

تعیین تکلیف  
سهام عدالت  
متوفیان

مدیر برنامه‌ریزی شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اظهار کرد: برای حفظ دارایی‌های مالی موضوع اعطای کارت اعتباری مطرح شد که در حال حاضر کارهای نهایی آن در حال انجام است تا از فشار فروش سهام جلوگیری شود. برای این کار چند بانک پیشقدم شده‌اند و به احتمال زیاد در دی رونمایی خواهد شد. محمدجواد فرحانیان در گفت‌وگو با ایلنا درباره آخرین وضعیت سهام عدالت متوفیان، اظهار کرد: در این راستا، شورای عالی بورس چندین مصوبه برای تسهیل امر داشته اما باید هماهنگی‌هایی بین دفاتر پیشخوان

و سامانه‌های قوه قضاییه و همچنین سامانه‌های ارتباطی سپرده‌گذاری مرکزی با قوه قضاییه برقرار شود. پیش‌تر این اقدامات از طریق دفاتر پیش‌خوان انجام می‌شد که قرار شد تمام امور مکانیزه و زیرساخت‌های آن نیز فراهم شود. از همین رو پیشنهاد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در حال حاضر این است که تمام وراثت قانونی نخستین گام‌های خود مانند انحصار وراثت و سپس ثبت‌نام در سامانه سجام را انجام دهند. وی ادامه داد: سامانه مربوط به جمع‌آوری و جابه‌جایی سهام طراحی شد و در گام‌های

نحوه عملکرد حقوقی‌ها در بورس تهران را بررسی کرد

بازارگردانی یا بازیگردانی؟

هفته گذشته وضعیت بازار سهام پس از چندین روز صعود، بار دیگر روند ریزشی را در پیش گرفت و بسیاری از سهامداران حقیقی بورس تهران با متهم کردن حقوقی‌ها به نوسان‌گیری، دست به اعتراض در فضای مجازی زدند. این دسته از فعالان بازار با اشاره به نحوه عملکرد بازارگردان‌های حقوقی در بازار سهام، آنها را به نوسان‌گیری در پوشش قانونی آن (بازارگردانی) متهم کردند. عده زیادی از کارشناسان نیز با معترضان در فضای مجازی همصدا شده و به سیاست‌های سازمان بورس در قبال سهامداران حقوقی اعتراض کردند. اما عده دیگری از کارشناسان که تعداد کمتری را شامل می‌شدند با تاکید بر حفظ استقلال بازار سرمایه، خواسته‌های حقیقی‌ها را غیرمعقول و خارج از عرف بورس‌های مختلف جهان دانستند. در این بین، مدیران سازمان نیز بیکار ننشستند و در مصاحبه‌هایی به تبیین مواضع سازمان پرداختند، از اظهارات مدیران بورسی اینطور برداشت می‌شود که سهامداران حقیقی باید با این‌گونه رفتارها کنار آمده و خود را با آن وفق دهند، چراکه ریسک‌پذیری در ذات بورس است و اگر کسی به هوای سود حتمی و قطعی در کوتاه‌مدت وارد این بازار شده، تصمیم نامعقول و عجولانه‌ای گرفته است.



عکس: ماهیار

دلیل ریزش هفته قبل بورس چیست؟

کنند. وظیفه این بازارگردان‌ها نیز ایجاد تعادل و آرامش در بازار سهام است اما عملاً این بازارگردان‌ها تبدیل به راهی برای حقوقی‌ها شدند تا به شکل قانونی و ساده‌تر به نوسان‌گیری بپردازند. این کارشناس بازار با اشاره به ثابت ماندن قیمت سهام‌های شاخص‌ساز، بیان کرد: یکی از سوالاتی که ایجاد می‌شود این است که چرا قیمت سهام‌های شاخص‌ساز در دو هفته گذشته تغییری نداشته است. متأسفانه تعداد زیادی از سهام‌ها به محض اینکه جان می‌گرفتند بار دیگر صف‌های خرید تشکیل می‌شد، این مسئله نشانگر این است که بازارگردان‌ها به راحتی در حال نوسان‌گیری هستند و قیمت سهام را در محدوده خاصی کنترل کرده‌اند.



