

ابهام در ارزش گذاری یک جابه جایی ۱۲۰ همتی

صدای بورس | احمد جانچان. فعال اقتصادی، مدعی شده‌است که در این توافق حدود ۳۰۷۱ در صدار سهام «فارس» در برابر ۱۲۵ در صدار سهام «تابان» قرار گرفته و ارزش این جابه‌جایی حدود ۱۲۰ هزار میلیارد تومان بوده‌است.مقایسه‌این رقم،بازارزش دایولو ک.اما تصویب متفاوتی ارائه می‌دهد. براساس ارقام مورد اشاره، ارزش روز ۳۰۷۱ در صدار سهام «فارس» در حوالی زمان مورد بحث حدود ۵۸ هزار میلیارد تومان و ارزش ۱۲۵ در صدار سهام «تابان» حدود ۷۸ هزار میلیارد تومان بر آورد می‌شود.فاصله‌این ارقام بعد از ۱۲۰ هزار میلیارد تومان، یک پرسش اصلی را پیش روی سهامداران قرار می‌دهد: ارزش اعلام‌شده برای این جابه‌جایی بر چه مبنایی محاسبه شده‌است؟ در مجمع اخیر صنایع پتروشیمی خلیج فارس، گروه سرمایه‌گذاری اهداف موفق شده سه کرسی از پنج کرسی هیات‌مدیر هاین شرکت را به‌دست آورد. این اتفاق، ترکیب مدیریتی بزرگ‌ترین هلدینگ پتروشیمی کشور را تغییر داد و هم‌زمان زمینه طرح بحث‌هایی درباره چگونگی شکل‌گیری ارایش جدید هیات‌مدیره را فراهم کرد.در همین چارچوب، احمد جانچان در مطلبی در شبکه اجتماعی ایکس از توافقی میان مجموعه‌های مرتبط با صندوق یازشتستگی صنعت نفت و ساتا خبر داد. براساس ادعای مطرح‌شده از سوی او، در این توافق حدود ۳۰۷۱ در صدار سهام «فارس» در برابر ۱۲۵ در صدار سهام «تابان» قرار گرفته‌است. بخش مهم این ادعا به نحوه ارزش گذاری سهام مورد مبادله مربوط می‌شود.جایی که رقم ۱۲۰ هزار میلیارد تومان مطرح شده، اما جزئیات و مبنای محاسبه آن در دسترس عموم قرار نگرفته‌است.برای بررسی اولیه این ادعا می‌توان ارزش بلوک شرکت مورد اشاره از «فارس» را بازارش باز شرکت مقایسه کرد.بر اساس ارقام مطرح‌شده ارزش بازار صنایع پتروشیمی خلیج فارس در حوالی مقطع مورد بحث حدود ۱۵۶۰ هزار میلیارد تومان بوده‌است. با این فرض بازارش ۳۰۷۱ در صدار سهام شرکت بر تکر براساس قیمت بازار به حدود ۵۸ هزار میلیارد تومان می‌رسد. محاسبه ساده‌ای ارزش به شرح زیر است:

■ **۱۵۶۰ هزار میلیارد تومان**
۳۰۷۱ در صدار سهام «فارس» اگر رقم ۱۲۰ هزار میلیارد تومان به عنوان ارزش همین بلوک ۳۰۷۱ در صدی در نظر گرفته شود، ارزش ضمنی کل «فارس» به حدود ۳۳۴۴ هزار میلیارد تومان خواهد رسید، رقمی که بیش از دو برابر ارزش بازار شرکت در مقطع مورد اشاره است.این اختلاف، نخستین ابهام در مقایسه میان قیمت بازار و ارزش مطرح‌شده برای این جابه‌جایی را شکل می‌دهد.البته هنوز روشن نیست که رقم ۱۲۰ هزار میلیارد تومان صرفاً به ارزش بلوک «فارس» اشاره دارد یا ارزش کل توافق و سایر اجزای احتمالی آن را نیز در بر می‌گیرد. در طرف دیگر این معادله، ۱۲۵ در صدار سهام «تابان» قرار دارد ارزش بازار «تابان» در مقطع مورد اشاره حدود ۵۷۸ هزار میلیارد تومان عنوان شده‌است. بر این اساس، ارزش ۱۲۵ در صدار سهام این شرکت نزدیک به ۷۸ هزار میلیارد تومان محاسبه می‌شود:

