ها را به سمت پایین حرکت داد، سفارشات فروش خود را حذف کرده و اقدام به خرید می‌نماید.

● ● ● ارائه اطلاعات یا تبلیغات خلاف واقع یا گمراه‌کننده یا انتشار شایعات

در این ترفند شخص متقلب با تبلیغات گمراه‌کننده و یا انتشار شایعات، سعی در افزایش یا کاهش قیمت ورقه بهادار خاصی دارد. گاهی شخص متقلب در راستای افزایش قیمت ورقه بهادار نسبت به تبلیغ خلاف واقع و انتشار شایعات اقدام می‌نماید که در این حالت ترفند وی تحت عنوان Pump & Dump شناخته می‌شود. شخص با انتشار سیگنال مثبت به‌ویژه در فضای مجازی، سرمایه‌گذاران را به خرید سهم اغوا می‌نماید و در اثر افزایش تقاضا، قیمت سهم بالا می‌رود. پس از افزایش قیمت ناشی از انتشار شایعات، شخص متقلب معمولاً حجم قابل توجهی از سهم مذکور را که سابقاً در قیمت پایین خریداری نموده به فروش می‌رساند. در مقابل ممکن است که انتشار شایعات به‌منظور کاهش قیمت ورقه بهادار صورت پذیرد؛ در این ترفند، با ایجاد جو منفی در خصوص نماد معاملاتی، سهامداران به فروش سهم خود ترغیب می‌گردند که در نتیجه هجوم سهامداران برای فروش و افزایش عرضه، قیمت نماد کاهش می‌یابد. پس از این، شخص متقلب نسبت به خرید سهم مذکور در قیمت‌های افت کرده، اقدام می‌نماید. توجه به این نکته ضروری است که خرید و فروش شخص بزه‌کار بعد از افزایش یا کاهش قیمت بخشی از مصداق بزه نیست، بلکه صرف تبلیغات و شایعه‌پراکنی در احراز وقوع بزه کافی است. البته باید در نظر داشت که این موضوع در صورت بروز نتایج سه‌گانه ارتکاب جرم که مطابق بند ۳ ماده ۴۶ شامل ایجاد ظاهر گمراه‌کننده از روند معاملات، ایجاد قیمت‌های کاذب و اغوای افراد به انجام معامله می‌باشد.

مصادیق تخلفات مرتبط، مندرج در ماده (۷) دستورالعمل انضباطی کارگزاران

می‌دانیم که دستکاری بازار طبق قانون جرم است و مرتکب آن در دادگاه کیفری به مجازات محکوم می‌گردد، علاوه بر این، لازم است توجه شود که این رفتارهای مخل نظم بازار به‌طور هم‌زمان برای شخص تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار، یک تخلف انضباطی هم محسوب می‌شود؛ بنابراین چنانچه دستکاری بازار توسط یک شرکت کارگزاری واقع شود، فارغ از جنبه مجرمانه موضوع، یک تخلف حرفه‌ای قلمداد می‌شود و مدیران ارشد شرکت کارگزاری به مجازات محرومیت از انجام معاملات از یک تا ۶۰ روز و یا جریمه نقدی محکوم خواهند شد. همچنین معامله‌گر متخلف حسب مورد به انواع مجازات انضباطی از جمله تعلیق یا لغو گواهینامه معامله‌گری (به‌صورت موقت یا دائم) محکوم می‌شود. مصادیق این تخلفات حوزه بازار، در ماده ۷ دستورالعمل انضباطی کارگزاران مصوب ۱۳۸۹/۰۹/۱۳ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار به شرح زیر ذکر گردیده است.

ماده (۷) دستورالعمل انضباطی کارگزاران، مصوب ۱۳۸۹/۰۹/۱۳ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار:

- ● ● **بند ۲:** سفارش چینی گسترده و غیرمتناسب با عرضه و تقاضای بازار یا سفارش چینی بدون سفارش یا بر اساس سفارش‌های غیرمستند که منجر به ایجاد جریان غیرواقعی عرضه و تقاضا گردد؛
- ● ● **بند ۳:** ورود سفارش خرید یا فروش با هدف القای رونق و حذف سفارش وارده پس از ورود سفارش‌های دیگر کارگزاران و اقدام به انجام معامله در سمت دیگر، توسط یک یا چند کارگزار به‌صورت هماهنگ؛
- ● ● **بند ۴:** سفارش چینی گسترده در قسمت‌های پایینی صف‌های خرید و فروش با هدف طولانی شدن صف به‌منظور جلب منفعت برای خود یا دیگران در جهت اهدافی خاص مانند شمول در ضوابط رفع گره‌های معاملاتی و یا فعالیت در طرف مقابل و...؛
- ● ● **بند ۵:** ورود سفارش خرید یا فروش بالاتر یا پایین‌تر از مظنه‌های خرید یا فروش جاری بازار به‌منظور ایجاد روندی صعودی یا نزولی در قیمت اوراق بهادار جهت بهره‌گیری از قیمت ایجادشده به نفع خود یا سایرین؛
- ● ● **بند ۶:** اخلال در فرآیند قیمت‌گذاری ورقه بهادار یا کالا با انجام معامله در حجم کم با قیمت‌های نامتعارف و یا انجام معاملات هماهنگ شده و یا معامله‌ای متفاوت با جریان بازار؛
- ● ● **بند ۷:** تحریک طرف عرضه یا تقاضا از یک‌سو و پر کردن تمام یا بخشی از حجم مینا با خرید یا فروش ورقه بهادار از سوی دیگر توسط یک یا چند کارگزار؛
- ● ● **بند ۸:** انجام معاملاتی بدون تغییر مالکیت نهایی با اهدافی مانند ایجاد قیمت‌های ساختگی یا القاء رونق یا رکود در بازار؛
- ● ● **بند ۹:** ورود سفارش با اعتبار روزانه (DAY) یا اعتبار بیشتر از یک روز پس از جلسه معاملاتی و حذف آن توسط کارگزار در روز بعد با هدف القای رونق یا رکود در بازار؛
- ● ● **بند ۱۰:** انتشار اخبار یا شایعاتی در بازار به‌صورت شفاهی، کتبی یا الکترونیکی (اینترنت، پیامک و امثال آن) و ایجاد جو مثبت یا منفی و سوءاستفاده از آن جهت خرید یا فروش اوراق بهادار یا کالا توسط کارگزار؛
- ● ● **بند ۱۱:** انجام رقابت کاذب و هماهنگ‌شده بین شعب مختلف یک یا چند کارگزار که منجر به افزایش یا کاهش قیمت ورقه بهادار یا کالا شود؛
- ● ● **بند ۱۲:** استفاده از کد معاملاتی، اطلاعات، اسناد و مدارک مربوط به معاملات یا وجوه مشتریان به نفع خود یا سایرین.

۱. بندهای ۱۲ تا ۲۳ این دستورالعمل، به دلیل عدم ارتباط با موضوع دستکاری بازار ذکر نشده‌اند.

دستکاری بازار، قصه‌ای از هیجان و فریب

مشابه شماره‌های پیشین ماهنامه «بورس» در این بخش از مجموعه گزارش‌های «سواد حقوقی سرمایه‌گذاران»، تلاش می‌شود با فاصله گرفتن از ادبیات حقوقی و بایبانی ساده، به مهم‌ترین مصادیق جرم دستکاری بازار پرداخته شود. در این گزارش، مفاهیم بعضاً پیچیده مقررات بازار سرمایه، عمدتاً در قالب مثال‌های عددی و سناریوهای نزدیک به واقعیت معاملات روزمره تشریح شده‌اند تا مخاطب بتواند اثر این رفتارها را نه فقط در سطح قانون، بلکه در بطن بازار و در تجربه عملی سرمایه‌گذاران درک کند. بر اساس مصوبه شورای عالی بورس و دستورالعمل انضباطی کارگزاران لازم‌الاجرا است سرمایه‌گذاران در نظر داشته باشند که صرفاً توجه به تابلوهای معاملاتی و قیمت سهام در بازار کافی نیست و همواره تحلیل رفتار معاملات و بررسی الگوهای غیرواقعی اهمیت دارند. در ادامه برخی از این رفتارها را با مثال‌های عددی و تحلیل اثرات آنها توضیح خواهیم داد.

● ● ● بخشی از بند ۳ مصوبه شورای عالی بورس:

سفرش‌های حجم غیرواقعی

وقتی برای نماد «الف» که به‌طور میانگین روزانه ۵۰۰ هزار سهم معامله می‌کند، برای مثال ساعت ۰۹:۰۵، یک سفارش فروش ۳۰۰ هزار سهمی ثبت شده و این سفارش پس از ۱۰ دقیقه بدون اینکه معامله‌ای انجام شود حذف یا به مظنه‌های پایینی ویرایش می‌شود، تابلو به‌ظاهر فشار فروش بالا را نشان می‌دهد. در چنین شرایطی سرمایه‌گذاران خرد ممکن است ترغیب شوند که سهم را بفروشند، در حالی که هیچ عرضه واقعی وجود نداشته است. البته این اقدامات در صورتی مصداق دستکاری خواهند بود که در یک یا چند جلسه معاملاتی برای چندین بار تکرار شده باشند.

● ● ● بند ۲ مصوبه شورای عالی بورس:

سفرش‌های ریز اما پرتعداد

این رفتار مربوط به زمانی است که برای مثال در نماد «ب»، به جای یک سفارش ۱۰۰ هزار سهمی، ۲۰۰ سفارش ۵۰۰ سهمی در مظنه‌های مختلف ایجاد می‌شود. در این شرایط، ممکن است سرمایه‌گذاران تصور کنند تقاضای واقعی بالا و از سوی سرمایه‌گذاران متعدد انجام شده است که بر همین اساس هم وارد معامله می‌شوند، اما واقعیت این است که حجم واقعی تنها ۱۰۰ هزار سهم بوده که فقط توسط یک سرمایه‌گذار ایجاد شده است. این رفتار معمولاً در مظنه‌های خرید و فروش به گمراهی سهامداران منجر می‌شود.

● ● ● بند ۳ مصوبه شورای عالی بورس - بخشی از مفاد بند ۳ ماده ۷ دستورالعمل انضباطی کارگزاران:

حذف و ویرایش مداوم سفارش‌ها

یکی از روش‌های دستکاری بازار، ثبت و سپس حذف یا ویرایش مکرر سفارش‌ها است. وقتی معامله‌گری در نماد «ج» سفارش خرید ثبت می‌کند، سیستم معاملاتی زمان و اولویت این سفارش را ثبت می‌کند. اگر معامله‌گر سفارش خود را قبل از انجام معامله حذف یا ویرایش کند، اولویت سفارش‌ها در صف تغییر می‌کند. این موضوع باعث می‌شود سرمایه‌گذاران دیگر که صرفاً حجم سفارشات صف را می‌بینند، تصور کنند تقاضا برای خرید بالاست و احتمالاً با شتاب سفارش خرید ثبت کنند، در حالی که تقاضای واقعی بازار با حجمی که در تابلوی نماد معاملاتی مشاهده می‌شود، متفاوت است.

● ● ● بند ۴ مصوبه شورای عالی بورس:

سفرش چینی، حذف یا ویرایش سفارش در یک طرف و فعالیت در سمت دیگر

در نمونه‌ای از این دستکاری، معامله‌گر ابتدا سفارش خرید ۱۰۰ هزار سهم از نماد «ج» را در قیمت ۲,۵۰۰ ریال (بالاترین قیمت مجاز نماد در آن روز) ثبت می‌کند. این اقدام باعث جلب توجه دیگر سرمایه‌گذاران و شکل‌گیری صف خرید می‌شود. وقتی سرمایه‌گذاران دیگر وارد بازار می‌شوند، معامله‌گر اولیه سفارش خرید خود را حذف می‌کند و در سمت مقابل اقدام به فروش می‌کند. نتیجه این عملیات، سود کوتاه‌مدت برای معامله‌گر اولیه است، در حالی که بسیاری از سرمایه‌گذاران جدید تحت تأثیر شکل‌گیری صف کاذب، تصمیمات خود را بر اساس اطلاعات نادرست گرفته‌اند.

● ● بند ۷ مصوبه شورای عالی بورس: اثر دو مینوی روی ابزارهای مرتبط

دستکاری قیمت سهم پایه نه تنها روی خود سهم تأثیر می‌گذارد، بلکه ارزش ابزارهای مالی وابسته مثل حق تقدم، قراردادهای آتی و اختیار معامله روی آن سهم را نیز تغییر می‌دهد. برای مثال، افزایش قیمت سهم پایه ارزشهای مزبور، از ۲,۵۰۰ ریال به ۲,۶۲۵ ریال (افزایش ۵ درصدی) می‌تواند ارزش حق تقدم را بالا ببرد، میزان وجه تضمین قراردادهای مشتقه آن سهم را نیز تغییر دهد و حتی بر فرآیند اعمال اوراق مشتقه مربوط به آن سهم در سررسید اثرگذار باشد که این امر ممکن است باعث ایجاد منفعت برای شخص عامل و زیان برای سایرین شود. به این صورت، تغییرات غیرواقعی قیمت سهم می‌تواند کل زنجیره ابزارهای مالی مرتبط را تحت تأثیر قرار دهد.

● ● بند ۸ مصوبه شورای عالی بورس - بند ۱۱ ماده ۷ دستورالعمل انضباطی کارگزاران: رقابت نمایشی کارگزاری‌ها

رقابت چند ایستگاه معاملاتی یک کارگزاری یا رقابت چند کارگزاری ممکن است منجر به افزایش، کاهش یا تثبیت قیمت سهم به‌طور غیرواقعی شود. فرض کنید سهمی در محدوده ۹۸۵ تومان معامله می‌شود اما روی تابلو سفارش‌های خرید و فروش با حجم‌های نسبتاً بالا وارد می‌شود؛ یک‌بار در ۹۸۴ تومان، چند ثانیه بعد در ۹۸۶ تومان و نهایتاً معامله دوباره در همان حوالی ۹۸۵ تومان نهایی می‌شود. این چرخه بارها تکرار می‌شود، حجم بالا می‌رود، اما قیمت نه بالا می‌رود و نه پایین می‌آید. حال اگر رقابت واقعی وجود داشت، یکی از خریداران حاضر می‌شد قیمت بالاتری پیشنهاد دهد یا فروشنده‌ای برای خروج، قیمت را پایین‌تر بیاورد؛ اما وقتی این اتفاق نمی‌افتد می‌توان حدس زد رقابت، نمایشی است نه واقعی.

● ● بند ۶ مصوبه شورای عالی بورس: فاصله ساختگی بین سفارش خرید و فروش

نگه‌داشتن اسپرد سفارش خرید و فروش (فاصله قیمت در سفارش خرید و سفارش فروش یکساله) در سطح غیرواقعی، معامله‌گران را مجبور به خرید یا فروش در قیمت دلخواه دستکاری کننده می‌کند. در این روش، دستکاری کننده ممکن است فاصله بین قیمت خرید و فروش را عمداً بزرگ‌تر یا کوچک‌تر از حد طبیعی نگه دارد تا معامله‌گر خرد مجبور شود با قیمت دلخواه او معامله کند. فرض کنید ارزش منصفانه یک سهم حوالی ۲,۰۰۰ تومان باشد. در حالت طبیعی، روی تابلو بهترین قیمت خرید ۱,۹۵۰ تومان و قیمت فروش ۲,۰۵۰ تومان خواهد بود؛ اما در این حالت، برای مثال یک سفارش خرید با قیمت ۱,۹۸۰ تومان و با حجم کم در جهت کاهش فاصله قیمتی خرید و فروش وارد سامانه می‌شود. این اقدام ممکن است چندین بار در طول جلسه معاملاتی تکرار شود.