وی ادامه داد: اصول و قواعد بازارگردانی بسیار حساس و مهم هستند اما به نظر می‌رسد هیچ قانون و نظارت دقیقی برای فعالیت بازارگردان‌ها پیش‌بینی نشده و همین امر نیز باعث شده راه برای نوسان‌گیری حقوقی‌ها بازتر شود. **بنام سهامدار خُرد، به کام حقوقی!** تاتاری با اشاره به قانون‌گذاری غیراصولی در بازار سهام تهران، بیان کرد: قوانین محدودکننده‌ای که برای حقیقی‌ها وضع می‌شود، عملاً باعث هموارتر شدن راه برای حقوقی‌ها می‌شود و به راحتی می‌تواند به نوسان‌گیری در بازار بپردازد. در حالی که باید به گونه‌ای قانون را مشخص کرد که حقوقی‌ها بپایند در ازای رفتار

حال بازار خوب است؛ عملکرد حقوقی‌ها مشکلی ندارد

این کارشناس و فعال بازار سرمایه با اشاره به انتقادهای گسترده برخی از سهامداران به عملکرد حقوقی‌های بورس، عنوان کرد: ریزش و رشد جزئی از بازار است و نمی‌توان با کوچک‌ترین ریزشی شرکت‌های بورسی را متهم به اخلاص کرد. همه در بورس به دنبال منافع خود هستند و حقوقی‌ها نیز با وجود مشکلاتی که در چند ماه گذشته شاهد بودیم، امروز کاملاً در چارچوب قانون به فعالیت می‌پردازند. به نظر من، جای هیچ‌گونه نگرانی نیست، اتفاقاً من بر این باورم که حقوقی‌ها عملکرد بسیار بهتری از حقیقی‌ها دارند و



اگر حقوقی‌ها نیز مانند سهامداران تازه وارد عمل کنند، فاکتور ثبات به کلی از بازار حذف خواهد شد! صفاری در ادامه با تاکید بر اهمیت نشاط در بازار سهام، به **تذکره** گفت: البته عملکرد حقیقی‌ها نیز برای بازار بسیار لازم است، چراکه باعث شادابی بورس می‌شوند. اینکه عده‌ای سهام می‌گویند حقوقی‌ها چرا فلان کار را کرد یا حقیقی‌ها چرا چنین نکرد. **فرهنگ بازارگردانی نبود** این تحلیلگر مسائل اقتصادی با اشاره به نبود فرهنگ بازارگردانی در چندین ماه قبل، بیان کرد: در مقطعی

بازارگردانی در بورس؛ خوب یا بد؟

عملیات بازارگردانی هم دچار تخلف شونده، برخورد خواهد کرد، این موضوع با جرم‌انگاری و ارسال پرونده به دادگاه‌ها تفاوت دارد اما اگر لازم باشد براساس مقررات و قوانین آن اقدامات نیز انجام می‌شود. وکیلی افزود: تاکنون عمده تخلفات ناشی از استنکاف برخی ناشران از عمل به مصوبه ۲۰ شهریور شورای عالی بورس و آیین‌نامه صیانت از حقوق سرمایه‌گذاران بوده که همه ناشران (چه ناشران جدیدالورود به بازار و چه ناشران باسابقه بازار) را به داشتن بازارگردان ملزم کرده است، در نخستین روزهای اجرای این مصوبه از ۱۲ هم‌راه برخی ناشران از اجرای آن خودداری کردند که برخوردهای لازم براساس مقررات هم انجام شد.

مدیر روابط عمومی و امور بین‌الملل سازمان بورس ادامه داد: باید به این نکته توجه کرد که رسیدگی به تخلفات مرحله‌ای دارد، در مرحله نخست، پس از صدور گزارش تخلف از سوی واحدهای نظارتی، موضوع توسط کمیته‌های تحقیق بورس‌ها بررسی و برای تصمیم‌گیری به هیات مدیره بورس‌ها یا هیات رسیدگی به تخلفات سازمان ارائه می‌شود. رأی بدوی انضباطی تا یک ماه، از سوی محکومان قابل تجدیدنظرخواهی است.

