اخبار

تایید صلاحیت سازمان بورس در وضع مقررات مربوط به کمیته‌های تخصصی ناشران

سید مهدی موسوی خوشدل) گفت: «دیوان عدالت اداری با تأیید صلاحیت سازمان بورس و اوراق بهادار در وضع مقررات مربوط به کمیته‌های تخصصی، به چالش‌های حقوقی اخیر پیرامون ماده ۱۴ دستورالعمل حاکمیت شرکتی پایان داد. هیات تخصصی اداری و امور عمومی به درخواست ابطال ماده ۱۴ دستورالعمل حاکمیت شرکتی (مصوب ۱۸ مهر ۱۴۰۱ هیات‌مدیره سازمان بورس) رسیدگی و بر اساس دادنامه صادر شده، دعوی مذکور با تکیه بر اسناد بالادستی، رد شد.»

مدیر امور حقوقی و انتظامی سازمان بورس و اوراق بهادار توضیح داد: «این پرونده که با استناد به مغایرت‌های ادعایی با قانون تجارت مطرح شده بود، پس از رسیدگی در هیات تخصصی دیوان عدالت اداری، با تأکید بر ضرورت «اصلاح نهادی حاکمیت شرکتی» منتهی به صدور رأی رد شکایت شد.»

موسوی خوشدل تاکید کرد: «لزوم تشکیل کمیته‌های «حسابرسی»، «انتصابات» و «ریسک» هم‌سو با اهداف کلان اقتصادی نظیر استفاده بهینه از منابع، ارتقای شفافیت و پاسخگویی، استقرار نظام صحیح کنترل‌های داخلی و امکان ارزیابی دقیق عملکرد برای سهامداران بوده و نمی‌توان آن را با استناد به تفاسیر مضیق از سایر قوانین، نادیده گرفت.» موسوی خوشدل با بیان اینکه نکته کلیدی در استدلال قضات دیوان، ارجاع به ریشه‌های قانونی و تکالیف توسعه‌ای سازمان بورس و اوراق بهادار است، گفت: «مرجع قضایی در دادنامه مربوط، تدوین دستورالعمل حاکمیت شرکتی را نه یک اقدام سلیقه‌ای، بلکه وظیفه‌ای ناشی از حکم صریح بند «ح» ماده ۴ قانون برنامه ششم توسعه دانست.» او افزود: «همچنین با تکیه بر اختیاراتِ حاصل از بندهای ۲، ۳، ۷، ۸ و ۱۱ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، صلاحیت تنظیم‌گری سازمان بورس پذیرفته شده و مورد تأکید قرار گرفته است.» مدیر امور حقوقی و انتظامی سازمان بورس تأکید کرد: «اهمیت و پیام این تصمیم تنها در مختومه شدن یک پرونده حقوقی نیست؛ بلکه با صدور این رأی، نقشه راه شفاف‌تری پیش روی ناشران قرار گرفته و مسیر برای نظارت دقیق‌تر بر ارکان شرکت‌ها هموار شده است.»

ابلاغ دستورالعمل جدید رسیدگی به تخلفات پولشویی در بازار سرمایه

فردین فتاحی، در دوره آموزشی «آشنایی با قوانین و مقررات مبارزه با پولشویی و تأمین مالی تروریسم با هدف شناسایی و رسیدگی به تخلفات این حوزه» با اشاره به تکالیف تعیین‌شده در برنامه اقدام ایران، گفت: پس از تصویب آیین‌نامه اجرایی در هیات وزیران در سال ۱۳۹۸ و تدوین سند ملی ارزیابی ریسک، برنامه اقدام ایران در حوزه مبارزه با پولشویی و تأمین مالی تروریسم تدوین و از ابتدای اردیبهشت ۱۴۰۴ برای دستگاه‌های ذی‌ربط لازم‌الاجرا شد.

رییس مرکز مبارزه با پولشویی و تأمین مالی تروریسم سازمان بورس و اوراق بهادار، با بیان اینکه حدود ۴۱ دستگاه در این برنامه دارای تکلیف هستند، افزود: سازمان بورس و اوراق بهادار با ۱۰۳ تکلیف، از نظر تعداد تکالیف، سومین دستگاه دارای بیشترین تکلیف در این برنامه است. این تکالیف علاوه بر خود سازمان، نهادها و ارکان بازار سرمایه را نیز در بر می‌گیرد و پیگیری اجرای آنها در دستور کار قرار دارد. فتاحی با اشاره به اصلاحات آیین‌نامه مبارزه با پولشویی که در ۲۷ مهر ۱۴۰۴ ابلاغ شد، اعلام کرد: بر اساس تبصره ۲ ماده ۴۱ این آیین‌نامه، تدوین دستورالعمل رسیدگی به تخلفات حوزه مبارزه با پولشویی در دستور کار قرار گرفت. این دستورالعمل در ماه‌های گذشته با مشارکت ارکان، کانون‌ها و مدیریت‌های مرتبط در کمیته تدوین بررسی و نهایی شد؛ همچنین پس از تأیید مرکز اطلاعات مالی، در ۲۰ مهر امسال به تصویب شورای عالی بورس رسید. او افزود: با توجه به محدودیت‌های قانونی و ضرورت تعیین سازوکار رسیدگی به تخلفات در بازار سرمایه، تصویب این دستورالعمل گام مهمی در ایجاد ضمانت اجرا برای الزامات حوزه مبارزه با پولشویی و تامین مالی تروریسم بوده و نحوه برخورد با موارد رعایت نشدن مقررات به‌شمار می‌رود. این دستورالعمل پس از ابلاغ رسمی از دبیرخانه شورای عالی بورس، به ارکان و نهادهای مالی ابلاغ خواهد شد.

