

# بازگشایی بورس در چارچوب سنجیده

بازار سرمایه پس از توقف طولانی، به استراتژی بازگشایی نیاز دارد که نه اسیر شتاب‌زدگی باشد و نه گرفتار تعلل؛ مسیری که بر افشای واقعی آسیب‌ها و بازسازی اعتماد بنا شود



مدیریت شوک‌های بیرونی در اقتصاد نیازمند تصمیم‌هایی است که در لحظه شاید سنگین به نظر برسند، اما در بلندمدت نقش سپر حفاظتی برای ثبات بازارها را ایفا می‌کنند. توقف نهم اسفندماه بورس، هم‌زمان با آغاز جنگ تحمیلی رمضان، در همین چارچوب قابل تحلیل است؛ اقدامی احتیاطی برای مهار ریسک نقدشوندگی و جلوگیری از رفتارهای هیجانی. بررسی روندهای پس از آن نشان می‌دهد موضوع اصلی چگونگی بازگرداندن بازار به مدار معاملاتی است؛ بازگشتی که باید مرحله‌ای، داده‌محور و با اتکا به ارزیابی دقیق آسیب‌ها طراحی شود تا اعتماد سرمایه‌گذاران احیا گردد.

## بازگشت تدریجی بازار

فرایند بازگشایی بازار پس از توقف، به شکل مرحله‌ای و تحت کنترل ناظر پیگیری شد تا از جهش‌های غیرمنطقی قیمت‌ها جلوگیری شود. در این مسیر، صندوق‌های با درآمد ثابت از ۱۷ اسفند و صندوق‌های کالایی از ۲۴ اسفند به جریان معاملات بازگشتند، اما صندوق‌های سهامی و بسیاری از نمادهای بورسی همچنان در وضعیت توقف قرار گرفتند تا ریسک نوسانات شدید مدیریت شود. تحولات نقدینگی طی این دوره نشان‌دهنده تغییر جهت ترجیحات سرمایه‌گذاران است. صندوق‌های درآمد ثابت با وجود خروج اولیه حدود ۷ همت، در ادامه نزدیک به ۱۸ همت جذب کردند و بازدهی ۳ درصدی را ثبت نمودند. در مقابل، صندوق‌های طلا با فشار فروش سنگین مواجه شدند و بیش از سیزده همت خروج سرمایه و حدود شش درصد افت قیمت را تجربه کردند؛ نشانه‌ای از افزایش میل سرمایه به سمت ابزارهای کم‌ریسک. با وجود این شواهد، اصل ماجرا به طراحی دقیق سازوکار بازگشایی کامل بازار بازمی‌گردد؛ طراحی‌ای که بدون شفاف‌سازی گزارش آسیب‌ها، افشای واقع‌بینانه وضعیت شرکت‌ها و ارائه برنامه حمایتی منسجم از سوی دولت امکان‌پذیر نخواهد بود. بازگشت پایدار معاملات در گرو ترمیم اعتماد است؛ اعتمادی که تنها با جریان اطلاعات روشن و سیاست‌گذاری هماهنگ احیا می‌شود.