وی افزود: فرآیند رسیدگی به این تجدیدنظرخواهی در سازمان بورس انجام می‌شود، بسیاری از متخلفان می‌توانند در این مهلت یک‌ماهه به تعهدات خود عمل کنند و در این صورت اقدامات اصلاحی انجام‌شده مطابق مقررات در حکم انضباطی تجدیدنظر لحاظ خواهد شد، طبق اعلام معاونت حقوقی سازمان بورس در ۲ یا ۳ ماه گذشته ۲۰۷ مدیر بورسی، احکامی از «تذکر» تا «سلب صلاحیت» و «جریمه نقدی» دریافت کردند که

میترا تاتاری، کارشناس بازار سهام با اشاره به ریزش‌های شاخص بورس در هفته قبل به **تذکره** گفت: از دوشنبه هفته قبل (۲۴ آذر) شاهد فشار فروش و عرضه در بازار بودیم که منجر به ریزش بورس شد، اما قبل از آن، گروه‌های مختلف به‌طور متعادل و منطقی به معامله می‌پرداختند. وی در ادامه افزود: به اعتقاد من، چندین دلیل برای این ریزش‌ها وجود دارد که اگر به آنها رسیدگی نشود، مشکلات بازار تشدید خواهد شد، دلیل آن نیز بی‌اعتمادی سهامداران خُرد است، چراکه در روزهای منفی فقط به دنبال فرار هستند.

تاتاری با یادآوری ریزش‌های بازار سهام در تابستان، تاکید کرد: پس از ریزش‌های مرداد ماه، سازمان بورس شرکت‌های بورسی را موظف کرد، بازارگردان تعیین

مصطفی صفاری، کارشناس ارشد بازار سهام با مردود دانستن انتقادهای به نحوه عملکرد شرکت‌های حقوقی، به **تذکره** گفت: به اعتقاد من، بازار سرمایه مشکلی ندارد و حقوقی‌ها هم به‌طور طبیعی به فعالیت خود ادامه می‌دهند.

وی در ادامه افزود: وقتی حجم معاملات در بازار بالای ۲۰ هزار میلیارد تومان قرار دارد، نشانگر وضعیت مناسب بازار است. شاخص کل که نمی‌تواند معیار مناسبی برای سنجش بازار باشد و باید به میزان نقدشوندگی بسیار بالای بازار توجه کرد که باعث شده حجم معاملات در بازار سهام به بیش از ۲۰ هزار میلیارد تومان برسد.

مدیر روابط عمومی سازمان بورس به قدمت ۱۷ ساله عملیات بازارگردانی در بازار سرمایه ایران اشاره کرد و گفت: بازارگردان‌ها در ۹ ماه گذشته، ۵۵ هزار میلیارد تومان سهام خریداری کرده و به میزان ۲۷ هزار میلیارد تومان سهام فروخته‌اند.

بازارگردانی، فرآیندی است که برای تعادل بخشی به بازار و تضمین نقدشوندگی آن به کار می‌رود؛ یعنی سهامداران و صاحبان اوراق به محض تصمیم‌گیری برای فروش سهام خود بتوانند نسبت به معامله اوراق خود اقدام کنند. در همین راستا، شورای عالی بورس طی مصوبه‌ای در ۲۰ شهریور امسال همه ناشران را به داشتن بازارگردان ملزم کرد، این موضوع موجب نقدشوندگی در بورس شد، اما در این میان برخی معتقدند بازارگردان‌ها در فرآیندهای بازار سرمایه اختلال ایجاد کردند و برخی دیگر بازارگردان‌ها را به تلاش برای نوسان‌گیری از سرمایه‌گذاران خُرد متهم می‌کنند.

در این زمینه، سیاوش وکیلی، مدیر روابط عمومی و امور بین‌الملل سازمان بورس، ضمن رد این اتهام‌ها با استناد به آمار معاملات ۹ ماهه بازارگردان‌ها اعلام کرد: بازارگردان‌ها در بازار سرمایه نقش مثبتی ایفا می‌کنند، نقدشوندگی مهم‌ترین وظیفه بازارگردان‌هاست و آمارهای موجود، ایفای نقش آنها در بازار سرمایه را تأیید می‌کند.