■ **۵۷۸ هزار میلیارد تومان**
۱۲۵ در صدار سهام «تابان» اگر صرفاً قیمت‌های بازار مبنای مقایسه قرار نماند، ارزش دایولو ک مورد اشاره چنین تصویری خواهد داشت: حدود ۵۸ هزار میلیارد تومان یا ۳۰۷۱ در صدار سهام «فارس» در برابر حدود ۷۸ هزار میلیارد تومان یا ۱۲۵ در صدار سهام «تابان» بر این مبنایمیان ارزش بازار دو بلوک نیز حدود ۲۰ هزار میلیارد تومان فاصله وجود دارد. ارزش دیگر، رقم ۱۲۰ هزار میلیارد تومانی مطرح‌شده از ارزش بازار بر یک از این دو بلوک بالاتر است و دست کم یک محاسبه ساده بر اساس قیمت تابلو تطابق مستقیمی ندارد.یادوجو ادین اختلاف، فاصله میان قیمت بازار و ارزش یک معامله عمده، به‌تجاریه نمی‌تولد. مبنای قضاوت درباره منصفانه یا غیر منصفانه بودن آن قرار گیرد در معاملات عمده سهام، به‌ویژه زمانی که بلوک مورد معامله آثار مدیریتی یا کنترلی داشته باشد، قیمت نهایی ممکن است تحت تأثیر مولفه‌هایی قرار گیرد که در قیمت روزانه سهم منعکس نمی‌شوند. ارزش خالص دارایی‌ها ارزش دارایی‌های غیر بورسی، ساختار بدهی، وضعیت شرکت‌های زیر مجموعه، اندازه بلوک میزان نقدشوندگی، تعهدات احتمالی و همچنین

صرف کنترل یا حقوق مدیریتی از جمله عواملی هستند که می‌توانند میان قیمت تابلو و قیمت نهایی معامله فاصله ایجاد کنند.بنابر این، اگر رقم ۱۲۰ هزار میلیارد تومان بر صدار سهام «فارس» از این مولفه‌ها تعیین شده باشد،مقایسه مستقیم آن بازارش بازار زمانی تولدبه‌تنهایی مبنای نتیجه‌گیری نهایی درباره معامله‌اشدابل‌بدهی اصلی، نه صرفاً تفاوت میان دو رقم، بلکه نبود اطلاعات کافی در مورد ارزش گذاری و اجزای تشکیل‌دهنده رقم ۱۲۰ هزار میلیارد تومان است. پرسش اصلی این است که رقم ۱۲۰ هزار میلیارد تومان دقیقاً به چه چیزی اشاره دارد و چگونه محاسبه شده‌است. آیا این عدد ارزش ۳۰۷۱ در صدار سهام «فارس» بازارش کل توافق را نشان می‌دهد؟ آیا ارزش گذاری بر اساس قیمت روز بازار انجام شده یا ارزش خالص دارایی‌های دو مجموعه مینا قرار گرفته‌است؟ آیا برای بلوک «فارس» به دلیل آثار مدیریتی احتمالی صرف جنگ‌اندازی در نظر گرفته شده‌است؟ آیا دارایی‌های غیر بورسی، بدهی‌ها، مطالبات یا تعهدات طرفین نیز در محاسبات لحاظ شده‌اند؟ موضوع مهم دیگر، وجود یا نبود گزارش کارشناسی مستقل برای تعیین ارزش دو بلوک است. در معاملات بزرگ و اثرگذار، انتشار خلاصه‌ای از روش ارزش گذاری و راز بازار سهامداران و سایر ذی‌نفعان الزامی کند.تاریخ مبنای ارزش گذاری نیز اهمیت زیادی دارد. ارزش بازار شرکت‌ها در طول زمان تغییر می‌کند.بنابر این مقایسه مبلغ کل توافق با قیمت سهام در یک روز مشخص، بدون اطلاع از تاریخ توافق، تاریخ ارزش گذاری و نحوه تعیین قیمت مرجع، نمی‌تواند تمام معامله را روشن کند.بر پرسش‌هایی که پاسخ آن‌هایی نتواند به‌هم‌ه‌ا را برطرف کند، برای ارزیابی اقتصادی این جابه‌جایی، روشن‌شدن چند موضوع ضروری به نظر می‌رسد: نخست اینکه شخصیت‌های حقوقی خریدار و فروشنده دقیقاً کدام مجموعه‌ها بوده‌اند و هر یک از طرفین در چه جایگاهی در توافق حضور داشته‌اند.دوم، تاریخ توافق و تاریخ مبنای ارزش گذاری است. زیرا بدون مشخص‌شدن این دو تاریخ، مقایسه قیمت معامله بازار با ارزش قابل اتکا نخواهد بود. سوم، باید مشخص شود، رقم ۱۲۰ هزار میلیارد تومان به ارزش کدام بخش از توافق مربوط است و آیا این رقم علاوه بر سهام مورد اشاره، دارایی‌ها، مطالبات و بدهی‌ها یا تعهدات دیگری را نیز شامل می‌شود. چهارم، روش تعیین ارزش دو بلوک، نحوه محاسبه آن، INAV میزان صرف یا تخفیف اعمال شده و گزارش‌های کارشناسی احتمالی باید روشن شود.