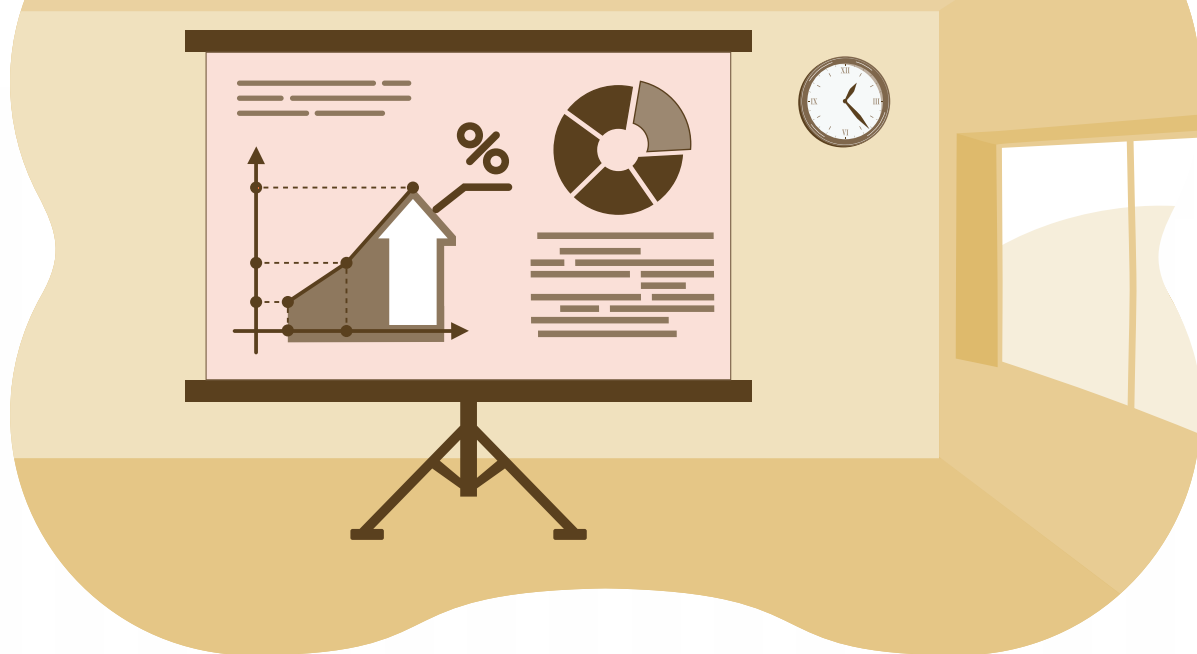
جمع‌بندی

آنچه گفته شد نشان می‌دهد دستکاری بازار فقط یک رفتار ساده نیست بلکه مجموعه‌ای از اقدامات حساب‌شده و پنهان است. دستکاری بازار، چه با انتشار اطلاعات غلط و شایعات و چه با انجام معاملات هماهنگ و گمراه‌کننده، باعث ایجاد قیمت‌های غیرواقعی و انحراف تصمیم سرمایه‌گذاران می‌شود. شناخت روش‌های رایج دستکاری بازار و یادگیری نشانه‌های غیرمعمول در سفارش‌ها و معاملات، کلید کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و حفظ سلامت بازار سرمایه است.

پیش‌درآمد شماره بعد

در شماره بعد، با نشانه‌های وقوع جرم دستکاری بازار آشنا خواهید شد. امیدواریم بررسی انواع نشانه‌های دستکاری بازار، با کمک به سرمایه‌گذاران در شناسایی ترندهای متداول مرتکبان جرم دستکاری بازار، امکان ایجاد بازاری شفاف‌تر و منصفانه‌تر را فراهم کند.

خلاصه عملکرد صندوقها



عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دی‌ماه ۱۴۰۴

منبع

شرکت مشاوره و پردازش اطلاعات مالی پارت

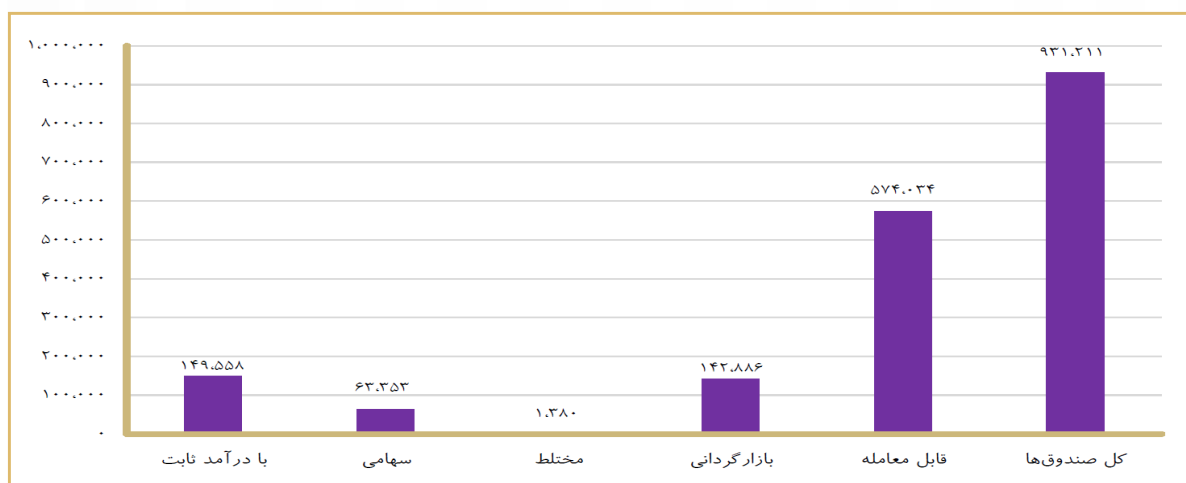
بازارهای مالی مکان مناسبی برای سرمایه‌گذاری هستند و بیشتر افراد جامعه تمایل دارند پس‌اندازها و ثروت خود را در این بازارها سرمایه‌گذاری کنند؛ اما مسئله اساسی، عدم آشنایی همه اقشار جامعه با این بازارهاست و در شرایطی

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 باتجربه 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 موردانتظار 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 است، 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 دی‌ماه

که نسبت به ابتدای ماه حدود ۵۷۴ هزار میلیارد ریال معادل ۹/۷ درصد بوده است. صندوق‌های با درآمد ثابت تقریباً با ۱۵۰ هزار میلیارد ریال افزایش معادل ۲/۳ درصد، رتبه دوم را به خود اختصاص داده‌اند.

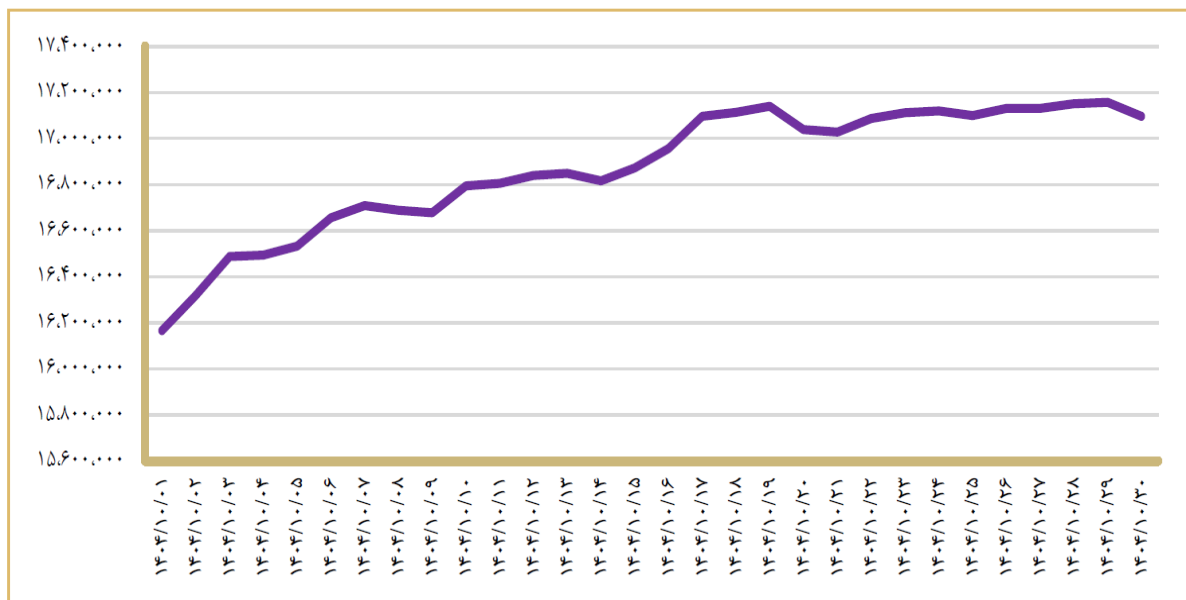
طی دی‌ماه ۱۴۰۴، کل ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری تقریباً با ۹۳۱ هزار میلیارد ریال افزایش، به مبلغ ۱۷,۰۹۷ هزار میلیارد ریال رسید. بیشترین افزایش ریالی در ارزش خالص دارایی‌ها مربوط به صندوق‌های قابل معامله بوده



نمودار ۱. تغییر ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌ها به تفکیک نوع صندوق (میلیارد ریال) تا ابتدای بهمن‌ماه ۱۴۰۴

می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود، ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌ها در طول ماه روندی صعودی داشته است.

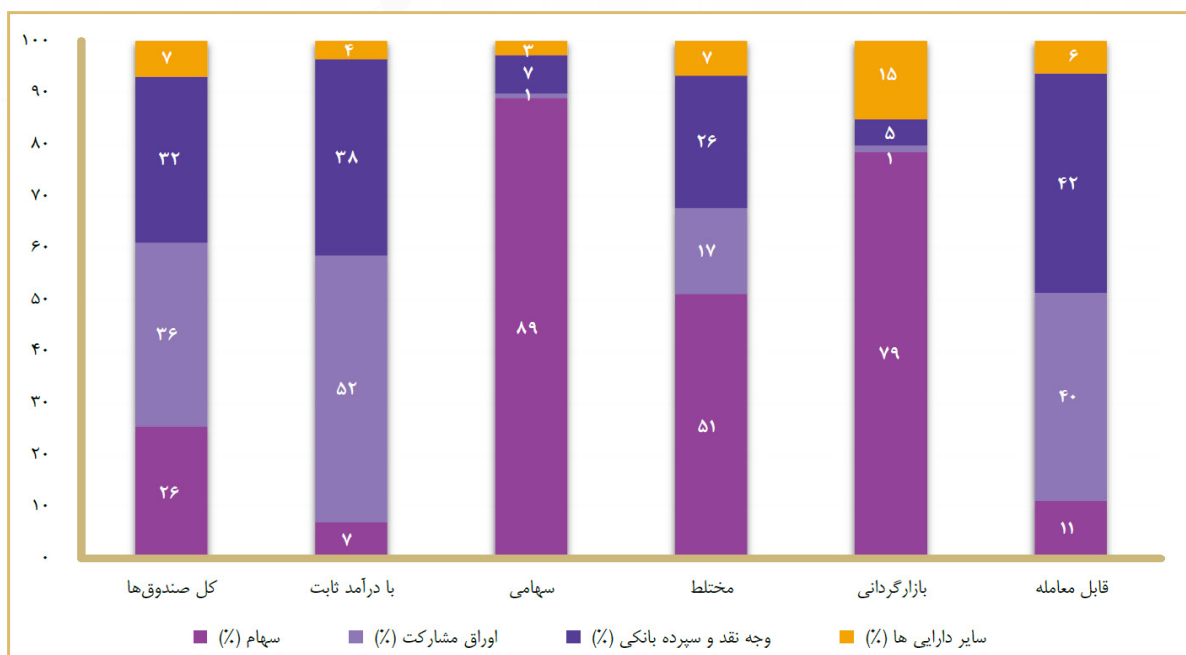
نمودار ۲، روند تغییرات کل ارزش خالص دارایی‌های همه صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در طول دی‌ماه ۱۴۰۴ بر حسب میلیارد ریال نشان



نمودار ۲. ارزش خالص دارایی‌های تمامی صندوق‌ها (میلیارد ریال) تا ابتدای بهمن ماه ۱۴۰۴

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

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مجموعاً ۲۶ درصد از منابع مالی خود را در سهام، ۳۶ درصد را در اوراق مشارکت، ۳۲ درصد را در سپرده‌های بانکی و وجه نقد و حدود ۷ درصد را در سایر



نمودار ۳. ترکیب دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری (درصد) تا ابتدای بهمن ماه ۱۴۰۴

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 «طلای نور امین (امین ملت)» بیشترین بازدهی را کسب کرده است. بازدهی این صندوق در دی‌ماه ۱۴۰۴ برابر با ۱۱/۵۴ درصد و بازدهی یک سال گذشته آن برابر با ۴۲/۴۲ درصد بوده است.

جدول ۱: پربازده‌ترین صندوق‌های با درآمد ثابت			
ردیف	نام صندوق	بازده دی (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۰ دی (درصد)
۱	طلای نور امین (امین ملت)	۱۱/۵۴	۴۲/۴۲
۲	مشترک سپهر تدبیرگران	۴/۸۸	۳۲/۶۰
۳	در اوراق بهادار با درآمد ثابت کوثر یکم	۴/۸۸	۵۶/۲۹

صندوق «مشترک بورسیران» با ۱۷/۳۸ درصد، بهترین عملکرد را در بین صندوق‌های سهامی در دی‌ماه ۱۴۰۴ ثبت کرده است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق برابر با ۶۳/۳۴ درصد بوده است.

جدول ۲: پربازده‌ترین صندوق‌های سهامی			
ردیف	نام صندوق	بازده دی (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۰ دی (درصد)
۱	مشترک بورسیران	۱۷/۳۸	۶۳/۳۴
۲	مشترک کارگزاری حافظ	۱۵/۸۶	۷۰/۰۴
۳	طلوع بامداد مهرگان	۱۵/۱۰	۶۰/۳۵

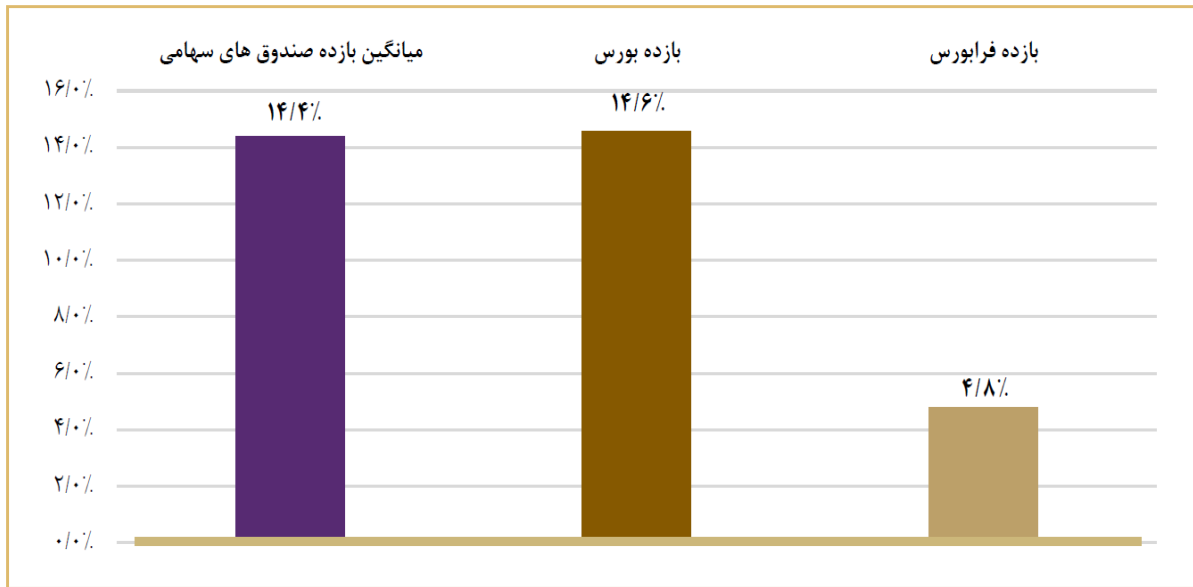
در دی‌ماه ۱۴۰۴، صندوق «اعتماد تمدن» با ۱۱/۷۲ درصد، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های مختلط داشته است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق برابر با ۵۳/۹۴ درصد بوده است.

جدول ۳: پربازده‌ترین صندوق‌های مختلط			
ردیف	نام صندوق	بازده دی (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۰ دی (درصد)
۱	اعتماد تمدن	۱۱/۷۲	۵۳/۹۴
۲	توسعه ممتاز مفید	۶/۱۳	۴۶/۵۸
۳	تجربه ایرانیان	۴/۶۱	۱۱/۲۶

صندوق «سهامی درخشان آمیتیس» تحت نماد «آمیتیس» با بازدهی ۱۸/۲۶ درصدی، بهترین عملکرد را در میان صندوق‌های قابل معامله در بورس در دی‌ماه ۱۴۰۴ داشته است. صندوق «گنجینه مینو خلیج فارس» با نماد «خلیج» نیز با ۱۷/۴۵ درصد بازدهی، رتبه دوم را کسب نموده است.

جدول ۴: پربازده‌ترین صندوق‌های قابل معامله در بورس			
ردیف	نام صندوق	بازده دی (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۰ دی (درصد)
۱	سهامی درخشان آمیتیس	۱۸/۲۶	-
۲	گنجینه مینو خلیج فارس	۱۷/۴۵	۶۹/۰۹
۳	کوانتوم بهاوند	۱۷/۴۵	-

در بخش بعدی، میانگین بازده صندوق‌های سهامی با بازده شاخص کل بورس و شاخص کل فرابورس طی دی‌ماه ۱۴۰۴ مقایسه شده است. همانطور که در نمودار ۴ مشاهده می‌شود، در این ماه نسبت به ماه قبل، روند کلی بازار صعودی بوده و عملکرد شاخص کل بورس از عملکرد صندوق‌های سهامی و شاخص کل فرابورس بهتر بوده است.