رییس مرکز مبارزه با پولشویی و تأمین مالی تروریسم سازمان بورس با تأکید بر ضرورت آشنایی واحدهای نظارتی و بازرسی با مفاد این دستورالعمل گفت: در برنامه اقدام ایران، موضوع آموزش مراکز نظارت، بازرسی و هیات‌های رسیدگی به تخلفات دستگاه‌ها پیش‌بینی شده است. بر همین اساس، دوره آموزشی حاضر با هدف تبیین مبانی قانونی، الزامات اجرایی و نحوه رسیدگی به تخلفات برگزار شده است تا واحدهای نظارتی سازمان و ارکان بازار سرمایه بتوانند وظایف خود را با دقت بیشتری انجام بدهند.

فتاحی ادامه داد: بورس‌ها نیز مکلف شده‌اند در جریان بازرسی از کارگزاری‌ها، رعایت قوانین و مقررات حوزه مبارزه با پولشویی را بررسی کنند. بر همین اساس، چک‌لیست‌های بازرسی مرتبط با این حوزه در حال به‌روزرسانی است و پس از اعمال اصلاحات، ابلاغ خواهد شد. او با اشاره به رویکرد پیش‌بینی‌شده در دستورالعمل برای مواجهه با تخلفات احتمالی تاکید کرد: در مرحله نخست، موارد رعایت نشدن الزامات احصا و برنامه اصلاحی با تعیین مهلت مشخص به موسسه مالی ابلاغ می‌شود. در صورتی که نهاد مربوط در مهلت تعیین‌شده نسبت به اجرای برنامه اصلاحی اقدام نکند، فرآیند ثبت تخلف و پیگیری‌های قانونی در دستور کار قرار خواهد گرفت. رییس مرکز مبارزه با پولشویی و تأمین مالی تروریسم سازمان بورس اعلام کرد: این رویکرد با هدف فراهم کردن فرصت اصلاح برای نهادهای مالی و در عین حال اطمینان از اجرای مقررات اتخاذ شده است؛ با این حال، اجرای الزامات قانونی و پیگیری موارد رعایت نشدن مقررات ضروری است.

فتاحی با تأکید بر اهمیت مستندسازی اقدامات نظارتی گفت: گزارش موارد رعایت نشدن الزامات باید از سوی بورس‌ها و مدیریت‌های مربوط به مرکز منعکس شود تا امکان ابلاغ برنامه اصلاحی، پیگیری اجرای آن و در صورت لزوم، ثبت تخلف فراهم شود. مستندات مربوط به اجرای دستورالعمل و احکام صادرشده نیز در ارزیابی اقدامات کشور در چارچوب برنامه اقدام جمهوری اسلامی ایران اهمیت دارد.

«تعادل» وضعیت صندوق‌های بازار سرمایه را بررسی می‌کند

چرا حباب منفی صندوق‌های اهرمی عمیق‌تر شد؟

طی چند ماه گذشته صندوق‌های اهرمی حواشی بسیاری زیادی داشتند و در ادامه این شرایط شاهد آن هستیم که این صندوق‌ها با حباب منفی بسیار سنگین مواجه شده‌اند. بررسی‌ها نشان می‌دهد که حباب منفی برخی صندوق‌های اهرمی به محدوده ۲۰ تا ۲۵ درصد رسیده است. صندوق «اهرم» با حباب منفی ۲۵.۱۵ درصدی در صدر این فهرست قرار دارد و پس از آن صندوق‌های «توان» و «شتاب» به ترتیب با حباب منفی ۲۴.۲۷ و ۲۳.۶ درصدی قرار گرفته‌اند. همچنین ۸ صندوق از مجموع ۹ صندوق بررسی‌شده، با حباب منفی بیش از ۱۸ درصد مواجه‌اند؛ موضوعی که نشان می‌دهد فاصله قیمت تابلو با ارزش خالص دارایی‌ها، دیگر صرفا به نوسانات محدود یک یا دو صندوق مربوط نمی‌شود.

تداوم این وضعیت در حالی است که سازمان بورس حدودا یک ماه و نیم پیش با ارسال نامه‌ای به مدیران صندوق‌های اهرمی، خواستار کاهش فاصله قیمت بازار با NAV شده بود. با این حال، بازگشت حباب منفی به سطوح بالا نشان می‌دهد اقدامات انجام‌شده تاکنون نتوانسته‌اند به اصلاحی پایدار منجر شوند. اکنون این پرسش مطرح است که چرا باوجود تذکر نهاد ناظر و آغاز برخی اقدامات از سوی مدیران صندوق‌ها، شکاف میان ارزش دارایی‌ها و قیمت معاملاتی واحدها همچنان پابرجاست؟

در شرایط عادی، انتظار می‌رود قیمت معاملاتی واحدهای صندوق به ارزش خالص دارایی‌های آن نزدیک باشد. زمانی که قیمت بازار پایین‌تر از NAV قرار می‌گیرد، حباب منفی شکل می‌گیرد. در چنین شرایطی، سرمایه‌گذار واحدهای صندوق را با قیمتی کمتر از ارزش خالص دارایی‌های منتسب به آن خریداری می‌کند. البته وجود تخفیف به‌تنهایی به معنای ارزندگی قطعی نیست؛ زیرا میزان ریسک، شرایط بازار، نقدشوندگی و انتظارات سرمایه‌گذاران نیز در تعیین قیمت نقش دارند.