تعال

«تعال» وضعیت بورس‌ها را بررسی می‌کند

سبزپوشی دوباره بازار سهام

بورس تهران در آخرین روز کاری هفته توانست پس از چندروافت و افزایش فشار فروش، بار دیگر به‌مدل صعود بازگردد. شاخص‌های اصلی بازار در معاملات روز چهارشنبه سبزپوش شدند و افزایش تقاضا در بخش قابل توجهی از نمادها، فضای متفاوتی را نسبت به روزهای گذشته رقم زد. انتشار اخبار مثبت پیرامون مذاکرات ایران و آمریکا و سفر تیم ایرانی به نیویورک، در کنار افزایش قیمت دلار، از مهم‌ترین عواملی بود که در شکل‌گیری فضای مثبت معاملات نقش داشت. با این حال، رفتار بازار در طول روز نشان داد که فروشنندگان همچنان در سطوح فعلی فعال هستند و همین موضوع موجب شد شاخص کل بخشی از رشد ابتدایی خود را از دست بدهد. شاخص کل بورس تهران در پایان معاملات روز چهارشنبه اول مهر ۱۴۰۵ با افزایش ۸۹ هزار و ۴۲۷ واحدی به سطح ۱۵ میلیون و ۲۵۶ هزار و ۸۳۱ واحد رسید. شاخص کل در ابتدای معاملات شرایطی به مراتب صعودی‌تر داشت و در مقطعی بیش از ۹۰ هزار واحد رشد کرده بود، اما افزایش عرضه‌ها در برخی نمادها، توانست در پایان معاملات در محدوده رشد بیش از ۹۰ هزار واحدی ابتدایی روز قرار بگیرد. این رفتار شاخص از یک سونشاندهدن در گذشت بخشی از تقاضای او دست رفته به بازار است و از سوی دیگر نشان می‌دهد که در سطوح فعلی همچنان گروهی از معامله‌گران ترجیح می‌دهند بخشی از دارایی خود را به فروش برسانند و از رشد قیمت‌ها استفاده نکنند. در کنار شاخص کل، شاخص کل هموزن نیز روز مثبتی را پشت سر گذاشت. این شاخص با افزایش ۱۶ هزار و ۷۳۳ واحدی به یک میلیون و ۹۳۹ هزار و ۴۷ واحد رسید و رشد ۰٫۸۷ درصدی را ثبت کرد. اهمیت رشد شاخص هموزن در این است که این شاخص تصویری متفاوت از وضعیت کلی نمادهای بازار ارائه می‌کند. در شرایطی که شاخص کل می‌تواند تحت تأثیر حرکت چند سهم بزرگ و شاخص سبز تغییرات قابل توجهی داشته باشد، رشد شاخص هموزن نشان می‌دهد که روند مثبت معاملات محدود به چند نماد بزرگ نبوده‌است. به عبارت دیگر، در معاملات چهارشنبه بخش قابل توجهی از نمادهای کوچک و متوسط نیز در محدوده مثبت قرار گرفتند و همین موضوع موجب شد شاخص هموزن نیز در کنار شاخص کل رشد کند. البته فاصله میان رشد شاخص کل و هموزن همچنان نشان می‌دهد که سهم‌های بزرگ بازار نقش مهمی در رشد شاخص داشته‌اند، اما هم‌زمانی رشد دو شاخص اصلی را می‌توان یکی از نشانه‌های بهبود نسبی فضای معاملات در آخرین روز کاری هفته دانست. بررسی وضعیت نمادها در پایان معاملات نیز تصویر مثبتی از بازار ارائه می‌دهد. در پایان روز چهارشنبه، ۶۴۴ نماد در محدوده مثبت معامله شدند و ۱۲۱ نماد در محدوده منفی قرار گرفتند. همچنین تعداد صف‌های خرید به ۳۴۳ مورد رسید، در حالی که تنها ۲۴ نماد با صف فروش مواجه بودند. فاصله میان تعداد صف‌های خرید و صف‌های فروش یکی از مهم‌ترین نشانه‌های تر تقاضا در معاملات روز چهارشنبه بود. ارزش سفارش‌های خرید نیز در پایان بازار به ۱۰ هزار و ۵۷۱ میلیارد تومان رسید. در سمت مقابل، ارزش سفارش‌های فروش یک هزار و ۲۷۷ میلیارد تومان بود. این فاصله قابل توجه میان ارزش سفارش‌های خرید و فروش نشان می‌دهد که در پایان معاملات، حجم تقاضای بالقوه بازار همچنان به شکل محسوسی بیشتر از عرضه بوده‌است. در واقع، حتی با وجود افزایش عرضه در میانه معاملات، سمت تقاضا توانست در پایان روز تعادل بازار را با نفع خود حفظ کند. این موضوع در کنار تعداد بالای صف‌های خرید نشان می‌دهد

هیات دایوری بورس در پیچ حقوقی

ماجرای آیین رسیدگی به اختلافات در هیات دایوری بورس، به دیگر صرفاً یک اختلاف حقوقی بر سر یک ماده یا یک شیوه‌نامه نیست؛ این پرونده حالا پرسش مهم‌تری را پیش روی بازار سرمایه قرار داده‌است: مقرراتی که مقرراتی به چارچوب حل اختلافات تخصصی بازار را مشخص کنند، تا چه اندازه از استحکام حقوقی و ثبات لازم برخوردارند؟ بر اساس گزارش‌های دایوری بورس، هیات دایوری بازار سرمایه یکی از مهم در میان بورس، ساختار بازار سرمایه ایران است؛ نهادهای که برای رسیدگی به اختلافات حرفه‌ای میان فعالان این بازار شکل گرفته و قرار است در شرایطی که میان شاخص مرتبط با بازار اختلافی ایجاد می‌شود، مسیر مشخصی برای حل و فصل آن ارائه کند. از همین رو، نحوه تشکیل جلسات، فرآیند رسیدگی، صدور رأی و امکان اعتراض به تصمیمات این هیات، صرفاً موضوعاتی اداری یا آیین‌امای نیستند، بلکه مستقیماً با حقوق طرفین اختلاف ارتباط دارند.