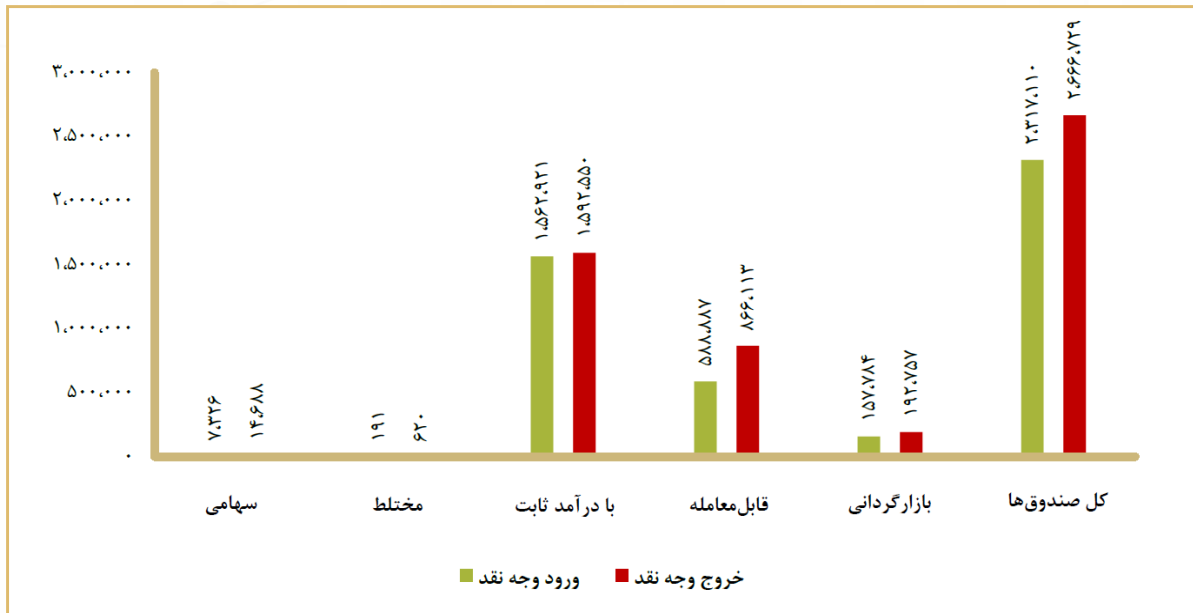


نمودار ۴. مقایسه بازده صندوق های سهامی با بازده بورس و فرابورس (درصد) تا ابتدای بهمن ماه ۱۴۰۴

وضعیت ورود و خروج نقدینگی در صندوق های سرمایه گذاری

سرمایه گذاری حدود ۴۲۹ میلیارد ریال و مربوط به صندوق های مختلط و بیشترین خالص خروج پول از صندوق های سرمایه گذاری حدود ۲۷۷ هزار میلیارد ریال و مربوط به صندوق های قابل معامله در بورس بوده است. نمودار ۵، ورود پول به کل صندوق ها و خروج پول از آنها را به واسطه صدور یا ابطال واحدهای سرمایه گذاری نشان می دهد.

طی دی ماه ۱۴۰۴، ورود پول به کل صندوق ها (به واسطه صدور واحدهای سرمایه گذاری) معادل ۲،۳۱۷ هزار میلیارد ریال و خروج پول از آنها (به واسطه ابطال واحدهای سرمایه گذاری) نیز معادل ۲،۶۶۷ هزار میلیارد ریال بوده است. بنابراین، خالص خروج سرمایه از کل صندوق های سرمایه گذاری در این ماه معادل ۳۵۰ هزار میلیارد ریال بوده است. کمترین خالص خروج پول از صندوق های



نمودار ۵. نمودار میله ای ورود و خروج جریان نقد در صندوق های سرمایه گذاری (میلیارد ریال) تا ابتدای بهمن ماه ۱۴۰۴



شخصیت زینب کبری (س) منحصر در بُعد غم‌گساری و پرستاری آن بزرگوار نیست. زینب کبری (س) یک نمونه کامل از زن مسلمان است.

بیانات مقام معظم رهبری (مدظله العالی)

بورس تهران

بیش از نیم قرن تأمین مالی پویا و پیشرفته



بورس تهران
Tehran Securities
Exchange



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 ورودیه اولیه کارگزاران بورس سهام و اوراق بهادار بوسول گردید و پروانه کارگزاری تسلیم آنها شد. این ورودیه بهیچوجه مسترد نمیشود. بنابراین مراحل نهایی تشکیل بورس که مربوط به کارگزاران بود خاتمه یافت. و از صبح امروز بورس اوراق بهادار در محل مصلحه و بررسی درباره کیفیت فروش سهام در مقایسه با کشور های همسایه عملاً کار خود



مقالات و پژوهش‌هایی در بازار سرمایه





تعاریف، پیامدها و رویکردهای نظارتی جهانی و داخلی

نسبت سفارش به معامله در معاملات الگوریتمی



امیرحسین خرمی
کارشناس نظارت بر بازار بورس تهران

آورده‌اند.

در این میان، «نسبت سفارش به معامله» (OTR) به‌عنوان یکی از مهم‌ترین شاخص‌های کمی در ارزیابی رفتار معاملاتی فعالان بازار و پیامدهای معاملات الگوریتمی مطرح شده است. «نسبت سفارش به معامله» که بیانگر نسبت حجم یا تعداد کل سفارش‌های ارسالی به سفارش‌های منجر به معامله است، از یک معیار صرفاً فنی برای سنجش کارایی الگوریتم‌ها فراتر رفته و به ابزاری کلیدی در نظارت بر سلامت بازار، مدیریت ترافیک پیام‌ها و شناسایی رفتارهای بالقوه مخرب تبدیل شده است. افزایش چشمگیر OTR در بسیاری از بازارهای جهانی، هم‌زمان با رشد معاملات پرسامد (HFT)،



رضا غفوری
مدیر نظارت بر بازار بورس تهران

تحول شتابان فناوری‌های اطلاعاتی در دهه‌های اخیر، ساختار و سازوکار بازارهای مالی را به‌طور بنیادین دگرگون کرده است. یکی از بارزترین نمودهای این تحول، گسترش معاملات الگوریتمی و به‌ویژه معاملات پرسامد است که با اتکا بر سرعت بالا، پردازش انبوه داده و تصمیم‌گیری خودکار، سهم قابل توجهی از جریان سفارش‌ها و معاملات در بورس‌های بزرگ جهان را به خود اختصاص داده‌اند. این نوع معاملات، در کنار مزایایی همچون افزایش نقدشوندگی، کاهش فاصله مظنه‌های خرید و فروش و ارتقای کارایی عملیاتی بازار، چالش‌های نوینی را نیز برای نهادهای ناظر، زیرساخت‌های معاملاتی و یکپارچگی بازار به همراه

شود. در این مسیر، ابتدا مبانی نظری معاملات الگوریتمی، معاملات پربسامد و تعاریف و روش‌های مختلف محاسبه «نسبت سفارش به معامله» تشریح می‌شود. سپس پیامدهای OTR بالا بر نقدشوندگی، نوسانات و دستکاری بازار با تکیه بر شواهد تجربی و مطالعات موردی مهم، از جمله Flash Crash 2010 مورد تحلیل قرار می‌گیرد. در ادامه، چهارچوب‌های نظارتی منتخب در اتحادیه اروپا، ایالات متحده، سایر بورس‌های مهم بین‌المللی و در نهایت بازار سرمایه ایران به صورت تطبیقی بررسی شده و نقاط قوت و محدودیت‌های هر رویکرد تبیین می‌شود. در نهایت با جمع‌بندی یافته‌ها، روندهای جهانی نظارت بر ابعاد موردنظر معاملات الگوریتمی استخراج و توصیه‌های راهبردی برای فعالان و سیاست‌گذاران بازار سرمایه ایران ارائه خواهد شد.

بخش ۱: مبانی مفهومی نسبت سفارش به معامله و معاملات الگوریتمی

۱-۱. تشریح معاملات الگوریتمی و معاملات پربسامد
معاملات الگوریتمی^۲ روشی برای اجرای سفارش‌ها در بازارهای مالی است که از دستورالعمل‌های معاملاتی خودکار و از پیش برنامه‌ریزی شده بر اساس متغیرهایی مانند زمان، قیمت و حجم بهره می‌برد. هدف اصلی این نوع معاملات، استفاده از سرعت و ظرفیت محاسباتی رایانه‌ها برای دستیابی به رویه‌ها یا نتایجی است که برای یک معامله‌گر انسانی دشوار یا غیرممکن است. این رویکرد با حذف تأثیر احساسات انسانی از فرآیند تصمیم‌گیری، می‌تواند به نقدشوندگی بیشتر بازارها و نظام‌مند شدن معاملات کمک کند. الگوریتم‌ها می‌توانند استراتژی‌های متنوعی را پیاده‌سازی کنند، از جمله دنبال کردن روندها، بهره‌برداری از فرصت‌های آربیتراژ یا اجرای سفارش‌های بزرگ با تقسیم آنها به بخش‌های کوچک‌تر برای به حداقل رساندن تأثیر بر قیمت بازار.

معاملات پربسامد^۳ (HFT)، زیرمجموعه‌ای از معاملات الگوریتمی است که مشخصه‌های بارز آن شامل سرعت بسیار بالا در اجرای معاملات، حجم گردش مالی بالا، استقرار سرورها در نزدیکی مراکز داده بورس^۴ برای به حداقل رساندن تأخیر زمانی^۵، افاق‌های سرمایه‌گذاری بسیار

توجه قانون‌گذاران و بورس‌ها را به این نسبت جلب کرده و آن را به یکی از «پرچم‌های قرمز» مهم در حوزه نظارت بر بازار بدل ساخته است. اهمیت «نسبت سفارش به معامله» از آن جهت دوچندان است که این شاخص در نقطه تلاقی کارایی بازار و ریسک‌های دستکاری قرار دارد. از یک سو، فعالیت‌های مشروعی مانند بازسازی و بازارگردانی ذاتاً مستلزم ثبت و لغو مکرر سفارش‌ها بوده و OTR بالاتری را به‌طور طبیعی ایجاد می‌کنند؛ از سوی دیگر، بسیاری از استراتژی‌های دستکاری نوین نظیر سفارش‌گذاری و حذف آن در یک سمت جهت تسهیل معامله در سمت دیگر، پوشش مظنه‌های متعدد جهت اغوای سمت تقاضا یا عرضه و انباشت مظنه، دقیقاً با تکیه بر ارسال حجم عظیمی از سفارش‌های غیرواقعی و لغوشونده عمل می‌کنند که نتیجه مستقیم آن، افزایش شدید OTR است. این تعارض ذاتی، نهادهای ناظر را با این چالش مواجه ساخته است که چگونه می‌توان بدون آنکه نوآوری فناورانه یا کارایی بازار قربانی شود، ضمن در نظرگیری ثبات بازار، میان فعالیت‌های مفید تأمین‌کننده نقدینگی و رفتارهای مخرب تمایز قائل شد و در این خصوص توازن ایجاد نمود.

بورس‌ها و نهادهای نظارتی در حوزه‌های قضایی مختلف، رویکردهای متنوعی را برای مدیریت و کنترل OTR اتخاذ کرده‌اند؛ از مدل‌های پیچیده، داده‌محور و پویا با سقف‌های تفکیک‌شده و مشوق‌های بازسازی، تا سیاست‌های ساده مبتنی بر کارمزد و حتی رویکردهای پیشگیرانه مبتنی بر محدودیت نرخ ارسال پیام یا ممنوعیت معاملات پربسامد. بررسی این رویکردها نه تنها تصویری روشن از فلسفه‌های متفاوت نظارتی در بازارهای مالی پیشرفته ارائه می‌دهد، بلکه مبنایی تحلیلی برای ارزیابی سیاست‌های داخلی و امکان‌سنجی به‌کارگیری ابزارهای مشابه در بازار سرمایه ایران فراهم می‌سازد.

در مقاله حاضر تلاش شده است با ارائه یک چهارچوب جامع به بررسی مفهوم نسبت سفارش به معامله در بستر معاملات الگوریتمی پرداخته

کوتاه‌مدت و نرخ بالای لغو سفارش‌ها است. همین ویژگی آخر، یعنی نرخ بالای لغو سفارش‌ها، منجر به شکل‌گیری یکی از مهم‌ترین معیارهای نظارتی در بازارهای مدرن، یعنی «نسبت سفارش به معامله»^۶ شده است. استراتژی‌های مبتنی بر معاملات پربسامد با وجود آنکه تنها مربوط به بخش کوچکی از فعالان بازار هستند (به‌عنوان مثال، ۲ درصد از حدود ۲۰,۰۰۰ شرکت فعال در آمریکا)، مسئول بخش عمده‌ای از حجم معاملات هستند (حدود ۷۳ درصد از کل حجم معاملات سهام در آمریکا).

استراتژی‌های کلیدی معاملات پربسامد که به‌طور طبیعی منجر به OTR بالا می‌شوند، شامل موارد زیر است:

۷- آربیتراژ: این استراتژی بر بهره‌برداری از اختلاف قیمت جزئی یک دارایی در بازارهای مختلف یا بین ابزارهای مالی مرتبط متمرکز است. سرعت بالا به معامله‌گران HFT اجازه می‌دهد تا پیش از دیگران از این فرصت‌ها استفاده کنند.

۸- ایجاد مومنتوم: در این استراتژی، الگوریتم‌ها با ارسال سفارش‌های هدفمند، یک حرکت قیمتی مصنوعی ایجاد می‌کنند تا سایر معامله‌گران را به تبعیت وادار کرده و سپس از نوسان ایجادشده سود ببرند.

۹- بازارسازی و بازارگردانی: بازارسازها و بازارگردان‌ها با ارسال مداوم سفارش‌های خرید و فروش، نقدینگی بازار را تأمین کرده و می‌توانند از حاشیه قیمتی خرید و فروش^{۱۰} استفاده کنند. این فعالیت مستلزم به‌روزرسانی و لغو مداوم سفارش‌ها برای انطباق با نوسانات بازار است. این استراتژی‌ها بر پایه‌ی زیرساخت‌های فناورانه پیشرفته‌ای مانند دسترسی مستقیم به بازار^{۱۱}، شبکه‌های فیبر نوری و سخت‌افزارهای تخصصی استوار هستند که همگی با هدف کاهش تأخیر زمانی و کسب مزیت رقابتی طراحی شده‌اند.

۱-۲. تعریف دقیق نسبت سفارش به معامله (OTR)

«نسبت سفارش به معامله» یک معیار کمی است که رابطه بین تعداد یا حجم کل سفارش‌های ارسالی به یک بازار و تعداد یا حجم سفارش‌هایی که واقعاً به معامله منجر می‌شوند را اندازه‌گیری می‌کند. به بیان ساده، این نسبت نشان می‌دهد که چه میزان از فعالیت یک معامله‌گر در بازار (شامل ثبت، ویرایش و لغو سفارش) به معامله ختم شده است. برای مثال، OTR برابر با ۵۰ درصد به این معناست که تنها نیمی از کل سفارش‌های ثبت‌شده توسط

یک معامله‌گر اجرا شده و مابقی در حالت انتظار باقی مانده، لغو یا رد شده‌اند.

با پیچیده‌تر شدن ساختارهای بازار و استراتژی‌های معاملاتی، روش‌های مختلفی برای محاسبه «نسبت سفارش به معامله» توسعه یافته است که هر یک دیدگاه متفاوتی را ارائه می‌دهند. درک این تفاوت‌ها برای تحلیل رویکردهای نظارتی بورس‌های مختلف ضروری است:

۱- OTR مبتنی بر تعداد تراکنش^{۱۲}: این روش که

ساده‌ترین شکل محاسبه است، تعداد کل پیام‌های مربوط به سفارش (شامل ثبت، ویرایش و لغو) را بر تعداد کل معاملات انجام‌شده تقسیم می‌کند. این مدل توسط بورس استانبول و به‌عنوان یکی از دو معیار اصلی توسط بورس Eurex استفاده می‌شود.

۲- OTR مبتنی بر حجم^{۱۳}: در این روش، حجم

کل سفارش‌های ارسالی (برای مثال، تعداد کل سهام یا قراردادهای) بر حجم کل معاملات انجام‌شده تقسیم می‌شود. این معیار که توسط بورس Eurex نیز به کار گرفته می‌شود، تصویری از تأثیر حجمی فعالیت‌ها ارائه می‌دهد و استفاده هم‌زمان آن با معیار قبلی می‌تواند فعالیت‌های شامل سفارش‌های کوچک اما پرتعداد را از سفارش‌های بزرگ اما کم‌تعداد متمایز کند.

