CAPITAL & MARKET

سال شانزدهم - شماره ۱۳۹ - شهریور و مهر ۱۴۰۴ - قیمت: ۳۰۰,۰۰۰ تومان

ISSN: 2252 - 0198

# بازار و سرمایه



# بورس در میدان مین ژئوپلیتیک

## روایت ۱۲ روز سکوت در تالار شیشه‌ای

**طلا تا کجا رشد خواهد کرد؟**

پیش‌بینی قیمت طلا تا ۵ سال آینده

**بازیگران اصلی سقوط ۹۹**

رمز گشایی از دلایل سقوط بورس در سال ۱۳۹۹


قدر زر، زرگر شناسد
صندوق طلای زرگر
نقدشوندگی بالا، پوشش تورم و حفظ ارزش دارایی‌ها
کارآمد
گروه مالی
karamad.com

۰۲۱ - ۹۲۰۰۲۹۰۰
kheradmand_broker
Kheradmand brokerage
kheradmandbroker

# کارگزاری توسعه معاملات خردمند

## نوآور، پویا، هوشمند

kheradmandbroker.ir





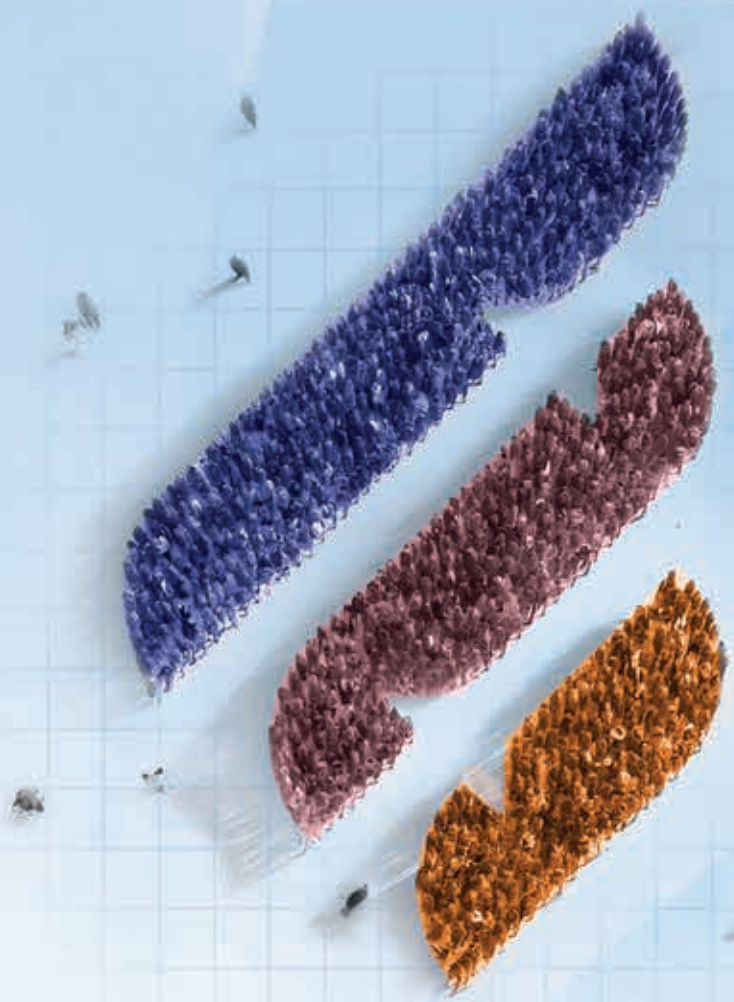
# تا ۱ میلیارد تومان روی شایان حساب کنید

★ نرخ سود تسهیلات: از ۱۴% تا ۲۳%

★ امکان معدل سازی از ۱ ماه تا ۶ ماه

بانک ملت

bank mellat



# سکوی تأمین مالی جمعی
# "اوج فاند"

# تجربه سودآوری پایدار در یک همراهی شفاف

- ✓ تأمین مالی تا سقف **۱۰۰ میلیارد تومان**
- ✓ فرآیندی **سریع**، **هوشمند** و **شفاف**
- ✓ قابل استفاده برای کسب‌وکارهای **کوچک و متوسط**
- ✓ تحت مدیریت **سبدگردان نوین نگر آسیا**

www.owjfund.ir
۰۲۱-۴۵۲۸۳۰۰۰

سبدگردان نوین نگر آسیا



# طرح تسهیلاتی ایران یار

## تسهیلات کاربردی تا سقف ۱۰.۰۰۰.۰۰۰.۰۰۰ ریال


۰۲۱ ۲۴۸۰۹

مرکز تماس بانک ایران زمین

www.Izbank.ir


SCAN ME

بانک ایران زمین

IRAN ZAMINBANK

# فهرست


**پرونده ویژه**

۶ شوک جنگ و اسنپ‌بک
۸ شکست دیپلماسی
۹ بورس در محاصره ریسک
۱۰ فرصت‌های پنهان در دل بحران
۱۱ مدیریت بحران‌های بازار سرمایه؛ ریسک‌ها و راهکارها
۱۲ فرصتی برای شکار سهام
۱۳ راه نجات بورس در بحران
۱۴ جنگ، عامل تشدید بحران ۹۹
۱۵ تجلی شکنندگی اعتماد عمومی
۱۶ نقش ابزارهای معاملاتی در کنترل ریسک
۱۷ بازار سرمایه در سایه ریسک‌های ژئوپلیتیک
۱۸ بازار سرمایه؛ بازار انتظارات
۱۹ ریسک جنگ برای بورس
۲۱ تجربه تحریم
۲۲ شوک ماشه

**بررسی یک سقوط**

۲۶ رویای گران
۲۷ روایت احساسی از یک زخم باز
۲۸ ردپای نرخ بهره در سقوط ۹۹
۲۹ پایان یک رویای اینترنتی
۳۰ حباب سرخ
۳۱ از نیویورک تا تهران؛ الگوی جهانی سقوط بازارها

**بازارها**

۳۶ پاییز پر التهاب
۳۷ سال طلا
۳۹ اونس جهانی در جاده یک‌طرفه
۴۰ رقابت با شاخص
۴۱ دست پُر ضرب طلای فیزیکی
۴۲ پرواز شتاب
۴۳ بازار در انتظار خبر
۴۴ وبملت؛ تله خرسی یا فرصت طلایی

**ارز دیجیتال**

۴۶ بازی کریپتو عوض شد
۴۷ اکتبر؛ ماه سرنوشت‌ساز کریپتو
۴۸ فرمانروایان میلیارد دلاری کریپتو
۴۹ فرمول گاوبازها
۵۰ نبض درآمد در استخرها
۵۱ دفتر سفارش؛ جنگ قدرت در چند میلی‌ثانیه

**آموزش**

۵۴ تحلیل حساسیت در مدل‌های ارزش‌گذاری
۵۵ راهنمای تحلیل بنیادی صنعت نساجی
۵۶ صنعت نساجی صحنه تقابل سنت و مدرنیته
۵۸ فرصت مه‌آلود صنعت نساجی


## پیشنهاد سردبیر



### بازیگران اصلی سقوط ۹۹

سال ۱۳۹۹ در حافظه اقتصادی ایرانیان با یک تناقض تلخ گره خورده است؛ رویای یک‌شبه ثروتمند شدن در بازار سرمایه که برای میلیون‌ها نفر به کابوس از دست رفتن سرمایه بدل شد. صعودی کهکشانی و سپس سقوطی ویرانگر، بورس تهران را به صحنه یکی از بزرگ‌ترین بحران‌های مالی دهه اخیر تبدیل کرد. اما در پس این نوسان شدید چه عواملی نهفته بود؟ آیا سقوط بورس فقط نتیجه هیجانات بازار و رفتار گله‌ای سرمایه‌گذاران بود، یا ریشه در سیاست‌های کلان اقتصادی و تصمیمات دولتی داشت؟ برای کالبدشکافی این رویداد مهم و بررسی درس‌های آموخته (و نیاموخته) آن، ماهنامه بازار و سرمایه به گفت‌وگو با مریم محبی، کارشناس و مشاور مالی، نشسته است...

• مشروح این گفت‌وگو در صفحه ۳۲ آمده است





ISSN: 2252 - 0198
سال شانزدهم - شماره ۱۳۹
شهریور و مهر ۱۴۰۴- ۶۸ صفحه

بازار و سرمایه

**ماهنامه تخصصی بازار و سرمایه**
**کاری از: نیکان رسانه بازار سرمایه**

**صاحب امتیاز:** شرکت نیکان رسانه بازار سرمایه
**مدیر مسئول:** معراج نادری فصیح
**قائم مقام مدیر مسئول:** امیر آشتیانی عراقی
**سردبیر:** بهزاد رنجبر
**رئیس شورای سیاستگذاری:** دکتر مهدی کرباسیان
**شورای سیاستگذاری:** دکتر علی سنگینیان، دکتر علی رحمانی، غلامحسین دوانی، دکتر سعید جمشیدی‌فرد، دکتر ولی نادی قمی، دکتر آلبرت بغزیان، دکتر سعید اسلامی‌بیدگلی، دکتر مصطفی امید قائمی، حسین خزلی خرازی، دکتر محمد ابراهیم پوررزندی، دکتر بهروز خدارحمی، دکتر حسین زارعی
**همکاران این شماره تحریریه:** حبیب علیزاده، هدیه لطفی، پیام عابدی، مریم موسی‌پور، فرخنده رفائی
**مدیر هنری:** سید مهدی لنکرانی
**ویراستار:** نسرین اسلامی
**عکس:** مهدی زرقانی
**بازرگانی:** نسیم بهمنی، فاطمه اسکندری، زینب همت‌یار، سحر کاشفی، زهرا خانی
**اشتراک:** ترانه ابوالحسنی‌پور
**مالی و اداری:** نیکتا حکمت، کوثر صدفی
**ناظر چاپ:** هادی میرزایی
**نشانی:** تهران، بزرگراه شهید گمنام، خیابان جهان‌آرا، کوچه ۱۳/۲ (بابک)، پلاک ۱۶، طبقه دوم
**تلفن:** ۸۸۰۲۷۳۷۸ - ۸۸۰۱۳۸۷۱ (۰۲۱) ۴۱۶۷۴۰۰۰
**دورنگار:** ۸۹۷۷۵۷۶۵ (۰۲۱)
**چاپ:** انتشارات جنگل



■ ماهنامه بازار و سرمایه آماده دریافت مطالب و مقالات کارشناسان محترم برای انتشار در ماهنامه است.

■ مسئولیت آرا و عقاید ابراز شده در مقالات به عهده نویسندگان است و نشریه در گزینش، ویرایش و اصلاح مطالب پذیرفته شده آزاد است.



مطالب ماهنامه بازار و سرمایه را در بانک اطلاعات نشریات کشور بخوانید

www.magiran.com
bazarosarmaye@gmail.com

# شوک جنگ و اسنپ‌بک



بهزاد رنجبر
سردبیر

بورس تهران هیچ‌وقت روی زمین صاف قدم نزده است. همیشه یا سایه سنگین سیاست بر سر آن بوده، یا اقتصاد کلان آن را با شوک‌های تورمی، ارزی و پولی روبه‌رو کرده است. اما امروز بیش از هر زمان دیگری، بازار سرمایه درست در میانه میدان مین ژئوپلیتیک قرار گرفته است؛ جایی که هر قدم اشتباه می‌تواند چالش تازه ایجاد کند.

دو رویداد مهم یعنی جنگ ۱۲روزه ایران و اسرائیل و فعال شدن مکانیسم ماشه در شورای امنیت سازمان ملل که در هفته‌ها و ماه‌های اخیر رخ داده‌اند، نشان می‌دهند که چرا بورس تا این اندازه شکننده شده و چرا درک ریسک‌های ژئوپلیتیک برای سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران اهمیت حیاتی دارد. این دو حادثه اگرچه ماهیتی متفاوت دارند، اما در یک نقطه یعنی بورس به هم می‌رسند و اثراتشان در شاخص بورس نمایان می‌شود.

## زخم عمیق بر اعتماد سهامداران

شاخص بورس تهران پس از پایان جنگ ۱۲ روزه با نزول عمیقی مواجه شد و سهامداران بعد از بازگشایی بازار، در صف‌های طولانی فروش ایستادند.

این نزول عمیق ریشه در تحلیل‌های بنیادی دقیق نداشت بلکه عامل اصلی آن هراس روانی از آینده بود. این سقوط نشان داد که بورس تهران بیش از آنکه اسیر واقعیت‌های اقتصادی باشد، در گروی فضای سیاسی و روانی منطقه است. تجربه مشابه را در سال‌های گذشته هم دیده بودیم، اما آنچه این بار اتفاق افتاد، ابعاد تازه‌ای داشت. بازار، که از نیمه دوم سال ۱۳۹۹ با مشکلات ساختاری نظیر نظام چندنرخی ارز، نرخ بهره بالا، قیمت‌گذاری دستوری و ناترازی انرژی دست‌وپنجه نرم می‌کرد، در مواجهه با یک شوک امنیتی تاب‌آوری چندانی نداشت. به عبارت دیگر، جنگ ۱۲ روزه صرفاً یک ماشه بود؛ ماشه‌ای که مشکلات انباشته بازار سرمایه را منفجر کرد. اگر بدنه بازار سالم‌تر و قوی‌تر بود، این جنگ می‌توانست فقط یک نوسان مقطعی ایجاد کند. اما واقعیت آن است که بازار سهام نحیف ایران توان ایستادن در برابر طوفان را نداشت و سرمایه‌گذاران، بار دیگر، اعتماد خود را از دست دادند.

## مکانیسم ماشه؛ بازگشت تحریم‌ها با لباس جدید

درست پیش از آنکه بازارفرصت بازسازی اعتماد از دست‌رفته را پیدا کند، خبر مهم‌تری از نیویورک رسید. شورای امنیت سازمان ملل متحد در ۲۸ شهریور مکانیسم ماشه را فعال و اعلام کرد که به دلیل نقض برجام، تحریم‌های بین‌المللی علیه ایران از ۵ مهر به‌طور رسمی بازخواهد گشت.

این تصمیم، به معنای بازگشت تمام قطعنامه‌های تحریمی سازمان ملل است؛ تحریم‌هایی که نه فقط صادرات نفت، گاز و محصولات پتروشیمی ایران را نشانه می‌رود، بلکه نقل‌وانتقال مالی، بیمه‌ای و حمل‌ونقلی را نیز به‌شدت محدود می‌کند. برای بازاری مثل بورس تهران، که بخش عمده‌ای از ارزش خود را از شرکت‌های صادرات‌محور می‌گیرد، پذیرش این خبر بسیار دشوار است.

یک روز بعد از فعال شدن مکانیسم ماشه بازار سهام با نزول ۵۱ هزار واحدی مواجه شد، ارزش پول ملی کاهش یافت و نقدینگی بار دیگر از بورس فراری شد چرا که در نگاه میان‌مدت، تحریم‌ها همانند زنجیری است که بر پای شرکت‌های ایرانی بسته می‌شود و امکان رشد واقعی را از آن‌ها می‌گیرد. حتی اگر برخی صنایع مانند پالایشی‌ها یا پتروشیمی‌ها به‌طور مقطعی از افزایش قیمت جهانی انرژی سود ببرند، محدودیت‌های صادراتی این فرصت را کاهش خواهد داد.

## بورس تهران؛ قربانی تلاقی سیاست و اقتصاد

وقتی این دو رویداد را کنار هم بگذاریم، تصویری روشن‌تر از شرایط فعلی بازار سرمایه به دست می‌آید. از یک سو، ریسک‌های امنیتی منطقه مانند جنگ ایران و اسرائیل فضای روانی بازار را تحت تاثیر قرار داد و از سوی دیگر، ریسک‌های سیاسی و بین‌المللی مثل بازگشت تحریم‌ها، بنیان‌های اقتصادی بازار را نشانه رفت.

در چنین شرایطی، بورس تهران در وضعیتی قرار گرفته است که هر حرکت کوچک می‌تواند شرایط بازار را دشوار ترکند. درست مانند راه رفتن در میدان مین. این میدان مین فقط در بیرون از مرزها ساخته نشده، بلکه بخش بزرگی از آن حاصل سیاست‌های اقتصادی داخلی مانند نرخ بهره بالا، چندنرخی بودن ارز، قیمت‌گذاری دستوری و بسیاری از سیاست‌های اقتصادی است که تولید و سرمایه گذاری را تضعیف کرده است.

## چه باید کرد؟

تجربه سایرکشورها نشان می‌دهد که در دوران بحران، نهادهای ناظر بازار باید با سرعت و دقت عمل کنند. بورس‌های ترکیه، اوکراین و حتی اسرائیل در شرایط مشابه توانستند با ابزارهایی مانند قراردادهای آتی، اختیار معامله، صندوق‌های پوشش ریسک و بازارگردانی حرفه‌ای، جلوی خروج گسترده سرمایه‌گذاران را بگیرند.

اما در ایران، بازار هنوز برای مدیریت دوره‌های بحران با مشکل مواجه است. همین خلا باعث شده که هر بحران کوچک، به سقوطی بزرگ بدل شود. بنابراین، اگر سازمان بورس و سیاست‌گذاران اقتصادی به دنبال حفظ بقای بازار هستند، باید هم برای مدیریت دوران بحران برنامه داشته باشند و هم ابزارهای مالی بازار را بیش از گذشته توسعه دهند. به طور مثال گسترش ابزارهای مشتقه و صندوق‌های کالایی برای مدیریت ریسک، تقویت واقعی صندوق‌های تثبیت و توسعه بازار با منابع پایدار، تلاش فعالانه برای مبارزه با قیمت گذاری دستوری که حاشیه سود شرکت‌ها را نابود کرده است، افزایش شفافیت اطلاعاتی و الزام نهادهای مالی بزرگ به حمایت عملی از سهام خود در دوره‌های بحران، بخشی از اقداماتی است که می‌تواند در دوره‌های بحران به بازار کمک کند.

## آینده‌ای در گرو انتخاب‌های امروز

بازار سرمایه ایران در آستانه یک آزمون بزرگ تاریخی است. همان‌طور که جنگ ۱۲ روزه نشان داد، این بازار بیش از هر چیز به اعتماد نیاز دارد؛ اعتمادی که به‌سادگی از بین می‌رود اما بازسازی آن دشوار و زمان‌بر است. فعال شدن مکانیسم ماشه هم یادآور این حقیقت تلخ است که اقتصاد ایران نمی‌تواند خود را از تحولات جهانی جدا کند.

امروز، انتخاب‌های ما در حوزه سیاست‌گذاری اقتصادی و مالی تعیین خواهد کردکه بازار سهام ایران به سرنوشت بازارهای شکست‌خورده دچار شود یا به‌تدریج با نهادسازی و ابزارسازی به سمت تاب‌آوری حرکت کند. میدان مین ژئوپلیتیک، واقعیتی انکارناپذیر است؛ اما هنر ما باید این باشد که با هوشمندی و شجاعت، مسیر ایمن را در میان این مین‌ها بیابیم.

پرونده ویژه

# سکوت در تالار شیشه‌ای

## از جنگ ۱۲ روزه تا بازگشت مکانیسم ماشه روایت چالش‌ها و سرنوشت بازار سهام

پرونده ویژه این شماره از ماهنامه «بازار و سرمایه» در نقطه‌ای گشوده می‌شود که سایه سنگین جنگ و تحریم، دوباره بر سر اقتصاد ایران و بورس افتاده است. جنگ ۱۲ روزه ایران و اسرائیل نشان داد که در منطقه‌ای پرتنش، حتی آرام‌ترین روزها می‌توانند ناگهان به میدان آتش بدل شوند و نخستین واکنش، سقوط اعتماد در بورس باشد. شاخص‌ها به سرعت سرخ شدند، صنایع حساس دچار بی‌ثباتی شدند و سرمایه‌گذاران در تصمیم‌های هیجانی اسیر شدند. در این پرونده، کوشیده‌ایم تصویری چندبعدی از این بحران ارائه کنیم. اما بحران فقط به جنگ ختم نمی‌شود؛ در روزهایی که هنوز زخم جنگ تازه است، شورای امنیت با فعال‌سازی مکانیسم ماشه، بازگشت تحریم‌ها را کلید زده است. این تصمیم می‌تواند به‌طور مستقیم بر صنایع بورس، جریان تجارت خارجی و سرمایه‌گذاری اثر بگذارد.

برای روشن‌تر شدن ابعاد این تحول، گزارشی مستقل درباره سابقه قطعنامه‌ها و تحریم‌های شورای امنیت علیه ایران تهیه کرده‌ایم و با نگاهی تاریخی، اثر بازگشت دوباره این محدودیت‌ها را بر اقتصاد و بورس بررسی کرده‌ایم. پرونده حاضر تلاش دارد به این پرسش پاسخ دهد که در مواجهه با جنگ، تحریم و نااطمینانی‌های سیاسی، بازار سرمایه ایران چه سرنوشتی خواهد داشت و سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران چه راهی برای عبور از این شرایط دارند؟



# شکست دیپلماسی

## امیدی که نیمه‌کاره ماند

**گروه گزارش:** خرداد ۱۴۰۴، تقویم سیاسی و اقتصادی ایران لحظات حساسی را تجربه می‌کرد. پس از ماه‌ها رایزنی، قرار بود دور ششم مذاکرات غیرمستقیم ایران و آمریکا آغاز شود. در فضای سیاسی، نشانه‌هایی از کاهش تنش‌ها دیده می‌شد. فعالان اقتصادی امیدوار بودند که شاید گره‌ای از تحریم‌ها گشوده شود و بازار سرمایه پس از ماه‌ها رکود نفسی تازه کند.

اما تاریخ بار دیگر بی‌رحمانه ورق خورد. در بامداد ۲۳ خرداد ۱۴۰۴، اسرائیل به ایران حمله کرد. صدای انفجار، سکوت نیمه‌شب را شکست و شهری که منتظر خبرهای دیپلماتیک بود، ناگهان با صدای موشک‌ها بیدار شد. مذاکرات لغو شد، و اقتصاد ایران وارد دوران تازه ای شد که ابعاد آن فقط با بمب و موشک تعریف نمی شود.

بورس تهران که در زمان جنگ بسته بود، پس از بازگشایی فرو ریخت، حملات سایبری به بانک‌ها و صرافی‌ها آسیب زد و خسارتی نزدیک به صدها میلیون دلار برجای گذاشت، اما بازار ارز و طلا برخلاف انتظار آرام ماندند که رویدادی بی سابقه در فضای اقتصاد کشور بود.

در چنین شرایطی اما آنچه اکنون برای بازارها مهم است بازگشت تحریم‌ها است و اقتصاد امیدوار است بتواند از این مراحل دشوار و بی سابقه عبور کند.