بر اساس قانون بازار اوراق بهادار، هیات دایوری برای رسیدگی به اختلافات حرفه‌ای میان اشخاص فعال در بازار سرمایه تشکیل شده‌است. ماده ۳۶ قانون، تعداد هیات را مشخص کرده و ماده ۳۷ نیز ترکیب مسافره آن را تعیین می‌کند. بنابر این، آیین رسیدگی به اختلافات در این مرجع باید به گونه‌ای تنظیم شود که ضمن حفظ تخصص و سرعت رسیدگی، حقوق طرفین دعوا و امکان نظارت قانونی بر فرآیند رسیدگی نیز به‌شکل تضمین شود. با این حال، بررسی روند تغییرات مقررات مربوط به این هیات نشان می‌دهد که چارچوب حقوقی رسیدگی به اختلافات بازار سرمایه طی سال‌های اخیر با چالش‌هایی جدی مواجه بوده‌است؛ چالش‌هایی که نقطه مهم آن را می‌توان در ابطال ماده ۴۴ آیین رسیدگی به اختلافات در هیات دایوری قانون بازار اوراق بهادار جستجو کرد.

■ **ابطال ماده ۴۴: نخستین زنگ هشدار**
در سال ۱۴۰۲، هیات عمومی دیوان عدالت اداری ماده ۴۴ آیین رسیدگی به اختلافات در هیات دایوری قانون بازار اوراق بهادار، مصوب ۱۴ مرداد ۱۳۹۸، را داهیه. این ماده از آن جهت بود که بخشی از قواعد مربوط به نحوه رسمیت جلسات و صدور رأی هیات دایوری را مشخص می‌کرد و در عمل با موضوع حدود اعتراض به رأی این مرجع نیز ارتباط داشت. هیات عمومی دیوان عدالت اداری در رأی شماره ۱۵۳۳۸۵/۱، ابطال این ماده را مستند به بند یک ماده ۱۲ (ماده ۸۸ قانون دیوان عدالت اداری) اعلام کرد. اهمیت این رأی را نباید صرفاً در حذف یک ماده از مجموعه مقررات جستجو کرد. ماده ۴۴ بخشی از چارچوبی

تعال

پنجشنبه ۲ مهر ۱۴۰۵ | ۱۲ ربیع‌الثانی ۱۴۴۸ | سال سیزدهم | شماره ۳۴۱۸ | Thu, Sep 24, 2026

بازار سرمایه

ثبت رکورد عرضه‌های اولیه فرابورس در نیمه نخست سال

مدیرعامل فرابورس ایران گفت: در نیمه نخست سال جاری و در طول دوره پس از بازگشایی بازار، از ۲۹ اردیبهشت به این سو، فرابورس ایران میزبان ۱۳ عرضه اولیه سهام بود. این میزان عرضه که به‌رغم تعطیلی بیش از ۸۰ روزه بازار سهام به دلیل وقوع جنگ تحمیلی سوم محقق شد، رکورد تازه‌ای در انجام عرضه‌های اولیه فرابورس در نیمه نخست سال به‌شمار می‌آید.

محمدعلی شیرازی از عرضه اولیه ۱۳ شرکت در نیمه نخست سال ۱۴۰۵ خبر داد و گفت: در دوره ۴ ماهه پس از بازگشایی بازار سهام در ۲۹ اردیبهشت ۱۴۰۵ تا کنون، ۱۲ عرضه اولیه سهام در فرابورس ایران انجام شده‌است.

او تأکید کرد: علاوه بر عرضه اولیه سهام ۱۳ شرکت در نیمه نخست اسال، در آخرین روز معاملات شهر یورسل جاری نیز شاهد گشایش نماد شرکت کیمیا کالای زای «کیمزای» پس از ارتقا از بازار نوآفرین به بازار دوم فرابورس بودیم.

سلطه بخش مالی بر حقیقی تگرانی صنعت زدایی از اقتصاد

تسنیم | میثم ظهوریان عضو کمیسیون اقتصادی مجلس دوازدهم می‌گوید: رشد شاخص بورس تهران در چند هفته پس از بازگشایی اگرچه در نگاه اول می‌تواند متغیر اقتصادی مثبتی تلقی شود اما در حالی‌که می‌دهد که شاخص‌های بخش حقیقی هم به واسطه جنگ رمضان و هم سیاست‌های ارزی دولت که تا پاییز ۱۴۰۴ شروع به دو شوک مایه ختم شده، به شدت نامطلوب است.