به گزارش سنا و با اشاره به فعالیت قانونمند بیشتر بازارگردان‌ها، درباره نحوه برخورد سازمان بورس با تخلفات برخی بازارگردان‌ها، گفت: موضوع مهم، توجه به تفاوت بین «تخلف» و «جرم» است، سازمان بورس با ناشران و نهادهای مالی که از دستورالعمل‌ها تخلف کردند و همچنین با بازارگردان‌هایی که در فرآیند

غیراصولی‌شان با پیامدهای جدی روبه‌رو خواهند شد. اما در عمل می‌بینیم که حقوقی‌ها به راحتی می‌توانند سهمی را ۵۰ درصد منفی کنند و هیچ‌کس نیز آنها را مواخذه نمی‌کند. این تحلیلگر بورس در پایان با توضیح درباره نحوه ریزش ارزش قیمت برخی سهام‌ها نیز یادآور شد: به‌عنوان مثال، حجم مبنای سهمی مثل فولاد ۸ میلیون است، در حالی که ۲۰۰ میلیارد برگ سهم دارد، این حجم مبنای بر چه اساسی تعیین شده است؟ در حالی که مثلا سهم دیگری که یک چهارم فولاد برگ سهم دارد، حجم مبنای آنها ۲۰ میلیون است. با توجه به این مسئله، حقوقی‌ها با ایجاد صف‌های فروش غیرواقعی به راحتی می‌توانند ارزش این سهم را نصف کنند، متأسفانه مشابه این اتفاق را بارها در ماه‌های اخیر دیده‌ایم.

فرهنگ بازارگردانی هنوز در بورس وجود نداشت و من هم معترض بودم اما سازمان بورس با اندیشیدن تمهیدات مناسبی این مشکل را حل کرده است. بازارگردان‌ها در آن زمان فقط در منفی و براساس حجم مبنای می‌خریدند اما تذکرات جدی سازمان بورس به بازارسازان حقوقی باعث شد دست از روی قبلی خود بردارند.

وی در پایان با پیش‌بینی روزهای بهتری در هفته جاری، یادآور شد: روند معاملاتی بازارهای جهانی رو به رشد است و معتقدم بورس تهران نیز وضعیت بسیار خوبی دارد، از همین‌رو پیش‌بینی می‌شود این تا پایان هفته روزهای خوبی را شاهد باشیم.

سخن پایانی...

آنچه در بین بحث‌های چند روز گذشته نادیده گرفته شده، وظیفه ذاتی بازارگردان‌ها در سایر بازارهای بین‌المللی است که همواره به‌عنوان عاملی برای ایجاد ثبات شناخته شده است. در بورس تهران نیز سهامداران به نبود بازارگردان در بازار اعتراض داشته و مدیران را به کم‌کاری در اعمال فشار به شرکت‌های بورسی برای تعیین بازارگردان متهم می‌کردند. اما هیچ‌کس نمی‌دانست تنها حدود یک ماه پس از تعیین بازارگردان از سوی اغلب شرکت‌های بورسی، بسیاری از همان سهامداران تبدیل به معترض خواهند شد. در بورس تهران مدیران بورسی به جای انکار وجود مشکل، بهتر است در پی چاره‌ای بوده و ضمن حفظ استقلال بازار و سهامداران، به دنبال وضع قوانین کارآمدتری برای اعمال محدودیت‌های معمول برای حقوقی‌هایی باشند که سعی در سوءاستفاده از بازارگردان‌ها، این ابزار کارآمد و موثر بازار سهام دارند.

آیا همه  
انتظارات  
بحق است؟



امیرمحمد تهمتن  
کارشناس اقتصاد رفتاری

پژوهشگران زیادی به دنبال یافتن پاسخ این پرسش هستند؛ چه چیزی باعث می‌شود مردم در صورت آسیب دیدن، از دولت انتظار داشته باشند که زیان آنها را جبران کند؟ دلایل این رفتار ریشه در تاریخ ما دارد. برخی رفتارها باعث شده توقعاتی در بین مردم ایجاد شود که دولت باید منابع طبیعی را بفروشد و از ما در صورت متضرر شدن حمایت کند. از دید اقتصاد کلان هم که بنگریم ما دچار چندین «تعادل بد» هستیم که در به‌وجود آمدن آن چندین عامل مانند درآمدهای نفتی و منابع طبیعی، سیاست‌های کلان حاکمیت و... نقش داشته‌اند. به همین دلیل در مقاطع تاریخی گوناگون این توقع بروز اجتماعی داشته است.