### تعطیلی بورس

با شروع جنگ، مسئولان بازار سرمایه بلافاصله بورس تهران را تعطیل کردند. تعطیلی بازار سهام تا پایان جنگ ادامه یافت؛ اقدامی که برای جلوگیری از هجوم فروش در نظر گرفته شده بود. اما تعطیلی موقت، اضطراب سهامداران را بیشتر کرد. در کانال‌های تلگرامی سهامداران می‌پرسیدند بعد از بازگشایی میزان کاهش بورس چقدر خواهد بود؟

وقتی بازار سرانجام پس از آتش‌بس بازگشایی شد، بیش از ۹۰ درصد نمادها در صف فروش قفل شدند و شاخص کل در همان روزهای نخست چندین درصد نزول کرد. ارزش معاملات خرد به پایین‌ترین سطح ماه‌های اخیر رسید.

در روزهای بعد هم نزول ادامه داشت و اگرچه نزول مانند قبل ادامه پیدا نکرد اما فضای بازار همچنان تحت تاثیر تحولات سیاسی از جمله فعال سازی مکانیسم ماشه در شرایط فعلی قرار دارد.

### جبهه پنهان

جنگ ۱۲ روزه فقط در آسمان و زمین جریان نداشت؛ یکی از مهم‌ترین میدان‌های نبرد در فضای مجازی بود. حملات سایبری به نظام بانکی کشور، چند بانک را دچار اختلال کرد. بانک سپه، هدف حملات سایبری قرار گرفت. خدمات اینترنت بانک و دستگاه‌های خودپرداز برای روزها مختل شد. برخی مشتریان امکان برداشت وجه نداشتند و حتی تراکنش‌های کارت‌به‌کارت متوقف شد.

مهم‌ترین ضربه سایبری به نوبیتکس، بزرگ‌ترین صرافی رمزارزی ایران وارد شد. یک گروه هکری مسئولیت این حمله را برعهده گرفت. بر اساس گزارش‌ها، حدود ۹۰ تا ۱۰۰ میلیون دلار دارایی دیجیتال نابود شد یا به سرقت رفت. حتی برخی منابع از آسیب‌پذیری کیف‌پول‌های سرد (Cold Wallet) نیز خبر دادند. بسیاری از جوانان ایرانی که در سال‌های اخیر رمزارز را به عنوان پناهگاهی در برابر تورم یافته بودند، از این حادثه ضربه دیدند.

در این دوره همچنین دولت برای مهار حملات سایبری و جلوگیری از نشت اطلاعات، تصمیم به قطع اینترنت برای بیش از ۴۸ ساعت گرفت. این اقدام هرچند امنیتی بود، اما برای اقتصاد دیجیتال ایران سنگین بود. برآورد دقیقی از میزان خسارت‌های وارد شده از قطع اینترنت نیست اما کسب و کارهای مجازی از این حادثه آسیب دیدند. یکی از صاحبان فروشگاه اینترنتی در توییتر نوشت: «ما توی جنگ موشکی زنده موندیم، ولی توی جنگ اینترنتی نابود شدیم.»

### بازار ارز و طلا، آرامش در میانه طوفان

شاید شگفت‌انگیزترین بخش روایت اقتصادی این جنگ، ثبات نسبی بازار ارز و طلا بود. دلار در روزهای جنگ در محدوده ۸۵ تا ۹۰ هزار تومان در نوسان بود اما جهش بزرگی نکرد. قیمت سکه و طلا نیز تغییر نکرد.کارشناسان چند دلیل برای این رفتار غیرعادی ذکر می‌کنند.

به گفته کارشناسان دلیل ثبات در بازار طلا و ارز از یک طرف دخالت بانک مرکزی و عرضه مدیریت‌شده ارز در بازار و از طرف تعطیلی نسبی فعالیت‌های اقتصادی بود که باعث کاهش تقاضای واقعی شده بود.

برخی تحلیلگران نیز بر این باورند که از جمله دلایل ثبات در بازار طلا و ارز رکود انتظاری مردم بود. به زعم آنها در فضایی که آینده نامعلوم بود، بسیاری نقدینگی خود را نگه داشتند. به بیان دیگر، اگرچه بورس و رمزارزها با چالش مواجه شدند، اما دلار و طلا به طرز غیرمنتظره‌ای آرام ماندند و این یک رویداد بی سابقه در فضای اقتصادی کشور بودکه درآینده باید بیشتر مورد تحلیل قرارگیرد.

### کالاهای اساسی و زندگی روزمره

یکی از نگرانی‌های عمومی، کمبودکالاهای اساسی بود. در روزهای نخست جنگ، صف‌هایی در مقابل فروشگاه‌ها تشکیل شد. اما برخلاف تجربه برخی بحران‌های گذشته، قفسه‌ها خالی نشد.به نظر می‌رسید دولت با استفاده از ذخایر استراتژیک، توانست تا حدی اوضاع را کنترل کند. مردم در روایت‌هایشان از روزهای جنگ می‌گفتند:« برنج و روغن پیدا می‌شد، اما گرون‌تر.خیار و گوجه کمیاب شد، ولی نان همیشه بود.»

این روایت‌ها نشان می‌دهد کمبود فیزیکی به‌طور گسترده رخ نداد، اما فشار قیمتی، واقعیتی اجتناب‌ناپذیر بود.

### پایان جنگ و رکود روانی

با امضای آتش‌بس، جنگ نظامی پایان یافت، اما اثرات آن در اقتصاد به اتمام نرسید. بازار سهام همچنان در شوک بود، رمزارزها تحت فشار بی‌اعتمادی، و بانک‌ها در حال ترمیم سامانه‌های سایبری بودند اما آنچه بیش از همه نگران‌کننده بود، رکود روانی جامعه بود.کسب‌وکارهای کوچک پس از تعطیلی چندروزه جنگ، با کاهش مشتری مواجه شدند. شایعاتی درباره تعطیلی برخی کارگاه‌ها منتشر شد اما آمار رسمی در این باره منتشر نشد. به طور کلی فضای اقتصادی کشور پس از پایان جنگ تحت تاثیر ذهنیت مردم و فضای روانی جامعه دستخوش تغییراتی شد که آثار آن هنوز باقی است.

### ریسک تحریم‌ها و مکانیسم ماشه

یکی از نگرانی‌ها پس از جنگ، بحث بازگشت تحریم‌های شورای امنیت از طریق مکانیسم ماشه (اسنپ‌بک) بود. مکانیسم ماشه بالاخره ۲۸ شهریور از سوی شورای امنیت سازمان ملل فعال شد. تحلیلگران معتقدند با فعال‌سازی اسنپ‌بک ممکن است صادرات نفت کاهش یابد و صنایع صادرات‌محور مانند پتروشیمی و فولاد با محدودیت مواجه شوند.

به زعم کارشناسان، بورس تهران پس از فعال‌سازی مکانیسم ماشه تأثیر منفی دریافت خواهد کرد و سهامداران محتاط تر خواهند شد، اما در عین حال بازار سهام نسبت به چنین رویدادهای آبدیده تر شده است.



# بورس در محاصره ریسک

**گروه گزارش:** درماه‌های اخیر، جنگ ۱۲ روزه ایران و اسرائیل، تحولات اقتصادی و بازار سرمایه ایران را تحت تأثیر مستقیم و فوری قرار داد. بورس تهران که پیش از این با سطح نسبی ثبات معاملاتی همراه بود، پس از آغاز درگیری‌ها با واکنش‌های شدید روانی و هیجانی مواجه شد و شاخص کل و شاخص هم‌وزن در یک روند نزولی قرار گرفتند. این سقوط فقط محدود به شرکت‌های بزرگ نبود؛ حتی سهام شرکت‌های کوچک، ارزان و با نقدشوندگی پایین نیز به سرعت آسیب دیدند. تجربه این دوره نشان داد که بازار سهام ایران، در مواجهه با شوک‌های ناگهانی و بحران‌های ژئوپلیتیک، ساختاری شکننده دارد و واکنش‌ها اغلب فراتر از مولفه‌های بنیادی شرکت‌ها است.

ریشه این بحران اما صرفاً به جنگ اخیر محدود نمی‌شود. بررسی وضعیت بازار از نیمه دوم سال ۱۳۹۹ نشان می‌دهد که بورس تهران تحت فشارهای بنیادین و مزمن قرار داشته است؛ نظام چندنرخی ارز، افزایش نرخ بهره، قیمت‌گذاری دستوری، محدودیت‌های انرژی و تأثیرات نانرازی برق و گاز، همراه با افزایش مالیات‌ها و هزینه‌های دولتی، همه عاملی برای کاهش حاشیه سود شرکت‌ها بوده‌اند. این مشکلات ساختاری، مانند بیماری مزمن بازار سرمایه را ضعیف کرده و هرگونه شوک جدید، همچون جنگ ۱۲ روزه، تنها عامل تشدیدکننده‌ای برای ایجاد تنش در بازار است.

## تأثیر بر صنایع و زنجیره‌های اقتصادی

جنگ و تنش‌های ژئوپلیتیک، اثرات خود را به صورت گسترده و فرامرزی بر صنایع مختلف نشان داد. صنایعی که وابستگی بالایی به واردات مواد اولیه دارند، مانند خودروسازی و قطعه‌سازی، بیشترین آسیب را دیدند و با کاهش تولید، افزایش هزینه‌های بیمه و رکود فعالیت مواجه شدند. بخش‌های حمل‌ونقل، گردشگری و بیمه نیز تحت تأثیر مستقیم قرار گرفتند. در مقابل، صنایعی مانند پتروشیمی، پالایشگاهی و فلزات اساسی، در سایه افزایش قیمت جهانی انرژی و کالاها، فرصت محدودی برای سودآوری پیدا کردند. همچنین صنایعی که بازار هدف داخلی دارند، مانند صنایع غذایی و دارویی، می‌توانستند شرایط بهتری داشته باشند اما ریسک جنگ، محدودیت‌های صادراتی و تحریم‌ها این فرصت را از هر دو گروه و همین طور بازارگرفت.

## نقش رفتار هیجانی و مسئولیت‌های سازمان بورس

تحلیل روند شاخص‌ها پس از جنگ ۱۲ روزه نشان داد که بخش عمده‌ای از سقوط بورس ناشی از نااطمینانی سیاسی و روانی سرمایه‌گذاران بود. نگرانی از آینده، نیازهای نقدینگی و فقدان حمایت کافی از بازار، ترکیبی از عوامل روانی ایجاد کرد که سرمایه‌گذاران را به سمت دارایی‌های امن‌تر مانند طلا، سوق داد. این رفتار هیجانی، همزمان با محدودیت‌های ساختاری بازار، سرعت سقوط را تشدید کرد و نشان داد که بورس تهران در روزهای بحران، مستعد واکنش‌های توده‌وار است. در چنین شرایطی انتظار می‌رفت نهاد ناظر بازار سرمایه اقدامات به موقعی را برای مدیریت بحران به اجرا درآورد اما بسیاری از کارشناسان نسبت به رفتار سازمان بورس در دوران جنگ و پس از آن انتقاد دارند به زعم آنها بسته شدن طولانی بازار در روزهای جنگ به فضای ترس در بازار دامن زد و بعد از آن وعده‌هایی که برای تزریق نقدینگی به بورس داده شد نا کارآمد بود و استفاده از ابزارهای مالی مانند طرح بیمه سهام با تاخیر طولانی به اجرا درآمد. به زعم آنها نقش سازمان بورس در دوره بحران بسیار کلیدی است و اغلب کشورهای دنیا اقدامات فوری و قاطع تری در این دوره‌ها از خود نشان می‌دهند.

## تجارب سایر کشورها

مروری بر تجارب سایر کشور در دوره‌های بحرانی نشان می‌دهد که مداخله سریع و قاطع نهاد ناظر یک عنصر تعیین کننده است که می‌تواند جلوی نزول‌های سنگین بورس را بگیرد. البته در بسیاری از موارد وقوع بحران‌های فراگیر مانند جنگ، کودتا، تحولات مهم سیاسی و یا حملاتی مشابه ۱۱ سپتامبر منجر به تعطیلی چند روزه بورس‌ها می‌شود اما در همه این تجارب یک موضوع مهم به وضوح نمایان است و آن مداخله سریع و قاطع نهاد ناظر بازار است. از دیگر اقداماتی که معمولا توسط نهادهای بالادستی انجام می‌شود تزریق منابع از سوی بانک مرکزی یا صندوق‌های حمایتی است که نقش حیاتی دارد.

همچنین شفافیت و اطلاع‌رسانی لحظه‌ای اثر روانی بحران را کاهش می‌دهد و حمایت مستقیم از صنایع آسیب‌پذیر مانع دومینوی ورشکستگی می‌شود. استفاده از ابزارهای مالی نوین نیز نوعی سپر دفاعی برای سرمایه‌گذاران است.

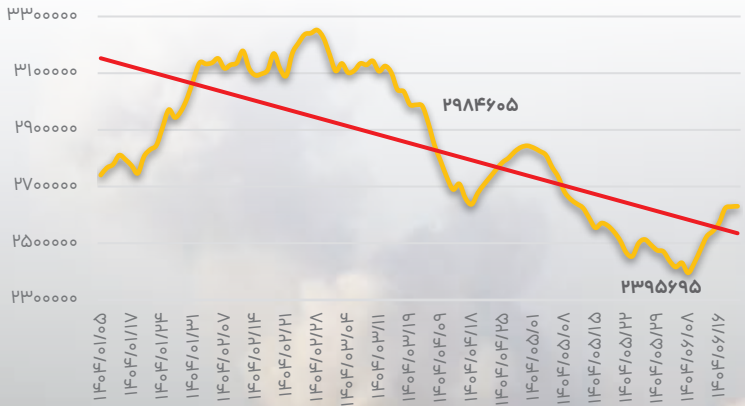
به طورمثال درآمریکا و پس از وقوع حملات ۱۱ سپتامبر در سال ۲۰۰۱ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC) و فدرال رزرو برای نخستین بار بعد ازجنگ جهانی دوم، بورس نیویورک را برای ۴ روز تعطیل کردند و نقدینگی عظیمی از سوی فدرال رزرو برای جلوگیری از کمبود پول در سیستم مالی به بازار تزریق شد. کاهش فوری نرخ بهره برای حمایت از اقتصاد و سخت‌گیری موقت در فروش استقراضی سهام از دیگر اقداماتی بود که نهاد ناظر به سرعت انجام داد و منجر شد پس از یک نزول سنگین در روز بازگشایی، بازار به تدریج و طی چند هفته به ثبات برسد.

بررسی‌های دانشگاهی بعد از حملات ۱۱ سپتامبر نشان می‌دهد اقدامات پیش‌دستانه در تزریق نقدینگی و کنترل روانی بازار نقش مهمی در ایجاد ثبات بورس نیویورک داشته است.

در نمونه دیگری در ترکیه و در جریان وقوع بحران ژئوپلیتیک و کودتای نافرجام ۲۰۱۶ ابتدا نمادهای پرریسک توسط نهاد ناظر متوقف شد و سپس کارمزد معاملات برای تشویق به خرید و نگهداری سهم کاهش یافت. همچنین دولت ترکیه در پشت صحنه، شرکت‌های بزرگ دولتی را به خرید سهام واداشت. اگرچه نزول بورس استانبول در روز نخست زیاد بود اما ریزش بازار با همین حمایت‌های مستقیم و غیرمستقیم در طول چند هفته مدیریت شد.

همه تجارب جهانی نشان می‌دهد که بازارهای مالی نیازمند طراحی مدل‌های مدیریت بازار در دوره‌های بحران و اقدامات فوری و قاطع هستند.

نمودار شاخص کل بورس تهران از ابتدای سال جاری






# فرصت‌های پنهان در دل بحران



محسن علیزاده
مدیرعامل گروه سرمایه‌گذاری مسکن

تحولات ژئوپلیتیک منطقه همواره یکی از مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر اقتصاد ایران، به‌ویژه بازار سرمایه بوده است. تجربه‌های اخیر نشان داد که هرگونه درگیری یا بحران امنیتی در منطقه خلیج فارس و پیرامون آن، نه‌تنها بازارهای جهانی انرژی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، بلکه آثار مستقیم و فوری بر بورس تهران نیز برجای می‌گذارد. در این یادداشت تلاش می‌شود ابعاد مختلف این موضوع بررسی شود و ضمن تبیین ریسک‌ها، راهکارهایی برای سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران ارائه شود.

## صنایع آسیب‌پذیر و صنایع منتفع

نخست باید توجه کردکه شدت اثر تنش‌های منطقه‌ای بر صنایع مختلف متفاوت است؛ برخی از صنایع که وابستگی زیادی به واردات مواد اولیه دارند، مانند خودروسازی، قطعه‌سازی و بخش‌هایی از صنعت دارو در صورت تشدید درگیری‌ها با چالش جدی مواجه می‌شوند. این صنایع به دلیل محدودیت در دسترسی به مواد اولیه و افزایش هزینه‌های تأمین، بیشترین ضربه را متحمل می‌شوند. از سوی دیگر، صنایعی که صادرات‌محور هستند و در عین حال تحت تحریم قرار دارند، مانند فولاد، سیمان و کاشی و سرامیک نیز در شرایط بحرانی با کاهش ظرفیت صادرات و سخت‌تر شدن مسیر انتقال پول روبه‌رو خواهند شد.

در مقابل، برخی صنایع در کوتاه‌مدت می‌توانند از این تحولات بهره‌مند شوند. پتروشیمی‌ها، پالایشی‌ها و شرکت‌های فعال در زنجیره انرژی از افزایش قیمت جهانی نفت و فرآورده‌های آن سود می‌برند. همچنین صنایعی که تمرکز آن‌ها بر بازار مصرف داخلی است، از جمله صنایع غذایی و شوینده‌ها، می‌توانند به‌عنوان پناهگاه سرمایه در شرایط بی‌ثباتی عمل کنند.

## ریشه‌های افت بازار پس از جنگ ۱۲ روزه

تجربه جنگ ۱۲ روزه به‌خوبی نشان داد که افت سنگین بورس بیش از آنکه ریشه در عوامل اقتصادی داشته باشد، حاصل نااطمینانی سیاسی و روانی سرمایه‌گذاران است. در شرایطی که آینده کشور و منطقه مبهم به نظر می‌رسد، فعالان بازار تمایل دارند سرمایه‌های خود را به سمت دارایی‌های امن‌تر مانند ارز، طلا و مسکن منتقل کنند. این رفتار هیجانی به‌سرعت بر شاخص‌ها اثر می‌گذارد و موجب تشدید روند نزولی می‌شود.

## فرصت‌ها در دل بحران

با وجود محدودیت‌های ناشی از تحریم‌ها، نمی‌توان از فرصت‌های ایجادشده در اثر افزایش قیمت جهانی انرژی غافل شد. بالا رفتن بهای نفت معمولاً به افزایش سودآوری در صنایع پتروشیمی و پالایشی منجر می‌شود. هرچند موانع صادراتی مانع بهره‌برداری کامل از این فرصت‌ها هستند، اما تغییرات نرخ تسعیر ارز در داخل و افزایش ارزش دارایی‌های دلاری شرکت‌ها می‌تواند همچنان منجر به رشد سودآوری در برخی نمادها شود. بنابراین، اگرچه نمی‌توان انتظار جهش فراگیر در کل بازار داشت، اما فرصت‌های محدودی در صنایع منتخب قابل شناسایی است.

## امکان کسب سود از ریسک‌های ژئوپلیتیک

یکی از پرسش‌های مهم این است که آیا می‌توان به جای فرار از ریسک‌های ژئوپلیتیک، از آن‌ها سود گرفت؟ پاسخ مثبت است، اما به شرط آنکه ابزارهای مالی نوین در بازار سرمایه ایران توسعه یابد. راه‌اندازی صندوق‌های کالایی مبتنی بر انرژی، قراردادهای آتی شاخص بورس و اختیار معامله از جمله اقداماتی است که به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهد در شرایط پرنوسان، هم پوشش ریسک داشته باشند و هم از فرصت‌های ناشی از افزایش قیمت‌ها بهره ببرند. متأسفانه، بازارسرمایه ایران در این بخش عقب‌مانده است و نیازمند توسعه فوری چنین ابزارهایی برای تاب‌آوری در برابر بحران‌های آینده است.

## ریسک‌های تداوم بحران و وظایف سیاست‌گذاران

ادامه‌دار شدن بحران‌های منطقه‌ای می‌تواند ریسک‌های جدی برای بازار سرمایه ایران به همراه داشته باشد؛ از جمله خروج سرمایه از بورس، کاهش اعتماد عمومی، رکود معاملات و بی‌ثباتی بیشتر در نرخ ارز. این شرایط در نهایت فشار بر بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین مالی را افزایش می‌دهد.

از این رو، سیاست‌گذاران و نهادهای ناظر به‌ویژه سازمان بورس باید مجموعه‌ای از اقدامات پیشگیرانه و حمایتی را در دستور کار قرار دهند:

۱- راه‌اندازی و توسعه ابزارهای مشتقه و صندوق‌های کالایی برای مدیریت ریسک.

۲- تقویت واقعی صندوق تثبیت بازار و صندوق توسعه با منابع پایدار.

۳- طراحی دستورالعمل‌های شفاف برای مدیریت توقف‌های موقت نمادها و جلوگیری از تصمیم‌های هیجانی.

۴- افزایش شفافیت در اطلاع‌رسانی و ارائه داده‌های به‌روز برای جلوگیری از انتشار شایعات و ایجاد اعتماد عمومی.

## توصیه‌هایی به سرمایه‌گذاران

در شرایط پرریسک، سرمایه‌گذاران باید بیش از هر زمان دیگری از رفتار هیجانی پرهیز کنند. تنوع‌بخشی پرتفوی و توجه به صنایعی که کمتر تحت تأثیر واردات یا تحریم هستند، می‌تواند تا حدی ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. نگهداری بخشی از سرمایه در دارایی‌های نقدشونده و انتخاب هوشمندانه صنایع بنیادی مانند انرژی و فلزات اساسی، با لحاظ محدودیت‌های تحریمی، می‌تواند استراتژی مناسبی برای عبور از این دوران باشد.

## جمع‌بندی

بازار سرمایه ایران به‌شدت تحت تأثیر تحولات ژئوپلیتیک قرار دارد. در شرایطی که تکرار بحران‌ها اجتناب‌ناپذیر به نظر می‌رسد، باید نگاه سیاست‌گذاران از مداخله‌های مقطعی به سمت نهادسازی پایدار و ابزارسازی حرفه‌ای تغییر کند. تنها در این صورت است که می‌توان به جای غافلگیر شدن از بحران‌ها، آن‌ها را به فرصت تبدیل کرد و از دل تهدیدها، مسیر رشد و ثبات را برای بورس و اقتصاد کشور رقم زد.

# مدیریت بحران‌های بازار سرمایه؛ ریسک‌ها و راهکارها

## تحلیلی برای سیاست‌گذاران و فعالان اقتصادی



مونا حاجی‌علی‌اصغر
فعال بازار سرمایه

بازار سرمایه به‌عنوان قلب تپنده اقتصاد هر کشور، نقشی کلیدی در تأمین مالی، هدایت نقدینگی و شکل‌دهی به انتظارات اقتصادی ایفا می‌کند. اما همان‌طور که بحران‌های جهانی از جمله سقوط بورس‌های بزرگ دنیا در سال ۲۰۰۸ و نوسانات شدید بازارهای نوظهور نشان داده‌اند، در صورت نبود سازوکارهای پیشگیرانه و ابزارهای مدیریت بحران، این بازار می‌تواند به کانون بی‌ثباتی اقتصادی تبدیل شود. در شرایط فعلی، ریسک‌هایی در بازارسرمایه ایران مشاهده می‌شود که اگر مدیریت نشوند، نه‌تنها به زیان سرمایه‌گذاران تمام می‌شوند، بلکه اعتماد عمومی به بازار و نهادهای مالی را به شدت تضعیف می‌کنند. در ادامه، ریسک‌های اصلی و راهکارهای پیشنهادی برای سیاست‌گذاران و سازمان بورس بررسی می‌شوند.

