

بررسی نقاط قوت و ضعف بازگشایی معاملات بازار سرمایه در بحران‌ها

۰۶۰ ۸۸۷۳۰۰۵۴-۸۸۷۳۰۰۵۴-۸۸۷۵۳۳۷۶-۸۸۷۵۳۳۷۶-۲۱ (+۹۸)

info@bcr.ir، ۲۱ ۸۸۷۵۳۳۷۶ (+۹۸)

bcr.ir

تهران، خیابان احمد قصیر، کوچه ششم، پلاک ۸، طبقه ۳، واحد ۳



این گزارش بر اساس داده‌های رسمی و معتبر تهیه شده است و شامل تحلیل‌های کارشناسی دقیق می‌باشد تا تصویری شفاف از وضعیت اقتصادی ارائه دهد.

تهیه و تدوین گزارش

• تیم کارشناسی اقتصادی: محسن امینی، علی آقانصیر

نظارت و تایید نهایی

• مدیر مطالعات کلان و جمع‌آوری داده: نسرین باقری

تهیه شده در واحد مطالعات کلان شرکت رتبه بندی اعتباری برهان

در مقالات علمی و بر اساس استانداردهای سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار، نهاد ناظر (مانند کمیسیون بورس در آمریکا، مرجع راهبری مالی در بریتانیا یا سازمان بورس در ایران) سه وظیفه اصلی دارد: ۱. حمایت از سرمایه‌گذار، ۲. حفظ بازارهای منصفانه، کارا و شفاف، ۳. کاهش ریسک سیستماتیک.

هنگامی که یک بحران بزرگ (مثل جنگ) رخ می‌دهد، مقالات علمی دخالت نهاد ناظر (از جمله بستن بازار) را بر اساس سه تئوری اصلی توجیه یا نقد می‌کنند:

الف) فرضیه کارایی بازار و عدم تقارن اطلاعاتی:

در شرایط عادی، قیمت سهام انعکاس تمامی اطلاعات موجود است. اما در زمان جنگ، جریان اطلاعات قطع یا مخدوش می‌شود. مقالات نشان می‌دهند که در بحران‌های امنیتی، «عدم تقارن اطلاعاتی» به بالاترین حد خود می‌رسد. افراد متصل به منابع قدرت یا نظامی، اطلاعات دقیقی از خسارات دارند، در حالی که سرمایه‌گذار خرد بی‌خبر است. اگر نهاد ناظر بازار را متوقف نکند، عملاً به گروه اول اجازه داده تا ثروت گروه دوم را غارت کنند. بنابراین، بستن بازار از منظر علمی، نه برای جلوگیری از افت قیمت، بلکه برای جلوگیری از معاملات مبتنی بر رانت اطلاعاتی است.

ب) مالی رفتاری و رفتار گله‌ای:

بازارهای مالی توسط انسان‌ها اداره می‌شوند و انسان‌ها در بحران‌ها دچار سوگیری‌های شناختی می‌شوند.

محققانی مانند دانیل کانمن (برنده نوبل اقتصاد) اثبات کرده‌اند که انسان‌ها در مواجهه با خطر، دچار «زیان‌گریزی شدید» و «رفتار گله‌ای» می‌شوند. در شرایط جنگی، سرمایه‌گذاران بدون توجه به ارزش ذاتی شرکت‌ها، فقط برای تبدیل دارایی به پول نقد اقدام به فروش هیجانی می‌کنند. نهاد ناظر با توقف موقت بازار یا بستن آن، در واقع سعی می‌کند «چرخه وحشت روانی» را بشکند و به سرمایه‌گذاران زمان بدهد تا اطلاعات را به صورت منطقی پردازش کنند.

ج) جلوگیری از سرایت ریسک:

بازار سرمایه یک جزیره منزوی نیست. سقوط آزاد بورس به سرعت باعث ورشکستگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مشمول تسویه اجباری شدن اعتبارات کارگزاری‌ها و در نهایت ناترازی بانک‌هایی می‌شود که به این نهادها وام داده‌اند. نهاد ناظر بازار را می‌بندد تا ریسک بازار سهام به «بحران بانکی» و «فروپاشی اقتصاد کلان» سرایت نکند (مدیریت ریسک سیستماتیک).

خلاصه مرحله اول:

از نظر علمی، موفقیت یک نهاد ناظر در زمان بحران به این بستگی دارد که مداخله‌اش با هدف «حفظ یکپارچگی بازار» باشد، نه صرفاً دستکاری قیمت برای جلوگیری از ریزش شاخص. اگر نهاد ناظر بازار را ببندد تا اطلاعات شفاف شود، علمی عمل کرده است؛ اما اگر بازار را ببندد تا با پول‌پاشی شاخص را سبز نگه دارد، طبق مقالات علمی، باعث تخریب بلندمدت بازار می‌شود.