مشکل زمانی جدی‌تر می‌شود که این فاصله برای مدتی طولانی باقی بماند و در چندین صندوق به‌صورت هم‌زمان مشاهده شود. در چنین وضعیتی، نمی‌توان تمام مساله را به رفتار مقطعی معامله‌گران یا افت‌وخیز روزانه قیمت‌ها نسبت داد. تداوم حباب منفی سنگین می‌تواند نشانه‌ای از وجود موانع ساختاری در سازوکار معاملات، بازارگردانی و تعادل عرضه و تقاضا باشد.

بررسی‌ها نشان می‌دهد که حتی در مقاطعی، حباب منفی صندوق‌هایی مانند «اهرم» و «جهش» به محدوده ۲۱ درصد رسیده بود، در حالی که این میزان برای «پیشران» حدود ۸ درصد گزارش می‌شد. در ادامه، باوجود اقداماتی که برای کاهش شکاف قیمتی انجام شد، اطلاعات جدید از عمیق‌تر شدن تخفیف برخی صندوق‌ها حکایت دارد؛ بنابراین، مساله اصلی صرفا شکل‌گیری حباب منفی نیست، بلکه ناتوانی سازوکارهای موجود در جلوگیری از تداوم و بازگشت آن است.

نامه سازمان بورس به مدیران صندوق‌ها

در واکنش به افزایش فاصله قیمت بازار با NAV، سازمان بورس در تاریخ ۱۶ شهریورماه به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اهرمی نامه ارسال کرد و از مدیران آنها خواست برای کاهش این فاصله اقدام کنند.

بر اساس موارد مطرح‌شده در این نامه، ادامه وضعیت موجود می‌توانست پیامدهایی برای مدیران صندوق‌ها به همراه داشته باشد؛ از جمله بازنگری در کارمزدها و بررسی‌نشدن درخواست افزایش ظرفیت صندوق در کمیته مربوطه. به‌این‌ترتیب، نهاد ناظر تلاش کرد با استفاده از ابزارهای نظارتی و ایجاد انگیزه برای مدیران، زمینه نزدیک‌شدن قیمت معاملاتی واحدها به ارزش خالص دارایی‌ها را فراهم کند.

پس از این نامه موضوع نحوه مداخله صندوق‌ها برای کاهش حباب منفی موردتوجه قرار گرفت.

یکی از راهکارهایی که مدیران صندوق‌ها مطرح کردند، خرید واحدهای صندوق از تابلوی معاملات و سپس ابطال آنها بود. در این روش، صندوق بخشی از واحدهای معامله‌شده در بازار را خریداری می‌کند و با ابطال آنها، تعداد واحدهای موجود را کاهش می‌دهد. منطق این روش آن است که کاهش تعداد واحدهای موجود در بازار بتواند بر تعادل عرضه و تقاضا اثر بگذارد و به تعدیل فاصله قیمت معاملاتی با NAV کمک کند. با این حال، اجرای چنین راهکاری به منابع مالی، وضعیت دارایی‌های صندوق و امکان مدیریت پیامدهای ابطال وابسته است. به همین دلیل، خرید و ابطال واحدها لزوما به معنای ازبین‌رفتن حباب منفی نیست و اثربخشی آن به شرایط کلی بازار نیز بستگی دارد.

چرا ابطال واحدها نتوانست حباب منفی را از بین ببرد؟

بررسی‌های منتشرشده تا ۱۷ مهرماه نشان می‌داد که باوجود آغاز اقداماتی برای ابطال واحدها، بیشتر صندوق‌های اهرمی همچنان با حباب منفی قابل‌توجهی معامله می‌شدند. در آن مقطع، به‌جز صندوق‌هایی مانند «پیشران» و «دوایکس» که حباب آنها در محدوده ۷ تا ۱۰ درصد گزارش شده بود، حباب منفی سایر صندوق‌ها در حوالی ۲۰ درصد قرار داشت. این وضعیت نشان می‌داد که اقدامات انجام‌شده توانسته‌اند تا حدی از تشدید شکاف قیمتی جلوگیری کنند، اما برای اصلاح کامل آن کافی نبوده‌اند. داده‌های جدید نیز از ادامه این مشکل حکایت دارند؛ به‌طوری که حباب منفی «اهرم» به ۲۵.۱۵ درصد رسیده و «توان» و «شتاب» نیز به ترتیب حباب منفی ۲۴.۲۷ و ۲۳.۶ درصدی را تجربه کرده‌اند.

یکی از موانعی که در توضیح این وضعیت مطرح می‌شود، محدودیت دامنه نوسان است. در شرایطی که قیمت واحدهای صندوق در بازار با سرعت بیشتری نسبت به ارزش دارایی‌های آن تغییر می‌کند، محدودیت دامنه نوسان می‌تواند تعدیل قیمت را به فرایندی زمان‌بر تبدیل کند. در نتیجه، حتی اگر فشار عرضه یا تقاضا تغییر کند، قیمت تابلو ممکن است نتواند در کوتاه‌مدت به سطح متناسب با NAV برسد. عامل دیگر، وضعیت بازارگردانی این صندوق‌هاست. بازارگردان در صورت برخورداری از منابع و سازوکارهای مناسب، می‌تواند با ایفای نقش در سمت خریدوفروش، به بهبود نقدشوندگی و کاهش اختلال در معاملات کمک کند. با این حال، اگر ظرفیت بازارگردانی متناسب با شرایط معاملاتی نباشد، انتظار نمی‌رود صرفا با صدور بخشنامه یا نامه نظارتی، فاصله قیمت و NAV به سرعت از بین برود.