### ریسک‌های احتمالی ادامه‌دار شدن بحران

اگر روند بحران‌های اخیر در بازار ادامه پیدا کند، پیامدهای زیر محتمل است:

**۱- ریسک کاهش اعتماد عمومی:** اعتماد سرمایه‌گذاران، مهم‌ترین سرمایه بازار است. در صورتی که نوسانات شدید و توقف‌های مکرر نمادها ادامه یابد، سرمایه‌گذاران خرد بازار را به عنوان محیطی پرریسک و غیرقابل پیش‌بینی خواهند دید.

**پیامد:** خروج نقدینگی به سمت بازارهای موازی مانند ارز، طلا و مسکن و تعمیق رکود در بازار سهام.

**۲- ریسک تشدید نوسانات قیمتی:** وقتی ابزارهای کنترلی و بازارگردانی کارآمد وجود نداشته باشد، فشار عرضه یا تقاضا می‌تواند به سرعت به حرکات هیجانی و ریزش‌های شدید منجر شود.

**پیامد:** شکل‌گیری رفتار گله‌ای، فروش‌های هیجانی و آسیب به سرمایه‌گذاران خرد.

**۳- ریسک سرایت به سایر بخش‌های اقتصاد:** بحران در بازار سرمایه به‌طور مستقیم بر سیستم بانکی، بودجه دولت و حتی مصرف خانوار تأثیر می‌گذارد. مثال: کاهش ارزش دارایی صندوق‌های بازنشستگی یا شرکت‌های بیمه که منجر به کمبود منابع و ایجاد فشار مالی می‌شود.

**پیامد:** افزایش بی‌اعتمادی به کل نظام مالی کشور.

**۴- ریسک مداخلات غیرهدفمند و سیاست‌های مقطعی:** در نبود استراتژی بلندمدت، ممکن است تصمیم‌گیران به سمت مداخلات هیجانی وکوتاه‌مدت مانند توقف طولانی نمادها، تغییرات ناگهانی در دامنه نوسان یا وضع محدودیت‌های خلق‌الساعه بروند.

**پیامد:** تشدید بی‌اعتمادی و فرار سرمایه از بازار.

حال با توجه به ریسک‌های محتمل که به آن اشاره شد، راهکارهای پیشنهادی نیز برای سازمان بورس و سیاست‌گذاران اقتصاد و ویژه بازار سهام مطرح می‌شود که در ادامه به آن اشاره می‌شود.

### راهکارهای پیشنهادی برای سازمان بورس و سیاست‌گذاران

برای مقابله با بحران‌ها و کاهش اثرات منفی، سازمان بورس باید رویکردی پیش‌نگرانه و علمی اتخاذ کند و ابزارهای نوین را به‌کار گیرد.

**۱- ایجاد «واحد مدیریت بحران بازار»:**

- تشکیل یک واحد دائمی در سازمان بورس برای پایش لحظه‌ای شاخص‌های ریسک.
- استفاده از هوش مصنوعی و مدل‌های پیش‌بینی برای شناسایی رفتارهای غیرعادی بازار قبل از وقوع بحران.
- طراحی سناریوهای مختلف برای پاسخ سریع به رویدادهای پیش‌بینی‌نشده.

**۲- توسعه ابزارهای پوشش ریسک:** بازار سرمایه کشور هنوز از نظر ابزارهای مشتقه و پوشش ریسک فقیر است. ابزارهای ضروری شامل:

- قراردادهای اختیار معامله پیشرفته (Options)
- قراردادهای آتی شاخص و سهام (Futures)
- ابزارهای بیمه سبد سرمایه‌گذاری (Portfolio Insurance)

**مزیت:** کاهش هیجانات و امکان مدیریت ریسک توسط سرمایه‌گذاران و بازارگردانان.

**۳- تقویت زیرساخت‌های بازارگردانی:** بازارگردان‌ها در بحران‌های اخیر نتوانستند به‌طور مؤثر جلوی ریزش‌های هیجانی را بگیرند.

**راهکارها:**

- الزام شرکت‌ها به قرارداد با بازارگردان‌های حرفه‌ای و دارای سرمایه کافی.
- ارائه خطوط اعتباری به بازارگردان‌ها از سوی نهادهای مالی یا بانک مرکزی برای مدیریت نقدشوندگی در شرایط بحران.
- انتشار گزارش‌های شفاف از عملکرد بازارگردان‌ها برای افزایش اعتماد عمومی.

**۴- شفافیت اطلاعات و پیشگیری از شایعات:**

- انتشار گزارش‌های لحظه‌ای و شفاف از تصمیمات سازمان بورس.
- برخورد قاطع با انتشار اطلاعات غلط یا شایعاتی که باعث ایجاد هیجان در بازار می‌شود.
- راه‌اندازی سامانه اطلاع‌رسانی یکپارچه برای جلوگیری از چندگانگی اطلاعات.

**۵- بازنگری در دامنه نوسان و حجم مبنا:** دامنه‌های نوسان فعلی در شرایط بحرانی نه تنها کمکی به کنترل بازار نمی‌کنند بلکه باعث قفل شدن صف‌های فروش یا خرید می‌شوند.

**پیشنهاد:**

- استفاده از دامنه نوسان پویا (Dynamic Circuit Breaker) مشابه بورس‌های پیشرفته.
- افزایش تدریجی یا کاهش تدریجی دامنه نوسان به جای تغییرات ناگهانی.

**۶- آموزش سرمایه‌گذاران و ارتقای سواد مالی:** بخشی از بحران‌های بازار ناشی از تصمیمات هیجانی سرمایه‌گذاران خرد است.

**اقدامات ضروری:**

- راه‌اندازی دوره‌های آموزشی آنلاین و رایگان توسط سازمان بورس.
- ترویج فرهنگ سرمایه‌گذاری بلندمدت به جای رفتارهای سفته‌بازانه.
- شفاف‌سازی ریسک‌ها قبل از عرضه اولیه شرکت‌ها به بازار.

### نتیجه‌گیری

بحران در بازار سرمایه اجتناب‌ناپذیر است، اما شدت و دامنه آن به میزان آمادگی سیاست‌گذاران و ابزارهای موجود بستگی دارد.

اگر سازمان بورس و نهادهای مرتبط به جای مداخلات کوتاه‌مدت، به سمت ایجاد ساختارهای پایدار و پیشرفته بروند، نه تنها می‌توانند اثرات بحران‌ها را کنترل کنند، بلکه بازار سرمایه را به محیطی امن‌تر و جذاب‌تر برای سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی تبدیل خواهند کرد. به بیان ساده:«بحران همیشه وجود دارد، اما مدیریت حرفه‌ای می‌تواند آن را به فرصت تبدیل کند.»

با اجرای راهکارهای فوق، بازار سرمایه کشور نه‌تنها از ریزش‌های هیجانی در امان می‌ماند، بلکه به موتور محرک اقتصاد ملی تبدیل خواهد شد.

# فرصتی برای شکار سهام



علی امیرنصیری
مدیرعامل سبدگردان همراه

در ماه‌های اخیر، با وقوع جنگ ۱۲ روزه، بازار سهامی که با سطح قابل قبولی از ثبات معاملاتی همراه شده بوده، با واکنش‌های هیجانی و افت چشمگیر شاخص مواجه شد. شاخص کل هم‌وزن پس از بازگشایی و در یک روند نزولی در ۲۵ مرداد ۱۴۰۴ به کمینه ۷۵۷,۶۱۲ واحد رسید و این تجربه نشان داد که حتی سهام شرکت‌های کوچک، ارزان و با نقدشوندگی پایین نیز در مقابل شوک‌های ناگهانی می‌توانند بی‌دفاع باشند.

در آغاز دوره درگیری، عملاً همه صنایع در معرض سقوط قیمتی قرار گرفتند و می‌توان افت بیشتر از سطوح ۲۵ مرداد را انتظار داشت. اما تجربه تاریخی نشان می‌دهد که در سناریوی جنگ فرسایشی، برخی از بخش‌ها با رویکرد سیاست‌گذاری اقتصادی معقول قابلیت احیا و حتی کسب بازده مناسب دارند.

سکتورهای دارویی، غذایی و کشاورزی، سیمان، حمل‌ونقل جاده‌ای و ریلی از جمله گزینه‌های دارای پتانسیل در این شرایط هستند. در سناریوی درگیری محدودتر و ناگهانی، اگر وحدت ملی و اراده به اصلاحات سخت و شجاعانه شکل گیرد، می‌توان انتظار داشت پس از افت اولیه، بازار سرمایه وارد فاز ریکاوری گسترده شود؛ مشابه تجربه‌ای که در دوران کرونا در سال‌های ۹۸ و ۹۹ مشاهده شد.

حال موضوعی که مطرح می‌شود، چرایی شکل‌گیری چنین روندی است؛ عامل روانی یا اقتصادی؟ کدام یک ریشه نزول بورس پس از جنگ ۱۲ روزه است؟ در پاسخ به این موضوع باید گفت که قبل از جنگ ۱۲ روزه، بسیاری از سهم‌های بزرگ در سطوح نسبتا بالا معامله می‌شدند و عواملی مانند افت قیمت جهانی، فروش‌های تعهدی بدون دریافت وجه، افزایش هزینه‌های انرژی، سخت‌گیری‌های مالیاتی و سرکوب دلار رسمی در ارزش‌گذاری‌ها لحاظ نشده بود. اولین شوک جنگ در قالب فرار سرمایه آشکار شد و مانع گردش منابع از سهام بزرگ به کوچک شد. سپس گزارش‌های ضعیف سه‌ماهه شرکت‌ها، رفتارکاملاً محتاطانه سهامداران را تشدید کرد. اما ریشه اصلی این افت را باید در هراس از عدم تطبیق سیاست‌گذاری با واقعیات اقتصاد جست‌وجو کرد.

از سوی دیگر باید عنوان داشت که اگر هر تنشی در ابعاد منطقه‌ای قیمت نفت را با جهش مقطعی مواجه کند، واکنش‌های ماندگار جهانی بسیار محدود خواهد بود و نخستین قربانی آن هم کشورمان خواهد بود. چالش اصلی اکنون تضعیف تقاضای جهانی به دلیل تقابل اقتصادی آمریکا و چین است. بورس تهران که بیش از ۶۰ درصد ارزش خود را مدیون سهام کامودیتی‌محور است، تحت فشار نزول قیمت‌های جهانی قرار دارد. با این حال، سرمایه‌گذاری در صنایع بانکی، ساختمانی، خودرو و قطعات، سیمان، دارویی، غذایی و نیروگاهی نیز می‌تواند در سطوح کنونی قیمت‌ها فرصت‌آفرین باشد؛ چرا که بسیاری از این شرکت‌ها پس از تنش‌ها، افت قیمتی را تجربه کرده‌اند که در غیر این صورت هرگز رخ نمی‌داد.

## ابزارهای مدیریت ریسک و کسب سود

در این میان نباید نقش مهم ابزارهای مدیریت ریسک را نادیده گرفت؛ تعریف و گسترش ابزارهای مشتقه - از قراردادهای اختیار و آتی تا صندوق‌های مشتقه - می‌تواند نااطمینانی‌ها را کاهش داده و به توسعه پویایی بازار سرمایه کمک کند. اگرچه برخی معامله‌گران با خرید اختیار فروش در آستانه یا پس از جنگ ۱۲ روزه سودهایی کسب کردند، گروه دیگری نیز متحمل زیان شدند. از منظر سیاست‌گذاری، هدف نباید صرفاً سود عده‌ای محدود باشد، بلکه باید با توسعه ابزارهای نوین، فضای سرمایه‌گذاری را گسترش داد و ریسک‌های سیستماتیک را به کمک اصلاح قانون‌گذاری و شفافیت کاهش داد.

این در حالی است که ریسک‌های سیستماتیک مانند نوسان شدید نرخ ارز، اختلال در زنجیره تأمین و بی‌ثباتی بودجه را نمی‌توان صرفاً با ابزارهای مالی مدیریت کرد؛ این ریسک‌ها معلول ساختارها و سیاست‌های کلان‌اند. برای مقابله با این خطرات، موارد زیر پیشنهاد می‌شود:

- بازبینی ارزش‌های اقتصادی و بازتعریف اهداف توسعه
- کوچک‌سازی دولت و کاهش مقررات‌زدایی و قیمت‌گذاری دستوری برای افزایش مقاومت اقتصاد در برابر تکانه‌های سیاسی
- توسعه خدمات سبدگردانی اختصاصی به سرمایه‌گذاری خصوصی در حوزه املاک، شرکت‌های سهامی خاص و استارتاپ‌ها
- تسهیل راه‌اندازی بازار ثانویه صکوک ارزی و ارتقای زیرساخت‌های بازار مشتقه

در مجموع با پذیرش نوسانات کوتاه‌مدت و چشم‌انداز میان‌مدت اقتصاد ایران، به نظر می‌رسد یکی از بهترین مقاطع زمانی برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های ارزنده فراهم شده باشد. حفظ تنوع در پرتفوی، نگهداری نقدینگی برای خرید در اصلاح‌ها، و بهره‌گیری از ابزارهای اختیار می‌تواند ریسک را کاهش دهد و بازدهی معقول و متناسب با تورم را ایجاد کند. در پایان، عبور از بحران فعلی نیازمند همراهی افکار عمومی، تمرکز سیاست‌گذاران بر اصلاح ساختارها و آزادسازی اقتصاد است تا بازار سرمایه به‌مثابه نبض اقتصاد، قادر باشد در برابر تکانه‌های سیاسی مقاوم بماند و در مسیر تولید و توسعه ایفای نقش کند.

# راه نجات بورس در بحران





بشری حاجی‌هاشمی
کارشناس بازار سرمایه

ریزش ۲۰ درصدی شاخص کل بورس تهران پس از جنگ ۱۲ روزه ایران و اسرائیل در ژوئن ۲۰۲۵ عمدتاً ریشه در عوامل روانی و نااطمینانی سیاسی داشت؛ تعطیلی ۹ روز معاملاتی بورس تهران برای جلوگیری از سقوط بازار، نتیجه معکوس داد و ترس سرمایه‌گذاران را تشدید کرد. بازگشایی بازار با موجی از فروش‌های وحشت‌زده همراه شد، به‌طوری که ۹۹ درصد نمادها در روزهای ابتدایی منفی شدند و صف‌های فروش سنگین در اکثر صنایع، از بانکداری تا حمل‌ونقل، شکل گرفت. از جمله دلایل این ریزش، اتخاذ تصمیماتی مانند تعطیلی‌های مداوم و عدم استفاده از ابزارهای مالی مناسب، بود که می‌توانستند اطمینان را به سرمایه‌گذاران در زمان بازگشایی بازگردانند. این ضعف، در کنار نااطمینانی سیاسی، به کاهش اعتماد عمومی دامن زد.

شایعات درباره تشدید تحریم‌ها، از جمله تحریم ۲۰ شرکت نفتی و گمانه‌زنی‌هایی درباره بسته شدن تنگه هرمز، نقش مهمی در این واکنش روانی ایفا کرد. این شایعات، که در شبکه‌های اجتماعی و رسانه‌های غیررسمی با سرعت گسترش یافت، سرمایه‌گذاران خرد را به سمت خروج از بازار سهام و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های امن مانند طلا و دلار سوق داد. برای مثال، تقاضا برای صندوق‌های مبتنی بر طلا در این دوره به شدت افزایش یافت و قیمت دلار در بازار آزاد نیز جهش قابل توجهی را تجربه کرد، که نشان‌دهنده فرار سرمایه از بورس به سمت این دارایی‌ها بود.

عوامل اقتصادی نیز در این ریزش نقش داشتند، اما تأثیرشان عمدتاً بلندمدت‌تر بود. تورم پیش‌بینی‌شده ۴۰ تا ۵۰ درصد و کاهش صادرات نفت به چین به دلیل محدودیت‌های لجستیکی و تحریم‌ها، فشار مضاعفی بر اقتصاد و به‌تبع آن بازار سرمایه وارد کرد. اما بورس تل‌آویو در همین دوره، با وجود خسارت‌های فیزیکی ناشی از درگیری‌ها، تنها ۱.۵ تا ۳ درصد افت کرد و به سرعت به اوج تاریخی خود بازگشت؛ این تاب‌آوری به دلیل اعتماد بالای سرمایه‌گذاران، حمایت‌های مالی و سیاسی خارجی (به‌ویژه از سوی آمریکا)، وجود ابزارهای پیشرفته برای مدیریت ریسک، و زیرساخت‌های قوی معاملاتی بود. در ایران، اما، تصمیمات نادرست مانند تعطیلی طولانی‌مدت و نبود ابزارهای مالی پیشرفته برای مدیریت بحران، به تشدید بی‌اعتمادی منجر شد. این مقایسه تأیید می‌کند که در ایران، عوامل روانی، بی‌اعتمادی سیاسی، و ضعف در مدیریت بحران نقش غالب را در ریزش بازار ایفا کردند، در حالی که عوامل اقتصادی به‌عنوان کاتالیزورهای بلندمدت عمل کردند.

## تأثیر تکرار درگیری‌ها بر صنایع در ایران

بر این اساس در صورت تکرار درگیری‌های منطقه‌ای، مانند جنگ ۱۲ روزه، بورس تهران با نوسانات شدید مواجه می‌شود و شاخص کل، همانند ریزش در جنگ اخیر، تحت فشار قرار خواهد گرفت. برخی صنایع به دلیل وابستگی به تجارت خارجی یا زیرساخت‌ها آسیب می‌بینند، در حالی که برخی دیگر از افزایش قیمت‌های جهانی سود می‌برند. صنایعی از جمله صنایع بانکداری، حمل‌ونقل، خودروسازی، املاک، و گردشگری به دلیل بی‌ثباتی ارزی، تورم ۴۰ تا ۵۰ درصدی، تحریم‌ها، و اختلال در زنجیره تأمین در معرض آسیب‌اند. لکن صنایع پتروشیمی و پالایشی، به شرط تداوم صادرات از افزایش قیمت نفت (بالای ۱۰۰ دلار) سود می‌برند. و همچنین فلزات اساسی، طلا، و کشاورزی نیز به دلیل تقاضای جهانی و داخلی مقاوم‌ترند و بازده مثبتی دارند.

## ضرورت ابزارهای نوین

آمادگی در برابر چنین بحران‌هایی نیازمند اقدامات ساختاری واجرای ابزارهای نوین از سوی نهادهای ناظر است. افزایش شفافیت از طریق انتشار سریع و منظم گزارش‌های مالی شرکت‌ها و حذف یا اصلاح محدودیت‌های دامنه نوسان، اعتماد سرمایه‌گذاران را تقویت می‌کند. استفاده از ظرفیت مالی صندوق توسعه ملی در جهت تزریق نقدینگی به صندوق‌های تثبیت و توسعه بازار سرمایه، مشابه تزریق نقدینگی به بورس‌های خلیج فارس در بحران مالی ۲۰۰۸ که از ریزش شاخص‌ها جلوگیری کرد، می‌تواند ثبات بازار را حفظ کند. علاوه برآن معرفی ابزارهای مالی جدید نیز ضروری است.

افزایش تعداد صندوق‌های کالایی مبتنی بر انرژی برای بهره‌برداری از افزایش قیمت انرژی در مواقع بحران، اجرای قراردادهای آتی در زمان بازگشایی بازار پس تعطیلی‌های پی در پی برای مدیریت ریسک و کاهش صف‌های فروش و تضمین پرتقوی سهامداران خرد، راه‌اندازی صندوق‌های ترکیبی با ترکیب مدیریت شده سهام، طلا، و اوراق درآمد ثابت برای توزیع ریسک، و قراردادهای اختیار معامله برای حفاظت از سرمایه در برابر نوسانات از جمله راهکارهای مدیریت بازار در دوره‌های بحران است.

همچنین همکاری بین‌المللی با کشورهایی مانند چین و عمان برای حفظ صادرات پتروشیمی، که ۴۰ درصد صادرات غیرنفتی ایران را تشکیل می‌دهد، نیز حیاتی است. در نهایت، اجرای کمپین‌های آموزشی برای سرمایه‌گذاران به منظور کاهش رفتارهای هیجانی و فروش‌های وحشت‌زده، همراه با تقویت مدیریت حرفه‌ای در سازمان بورس، می‌تواند بازار را به سمت ثبات هدایت کند. این اقدامات، در صورت اجرا، می‌توانند از تبدیل ریسک‌های مقطعی به بحران‌های سیستماتیک جلوگیری کرده و بورس ایران را به موتور محرک اقتصاد تبدیل کنند.

## پیشنهاد به سرمایه‌گذاران

در صورت تکرار بحران‌ها، سرمایه‌گذاران باید روی دارایی‌های امن مانند طلا و اوراق درآمد ثابت تمرکز کنند، که در وقایع اخیر بازده بالایی داشتند. سرمایه‌گذاری در صنایع پتروشیمی و فلزات اساسی، به شرط تداوم صادرات، سودآور است، زیرا از افزایش قیمت‌های جهانی بهره می‌برند. تنوع‌بخشی سبد با ترکیب سهام این صنایع، طلا، و اوراق بدهی، ریسک را کاهش می‌دهد.

اجتناب از فروش‌های هیجانی، که حجم معاملات را در بحران اخیر کاهش داد، و تکیه بر گزارش‌های مالی معتبر شرکت‌ها به جای شایعات، تصمیم‌گیری را بهبود می‌بخشد. آمادگی برای استفاده از ابزارهای نوین، مانند صندوق‌های کالایی انرژی و قراردادهای آتی نیز ریسک را مدیریت می‌کند. دید بلندمدت و تصمیم‌گیری آگاهانه، کلید موفقیت در این شرایط پرتلاطم است.

# جنگ، عامل تشدید بحران ۹۹



همایون دارابی
مدیرعامل شرکت سبدگردان داریوش

در دنیای پرتلاطم اقتصاد ایران، ریسک‌های ژئوپلیتیک مانند شمشیری دولبه عمل می‌کننـد. یک لبـه آن بازار را زخمی می‌کند و لبه دیگـر می‌تواند فرصت‌های پنهان را آشـکارکند. تجربه‌هایی مانند «جنگ دوازده‌روزه» نشـان داد که سقوط سنگین شـاخص بورس اغلب ریشـه در تغییرات اقتصادی بنیادی داردکه درآن شوک‌های روانی و نااطمینانی سیاسی نقش ماشه را دارد.