در متون علمی مالی، توقف معاملات به عنوان یک مکانیسم مشروع برای تثبیت نوسانات گذرا و مدیریت اصطکاک‌های نقدینگی پذیرفته شده است. با این وجود، تحلیل انتقادی از عملکرد نهاد ناظر ایران، پرده از یک عارضه عمیق‌تر برمی‌دارد که در ادبیات مالی تحت عنوان «شکست مقررات‌گذاری» شناخته می‌شود. این تحلیل را می‌توان در دو محور «آسیب‌شناسی» و «راهکارهای ساختاری» تنظیم کرد:

الف) آسیب‌شناسی رویکرد نهاد ناظر؛ تقابل شوک بنیادین و سیاست‌گذاری سطحی

انتقاد به نحوه مداخله نهاد ناظر، با سه مفهوم کلیدی در تئوری‌های مالی قابل تبیین است:

- فقدان استراتژی خروج و تشدید ریسک سیستماتیک:

از منظر علمی، توقف طولانی‌مدت بازار بدون ارائه یک نقشه راه مشخص، کارکرد کنترل ریسک را از دست داده و خود به یک «ریسک ابهام» تبدیل می‌شود. سرمایه‌گذاران در مواجهه با ابهام (برخلاف ریسک‌های قابل اندازه‌گیری)، دچار سوگیری وحشت می‌شوند. این دقیقاً مشابه تجربه شکست‌خورده بورس سریلانکا است که توقف بدون برنامه، به خشک‌شدن نقدینگی و خروج قطعی سرمایه پس از بازگشایی منجر شد.

- خطای تشخیص شوک؛ شوک بنیادین در برابر اصطکاک نقدینگی:

آسیب به زیرساخت‌ها و دارایی‌های فیزیکی شرکت‌ها در زمان جنگ، یک «شوک بنیادین» است که مستقیماً جریان‌های نقد آزاد و ارزش ذاتی بنگاه را تخریب می‌کند. در مقابل، پاسخ نهاد ناظر و دولت (تزریق خطوط اعتباری بانکی یا انتشار اوراق تبعی حمایتی) ابزارهایی برای رفع «بحران نقدینگی موقت» هستند. از نظر آکادمیک، استفاده از ابزارهای پولی برای درمان یک شوک واقعی، مصداق بارز تخصیص ناکارآمد منابع است.

- تشدید عدم تقارن اطلاعاتی و انتخاب نامساعد:

بازگشایی کل بازار بدون افشای دقیق میزان خسارات و ارزیابی آن‌ها، بستر را برای پدیده «انتخاب نامساعد» فراهم می‌کند. در این ساختار، معامله‌گران دارای رانت اطلاعاتی، سهام شرکت‌های آسیب‌دیده را به سرمایه‌گذاران خرد و ناآگاه می‌فروشند. این امر ناقض اصل اول نهاد ناظر جهانی، یعنی «حفظ یکپارچگی و انصاف در بازار» است.

ب) تبیین راهکارهای ساختاری پیشنهادی مبتنی بر مهندسی مالی

- ایزوله‌سازی دارایی‌های سمی:

پیشنهاد تفکیک نمادهای آسیب‌دیده از نمادهای سالم، یک رویکرد کاملاً علمی است. در این مدل، نهاد ناظر با تعلیق نمادهای آسیب‌دیده، ریسک سرایت را مهار می‌کند. این استراتژی اجازه می‌دهد تا «مکانیسم کشف قیمت» برای سایر بخش‌های سالم اقتصاد به کار خود ادامه دهد و بازار سرمایه کارکرد سیگنال‌دهی خود را از دست ندهد.

- الزام به شفافیت رادیکال:

بازگرداندن اعتماد به بازار نیازمند افشای کامل و حسابرسی‌شده خسارات فیزیکی و عملیاتی است. از دیدگاه تئوری‌های مالی، تا زمانی که ابعاد یک نوسان و ریسک کمی‌سازی نشود، مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها قادر به تخصیص پاداش ریسک مناسب نخواهند بود و تقاضا وارد بازار نمی‌شود.

- بازسازی ساختار سرمایه نامتقارن:

راهکار کارشناسان، پیشنهاد جبران خسارت از طریق «کاهش سرمایه از محل سهام متعلق به دولت» است. در اقتصاد مالی، این روش به عنوان «مکانیسم نجات از درون» یا «جذب رقیق‌سازی سهام توسط سهامدار کنترل‌کننده» شناخته می‌شود. در این مدل، به جای آنکه دولت با چاپ پول بی‌پشتوانه و پولی کردن بدهی، تورم را به کل اقتصاد تحمیل کند، خسارت وارده را با فدا کردن بخشی از حقوق صاحبان سهام خود جذب می‌کند. این استراتژی، ضمن جلوگیری از ایجاد تورم، مسئله نمایندگی بین دولت و سهامداران خرد را به عادلانه‌ترین شکل ممکن حل می‌کند.