یکی از چالش‌های مهم چشم‌انداز اقتصاد ایران، واگرایی بخش حقیقی و مالی و حتی سلطه بخش مالی بر بخش حقیقی اقتصاد است. بخش حقیقی شامل تولید کالا و خدمات، اشتغال، سرمایه‌گذاری واقعی و رشد پایدار است، در حالی‌که بخش مالی به بازارهای پول، سرمایه، بورس و ابزارهای مالی مربوط است. وقتی این دو بخش از هم واگرا می‌شوند، رشد مالی می‌تواند موهوم و حتی مخرب شود. تورم بالا (رسیدن تورم کل تا ۲۱ به ۸۰ درصد و تورم مواد غذایی از ۲۴ به ۱۲۵ درصد از شهریور ۱۴۰۳ تا کنون)، رشد اقتصادی با ضریب یا منفی (از جمله برآورد رشد اقتصادی منفی ۶ درصد در بخش صنعت در سال جاری) تحت تأثیر جنگ و شوک‌های ارزی سال گذشته، از جمله نشانه‌های وجود بحران در بخش حقیقی هستند.

در چنین شرایطی، صعود شاخص بازارهای مالی ناشی از ورود نقدینگی خارج شده از بخش حقیقی و جست‌وجوی پناهگاه در برابر شوک‌های سمت عرضه در اقتصاد ایران است تا بازتاب رونق قیمتی تولید، بسیاری از شرکت‌های بورسی با چالش‌های فروش، هزینه‌های فرایند و کاهش پهر دوری دست و پنجه نرم می‌کنند. اما قیمت سهام‌شان تحت تأثیر جو روزی و تزریق پول بازمی‌رود. پدیده «سلطه مالی» یا ظهور و رشد بخش مالی واگرای بخش حقیقی خطرناکی جدی برای اقتصاد ایران دارد که می‌یایست مورد ملاحظه جدی سهام‌گذاران قرار گیرد؛ اول، تخصصی‌ناکارآمدی منابع: سرمایه‌ها به جای ورود به تولید و فناوری و کمک به ایجاد ارزش افزوده واقعی، در معاملات ثانویه بورس گردش می‌کنند و موجب ایجاد حباب می‌شوند. دهم، تسخیر دیناربرری: سهامداران (به‌ویژه حقوقی‌ها و سرمایه‌گذاران بزرگ) سود بیشتری می‌برند، اما خانوارهای عادی با تورم‌رکود تولید مواجه‌اند یا حداقل فشار ناشی از تورم‌رکود سود حاصل از سرمایه‌های خود آنها به مراتب بیشتر است. نکته ۲: در صدار سهامداران بزرگ مالک ۹۳ درصد کل ارزش بازار سهام هستند.

سوم، آسیب به ثبات کلان: رشد مالی بدون پشتوانه حقیقی، در بلندمدت می‌تواند به بحران مالی ملی (مانند آنچه در برخی اقتصادهای در حال ظهور دیده شد) منجر شود. البته اصل رشد بازارهای مالی در اقتصاد ایران، رشد اقتصادی نیست؛ بلکه برای رونق اقتصادی، رشد تولید، اشتغال و رفاه (به‌ویژه حقوقی‌ها و سرمایه‌گذاران بزرگ) سود بیشتری می‌برند، اما خانوارهای عادی با تورم‌رکود تولید مواجه‌اند یا حداقل فشار ناشی از تورم‌رکود سود حاصل از سرمایه‌های خود آنها به مراتب بیشتر است. نکته ۲: در صدار سهامداران بزرگ مالک ۹۳ درصد کل ارزش بازار سهام هستند.

چهارم، صنعت زدایی از اقتصاد: تگرانی مهم دیگر، فرآیند صنعت زدایی (deindustrialization) در این سلطه مالی است. وقتی نقدینگی سرگردان به سمت بازارهای مالی، مستقل از بخش حقیقی و بازار دارایی‌های ثابت می‌شود، سرمایه‌گذاری ثابت در بخش صنعتی که موتور رشد بلندمدت اقتصاد است، کاهش می‌یابد. بررسی شاخص‌های اقتصادی نشان می‌دهد اقتصاد ایران در حال حرکت به سمت افول صنعتی است؛ رشد بخش صنعت کندو حاشیه‌پوش شدن بخش تولیدی کاهش یافته‌است و بسیاری از واحدهای صنعتی با چالش تأمین مالی، دسترسی پایدار به انرژی و رقابت نابرابر مواجه‌اند.

در چنین شرایطی با افزایش واگرایی بازارهای مالی از بخش حقیقی به جای توسعه کارخانه‌ها، فناوری و توسعه تأمین مالی، منابع مالی به سمت معاملات ثانویه بازار مالی و دارایی‌های غیرمولد می‌روند. این روند زود هنگام صنعت زدایی، اشتغال صنعتی را تهدید می‌کند، وابستگی به واردات و افزایش ظرفیت تولید واقعی را فرسایش می‌دهد. بورس می‌تواند موتور تأمین مالی باشد، نه تولید؛ جایگزین آن را، جلوی گریز از سلطه مالی، سیاست‌گذاران باید از طریق کیفیت بخشی به نقدینگی (هدایت اعتبار به بخش حقیقی)، حمایت از تولید (به ویژه در بخش‌های دارای ارزش افزوده بالا به جای خرید فزونی) از طریق مشورقت واقعی و برقریز هزینه کردن سفته‌بازی و دلالی در اقتصاد تعادل ایجاد کنند. رشد شاخص بورس اگرچه در نگاه اول خوشایند است، اما بدون رشد تولید، اشتغال و رفاه، تنها یک «پنه‌کج» از اقتصاد خواهد بود. اقتصاد ایران نیاز به همگرایی دو بخش دارد تا رشد پایدار و فراگیر محقق شود. تنها در این صورت، بازار سرمایه نه‌منبع تگرانی، بلکه ابزار توسعه واقعی خواهد بود.