ایـن واکنش‌های هیجانی، که سـرمایه‌گذاران را به سـمت خروج سـریع سـوق می‌دهد، ملغمه ای از مشـکلات رخ داده در بازار از نیمه دوم سـال ۱۳۹۹ دارد که اینـک با ترس از آینده نامعلوم، نیازهای نقدینگی و البته نبود حمایت کافی از بازار آمیخته شـده است. بازار از نیمه دوم سـال ۱۳۹۹ به دلیل بروز اختلاتی بنیادی از جملـه نظام چند نرخی ارز، نرخ بهره بالا، تشـدید قیمت‌گذاری دسـتوری و کم کم تاثیرات ناترازی انرژی در قالب کمبود برق وگاز مواجه شـده و با افزایش مالیات‌ها و هزینه‌هـای دولتی از جمله نرخ خوراک و هزینه‌هـای انرژی دچار افول و کاهش شدید حاشیه سود در شرکت‌ها شده است. این مسایل همانند یک بیماری مزمن بازار سـرمایه را ضعیف کرده تا با بروز تنشی همانند جنگ این تن نحیف و ضعیف به نفس نفس بیفتد.

وقتی درگیری‌ها تکرار می‌شـوند، بازارکه ازعوامل بنیادی دچارمشـکل شده است، شاهد بروز مشکلات تازه ای می‌شـود. برخی صنایع نخستین قربانیان این طوفان هستند. خودروسازان و قطعه‌سازان به دلیل اختلال در واردات، بیمه‌ها با افزایش ریسـک و رکود فعالیـت، و بخش‌های حمل‌ونقل و گردشـگری بـه خاطر کاهش تقاضا و افزایش هزینه‌های بیمه، بیشـترین آسـیب را می‌بینند. اما در این میان، صنایعی نیز هسـتند که از افزایش قیمت‌های جهانی کالاها سـود می‌برند؛ مانند پتروشیمی‌ها و پالایشی‌ها که با جهش قیمت نفت، حاشیه سود بالاتری می‌یابند، یا فلزات اساسی که در سایه ناامنی جهانی، تقاضای بیشتری جذب می‌کنند.

البته این سـودآوری در ایران با چالش تحریم‌ها و محدودیت‌های صادراتی همراه اسـت، جایی که افزایش قیمت نفت می‌توانـد فرصتی کوتاه‌مدت ایجاد کند، اما فشارهای ارزی و صادراتی آن را محدود می‌کند.

در این میان، وضعیت گروه بانکی پیچیده‌تر و جالب‌تر اسـت. با وجود اینکه این گروه ممکن اسـت به دلیل عدم تغییر نرخ ارز دولتی و کاهش سـود تسـعیر ارز، درآمدهای ارزی کمتری شناسـایی کنـد، اما نقدینگی بالای موجـود در اقتصاد و افزایش نرخ بهره، آسیب‌پذیری بانک‌ها را به طور قابل توجهی کاهش می‌دهد. در شرایط تنش‌های ژئوپلیتیک، رشد نقدینگی و افزایش نرخ سود تسهیلات می‌تواند حاشیه سـود عملیاتی بانک‌ها را تقویت کند، عاملی که این گروه را در مقایسه با سایر صنایع مقاوم‌تر و حتی منتفع می‌کند.این تاب‌آوری، ناشی از توانایی بانک‌ها در بهره‌برداری از شرایط پولی داخلی است و می‌تواند آن‌ها را به عنوان یک پناهگاه نسبی در بحران تبدیل کند.

اما بزرگترین ضعف بازار ما در مواجهه با این تلاطم‌ها، نه در ذات ریسـک، بلکه در فقدان ابزارهای مدیریت ریسـک آن نهفته اسـت. در بازارهای مالی توسعه‌یافته، ریسـک ژئوپلیتیک یک متغیر قابل معامله اسـت. سـرمایه‌گذاران به جای فرار از بازار، با اسـتفاده از ابزارهای هوشمند مالی مانند صندوق‌های کالایی مبتنی بر طلا و انرژی، قراردادهای آتی و اختیار معامله بر روی شاخص‌ها و سهام، ریسک خود را پوشش داده و حتی از نوسـانات آن کسب سود می‌کنند. توسعه چنین ابزاری در بورس ایران می‌تواند نقدشـوندگی را در دل بحران حفظ کند و بازار را از یک فضای واکنشی به یک میدان استراتژیک تبدیل کند.

در این میان کمبود این ابزارها و تجربه جدید تعطیلی بازار و وابستگی بازار به نظام بانکی برای نقد شـوندگی ابزارهای خود مشکلات را تشدید کرد. در حال حاضر اگر بحران ادامه‌دار شود، ریسک‌ها عمیق‌تر می‌شوند.

خروج سـرمایه‌گذاران حقیقی، کاهش شدید نقدشـوندگی، و فشار بر درآمدهای صادراتی به دلیل محدودیت‌های نقل‌وانتقال ارز از جمله این ریسـک‌ها هستند. این سناریو می‌تواند به رکود طولانی‌مدت منجر شود.

اولویت‌دهی به راه‌اندازی ابزارهای مشـتقه پیشـرفته، تقویت بازارگردانی حرفه‌ای بـرای جلوگیری از صف‌هـای فروش، و آموزش گسـترده سـرمایه‌گذاران در زمینه مدیریت ریسـک از جمله راهکارهای مدیریت بازار در شـرایط بحران اسـت که به سیاست‌گذاران و سازمان بورس پیشنهاد می‌شود این اقدامات را عملی کنند.

علاوه بر این، ایجاد صندوق‌های پوشـش ریسک و اوراق مبتنی بر کالاها می‌تواند بازار را بـرای بحران‌های آتی آماده کند؛ اقدامی که نه تنها تاب‌آوری ایجاد می‌کند، بلکه اعتماد سرمایه‌گذاران را بازمی‌گرداند.

برای سـرمایه‌گذاران فردی، دوران تنش ژئوپلیتیک زمانی برای احتیاط هوشمندانه اسـت. تنوع‌بخشـی به پرتفوی با تمرکز بر صنایع داخلی پایدار و دارایی‌های امن مانند طلا یا اوراق با درآمد ثابت، اسـتفاده از فرصت‌های کوتاه‌مدت با رعایت حد ضرر و پرهیز از تصمیم‌گیری‌های هیجانی بر اسـاس اخبـار لحظه‌ای، اصول کلیدی هستند.

در نهایت، موفقیت در این دوره‌ها به تحلیل دقیق وابسـته است، نه شانس .در همین حال باید همچنان تاکید کرد که بورس اوراق بهادار به لحاظ جایگاه در نظام پیچیده اداری ایران و دسترسـی به منابع مالی، بسـیار ضعیف اسـت. همزمان با اینکه ایـن جایگاه باید ارتقا یابد تقویت صندوق‌هـای بازارگردانی دولتی از جمله تثبیت و توسعه و همچنین بازار رپو برای حفظ نقد شوندگی بازار الزامی است.

در سال‌های اخیر بزرگترین شرکت‌های بازار سرمایه با وجود آنکه اقدام به راه‌اندازی بازوهای مالی در قالب تأمین سـرمایه یـا مدیریت دارایی کرده اند اما اکثر آنها در تنش اخیر حمایت چندانی از سـهام خود نکردند و ایـن نقطه عجیب تنش اخیر اسـت. بی توجهی به نقش اساسـی این نهادهای مالی باید کنار گذاشته شده و سازمان بورس در برابر این نهادهای مالی نمایشی، سخت گیری لازم را انجام دهد.

ریسـک‌های ژئوپلیتیک بخشـی جدایی‌ناپذیر از بازار سـرمایه ایران هستند، اما با سیاست‌گذاری هوشـمند و ابزارهای نوین، می‌توان این تهدیدها را به کاتالیزوری برای رشـد تبدیل کرد.گذار از یک بازار شکننده به یک اکوسیستم تاب‌آور، نه تنها ممکن، بلکه ضروری اسـت و این‌گذار، آینده‌ای روشـن‌تر برای بورس ایران ترسیم می‌کند و آن را به یک الگوی موفق در منطقه تبدیل خواهد کرد.

# تجلی شکنندگی اعتماد عمومی



امیرمحمد رحیمی
مدیرعامل هلدینگ مالی سینا

اقتصـاد به ویـژه اقتصاد ایران یک سیسـتم پیچیده و در هم‌تنیده اسـت که فعالیت‌های اقتصـادی در آن به صورت زنجیره‌وار به هم پیوسـته‌اند. در نتیجه، رخدادهای سیسـتماتیک مانند تنش‌ها، نمی‌تواننـد صرفاً یک بخش خاص را تحت تاثیر قرار دهند، بلکه اثراتشـان به صورت گسـترده و فراگیر به کل اقتصاد تسری می‌یابد. برای مثال، آسیب دیدن صنعت خودرو تنها محدود به خود آن نیسـت؛ بلکه زنجیره تأمین، قطعه‌سـازی، حمل‌ونقل و حتی بازار مصرف را در بر می‌گیرد. بنابراین، نمی‌توان بخش‌ها را به صورت مسـتقل از هم بررسـی کرد؛ بلکه باید کل ساختار اقتصادی را به عنوان یک شبکه واحد در نظر گرفت. با این حال، صنایعی که توانایی انعطاف‌پذیری و خوداتکایی بیشتری دارند، مانند صنعت غذایی، دارو، سـیمان و صنایعی از این دسـت که بازار هدف داخلی و وابسـتگی تأمین مواد اولیه داخلی دارند ممکن اسـت در شرایط بحرانی فرصت سودآوری مستمر بیابند. اما حتی این بخش‌ها هم به دلیل ارتباط تنگاتنگ با سیاست‌ها و بازارهای جهانی از ریسـک‌ها مصون نیستند. سـایر صنایع همچون انرژی و فلزات پایه، پتروشیمی و.. در صورت تغییر ساختار اقتصادی و تشدید تحریم‌ها شرایط سخت تری را تجربه خواهند کرد.

در همین راستا کاهش شدید شاخص بورس پس از جنگ اخیر، بیش از آن‌که ریشه در متغیرهای اقتصادی داشته باشد، حاصل تشدید فضای نااطمینانی سیاسی و واکنش‌های روانی بازار بود. در شرایطی که افق پیش‌روی اقتصاد با ابهامات ژئوپلیتیک همراه می‌شـود، سـرمایه‌گذاران به‌صورت غریزی از دارایی‌های پرریسـک فاصله می‌گیرند، حتی اگر متغیرهای بنیادی شرکت‌ها و صنایع تغییری نکرده باشد. در واقع این ریزش، تجلی شکنندگی اعتماد عمومی نسبت به ثبات محیط کلان بود؛ پدیده‌ای که در بازارهای کم‌عمق و هیجانی، با سـرعت بیشتری بروز می‌کند و می‌تواند به چرخه معیوب خروج نقدینگی و افت قیمت‌ها دامن بزند.

از سـوی دیگـر باید عنوان داشـت که افزایش قیمـت نفت، در ذات خود برای صنایع پالایشـی و پتروشـیمی فرصتی قابل‌توجه به همراه دارد. اما واقعیت آن اسـت که در اقتصاد ایران، این فرصت در خلأ عمل نمی‌کند. شـدت تحریم‌ها، محدودیت‌هـای صادرات، موانع انتقال ارز و سیاسـت‌گذاری‌های بعضاً ناپایدار، می‌تواننـد بخش زیادی از این ظرفیت سودآوری را تعدیل کنند.

با این حال، نباید ظرفیت‌های بازار سرمایه در شرایط بی‌ثبات را نادیده گرفت. همچنین جدای از تاثیر مستقیم بر صنایع، افزایش قیمت نفت باعث افزایش درآمدهای دولت و به تبع آن تزریق منابع به اقتصاد می‌شود که می‌تواند در بلندمدت به بازار سرمایه کمک کند. بنابراین، امیدواری برای فرصت‌های پیش روی بورس با در نظر گرفتن مدیریت صحیح ریسک‌ها و تحولات سیاسی و اقتصادی، منطقی است.

اما یکی از موارد مهم در چنین شرایطی، مدیریت ریسک است. در واقع ریسک در ذات خود صرفاً تهدید نیست؛ بلکه در بستر تحلیل و ابزارهای مناسب، می‌تواند به فرصت تبدیل شود. بازار سرمایه ایران برای مقابله با ریسک‌های ژئوپلیتیک نیازمند توسـعه ابزارهایی اسـت که امکان پوشش ریسک و حتی بهره‌برداری از نوسـانات را فراهم کنند. استفاده از ابزار اختیار معاملات در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، قراردادهای آتی، صندوق‌های کالایی مبتنی بر طلا یا حتی انرژی، از جمله ابزارهایی‌انـد که می‌توانند بـازار را حرفه‌ای‌تر، عمیق‌تر و واکنش‌پذیرتر کنند. این ابزارها، در روزهایی که فضای سیاسـی ملتهب می‌شود، به جای فرار سرمایه امکان مدیریت آن را فراهم می‌آورند. البته در شرایطی که ریسک عدم نقدشوندگی و بستن بازارها به سرمایه‌گذاران مجددا تحمیل نشود.

ادامه‌دار شـدن بحران، خطر فرسـایش اعتماد عمومی، خروج پایدار سرمایه، افت ارزش شرکت‌ها و شکل‌گیری انتظارات تورمـی را در پی دارد. در چنین وضعیتی، اگر بازار سـرمایه از چتر حمایتی ابزارهای مالی و سـازوکارهای تثبیت برخوردار نباشد، چرخه‌های اصلاحی می‌توانند به بحران‌های ساختاری بدل شوند.

اولین قدم سازمان بورس ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران در راستای دسترسی به سرمایه‌هایشان از طریق بازنگه داشتن بازارهاسـت؛ چرا که نقدشـوندگی بزرگترین مزیت بازار سرمایه است. سـازمان بورس می‌بایست با اولویت‌بندی استمرار سازوکار معاملاتی در شرایط بحران و پایبندی به قوانین این حوزه ریسک جدیدی را به سرمایه‌ها وارد نکند. در گام بعدی توسـعه ابزارها، تسهیل دسترسی به اطلاعات شـفاف، کمک به ایجاد تثبیت از طریق صندوق‌ها، ساختاری انعطاف‌پذیر در برابر بحران‌ها بنا کند. در عین حال، حضور بازارگردان‌های واقعی و اسـتفاده از دامنه نوسـان پویا، می‌تواند از تشدید رفتارهای توده‌وار جلوگیری کند.

همچنین در این دوران به سـرمایه‌گذاران پیشـنهاد می‌شـود که با تحلیل حرکت کنند؛ در دوران ناپایداری سیاسـی و اقتصادی، مهم‌ترین سرمایه هر فعال بازار، بینش تحلیلی و انضباط رفتاری است. به نظر بهترین توصیه به سرمایه‌گذاران، دوری از تصمیمات هیجانی، پرهیز از رفتارهای توده‌وار و بازگشـت به اصول بنیادین سـرمایه‌گذاری اسـت. استفاده از اصل تنوع بخشی در سبد سرمایه‌گذاری، استفاده از ابزارهای پوشش ریسک همچون صندوق‌های طلا، تمرکز بر صنایع با مزیت رقابتی، انتخاب شـرکت‌های برخوردار از نقدشوندگی بالا، راهکارهایی برای عبور از بحران‌های مقطعی‌اند. در چنین شـرایطی، سـرمایه‌گذارانی موفق‌ترند که چشم‌انداز مشخص داشته باشند و ریسـک را نه به عنوان مانع، بلکه به عنوان بخشی از ذات بازار بپذیرند و مدیریت کنند.

# نقش ابزارهای معاملاتی در کنترل ریسک



مصطفی زنگی آبادی
مدیر بازرسی، نظارت و امور اعضا بورس انرژی

در حالی شرایط نامساعد اخیر تاثیر زیادی بر عملکرد صنایع و تولید گذاشته است که درگیری فارغ از آسیب فیزیکی به هر صنعت، توقف و اختلال در عملیات جاری کشـور، منجر به اثرات مخرب در صنایع مختلف خواهد شـد. حال چنانچه تنش های سیاسـی و درگیری‌ها از سرگرفته شـود، شاید به جرات بتوان گفت که شـرکت‌های حوزه صنعت نفت به دلیل ریسـک بالای انفجار حامل‌ها محتملا مجبور به تخلیه مخازن خواهند شـد. این امر روند توقف تولید را به همراه خواهد داشـت. از سـوی دیگر از بین رفتن خطوط انتقال گاز، منجر به ایجاد اختلال در روند تولیدی صنایعی که از گاز به عنوان سـوخت و خوراک استفاده می‌کنند، خواهد شد.

در سمت دیگر نباید تاثیر اختلال در فرآیند ساخت و ساز و صادرات را نیز نادیده گرفت؛ به‌طوری‌که منجر به کاهش تولید فولاد و سیمان و صنایع وابسته به ساختمان‌سازی خواهد شد.

این در حالی است که بحران اخیر به نزول سنگین شاخص‌های بازار سهام منجر شد. امری که بیشتر از بار روانی نشـات گرفته بود تا مولفه‌های واقعی؛ به عبارت دقیق‌تر با توجه به عدم آسـیب جدی و گسترده صنایع، ریزش اخیر عمدتا ناشـی از اثرات روانی ناشـی از نااطمینانی در فضای سیاسی کشور بوده است.

در این میان باید تاکید کرد با توجه به تاثیرات قابل توجه اثرات روانی ناشـی از عدم اطمینان سیاسی و امنیتی در کشـور نسـبت به اثرات ناشی از تغییرات بنیادی، امیدواری نسبت به بورس صرفا با فضای آرام سیاسی و امنیتی میسر خواهد بود.

در این میان سـوالی که مطرح می‌شـود این است که چگونه می‌شود از ریسـک‌های ژئوپلیتیک نه فقط فرارکرد، بلکه سود هم گرفت؟ درپاسخ باید گفت با توجه به حضور اشخاص حقیقی با سطح دانش مالی متفاوت و به صورت مسـتقیم در بازار و تخصصی بودن برخی از ابزارهای مشـتقه، عدم آگاهی نسبت به ابزار تخصصی (به منظور جلوگیری از کاهش ارزش سـبد سـهام) و بازدهی بیشتر بازارهای موازی به دلیل مقررات و هزینه های معاملاتی کمتر، منجر به تشـدید شـرایط عدم اطمینان در بازار سـهام خواهد شد.

در واقع کسـب سود در شرایط پرریسک، نیازمند افزایش سطح مشارکت غیر مستقیم و ثبات منطقی در بازارهای موازی است.

همچنین تداوم ریسک، منجر به القای شرایط بحرانی و ناتوانی نهاد ناظر در مدیریت شرایط خواهد شد و دارندگان دارایی‌های غیرفعال نیز به منظور حفظ ارزش سبد سهام خود وارد عمل شده و به افزایش حجم عرضه دامن خواهند زد.

در این شرایط با توجه به حجم بالای اعتبارات شبکه بانکی در بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار در جهت هماهنگی به منظور همکاری بانک‌ها در عدم برداشت تسهیلات اعطایی به نهادهای مالی و به ویژه شرکت‌های کارگزاری و استمهال تسهیلات اعطا شده، تلاش کند.

در این راستا نباید نقش ابزارهای معاملاتی را نادیده گرفت. همچنین انجام برخی اقدامات مانند تغییر و افزایش ضریب تضمین ابزارهای مالی کم ریسک، افزایش سهم سهام در پرتفوی صندوق‌های درآمد ثابت، تلاش در جهت سـرمایه‌گذاری شبکه بانکی در واحدهای صندوق‌های درآمد ثابت و خارج شدن این سرمایه‌گذاری از محدودیت‌های ماده های ۱۶ و ۱۷ رفع موانع تولید بسیار موثر است و این اقدامات می‌تواند بخشـی از منابع بازار سرمایه که در شبکه بانکی سپرده شده است را با ریسک کمتر به بازار سرمایه بازگرداند.



همچنیـن در بسـیاری از مـوارد، فـروش صندوق‌های سـهامی در جهت جبران منابع ابطال واحدها منجر به افزایش حجم عرضه خواهد شـد که افزایش ضریب سـرمایه‌گذاری صندوق‌های درآمد ثابت در این نوع از صندوق‌هـا منجر به تأمین منابـع و انتقال منابع از شـبکه بانکی به بازار سرمایه و جلوگیری از فروش گسترده می‌شود.

در پایـان بـه سـرمایه‌گذاران توصیه می‌شـود در شـرایط کنونی تصمیم‌گیری براسـاس رویکرد بنیادی داشـته باشـند و از خرید و فروش هیجانی بر اسـاس روند شـاخص کل پرهیز کنند و سرمایه‌گذاری در سبدی از دارایی‌ها را داشته باشند.

# بازار سرمایه در سایه ریسک‌های ژئوپلیتیک



ابراهیم سماوی
رئیس هیأت مدیره گروه صنعتی و معدنی امیر

بازارسرمایه ایران بارها طعم تلخ شوک‌های سیاسی و ژئوپلیتیک را چشیده است. هر بار که منطقه با بحران یا درگیری روبه‌رو می‌شود، نخستین واکنش بورس تهران معمولاً صف‌های سنگین فروش و خروج سرمایه است. اما آیا این واکنش همواره ناشی ازعوامل بنیادی اقتصاد است یا بیشتر ریشه در روان‌شناسی بازار دارد؟ مهم‌تر از آن، آیا می‌توان از دل چنین ریسک‌هایی فرصت‌های تازه برای بازار و سرمایه‌گذاران بیرون کشید؟ این نوشتار کوششی است برای بررسی ابعاد مختلف اثرگذاری بحران‌های سیاسی- امنیتی بر بورس و راه‌های مدیریت آن.

## بازندگان و برندگان بالقوه در تکرار درگیری‌ها

تجربه نشان داده که همه صنایع در زمان بحران به یک اندازه آسیب نمی‌بینند.

**بازندگان اصلی:** گروه‌های وابسته به تقاضای داخلی و زنجیره‌های تأمین بین‌المللی در خط مقدم آسیب قرار دارند. صنایع خودروسازی و قطعه‌سازی، لوازم خانگی، و شرکت‌های کوچک مصرفی بیش از دیگران از کاهش قدرت خرید مردم و اختلال واردات ضربه می‌خورند. بانک‌ها و بیمه‌ها هم به‌دلیل افزایش ریسک نکول و فشار نقدینگی، در کوتاه‌مدت وضعیت دشواری خواهند داشت.

**برندگان محتمل:** در طرف مقابل، بخش‌های انرژی‌محور به‌ویژه پالایشی‌ها و پتروشیمی‌ها از رشد قیمت جهانی نفت و فرآورده‌ها سود می‌برند؛ به شرط آن‌که مسیر صادرات باز بماند. حتی برخی شرکت‌های مرتبط با امنیت و زیرساخت نیز می‌توانند تقاضای ویژه‌ای تجربه کنند.

این تفاوت عملکرد میان صنایع نشان می‌دهد که نگاه بخشی (sectoral) در تحلیل بازار دوران بحران اهمیت دوچندان دارد.