## دوگانه نقدشوندگی و ریسک

سید فرهنگ حسینی، کارشناس بازار سرمایه، معتقد است بحث بازگشایی یا تداوم توقف معاملات بورس در شرایط بحران، در واقع مواجهه با یک دوگانه دشوار میان نقدشوندگی دارایی‌ها و ریسک‌های ناشی از ابهام اطلاعاتی و نوسان شدید قیمت‌هاست. به گفته او، ارزیابی فعالان بازار در این باره بیش از هر چیز به ترکیب پورتفوی سرمایه‌گذاری و میزان دارایی‌های آنان در بازار سهام وابسته است؛ به همین دلیل نیز دیدگاه‌ها درباره بازگشایی یا تداوم توقف معاملات، همواره با موافقت‌ها و مخالفت‌های قابل توجهی همراه بوده است. با این حال، روند نظرسنجی‌های غیررسمی در شبکه‌های اجتماعی نشان می‌دهد که در هفته‌های اخیر، سهم مخالفان تداوم توقف معاملات نسبت به موافقان آن افزایش یافته است. به‌باور حسینی، هر تصمیمی در چنین شرایطی ناگزیر با انتقاداتی مواجه خواهد شد؛ زیرا پیامدهای هر سیاست تنها پس از اجرا به‌طور کامل آشکار می‌شود. تداوم بسته‌ماندن بازار، مهم‌ترین پیامد خود را در کاهش نقدشوندگی دارایی‌های سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد. در چنین وضعیتی سرمایه‌ها عملاً بلوکه می‌شود، امکان بازتعادل پرتفوی از میان می‌رود و سرمایه‌گذاران از فرصت‌های جایگزین سرمایه‌گذاری محروم می‌شوند. این مسئله علاوه بر زیان ناشی از هزینه فرصت، فشار روانی قابل توجهی نیز بر فعالان بازار وارد می‌کند. پیامدهای توقف طولانی مدت تنها به سهامداران محدود نمی‌شود. صنعت کارگزاری، که بخش مهمی از فعالیت آن به گردش معاملات وابسته است، در صورت تداوم این وضعیت با رکود جدی روبه‌رو خواهد شد. موضوع اعتبارات اعطایی کارگزاری‌ها نیز به چالشی مضاعف تبدیل می‌شود. از سوی دیگر، تعویق در انجام تکالیف قانونی شرکت‌ها، از جمله ارائه اطلاعات و برگزاری مجامع، می‌تواند تنه‌امزیت باقی‌مانده سهامداری در دوره توقف – یعنی دسترسی به اطلاعات و دریافت سود نقدی – را نیز تضعیف کند. در مقابل، بازگشایی شتاب‌زده بازار بدون فراهم شدن بسترهای اطلاعاتی و نظارتی کافی نیز خالی از ریسک نیست. احتمال افت شدید قیمت‌ها نسبت به ارزش ذاتی، تشدید نوسانات، بروز رفتارهای هیجانی ناشی از ترس یا

طمع و حتی دستکاری اطلاعات از جمله مخاطراتی است که می‌تواند در چنین شرایطی بروز کند. به همین دلیل، تصمیم‌گیری درباره زمان و نحوه بازگشایی بازار نیازمند رویکردی سنجیده، مرحله‌ای و مبتنی بر ارزیابی دقیق ریسک‌هاست.

## بازگشایی تدریجی بر پایه ریسک

به اعتقاد این تحلیلگر بازار سرمایه، تجربه بازگشایی مرحله‌ای برخی ابزارهای مالی نشان می‌دهد مدیریت تدریجی در شرایط بحران امکان‌پذیر است. در گام نخست، صندوق‌های با درآمد ثابت، گواهی‌های سپرده و صندوق‌های کالایی و انرژی فعالیت خود را از سر گرفتند؛ ابزارهایی که در برخی موارد حتی از منظر نوسان قیمتی ریسک‌هایی متفاوت از سهام دارند. با این حال، تجربه بازار نشان داد بازگشت کنترل‌شده این ابزارها توانست تا حدی به حفظ جریان نقدینگی و آرام‌تر شدن فضای بازار کمک کند. در مورد صندوق‌های طلا نیز تجربه قابل توجهی شکل گرفت. به گفته حسینی، پس از گذشت بیش از یک ماه از بازگشایی این صندوق‌ها، قیمت‌ها به تدریج به تعادل نزدیک شده و به سطوح پیش از آغاز جنگ بازگشته‌اند. همچنین حباب منفی که در ابتدای بازگشایی نشانه‌ای از بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران به بازار بود، به‌مرور کاهش یافته و اکنون به حدود صفر رسیده است. این تجربه نشان می‌دهد در صورت مدیریت تدریجی و کنترل‌شده، بازار قادر است بخشی از شوک‌های اولیه را جذب کند و به تعادل نسبی برسد. حسینی بر همین اساس پیشنهاد می‌کند که در گام بعدی، بازگشایی بازار سهام نیز بر پایه تقسیم‌بندی شرکت‌ها انجام شود. در این چارچوب، شرکت‌هایی که در اثر جنگ آسیب دیده‌اند یا با ریسک‌های عملیاتی بالا مواجه‌اند، همچنان در وضعیت توقف باقی بمانند. برای این دسته از نمادها می‌توان بازاری محدود و جبرانی طراحی کرد تا سهامداران خرد، با سقف‌های مشخصی در حد چند ده یا چند صد میلیون تومان، امکان فروش بخشی از دارایی خود را داشته باشند. اجرای چنین سازوکاری با حمایت دولت می‌تواند از فشار نقدینگی بر سرمایه‌گذاران خرد بکاهد. بازگشایی کامل این