البته درآمدهای حاصل از فروش منابع طبیعی کشور (که نفت را هم شامل می‌شود) حق مردم است و باید در راستای رفاه و توسعه نیز هزینه شود، اما اگر ما انتظار داریم هرگونه فعالیت اقتصادی پریسک را انجام دهیم و دولت در صورت متضرر شدن، ضررهای ما را جبران کند، سخت در اشتباهیم. این در حالی است که در تمام کشورهای جهان مسئولیت فعالیت‌های اقتصادی افراد بر عهده خودشان است و حکومت وظیفه‌ای برای جبران خسارت‌ها و زیان‌های شهروندان بر عهده ندارد.

مسئولان در رسانه‌ها بارها مطرح کردند که سپرده‌گذاران مراقب سرمایه‌های خود باشند و موسسات را با دقت انتخاب کنند. متأسفانه این داستان سرانجام خوبی نداشت و دولت مجبور شد با صرف هزینه‌ای بسیار بالا (حدود ۴۰ هزار میلیارد تومان) پول مالباختگان را پس بدهد. اما باید توجه داشت که این مقدار قابل توجه پول باعث افزایش میزان نقدینگی و پایه پولی شد در نهایت به تشدید تورم نیز دامن زد.

هر فردی در بازار جهانی طلا یا فارکس می‌تواند با اهرم‌های بالایی (مثلاً ۱ به ۱۰۰ برابر)، ۵۰ برابری و حتی بالاتر را به دست آورد، اما به همان میزان که سود این حرکت بسیار بالاست، ریسک آن نیز به‌شدت زیاد است. حالا اگر کسی سرمایه خود را در چنین فعالیتی از دست بدهد، آیا باید از دولت انتظار جبران کردن ضررش را داشته باشد؟ در کشورهای غربی و توسعه‌یافته به هیچ عنوان چنین چیزی نیست و افراد مسئولیت فعالیت‌های پُر ریسک خود را می‌پذیرند، در صورت متحمل شدن ضرر هم انتظار جبران آن از سوی دولت یا حاکمیت را ندارند.

حال این سوال پیش می‌آید که آیا این ذهنیت همچنان در بین مردم وجود دارد؟ ما در علوم رفتاری مفهومی با عنوان «ترجیحات وابسته به نقطه مرجع» داریم که می‌گوید برای ارزش‌گذاری یا انتخاب یک گزینه، نخست به تجارب خودمان رجوع و حتی خودمان را با سایرین مقایسه می‌کنیم که در نتیجه ممکن است ترجیحات و تصمیمات متفاوتی داشته باشیم.

با توجه به این مسئله می‌توان گفت که مردم آموخته‌اند اگر فعالیت‌های ریسکی داشته باشند، کسی به‌نام دولت وجود دارد که ضررهایشان را جبران می‌کند. وقتی این موضوع را بررسی کنیم متوجه می‌شویم اتفاقاً مردم کاملاً منطقی و بهینه تصمیم می‌گیرند در جریان ماجراهای بازار سرمایه و تشویق مردم به سرمایه‌گذاری در بورس، سود ماه‌های نخست نوسه‌های بازار و تاکید برخی بر کم‌ریسک بودن این بازار، باعث شد مردم در مقیاس بسیار گسترده‌ای به سمت بازار سهام هجوم ببرند. پس از ریزش‌های ماه‌های قبل و اعتراضات ناشی از ضرر بسیاری از سهامداران در آبان دیدیم که بار دیگر دولت از بازار حمایت کرد و شاخص کل به یکباره روند صعودی را در پیش گرفت.

البته با توجه به وضعیتی که اقتصاد ما دارد و رشد مداوم نرخ تورم، نمی‌توان مردم را متهم کرد که چرا چنین واکنش‌هایی از خود نشان می‌دهند. باید توجه داشت که شهروندان فقط تلاش کرده‌اند ارزش دارایی‌های خود را حفظ کنند. اما نباید فراموش کرد که سرانجام تمام این توجیحات، گسترده‌تر شدن دامنه فعالیت‌های سفته‌بازانه بوده است.

**سهند ایپانلو**  
editor@smtnews.ir

**مصطفی صفاری؛ شاخص کل نمی‌تواند معیار مناسبی برای سنجش بازار باشد و باید به میزان نقدشوندگی بسیار بالای بازار توجه کرد**

**میترا تاتاری؛ چندین دلیل برای ریزش‌های هفته گذشته بازار وجود دارد که اگر به آنها رسیدگی نشود، مشکلات تشدید خواهد شد، دلیل آن نیز بی‌اعتمادی سهامداران خُرد است**