## چرا بورس پس از «جنگ ۱۲ روزه» فرو ریخت؟

کاهش سنگین شاخص بورس پس از درگیری‌های اخیر پرسشی جدی ایجاد کرد و آن این بود که ریشه اصلی سقوط چه بود؟

**عامل روانی:** بازار در کوتاه‌مدت بیشتر از هر چیز اسیر هیجان و ترس می‌شود. سرمایه‌گذاران خرد به سرعت سرمایه را از دارایی‌های ریسکی خارج کرده و به سمت ارز، طلا یا سپرده بانکی سوق می‌دهند. صف‌های فروش متوالی بیش از آن‌که بازتاب کاهش واقعی سود شرکت‌ها باشد، بازتاب نااطمینانی و ترس از آینده بود.

**عامل اقتصادی:** البته نمی‌توان انکارکردکه ریسک‌های بنیادین هم نقش داشتند. محدودیت‌های صادراتی، افزایش هزینه‌های بیمه و حمل، و نگرانی از آینده نرخ ارز و تورم در تضعیف شرایط بازار نقش داشتند، با این حال، وزن روانی اتفاق، بسیار بیشتر بود. همین عامل باعث شد که سیاست‌گذار با تزریق نقدینگی و حمایت‌های مقطعی تلاش کند موج فروش را مهار کند.

## نفت گران؛ فرصت یا تهدید برای بورس ایران؟

در نگاه نخست، هر تنش منطقه‌ای که قیمت نفت را بالا ببرد باید برای ایران یک فرصت باشد. اما واقعیت پیچیده‌تر است.

**فرصت:** پالایشگاه‌ها و برخی پتروشیمی‌ها با رشد قیمت نفت و محصولات، حاشیه سود بالاتری به دست می‌آورند. ترازنامه شرکت‌هایی که بازار فروش داخلی دارند یا قراردادهای صادراتی باثبات منعقد کرده‌اند، می‌تواند از این روند منتفع شود.

**تهدید:** همزمان، تحریم‌ها و محدودیت‌های صادرات ممکن است شدت گیرند. افزایش هزینه‌های بیمه و حمل‌ونقل دریایی، ریسک ضبط محموله‌ها و اجبار به ارائه تخفیف‌های سنگین می‌تواند سود بالقوه را بلعیده و حتی به زیان تبدیل کند. بنابراین سرمایه‌گذاری در این صنایع در چنین شرایطی باید با احتیاط و سناریونویسی همراه باشد. به زبان ساده نفت گران «فرصتی بالقوه» است اما بهره‌برداری از آن نیازمند توان صادراتی پایدار است.

## آیا می‌توان از ریسک ژئوپلیتیک سود برد؟

فرار از ریسک یک واکنش طبیعی است، اما حرفه‌ای‌های بازار می‌دانند که حتی از دل تهدید می‌توان فرصت ساخت. ابزارهای مالی نوین دقیقاً برای همین هدف طراحی شده‌اند:

**صندوق‌های کالایی مبتنی بر انرژی:** این صندوق‌ها به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهند بدون ورود مستقیم به سهام شرکت‌های درگیر تحریم، از نوسان قیمت نفت و فرآورده‌ها سود ببرند. تجربه‌های اولیه در ایران نشان داده که صندوق‌های کالایی می‌توانند به‌عنوان پناهگاه سرمایه در بحران عمل کنند.

**قراردادهای آتی شاخص و کالا:** توسعه بازار مشتقه بر روی شاخص کل یا صنایع خاص (مثل پالایش و پتروشیمی) امکان هجینگ و حتی سفته‌بازی سازمان‌یافته را فراهم می‌کند.

**ابزارهای ترکیبی:** مانند صندوق‌های انرژی با پوشش ارزی یا قراردادهای آتی همراه با اختیار معامله، که به سرمایه‌گذار اجازه می‌دهد سبدی از استراتژی‌های پوششی داشته باشد.

راه‌اندازی و عمق‌بخشی به این ابزارها می‌تواند تاب‌آوری بازار سرمایه ایران را در دوره‌های بحرانی به‌طور چشمگیری افزایش دهد.

## ریسک‌های تداوم بحران و مسئولیت سیاست‌گذار

ادامه‌دار شدن بحران ژئوپلیتیک می‌تواند پیامدهای متعددی داشته باشد:

- خروج نقدینگی و کاهش عمق بازار؛
- فشار بر صادرات و درآمدهای ارزی شرکت‌ها؛
- نوسان‌های شدید نرخ ارز و تورم؛
- از بین رفتن اعتماد عمومی و رشد رفتارهای هیجانی.

برای مقابله با این خطرات، سازمان بورس و نهادهای سیاست‌گذار باید اقدامات زیر را در دستور کار قرار دهند:

۱. توسعه ابزارهای مشتقه و پوششی برای امکان مدیریت ریسک.
۲. راه‌اندازی صندوق‌های کالایی و انرژی به‌عنوان سپر سرمایه‌گذاران خرد.
۳. تقویت بازارگردانی و نقدشوندگی در نمادهای شاخص‌ساز.
۴. شفافیت و اطلاع‌رسانی منظم درباره سناریوهای ریسک و اقدامات حمایتی.
۵. مکانیسم‌های هوشمند کنترل نوسان تا بازار نه دچار سقوط آزاد شود و نه در دام قفل معاملاتی گرفتار شود.
۶. هماهنگی میان سازمان بورس، بانک مرکزی و وزارت اقتصاد برای ارایه بسته‌های حمایتی.

این اصلاحات می‌تواند بورس را از یک «بازیچه بحران‌ها» به یک «ابزار مدیریت بحران» بدل کند.

## توصیه‌هایی به سرمایه‌گذاران

در چنین روزگاری، سرمایه‌گذاران بیش از هر زمان نیازمند انضباط و برنامه هستند:

**سناریونویسی:** پرتفوی باید بر اساس سه سناریو (خوش‌بین، میانه، بدبین) طراحی شود.

**مدیریت ورود و خروج:** به جای خرید یا فروش یکباره، از استراتژی میانگین‌گیری (DCA) استفاده کنید.

**ابزار پوششی:** در صورت وجود، بخشی از سبد را به صندوق‌های کالایی یا ابزار مشتقه اختصاص دهید.

**تمرکز بر کیفیت:** سهام شرکت‌های با سود اقتصادی واقعی و جریان نقدی پایدار ارجحیت دارد.

**نگهداری نقدینگی:** بخشی از سبد همیشه نقد باشد تا امکان شکار فرصت‌های ناگهانی فراهم شود.

**کنترل هیجان:** پایبندی به استراتژی مکتوب بسیارمهم‌تر از تصمیمات لحظه‌ای است.

**توجه بیش از پیش به ابزارهای امن:** ابزارهای امن ریالی (صندوق‌های درآمد ثابت) و ابزارهای امن دلاری (گواهی سپرده سکه و صندوق‌های طلا بالاخص شمش محور)

## جمع‌بندی

بازار سهام ایران در معرض ریسک‌های سیاسی و امنیتی اجتناب‌ناپذیر قرار دارد، اما این به معنای بن‌بست نیست. بحران‌ها اگرچه در کوتاه‌مدت شوک‌آورند، اما در میان‌مدت می‌توانند زمینه‌ساز نوآوری، توسعه ابزارهای مالی و ارتقای فرهنگ سرمایه‌گذاری شوند. شرط آن است که سیاست‌گذار به جای واکنش‌های مقطعی، به سراغ ساختن زیرساخت‌های مقاوم برود؛ و سرمایه‌گذار هم با نگاه بلندمدت، انضباط و تنوع، به استقبال آینده بیاید.

# بازار سرمایه؛ بازار انتظارات



امیر وفایی
مدیرعامل کارگزاری توسعه معاملات کیان

بررسی شرایط بازار سرمایه و روند حرکتی بورس تهران در جنگ اخیر نشان می‌دهد بازار بیش از هر چیز تحت‌تأثیر جو روانی قرار گرفت و همین امر موجب کاهش شاخص شد. اکنون همچنان گمانه‌زنی‌هایی درباره آغاز مجدد درگیری‌ها به گوش می‌رسد. چنانچه این موضوع به واقعیت تبدیل شود، بسته به شدت و کیفیت آن، بدون تردید بر صنایع مختلف بازار اثر خواهد گذاشت. به بیان دقیق‌تر، اگر ـ خدای نکرده ـ زیرساخت‌های برق و انرژی آسیب ببینند، سود عملیاتی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی مستقیماً تحت تأثیر قرار خواهد گرفت. با این حال، بیش از هر موضوعی، فضای روانی و نااطمینانی عامل ایجاد نوسان در بورس خواهد بود.

بازار سرمایه، بازار انتظارات است. زمانی که سایه جنگ و نااطمینانی بر سر کشور باشد، نمی‌توان انتظار بازاری صعودی یا حتی متعادل داشت. بنابراین انتظار رشد پرقدرت بورس چندان واقع‌بینانه نیست. البته نباید فراموش کرد که گاهی بورس ایران دچار بیش‌برآوردی می‌شود. همان‌طور که در جریان جنگ ۱۲ روزه دیدیم، زیرساخت‌های عملیاتی آسیب ندید و تولید شرکت‌ها مختل نشد، اما با وجود این، بازار سهام منفی شد؛ اصلی‌ترین علت آن هم فضای روانی و سیاسی حاکم بر کشور بود. شاید برخی تصور کنند تنش‌های منطقه‌ای می‌تواند قیمت جهانی نفت را تغییر دهد، اما بعید است نفت ایران همچون گذشته در بازار جهانی و روند قیمت‌گذاری نقش پررنگی ایفا کند. البته اگر دامنه جنگ گسترده شود و به خاورمیانه کشیده شود، در آن صورت بازار جهانی نفت بی‌تأثیر نخواهد ماند.

تجربه جنگ ۱۲ روزه نشان داد بازار سرمایه آمادگی کافی برای چنین شرایطی ندارد. برای نمونه، تصمیماتی که درباره محدودیت دامنه نوسان گرفته شد یا اتفاق‌هایی که در معاملات آپشن رخ داد، موجب شد برخی دارندگان قراردادهای آپشن به دلیل بسته بودن نمادها زیان ببینند.

شاید اگر دامنه نوسان به‌صورت پویا و داینامیک طراحی شده بود، شرایط بهتری رقم می‌خورد. به هر حال لازم است سیاست‌گذار بازار سرمایه و سازمان بورس این موارد را مدنظر قرار دهند و ابزارهای جدید معاملاتی معرفی کنند. به‌طور قطع هر ابزار تازه‌ای می‌تواند به تسهیل معاملات کمک کند. همان‌گونه که ابزار «آپشن» به بازار کمک کرده است، باید ابزار مکمل آن یعنی «کال آپشن» نیز فعال شود. هر بازاری که به سمت دوطرفه شدن حرکت کند، قطعاً بازاری مطمئن‌تر خواهد بود. در چنین بازاری سرمایه‌گذاران می‌توانند هم از روند صعودی و هم از روند نزولی کسب سود کنند.

پیشنهاد اصلی به سرمایه‌گذاران، چه در شرایط جنگ و چه در شرایط عادی، این است که هر فرد بر اساس میزان ریسک‌پذیری و توان تحمل ریسک خود تصمیم‌گیری کند. در واقع، قیمت‌های کنونی بازار ـ حتی با فرض افزایش تنش‌ها ـ برای افراد ریسک‌پذیر مناسب و حتی ارزان است. به‌طور مثال، شرکت‌های دارویی یا غذایی از آخرین صنایعی هستند که در شرایط جنگی آسیب می‌بینند. با این حال باید توجه داشت که تجربه جنگ ۱۲ روزه نشان داد جنگ‌های امروز چندان بلندمدت نیستند، هرچند همین دوره‌های کوتاه هم آثار چشمگیری بر جای می‌گذارند. بنابراین نمی‌توان نسخه‌ای واحد برای همه سرمایه‌گذاران پیچید. در شرایط فعلی، سرمایه‌گذاران باید با توجه به سطح ریسک‌پذیری، نیازهای نقدینگی و میزان نقدشوندگی دارایی‌های خود، بخشی از سبد خود را به سهام، بخشی را به طلا و ابزارهای مبتنی بر طلا و بخشی دیگر را به صندوق‌های درآمد ثابت اختصاص دهند تا در صورت نیاز، امکان نقدشوندگی سریع فراهم باشد.

نکته مهم دیگری که نباید از نظر دور داشت آن است که بازار سرمایه پس از سال ۱۳۹۹ و آسیب‌هایی که به دلیل دخالت‌های دولت در قیمت‌گذاری و موارد مشابه دید، دیگر به شرایط پیشین بازنگشت. همچنین رخدادهای اردیبهشت ۱۴۰۲ نیز به بی‌اعتمادی عمومی در بازار دامن زد. در چنین فضایی، وقوع جنگ ۱۲ روزه آسیب‌های بیشتری به بورس وارد کرد. در نتیجه هم سیاست‌گذاران و هم فعالان بازار باید بکوشند اعتماد ازدست‌رفته را دوباره به بازار بازگردانند.

اکنون به دلیل این بی‌اعتمادی، تمایل مردم برای خرید طلا از طریق اپلیکیشن‌ها یا ورود به بازار رمزارزها افزایش یافته و مردم توجه کمتری به خرید سهام نشان می‌دهند. این در حالی است که این بازارها ساختاری کمتر قانونمند و فاقد نظارت کافی نسبت به بورس دارند. همین مسئله، اهمیت توجه بیشتر به بازار سرمایه و ضرورت بازسازی اعتماد عمومی به بورس را بیش از گذشته نمایان می‌کند.

# ریسک جنگ برای بورس

## بررسی راهکارهای حمایت از بورس در شرایط جنگی در گفت‌وگو با حمید میرمعینی





مریم موسی‌پور
روزنامه‌نگار

بازار سرمایه ایران در یکی از حساس‌ترین مقاطع خود قرار گرفته است؛ بازاری که همواره از آن به‌عنوان «آینه اقتصاد» یاد می‌شود، اما در عمل هیچ‌گاه جایگاه جدی و باثباتی در سیاست‌گذاری کلان کشور پیدا نکرده است. هم‌زمان با افزایش تنش‌های منطقه‌ای و احتمال بروز بحران‌های جدید، نگرانی سرمایه‌گذاران درباره آینده این بازار بیش از گذشته شده است. بسیاری از فعالان حقیقی ترجیح می‌دهند دارایی خود را نقد کنند و به سمت ابزارهای کم‌ریسک بروند؛ چرا که چشم‌انداز روشنی پیش روی بازار دیده نمی‌شود.

حمید میرمعینی استاد دانشگاه و کارشناس بازار سرمایه بر این باوراست که در صورت وقوع جنگ، بورس بیشترین ضربه را در میان تمام بازارها متحمل خواهد شد و تا زمانی که اصلاحات بنیادین در متغیرهایی چون نرخ بهره، کسری بودجه و سیاست‌های انرژی اتفاق نیفتد، روند نزولی ادامه خواهد داشت. از سوی دیگر، اگر توافقی مؤثر به‌دست آید و بخشی از تحریم‌ها برداشته شود، می‌توان امیدوار بود که بازار سرمایه دوباره به یکی از بهترین گزینه‌های سرمایه‌گذاری بدل شود؛ هرچند تحقق این امید بیش از هر چیز به کیفیت سیاست‌گذاری اقتصادی و میزان رفع محدودیت‌های بین‌المللی وابسته است. آنچه مسلم است، بازار سرمایه در ساختار کنونی اقتصاد ایران، با تعارض‌های عمیقی روبه‌روست؛ تعارض میان ضرورت‌های یک نظام بازار آزاد با حکمرانی اقتصادی چندپاره و مداخله‌گر. تا زمانی که این گره بنیادین گشوده نشود، نمی‌توان از بورس انتظار داشت نقشی پیشرو و تعیین‌کننده در اقتصاد ملی ایفا کند.گفت و گوی ماهنامه بازار و سرمایه را با او در زیر می‌خوانید.

**■ جنگ ۱۲ روزه تحمیلی اسرائیل علیه ایران نشان داد که سطح تنش‌ها ممکن است به‌سرعت بالا برود. درحقیقت جنگ هنگامی آغاز شد که شاید کمتر کسی آن را پیش‌بینی می‌کرد. با این اوصاف به نظر می‌رسد سهامداران باید ریسک سیاسی برای سرمایه‌گذاری در بورس را جدی‌تر بگیرند. به عقیده شما در صورت تکرار درگیری‌ها چه صنایعی ممکن است با بیشترین آسیب مواجه شوند و آیا ممکن است صنعتی با رشدبازده مواجه شود؟**

واقعیت این است که از چند جهت می‌توان به این بحث پرداخت که یکی از آنها مسائل ژئوپلیتیک و سیاسی است. به هر حال این رخدادها به‌عنوان یک ریسک سیستماتیک جدی مطرح هستند. طی سال‌های گذشته نیز چنین ریسک‌هایی وجود داشت که نهایتاً منجر به وقوع جنگ شد و همچنان نیز سایه جنگ پابرجا است. موضوع اصلی، تأثیر جنگ بر تداوم فعالیت شرکت‌ها است. اگر تداوم فعالیت شرکت‌ها زیر سؤال برود، دارایی‌های مالی و ارزش آن‌ها معنای خود را از دست می‌دهد. در اصول ارزش‌گذاری، ما همواره عایدات آتی را با نرخ مشخصی تنزیل کرده و به ارزش ذاتی شرکت می‌رسیم. اما اگر تداوم فعالیت وجود نداشته باشد و به نوعی زیر سوال برود اساساً بحث ارزش دارایی‌ها بی‌مفهوم خواهد شد. به همین دلیل، در صورت تکرار جنگ، بازار به‌شدت متزلزل خواهد شد و برای افت آن نمی‌توان حدی قائل شد. در این حالت، همه شرکت‌ها؛ چه آن‌هایی که بیشترین آسیب را می‌بینند و چه آن‌هایی که کمترین آسیب را می‌بینند، تحت فشار قرار می‌گیرند. به بیان دیگر خشک و تر با هم می‌سوزند. البته ممکن است به مرور زمان برخی صنایع همچون دارویی یا غذایی بتوانند به فعالیت خود ادامه دهند، اما آن‌ها نیز از تأثیر کلی بازار در امان نخواهند بود. بنابراین، به نظر نمی‌رسد صنعت پیشرو یا متفاوتی وجود داشته باشد که در چنین شرایطی بتواند برخلاف جریان کلی بازارحرکت کند.

البته باید گفت که سایر بازارها و حتی بازارهای کالایی هم تحت تأثیر قرار خواهند گرفت. در صورت وقوع مجدد جنگ شاید تنها استثنا را بتوان بازار طلا و ارز، به‌ویژه طلای فیزیکی دانست. حتی طلا در قالب اوراق یا صندوق‌های مبتنی بر طلا نیز با وقوع جنگ تحت تاثیر ترس از توقف بازارسرمایه، عدم معامله و نقدشوندگی اوراق مالی و صندوق‌های طلا قرار خواهند گرفت. به همین دلیل، تصور من این است که بازار سرمایه در صورت تشدید تنش‌ها، بیشترین ضربه را در میان بازارها متحمل خواهد شد و نهایتا در چنین شرایطی نمی‌توان از هم‌اکنون کف مشخصی برای این بازار تعیین یا صنعتی را مشخص کرد که بتواند خلاف جهت حرکت کند.

**■ اگر جنگی صورت نگیرد، چه وضعیتی برای بازار سرمایه متصور هستید. به هر حال الان ما در شرایطی هستیم که دقیقا نمی‌دانیم، چه خواهد شد؟**

همانطور که گفتم از جهت‌های مختلف می‌توان به این بحث پرداخت. اگر به لحاظ ژئوپلیتیک و سیاسی، این ریسک به شکل سیستماتیک ادامه یابد یعنی نه جنگ شود و نه توافقی حاصل شود، بورس باز هم رشد نخواهد کرد چرا که تحریم‌ها رفع نخواهد شد و تغییرات بنیادی لازم برای بهبود متغیرهای کلیدی اقتصاد، مانند نرخ بهره، کسری بودجه، زیرساخت‌های تأمین انرژی و رفع ناترازی‌ها حل نشده باقی می‌ماند و به نظر هم نمی‌رسد در این حوزه‌ها شاهد تغییرات خاصی باشیم. به طور کلی در شرایطی که نه جنگی رخ دهد و نه توافقی انجام شود باز هم روند نزولی بورس ادامه خواهد یافت و بازار بلاتکلیف باقی خواهند ماند.

اما در سناریوی توافق، قطعاً بازار سرمایه می‌تواند به امید خدا بهترین عملکرد را در میان بازارها داشته باشد. البته میزان اثرگذاری توافق به دو عامل بستگی دارد. نخست آنکه تا چه اندازه توافق منجر به رفع تحریم‌ها خواهد شد و دوم اینکه سیاست‌گذاری‌های اقتصادی به خصوص در حوزه کسری بودجه، رفع ناترازی‌ها و ماحصل آنها بحث تعیین نرخ بهره تا چه میزان به بازار کمک خواهد کرد. اگر این مشکلات برطرف شود، بازار سرمایه می‌تواند به یک بازار پیش رو در میان بازارها تبدیل شود. با این حال، به نظر می‌رسد احتمال وقوع دو سناریوی اولیه بسیار بیشتر از سناریو سوم یعنی توافق است. به همین دلیل، در حال حاضر بازار روندی منفی دارد و شاهد خروج نقدینگی از سوی سرمایه‌گذاران حقیقی هستیم. در سمت تقاضا ضعف جدی وجود دارد و تقریباً در هر قیمتی فروشنده حاضر است. این موضوع ناشی از نبود چشم‌انداز روشن برای آینده است. بسیاری از اشخاص حقیقی ریسک خرید سهام را نمی پذیرند و از بازده آن نیز صرف نظر می‌کنند.

**■ به نظر شما ریزش سنگین بورس بعد از جنگ ۱۲ روزه و بازگشایی بازار را می‌توان ناشی از عوامل اقتصادی دانست یا بیشتر باید آن را نتیجه عوامل روانی و نااطمینانی در فضای سیاسی کشور تلقی کرد؟**

به هر حال، بازار همواره در مواجهه با چنین رخدادهایی رفتار هیجانی و وحشت‌زده نشان داده است. در این مورد هم اینطور بود و فروش‌های سنگین بعد از

بازگشایی بازار سرمایه بعد از جنگ ۱۲ روزه را تجربه کردیم. دلایلی را می‌توان برای این رفتار برشمرد. یکی از دلایل این وضعیت، این بود که حمایت‌های انجام شده، حمایت‌های درستی نبود. حمایت‌ها نه به‌موقع بودند و نه به اندازه کافی و البته نه به شکل همه‌جانبه انجام شدند. دومین دلیل، توقف طولانی‌مدت معاملات و همچنین ترس از توقف مجدد بازار سرمایه بود که به‌عنوان یک ریسک جدید مطرح شد. توقف بازار سرمایه و بلوکه شدن سرمایه‌ها به طور حتم خوشایند سرمایه‌گذاران نیست، آن هم برای مدت طولانی. علاوه بر این، شورای عالی بورس و سازمان بورس در توقف طولانی‌مدت اشتباه کردند همچنین عدم آمادگی کافی آنها برای حمایت جامع از همه نمادها نیز مطرح بود که مسائل حاشیه‌ای هم به دنبال داشت؛ گفته می‌شد برخی نمادها بیش از سایرین مورد حمایت قرار گرفتند، و این موضوع به ایجاد حاشیه‌های جدی دامن زد.