آیا قواعد عمومی می‌توانند خلأ را پر کنند؟

یکی از حساس‌ترین بخش‌های بازار سرمایه قرار گیرد

باشد یا حال، باید توجه داشت که یک روز و روز پول به سهام به تنهایی برای نتیجه‌گیری درباره تغییر پایدار رفتار سرمایه‌گذاران کافی نیست و تلاوم این روند در روزهای آینده اهمیت بیشتری خواهد داشت.

رشد ارزش معاملات بازار

حجم معاملات بازار نیز در روز چهارشنبه قابل توجه بود. در این روز حدود ۷۷ میلیارد دسهم معامله شد و ارزش معاملات به ۴۴ هزار و ۹۸۵ میلیارد تومان رسید. سرانه خرید در معاملات این روز ۹۷ میلیون تومان بود، در حالی که سرانه فروش به ۶۹ میلیون تومان رسید. بنابر این، از نظر سرانه نیز سمت خرید بر تر ی محسوسی نسبت به فروش داشت. قدرت خرید نیز به عدد ۱٫۴ رسید. این شاخص نشان می‌دهد که قدرت خریداران حقیقی در مقایسه با فروشنده‌گان در معاملات روز چهارشنبه بیشتر بوده‌است. ترکیب حجم و ارزش معاملات، سرانه خرید و فروش و قدرت خرید، در کنار تعداد نمادهای مثبت و صف‌های خرید، مجموعه‌ای از نشانه‌ها در اختیار معامله‌گران قرار می‌دهد که در کوتاه‌مدت تقاضا در پایان هفته حکایت‌دار دالبته افزایش تقاضا به تنهایی نمی‌تواند به معنای آغاز یک روند صعودی پایدار تلقی شود. برای قضاوت درباره ادامه مسیر بازار، باید دید این جریان تقاضا در روزهای معاملاتی آینده نیز ادامه خواهد داشت یا یکی از مهم‌ترین اتفاقات معاملات روز چهارشنبه، تغییر مسیر جریان نقدینگی بود. بر اساس آمار معاملات، سهام، حق تقدم و صندوق‌های سهامی در مجموع با ورود یک هزار و ۱۷۷ میلیارد تومان پول مواجه شدند و دیوان میزان نقدینگی به‌بخش سهامی بازار در شرایطی اتفاق افتاد که شاخص‌های اصلی نیز رشد کردند و تعداد صف‌های خرید افزایش یافت. بنابر این جریان پول در کنار سایر متغیرهای معاملاتی، تصویر مثبتی از رفتار بازار سرمایه‌گذاران در آخرین روز هفته ارائه می‌کند. در سمت مقابل، صندوق‌های درآمد ثابت با خروج یک هزار و ۵۳۰ میلیارد تومان پول مواجه شدند. این اتفاق از آن جهت مورد توجه قرار می‌گیرد که صندوق‌های درآمد ثابت معمولاً در دوره‌هایی که ریسک بازار سهام افزایش پیدا می‌کند، یکی از مقصدهای مهم نقدینگی هستند. در معاملات چهارشنبه‌ها، بخشی از این نقدینگی از صندوق‌های درآمد ثابت خارج و به سمت سهام، حق تقدم و صندوق‌های سهامی حرکت کرد. مدل اقتصادشناسی در این تصمیم‌گیری در درباره نحوه برخورد با تهران قرار دارد. این اظهارات در شرایطی

از سرمایه‌گذاران برای پذیرش ریسک بیشتر در بازار سهام

■ **اظهارات ترامپ درباره گفت‌وگو با ایران**
تحولات سیاسی میان تهران و واشنگتن در بازارهای جهانی نیز مورد توجه قرار داشت. دونالد ترامپ، رییس‌جمهور آمریکا روز سشنه اعلام کرد که مقامات آمریکایی و ایرانی در حالیه نشست سالانه مجمع عمومی سازمان ملل متحد در نیویورک، حدود سه ساعت با یکدیگر دیدار کردند.