جمع‌بندی تحلیلی این مرحله:

از منظر اقتصاد مالی تطبیقی، رویکرد فعلی نهاد ناظر ایران در مدیریت پس از بحران، به دلیل تکیه بر «مداخلات قیمتی و تزریق اعتبارات مصنوعی»، فاقد پشتوانه علمی ساختارگراست و به احتمال زیاد به خروج هجومی سرمایه منجر خواهد شد. در نقطه مقابل، اتخاذ رویکرد «تفکیک ریسک»، «شفافیت حداکثری» و «بازسازی مالی مبتنی بر حقوق صاحبان سهام»، تنها مسیر آکادمیک برای احیای کارایی بازار است.

در ادبیات مالی، مداخلات نهاد ناظر در زمان بازگشایی بورس پس از یک شوک سیستماتیک، عموماً با هدف تأمین نقدینگی و ایجاد کف قیمتی انجام می‌شود. اثربخشی این ابزارها با چالش‌های ساختاری جدی روبروست:

الف) تحلیل نقدینگی حمایتی

نهاد ناظر اعلام کرده که قصد دارد از طریق شبکه بانکی، تسهیلاتی را برای حمایت از سهامداران تزریق کند. از منظر علمی، این اقدام با دو نقد آکادمیک روبروست:

- پدیده کوری نقدینگی:

مشکل فعلی بازار «تخریب دارایی»، نه «خشکی نقدینگی» است. در تئوری مالی، تزریق تسهیلات به بازاری که با شوک منفی ارزش ذاتی روبروست، تنها باعث تأخیر در اصلاح قیمت می‌شود. این ابزار به جای حل بحران، صرفاً فرصت خروج را برای سهامداران درشت فراهم کرده و بدهی بانکی را به ترازنامه سهامداران خرد اضافه می‌کند.

- تضاد نرخ بهره و هزینه فرصت سرمایه:

زمانی که نرخ بهره بین‌بانکی و نرخ بهره بدون ریسک در سطوح بالایی (مانند ۲۴ تا ۳۰ درصد) قرار دارد، تزریق وام با نرخ‌های مشابه برای خرید سهام، از نظر اقتصادی فاقد توجیه است. طبق مدل هزینه سرمایه، تا زمانی که بازدهی انتظاری بازار به دلیل ابهامات جنگی کمتر از هزینه استقراض باشد، این وام‌ها منجر به تقاضای پایدار نخواهند شد.

ب) بیمه سبد سهام (اوراق تبعی حمایتی)

استفاده از اوراق تبعی برای تضمین حداقل بازدهی، در ادبیات مالی تحت عنوان بیمه پرتفوی شناخته می‌شود.

- ریسک اعتباری ضامن:

اثربخشی این اوراق از منظر علمی منوط به «توانگری مالی ضامن» است. اگر ناشر این اوراق (دولت یا صندوق تثبیت) فاقد منابع نقد کافی برای ایفای تعهد در زمان سررسید باشد، این ابزار نه تنها ریسک را کاهش نمی‌دهد، بلکه منجر به بحران اعتماد گسترده‌تر می‌شود.

- اثر دلتای منفی:

در بازارهای توسعه‌یافته، انتشار انبوه اختیارات فروش حمایتی بدون عملیات پوشش ریسک توسط بازارگردان، می‌تواند در زمان بازگشایی منجر به فشار فروش مضاعف شود، زیرا نهادهای منتشرکننده برای پوشش ریسک خود مجبور به اتخاذ موقعیت‌های معکوس می‌شوند.

ج) پارادوکس سیاست‌گذاری؛ تضاد بانک مرکزی و وزارت اقتصاد

در اقتصاد کلان، این وضعیت تحت عنوان ناپایداری سیاست‌های کلان بررسی می‌شود:

- سیاست پولی انقباضی:

بانک مرکزی با هدف کنترل تورم و نقدینگی، سقف ترازنامه بانک‌ها را می‌بندد و نرخ بهره را بالا نگه می‌دارد. این اقدام به معنای کاهش ارزش فعلی جریان‌های نقدی شرکت‌های بورسی است.

- وعده‌های تسهیلاتی:

همزمان، تیم اقتصادی دولت وعده تسهیلات و تزریق نقدینگی به بورس را می‌دهد.