بنابراین، حمایت‌هایی که انجام شد، هم به‌موقع نبود، هم به اندازه کافی نبود و هم جامعیت نداشت. همین امر سبب شد فعالان بازار اطمینان لازم را پیدا نکنند و احساس نکنند که پشتوانه قوی دولتی و حمایتی وجود دارد. همین عدم اطمینان به پشتوانه حمایتی باعث شد فروشندگان دوباره فشار بیاورند و شاهد بودیم که بازار در هر قیمتی با عرضه سنگین مواجه شد، در حالی که سمت تقاضا عملاً وجود نداشت.

**■ آیا پیشنهادی برای سیاست‌گذاران برای اقدامات بهتر در زمان‌های بحران دارید؟**

به نظر من، نخستین اقدام این است که در چنین بحران‌هایی توقف معاملات اعمال نشود. ما دیدیم که بعد از توقف طولانی‌مدت بازار و سپس بازگشایی آن، فشار فروش شدید بود و روند نزولی هم ادامه‌دار بود. این رویدادها نشان می‌دهد که بسته شدن بازار نتوانسته است تاثیر مثبتی بر بازار داشته باشد.

برای اینکه بازار سرمایه در چنین شرایطی سریع‌تر به تعادل برسد و نقدشوندگی حفظ شود، دوره توقف معاملات باید بسیار کوتاه باشد یا اصلا نباشد ضمن اینکه دامنه نوسان و حجم مبنا باید حذف شود. وجود این دو مورد همواره عاملی برای ایجاد رفتار هیجانی و توده‌وار بوده است. اگر دامنه باز باشد، ظرف یک تا دو روز بازار میان خریداران و فروشندگان به تعادل می‌رسد. اما وقتی دامنه وجود دارد، صف‌های فروش چندین روز ادامه می‌یابد و هیچ‌گاه جمع آوری نمی‌شود، این خود عامل ایجاد وحشت است. این تجربه تلخ بارها تکرار شده و همواره مانعی برای تحلیل منطقی بازار سرمایه بوده است.

**■ گفتید که حمایت‌های لازم در آن زمان به‌موقع و کامل انجام نشد. به نظر شما دقیقاً چه نوع حمایت‌هایی باید صورت می‌گرفت تا با چنین شرایطی مواجه نمی‌شدیم؟**

در خصوص حمایت‌ها باید گفت معمولاً باید از قبل سناریوهای مختلف برای شرایط بحران، طراحی و آماده شوند تا در مواقع اضطرار فعال شوند. این سناریوها باید بعد از چندین سال فعالیت در شرایط متشنج و تنش‌آور وجود می‌داشت اما متأسفانه سازمان بورس هیچ‌گاه چنین آمادگی نداشته است. همچنین حمایت‌هایی که پس از بازگشایی بازار انجام شد نیز دیرهنگام بود. به عنوان مثال، بعد از دوازده روز تعطیلی و بعد از یک هفته بازگشایی بازار سرمایه، تازه صحبت از بیمه سهام یا تزریق منابع نقدی از طریق صندوق توسعه مطرح شد، اما این حمایت‌ها نه رقم قابل‌توجهی داشت، نه تداوم یافت و نه موجب اطمینان فعالان بازار شد. این رقم باید رقم قابل توجهی می‌بود تا بازار بتواند اطمینان حاصل کند که پشتوانه محکمی از این نظر وجود دارد اما در عمل این طور نشد و بعد از مدت کوتاهی هم حمایت‌ها جمع شد. حتی اقداماتی مانند بیمه سهام نیز بسیار محدود و کم‌اثر بودند و فقط درصد ناچیزی از سرمایه‌گذاران با پرتفوی پایین توانستند از آن بهره ببرند. هرچند فکر نمی‌کنم تا حد زیادی از آن استقبال شده باشد چون آماری هم در این باره منتشر نشد.

در چنین شرایطی دولت باید برخی محرک‌ها در قالب بسته‌های حمایت اقتصادی ارائه می‌داد مثلا برای جبران ضرر و زیان شرکت‌ها، کمک‌های بلاعوض پرداخت می‌کرد، یا تخفیف‌هایی در مالیات و خوراک به شرکت‌ها ارایه می‌شد. به طور کل باید مشوق‌هایی در سیاست‌های کلان در نظر گرفته می‌شد تا کارکرد بنیادی یا فاندامنتال شرکت‌ها تقویت شود.

**■ چرا چنین مشوق‌هایی در نظر گرفته نشد؟**

چون اولا نقشه و برنامه جامع استراتژیکی در این باره وجود ندارد و دوما مقام‌های تصمیم گیر برای روزهای سخت و مواقع اضطرار آمادگی ندارند در واقع هیچ‌گاه به این شرایط فکر نکرده اند. مواردی که احتمال وقوع آن وجود داری بررسی نشده و برنامه‌ای برای زمان به وقوع پیوستن آنها وجود ندارد. متاسفانه به هیچ کدام از این‌ها توجه نشده است.

به طور کلی، متولیان بازار همواره به‌جای پیشگیری، فقط به شکل آتش‌نشانی عمل کرده‌اند و فقط برای خاموش کردن سریع آن اقدام می‌کنند در حالی که باید از قبل برای سناریوهای مختلف، برنامه جامع استراتژیک طراحی می‌کردند. متأسفانه این ضعف را بارها مشاهده کرده‌ایم. من خودم در زمان کرونا چندین بار به سازمان بورس پیشنهاداتی در این مورد ارائه کردم و در مقالاتم هم به آن اشاره کردم.

**■ در چنین مواقعی سرمایه‌گذاران در بورس چه راهکاری باید در پیش بگیرند؟**

باید توجه داشت که سرمایه‌گذاران درجه تحمل ریسک متفاوتی دارند و نمی‌توان یک نسخه واحد برای همه پیچید. هر سرمایه‌گذار شرایط خاص خود را دارد و میزان پذیرش ریسک در افراد همانند اثر انگشت متفاوت است. به همین دلیل، در حالی که برخی فرمول‌ها و مدل‌های ارزش‌گذاری می‌توانند یک نرخ بازده مورد انتظار کلی ارائه دهند اما در عمل این میزان بازده با توجه به شخصیت روحی و روانی افراد متفاوت است.

اما اگر بخواهیم توصیه‌ای عمومی داشته باشیم، واقعیت این است که در شرایط فعلی، ریسک بازار بسیار بالاست و افراد باید درجه ریسک خود را بررسی کنند. در شرایط فعلی ورود به بورس با هیچ منطقی توجیه‌پذیر نیست. چراکه فعلا چشم‌انداز مثبت سیاسی و اقتصادی برای کشور متصور نیست.

**■ شما در صحبت‌هایتان به صنایع مختلف اشاره کردید. با توجه به اینکه تنش‌های منطقه‌ای می‌تواند بر قیمت نفت تأثیرگذار باشد، آیا در این شرایط صنایع پتروشیمی و پالایشی ما نمی‌توانند سودآور شوند؟ البته فشار تحریم‌ها و محدودیت‌های صادراتی هم هست. به بیان دیگر، آیا می‌توان در دل این ریسک‌های ژئوپلیتیک فرصت‌های سرمایه‌گذاری تعریف کرد؟**

خیر؛ واقعیت این است که در شرایط فعلی چنین فرصتی چندان قابل‌تصور نیست و با هیچ منطقی هماهنگ نیست. سرمایه‌گذاری در صندوق‌های طلا، صندوق‌های انرژی یا صندوق‌های مبتنی بر صنایع پتروشیمی و پالایشی، در این فضا منطق ندارند. علت اصلی این است که اساساً «موجودیت تداوم فعالیت» در چنین فضایی زیر سؤال است. چراکه آینده سیاسی کشور نامشخص است. در این شرایط طبیعی است که بازار سرمایه ایران نیز جذابیتی برای سرمایه‌گذاری ندارد.

با این حال، اگر قرار باشد در مورد سرمایه‌گذاری صحبت کنیم، شاید الان فرصت سرمایه‌گذارهای در سهام شرکت‌های کوچک صنعت دارو سازی یا صنایع غذایی مانند آرد آن هم به‌صورت مالکیت مستقیم و نه خرید سهام در بورس باشد چرا که فعالیت آنها حتی در زمان جنگ هم ادامه‌دار خواهد بود.

در واقع، در شرایط بحران، داشتن دارایی فیزیکی و عملیاتی بسیار ارزشمندتر از اوراق مالی خواهد بود. به همین دلیل، توصیه من این است اگر فردی سرمایه قابل‌توجهی دارد، بهتر است به‌عنوان سهامدار عمده وارد یک شرکت واقعی و کوچک شود. اما برای سرمایه‌گذاران خرد و حقیقی، خرید سهام در بورس در شرایط کنونی به‌هیچ‌وجه توصیه نمی‌شود. در چنین فضایی، بهترین انتخاب همچنان اوراق با درآمد ثابت است.

**■ برخی سرمایه‌گذاران در همان دوران جنگ حتی نسبت به صندوق‌های درآمد ثابت هم نگران بودند و تصور می‌کردند شاید نقد کردن آن‌ها بهتر باشد. آیا ممکن است این صندوق‌ها بیش از بانک‌ها آسیب‌پذیر باشند؟**

در زمان جنگ، هیچ نوع دارایی کاملاً امنی وجود ندارد. به عنوان نمونه، در دوران تنش اشخاصی که برای نقد کردن دلار به بازار مراجعه می‌کردند، متوجه می‌شدند با وجود انتظار برای افزایش شدید، قیمت‌ها تغییر نکرده بود. این به دلیل هجوم فروشندگان به بازار بود. ضمن اینکه بازار حاضر نبود بیش از مقدار محدودی، آن هم با قیمت‌های پایین‌تر از انتظار خرید انجام دهد. این نشان می‌دهد که در شرایط جنگ، حتی دارایی‌هایی مانند طلا یا ارز هم از فشار فروش و ناامنی در امان نیستند. با این حال، اوراق با درآمد ثابت در مقایسه با سپرده، سود بالاتری دارند.

**■ همان‌طور که می‌دانیم بورس به عنوان دماسنج اقتصادی کشورها شناخته می‌شود، فکر می‌کنید چه زمانی بتوانیم این بازار را در جایگاه واقعی خود مشاهده کنیم؟**

واقعیت این است که بازار سرمایه در کشور ما هیچ‌گاه جایگاه جدی و شایسته‌ای نداشته است. نوع نگاه و دیدگاهی که مسئولان و تصمیم‌گیران نسبت به این بازار داشته‌اند، هیچ‌وقت مناسب نبوده است. متولیان بازار سرمایه نتوانسته‌اند اهمیت آن را به‌درستی جا بیندازند.

بازارسرمایه در اصل عصاره و نماد اقتصاد بازار ونظام بازارآزاد است؛ اما در کشوری که نظام اقتصادی آن فاقد ساختار منسجم و مشخص است، طبیعی است که این بازار نتواند نقش واقعی خود را ایفا کند. اقتصاد ما ترکیبی آشفته از الگوهای مختلف است؛ بخشی از کمونیسم، بخشی از سوسیالیسم و بخشی از سرمایه‌داری، بدون آنکه پشتوانه نظری یا برنامه عملیاتی واحدی وجود داشته باشد. همین امر باعث شده است که بسیاری از اجزا با یکدیگر در تعارض باشند.

به‌عنوان نمونه، نرخ بهره از اقتصاد بازار گرفته می‌شود، اما در عمل با مبانی دینی همچون ربا ناسازگار است. نتیجه این تناقض، ایجاد قراردادها و ابزارهای صوری نظیر مرابحه و صکوک بوده که بیشتر جنبه شکلی دارند تا محتوایی. در حوزه بازار سرمایه، اصل بنیادین این بازار یعنی نظام قیمت‌گذاری آزاد نقض می‌شود و همچنان شاهد دخالت‌های دستوری در قیمت‌گذاری و نرخ بهره هستیم که به نوعی تضییع حقوق سرمایه‌گذاران در این بازار است.

در چنین شرایطی، بازار سرمایه عملاً در تضاد بنیادی با مفاهیم حکمرانی اقتصادی کشور قرار دارد. تا زمانی که این تعارض‌های ساختاری حل نشوند، نمی‌توان از بازار سرمایه انتظار داشت به‌عنوان بازاری پیشرو و موتور محرک اقتصاد عمل کند.




# تجربه تحریم

## تجربه ایران از تحریم‌های شورای امنیت از قطعنامه ۱۷۳۷ تا مکانیسم ماشه

**گروه گزارش:** تجربه تاریخی ایران از تحریم‌های شورای امنیت در فاصله سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵، به مثابه یک «آزمایش میدانی» بزرگ، نشان می‌دهد که فعال‌سازی مکانیسم ماشه اگرچه ممکن است تحریم‌های اقتصادی کاملاً جدیدی اضافه نکند، اما می‌تواند در صورت عدم مدیریت صحیح، حامل آثار روانی برای اقتصاد ایران باشد و حتی هزینه‌های مبادلات را افزایش دهد. اکنون و با فعال‌شدن دوباره این مکانیسم، بررسی این تجربه تاریخی بیش از هر زمان دیگری ضروری است.

برای درک بهتر اینکه فعال شدن مکانیسم ماشه چه معنایی برای اقتصاد ایران دارد، باید به گذشته برگردیم؛ به دوره‌ای میان سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵ که شورای امنیت سازمان ملل متحد با صدور چندین قطعنامه، سنگین‌ترین مجموعه تحریم‌های بین‌المللی علیه ایران را اعمال کرد. این تجربه تاریخی، نوعی «آزمایش میدانی» بود که آثار تحریم‌های سازمان ملل را در مقایسه با تحریم‌های یکجانبه آمریکا نشان می‌دهد.

به طورکلی آن طورکه کارشناسان می‌گویند تحریم‌های شورای امنیت ممکن است در عمل تأثیر اقتصادی جدید و مستقیمی فراتر از تحریم‌های یک‌جانبه آمریکا نداشته باشند (به دلیل گسترده‌تر بودن تحریم‌های آمریکا و تبعیت شرکت‌ها از آن‌ها)، اما جنبه روانی قوی و افزایش هزینه‌های غیرمستقیم ناشی از افزایش ریسک، نااطمینانی و دشواری‌های لجستیکی می‌تواند بر شاخص‌های کلان اقتصادی و بازارهای مالی ایران تاثیرگذار باشد. این آثار، با توجه به آسیب‌پذیری بیشتر اقتصاد ایران در شرایط فعلی، می‌تواند بیشتر از دوره‌های قبل باشد.

### دوره تحریم‌های شورای امنیت (۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵)

تحریم‌های چندجانبه شورای امنیت سازمان ملل (از جمله قطعنامه‌های ۱۷۳۷، ۱۷۴۷، ۱۸۰۳ و ۱۹۲۹) که از سال ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵ به‌تدریج اعمال شد، آثار متعددی بر اقتصاد ایران داشت. این تحریم‌ها ابتدا بر حوزه فناوری‌های حساس هسته‌ای متمرکز بودند، اما به مرور به حوزه‌های بسیار گسترده‌تری مانند مالی، بانکی، بیمه، کشتیرانی، انرژی، صادرات نفت و سرمایه‌گذاری خارجی گسترش یافتند. در این دوره رشد اقتصادی ایران به منفی ۶.۸ درصد در سال ۲۰۱۲ رسید. تورم سالانه از ۱۵-۲۰ درصد به بالای ۴۰ درصد در سال

## فرآیند قطعنامه‌های صادر شده علیه ایران در شورای امنیت

**آغاز ماجرا: قطعنامه ۱۶۹۶ (ژوئیه ۲۰۰۶- مرداد ۱۳۸۵ )**

داستان از تابستان ۲۰۰۶ آغاز شد؛ زمانی که ایران پس از انتخابات ریاست‌جمهوری ۱۳۸۴، برنامه غنی‌سازی اورانیوم در نطنز را از سر گرفت. شورای امنیت با صدور قطعنامه ۱۶۹۶ از ایران خواست همه فعالیت‌های غنی‌سازی را متوقف کند. این قطعنامه هنوز تحریمی در بر نداشت، اما زمینه را برای اقدامات بعدی فراهم کرد.

**تحریم‌های سخت‌تر: قطعنامه ۱۷۳۷ (دسامبر ۲۰۰۶- دی ۱۳۸۵)**

اولین ضربه واقعی با قطعنامه ۱۷۳۷ وارد شد. بر اساس این قطعنامه انتقال فناوری و تجهیزات حساس هسته‌ای و موشکی به ایران ممنوع شد. همچنین دارایی برخی نهادها مسدود شد و فهرست اولیه‌ای از افراد و نهادهای مرتبط با برنامه هسته‌ای و موشکی ایران مورد تحریم قرار گرفتند. در این قطعنامه برای نخستین بار نام بانک‌ها و شرکت‌های ایرانی وارد فهرست تحریم‌های شورای امنیت شد.

**گسترش تحریم‌ها: قطعنامه ۱۷۴۷ (مارس ۲۰۰۷- فروردین ۱۳۸۶)**

چند ماه بعد، یعنی چهارم فروردین ۱۳۸۶ با ادامه اختلافات، شورای امنیت سازمان ملل قطعنامه ۱۷۴۷ را صادرکرد. این قطعنامه تحریم‌ها را گسترش داد. طبق این قطعنامه افراد و نهادهای بیشتری در فهرست تحریم‌ها قرار گرفتند، صادرات تسلیحات متعارف از ایران ممنوع شد و محدودیت‌های مالی و بانکی شدت گرفت. بانک صادرات ایران یکی از مهم‌ترین نهادهایی بود که تحت تأثیر این تحریم‌ها قرار گرفت.

**تشدید فشارها: قطعنامه ۱۸۰۳ (مارس ۲۰۰۸- اسفند ۱۳۸۶)**

قطعنامه ۱۸۰۳ محدودیت‌های جدیدی را به همراه داشت به طوری که بازرسی محموله‌های ایران توسط کشورها برای جلوگیری از انتقال اقلام حساس مورد تصویب قرار گرفت و محدودیت‌های گسترده‌ترمالی علیه بانک‌های ایرانی در نظرگرفته شد. همچنین تحریم افرادکلیدی بیشتری از جمله مدیران صنایع دفاعی به اجرا در آمد. این مرحله نشان داد که تحریم‌ها دیگر صرفاً نمادین نیستند، بلکه به‌طور مستقیم بر تجارت خارجی ایران اثر می‌گذارند.

**قطعنامه سرنوشت‌ساز: ۱۹۲۹ (ژوئن ۲۰۱۰)**

به فاصله سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۹ دو قطعنامه دیگر یعنی قطعنامه ۱۸۳۵ (مهر ۱۳۸۷) و قطعنامه ۱۸۸۷ (مهر ۱۳۸۸) نیز علیه ایران صادر شد که بیشتر تاییدی بر قطعنامه‌های قبلی بودند اما در سال ۱۳۸۹ یک قطعنامه جدید با عنوان قطعنامه ۱۹۲۹ علیه ایران صادر شد که نسبت به قطعنامه‌های قبلی متفاوت تر بود.

قطعنامه ۱۹۲۹ نقطه عطف تحریم‌های شورای امنیت بود و بسیاری آن را سنگین‌ترین ضربه به اقتصاد ایران می‌دانند. این قطعنامه بر اساس فصل هفتم منشور ملل متحد صادر شد و طیف گسترده‌ای از محدودیت‌های مالی، نظامی و اقتصادی را به ایران تحمیل کرد. این قطعنامه ایران را از هرگونه فعالیت مرتبط با موشک‌های بالستیک منع کرد، محدودیت شدیدتری بر بانک‌های ایرانی اعمال کرد، شرکت کشتیرانی جمهوری اسلامی و ناوگان نفتکش‌های ایران را هدف قرار داد و سرمایه‌گذاری خارجی در بخش انرژی ایران را ممنوع کرد. همچنین طبق این قطعنامه کمیته تحریم‌ها تشکیل شد تا بر اجرای دقیق محدودیت‌ها نظارت کند.

در پی این قطعنامه، بانک‌های بزرگ اروپایی همکاری با ایران را قطع کردند، بیمه نفتکش‌های ایرانی به شدت محدود شد و صادرات نفت با مشکلات جدی مواجه شد.

به طور خلاصه قطعنامه ۱۹۲۹ نقطه عطف فشارهای شورای امنیت علیه ایران بود. این قطعنامه نه‌تنها دامنه تحریم‌ها را گسترش داد (بانکی، انرژی، تسلیحاتی و کشتیرانی) بلکه از نظر روانی هم علامت داد که همکاری با ایران برای شرکت‌ها و بانک‌های بین‌المللی پرهزینه و پرریسک خواهد بود. همین باعث شد بسیاری از شرکت‌های بزرگ نفتی و مالی جهان همکاری با ایران را متوقف کنند.

۲۰۱۳ رسید و نرخ ارز آزاد از حدود ۱۰۰۰ تومان در سال ۲۰۱۰ به بیش از ۳۶۰۰ تومان در سال ۲۰۱۳ جهش یافت و این جهش بعدها هم ادامه یافت. نرخ بیکاری از حدود ۱۰ درصد به بیش از ۱۲.۵ درصد تا سال ۲۰۱۵ افزایش یافت و نرخ فقر نسبی رشد پیدا کرد.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به کمتر از یک میلیارد دلار رسید و درآمدهای نفتی کاهش یافت. در این دوره همچنین دسترسی ایران به سیستم بانکی بین‌المللی (سوئیفت) به شدت محدود شد، هزینه‌های مبادلاتی افزایش یافت و مشکلاتی در تأمین کالاهای اساسی و دارو به وجود آمد.

براساس قطعنامه‌های صادر شده از سوی شورای امنیت ناوگان تجارت دریایی با احتمال توقیف و بازرسی‌های موردی مواجه بود و اولین شوک به فضای تعاملات مالی و اعتماد عمومی در سطح جهان ایجاد شد.

## دوره رفع تحریم (۲۰۱۶ تا ۲۰۱۸ - برجام)

پس از توافق برجام و اجرای قطعنامه ۲۲۳۱ شورای امنیت در سال ۲۰۱۵ که منجر به کاهش تحریم‌ها شد، اقتصاد ایران شاهد بازیابی نسبی شاخص‌های اقتصادی بود. این دوره با احیای امید اجتماعی و افزایش اعتماد به آینده همراه شد. پس از امضای برجام رشد اقتصادی در سال ۲۰۱۶ به ۱۳.۴ درصد و در سال ۲۰۱۷ به ۳.۷ درصد رسید. نرخ تورم نقطه به نقطه از ۴۰ درصد به ۹.۶ درصد در سال ۲۰۱۷ کاهش یافت و نرخ ارز در بازار آزاد در بازه ۳۶۰۰ تا ۴۱۰۰ تومان تثبیت شد.

در این دوره صادرات نفت ایران به بیش از ۲.۵ میلیون بشکه در روز رسید و میزان سرمایه‌گذاری خارجی مستقیم از حدود ۲ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۵ به بیش از ۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۷ افزایش یافت.

پس از امضای برجام روابط بانکی بین‌المللی به‌تدریج احیا شد و امکان انتقال محدود پول و اعتبار فراهم شد.