۳- OTR وزنی^{۱۴}: این رویکرد پیشرفته که توسط بورس

NASDAQ ابداع شده است، صرفاً به تعداد یا حجم سفارش‌ها اکتفا نمی‌کند، بلکه به «کیفیت» آنها نیز توجه دارد. در این مدل، به سفارش‌ها بر اساس فاصله آنها از بهترین قیمت خرید و فروش بازار^{۱۵} وزن‌های متفاوتی اختصاص داده می‌شود. سفارش‌هایی که با قیمت‌های بسیار دور از قیمت بازار ثبت می‌شوند و احتمال معامله شدن آنها کم است، وزن بیشتری دریافت می‌کنند. این روش به‌طور خاص فعالیت‌هایی را هدف قرار می‌دهد که بیشترین بار اضافی را بر سیستم‌های معاملاتی بازار تحمیل می‌کنند بدون آنکه به نقدینگی واقعی کمکی کرده باشند.

۱-۳. اهمیت «نسبت سفارش به معامله» به‌عنوان

یک معیار کلیدی سلامت بازار

اهمیت OTR فراتر از یک شاخص فنی صرف است؛ این معیار به ابزاری حیاتی برای نظارت بر سلامت، کارایی و یکپارچگی بازارهای مالی تبدیل شده است. این شاخص در ابتدا صرفاً معیاری برای سنجش کارایی یک الگوریتم

مخرب را جریمه کنند، بدون آنکه به فعالیت‌های مشروع تأمین‌کننده نقدینگی آسیب برسانند. این چالش، محرک اصلی تنوع در سیاست‌های نظارتی است که در بخش‌های بعدی این گزارش بررسی خواهد شد.

بخش ۲: پیامدهای «نسبت سفارش به معامله» بالا: نقدینگی، نوسان و دستکاری بازار

۱-۲. تأثیر دوگانه معاملات پربسامد بر زیرساخت بازار

معاملات پربسامد تأثیری عمیق و دوگانه بر ساختار و عملکرد بازارهای مالی مدرن داشته است. از یک‌سو، طرفداران این معاملات استدلال می‌کنند که این نوع معاملات با افزایش حجم سفارش‌ها، به‌طور قابل توجهی به بهبود کیفیت بازار کمک کرده است. سرمایه‌گذاران عمدتاً نهادی دارای فعالیت مبتنی بر HFT با ایفای نقش بازارسازی، باعث کاهش فاصله بین حاشیه قیمت خرید و فروش شده، عمق بازار را افزایش داده و در نتیجه، هزینه‌های معاملاتی را برای تمام مشارکت‌کنندگان، از جمله سرمایه‌گذاران خرد و نهادی کاهش داده‌اند. اهمیت این نقش تا حدی است که برخی بورس‌ها، مانند بورس نیویورک^{۱۹} با برنامه تأمین‌کنندگان نقدینگی تکمیلی^{۲۰}، طرح‌های تشویقی برای جذب این شرکت‌ها و افزایش نقدینگی ایجاد کرده‌اند.

از سوی دیگر، منتقدان به جنبه‌های منفی معاملات پربسامد اشاره می‌کنند. یکی از مهم‌ترین انتقادات، مفهوم «نقدینگی شبح^{۲۱}» است. نقدینگی ارائه‌شده توسط HFT می‌تواند بسیار ناپایدار و زودگذر باشد؛ در یک لحظه در بازار حاضر است و در کسری از ثانیه ناپدید می‌شود. این پدیده به‌ویژه در دوره‌های پرتنش و نوسانی بازار، زمانی که نقدینگی بیش از هر زمان دیگری موردنیاز است، تشدید می‌شود. خروج ناگهانی و هماهنگ الگوریتم‌های HFT از بازار می‌تواند نوسانات را به‌شدت تقویت کرده و به رویدادهایی مانند «سقوط‌های آنی^{۲۲}» دامن بزند.

رابطه معاملات پربسامد با نوسانات بازار نیز پیچیده است. در شرایط عادی، فعالیت HFT می‌تواند با جذب عدم تعادل‌های کوچک عرضه و تقاضا، به کاهش نوسانات کوتاه‌مدت کمک کند؛ اما در شرایط بحرانی، رفتار گله‌ای الگوریتم‌ها که همگی به سیگنال‌های مشابهی واکنش نشان می‌دهند، می‌تواند به‌عنوان یک عامل تصاعدی عمل کرده و حرکات قیمتی

معاملاتی بود. با ظهور معاملات پربسامد، میانگین «نسبت سفارش به معامله» در بازارها به شدت افزایش یافت، زیرا استراتژی‌های معاملات پربسامد مستلزم ثبت و لغو تعداد زیادی سفارش برای انجام تنها یک معامله است. این حجم عظیم «ترافیک پیام» فشار بی‌سابقه‌ای بر زیرساخت‌های فنی بورس‌ها، از جمله زیرسامانه‌های تطبیق سفارش و سیستم‌های توزیع داده، وارد کرد. همزمان، نهادهای ناظر دریافته‌اند که استراتژی‌های مخرب و دستکاری‌کننده بازار، مانند سفارشات فریبنده^{۱۶} نیز با OTR بسیار بالا مشخص می‌شوند، زیرا این نوع ناهنجاری، بر پایه سفارش‌های غیرواقعی بنا شده که با هدف اجرا شدن ثبت نمی‌شوند. این هم‌زمانی عوامل، «نسبت سفارش به معامله» را از یک معیار عملکردی به یک «پرچم قرمز» نظارتی تبدیل کرد که برای اهداف زیر مورد استفاده قرار می‌گیرد:

■ **نماگر نیست معاملاتی^{۱۷}:** OTR پایین معمولاً

نشان‌دهنده نیت واقعی برای انجام معامله است و در صورت بسیار بالا بودن می‌تواند حاکی از اهداف دیگری مانند کسب منفعت از حاشیه قیمتی خرید و فروش، تلاش برای کشف نقدینگی پنهان یا حتی نشانه‌ای از الگوریتم‌های ناکارآمد یا دستکاری بازار باشد.

■ **نظارت بر بار سیستمیک^{۱۸}:** بورس‌ها و

نهادهای ناظر از این نسبت برای ارزیابی فشار وارده بر زیرساخت‌های خود استفاده می‌کنند. حجم بیش‌ازحد پیام‌ها می‌تواند باعث کندی سامانه معاملاتی برای تمام مشارکت‌کنندگان شده و یک مزیت تأخیر زمانی ناعادلانه برای برخی ایجاد کند.

■ **ابزاری برای شناسایی آسیب‌پذیری‌ها:** «نسبت

سفارش به معامله» به‌عنوان یک نقطه داده آنی و کلیدی، به نهادهای ناظر کمک می‌کند تا فعالیت‌های بالقوه بی‌ثبات‌کننده را پیش از آنکه به بحران تبدیل شوند، شناسایی کنند.

با این حال، تعریف مقدار OTR «خوب» در مقابل «بد» یک چالش اساسی است. فعالیت‌های مشروع و مفید بازارسازی به‌طور طبیعی OTR بالایی دارند، زیرا بازارسازان برای تأمین نقدینگی باید به‌طور مداوم مظنه‌های خود را به‌روز کنند. از سوی دیگر، فعالیت‌های مخرب نیز «نسبت سفارش به معامله» بالایی تولید می‌کنند. این تنش ذاتی، نهادهای ناظر را به سمت طراحی رویکردهای پیچیده‌تر سوق داده است؛ رویکردهایی که تلاش می‌کنند فعالیت‌های

شدید و ناگهانی را موجب شود. رویداد Flash Crash سال ۲۰۱۰ نمونه بارزی است که در آن، فعالیت HFT به عنوان یکی از عوامل اصلی تشدیدکننده بحران شناخته شد.

۲-۲. OTR بالا به عنوان پرچم قرمز برای دستکاری بازار

مقادیر OTR بالا صرفاً یک مشکل فنی یا نشانه‌ای از ناکارآمدی نیست، بلکه می‌تواند یک پرچم قرمز جدی برای فعالیت‌های دستکاری بازار باشد. استراتژی‌های مخرب مدرن بر این اصل استوارند که با ارسال سفارش‌های غیرواقعی^{۲۳} - سفارش‌هایی که با نیت لغو پیش از اجرا ثبت می‌شوند - تصویری گمراه‌کننده از عرضه و تقاضا ایجاد کنند. این عمل به‌طور مستقیم منجر به افزایش صورت کسر در محاسبه «نسبت سفارش به معامله» (تعداد یا حجم سفارش‌ها) بدون تأثیر متناظر بر مخرج آن (تعداد یا حجم معاملات) می‌شود و در نتیجه آن را به شدت بالا می‌برد. این استراتژی‌ها نه تنها یکپارچگی بازار را تضعیف می‌کنند، بلکه با ایجاد اطلاعات نادرست، سایر سرمایه‌گذاران را به اتخاذ تصمیمات اشتباه و می‌دارند و اعتماد عمومی به بازار را از بین می‌برند.

مهم‌ترین تاکتیک‌های دستکاری مرتبط با «نسبت سفارش به معامله» بالا عبارتند از:

■ سفارشات فریبنده: در این روش، معامله‌گر یک یا

چند سفارش بزرگ و قابل‌مشاهده را در یک سمت بازار (خرید یا فروش) قرار می‌دهد تا این تصور غلط را ایجاد کند که فشار خرید یا فروش سنگینی در آن قیمت وجود دارد. این کار سایر مشارکت‌کنندگان را ترغیب می‌کند تا در جهت آن فشار کاذب معامله کنند. پس از آنکه قیمت در جهت مطلوب حرکت کرد، معامله‌گر سفارش‌های بزرگ اولیه خود را لغو کرده و معامله‌ای سودآور در جهت مخالف انجام می‌دهد. نسبت بالای سفارش‌های لغوشده به معاملات انجام‌شده، مشخصه اصلی این تخلف است.

■ لایه‌چینی سفارشات^{۲۴}: در اینجا، معامله‌گر به

جای یک سفارش بزرگ، چندین سفارش غیرواقعی را در سطوح قیمتی مختلف و در یک سمت بازار قرار می‌دهد تا عمق بازار را به صورت مصنوعی زیاد نشان دهد. این لایه‌های سفارش، تصویری اغراق‌آمیز از عرضه یا تقاضا ایجاد کرده و پس از فریب سایر معامله‌گران و حرکت قیمت، به سرعت لغو می‌شوند.

■ انباشت مظنه^{۲۵}: این تاکتیک مستقیماً از حجم

بالای پیام‌ها به عنوان یک ابزار استفاده می‌کند. در این روش، یک معامله‌گر بازار را با حجم عظیمی از سفارش‌ها و لغوهای سریع اشباع می‌کند. هدف از این کار، ایجاد اختلال و کندی در فیدهای داده^{۲۶} بازار برای رقبا است. این کندی یک فرصت آربیتراژ تأخیر زمانی^{۲۷} برای معامله‌گر متخلف ایجاد می‌کند تا از تفاوت زمانی در دریافت اطلاعات سود ببرد.

تیم‌های نظارت بر بازار برای شناسایی این فعالیت‌ها از شاخص‌های مشخصی استفاده می‌کنند که همگی با OTR بالا مرتبط هستند: جهش ناگهانی در نسبت سفارش به لغو^{۲۸}، بازگشت‌های قیمتی بلافاصله پس از لغو سفارش‌های بزرگ و تکرار الگوهای ثبت سفارش با نرخ اجرای بسیار پایین.

۲-۳. مطالعه موردی: تحلیل رویدادهای مهم بازار (مانند Flash Crash 2010)

رویداد Flash Crash در تاریخ ۶ می ۲۰۱۰، یکی از مهم‌ترین وقایع در تاریخ بازارهای مالی مدرن و نقطه عطفی در درک ریسک‌های مرتبط با HFT و OTR بالا بود. در آن روز، شاخص میانگین صنعتی داو جونز^{۲۹} در عرض چند دقیقه نزدیک به ۱۰۰۰ واحد (حدود ۹ درصد) سقوط کرد و سپس به سرعت بخش بزرگی از این افت را جبران نمود.

تحقیقات بعدی نشان داد که این بحران توسط یک سفارش فروش الگوریتمی بزرگ (مربوط به قراردادهای آتی E-Mini S&P 500) آغاز شد. این سفارش اولیه، یک واکنش زنجیره‌ای را در میان الگوریتم‌های معاملات پربسامد به راه انداخت. الگوریتم‌ها با مشاهده فشار فروش اولیه، به صورت هماهنگ شروع به فروش کردند و همزمان، بازارسازان HFT نقدینگی خود را از بازار خارج کردند. این خروج سریع نقدینگی، یک خلأ در بازار ایجاد کرد که باعث شد قیمت‌ها با سرعت سرسام‌آوری سقوط کنند.

این رویداد به وضوح نشان داد که چگونه سرعت و به هم پیوستگی الگوریتم‌ها می‌تواند یک شوک اولیه را به یک بحران سیستمیک تبدیل کند. همچنین، این رویداد توجه قانون‌گذاران را به نقش تاکتیک‌های دستکاری‌کننده جلب کرد. به‌طور خاص، پرونده نایندر سینگ سارائو^{۳۰}، معامله‌گری که از خانه خود در حومه لندن فعالیت می‌کرد، نشان داد که چگونه یک فرد با استفاده از استراتژی‌های Spoofing و Layering می‌تواند بر بازاری به عظمت

فنی تلقی می‌شدند، می‌توانند ثبات کل سیستم مالی را به خطر اندازند. در پی این رویداد، قوانین سخت‌گیرانه‌تری مانند قانون داد-فرانک^{۳۱} در آمریکا به تصویب رسید که به‌طور مشخص ثبت سفارشات فریبنده را به‌عنوان یک جرم فدرال تعریف کرد.

بازار آتی آمریکا تأثیر بگذارد. سارائو با ثبت و لغو مداوم سفارش‌های بزرگ و غیرواقعی، به ایجاد فشار فروش مصنوعی که به Flash Crash دامن زد، متهم شد. این پرونده یک مثال عینی از این واقعیت بود که چگونه استراتژی‌های با OTR بسیار بالا که زمانی تنها یک نگرانی

نسبت سفارش به معامله (OTR): پرچم قرمز در بازارهای مالی



OTR چیست؟

معیاری که نشان می‌دهد چه میزان از فعالیت یک معامله‌گر (ثبت، ویرایش و لغو سفارش) به معامله واقعی منجر شده است.

روی تاریک: دستکاری بازار



OTR بسیار بالا می‌تواند پرچم قرمز استراتژی‌های مخربی مانند «سفارشات فریبنده» (Spoofing) و «لایه‌چینی» (Layering) باشد که با سفارش‌های غیرواقعی، بازار را گمراه می‌کنند.

روی روشن: تأمین نقدشوندگی



فعالیت‌های مشروعی مانند بازارگردانی برای تأمین نقدینگی، ذاتاً نیازمند ثبت و لغو مکرر سفارش‌ها و در در نتیجه، OTR بالا هستند.

راهکارهای نظارتی جهانی



اروپا: مدل‌های پیچیده داده‌محور



آمریکا: جرمه اقتصادی



ایران: رویکرد پیشگیرانه

معاملات الگوریتمی ایجاد کرده است. این رویکرد به جای تمرکز صرف بر یک معیار مانند نسبت سفارش به معامله، مجموعه‌ای از الزامات سازمانی و مدیریتی را برای شرکت‌های فعال در این حوزه الزام می‌کند. این الزامات شامل داشتن سیستم‌های کنترل ریسک مؤثر، قابلیت توقف اضطراری الگوریتم‌ها (Kill Switch)، پروتکل‌های تست جامع و برنامه‌های تداوم کسب‌وکار است. یکی از اهداف مهم MiFID II، از طریق ماده ۱۷ این دستورالعمل و استاندارد فنی RTS 6، تضمین پایداری بازار و مدیریت مؤثر ریسک‌های ناشی از معاملات الگوریتمی و خودکار است.

سازمان بورس و اوراق بهادار اروپا (ESMA) به عنوان نهاد ناظر اصلی، نقش هماهنگ‌کننده را ایفا می‌کند. تحلیل‌های ESMA نشان داده که تفاوت‌های قابل توجهی در سقف‌های نسبت سفارش به معامله مجاز در بورس‌های مختلف اروپایی وجود دارد. این عدم هماهنگی می‌تواند منجر به آربیتراژ

بخش ۳: چهارچوب‌های نظارتی و رویکردهای بورس‌های بین‌المللی

با افزایش آگاهی نسبت به ریسک‌های ناشی از نسبت سفارش به معامله بالا، نهادهای ناظر و بورس‌ها در سراسر جهان رویکردهای متفاوتی را برای مدیریت و کنترل آن اتخاذ کرده‌اند. این رویکردها طیفی از مدل‌های بسیار پیچیده و داده‌محور تا سیاست‌های ساده مبتنی بر جرمه‌های اقتصادی و یا حتی ممنوعیت کلی معاملات پربسامد را در بر می‌گیرند. تحلیل این مدل‌ها نشان‌دهنده فلسفه‌های نظارتی گوناگون در مواجهه با نوآوری‌های فناورانه در بازارهای مالی است.