شرکت‌ها باید به تثبیت شرایط سیاسی و اقتصادی، تداوم آتش‌بس یا دستیابی به توافق و همچنین ارائه برنامه‌ای عملیاتی و واقع‌بینانه برای بازسازی فعالیت‌های اقتصادی آن‌ها موکول شود. در مقابل، شرکت‌هایی که آسیب جدی ندیده‌اند یا از منظر عملیاتی با ریسک پایین‌تری مواجه‌اند، می‌توانند پس از طی فرایند شفاف‌سازی اطلاعات و برنامه‌ریزی حمایتی به تدریج به چرخه معاملات بازگردند. چنین برنامه‌ای می‌تواند شامل مجموعه‌ای از ابزارهای سیاستی برای مدیریت ریسک در حجم فروش روزانه، اعمال دامنه‌نوسان محدودتر و تعلیق معاملات ابزارهای مشتقه مانند اختیار معامله و قراردادهای آتی، انتشار اوراق تبعی نیز می‌تواند به عنوان ابزاری حمایتی برای کاهش نگرانی سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد. در کنار این اقدامات، برگزاری به‌موقع مجامع شرکت‌ها، انتشار گزارش‌های مالی و عملیاتی و ارائه اطلاعات شفاف درباره آثار اقتصادی جنگ بر تولید و فروش شرکت‌ها، شرط اساسی برای بازسازی اعتماد در بازار سرمایه خواهد بود.

## شفافیت و زمان‌بندی

علی‌رحمانی، کارشناس بازار سرمایه، معتقد است تصمیم‌گیری درباره بازگشایی بورس در دوره آتش‌بس مستلزم سنجش دقیق میان دو ریسک است: از یک سو نبود دورنمای روشن از شرایط سیاسی و امنیتی و از سوی دیگر، تبعات توقف طولانی مدت فعالیت بازار. او تأکید می‌کند که بازگشایی شتاب‌زده در فضایی آکنده از عدم قطعیت می‌تواند به خطای قیمت‌گذاری، فشار فروش و نوسانات سنگین منجر شود، اما تداوم تعطیلی نیز برای ساختار بازار و بازیگران آن هزینه‌زا است. رحمانی نخستین گام ضروری را «شفاف‌سازی گسترده و اجباری» می‌داند. به گفته او، برخی شرکت‌ها تحت تأثیر مستقیم جنگ دچار خسارت‌های عملیاتی شده‌اند و ممکن است نسبت به درخواست‌های رسمی سازمان بورس واکنش مناسبی نشان ندهند، اما برای پوشش مسئولیت‌میران و حفظ حقوق سهامداران، آغاز سریع افشاهای قانونی ضرورت دارد. او توضیح می‌دهد که اثرات جنگ محدود به شرکت‌های هدف حمله نیست و زنجیره تولید نیز به همان میزان آسیب می‌بیند. صنایعی مانند فولاد و پتروشیمی به‌طور مستقیم تحت فشار قرار گرفته‌اند، اما شرکت‌های بالادستی شامل تأمین‌کنندگان گندله، سنگ آهن و خوراک نیز با اختلال مواجه شده‌اند؛ همان‌طور که شرکت‌های پایین‌دستی نظیر خودروسازان، که خریدار ورق و محصولات فولادی‌اند، با افزایش هزینه و اختلال در تأمین روبه‌رو شده‌اند. این فشارهای متقاطع، ضرورت انتشار اطلاعات دقیق درباره وضعیت عملیاتی، ظرفیت تولید، زمان‌بندی بازسازی و ریسک‌های جاری را دوچندان می‌کند. به‌باور او بدون این شفافیت، امکان کشف قیمت واقعی و تصمیم‌گیری منطقی برای بازار وجود نخواهد داشت. بنابراین سؤال اصلی زمان بازگشایی نیست، بلکه میزان آمادگی بازار اطلاعاتی برای مواجهه با آن است.

## اولویت صنایع کم‌ریسک

این کارشناس معتقد است «بازگشایی مرحله‌ای» منطقی‌ترین مسیر برای خروج بازار از وضعیت توقف است. به گفته او، پس از تکمیل شفاف‌سازی، صنایع باید بر اساس میزان آسیب‌پذیری طبقه‌بندی شوند. صنایعی مانند غذا و بانک که کمترین تأثیر مستقیم از جنگ پذیرفته‌اند می‌توانند نخستین گروه نمادهای آماده بازگشایی باشند. چنین اولویتی به بازار امکان می‌دهد در فضایی آرام‌تر فرایند قیمت‌گذاری را آغاز کند و به تدریج نقدشوندگی احیا شود.