ترامپ این گفت‌وگو «پلیدی را بسیار خوب» توصیف کرد. او همچنین پیش‌تر در سخنرانی خود در سازم جهانی، گفته بود که در برابر تصمیمی بزرگ در درباره نحوه برخورد با تهران قرار دارد. این اظهارات در شرایطی و ما موریات آن رسیدگی تخصصی به اختلافاتی است که در بستر بازار سرمایه شکل می‌گیرد. اختلافات میان کارگزار و مشتری، ناشی و سایر اشخاص مرتبط، با اختلافات حرفه‌ای میان فعالان بازار، ممکن است از نظر موضوعی تفاوت‌های قابل توجهی با دعاوی عمومی داشته باشند. به همین دلیل، نیاز قانون‌گذار، سازوکار خاصی برای رسیدگی به این اختلافات پیشینی کرده‌است. سازوکاری دیگر، در شرایط اخیر درباره حایگاه حقوقی هیات دایوری، حدود صلاحیت آن و نحوه نظارت بر آرای این مرجع نیز مباحث حقوقی مختلفی مطرح شده‌است. صدور آرای قضایی درباره اختلافات هیات دایوری برای رسیدگی به اعتراضات نسبت به آرای هیات دایوری نیز نشان می‌دهد که موضوع نظارت بر این مرجع، خود دارای ابعاد حقوقی قابل توجهی است. در چنین شرایطی، وجود یک چارچوب روشن برای ابته ابطال یک مقرره به تنهایی نمی‌تواند دلیلی برای باید باندگاری وارد یک اختلاف حقوقی شده، چه فرآیند اداری در انتظار اوست، مرجع رسیدگی چه حدود اختیاری دارد، رأی چگونه صادر می‌شود و در صورت اعتراض، چه مسیر قانونی برای پیگیری وجود خواهد داشت.

■ **مساله فقط حقوقی نیست**
پای پیش‌بینی پذیرد در میان است بی‌ثباتی در مقررات حل اختلاف را می‌توان نام صرفاً یک موضوع تخصصی برای حقوق‌دانان دانست؛ یکی از مهم‌ترین الزامات هر محیط اقتصادی، پیش‌بینی پذیرد قواعد بازی است. سررمایه‌گذار، ناشر، کارگزار، بازارگردان، مشاور سرمایه‌گذاری و سایر فعالان بازار باید بتوانند بر مبنای مقررات موجود تصمیم بگیرند. اگر در زمان بروز اختلاف، خود چارچوب رسیدگی یا بهایم، تغییر یا چالش حقوقی مواجه باشند، بخشی از این پیش‌بینی پذیرد از بین می‌رود. البته ابطال یک مقرره به تنهایی نمی‌تواند دلیلی برای ارزیابی کلی عملکرد بانه کارشناسی یا حقوقی یک نهاد باشد. هر مصوبه باید بر اساس متن و استدلال رأی قضایی مربوط به همان مصوبه بررسی شود و نمی‌توان اتفاقی غیر عادی نیست با این حال، زمانی که تغییرات ابطال‌ها به حوزه‌های می‌شوند که مستقیماً با حقوق اشخاص و اعتبار آرای یک مرجع حل اختلاف ارتباط دارد، موضوع اهمیت بیشتری پیدا می‌کند.

■ **هیات دایوری: مرجع عادی نیست**
هیات دایوری بازار سرمایه یک مرجع عادی و عمومی برای حل اختلافات نیست. این نهاد با توجه به ویژگی‌های بازار سرمایه و پیچیدگی روابط میان فعالان این بازار ایجاد شده و مقررات جست‌وجو کرد. ماده ۴۴ بخشی از چارچوبی



که معامله‌گران در آخرین روز هفته تمایل بیشتری برای ورود یا ماندن در سمت خرید داشته‌اند.

رشد ارزش معاملات بازار

حجم معاملات بازار نیز در روز چهارشنبه قابل توجه بود. در این روز حدود ۷۷ میلیارد دسهم معامله شد و ارزش معاملات به ۴۴ هزار و ۹۸۵ میلیارد تومان رسید. سرانه خرید در معاملات این روز ۹۷ میلیون تومان بود، در حالی که سرانه فروش به ۶۹ میلیون تومان رسید. بنابر این، از نظر سرانه نیز سمت خرید بر تر ی محسوسی نسبت به فروش داشت. قدرت خرید نیز به عدد ۱٫۴ رسید. این شاخص نشان می‌دهد که قدرت خریداران حقیقی در مقایسه با فروشنده‌گان در معاملات روز چهارشنبه بیشتر بوده‌است. ترکیب حجم و ارزش معاملات، سرانه خرید و فروش و قدرت خرید، در کنار تعداد نمادهای مثبت و صف‌های خرید، مجموعه‌ای از نشانه‌ها در اختیار معامله‌گران قرار می‌دهد که در کوتاه‌مدت تقاضا در پایان هفته حکایت‌دار دالبته افزایش تقاضا به تنهایی نمی‌تواند به معنای آغاز یک روند صعودی پایدار تلقی شود. برای قضاوت درباره ادامه مسیر بازار، باید دید این جریان تقاضا در روزهای معاملاتی آینده نیز ادامه خواهد داشت یا یکی از مهم‌ترین اتفاقات معاملات روز چهارشنبه، تغییر مسیر جریان نقدینگی بود. بر اساس آمار معاملات، سهام، حق تقدم و صندوق‌های سهامی در مجموع با ورود یک هزار و ۱۷۷ میلیارد تومان پول مواجه شدند و دیوان میزان نقدینگی به‌بخش سهامی بازار در شرایطی اتفاق افتاد که شاخص‌های اصلی نیز رشد کردند و تعداد صف‌های خرید افزایش یافت. بنابر این جریان پول در کنار سایر متغیرهای معاملاتی، تصویر مثبتی از رفتار بازار سرمایه‌گذاران در آخرین روز هفته ارائه می‌کند. در سمت مقابل، صندوق‌های درآمد ثابت با خروج یک هزار و ۵۳۰ میلیارد تومان پول مواجه شدند. این اتفاق از آن جهت مورد توجه قرار می‌گیرد که صندوق‌های درآمد ثابت معمولاً در دوره‌هایی که ریسک بازار سهام افزایش پیدا می‌کند، یکی از مقصدهای مهم نقدینگی هستند. در معاملات چهارشنبه‌ها، بخشی از این نقدینگی از صندوق‌های درآمد ثابت خارج و به سمت سهام، حق تقدم و صندوق‌های سهامی حرکت کرد. مدل اقتصادشناسی در این تصمیم‌گیری در درباره نحوه برخورد با تهران قرار دارد. این اظهارات در شرایطی