۱-۳. اتحادیه اروپا (چهارچوب MiFID II و ESMA)

اتحادیه اروپا از طریق دستورالعمل بازار ابزارهای مالی (MiFID II)، یک چهارچوب نظارتی جامع و یکپارچه برای

نظارتی شود. به همین دلیل، این سازمان پیشنهاد توسعه استانداردهای فنی برای تعیین یک «سقف حداکثری OTR» را ارائه کرده است که بر اساس نوع دارایی کالیبره شود. این حرکت نشان‌دهنده تمایل به یک رویکرد نظارتی هماهنگ و از بالا به پایین در سطح اتحادیه اروپا است.

مطالعه موردی: بورس EUREX (Deutsche Borse)

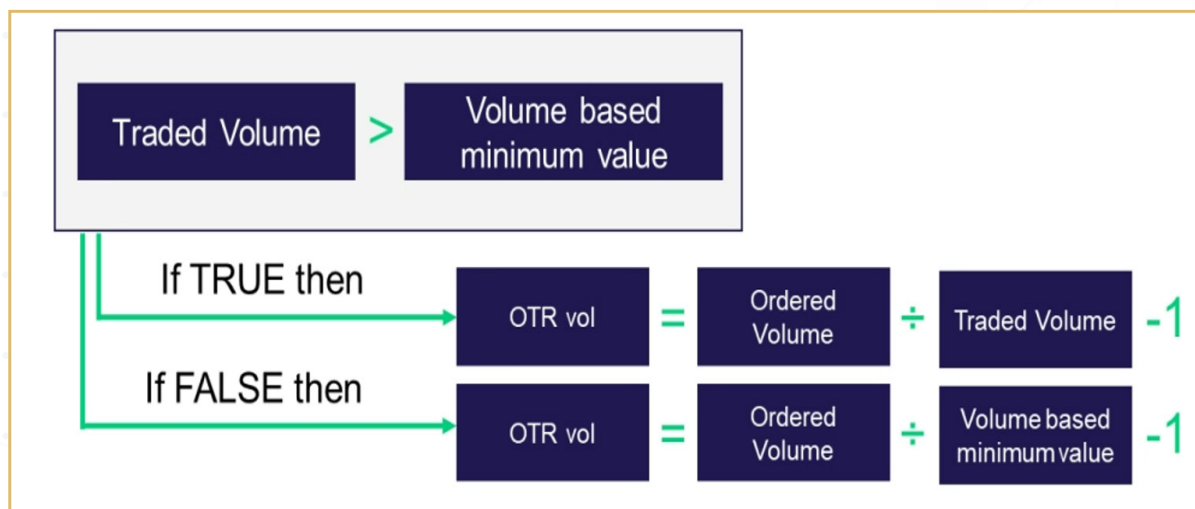
بورس مشتقه EUREX، وابسته به گروه Deutsche Borse. یکی از پیشرفته‌ترین و دقیق‌ترین رویه‌های نظارتی OTR در جهان را پیاده‌سازی کرده است. این مدل نمونه‌ای از یک رویکرد داده‌محور و پویا است:

■ **محاسبه دوگانه: EUREX** به طور همزمان از دو معیار نسبت سفارش به معامله مبتنی بر حجم و مبتنی بر تعداد تراکنش استفاده می‌کند. این محاسبات به صورت روزانه، برای هر محصول و برای هر عضو بازار به طور جداگانه انجام می‌شود.

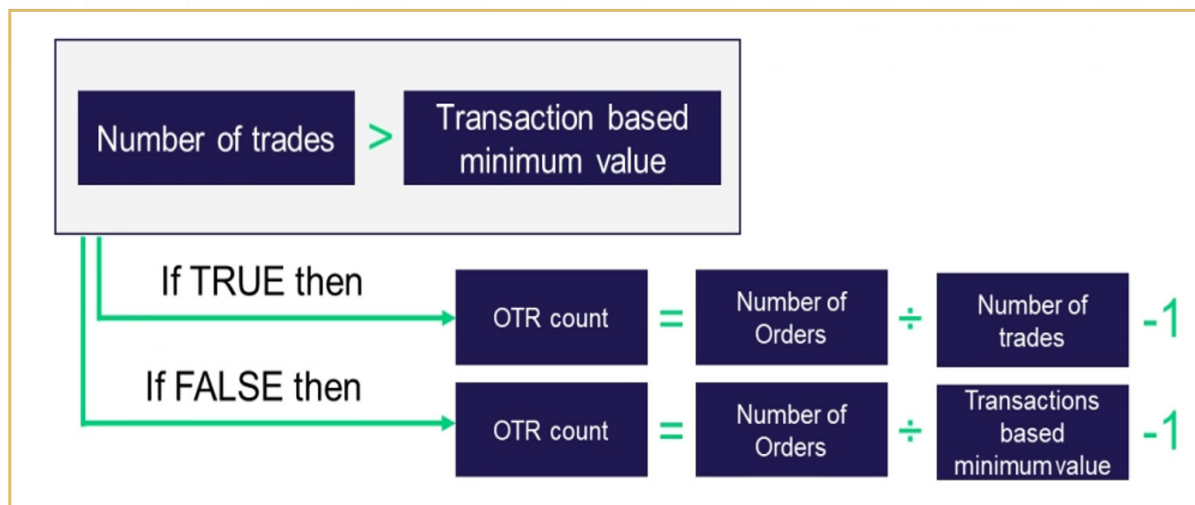
■ **فرمول‌های دقیق:** فرمول‌های محاسبه به وضوح تعریف شده‌اند.

به عنوان مثال، نسبت سفارش به معامله مبتنی بر حجم از فرمول: $OTR_{vol} = (\text{ordered volume} / \max(\text{traded volume}, \text{minimum volume})) - 1$

پیروی می‌کند. در این محاسبات، هرگونه ویرایش سفارش به عنوان یک «حذف» و یک «ثبت جدید» در نظر گرفته می‌شود که هر دو در محاسبه این نسبت لحاظ می‌شوند.



شکل ۱. روش محاسبه OTR حجمی توسط EUREX



شکل ۲. روش محاسبه OTR مبتنی بر تراکنش توسط EUREX

تمام فعالیت‌های با نسبت سفارش به معامله بالا، به بازارسازها و بازارگردان‌های مشروع که نقدینگی تأمین می‌کنند به نوعی پاداش می‌دهد و آنها را از فعالیت‌های مخرب متمایز می‌سازد.

گزارش‌دهی و جرائم: Eurex گزارش‌های دقیق و آنی (مانند گزارش TR100) را در اختیار اعضا قرار می‌دهد تا بتوانند OTR خود را در طول روز معاملاتی رصد کنند. عبور از سقف‌های تعیین‌شده در پایان روز می‌تواند منجر به اعمال جرائم و محدودیت‌ها شود.

سقف‌های پویا: یکی از ویژگی‌های برجسته مدل Eurex، سیستم سقف‌های پویا است. برای مشارکت‌کنندگانی که الزامات حداقلی مظنه‌دهی (حداقل تعداد سفارشی که بازارگردان‌ها برای حفظ نقدشوندگی بازار باید روی تابلوی معاملات داشته باشند) را برآورده می‌کنند، سقف‌های نسبت سفارش به معامله بالاتری در نظر گرفته می‌شود. این سقف‌ها به صورت پویا و براساس عملکرد بازارسازی آنها تنظیم می‌شوند. این رویکرد هوشمندانه، به جای جریمه کردن

Participant	Participant Long Name						
XXXXX	XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX						
Product	Limit Type	Transactions Count	Ordered Volume	Orders Count	Trades Count	Traded Volume	
FDAX	Standard	60	n/a	n/a	n/a	n/a	
FDAX	All	60	250	60	50	130	
FESX	Standard	5	n/a	n/a	n/a	n/a	
FESX	All	5	60	5	5	60	

شکل ۳. نمونه‌ای از گزارش TR100

اساس فاصله آنها از بهترین قیمت بازار (NBBO) وزن داده می‌شود. سفارشی که دقیقاً بر روی NBBO ثبت شود، وزن صفر می‌گیرد، در حالی که سفارشی که ۲٪ یا بیشتر از NBBO فاصله داشته باشد، وزن ۳ برابر دریافت می‌کند. این مکانیسم به‌طور هوشمندانه سفارش‌های «کم کیفیت» را که احتمال معامله شدنشان پایین است و صرفاً باعث ایجاد نویز در داده‌های بازار می‌شود، هدف قرار می‌دهد.

معافیت‌ها و جرائم: این سیاست، بازارسازها و بازارگردان‌های ثبت‌شده را در اوراقی که در آن فعالیت می‌کنند، از این محاسبات معاف می‌کند. این معافیت، بار دیگر نشان‌دهنده تلاش برای محافظت از فعالیت‌های مشروع تأمین نقدینگی است. برای شرکت‌هایی که از آستانه ۱۰۰:۱ عبور کنند، یک جریمه نقدی به ازای هر «سفارش اضافی» اعمال می‌شود.

بورس نیویورک و مکانیسم‌های ثبات بازار
بورس NYSE سیاست مشخصی مشابه OTR در NASDAQ ندارد. رویکرد این بورس بیشتر بر ابزارهای کلی‌تر برای حفظ ثبات بازار در برابر نوسانات شدید ناشی از HFT متمرکز است. این ابزارها

۲-۳. ایالات متحده آمریکا (رویکرد مبتنی بر بورس)

برخلاف اتحادیه اروپا، ایالات متحده یک قانون فدرال و سراسری برای تعیین سقف نسبت سفارش به معامله ندارد. کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) و سازمان تنظیم‌گری صنعت مالی (FINRA) به جای تعیین نسبت‌های مشخص، بر اجرای قوانین کلی ضد دستکاری بازار تمرکز دارند. در نتیجه، مسئولیت اصلی مدیریت ترافیک پیام‌ها و نسبت سفارش به معامله بر عهده خود بورس‌ها گذاشته شده است که منجر به شکل‌گیری سیاست‌های متنوعی شده است.

مطالعه موردی: سیاست پیام‌های اضافی NASDAQ

بورس NASDAQ یک سیاست مشخص تحت عنوان «سیاست پیام‌های اضافی»^{۲۲} را به اجرا گذاشته که بر پایه یک معیار نوآورانه استوار است:

نسبت سفارش به معامله وزنی: این سیاست حول محور «نسبت سفارش به معامله وزنی» با آستانه ۱۰۰:۱ تعریف شده است.
مکانیسم وزن‌دهی: در این مدل، به سفارش‌ها بر

شامل «مدار شکن‌های سراسری بازار»^{۳۳} که در صورت سقوط شدید شاخص S&P 500 فعال می‌شوند و مکانیسم «حد بالا-حد پایین»^{۳۴} (LULD) است که با ایجاد یک کریدور قیمتی برای هر سهم، از نوسانات قیمتی ناگهانی و شدید جلوگیری می‌کند. تا قبل از بحران Flash Crash در سال ۲۰۱۰، این مکانیسم شکل متفاوتی داشت که در این بحران کارساز واقع نشد. به طور مثال تا قبل از بحران مبنای کاهش قیمت، شاخص صنعتی داوجونز

که خود مبتنی بر قیمت است و نمی‌تواند نماینده کل بازار باشد، بود که بعد از آن به شاخص S&P500 تغییر یافت. همچنین قبل از این بحران، بازارها (نقدی، مشتقه و ETF) به صورت هماهنگ واکنش نشان نمی‌دادند، به طوری که برخی متوقف و برخی به معامله ادامه می‌دادند. از سوی دیگر تا قبل از بحران آستانه‌ها بسیار بزرگ بودند، به طوری که تغییر ۳۰ درصدی عملاً به ندرت پیش می‌آمد.

ویژگی	قبل از Flash Crash (تا سال ۲۰۱۰)	بعد از Flash Crash (از سال ۲۰۱۳)
شاخص مبنا	Dow Jones Industrial Average	S&P500
آستانه‌ها	۱۰٪، ۲۰٪، ۳۰٪	۷٪، ۱۳٪، ۲۰٪
زمان توقف	۱ تا ۲ ساعت	۱۵ دقیقه
هماهنگی بازارها	ناهماهنگ (نقدی، آتی و ETF جدا)	یکپارچه بین همه بازارها
منطق طراحی	واکنش به بحران ۱۹۸۷ (دوشنبه سیاه)	اصلاح بعد از Flash Crash ۲۰۱۰

۳-۳. مدل‌های دیگر: بورس استانبول و بورس لندن

بورس استانبول: این بورس یک مدل ساده و مبتنی بر جریمه اقتصادی را پیاده کرده است. برای کاربران HFT، اگر نسبت تعداد سفارش‌ها شامل ثبت، ویرایش و لغو، به تعداد معاملات از آستانه ۵:۱ فراتر رود، به ازای هر پیام سفارش اضافی، یک کارمزد ثابت اعمال می‌شود. این روش، یک بازدارنده اقتصادی مستقیم و قابل فهم برای کنترل حجم پیام‌ها است.

بورس لندن (LSE): قوانین بورس لندن فاقد یک سیاست مشخص و کمی برای OTR است. رویکرد LSE بیشتر مبتنی بر اصول کلی رفتار منصفانه و ممنوعیت اقدامات دستکاری کننده است. تمرکز این بورس بیش از کنترل پیشگیرانه، بر روی رویه‌های پس از معامله و اجرای قوانین کلی یکپارچگی بازار قرار دارد.

این بررسی تطبیقی نشان می‌دهد که یک راه‌حل واحد برای مدیریت نسبت سفارش به معامله وجود ندارد. رویکردها از مدل‌های بسیار پیچیده و پیشگیرانه (Eurex) تا مدل‌های مبتنی بر جریمه اقتصادی (NASDAQ، Borsa Istanbul) و مدل‌های مبتنی بر اصول کلی (LSE) متغیر هستند. این تنوع، بازتابی از تفاوت در ساختار بازار، فلسفه نظارتی و سطح بلوغ فناوری در هر منطقه است.

بخش ۴: تحلیل رویکرد نظارتی در بازار سرمایه ایران

بازار سرمایه ایران در مواجهه با پدیده معاملات الگوریتمی و ریسک‌های مرتبط با آن، مسیری متفاوت از برخی از بازارهای سرمایه دیگر در پیش

گرفته است. رویکرد نهاد ناظر در ایران بر پیشگیری از ریسک‌های معاملات پربسامد و پیامدهای آن مانند OTR بالا استوار است. این رویکرد اثر بخش، یک انتخاب استراتژیک است که ویژگی‌های خاص خود را به همراه دارد.

۴-۱. مکانیسم‌های کنترل ترافیک سفارشات: رویکرد پیشگیرانه نهاد ناظر در بازار سرمایه ایران یک مدل پیشگیرانه و بازدارنده را برای کنترل ترافیک سفارش‌ها و جلوگیری از ریسک‌های مرتبط با معاملات پربسامد پیاده‌سازی کرده است. این مدل بر دو ستون اصلی استوار است:

ممنوعیت معاملات پربسامد: مهم‌ترین و صریح‌ترین الزام در این زمینه، ممنوعیت «معاملات پربسامد» است. در مقررات، معاملات پربسامد به عنوان ارسال سفارش‌ها با فاصله زمانی کمتر یا مساوی ۳۰۰ میلی ثانیه تعریف شده و طبق الزامات عمومی معاملات الگوریتمی (در راستای اجرای ماده ۱۰ دستورالعمل اجرایی معاملات برخط)، به وضوح اعلام شده است که این نوع معاملات «در حال حاضر مجاز نمی‌باشد». از اینرو این الزام وقوع بسیاری از ریسک‌های مربوط به معاملات پربسامد را که در بازارهای جهانی رایج هستند غیرممکن می‌سازد.

محدودیت نرخ ارسال پیام: این محدودیت برای تمام فعالان معاملات الگوریتمی تعیین شده است: «فاصله بین پیام‌های ارسالی به هسته معاملات شامل ایجاد، اصلاح و حذف سفارش باید حداقل ۳۰۰ میلی ثانیه باشد». این الزام مجدداً به عنوان یک سقف بر روی نرخ ارسال پیام عمل می‌کند و به طور مؤثری از ایجاد شرایطی که منجر

به نسبت سفارش به معامله بسیار بالا می‌شود، جلوگیری می‌کند. این یک ابزار کنترلی ساده اما بسیار کارآمد برای جلوگیری از انباشت مظنه و سایر استراتژی‌های مبتنی بر حجم بالای پیام است.