در کنار این عوامل، شرایط عمومی بازار سرمایه نیز اهمیت دارد. ریسک‌های ژئوپلیتیک، نگرانی‌های سرمایه‌گذاران و رقابت بازار سهام با گزینه‌های سرمایه‌گذاری کم‌ریسک‌تر می‌توانند بر میزان تقاضا برای واحدهای صندوق‌های اهرمی اثر بگذارند.

در تحلیل‌های مطرح‌شده درباره این صندوق‌ها، از شکل‌گیری صرف ریسک قابل توجه، حتی در محدوده ۲۰ درصد، به عنوان یکی از عوامل احتمالی اثرگذار بر قیمت بازار یاد شده است. با این حال، نمی‌توان این رقم را بدون بررسی دقیق‌تر، معادل سهم قطعی هر عامل در حباب منفی دانست.

ترکیب دارایی‌ها در صندوق

بررسی ترکیب دارایی صندوق‌های اهرمی نشان می‌دهد که سهام شرکت‌های بزرگ بورسی، به‌ویژه شرکت ملی صنایع مس ایران با نماد «فملی» در پرتفوی چند صندوق حضور دارد. در کنار این نماد، سهام شرکت‌های پالایشی، هلدینگی و سرمایه‌گذاری نیز بخش قابل توجهی از دارایی برخی صندوق‌ها را تشکیل می‌دهند.

در صندوق «اهرم»، فملی با سهم ۱۳.۴۶ درصدی در صدر ترکیب اعلام‌شده قرار دارد. پس از آن، «وغدیر» با ۵.۵۵ درصد و «شپنا» با ۴.۲۶ درصد دیده می‌شوند. در صندوق «توان»، سهم فملی ۹.۶۶ درصد است و وغدیر با ۹.۳۴ درصد و شپنا با ۷.۸۲ درصد در رتبه‌های بعدی قرار دارند.

در صندوق «دوایکس»، فملی ۱۵.۱۲ درصد از ترکیب دارایی‌ها را به خود اختصاص داده و «فولاد» با ۶.۶۳ درصد و «تاپیکو» با ۵.۴۶ درصد دیگر دارایی‌های عمده اعلام‌شده این صندوق هستند. در صندوق «جهش» نیز سهم فملی به ۸.۹۸ درصد می‌رسد؛ در حالی که شپنا با ۵.۷۹ درصد و «شستا» با ۴.۱۹ درصد در ترکیب دارایی‌های آن حضور دارند. در صندوق «شتاب»، «وغدیر» با سهم ۶.۸۴ درصدی، فملی با ۶.۸۱ درصد و شپنا با ۶.۸۰ درصد از دارایی‌های عمده اعلام‌شده هستند. صندوق «بیدار» نیز ۱۰.۴۱ درصد از دارایی‌های خود را به فملی اختصاص داده است. «دعبید» با ۷.۳۹ درصد و «شتران» با ۶.۱۹ درصد دیگر نمادهای اصلی این صندوق هستند. در صندوق «موج»، ترکیب دارایی‌ها متفاوت است و «تاصیکو» با ۱۳.۰۳ درصد، فملی با ۱۰.۷۳ درصد و «وخارزم» با ۱۰.۴۰ درصد در میان دارایی‌های عمده قرار دارند. در صندوق «نارنج اهرم» نیز «کالا» با سهم ۱۲.۹۵ درصدی، دعبید با ۱۱.۹۸ درصد و «افق» با ۹.۳۱ درصد از دارایی‌های اصلی اعلام‌شده به شمار می‌روند.

در مقابل، ترکیب صندوق «پیشران» تفاوت‌هایی با صندوق‌هایی دارد که سهم بیشتری از دارایی آنها به سهام شرکت‌های بورسی اختصاص‌یافته است؛ به‌طوری که ۲۰ درصد از دارایی این صندوق به اوراق تأمین مالی عالیس اختصاص دارد. این اطلاعات نشان می‌دهد برخی نمادها، به‌ویژه فملی، در پرتفوی چند صندوق اهرمی تکرار شده‌اند. با این حال، تفاوت در ترکیب دارایی‌ها، وزن هر نماد و سایر ویژگی‌های پرتفوی باید در کنار عوامل معاملاتی بررسی شود. صرف حضور یک سهم در چند صندوق، به‌تنهایی توضیح‌دهنده تفاوت حباب منفی میان آنها نیست.

چرا بزرگی صندوق‌ها کافی نیست؟

بررسی‌ها نشان می‌دهد مجموع دارایی تحت مدیریت صندوق‌های مورد بررسی تا ۱۹ مهرماه به حدود ۸۲ همت رسیده است. این رقم نشان‌دهنده مقیاس قابل‌توجه صندوق‌های اهرمی در بازار سرمایه است؛ با این حال، حجم بالای دارایی‌ها نتوانسته مانع شکل‌گیری یا تداوم حباب منفی در بخش عمده این صندوق‌ها شود.