امیرتقی خان‌تجربشی

کارشناس بازار سرمایه

## بازگشایی محتاطانه بورس پس از بحران

آتش‌بس دو هفته‌ای، گرچه فرصت موقتی برای آرامش فراهم کرده، با این حال تصویری پایدار از ثبات سیاسی و اقتصادی ایجاد نکرده است. در چنین وضعیتی، تصمیم‌گیری درباره بازگشایی بازار سهام تنها زمانی موجه است که بر پایه داده‌های شفاف و ارزیابی دقیق از خسارت وارده صورت گیرد. بسیاری از صنایع بزرگ کشور، از فولاد و پتروشیمی تا شرکت‌هایی مانند فولاد مبارکه و فولاد خوزستان، با آسیب‌های قابل توجه روبه‌رو شده‌اند و اختلال در این زنجیره نه تنها صنایع بالادستی بلکه صنایع پایین‌دستی همچون خودروسازی و لوازم خانگی را نیز تحت فشار قرار می‌دهد. بازگشایی بازار بدون روشن شدن پیامدهای این آسیب‌ها، خطر تشدید رفتارهای هیجانی، افزایش بی‌اعتمادی و شکل‌گیری بی‌عدالتی اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران را به همراه دارد و می‌تواند روند بازگشت آرامش را دشوارتر کند.

شرکت‌ها باید در سامانه‌های رسمی، گزارش‌های دقیق و قابل اتکا درباره خسارات فیزیکی و عملیاتی خود منتشر کنند. تعیین میزان آسیب خطوط تولید، تجهیزات و زیرساخت‌ها، شرح چگونگی اختلال در فرایندهای تولید و فروش، ارزیابی موجودی انبار، وضعیت صادرات و برآورد بازه زمانی بازگشت به وضعیت عادی، از جمله الزامات این مرحله است. بررسی پوشش بیمه‌ای و تعهدات بیمه‌گران نیز باید با دقت مشخص شود تا بار مالی شرکت‌ها قابل محاسبه باشد. نبود چنین اطلاعاتی، فضای شایعه و گمانه‌زنی را گسترش می‌دهد و گروه‌هایی از فعالان بازار را در موضع برتری اطلاعاتی قرار می‌دهد؛ وضعیتی که کشف صحیح قیمت را مختل کرده و زمینه رانت و فساد را تقویت می‌کند. شفافیت کامل و دسترسی برابر به داده‌ها شرط ضروری تصمیم‌گیری درباره بازگشایی بازار است و بدون آن، هر اقدام اجرایی تنها به افزایش ابهام خواهد انجامید.

بازار سرمایه برای باز شدن نیازمند بیش از دانستن میزان آسیب‌هاست؛ باید بدانند این آسیب‌ها چه اثری بر سودآوری، جریان نقد، ظرفیت تولید و افق بازسازی شرکت‌ها خواهد داشت. نقدشوندگی نیز پایه‌ای مهم در این تصمیم است و هرگونه محدودیت شدید بر دامنه‌نوسان، هرچند با هدف کنترل هیجان اعمال شود، می‌تواند روند شکل‌گیری تعادل را کندتر کند. انباشت فشار فروش و تقاضای معطل‌مانده، در صورت محدودیت طولانی مدت، هزینه بازگشت بازار به آرامش را افزایش می‌دهد. سرمایه‌گذاران خرد طی دوره توقف بازار با فشار نقدینگی روبه‌رو شده‌اند و استفاده از تسهیلات کوتاه‌مدت یا وام‌های کم‌بهره می‌تواند بخشی از این فشار را کاهش داده و از فروش‌های هیجانی جلوگیری کند. نهادهای مالی نیز در نبود نقدشوندگی کافی ممکن است نیازمند راهکارهای مکمل از جمله انتشار اوراق هدفمند باشند تا بتوانند تعهدات خود را مدیریت کنند. بازگشایی تدریجی بر برخی نمادها، اگر بدون ملاحظات سیستمی انجام شود، خطر تمرکز فشار فروش بر بخش کوچکی از بازار را به دنبال دارد و می‌تواند ترکیب پورتفو و تعادل صندوق‌ها را مختل کند.

“

## بازار سهام

## امروز در

## نقطه‌ای

## ایستاده که

## بازگشت آن،

## نه از مسیر

## دستور بلکه از

## مسیر اعتماد

## و شفافیت

## می‌گذرد؛

## اعتمادی

## که باید با

## داده‌های

## روشن و

## سیاست‌گذاری

## هماهنگ

## ترمیم شود