کنترل‌های سطح کارگزاری: علاوه بر این، الزامات معاملات الگوریتمی کارگزاران را موظف کرده است که مکانیسم‌های کنترلی برای مدیریت زیرساخت معاملات الگوریتمی خود داشته باشند. یکی از این کنترل‌ها، «محدود کردن نسبت سفارشات اجرا نشده به کل سفارشات» است که می‌تواند توسط یک مشتری وارد سیستم شود. این الزام مفهومی بسیار مشابه با نسبت OTR را در سطح کارگزاری پیاده می‌کند و به عنوان یک لایه دفاعی اضافی عمل می‌نماید.

۴-۲. قوانین و مقررات ضد دستکاری به عنوان مبنای نظارتی

چهارچوب نظارتی بازار سرمایه ایران به شدت بر قوانین کلی و مبتنی بر اصول ضد دستکاری تکیه دارد. این مقررات، اگرچه به طور مستقیم به نرخ پیام‌ها اشاره نمی‌کنند، اما نتایج و اهداف نهایی استراتژی‌های مخرب با نسبت سفارش به معامله بالا را هدف قرار می‌دهند:

اختیار عدم تأیید معاملات مشکوک: ماده ۳۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران و بند ۵ ماده ۲۰ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران به بورس و فرابورس این اختیار را می‌دهند که معاملاتی را که با نوسان غیرعادی قیمت یا حجم غیرعادی انجام می‌شوند و ظن دستکاری در آنها وجود دارد، تأیید نکنند یا از انطباق سفارش‌ها جلوگیری نمایند. این ابزار به نهاد ناظر اجازه می‌دهد تا بر اساس «اثرات» یک استراتژی مخرب (مانند نوسان شدید قیمت) وارد عمل شود، به طوری که یکی از موارد آن می‌تواند شناسایی به واسطه نسبت OTR بالا باشد.

تکلیف کارگزاران: ماده ۱۰۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران و بند ۳ ماده ۱۰ مکرر دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران کارگزاران را موظف می‌کند که از اجرای سفارش‌های مشتریان که می‌تواند منجر به دستکاری بازار شود، خودداری کرده و مراتب را به سازمان بورس و بورس گزارش دهند. این مقررات، کارگزاران را به عنوان اولین خط دفاعی در برابر فعالیت‌های مخرب معرفی می‌کنند.

ماده ۷ دستورالعمل انضباطی کارگزاران و مصوبه در خصوص اعلام برخی از مصادیق موضوع ماده ۱۹ آیین نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار: «سفارش‌چینی گسترده و غیرمتناسب با عرضه و تقاضای بازار که منجر به ایجاد جریان غیرواقعی عرضه و تقاضا گردد»، «ورود سفارش خرید یا فروش با هدف القای رونق و حذف سفارش وارده پس از ورود سفارش‌های

دیگر کارگزاران و اقدام به انجام معامله در سمت دیگر» و «ورود سفارش خرید یا فروش بالاتر یا پایین‌تر از مظنه‌های خرید یا فروش جاری بازار به منظور ایجاد روندی صعودی یا نزولی در قیمت اوراق بهادار» از تخلفاتی هستند که یکی از مشخصه‌های شناسایی آنها نسبت سفارش به معامله بالا است. در انطباق با این تخلف‌ها، طبق «مصوبه در خصوص اعلام برخی از مصادیق موضوع ماده ۱۹ آیین نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار» مصوب شورای عالی بورس، «سفارش‌چینی با حجم سنگین و غیرمتناسب با عرضه و تقاضا یا حجم معاملات نماد معاملاتی»، «سفارش‌چینی با حجم کم و تعداد زیاد در قیمت‌های متفاوت در یک جلسه معاملاتی»، «حذف یا ویرایش مکرر تمام یا بخشی از سفارش‌ها یا تغییر اولویت در صف پس از سفارش‌چینی»، «سفارش‌چینی و سپس حذف یا ویرایش تمام یا بخشی از آن پس از ورود سفارش‌های سایر اشخاص و اقدام به سفارش‌چینی یا انجام معامله در سمت دیگر، توسط خود شخص یا اشخاص دیگر به صورت هماهنگ» و «ورود سفارش خرید یا فروش بالاتر یا پایین‌تر از مظنه فروش یا خرید بازار به صورت غیرمتناسب با جریان معاملات همان نماد» از جمله مصادیق دستکاری قیمت هستند که شامل مصادیق بین‌المللی با عناوین Spoofing و Layering می‌شوند؛ به طوری که یکی از شاخصه‌های شناسایی آنها، نسبت OTR بالا است.

بخش ۵: جمع‌بندی، تحلیل تطبیقی و توصیه‌های راهبردی

در این گزارش به بررسی جامع مفهوم نسبت سفارش به معامله (OTR) در بستر معاملات الگوریتمی و پربسامد پرداخته شد و نشان داده شد که چگونه این معیار از یک شاخص فنی به ابزاری مفید برای نظارت بر سلامت و یکپارچگی بازارهای مالی جهانی تبدیل شده است. تحلیل رویکردهای نظارتی مختلف نشان داد که راه‌حل واحدی برای مدیریت ریسک‌های مرتبط با نسبت سفارش به معامله بالا وجود ندارد و هر حوزه قضایی بر اساس فلسفه نظارتی، ساختار بازار و سطح بلوغ فناوریانه خود، مسیری متفاوت را برگزیده است.

۵-۱. مقایسه جامع رویکردهای نظارتی

جدول زیر خلاصه‌ای از یافته‌های این گزارش را به صورت تطبیقی ارائه می‌دهد تا تفاوت‌ها و شباهت‌های کلیدی در رویکردهای نظارتی برجسته شود. این جدول به وضوح طیف وسیع رویکردهای نظارتی را نشان می‌دهد: از مدل بسیار پیچیده و مدیریت‌شده EUREX، تا مدل تنبیهی و هدفمند NASDAQ، مدل بازدارنده اقتصادی بورس استانبول و در نهایت مدل پیشگیرانه بازار سرمایه ایران.

جدول ۱. مقایسه جامع رویکردهای نظارتی

حوزه قضایی / بورس	سیاست صریح OTR	مکانیسم اصلی	روش محاسبه (رسمی یا غیررسمی)	آستانه‌های کلیدی	جریمه / اجرا	رفتار با بازارسازان
اتحادیه اروپا - Eurex	بله	حد نسبت	مبتنی بر حجم و تراکنش	سقف‌های پویا بر اساس عملکرد	تحریم‌های احتمالی	معافیت‌ها و سقف‌های بالاتر
آمریکا - NASDAQ	بله	مبتنی بر کارمزد	وزنی مبتنی بر تراکنش	۱۰۰:۱ (وزنی)	کارمزد به‌ازای هر سفارش اضافی	از محاسبات مستثنی هستند
ترکیه - Istanbul	بله	مبتنی بر کارمزد	نسبت ساده	۵:۱	کارمزد ثابت به‌ازای هر پیام اضافی	-
بریتانیا - LSE	خیر	مبتنی بر اصول			قوانین کلی ضد دستکاری	-
ایران - بورس تهران	خیر	مبتنی بر اصول	مبتنی بر حجم و تراکنش	فاصله زمانی حداقل ۳۰۰ میلی‌ثانیه	قوانین کلی ضد دستکاری؛ ممنوعیت HFT	-

۲-۵. تحلیل روندهای جهانی

با بررسی این مدل‌های متنوع، می‌توان چندین روند کلیدی جهانی را در زمینه نظارت بر معاملات الگوریتمی شناسایی کرد:

- ۱- حرکت به سمت نظارت داده‌محور و پویا:** مدل‌های ساده و ایستاد در حال جایگزینی با رویکردهای پیچیده‌تر و پویاتری هستند که شرایط بازار (مانند نوسانات) و رفتار مشارکت‌کنندگان (مانند تأمین نقدینگی) را در نظر می‌گیرند. مدل Eurex نمونه بارز این روند است.
- ۲- تمرکز بر «کیفیت» به جای «کمیت» سفارش‌ها:** نهادهای ناظر به این درک رسیده‌اند که تمام پیام‌های سفارش یکسان نیستند. سیاست نسبت سفارش به معامله وزنی NASDAQ که سفارش‌های دور از قیمت بازار را بیشتر جریمه می‌کند، نشان‌دهنده این تغییر پارادایم است. هدف، تشویق نقدینگی واقعی و بازدارندگی از ایجاد نویز در بازار است.
- ۳- افزایش استفاده از هوش مصنوعی و یادگیری ماشین:** با پیچیده‌تر شدن استراتژی‌های دستکاری، سیستم‌های نظارتی سنتی و مبتنی بر قوانین ایستا کارایی خود را از دست می‌دهند. در آینده، استفاده از هوش مصنوعی و یادگیری ماشین برای شناسایی الگوهای رفتاری پیچیده و مشکوک که ممکن است از چشم قوانین ثابت نسبت سفارش به معامله پنهان بمانند، افزایش خواهد یافت.
- ۴- هماهنگی بین‌المللی:** همان‌طور که تلاش‌های ESMA نشان می‌دهد، تمایل به هماهنگ‌سازی قوانین در سطح منطقه‌ای و بین‌المللی برای جلوگیری از آربیتراژ نظارتی و ایجاد یک فضای گسترده فعالیت منصفانه در حال افزایش است.
- ۵- اهمیت رویکردهای پیشگیرانه:** رویکرد نهاد ناظر بازار سرمایه ایران در ممنوعیت معاملات HFT بر اساس تعریف مشخص در مقررات،

ضمن اینکه از برخی ریسک‌های موجود در این حوزه پیشگیری می‌کند، امکان توسعه ابزارهای الگوریتمی را در فضای کم‌ریسک‌تر فراهم می‌نماید. همچنین با وجود محدودیت HFT، به‌صورت غیرمستقیم از مفهوم OTR در فرآیندهای نظارتی استفاده می‌شود.

۳-۵. توصیه‌هایی برای فعالان بازار سرمایه ایران

- نظارت داخلی بر OTR:** حتی در غیاب مقادیر صریح این نسبت، شرکت‌های کارگزاری باید به‌عنوان یک رویه استاندارد مدیریت ریسک و بهینه‌سازی الگوریتم، OTR داخلی خود را رصد کنند. نسبت بالا می‌تواند نشان‌دهنده یک استراتژی ناکارآمد باشد که هزینه‌های معاملاتی غیرضروری ایجاد می‌کند.
- آمادگی برای تغییرات آتی:** پیشنهاد می‌شود فعالان بازار خود را برای یک محیط نظارتی پویاتر در آینده آماده کنند. این آمادگی شامل توسعه دانش فنی در زمینه استراتژی‌های کمی پیچیده‌تر و همچنین ایجاد سیستم‌های کنترل ریسک داخلی برای مدیریت نسبت سفارش به معامله و سایر معیارهای عملکردی است.
- تمرکز بر کیفیت الگوریتم:** در هر چهار چوب نظارتی، الگوریتم‌هایی که با هدف واقعی معامله و با کمترین تأثیر منفی بر بازار طراحی شده‌اند، موفق‌تر خواهند بود. فعالان باید بر توسعه الگوریتم‌هایی تمرکز کنند که به جای ایجاد حجم بالای پیام‌های غیرضروری، بر اجرای بهینه و هوشمندانه سفارش‌ها متمرکز باشند.
- در نهایت باید خاطر نشان کرد مسیر آینده بازار سرمایه ایران در این حوزه، نیازمند یک تعادل هوشمندانه بین حفظ ثبات و پذیرش نوآوری‌های فناورانه‌ای است که می‌توانند به افزایش کارایی و نقدشوندگی بازار کمک کنند.

منابع

- ۲۵- سند پیشگیری از ناهنجاری‌ها در بازار سرمایه
۲۶- نقش شرکت‌های کارگزاری در کشف و گزارش دهی ناهنجاری در بازار/ چهار چوب نظارت بر بازار در ایران - ماهنامه بورس - رضا غفوری، امیرحسین خرمی

پانویس‌ها

1. Order-to-Trade Ratio
2. Algorithmic Trading
3. High-Frequency Trading
4. Co-location
5. Latency
6. OTR
7. Arbitrage
8. Momentum Ignition
9. Market Making
10. Bid-Ask Spread
11. Direct Market Access
12. Transaction-Based OTR
13. Volume-Based OTR
14. Weighted OTR
15. National Best Bid and Offer (NBBO)
16. Spoofing
17. Proxy for Trading Intent
18. Monitoring Systemic Load
19. New York Stock Exchange (NYSE)
20. Supplemental Liquidity Provider (SLP)
21. Ghost Liquidity
22. Flash Crashes
23. Non-Bona Fide
24. Layering
25. Quote Stuffing
26. Data Feed
27. Latency Arbitrage
28. order-to-cancel ratio
29. DJIA
30. Navinder Singh Sarao
31. Dodd-Frank Act
32. Excessive Messaging Policy
33. Market-Wide Circuit Breakers
34. Limit Up-Limit Down

- 1- How high-frequency trading affects market stability and small- investor welfare - International Journal of Social Impact
- 2- Borsa Istanbul
- 3- Eurex
- 4- Monitoring Tools | Office of Financial Research
- 5- Importance of Real-Time Data in Financial Markets - CUNY Pressbooks Network
- 6- Monitoring the Financial System - Federal Reserve Board
- 7- Impact of High-Frequency Trading on Market Efficiency & Stability - Bajaj Broking
- 8- market efficiency and stability in the era of high-frequency trading: a comprehensive review
- 9- Layering & Spoofing Manipulation - SEC Whistleblower Attorneys
- 10- Cracking the Spoofing Code: Inside the World of Market Manipulation - Bookmap
- 11- Article 17 Algorithmic trading - | European Securities and Markets Authority
- 12- MiFID II | frequency and algorithmic trading obligations | Global law firm
- 13- MiFID II - Algorithmic trading - Dechert LLP
- 14- At a glance: Algorithmic trading regulatory review in Europe | KPMG
- 15- FINRA Rule 2111 (Suitability) FAQ
- 16- Disclosure of Order Handling Information - SEC.gov
- 17- US Equity Market Resiliency During Times of Extreme Volatility - NYSE
- 18- Equity 4 Equity Trading Rules - Rules | The Nasdaq Stock Market
- 19- London Stock Exchange - LSE
- ۲۰- دستورالعمل اجرایی معاملات برخط - پیوست الزامات معاملات الگوریتمی
- ۲۱- دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران
- ۲۲- دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران
- ۲۳- دستورالعمل انضباطی کارگزاران
- ۲۴- مصوبه در خصوص اعلام برخی از مصادیق موضوع ماده ۱۹ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار



چالش‌های اندازه‌گیری و افشای ابزارهای مشتقه:

مقایسه IFRS 7 و استاندارد حسابداری ۳۷ ایران

علی ریحانیان
دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی



هدف این مقاله، تبیین و تشریح چالش‌های مرتبط با اندازه‌گیری و افشای ابزارهای مشتقه مالی با تمرکز بر IFRS 7 و استاندارد حسابداری شماره ۳۷ ایران است. پژوهش حاضر از نوع علمی-ترویجی بوده و با اتکا بر منابع منتخب، به بررسی ماهیت ابزارهای مشتقه، الزامات اندازه‌گیری آنها و چالش‌های افشای ریسک‌های مالی می‌پردازد. نتایج نشان می‌دهد که پیچیدگی روش‌های ارزش‌گذاری، اتکای گسترده بر قضاوت حرفه‌ای و دشواری ارائه اطلاعات قابل فهم برای استفاده‌کنندگان، از مهم‌ترین چالش‌های مشترک در چهارچوب این استانداردها به‌شمار می‌رود. بدین ترتیب، توجه به افشای شفاف، منسجم و قابل اتکا می‌تواند نقش مؤثری در بهبود کیفیت گزارشگری مالی و تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی ایفا کند.

محمد جلیلی
دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی



گسترش استفاده از ابزارهای مشتقه مالی در بازارهای مالی، نقش مهمی در مدیریت ریسک واحدهای تجاری ایفا می‌کند، اما در عین حال، پیچیدگی‌های قابل ملاحظه‌ای را در حوزه شناسایی، اندازه‌گیری و افشای اطلاعات مالی به همراه دارد. ماهیت اهرمی، ارزش‌گذاری مبتنی بر متغیرهای بازار و وابستگی شدید این ابزارها به برآوردها و مفروضات گزارشگری مالی آنها را به یکی از چالش‌برانگیزترین حوزه‌های حسابداری معاصر تبدیل کرده است. در این راستا، استاندارد بین‌المللی گزارشگری مالی IFRS 7 با تأکید بر الزامات افشای جامع ریسک‌ها و اطلاعات کیفی و کمی مرتبط با ابزارهای مالی، چهارچوب نسبتاً منسجمی را ارائه می‌دهد. در ایران نیز استاندارد حسابداری شماره ۳۷ با هدف ارتقای شفافیت افشا در زمینه ابزارهای مالی تدوین شده است.