دارایی تحت مدیریت با توان صندوق برای حمایت از قیمت معاملاتی واحدهای خود یکسان نیست. صندوقی که پرتفوی بزرگی در اختیار دارد، الزاما نمی‌تواند بدون محدودیت برای خرید واحدهای خود از بازار منابع اختصاص بدهد. اجرای فرآیند ابطال نیز ممکن است به فروش بخشی از دارایی‌ها و کوچک‌شدن اندازه صندوق منجر شود.

در چنین شرایطی، مدیر صندوق با یک ملاحظه اقتصادی مواجه است، از یک‌طرف، کاهش فاصله قیمت بازار با NAV به عنوان یک هدف نظارتی مطرح شده و از طرف دیگر، خرید و ابطال گسترده واحدها می‌تواند اندازه دارایی‌های تحت مدیریت و در نتیجه مبنای محاسبه کارمزد را کاهش بدهد.

همین مساله یکی از انتقادهای مطرح‌شده درباره ساختار فعلی صندوق‌های اهرمی است. اگر کارمزد مدیر عمدتا بر اساس دارایی تحت مدیریت تعیین شود، کاهش حباب منفی لزوما به افزایش مستقیم درآمد مدیر منجر نمی‌شود. در مقابل، ابطال واحدها می‌تواند دارایی تحت مدیریت را کاهش بدهد و بر درآمد کارمزدی اثر بگذارد؛ بنابراین، میان هدف نظارتی برای نزدیک‌شدن قیمت به NAV و انگیزه اقتصادی مدیر برای حفظ اندازه صندوق، امکان ایجاد تعارض وجود دارد.

البته میزان اثرگذاری این عامل بر تصمیم هر مدیر به ساختار کارمزد، شرایط صندوق و هزینه‌های اجرای عملیات بستگی دارد و نمی‌توان آن را به‌تنهایی علت تمام موارد عدم اصلاح حباب منفی دانست. با این حال، این مساله نشان می‌دهد که طراحی مشوق‌های اقتصادی می‌تواند در کنار ابزارهای نظارتی، نقش مهمی در اثربخشی اقدامات اصلاحی ایفا کند.

چرا برخورد سازمان نتیجه‌بخش نبود؟

سازمان بورس در نامه شهریورماه، بازنگری کارمزد و بررسی‌نشدن درخواست افزایش ظرفیت صندوق‌ها را به عنوان ابزارهای فشار مطرح کرد. این رویکرد نشان می‌دهد که نهاد ناظر تلاش کرده است از طریق محدودکردن برخی امتیازهای اقتصادی و توسعه‌ای، مدیران را به کاهش فاصله قیمت بازار با NAV ترغیب کند.

با این حال، میان تهدید نظارتی و امکان اجرای یک اقدام اصلاحی موثر تفاوت وجود دارد. اگر عوامل ایجادکننده حباب منفی به محدودیت دامنه نوسان، ضعف بازارگردانی، شرایط عمومی بازار و ساختار انگیزشی مدیران مربوط باشند، فشار نظارتی به‌تنهایی نمی‌تواند تمام این موانع را برطرف کند.

از سوی دیگر، درباره امکان اعمال جریمه مستقیم برای مدیریت نامناسب حباب منفی نیز باید میان ابزارهای نظارتی موجود و اختیارات قانونی نهاد ناظر تفکیک قائل شد. بر اساس اطلاعات مطرح‌شده، سازمان بورس در این مورد از اهرم‌هایی مانند بازنگری کارمزد و محدودیت افزایش ظرفیت استفاده کرده است؛ اما بدون بررسی مقررات مربوط، نمی‌توان درباره نبود مطلق اختیار قانونی برای اعمال جریمه مستقیم اظهارنظر قطعی کرد.

وقتی پس از آغاز ابطال واحدها، حباب منفی نه‌تنها در برخی صندوق‌ها باقی می‌ماند، بلکه در ادامه به بیش از ۲۵ درصد می‌رسد، ضرورت بررسی عمیق‌تر سازوکار قیمت‌گذاری و نقدشوندگی این ابزارها بیش از گذشته مطرح می‌شود.

حراج سود پالایشگاهی‌ها پای بساط کسری بودجه دولت!

پرونده ابهام‌برانگیز و نفسگیر صنعت پالایشی پس از ۱۰ روز تعلیق معاملات، اضطراب فراگیر و بلاتکلیفی صدها هزار سهامدار، سرانجام با انتشار تصویب‌نامه شماره ۸۱۳۱۲ هیات وزیران بسته شد؛ اما فرجام این پرونده نه تنها آرامش را به تالار شیشه‌ای بازنگرداند، بلکه بار دیگر نشان داد که هرگاه ماشین کسری بودجه دولت به حرکت درمی‌آید، نخستین توقفگاه آن ترازنامه صنایع پیشران بازار سرمایه است.