یکی از رویدادهای مهم این دوره این بود که شرکت‌های بزرگی مانند پژو، رنو، توتال و ایرباس قراردادهای همکاری امضا کردند.

## خروج آمریکا از برجام (پس از ۲۰۱۸)

با خروج یک‌جانبه آمریکا از برجام در سال ۱۳۹۷ (۲۰۱۸) و بازگشت تحریم‌های ثانویه این کشور، اقتصاد ایران دوباره با فشار شدید مواجه شد. این تحریم‌ها که عمدتاً حوزه‌های نفتی و بانکی را هدف قرار دادند، وسیع‌تر و قدرتمندتر از تحریم‌های شورای امنیت بودند. ازآنجا که موسسات مالی دنیا به دلار آمریکا وابسته هستند، بسیاری از شرکت‌ها و بانک‌های اروپایی و آسیایی، حتی با وجود عدم بازگشت قطعنامه‌های سازمان ملل، تعامل خود را با ایران قطع کردند. در این دوره بزرگ ترین جهش‌های ارزی در ایران اتفاق افتاد و این جهش‌ها همچنان ادامه دارد. این تجربه نشان داد که تحریم‌های آمریکا دارای ضمانت اجرایی قوی‌تری نسبت به قطعنامه‌های شورای امنیت هستند.

## تجربه تحریم‌های گذشته

تجربه‌های گذشته نشان می‌دهد که فعال‌سازی مکانیسم ماشه می‌تواند با ایجاد نااطمینانی و بی‌ثباتی روانی، به روند سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری‌های کلان اقتصادی آسیب وارد کند، این وضعیت می‌تواندمنجر به رشدتورم،کاهش رشداقتصادی و ارزش پول ملی شود.

به طورکلی آثار اقتصادی دوره‌های تحریم سازمان ملل را می‌توان در چند محورشامل کاهش ظرفیت صادرات نفت، محدود شدن سرمایه‌گذاری خارجی، و افزایش نوسان در مولفه‌های اقتصادی از جمله قیمت ارز دسته بندی کرد. اما نکته این است که این اثرات معمولاً یک‌باره و ناگهانی نبودند؛ بلکه در طول زمان و به‌صورت انباشته بروزکردند.

بسیاری از کارشناسان معتقدند اثر واقعی فعال‌سازی مکانیسم ماشه بیشتر در حوزه روانی و افزایش هزینه‌های مقابله با تحریم‌ها خواهد بود تا اعمال تحریم‌های جدید و مستقیم. زیرا بخش عمده تحریم‌های شورای امنیت (مانند هسته‌ای و موشکی) قبلاً یا توسط تحریم‌های آمریکا پوشش داده شده‌اند یا تأثیر مستقیم اقتصادی محدودی دارند. در واقع اثرات روانی و اعتمادساز بین‌المللی، حتی اگر به‌سرعت اقتصاد را دگرگون نکنند، می‌توانند در طول زمان بر سرمایه‌گذاری و تعاملات تجاری موثر باشند.

## درس‌های عملی

تجربه گذشته نشان می‌دهد اقدام‌های پیشگیرانه و نرم‌افزاری مفیدند. به طور مثال تنوع‌بخشی در منابع درآمدارزی، تقویت ابزارهای مدیریت ذخایر ارزی، پیگیری راهکارهای جایگزین در تبادلات مالی و تقویت دیپلماسی اقتصادی می‌تواند در خنثی سازی اثرات تحریم نقش داشته باشد. این‌ها گام‌هایی هستند که می‌توانند تأثیرات منفی تحریم‌های شورای امنیت سازمان ملل را کاهش یا دست‌کم زمان لازم برای سازگاری با شرایط جدید را افزایش دهند.



# شوک ماشه

## سناریوهای پیش روی اقتصاد ایران با فعال‌سازی مکانیسم ماشه

**گروه گزارش:** با تصمیم شورای امنیت سازمان ملل برای فعال‌سازی «مکانیسم ماشه»، این سازوکار حقوقی که در دل قطعنامه ۲۲۳۱ جاسازی شده بود، عملاً فعال شد و تحریم‌های پیشین شورای امنیت بازخواهند گشت. این تصمیم، شمشیر داموکلس را که سال‌ها بالای سر اقتصاد ایران بود، فرود آورد.

اما پرسش کلیدی اینجاست که در شرایطی که اقتصاد ایران سال‌هاست زیر سنگین‌ترین تحریم‌های یک‌جانبه آمریکا قرار دارد، بازگشت این تحریم‌های چندجانبه چه اثر افزوده‌ای خواهد داشت؟ آیا مکانیسم ماشه فقط یک تهدید روانی بود یا می‌تواند موج جدیدی از فشارها را بر بورس، بانک‌ها، نرخ ارز و معیشت مردم وارد کند؟ این گزارش تحلیلی، با بهره‌گیری از داده‌های کارشناسی و مطالعات مختلفی که در این باره از سوی افراد و نهادهای مختلف انجام شده، به واکاوی ابعاد مختلف این موضوع می‌پردازد.

## سابقه ماجرا

پاییز ۱۴۰۳ با پاییزهای دیگر یک تفاوت جدی دارد. موعد یکی از مهم‌ترین بندهای برجام، یعنی «مکانیسم ماشه» یا همان اسنپ بک، نه در آینده، که اکنون فرارسید. شورای امنیت سازمان ملل در رأی‌گیری ۲۸ شهریورخود، این مکانیسم را فعال کرد و مسیر اقتصاد و بازارهای مالی ایران را دستخوش تغییری تاریخی کرد. برای فهم اهمیت این رویداد، باید کمی به عقب بازگردیم. از تابستان ۱۳۹۴ که توافق هسته‌ای ایران و گروه ۱+۵ امضا شد و سپس قطعنامه ۲۲۳۱ در شورای امنیت سازمان ملل تصویب شد، امید تازه‌ای در اقتصاد ایران دمیده شد. اما این رؤیا چندان پایدار نماند. با روی کار آمدن دولت دونالد ترامپ در آمریکا

و خـروج واشـنگتن از برجام در اردیبهشـت ۱۳۹۷، مسیرتحریم‌ها دوباره سخت‌تر شد و بسیاری از مزایای برجام برای ایران عملاً از دست رفت.

در همین میان، یکی از بندهای حسـاس برجام یعنی مکانیسـم ماشـه مانند شمشـیری بالای سر اقتصاد ایران باقی ماند. این سازوکار ویژه به کشورهای عضو برجام اجازه می‌داد در صورت نقض اساسی تعهدات، همه تحریم‌های سـازمان ملل که پیش از سال ۲۰۱۵ علیه ایران وضع شده بود، ظرف ۳۰ روز بازگردد. این بند در نهایت روز جمعه ۲۸ شهریور فعال شد.

فعال‌سازی مکانیسم ماشـه به معنای بازگشت همه قطعنامه‌هـای شـورای امنیـت، از محدودیت‌هـای بانکی گرفته تا تحریم‌های نفتی و کشـتیرانی است. اگرچه اقتصاد ایران امروز زیر بار سـنگین تحریم‌های یک‌جانبـه آمریـکا قـرار دارد، امـا پیوسـتن دوباره تحریم‌های سـازمان ملل می‌تواند فشارهای حقوقی و روانـی تـازه‌ای به ایـران وارد کند؛ فشـارهایی که می‌تواند بـازار ارز، طلا، بورس و حتی سـفره مردم را تحت تأثیر قرار دهد.

## پیامدهای کلان اقتصادی

بازگشت تحریم‌های شورای امنیت سازمان ملل متحد از طریق فعال‌سازی مکانیسم ماشه می‌تواند تأثیرات مختلفی بر اقتصاد ایران داشته باشد.

بررسی‌های مختلفی در این باره انجام شده و هرکدام آثار فعال سـازی مکانیسم ماشـه را بر اقتصاد ایران ارزیابی کرده اند. برخی کارشناسـان معتقدند بخش عمـده اثـرات اقتصـادی قبـلاً توسـط تحریم‌های یک‌جانبه آمریکا اعمال شـده اسـت، اما بازگشـت قطعنامه‌های سازمان ملل می‌تواند هزینه‌های مقابله با تحریم‌ها را افزایش داده و تأثیرات روانی بر اقتصاد کشور بگذارد. به طور کلی اغلب مطالعات انجام شده اثرات این رویـداد را از جنبه اقتصـاد کلان از جمله رشد اقتصادی،تورم،بیکاری و اثر آن بر بازارها از جمله بازار سرمایه بررسـی کرده اند که در ادامه به تشریح آن می‌پردازیم.

**۱. کاهش رشـد تولیـد ناخالص داخلـی (GDP):** مطالعات انجام شده نشـان می‌دهد که فعال سازی مکانیسـم ماشـه رشـد اقتصادی کشـور را کاهش خواهد داد و حتی ممکن اسـت بـه منفی یک تا ۳ درصد برسـد. بخش‌هایی ماننـد صنعت، صادرات و پروژه‌های عمرانی آسـیب‌پذیرترین حوزه‌ها خواهند بود.این شـرایط منجر به کاهش قدرت خرید مردم و کاهش تقاضای مؤثر در اقتصاد می‌شود.

**۲. تـورم:** برخـی از بررسـی‌های انجام شـده درباره اثر فعال سـازی مکانیسم ماشـه بر اقتصاد ایران به این نتیجه رسـیده اند که با محدود شـدن واردات کالاهای اساسی و مواد اولیه، تورم افزایش می‌یابد و پیش‌بینی می‌شـود تورم سالانه در سناریوی محتمل تا ۷۵ درصد و در سـناریوی بدبینانه بالای ۹۰ درصد اوج بگیرد.این نوسـانات بـه عواملی چون انتظارات تورمی شـدید، کاهش ذخایر ارزی، اختلال در فروش نفـت و بازگشـت ارز و واکنش بازار به ریسـک‌های ژئوپلیتیک وابسته است.

**۳. افزایش نرخ ارز:** فعالان بازار می‌دانند که بازگشت تحریم‌ها به معنای محدود شدن منابع ارزی، دشواری صـادرات نفت و افزایش تقاضا برای خروج سـرمایه از کشـور اسـت، که همگی منجر به کاهش عرضه و افزایش فشـار بر قیمت ارز می‌شوند. کاهش عرضه ارز در بازار به دلیل محدودیت منابع ارزی و دشـواری صادرات نفت، موجب افزایش نرخ دلار و سـایر ارزها می‌شود. معاونت امور بین الملل اتاق بازرگانی ایران درگزارش تحلیلی آثار اقتصادی بازگشـت تحریم‌های شـورای امنیت سازمان ملل(اسـنپ بک) بر اقتصاد ایران اسـتدلال کرده اسـت نرخ ارز آزاد در سناریوی محتمل به ۱۳۵ هزار تومان و در سناریوی بدبینانه به ۱۶۵ هزار تومان افزایش یابد.

**۴. کاهـش درآمدهای نفتی:** صادرات نفت ایران به دلیـل محدودیت‌ها و تخفیف‌های اجباری، می‌تواند از حدود ۳۲ میلیارد دلار به ۱۸ میلیارد دلار برسد.

**۵. کاهـش سـرمایه‌گذاری خارجـی:** بسـیاری از مطالعـات انجام شـده بر این باورند سـرمایه‌گذاری مسـتقیم خارجی به دلیل افزایش ریسک سیاسی و حقوقی کاهش می‌یابد و ممکن است به کمتر از ۴۰۰ میلیون دلار برسد. خروج سـرمایه سرعت می‌گیرد و سـالانه ۵ تا ۱۰ میلیارد دلار فرار سرمایه رخ می‌دهد. همچنیـن ذخایر ارزی بانک مرکزی افت خواهد کرد و توان مداخله بانک مرکزی در بازار ارز ضعیف می‌شود.

ماشـه دسترسـی ایران به سیسـتم مالی بین‌المللی ماننـد سـوئیفت (SWIFT) تقریبـاً صفـر خواهـد شـد، انتقال پول از طریق واسـطه‌ها ۵ تا ۱۰ درصد گران‌تر می‌شـود و خطوط اعتباری بانک‌های ایرانی در کشـورهای همسایه مسـدود خواهد شد. همچنین پروژه‌هـای مالـی با افزایـش هزینه مواجه شـده و ممکن است حسـاب‌های ایرانیان مقیم خارج توسط بانک‌های بین‌المللی مسـدود شـود. با فعال سازی مکانیسم ماشه محدودیت‌هایی بر تعامل بانک‌های ایرانی با سیسـتم مالی بین‌المللی، مانند محدودیت در افتتاح شـعبه در خـارج از کشـور و نظارت ویژه بـر تراکنش‌های بانکی، اعمال خواهد شـد. در عین حـال اوراق بدهی دولت با نرخ سـود بالاتر فروخته می‌شوند و فشار بر بودجه شدت پیدا خواهد کرد.

**۷. افزایـش هزینه‌هـای تجارت،حمل‌ونقـل و لجسـتیک:** ناوگان تجارت دریایی ایـران با احتمال توقیف و بازرسـی‌های موردی مواجه خواهد شـد و این موضـوع هزینه بیمه نفتکش‌ها و هزینه حمل را ۲۰ تا ۳۰ درصد افزایش می‌دهد. دسترسـی به مواد اولیه و تجهیزات با هزینه و دشـواری بیشـتر همراه خواهد شـد و صـادرات خدمـات حمل‌ونقل زمینی و خطـوط هوایی (مسـیرهای اروپایـی) افت کرده و درآمدهای ارزی کاهش می‌یابد.

**۸. تأثیـر بـر صنایـع و فنـاوری:** محدودیـت در دسترسـی بـه تجهیـزات پیشـرفته، فناوری‌هـای بررسـی‌های انجام شده نشـان می‌دهد فعال سازی مکانیسـم ماشـه می‌تواند در بازارهـای بین‌المللی، نـرخ CDS (حق بیمه نکـول اوراق بدهـی ایران) را افزایش دهد که نشـان‌دهنده ارزیابی ریسـک بالای کشـور در نگاه سـرمایه‌گذاران خارجی است. به زعم برخی تحلیل‌های انجام شده درباره اثرات فعال سازی مکانیسـم ماشـه، میزان خروج سـرمایه از ایران نیز می‌تواند به سالانه ۵ تا ۱۰ میلیارد دلار برسد.

**۶. اختـلال در سیسـتم بانکی و مالی:** بسـیاری از کارشناسـان بر این باورند با فعال شـدن مکانیسـم

### مکانیسم ماشه چیست و چگونه فعال شد؟

مکانیسـم ماشـه (Snapback Mechanism) یـک سـازوکار حل‌وفصـل اختلافـات بـود که در پاراگراف‌های ۱۱ و ۱۲ قطعنامه ۲۲۳۱ آمده بود. طبق این سازوکار، اگر یکی از طرف‌های برجام اعتقاد داشـت ایران به‌طور اساسـی تعهداتش را نقض کرده، می‌توانسـت پرونده را به شـورای امنیت سـازمان ملل ببرد. در این حالت، شـورای امنیت فقط ۳۰ روز فرصت داشت تا درباره ادامه تعلیق تحریم‌ها تصمیم بگیرد.

#### ویژگی خاص؛ حق وتوی معکوس

در نظام معمول شـورای امنیت، هر قطعنامه نیازمند تأیید اکثریت اعضا و عدم مخالفت پنج عضو دائم (آمریکا، بریتانیا، فرانسـه، روسیه و چین) اسـت. اما در مکانیسم ماشه یک منطق معکوس حاکم بود.

اگـر حتی یک کشـور عضو دائم شـورای امنیت خواهان بازگشـت تحریم‌ها می‌شـد، عملاً امکان جلوگیری از آن وجود نداشت. چرا که برای «ادامه تعلیق تحریم‌ها» باید قطعنامه‌ای جدید تصویب می‌شـد؛ قطعنامه‌ای که هر عضو دائم می‌توانسـت آن را وتو کند. به بیان دیگر، در این سازوکار، هیچ کشوری قدرت جلوگیری از بازگشت تحریم‌ها را نداشت.

#### فعال‌سازی مکانیسم ماشه

فرآیند فعال‌سـازی این سـازوکار که در نهایت منجر به رأی اخیر شـورای امنیت شـد، چند مرحله داشت. کشورهای غربی مدعی نقض اساسی تعهدات از سوی ایران شدند. این موضوع در نهایت به شـورای امنیت سازمان ملل ارجاع داده شد. شـورای امنیت در روز جمعه ۲۸ شهریور ماه ۱۴۰۴ در این مورد رأی‌گیری کرد. در نهایت شـورای امنیت سازمان ملل تصمیم گرفت تحریم‌های سازمان ملل علیه ایران را که در چارچوب توافق هسته‌ای سال ۲۰۱۵ لغو شده بود، دوباره اعمال کند.

۹ کشـور شامل بریتانیا، فرانسـه، ایالات متحده، سیرالئون، اسـلوونی، دانمارک، یونان، پاناما و سـومالی مدافع بازگشـت تحریم‌ها و۴ کشـور شامل چین، روسـیه، پاکسـتان و الجزایر مخالف بازگشت تحریم‌ها بودند ۲ کشورگویان و کره‌جنوبی نیز رای شان ممتنع بود.

بـا این نتیجه، قطعنامه‌ای برای ادامه تعلیق تحریم‌ها تصویب نشـد و در نتیجه، همه تحریم‌های پیشین شورای امنیت به‌طور خودکار بازگشـتند. این تحریم‌ها از تاریخ ۵ مهر ۱۴۰۳ (۲۷ سپتامبر) ساعت ۸ شب به وقت نیویورک اجرایی خواهد شد.

#### دامنه تحریم‌های بازگشتی

بازگشـت تحریم‌ها به معنای احیای همه قطعنامه‌های شـورای امنیت بین سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۰ اسـت. این قطعنامه‌ها مجموعه‌ای گسـترده از محدودیت‌ها از جمله ممنوعیت فروش یا انتقال تجهیزات حسـاس هسته‌ای و موشکی به ایران، مسدود شـدن دارایی‌ها و محدودیت سفر برای برخـی مقام‌ها و نهادهای ایرانـی، تحریم بانک‌های بزرگ ایران مانند بانـک ملی و بانک صادرات، محدودیـت در بیمه نفتکش‌ها و همکاری‌های کشـتیرانی و محدودیت سـرمایه‌گذاری خارجی در بخش انرژی را در بر می‌گیرند.

دوکاربـردی، نرم‌افزارهـای تخصصـی و دانـش فنی روز دنیـا توانایـی ایـران را در توسـعه و نگهـداری زیرسـاخت‌های علمـی و صنعتـی تحت تأثیـر قرار می‌دهد. صنایع بزرگ صادرات‌محور نظیر پتروشیمی، فلزات اساسـی و معدنی‌ها در خط مقدم واکنش به تهدیدهـا قرار دارنـد. در عین حال برآورد می‌شـود پروژه‌های پتروپالایشـی و توسـعه میادین مشترک گازی نیمه‌کاره باقی بماند.

**۹. افزایش نرخ بیکاری:** طبق برآوردهای انجام شـده نرخ بیـکاری می‌تواند از ۹.۶ درصد فعلی تا ۱۴ درصد افزایـش یابد. رکود در بخش تولید و توقف پروژه‌ها از عوامل اصلـی این افزایش خواهـد بود. خط فقر مطلـق نیز می‌توانـد از ۳۲ درصد فعلـی به بیش از ۴۰ درصد برسد.

**۱۰. افـت شـاخص کل بـورس:** رشـد تردیـد و احتیـاط در میان بازیگران حقوقـی تحت تاثیر فعال سـازی مکانیسـم ماشـه می‌توانـد منجر بـه افت شاخص‌های بورس شود. با افزایش انتظارات منفی، سرمایه‌گذاران حقیقی نیز بخشی از سرمایه خود را به سمت بازارهای کم‌ریسک‌تر یا دارایی‌های امن هدایت می‌کنند که در نهایت منجر به خروج نقدینگی و افت شاخص کل بورس می‌شود. درسناریوهای پیش‌بینی شـده، از سـوی منابع مختلـف، ارزش بازار سـهام می‌تواند تا ۶۵ میلیارد دلار کاهش یابد.

**۱۱. کاهش سودآوری شرکت‌ها و صنایع آسیب‌پذیر:** صنایـع بزرگ صادرات‌محور نظیر پتروشـیمی، فلزات اساسـی و معدنی‌ها در خط مقـدم واکنش به چنین تهدیدهایی قرار دارند. بازگشت تحریم‌ها ریسک‌های عملیاتی، بانکـی، بیمه‌ای و نقل‌وانتقال مالی در این صنایـع را به‌طور جدی افزایش می‌دهـد و می‌تواند منجـر به کاهش سـودآوری شـرکت‌ها شـود. برای مثال، صادرات پتروشـیمی ایران ممکن است ۵ تا ۸ میلیـون تن کاهش یابد و ۳ تا ۵ میلیارد دلار درآمد ارزی از دسـت برود. صادرات فـولاد نیز می‌تواند ۳ تا ۴ میلیون تن کاهش پیدا کند.

**۱۲. افزایـش تقاضا برای طلا:** بـازار طلا همواره یکی از اولیـن پناهگاه‌های سـرمایه در دوره‌های بحران و نااطمینانی سیاسـی بوده اسـت. با افزایش نگرانی از آینده مذاکرات یا بازگشـت تحریم‌های بین‌المللی، تقاضـا برای خرید طلا و سـکه افزایـش می‌یابد، که منجر به رشد قیمت سکه و طلای داخلی خواهد شد.

## تأثیر بازگشت تحریم‌ها بر صنایع بورس

بازگشـت تحریم‌ها و فعال شـدن مکانیسـم ماشه به‌طور مسـتقیم و غیرمستقیم صنایع بورس را تحت تاثیر قرار می‌دهد. بررسـی‌ها نشـان می‌دهد صنایع صادرات‌محور، بانک‌ها و خودروسازی ممکن است با آسیب مواجه شوند. اثرات ناشی از کاهش نقدینگی، افزایـش هزینه‌ها، محدودیت‌هـای مالی و بانکی، و اثـرات روانی سـرمایه‌گذاران می‌تواند شـاخص کل بورس را با نوسان مواجه کند.

**۱. صنعت پتروشـیمی:** بیشـترین آسـیب مستقیم بازگشـت تحریم‌ها متوجه شـرکت‌های پتروشـیمی است، چرا که حجم صادرات آن‌ها به بازارهای جهانی بالاسـت و دریافت وجوه فروش مسـتلزم دسترسی به شـبکه بانکی بین‌المللی است. افزایش هزینه‌های انتقـال و محدودیت در سـوئیفت منجر به کاهش درآمد ارزی و افت نقدینگی می‌شود.

بـا افزایـش هزینه‌هـا و محدودیت‌های صـادرات، توان رقابت شرکت‌های پتروشـیمی کاهش می‌یابد و بازارهای آسـیایی و اروپایی به سـمت رقبا حرکت می‌کننـد. تحلیل‌های عددی نشـان می‌دهد کاهش صادرات پتروشـیمی به میزان ۱۰ تا۱۵ درصد و افت سـود عملیاتی بیـن ۱۲ تا ۲۰ درصـد در کوتاه‌مدت محتمل است.