- نتیجه‌گیری بر اساس تئوری‌های علمی:

طبق تئوری انتظارات عقلایی، بازار به این وعده‌ها واکنش مثبت نشان نمی‌دهد؛ زیرا فعالان بازار تضاد بین نرخ بهره ۳۰ درصدی و وام حمایتی را درک می‌کنند. این تضاد باعث می‌شود که مداخلات نهاد ناظر به عنوان «خبردرمانی» تلقی شده و اثرگذاری خود را بر انتظارات تورمی و روانی بازار از دست بدهد.

(د) دستکاری دامنه نوسان

محدود کردن دامنه نوسان در زمان بازگشایی، از منظر علمی به «اثر آهنربایی» منجر می‌شود. محدودیت شدید نوسان، مانع از تخلیه شوک اطلاعاتی شده و با طولانی کردن روند ریزش، باعث قفل شدن نقدینگی در صف‌های فروش می‌شود که این خود بزرگترین دشمن بازار سرمایه است.

جمع‌بندی نهایی:

تحلیل نهایی نشان می‌دهد که توقف بازار سرمایه در شرایط بحرانی، زمانی از یک «ابزار مدیریت ریسک» به یک «عامل تخریب اعتماد» تبدیل نمی‌شود که نهاد ناظر به جای مداخلات پولی سطحی (نظیر تزریق وام‌های بانکی و خبردرمانی) و نادیده گرفتن شوک‌های بنیادین، استراتژی بازگشایی خود را بر پایه سه رکن «ایزوله‌سازی دارایی‌های سمی و آسیب‌دیده»، «شفافیت رادیکال در افشای خسارات» و «بازسازی ساختار سرمایه از محل حقوق صاحبان سهام دولت» استوار سازد؛ در واقع، برخلاف الگوهای شکست‌خورده‌ای که با حبس نقدینگی و مداخلات دستوری سعی در پنهان‌سازی واقعیت دارند، مدل موفق جهانی و راهکار علمی پیشنهادی بر این منطق استوار است که دولت باید به عنوان سهامدار عمده، بار مالی بازسازی صنایع را با «کاهش سرمایه خود (از طریق مکانیسم نجات از درون)» به دوش بکشد تا بدون ایجاد تورم و چاپ پول، کارایی ساختاری بازار و نقدشوندگی آن حفظ شده و از خروج هجومی سرمایه‌گذاران به دلیل «عدم تقارن اطلاعاتی» جلوگیری شود.

مدیریت بورس در زمان بحران: مداخله علمی یا دستوری؟

تبیین چرایی علمی مداخله در بازار سرمایه هنگام بحران و ارائه راهکارهای ساختاری برای بازگشایی موفق بازار.

بخش دوم: راهکارهای ساختاری برای احیای کارایی بازار

بخش اول: مبانی تئوریک؛ چرا مداخله نهاد ناظر ضروری است؟



ایزوله سازی دارایی های آسیب دیده
تفکیک نمادهای خسارت دیده از بخش های سالم بورس برای حفظ مکانیسم کشف قیمت.

بازسازی مالی مبتنی بر حقوق دولت
جبران خسارات از طریق کاهش سرمایه سهم دولت به جای چاپ پول تورمزا.

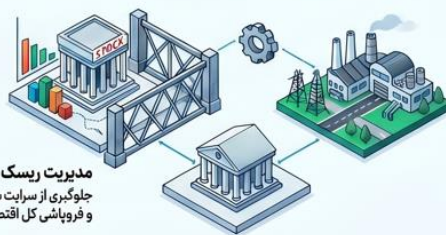
الزام به شفافیت رادیکال
افشای کامل و حسابرسی شده میزان خسارات برای بازگشت اعتماد و قیمت قیمت گذاری صحیح.



مقابله با عدم تقارن اطلاعاتی
جلوگیری از رانت خواری افراد مطلع و حمایت از سرمایه گذاران خرد در برابر غارت ثروت.



شکست چرخه وحشت و رفتار گله ای
دادن زمان به معامله گران برای پردازش منطقی اطلاعات و جلوگیری از فروش های هیجانی.



مدیریت ریسک سیستماتیک
جلوگیری از سرایت سقوط بورس به شبکه بانکی و فروپاشی کل اقتصاد کلان.

مقایسه رویکرد سنتی با رویکرد علمی پیشنهادی در مدیریت بحران

رویکرد علمی (ساختاری)	رویکرد فعلی (پولی/دستوری)
بازسازی سرمایه از محل سهم دولت	تزریق وام و نقدینگی بانکی
ایزوله سازی نمادهای سمی	محدود کردن شدید دامنه نوسان
شفافیت در افشای خسارات	خیردرمانی و وعده های حمایتی

NotebookLM