مقدمه

در دهه‌های اخیر، گسترش ابزارهای نوین مالی و پیچیده‌تر شدن فعالیت‌های واحدهای تجاری، نقش ابزارهای مشتقه مالی را در مدیریت ریسک به‌طور قابل توجهی افزایش داده است. ابزارهای مشتقه، به‌عنوان قراردادهایی که ارزش آنها از یک دارایی پایه، نرخ یا شاخص مشخص مشتق می‌شود، در ابتدا با هدف پوشش ریسک‌هایی نظیر نوسانات نرخ ارز، نرخ بهره و قیمت کالاها مورد استفاده قرار گرفتند. با این حال، ماهیت پیچیده این ابزارها و تنوع بالای آنها، گزارشگری مالی مربوط به اندازه‌گیری و افشای این ابزارها را به یکی از چالش‌برانگیزترین حوزه‌های حسابداری مالی تبدیل کرده است. از یک‌سو، ابزارهای مشتقه اغلب فاقد جریان‌های نقدی اولیه بااهمیت هستند و از سوی دیگر، ارزش آنها به متغیرهایی وابسته است که به‌طور مداوم در حال تغییرند. همین ویژگی‌ها باعث شده است که شناسایی، اندازه‌گیری و ارائه اطلاعات مربوط به این ابزارها در صورت‌های مالی، نیازمند قضاوت حرفه‌ای گسترده و استفاده از مدل‌های ارزش‌گذاری پیچیده باشد. در چنین شرایطی، افشای مناسب اطلاعات مرتبط با ابزارهای مشتقه، نقش مهمی در ارتقای شفافیت گزارشگری مالی و افزایش قابلیت اتکای اطلاعات برای استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی ایفا می‌کند.

در سطح بین‌المللی، استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی (IFRS) تلاش کرده‌اند با تدوین استانداردهای خاص، چهارچوب مناسبی را برای گزارشگری ابزارهای مالی، به‌ویژه ابزارهای مشتقه، فراهم کنند. در این میان، استاندارد IFRS7 با تمرکز بر افشای اطلاعات مرتبط با ابزارهای مالی و ریسک‌های ناشی از آنها، نقش کلیدی در شفاف‌سازی وضعیت ریسک واحدهای تجاری بر عهده دارد. این استاندارد، واحدهای تجاری را ملزم می‌کند که اطلاعاتی ترکیبی از افشاهای کمی و کیفی را ارائه کنند تا استفاده‌کنندگان بتوانند ماهیت، میزان و پیامدهای ریسک‌های مالی را بهتر درک کنند. در مقابل، در محیط گزارشگری مالی ایران، استاندارد حسابداری شماره ۳۷ به مسئله ابزارهای مالی و از جمله ابزارهای مشتقه پرداخته است. هرچند این استاندارد در زمان تدوین خود گامی مهم در جهت سامان‌دهی گزارشگری ابزارهای مالی محسوب می‌شد، اما تفاوت‌های ساختاری و محتوایی

آن با استانداردهای بین‌المللی، به‌ویژه در حوزه افشا، موجب شده است که گزارشگری ابزارهای مشتقه در ایران با ویژگی‌ها و محدودیت‌های خاصی همراه باشد. این موضوع اهمیت بررسی همزمان الزامات IFRS7 و استاندارد حسابداری شماره ۳۷ ایران را دوچندان می‌کند. با توجه به اهمیت اطلاعات مربوط به ابزارهای مشتقه برای سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، شناخت چالش‌های مرتبط با اندازه‌گیری و افشای این ابزارها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. مقاله حاضر با ماهیتی علمی-ترویجی و با تکیه بر منابع موجود، به بررسی چالش‌های اندازه‌گیری و افشای ابزارهای مشتقه مالی با تمرکز بر استاندارد IFRS7 و استاندارد حسابداری شماره ۳۷ ایران می‌پردازد. هدف اصلی این مقاله، تبیین مفاهیم، الزامات و چالش‌های گزارشگری این ابزارها و کمک به درک بهتر آنها توسط جامعه حرفه‌ای حسابداری است.

مروری بر ابزارهای مشتقه مالی و ماهیت پیچیده گزارشگری آنها

ابزارهای مشتقه مالی به گروهی از ابزارهای مالی اطلاق می‌شوند که ارزش آنها از تغییرات یک دارایی پایه، نرخ یا شاخص خاص مشتق می‌شود. دارایی پایه می‌تواند شامل دارایی‌های واقعی مانند کالاها، دارایی‌های مالی نظیر سهام و اوراق بدهی، یا متغیرهایی همچون نرخ ارز، نرخ بهره و شاخص‌های قیمتی باشد. آنچه ابزارهای مشتقه را از سایر ابزارهای مالی متمایز می‌کند، وابستگی مستقیم ارزش آنها به نوسانات عوامل پایه و وجود سازوکارهای قراردادی خاص در تعیین تعهدات طرفین قرارداد است.

قراردادهای آتی، پیمان‌های آتی، اختیار معامله و قراردادهای معاوضه از مهم‌ترین انواع ابزارهای مشتقه به‌شمار می‌روند. این ابزارها، هرچند از نظر ساختار حقوقی و شیوه تسویه با یکدیگر تفاوت دارند، اما همگی در این ویژگی مشترک‌اند که معمولاً در زمان انعقاد، مستلزم پرداخت اولیه بااهمیتی نیستند و ارزش آنها در طول زمان و متناسب با تغییر شرایط بازار دچار نوسان می‌شود. همین موضوع سبب می‌شود که شناسایی و اندازه‌گیری این ابزارها در مقایسه با دارایی‌ها و بدهی‌های متعارف، پیچیدگی بیشتری داشته باشد.

در عمل، ابزارهای مشتقه برای اهداف متنوعی مورد استفاده قرار می‌گیرند که رایج‌ترین آنها مدیریت و پوشش ریسک است. واحدهای تجاری از این ابزارها به منظور کاهش اثرات نامطلوب نوسانات قیمت، نرخ ارز یا نرخ بهره بر عملکرد مالی خود بهره می‌برند. با این حال، در برخی موارد، ابزارهای مشتقه با اهداف معاملاتی یا کسب سود از نوسانات بازار نیز مورد استفاده قرار می‌گیرند. تنوع اهداف کاربردی ابزارهای مشتقه، خود عاملی است که بر نحوه گزارشگری، اندازه‌گیری و افشای آنها در صورت‌های مالی اثر می‌گذارد.

یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های ابزارهای مشتقه، اتکای گسترده آنها به برآوردها و مفروضات است. برخلاف دارایی‌های مشهود یا حتی بسیاری از ابزارهای مالی ساده، ارزش ابزارهای مشتقه اغلب از طریق مدل‌های ارزش‌گذاری تعیین می‌شود. این مدل‌ها متکی بر فرضیاتی درباره رفتار آینده متغیرهای بازار هستند؛ فرضیاتی که همواره با درجه‌ای از عدم قطعیت همراه‌اند. بنابراین، اطلاعات گزارش‌شده درباره ابزارهای مشتقه، نه تنها بازتابی از شرایط فعلی بازار، بلکه متأثر از قضاوت حرفه‌ای تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی نیز هست.

پیچیدگی ذاتی ابزارهای مشتقه باعث می‌شود که استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، بدون افشای کافی و شفاف، درک مناسبی از اثر این ابزارها بر وضعیت مالی و عملکرد واحد تجاری نداشته باشند. به همین دلیل، گزارشگری ابزارهای مشتقه صرفاً به شناسایی و اندازه‌گیری آنها محدود نمی‌شود، بلکه افشای اطلاعات مرتبط با ماهیت قراردادهای، اهداف نگهداری، ریسک‌های ناشی از آنها و شیوه مدیریت این ریسک‌ها، نقش اساسی در تکمیل تصویر ارائه‌شده در صورت‌های مالی ایفا می‌کند. در این چهارچوب، افشای اطلاعات مربوط به ابزارهای مشتقه به‌عنوان مکمل فرآیند اندازه‌گیری تلقی می‌شود. حتی اگر اندازه‌گیری این ابزارها بر اساس روش‌های پذیرفته‌شده انجام شود، نبود افشای کافی می‌تواند منجر به برداشت ناقص یا حتی گمراه‌کننده استفاده‌کنندگان شود. این موضوع به‌ویژه در مورد ابزارهایی که در بازارهای فعال معامله نمی‌شوند یا دارای ساختارهای پیچیده قراردادی هستند، اهمیت بیشتری می‌یابد.

بر اساس مطالب مطرح‌شده در منابع مورد استفاده، می‌توان گفت که ابزارهای مشتقه مالی در نقطه تلاقی دو چالش

اساسی قرار دارند: از یک‌طرف، چالش اندازه‌گیری که ناشی از نوسانات مستمر و اتکا به مدل‌های ارزش‌گذاری است و از سوی دیگر، چالش افشا که به انتقال شفاف و قابل‌فهم اطلاعات مرتبط با این ابزارها برای استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی مربوط می‌شود. این دو چالش به‌طور مستقیم بر کیفیت گزارشگری مالی اثر می‌گذارند و زمینه‌ساز تدوین استانداردهای خاص در سطح بین‌المللی و ملی شده‌اند.

در مجموع، شناخت ماهیت ابزارهای مشتقه مالی و درک ویژگی‌هایی که گزارشگری آنها را پیچیده می‌سازد، پیش‌نیاز بررسی الزامات استانداردهای حسابداری در این حوزه است. از این‌رو، در ادامه مقاله، الزامات مربوط به اندازه‌گیری و افشای ابزارهای مشتقه مالی بر اساس استاندارد IFRS7 و استاندارد حسابداری شماره ۳۷ ایران مورد توجه قرار می‌گیرد تا چهارچوب نظری لازم برای بررسی چالش‌های گزارشگری این ابزارها فراهم شود.

چالش‌های اندازه‌گیری ابزارهای مشتقه مالی

اندازه‌گیری ابزارهای مشتقه مالی یکی از پیچیده‌ترین مراحل گزارشگری این ابزارها محسوب می‌شود. این پیچیدگی پیش از هر چیز ناشی از ماهیت قراردادی و اتکای ارزش این ابزارها به متغیرهای بازار است. برخلاف بسیاری از دارایی‌ها و بدهی‌های متعارف که بر مبنای بهای تمام‌شده تاریخی یا ارزش‌های قابل‌مشاهده در بازار اندازه‌گیری می‌شوند، ابزارهای مشتقه اغلب فاقد قیمت‌های قابل‌اتکا و مستقیم هستند و اندازه‌گیری آنها مستلزم استفاده از مدل‌ها و روش‌های برآوردی است.

یکی از مهم‌ترین چالش‌های اندازه‌گیری ابزارهای مشتقه، اتکا به ارزش منصفانه به‌عنوان مبنای اصلی اندازه‌گیری است. ارزش منصفانه مفهومی است که فرض می‌کند دارایی یا بدهی در یک معامله منظم بین فعالان بازار و در شرایط عادی بازار مبادله شود. با این حال، در مورد بسیاری از ابزارهای مشتقه، به‌ویژه آنهایی که در بازارهای غیررسمی یا خارج از بورس معامله می‌شوند، تعیین ارزش منصفانه با دشواری همراه است. نبود بازار فعال، موجب می‌شود که قیمت‌های قابل‌مشاهده‌ای برای این ابزارها وجود نداشته باشد و واحدهای تجاری ناگزیر به استفاده از روش‌های غیرمستقیم ارزش‌گذاری شوند.

ارقام گزارش شده با دشواری مواجه شوند، به ویژه زمانی که توضیحات مکمل و افشای کافی در خصوص مبنای اندازه گیری ارائه نشده باشد.

در محیط گزارشگری مالی ایران نیز این چالش‌ها به شکل خاصی نمود می‌یابد. محدودیت‌های بازارهای مالی، توسعه نیافتگی نسبی ابزارهای مشتقه و دسترسی محدود به داده‌های بازار، فرآیند اندازه گیری این ابزارها را با پیچیدگی بیشتری همراه می‌سازد. در چنین شرایطی، واحدهای تجاری ناگزیرند بیش از گذشته به برآوردها و قضاوت‌های حرفه‌ای اتکا کنند. این موضوع اهمیت وجود راهنمایی‌های روشن در استانداردهای حسابداری را در زمینه اندازه گیری ابزارهای مشتقه دوچندان می‌کند. بر اساس مطالب ارائه شده در منابع مورد بررسی، می‌توان نتیجه گرفت که چالش‌های اندازه گیری ابزارهای مشتقه مالی، صرفاً به جنبه‌های فنی ارزش گذاری محدود نمی‌شود، بلکه عواملی نظیر قضاوت حرفه‌ای، شرایط بازار، نحوه طبقه بندی ابزارها و ارتباط آنها با اهداف مدیریت ریسک واحد تجاری نیز در شکل گیری این چالش‌ها نقش دارند. این مجموعه عوامل موجب می‌شود که اندازه گیری ابزارهای مشتقه، فرآیندی پیچیده و چندبعدی باشد که نیازمند توجه همزمان به الزامات استاندارد و واقعیت‌های اقتصادی محیط فعالیت واحد تجاری است. در ادامه مقاله، بر بعد دیگری از گزارشگری ابزارهای مشتقه، یعنی چالش‌های افشای اطلاعات مربوط به این ابزارها، تمرکز خواهد شد؛ بخشی که نقش آن در ارتقای شفافیت و فهم پذیری صورت‌های مالی، مکمل چالش‌های اندازه گیری تلقی می‌شود.

چالش‌های افشای ابزارهای مشتقه مالی با تمرکز بر IFRS7

افشای اطلاعات مربوط به ابزارهای مشتقه مالی، یکی از ارکان اساسی گزارشگری مالی این ابزارها محسوب می‌شود. با توجه به ماهیت پیچیده ابزارهای مشتقه و آثار بالقوه بااهمیت آنها بر وضعیت مالی و عملکرد واحد تجاری، صرف شناسایی و اندازه گیری این ابزارها برای انتقال تصویری شفاف به استفاده کنندگان صورت‌های مالی کافی نیست. در این میان، استاندارد IFRS7 با هدف ارتقای شفافیت و فراهم سازی اطلاعات مفید درباره ماهیت و میزان مخاطرات ناشی از ابزارهای مالی،

استفاده از مدل‌های ارزش گذاری، خود منبع دیگری از چالش‌های اندازه گیری ابزارهای مشتقه است. این مدل‌ها بر پایه مفروضاتی درباره نرخ‌های بهره، نوسانات آتی، نرخ تنزیل و سایر متغیرهای اقتصادی بنا می‌شوند. انتخاب این مفروضات، به شکل قابل توجهی وابسته به قضاوت حرفه‌ای تهیه کنندگان صورت‌های مالی است. از آنجاکه تغییرات اندک در مفروضات می‌تواند منجر به تفاوت‌های بااهمیت در نتایج اندازه گیری شود، قابلیت مقایسه اطلاعات مالی میان واحدهای تجاری ممکن است تحت تأثیر قرار گیرد.

یکی دیگر از چالش‌های مهم در اندازه گیری ابزارهای مشتقه، زمان شناسایی شناسایی سود و زیان ناشی از تغییرات ارزش آنها است. از آنجاکه ارزش ابزارهای مشتقه به طور مداوم در حال تغییر است، ثبت تغییرات ارزش در دوره‌های مالی مختلف می‌تواند نوسانات قابل توجهی در سود یا زیان گزارش شده ایجاد کند. این نوسانات، به ویژه در مواردی که ابزارهای مشتقه با اهداف پوشش ریسک مورد استفاده قرار می‌گیرند، ممکن است تصویری متفاوت از عملکرد مالی واحد تجاری را ارائه دهد، در حالی که هدف اصلی استفاده از این ابزارها، کاهش ریسک بوده است.

در چهارچوب استانداردهای حسابداری، تمایز میان ابزارهای مشتقه نگهداری شده برای مقاصد معاملاتی و ابزارهای مورد استفاده در پوشش ریسک، بر نحوه اندازه گیری و شناسایی آثار مالی آنها اثرگذار است. با این حال، تشخیص و طبقه بندی صحیح این ابزارها همواره ساده نیست. نبود مستندات کافی یا پیچیدگی روابط پوشش ریسک می‌تواند باعث شود که برخی ابزارها نتوانند شرایط لازم برای برخورداری از رویه‌های خاص پوشش ریسک را احراز کنند. در چنین مواردی، آثار اندازه گیری آنها مستقیماً در سود و زیان شناسایی می‌شود که این امر خود بر نوسان پذیری نتایج مالی می‌افزاید.