براساس گزارش صدای بورس، ماجرایی که از شنبه ۱۱ مهرماه ۱۴۰۵ با اقدام بی‌سابقه ناظر بازار در توقف نمادهای اصلی این گروه شامل «شپنا»، «شبندر»، «شتران»، «شبریز» و «شراز» و سپس ابطال معاملات آنها با استناد به ظن دستکاری قیمت و اطلاعات نهانی آغاز شده بود، با انتشار زنجیره‌ای اطلاعیه‌های افشای اطلاعات بااهمیت در ۲۱ مهرماه به مرحله شفاف‌سازی رسید. اگرچه در ظاهر هدف نهاد ناظر جلوگیری از معاملات مبتنی بر رانت اطلاعاتی عنوان شد، اما پرده‌برداری نهایی از جزییات این مصوبه ثابت کرد ترسی که بازار را به کما برده بود، کاملا واقعی و ناشی از درک دقیق فعالان بازار از تصمیم دولت برای کاهش چشمگیر تخفیف‌های خوراک و دست‌درازی ساختاری به سودآوری این صنعت بود؛ اقدامی که تکرار تلخ تاریخ و یادآور وقایع اردیبهشت ۱۴۰۲ در تغییرات محرمانه قواعد بازی است.

کالبدشکافی تصویب‌نامه جدید انقباض تخفیف خوراک و تغییر معادلات

بررسی دقیق تصویب‌نامه ۸۱۳۱۲ هیات وزیران در مقایسه با ابلاغیه پیشین وزارت نفت (دستورالعمل ۹۰۳ مورخ ۲۳ دی ۱۴۰۲) نشان می‌دهد که ریشه بحران اخیر در دگرگونی فرمول قیمت‌گذاری نفت خام تحویلی به پالایشگاه‌ها نهفته است. بر اساس مصوبه جدید که از ابتدای مهرماه ۱۴۰۵ تا پایان برنامه هفتم پیشرفت مبنای عمل خواهد بود، فرمول محاسبه نرخ خوراک نفت خام سبک و سنگین دستخوش تغییرات بنیادین شده است. پیش از این، قیمت نفت خام سبک و سنگین بر اساس میانگین وزنی و تسویه شاخص‌های عمان، دوبی و برنت منهای به ترتیب ۵ و ۶ دلار در هر بشکه محاسبه می‌شد؛ اما در قاعده جدید هیات وزیران، کسری ثابت قیمت نفت خام سبک از ۵ به ۲ دلار در هر بشکه کاهش یافته و تخفیف نفت خام سنگین نیز از ۶ به ۴.۱ دلار تقلیل یافته است. به زبان ساده، با فرض ثبات سایر متغیرها، بهای هر بشکه نفت خام سبک ۳ دلار و هر بشکه نفت خام سنگین ۱.۹ دلار گران‌تر از گذشته به پالایشگاه‌ها فاکتور می‌شود. در این میان، تنها نقطه اتکای مثبت فرمول خوراک، افزایش تخفیف میعانات گازی پارس جنوبی از ۲ به ۳.۱ دلار است؛ تخفیفی که البته طبق مفاد همین مصوبه، تنها به واحدهایی تعلق می‌گیرد که تا پایان سال ۱۴۰۵ به بهره‌برداری رسیده باشند و پالایشگاه‌های آتی از دریافت هرگونه تخفیف در میعانات گازی محروم خواهند بود. علاوه بر این، شیوه محاسبه تعدیل کیفی نیز دستخوش تحول شده و سازوکار سنتی درونیابی خطی میان قیمت نفت سبک و سنگین جای خود را به تفکیک قطعی با مرز شاخص API برابر ۳۱.۵ داده است؛ سازوکاری که در آن جرایم سنگین انحراف درجه سبکی (API) و تغییرات گوگرد به‌طور مستقیم از قیمت پایه کسر یا به آن افزوده می‌شود.

برآورد افت ۶۳ همتی سود در نیمه دوم سال

تحلیل‌های بنیادی و برآوردهای کارشناسی صورت گرفته تصویری شفاف، عریان و تکان‌دهنده از خسارت وارده به سهامداران ارایه می‌دهند. داده‌های موثق آماری و تحلیلی حاکی از آن است که مجموع اثر انقباض تخفیف‌های خوراک بر سودآوری پالایشگاه‌های بورسی تنها در شش‌ماهه دوم سال ۱۴۰۵، معادل کاهش چشمگیر ۶۳ هزار میلیارد تومانی در سود خالص این شرکت‌ها خواهد بود. این رقم هنگفت مستقیماً سودآوری هر سهم (EPS) غول‌های این صنعت را زیر تیغ برده است.

بر اساس محاسبات، پیش‌بینی می‌شود نماد پالایش نفت تبریز (شبریز) با افت تکان‌دهنده ۲،۵۸۲ ریالی در هر سهم بیشترین آسیب را از فرمول جدید متحمل شود. پس از آن، پالایش نفت شیراز (شراز) با کاهش ۱،۹۷۳ ریال و پالایش نفت لاوان (شاوان) با افت ۱،۱۴۶ ریال در هر سهم در کانون آسیب‌پذیری قرار دارند. همچنین EPS غول‌های بزرگ بازار نظیر پالایش نفت اصفهان (شپنا) ۴۶۱ ریال، پالایش نفت بندرعباس (شبندر) ۳۲۱ ریال و پالایش نفت تهران (شتران) ۱۵۸ ریال افت را به ثبت خواهند رساند.

تحمیل این کاهش ۶۳ همتی در شرایطی رخ می‌دهد که شرکت‌های پالایشی سال‌هاست در مواجهه با چالش‌های ساختاری فرسودگی تجهیزات و فشارهای زیست‌محیطی، نیازمند سرمایه‌گذاری‌های سنگین در طرح‌های کیفی‌سازی و توسعه زنجیره ارزش هستند؛ اما دولت با برداشت یک‌شبه این منابع از ترازنامه شرکت‌ها، افق نوسازی و بهره‌وری آتی صنعت انرژی کشور را به مسلخ برده است.