هیات دایوری بورس در پیچ حقوقی

ماجرای آیین رسیدگی به اختلافات در هیات دایوری بورس، به دیگر صرفاً یک اختلاف حقوقی بر سر یک ماده یا یک شیوه‌نامه نیست؛ این پرونده حالا پرسش مهم‌تری را پیش روی بازار سرمایه قرار داده‌است: مقرراتی که مقرراتی به چارچوب حل اختلافات تخصصی بازار را مشخص کنند، تا چه اندازه از استحکام حقوقی و ثبات لازم برخوردارند؟ بر اساس گزارش‌های دایوری بورس، هیات دایوری بازار سرمایه یکی از مهم در میان بورس، ساختار بازار سرمایه ایران است؛ نهادهای که برای رسیدگی به اختلافات حرفه‌ای میان فعالان این بازار شکل گرفته و قرار است در شرایطی که میان شاخص مرتبط با بازار اختلافی ایجاد می‌شود، مسیر مشخصی برای حل و فصل آن ارائه کند. از همین رو، نحوه تشکیل جلسات، فرآیند رسیدگی، صدور رأی و امکان اعتراض به تصمیمات این هیات، صرفاً موضوعاتی اداری یا آیین‌امای نیستند، بلکه مستقیماً با حقوق طرفین اختلاف ارتباط دارند.

بر اساس قانون بازار اوراق بهادار، هیات دایوری برای رسیدگی به اختلافات حرفه‌ای میان اشخاص فعال در بازار سرمایه تشکیل شده‌است. ماده ۳۶ قانون، تعداد هیات را مشخص کرده و ماده ۳۷ نیز ترکیب مسافره آن را تعیین می‌کند. بنابر این، آیین رسیدگی به اختلافات در این مرجع باید به گونه‌ای تنظیم شود که ضمن حفظ تخصص و سرعت رسیدگی، حقوق طرفین دعوا و امکان نظارت قانونی بر فرآیند رسیدگی نیز به‌شکل تضمین شود. با این حال، بررسی روند تغییرات مقررات مربوط به این هیات نشان می‌دهد که چارچوب حقوقی رسیدگی به اختلافات بازار سرمایه طی سال‌های اخیر با چالش‌هایی جدی مواجه بوده‌است؛ چالش‌هایی که نقطه مهم آن را می‌توان در ابطال ماده ۴۴ آیین رسیدگی به اختلافات در هیات دایوری قانون بازار اوراق بهادار جستجو کرد.

■ **ابطال ماده ۴۴: نخستین زنگ هشدار**
در سال ۱۴۰۲، هیات عمومی دیوان عدالت اداری ماده ۴۴ آیین رسیدگی به اختلافات در هیات دایوری قانون بازار اوراق بهادار، مصوب ۱۴ مرداد ۱۳۹۸، را داهیه. این ماده از آن جهت بود که بخشی از قواعد مربوط به نحوه رسمیت جلسات و صدور رأی هیات دایوری را مشخص می‌کرد و در عمل با موضوع حدود اعتراض به رأی این مرجع نیز ارتباط داشت. هیات عمومی دیوان عدالت اداری در رأی شماره ۱۵۳۳۸۵/۱، ابطال این ماده را مستند به بند یک ماده ۱۲ (ماده ۸۸ قانون دیوان عدالت اداری) اعلام کرد. اهمیت این رأی را نباید صرفاً در حذف یک ماده از مجموعه مقررات جستجو کرد. ماده ۴۴ بخشی از چارچوبی

■ **هیات دایوری: مرجع عادی نیست**
هیات دایوری بازار سرمایه یک مرجع عادی و عمومی برای حل اختلافات نیست. این نهاد با توجه به ویژگی‌های بازار سرمایه و پیچیدگی روابط میان فعالان این بازار ایجاد شده و مقررات جست‌وجو کرد. ماده ۴۴ بخشی از چارچوبی