چالش دیگر اندازه گیری ابزارهای مشتقه به موضوع قابلیت اتکای اطلاعات مربوط می‌شود. هرچند ارزش منصفانه از منظر مربوط بودن اطلاعات، مزایای قابل توجهی دارد، اما زمانی که این ارزش مبتنی بر مدل‌ها و ورودی‌های غیرقابل مشاهده در بازار باشد، قابلیت اتکای آن زیر سؤال می‌رود. در چنین شرایطی، استفاده کنندگان صورت‌های مالی ممکن است در ارزیابی دقت و عینیت

چهارچوب نسبتاً جامعی را برای افشای ابزارهای مشتقه ارائه کرده است.

یکی از چالش‌های اصلی افشای ابزارهای مشتقه در چارچوب IFRS7، گستردگی و تنوع الزامات افشاست. این استاندارد واحدهای تجاری را ملزم می‌کند که مجموعه‌ای از اطلاعات کمی و کیفی را در خصوص ابزارهای مالی ارائه کنند؛ اطلاعاتی که شامل ماهیت ابزارها، اهداف نگهداری، سیاست‌های مدیریت ریسک، میزان در معرض ریسک بودن و آثار مالی ناشی از این ابزارها است. در عمل، گردآوری، طبقه‌بندی و ارائه منسجم این حجم از اطلاعات، به‌ویژه در واحدهایی که از ابزارهای مشتقه متنوع استفاده می‌کنند، با پیچیدگی همراه است.

یکی دیگر از چالش‌های افشا، لزوم برقراری ارتباط معنادار میان اطلاعات عددی و توضیحات کیفی است. IFRS7 تأکید دارد که افشاها نباید صرفاً مبتنی بر ارقام باشند، بلکه باید با توضیحاتی همراه شوند که ماهیت ریسک‌ها و نحوه مدیریت آنها را برای استفاده‌کنندگان تبیین کند. با این حال، ایجاد این پیوند در عمل ساده نیست. ارائه اطلاعات عددی بدون زمینه توضیحی کافی، یا بالعکس ارائه توضیحات کلی بدون پشتیبانی داده‌های کمی، می‌تواند از اثربخشی افشا بکاهد.

افشای ریسک‌های مالی از دیگر محورهای مهم IFRS7 است که در خصوص ابزارهای مشتقه اهمیت ویژه‌ای دارد. این استاندارد بر افشای ریسک‌هایی نظیر ریسک بازار، ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی تأکید می‌کند. ابزارهای مشتقه به‌طور مستقیم با ریسک بازار در ارتباط هستند، اما در کنار آن می‌توانند ریسک‌های دیگری را نیز برای واحد تجاری ایجاد یا تشدید کنند. شناسایی و توصیف دقیق این ریسک‌ها و تفکیک آثار هر یک از آنها، مستلزم درک عمیق ساختار قراردادهای مشتقه و شرایط بازار است؛ امری که خود به پیچیدگی فرآیند افشا می‌افزاید.

از منظر افشای کمی، IFRS7 واحدهای تجاری را ملزم می‌کند که میزان حساسیت نتایج مالی را نسبت به تغییرات متغیرهای اصلی بازار، نظیر نرخ بهره یا نرخ ارز، افشا کنند. تهیه این نوع افشاها مستلزم انجام تحلیل‌های حساسیت و برآورد آثار سناریوهای مختلف است. انجام این تحلیل‌ها، به‌ویژه در محیط‌های اقتصادی با نوسانات شدید، می‌تواند با عدم قطعیت و

هزینه اجرایی همراه بوده و نتایج آن نیز تا حد زیادی به مفروضات انتخاب‌شده وابسته باشد.

چالش دیگر افشای ابزارهای مشتقه بر اساس IFRS7، موضوع قابلیت فهم استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی است. هرچند هدف اصلی این استاندارد افزایش شفافیت است، اما حجم بالای اطلاعات و استفاده از مفاهیم تخصصی ممکن است باعث شود که برخی استفاده‌کنندگان غیرحرفه‌ای درک روشنی از اطلاعات افشاشده نداشته باشند. در چنین شرایطی، خطر آن وجود دارد که افشاها گسترده، به‌جای افزایش شفافیت، به پیچیدگی گزارشگری مالی بیفزاید.

در ارتباط با ابزارهای مشتقه مورد استفاده در پوشش ریسک، IFRS7 افشاهای خاصی را در نظر گرفته است. این افشاها شامل توصیف روابط پوشش ریسک، ابزارهای به‌کاررفته، ارقام پوشش داده‌شده و میزان اثربخشی پوشش است. تهیه این اطلاعات مستلزم وجود سیستم‌های اطلاعاتی مناسب و مستندات دقیق است. نبود چنین زیرساخت‌هایی می‌تواند اجرای کامل الزامات افشایی را با دشواری مواجه سازد.

علاوه بر این، تطبیق افشاهای ارائه‌شده با سایر اجزای صورت‌های مالی از دیگر چالش‌های عملی است. اطلاعات مربوط به ابزارهای مشتقه معمولاً در یادداشت‌های توضیحی ارائه می‌شود، اما استفاده‌کنندگان انتظار دارند ارتباط منطقی و سازگار بین این اطلاعات و اقلام صورت سود و زیان، ترازنامه و صورت جریان‌های نقدی وجود داشته باشد. اطمینان از این سازگاری، نیازمند هماهنگی میان بخش‌های مختلف گزارشگری مالی واحد تجاری است.

در مجموع، الزامات افشای ابزارهای مشتقه مالی بر اساس IFRS7، در عین فراهم‌سازی چهارچوبی جامع برای افزایش شفافیت، چالش‌های متعددی را برای واحدهای تجاری ایجاد می‌کند. این چالش‌ها عمدتاً به پیچیدگی ابزارها، حجم بالای اطلاعات موردنیاز، اتکای افشاها به برآوردها و مفروضات و ضرورت برقراری تعادل میان جامعیت افشا و قابلیت فهم اطلاعات، مربوط می‌شود. شناخت این چالش‌ها، زمینه لازم را برای بررسی وضعیت افشای ابزارهای مشتقه در چهارچوب استانداردهای حسابداری ایران فراهم می‌سازد؛ موضوعی که در بخش بعدی مقاله به آن پرداخته خواهد شد.

چالش‌های افشای ابزارهای مشتقه مالی در استاندارد حسابداری شماره ۳۷ ایران و مقایسه اجمالی با IFRS7

افشای اطلاعات مربوط به ابزارهای مشتقه مالی در محیط گزارشگری مالی ایران، در چهارچوب استاندارد حسابداری شماره ۳۷ صورت می‌گیرد. این استاندارد با هدف ارائه اصول کلی شناسایی، اندازه‌گیری و افشای ابزارهای مالی تدوین شده است و تلاش می‌کند حداقل الزامات لازم را برای انعکاس آثار مالی این ابزارها در صورت‌های مالی فراهم آورد. با این حال، ماهیت خاص ابزارهای مشتقه و ویژگی‌های بازار مالی ایران موجب شده است که فرآیند افشای این ابزارها با چالش‌هایی همراه باشد که بررسی آنها برای درک بهتر کیفیت گزارشگری مالی حائز اهمیت است.

یکی از چالش‌های اصلی افشای ابزارهای مشتقه بر اساس استاندارد حسابداری شماره ۳۷، سطح کلی و نسبتاً محدود الزامات افشا است. در این استاندارد، افشاها بیشتر بر ارائه اطلاعات کلی درباره ماهیت ابزارهای مالی و مبلغ‌های شناسایی شده در صورت‌های مالی متمرکز است و جزئیات گسترده‌ای در خصوص ریسک‌های مرتبط، حساسیت به تغییرات متغیرهای بازار یا نحوه مدیریت ریسک به‌طور نظام‌مند مورد تأکید قرار نگرفته است. این موضوع می‌تواند منجر به تفاوت قابل توجهی در میزان و کیفیت اطلاعات افشاشده میان واحدهای تجاری شود. در مقایسه اجمالی با IFRS7، می‌توان مشاهده کرد که استاندارد بین‌المللی توجه ویژه‌ای به افشای ریسک‌های مالی و آثار آنها بر وضعیت مالی واحد تجاری دارد. در حالی که IFRS7 واحدها را ملزم به ارائه افشاهای کمی و کیفی تفصیلی در خصوص ریسک بازار، ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی می‌کند، استاندارد حسابداری شماره ۳۷ ایران بیشتر به چهارچوبی عمومی برای افشا بسنده کرده است. این تفاوت رویکرد، یکی از زمینه‌های اصلی بروز چالش در مقایسه‌پذیری گزارشگری مالی می‌باشد. چالش دیگر افشای ابزارهای مشتقه در استاندارد حسابداری شماره ۳۷، محدود بودن راهنمایی‌های اجرایی در خصوص نحوه ارائه اطلاعات است. نبود دستورالعمل‌های دقیق درباره ساختار افشاها، نوع اطلاعات موردانتظار و میزان تفکیک‌پذیری اقلام، می‌تواند باعث شود که افشاهای ارائه‌شده از نظر محتوایی ناهمگون باشند. در چنین

شرایطی، استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی ممکن است در تفسیر و مقایسه اطلاعات مربوط به ابزارهای مشتقه میان دوره‌های مختلف یا میان واحدهای تجاری مختلف با دشواری مواجه شوند.

از منظر ماهیت بازار، ویژگی‌های خاص بازارهای مالی ایران نیز بر کیفیت افشای ابزارهای مشتقه اثرگذار است. محدود بودن دامنه ابزارهای مشتقه مورد استفاده، نبود بازارهای فعال گسترده و نقش نسبتاً محدود این ابزارها در فعالیت بسیاری از واحدهای تجاری سبب می‌شود که افشای آنها در برخی موارد به‌عنوان موضوعی فرعی تلقی شود. این امر می‌تواند منجر به ارائه افشاهای مختصر و حداقلی شود که تمامی ابعاد ریسک و آثار بالقوه این ابزارها را منعکس نکند.

در کنار این مسائل، مقایسه افشای ابزارهای مشتقه در استاندارد حسابداری شماره ۳۷ با الزامات IFRS7 نشان می‌دهد که تفاوت‌ها صرفاً در میزان جزئیات نیست، بلکه در فلسفه افشا نیز نمود پیدا می‌کند. IFRS7 بر پاسخگویی به نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان بیرونی، به‌ویژه سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، تأکید دارد و افشا را ابزاری برای درک بهتر ریسک و عدم قطعیت تلقی می‌کند. در مقابل، استاندارد حسابداری شماره ۳۷ بیشتر بر ارائه اطلاعات اساسی و اجمالی تمرکز دارد که این موضوع می‌تواند دامنه کاربرد اطلاعات افشاشده را محدود سازد.

چالش هماهنگی افشاهای ارائه‌شده بر اساس استاندارد حسابداری شماره ۳۷ با سایر اجزای صورت‌های مالی نیز قابل توجه است. از آنجاکه افشاهای مرتبط با ابزارهای مشتقه معمولاً به‌صورت خلاصه ارائه می‌شوند، ارتباط آنها با اقلام شناسایی شده در صورت سود و زیان یا ترازنامه ممکن است به‌صورت شفاف برقرار نشود. این موضوع، به‌ویژه برای استفاده‌کنندگانی که قصد تحلیل آثار ریسک‌های مالی بر عملکرد واحد تجاری را دارند، اهمیت بیشتری می‌یابد.

با این وجود، باید توجه داشت که استاندارد حسابداری شماره ۳۷ در بستر خاص اقتصادی و نهادی ایران تدوین شده است و هدف آن، ایجاد تعادلی میان الزامات گزارشگری و قابلیت اجرای آنها توسط واحدهای تجاری بوده است. از این منظر، چالش‌های افشای ابزارهای مشتقه را می‌توان تا حدی ناشی از تفاوت سطح توسعه بازارهای مالی،

ساختار اقتصادی و نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان در مقایسه با محیط‌های مشمول IFRS دانست. در مجموع، افشای ابزارهای مشتقه مالی در چهارچوب استاندارد حسابداری شماره ۳۷ ایران با چالش‌هایی همچون محدود بودن دامنه افشا، نبود راهنمایی‌های تفصیلی، تفاوت در فلسفه افشا نسبت به IFRS7 و ویژگی‌های خاص بازار مالی ایران همراه است. بررسی این چالش‌ها و مقایسه اجمالی آنها با الزامات IFRS7، زمینه‌ای را فراهم می‌کند تا در بخش پایانی مقاله، جمع‌بندی کلی از یافته‌ها و ارائه نتیجه‌گیری نهایی صورت گیرد.

نتیجه‌گیری

ابزارهای مشتقه مالی به دلیل ماهیت قراردادی، ارزش‌گذاری مبتنی بر متغیرهای بازار و ارتباط تنگاتنگ با مدیریت ریسک، از جمله پیچیده‌ترین اقلام در گزارشگری مالی محسوب می‌شوند. این پیچیدگی نه تنها فرآیند شناسایی و اندازه‌گیری آنها را با چالش مواجه می‌سازد، بلکه افشای اطلاعات مرتبط با این ابزارها را نیز به یکی از حساس‌ترین بخش‌های گزارشگری مالی تبدیل کرده است. مرور و بررسی بخش‌های مختلف مقاله نشان می‌دهد که چالش‌های اندازه‌گیری ابزارهای مشتقه عمدتاً ناشی از اتکای گسترده به ارزش منصفانه، استفاده از مفروضات و برآوردها و نبود قیمت‌های قابل مشاهده در بازارهای فعال است. این عوامل، عدم قطعیت ذاتی در اندازه‌گیری را افزایش می‌دهند و می‌توانند بر قابلیت اتکای اطلاعات مالی تأثیرگذار باشند. در عین حال، استانداردهای حسابداری تلاش کرده‌اند با ارائه چهارچوب‌های مفهومی مشخص، تا حدی این عدم قطعیت را مدیریت‌پذیر سازند. در حوزه افشا، IFRS7 با تأکید بر ارائه اطلاعات کمی و کیفی گسترده، رویکردی مبتنی بر شفاف‌سازی ریسک‌ها و آثار ابزارهای مالی بر وضعیت مالی واحد تجاری را اتخاذ کرده است. با این حال، حجم بالای افشاها، پیچیدگی مفاهیم و وابستگی اطلاعات به مفروضات تحلیلی، چالش‌هایی را در زمینه قابلیت فهم و اجرای عملی این الزامات ایجاد می‌کند. در مقابل، استاندارد حسابداری شماره ۳۷ ایران با رویکردی کلی‌تر و اجمالی‌تر، افشای ابزارهای مشتقه را در سطحی محدودتر ساماندهی کرده است؛ رویکردی که تا حدی متناسب با ویژگی‌های بازار

مالی و بستر نهادی ایران ارزیابی می‌شود. مقایسه اجمالی این دو چهارچوب نشان می‌دهد که تفاوت‌ها بیش از آنکه صرفاً فناورانه یا فنی باشند، ریشه در تفاوت نیازهای اطلاعاتی، سطح توسعه بازارهای مالی و فلسفه گزارشگری دارند. در نهایت، شناخت این چالش‌ها می‌تواند به درک بهتر کیفیت گزارشگری ابزارهای مشتقه مالی کمک کند و زمینه‌ای را برای تحلیل دقیق‌تر نقش استانداردهای حسابداری در ارتقای شفافیت و تصمیم‌گیری اقتصادی فراهم آورد.

منابع

- ۱- سازمان حسابرسی. (۱۳۹۶). استاندارد حسابداری شماره ۳۷: ابزارهای مالی؛ افشا. تهران: سازمان حسابرسی.
- ۲- سازمان حسابرسی. (۱۳۹۶). نشریه الزامات و راهنمای کاربرد استانداردهای حسابداری. تهران: سازمان حسابرسی.
- ۳- کمیته تدوین استانداردهای حسابداری. (۱۳۹۵). گزارش مقدماتی تدوین استاندارد ابزارهای مالی در ایران. تهران: سازمان حسابرسی.
- ۴- رضایی، م و احمدی، س. (۱۳۹۸). ابزارهای مشتقه مالی و چالش‌های گزارشگری آنها در ایران. فصلنامه حسابداری و حسابرسی ایران، ۱۱(۲)، ۴۵-۶۸.
- ۵- کریمی، ح و حسینی، ع. (۱۳۹۹). افشای ریسک‌های مالی و نقش آن در تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۲(۳)، ۸۹-۱۱۲.
- 6- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498. <https://doi.org/10.1111/j.1475679-X.2008.00287.x>
- 7- Choi, F. D. S., & Meek, G. K. (2018). *International accounting*. (9th ed.). Pearson Education.
- 8- Hull, J. C. (2022). *Options, futures, and other derivatives*. (11th ed.). Pearson Education.
- 9- International Accounting Standards Board. (2023). *IFRS 7: Financial instruments—Disclosures*. IFRS Foundation.
- 10- International Accounting Standards Board. (2023). *IFRS 9: Financial instruments*. IFRS Foundation.

BOURSE MAGAZINE



بورس تهران

Tehran Securities
Exchange

 WWW.TSEMAG.IR

 INFO@TSEMAG.IR