فرسایش اعتماد و بازتولید «ریسک دولت»

بحران کنونی پالایشگاه‌ها فراتر از جابه‌جایی چند دلار در هر بشکه نفت یا کاهش چند ریال از سود هر سهم، نمایانگر استمرار یک مغالطه راهبردی و مزمن در شیوه اداره اقتصاد است: تغییر نام دلخواه متغیرها و دست‌اندازی سیستماتیک به امنیت سرمایه‌گذاری. تقلیل دادن کسری ۵ یا ۶ دلاری نرخ نفت صادراتی به یک «رانت یا تخفیف اعطایی دولت» خطای فاحشی است؛ این عدد در واقع تعدیل ریسک‌های واقعی فروش نفت ایران در شرایط تحریم، دشواری‌های بندری، لجستیک و هزینه‌های مازاد صادرات بود که دولت اکنون با کاهش آن، عملا هزینه دور زدن تحریم‌ها و کسری درآمدهای نفتی خود را بر دوش سهامداران خرد و نهادی بورس تهران گذاشته است. وقتی سرمایه‌گذار مشاهده می‌کند که دولت به محض کسری منابع مالی، قواعد بازی پنج ساله را نقض می‌کند و در جلساتی بدون حضور نماینده بازار سرمایه سرنوشت سودآوری ده‌ها شرکت را دگرگون می‌سازد، پیامی جز حاکمیت «ریسک سیاستگذاری» دریافت نمی‌کند.

نتیجه طبیعی این رویکرد، جهش نرخ بازده مورد انتظار، افت ارزش ذاتی شرکت‌ها، تعمیق فرار سرمایه‌ها از تولید به سوی بازارهای نامولد طلا و ارز و در نهایت خشکاندن ریشه‌های تشکیل سرمایه در کشور است. شاید دولت در کوتاه‌مدت موفق شود با این فرمول جدید چند ده همت منابع برای پوشش هزینه‌های جاری خود تأمین کند، اما فرسایش اعتمادی که در ۱۰ روز اخیر ایجاد شد و ضربه روانی سهمگینی که به ارزش بازار کل شرکت‌های بورس وارد آمد، هزینه‌ای صدچندان گزاف‌تر بر بدنه اقتصاد ملی تحمیل کرد.

رویداد

جزییات پذیره‌نویسی و سازوکار فعالیت دومین صندوق ارزی

مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه کیمیا، در آستانه آغاز فرایند پذیره‌نویسی دومین صندوق ارزی بازار سرمایه ایران، با تشریح سازوکار فعالیت صندوق ارزی ملی کیمیا، اعلام کرد: سرمایه‌گذاران می‌توانند با خرید حداقل ۱۰ واحد ۱۰ دلاری، در این صندوق سرمایه‌گذاری کنند. حامد فلاح جوشقانی با اشاره به اینکه پذیره‌نویسی دومین صندوق ارزی از روز سه‌شنبه ۲۸ مهر ۱۴۰۵ آغاز می‌شود، به بررسی نقش صندوق‌های ارزی در تنوع‌بخشی به ابزارهای سرمایه‌گذاری پرداخت و توضیح داد: «در شرایط تورمی و همزمان با کاهش ارزش پول ملی، دارندگان ارز می‌توانند ارز خود را به‌صورت فیزیکی نگه‌داری کنند یا آن را در ابزارهای سرمایه‌گذاری به کار بگیرند. نگهداری فیزیکی ارز علاوه بر ریسک‌های امنیتی، به‌خودی‌خود ارزش افزوده‌ای ایجاد نمی‌کند و صرفا به حفظ قدرت خرید کمک می‌کند؛ در حالی که سرمایه‌گذاری ارزی می‌تواند علاوه بر حفظ قدرت خرید، بازده ارزی نیز برای سرمایه‌گذاران به همراه داشته باشد.» مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه کیمیا با بیان اینکه سرمایه‌گذاری منابع ارزی در ابزارهای مالی می‌تواند به تأمین مالی اقتصاد ایران کمک کند، ادامه داد: «این صندوق‌ها بر اساس اساسنامه خود در ابزارهایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که منابع ارزی را وارد چرخه اقتصاد می‌کند. سپرده‌های ارزی، گواهی سپرده ارزی، اوراق مرابحه ارزی و سایر ابزارهای تعریف‌شده در اساسنامه، از جمله گزینه‌های سرمایه‌گذاری صندوق هستند. همچنین سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ارزی می‌تواند ضمن ایجاد ارزش افزوده اقتصادی، بازده دلاری مناسبی برای دارندگان واحدهای صندوق فراهم کند.» مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه کیمیا درباره سازوکار صدور و ابطال واحدهای صندوق توضیح داد: «عملیات صندوق ملی کیمیا با ارز انجام می‌شود و صدور واحدها با استفاده از اسکناس یا حواله‌های ارزی امکان‌پذیر است. در زمان ابطال نیز اصل سرمایه‌گذاری به همراه بازده کسب‌شده، به‌صورت دلاری در اختیار سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد.» و با اشاره به پیش‌بینی بازده حدود ۵ درصدی صندوق گفت: «ترکیب دارایی‌های صندوق متنوع خواهد بود و اگر چه بخشی از منابع به سپرده‌های ارزی اختصاص می‌یابد، سهم بیشتری از سرمایه‌گذاری می‌تواند به ابزارهایی مانند اوراق مرابحه ارزی اختصاص پیدا کند که ظرفیت بازده بالاتری دارد.» فلاح‌جوشقانی افزود: «امیدواریم با توسعه ابزارهای سرمایه‌گذاری در حوزه ارز و گسترش بازار این ابزارها، امکان افزایش بازده محقق‌شده برای سرمایه‌گذاران فراهم شود و صندوق بتواند علاوه بر حفظ قدرت خرید دارندگان واحدها، بازده دلاری مناسبی نیز ایجاد کند.» و درباره ترکیب دارایی‌های دومین صندوق ارزی اعلام کرد: «سپرده‌های ارزی، گواهی‌های سپرده ارزی که شرکت‌ها و صنایع می‌توانند در آینده از طریق بانک‌ها منتشر کنند و اوراق مرابحه ارزی منتشرشده در مرکز مبادله ارز و طلای ایران، از جمله ابزارهای قابل استفاده در این صندوق هستند.» مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه کیمیا از برنامه انتشار اوراق مرابحه ارزی برای مجموعه شرکت ملی صنایع مس ایران، با هم‌کاری بانک ملی ایران، خبر داد و ابراز امیدواری کرد با تنوع‌بخشی به ابزارهای سرمایه‌گذاری و اضافه‌شدن ابزارهای جدید به سبد صندوق ارزی ملی کیمیا، بازده بالاتری برای سرمایه‌گذاران محقق شود.

چهار راهکار برای مدیریت حباب صندوق‌های اهرمی

تسنیم | محمدمهدی وکیلی، معاون واحد تحقیق و توسعه کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران، با تشریح راهکارهای پیشنهادی برای مدیریت حباب قیمتی صندوق‌های اهرمی، اظهار کرد: کارگروه تخصصی صندوق‌های سرمایه‌گذاری کانون، پس از بررسی این موضوع، چهار راهکار را برای مدیریت و کاهش حباب قیمتی این صندوق‌ها پیشنهاد کرده است. وی افزود: نخستین راهکار، افزایش دامنه نوسان صندوق‌های اهرمی است. با توجه به ماهیت اهرمی این صندوق‌ها و حساسیت بیشتر قیمت واحدهای آنها نسبت به تغییرات ارزش دارایی‌های پایه، پیشنهاد کانون این است که دامنه نوسان صندوق‌های اهرمی حداقل دو برابر دامنه نوسان سهام باشد. به گفته وکیلی، اجرای این پیشنهاد می‌تواند به تعدیل سریع‌تر قیمت بازار کمک کند و از شکل‌گیری یا تداوم حباب قیمتی در این صندوق‌ها جلوگیری کند. معاون واحد تحقیق و توسعه کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران، دومین راهکار را الزامی شدن وجود رکن بازارگردان در ساختار صندوق‌های اهرمی عنوان کرد و گفت: بازارگردان می‌تواند با انجام وظایف خود، فاصله قیمت معاملاتی واحدهای صندوق با خالص ارزش دارایی‌های آن (NAV) را کاهش بدهد. وی با اشاره به سومین راهکار پیشنهادی توضیح داد: باید سازوکاری طراحی شود که در صورت افزایش فاصله نسبت قیمت به خالص ارزش دارایی‌ها (P/NAV) از یک حد مشخص و از پیش تعیین‌شده، چه در جهت مثبت و چه در جهت منفی، معاملات صندوق متوقف شود. وکیلی ادامه داد: در این سازوکار، مشابه آنچه هنگام افشای اطلاعات بااهمیت گروه «الف» برای ناشران اجرا می‌شود، پس از گذشت یک بازه زمانی مشخص، نماد صندوق از طریق حراج ناپیوسته و با دامنه نوسان گسترده‌تر بازگشایی خواهد شد. وی تصریح کرد: در چنین شرایطی، امکان رقابت میان عرضه و تقاضا فراهم می‌شود و فاصله قیمت معاملاتی واحدهای صندوق با خالص ارزش دارایی‌های آن می‌تواند سریع‌تر تعدیل شود. معاون واحد تحقیق و توسعه کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران، چهارمین راهکار را نزدیک کردن نرخ بازده واحدهای عادی صندوق‌های اهرمی به نرخ بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت دانست. به گفته وی، این اقدام می‌تواند زمینه تأمین منابع لازم برای انجام اقدامات اصلاحی از سوی مدیر صندوق را فراهم کند؛ به‌گونه‌ای که مدیر بتواند برای مدیریت حباب قیمتی، از طریق ابطال واحدهای ممتاز اقدام کند، بدون آنکه فشار مضاعفی به بازار سهام و دارایی‌های پایه صندوق وارد شود. وکیلی تأکید کرد: در این روش، منابع مورد نیاز برای مدیریت حباب قیمتی از محل منابعی تأمین می‌شود که مدیر صندوق از طریق جذب سرمایه در واحدهای عادی به دست آورده است. به این ترتیب، مدیر صندوق در شرایطی که نیاز به اصلاح حباب قیمتی وجود دارد، می‌تواند از طریق ابطال واحدهای ممتاز، این فاصله قیمتی را مدیریت کند.