**۲. صنایـع فلـزی و معدنـی:** صنایـع فـولاد، مس وآلومینیوم، ترکیبی از وابستگی به صادرات و واردات دارند. بازگشت تحریم‌ها سبب محدود شدن صادرات و افزایـش هزینـه واردات مواد اولیـه و تجهیزات می‌شـود. کاهش درآمدهـای صادراتـی و افزایش هزینـه مواد اولیه می‌تواند سـودآوری شـرکت‌های بـزرگ ماننـد «فـولاد» و «ذوب» را کاهش دهد. در عین حـال، حجم تولید نیز به دلیل محدودیت مواد اولیه کاهش می‌یابد.

**۳. صنعت پالایش و فرآورده‌های نفتی:** شرکت‌های پالایشـی نفت خـام را از داخل تأمیـن می‌کنند، اما تحریم‌هـا می‌توانند صـادرات فرآورده‌هـا و تجارت بین‌المللی محصولات پالایشـگاهی را محدود کنند. کاهش صادرات و محدودیت دسترسـی به بازارهای خارجـی باعث افزایـش موجودی انبارهـا و کاهش حاشـیه سـود می‌شـود. پیش‌بینی‌ها کاهش ۵ تا ۱۰ درصدی سـود عملیاتـی را در کوتاه‌مدت نشـان می‌دهد.

**۴. خودروسـازی و صنایع وابسته:** صنایع خودرو و قطعه سازی، وابسته به واردات مواد اولیه و قطعات از چین، اروپـا و ترکیه هسـتند. افزایش هزینه‌های انتقـال و محدودیـت واردات سـبب کاهش تولید و افزایش قیمت تمام‌شـده می‌شـود. این موضوع می‌تواند سـهام شـرکت‌های ایران خودرو و سایپا را تحت تاثیر قرار دهد.

**۵. بانک‌هـا و بیمه‌ها:** تحریم‌ها هزینه تأمین مالی و ریسک اعتباری بانک‌ها را افزایش می‌دهد. بانک‌های دارای روابط بین‌المللی، محدودیت دریافت سـپرده ارزی و انتقال وجوه خواهند داشـت. کاهش درآمد ناشـی از خدمات ارزی و افزایش معوقات تسهیلات، باعث کاهش سودآوری بانک‌ها و فشار فروش سهام بانکی می‌شـود. بررسـی‌ها نشـان می‌دهد شاخص بانکی می‌تواند بین ۵ تا ۱۵ درصد کاهش یابد.

شـرکت‌های بیمه نیز تحت فشـار افزایش ریسـک عملیـات بین‌المللی و رشـد مطالبات بیمـه‌ای قرار می‌گیرنـد؛ این موضـوع می‌تواند موجـب کاهش سودآوری و افزایش نوسانات سهام بیمه‌ای شود.

**۶. صنایع کوچک و متوسط و شرکت‌های وابسته به واردات:** صنایع کوچک و متوسط به‌ویژه آن‌هایی که وابستگی به قطعات وارداتی دارند، بیشترین آسیب را در کوتاه‌مـدت می‌بیننـد. افزایـش قیمـت مواد اولیه و محدودیت‌های بانکی موجب کاهش تولید، اشتغال و فشار نقدینگی می‌شود.

**۷. اثـر روانـی و انتظاری بـر سـرمایه‌گذاران:** این احتمال وجود دارد که سـرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت، با مشاهده کاهش سـودآوری صنایع کلیدی، نقدینگی خـود را به بازارهای امن ماننـد طلا و ارز منتقل‌کنند. ایـن رفتار باعـث افزایش نوسـانات شـاخص کل می‌شـود. حجم معاملات و نقدشـوندگی با کاهش مواجه خواهند شد.

**مقایسه مکانیسم ماشه با تحریم‌های یک جانبه آمریکا**

| شاخص مقایسه | تحریم‌های شورای امنیت | تحریم‌های یک‌جانبه آمریکا |
|---|---|---|
| حوزه‌های تحت تحریم | عمدتاً هسته‌ای و نظامی | نفت، بانکی، تجاری، سرمایه‌گذاری و... |
| تعداد افراد و نهادهای تحریمی | حدود ۱۱۵ مورد | بیش از ۲۰۰۰ فرد و نهاد |
| ضمانت اجرایی | حقوق بین‌الملل و الزام شورای امنیت | هزینه - فایده و تاثیر بر نظام مالی جهانی (دلار) |
| اثرگذاری بر اقتصاد ایران | محدود و عمدتاً روانی و هزینه‌های جانبی | بسیار گسترده و تعیین‌کننده |
| شدت مشکلات بانکی | نسبتا کمتر و محدود به دسترسی سیستماتیک | بسیار بالا، شامل تحریم‌های بانکی سختگیرانه |
| روند تطبیق ایران | ایجاد شبکه‌های جایگزین مالی و تجاری | فشار شدید و تضعیف شدید روابط بانکی و نفتی |

**سناریو های محتمل با فعال سازی مکانیسم ماشه**

| شاخص اقتصادی | سناریوی محتمل | سناریوی بدبینانه |
|---|---|---|
| نرخ ارز آزاد (تومان) | ۱۳۵,۰۰۰ | ۱۶۵,۰۰۰ |
| تورم سالانه - درصد | ۷۵ | بالای ۹۰ |
| رشد اقتصادی- درصد | -۱ | -۳ |
| درآمدهای نفتی (میلیارد دلار) | کاهش به ~۱۸ | کاهش شدیدتر |
| سرمایه‌گذاری خارجی (میلیارد دلار) | < ۰.۴ | نزدیک به صفر |
| نرخ بیکاری - درصد | ۱۲ - ۱۴ | بالای ۱۴ |
| جمعیت زیر خط فقر مطلق - درصد | < ۴۰ | شدیدتر |

منابع:
۱. گـزارش تحلیلی آثار اقتصادی بازگشـت تحریم‌های شـورای امنیت سازمان ملل (اسنپ بک) بر اقتصاد ایران- معاونت امور بین الملل اتاق بازرگانی ایران.
۲. مکانیسـم ماشه و پیامدهای اقتصادی و مالی آن برای ایران در ۱۴۰۴- دکتر علی صادقین.
۳. بررسـی جامع مکانیسـم ماشـه و اثـرات آن - مرکز تحلیل راهبردی و بین الملل- سیدحامد ترابی.
۴. آثار فعالسازی مکانیسم ماشه - رضا سهرابی.
۵. مکانیسـم ماشه چیسـت و چه تأثیری بر اقتصاد و بورس ایران دارد؟- امیرحسین فلاح.
۶. اثـرات مکانیسـم ماشـه بـر اقتصـاد و زندگـی ایرانی‌ها؛ واقعیت‌های تحریم جدید - کامران انصاری.
۷. ۳۵ اثر فعال‌سـازی مکانیسم ماشـه و اسنپ‌بک بر اقتصاد ایران - فرارو.
۸. مکانیسـم ماشـه و اقتصاد ایران/ چرا بازگشت قطعنامه‌ها تأثیر مستقیم ندارد؟ - تسنیم.

بررسی یک سقوط



# سقوط ۹۹

## سقوطی که هنوز زخم‌هایش تازه است

بورس در سال ۱۳۹۹ برای میلیون‌ها ایرانی یادآور روزهایی است که امید به آینده‌ای روشن در چند ماه به کابوسی جمعی بدل شد. جهش بی‌سابقه شاخص، صف‌های خرید بی‌پایان و رویاهای یک‌شبه ثروتمند شدن، ناگهان جای خود را به سقوطی داد که سرمایه‌ها، اعتماد و حتی آرامش خانواده‌ها را بلعید. اما این ماجرا فقط یک تراژدی شخصی نبود؛ ریشه‌های اقتصادی و ساختاری عمیقی داشت.

در این پرونده، به دلایل واقعی نزول بازار در سال ۱۳۹۹ می‌پردازیم. از نظام چندنرخی ارز و رشد نرخ بهره گرفته تا سیاست‌های دستوری و کمبود حمایت نهادی را مورد بررسی قرار داده ایم. هم‌زمان، تجربه‌های جهانی مانند حباب دات‌کام و سقوط بورس چین در ۲۰۱۵ را مرور می‌کنیم تا ببینیم این بحران چقدر شبیه سرنوشت بورس تهران بوده است.

در کنار تحلیل‌ها، روایت‌های تلخ سهامدارانی را می‌خوانید که زیان‌هایشان هنوز التیام نیافته و گفت‌وگویی ویژه با مریم محبی خواهیم داشت تا از زاویه‌ای عمیق و تخصصی، دلایل و پیامدهای این سقوط بزرگ را واکاوی کنیم. این بخش تلاشی است برای فهم بهتر گذشته، تا شاید راهی روشن‌تر برای آینده بازار سرمایه ایران ترسیم شود.

# رویای گِران

## بازخوانی سقوط بورس در مرداد ۱۳۹۹

پنج سال از آن تابستان پر هیاهو می گذرد. تابستانی که مردم، بی‌سابقه‌ترین صف‌های خرید تاریخ اقتصاد ایران را نه در مقابل فروشگاه‌ها، که پای کارگزاری‌ها تشکیل دادند. همه‌چیز بورسی شده بود. از مکالمات تاکسی و نانوایی تا اخبار ساعت ۲۱. بازار سرمایه، دیگر بازار خاص نخبگان مالی نبود؛ بورس شده بود رؤیای نجات طبقه متوسط.

### چه شد که این رؤیای چنین تلخ بیدارمان کرد

در دل ماجرا، سیاستی آرام و پنهان در جریان بود: پول ارزان. کاهش نرخ بهره بانکی و بین‌بانکی، آن‌طور که در زبان فنی اقتصاد توجیه‌پذیر اســت، راهی برای تحریک رشد و مقابله با رکود بود. اما در واقعیت اقتصاد ایران، کاهش نرخ بهره بیش از آن‌که تولید را تحریک کند، آتش به جان دارایی‌ها انداخت.

ســود بانکی ۱۵ درصد در برابر تورم ۳۰ درصدی؟ این یعنی ماندن در بانک، مســاوی با سوختن بی‌صدا. پس سرمایه‌ها شــروع به دویدن کردند، به‌دنبال سرپناهی که ارزششــان را حفظ کند. بورس، با تمام بکر بودنش، در آن مقطع میزبان کاملی به نظر می‌رسید. دولت هم با تشویق‌های مستقیم و غیرمستقیم، مردم را به این مهمانی فراخواند. اما مهمانی بورس، میزبان همه نبود.

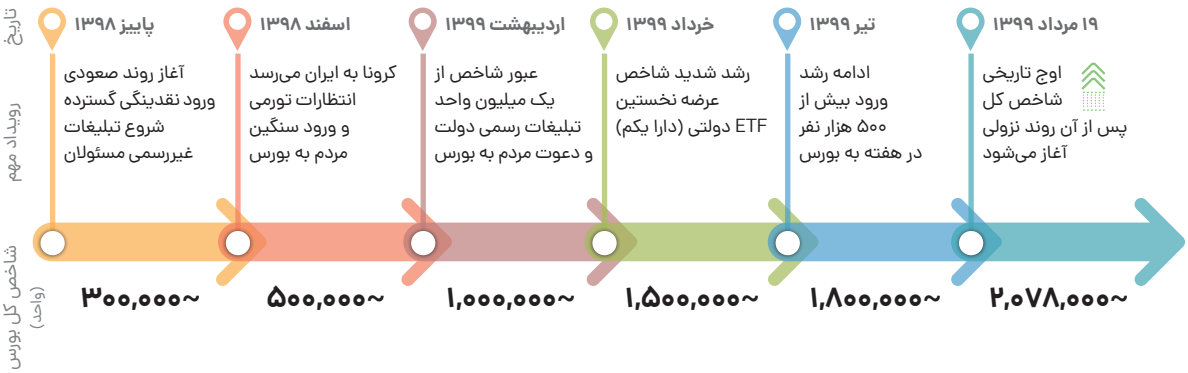
ماجرا اما فقط به اشــتباه مردم مربوط نبود؛ خطای سیاســت‌گذار بود که بازی را ســاخت. وقتی نــرخ بهره پایین آمد، بدون آن‌که ابزارهای نظارتی تقویت شــود، بدون آن‌که صندوق‌های پوشــش ریسک، بازارگردان‌های قوی و ساختارهای تحلیل‌محور را جدی بگیریم، در واقع زمین‌بازی را برای یک حباب مالی پهن کردیم.

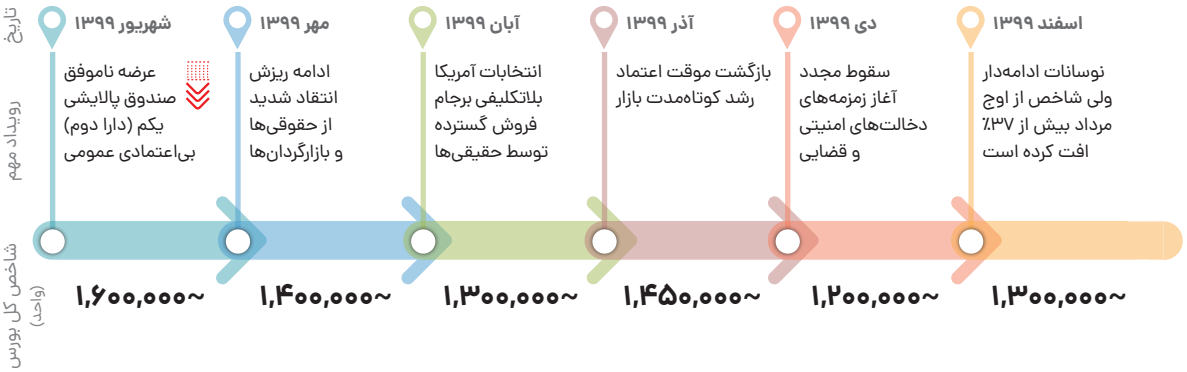
و وقتــی سیاســت تغییر کرد و نرخ بهره به ناگاه بالا رفت، اعتمــاد فروریخت. نه فقط اعتماد به بورس، بلکه اعتماد به توصیه‌های رســمی، به وعده‌های دولتی، به شفافیت در سیاســت‌گذاری. شاخص سقوط کرد، اما مهم‌تر از آن، اعتماد سقوط کرد.

امروز اگر از آن تجربه عبرت نگیریم، دوباره تاریخ تکرار می‌شود شاید با ظاهری دیگر، در بازاری دیگر، اما با همان درد آشنا. پول ارزان می‌تواند اقتصاد را به حرکت وادارد، اما اگر بی‌جهت، بی‌مهار و بی‌منطق تزریق شود، فقط رویای فقرا را گران‌تر می‌کند. این شاید مهم‌ترین درسی باشد که بازار سرمایه در سال ۱۳۹۹ به همه ما آموخت.

سقوط بورس تهران در سال ۱۳۹۹ یکی از مهم‌ترین و جنجالی‌ترین رخدادهای اقتصادی دو دهه اخیر در ایران بود. این رویداد نه‌تنها میلیون‌ها نفر از مردم عادی را تحت تأثیر قرار داد، بلکه تبعات اجتماعی، سیاسی و اقتصادی گسترده‌ای داشت. این رشد، بسیاری از مردم به‌ویژه تازه‌واردان بدون دانش مالی را به بورس کشاند. تخمین زده می‌شود در این مدت بیش از ۵ میلیون کد بورسی جدید صادر شده باشد.

### زمان‌بندی وقایع کلیدی سقوط بورس ۱۳۹۹



# روایت احساسی از یک زخم باز

## پیامدهای اجتماعی سقوط بورس تهران در سال ۱۳۹۹

**گروه گزارش:** سقوط بورس در مرداد ۱۳۹۹ فقط شکستن یک نمودار نبود؛ فرو ریختن رویاها و پس‌انداز سال‌های بی‌قراری بود. میلیون‌ها نفر که به دعوت دولت و رسانه‌ها، یا به امید حفظ ارزش پول در مقابل تورم، به تالار شیشه‌ای آمده بودند، ناگهان خود را در آینه‌ای دیدند که جز «حسرت» بازتابی نداشت. شاخص کل که ۱۹ مرداد از دو میلیون واحد عبور کرده بود، در پایان همان سال حوالی یک‌میلیون‌و۳۰۷ هزار واحد ایستاد؛ فاصله‌ای که به اندازه عمر خیلی‌ها طول کشید. اما فراتر از عدد، این سقوط چه بر سر خانواده‌ها، کسب‌وکارها و اعتماد عمومی آورد؟ برای فهم درد، باید به روایت آدم‌هایی گوش داد که سرمایه‌شان فقط «پول» نبود؛ آبرو، امید و آینده‌شان هم در میان بود. «یوسف غلامی‌پور» از روستای مال‌ملا ــ که روزی به «مال‌استریت» معروف شده بود ــ در گفت‌وگویی که روزنامه‌نگارها سال‌ها بعد ثبت کردند، جمله‌ای گفت که وزن یک نسل داغ‌دیده را بر دوش می‌کشد: «در مال‌ملا همه مردند! همه نابود شدند.» او که «یک میلیارد تومان» را ــ بخشی با قرض ــ وارد بورس کرده بود، پس از ریزش، مغازه‌هایش را از دست داد و برای کارگری به بوشهر رفت؛ شب‌ها بعضی وقت‌ها در خیابان می‌خوابید و پسر ۲۳ ساله‌اش قرص اعصاب می‌خورد. اینها روایت محض است، نه داستان‌سرایی.

### اقتصاد خانه‌های ایرانی: از «پس‌انداز» به «بدهکاری»

ریزش ۹۹ خیلی‌ها را از مدار «پس‌انداز» به مدار «بدهکاری» پرتاب کرد. در سالی که جهش تورم ادامه داشت، قفل شدن سرمایه‌ها در سهامی که دیگر نقدشوندگی سابق را نداشت، به معنی جا ماندن از رشد سایر بازارها بود: ارز، مسکن، خودرو و طلا بالا رفتند و آنان که سرمایه‌شان در بورس حبس شد، هم‌زمان با زیان بورسی، قدرت خریدشان هم آب رفت. گزارش‌های مطبوعاتی مرور آن سال‌ها، این «دوگانه‌ی تلخ» را مدام یادآوری کرده‌اند: شاخص پایین آمد اما قیمت‌های زندگی بالا رفت. همین شکاف، سبد مصرف خانوار را کوچک کرد، خرج‌های اختیاری را حذف و اقساط و بدهی‌ها را برجسته‌تر کرد. در سطح کسب‌وکارهای خرد، پیامدها ملموس‌تر بود. از فروش دارایی‌های مولد (دام، ماشین‌آلات کوچک، خودروهای کار) برای ورود به بازار گرفته تا تعطیلی واحدهای صنفی پس از زیان و بدهکاری. نمونه مال‌ملا تصویری فشرده از چنین تخریبی است؛ جایی که «دام‌ها فروخته شد، ماشین‌های کشاورزی تبدیل به ریال شد و به بورس رفت» و بعد که ریزش آمد، کار و بار خوابید و جوان‌ها برای کارگری آواره شهرهای دور شدند.

### جامعه و روان جمعی شرمندگی، فرسودگی، تنهایی

سقوط بورس، برای بسیاری، فقط «زیان مالی» نبود؛ شرمندگی در برابر همسر و خانواده، تعویق ازدواج‌ها، تنش‌های خانگی، و اضطراب ماندگار را هم به همراه آورد. همان گزارش می‌گوید «وام ازدواج» بعضی جوان‌ها پس از سقوط از بین رفت، نه خانه‌ای ماند و نه پیوندی شکل گرفت؛ حتی در مواردی، ترک زندگی مشترک رخ داد. نشانه‌های افسردگی، مصرف داروهای اعصاب در سنین پایین‌تر، و احساس تنهایی شدید در روایت‌های میدانی تکرار می‌شود؛ حس مشترکی که می‌گوید «ما فقط پول‌مان را از دست ندادیم، اعتمادبه‌نفس‌مان هم رفت». این زخم روانی، وقتی اجتماعی شد، به خیابان هم راه پیدا کرد؛ تجمع‌های سهامداران زیان‌دیده مقابل نهادهای رسمی اقتصاد و حتی مجلس، از «دادخواهی مالی» فراتر رفت و به «اعتراض سیاسی» پهلو زد. شعارهایی مانند «از بس دروغ شنیدیم، ما دیگه رأی نمی‌دیم» نشان می‌داد که شکست در بازار، در ذهن بخشی از جامعه به «خیانت سیاست» ترجمه شده است؛ گسستی که هزینه‌اش دیرتر و سنگین‌تر جبران می‌شود.

### سیاست و حکمرانی فرسایش سرمایه اجتماعی

بورس ۹۸ و ۹۹ با «وعده‌های فراگیر» و «نمادسازی از بازار سرمایه» به عنوان راه‌حل مردمی تأمین مالی و حفظ ارزش پول، به پروژه‌ای ملی بدل شد؛ اما همان‌قدر که صعودش به سیاست گره خورد، سقوطش هم به «فرسایش سرمایه اجتماعی» انجامید. تغییرات پیاپی مدیریتی، تصمیم‌های متناقض درباره عرضه‌های دولتی، و چرخش ناگهانی سیگنال‌های سیاست پولی، روایتی از «ناپایداری قواعد بازی» ساخت. رسانه‌ها سال‌های بعد هم که بازخوانی کردند، به نقش برجسته دولت در تشویق عمومی و پیامدهای بی‌اعتمادی پس از آن اشاره کردند؛ و این همان «کسری اعتبار» است که عبورش از هر رکود و تورمی دشوارتر است. اعتراض‌های مدنی پراکنده و پی‌درپی در برابر سازمان بورس و دیگر نهادها نیز نشان داد که مسئله صرفاً «زیان فردی» نیست؛ مسئله «حق بر حکمرانی قابل پیش‌بینی» است. وقتی سهامدار حقیقی احساس کند قواعد به‌دلخواه عوض می‌شود، بازار برایش نه «محیط سرمایه‌گذاری» که «میدان مین» است. خبرهای آن روزها از تجمع زیان‌دیدگان مقابل سازمان بورس، نماد همین فقدان پیش‌بینی‌پذیری بود.

### اقتصاد سیاسی سقوط

سقوط ۹۹ در «اقتصاد اعداد» هم معنا دارد. وقتی نرخ‌های بهره پایین بود و انتظارات تورمی بالا، موج بزرگی از نقدینگی به سمت سهام رفت؛ سپس با چرخش سیاست پولی و افزایش محسوس نرخ سود بین‌بانکی، روایت «پول ارزان» به پایان رسید و جذابیت دارایی بدون‌ریسک بالا رفت. نتیجه؟ توقف جریان ورودی، تشدید صف‌های فروش و فرسایش نقدشوندگی. در حافظه رسانه‌ای بازار، نقش این چرخش سیگنال‌های پولی یکی از «جرقه‌های اصلی» تغییر فاز عنوان شده است؛ هرچند همگان می‌دانند که سقوط، محصول هم‌زمان چند علت بود: ارزش‌گذاری‌های غیر واقعی، تأخیر ابزارهای پوشش ریسک، تعارض منافع و ناهمخوانی پیام‌های سیاست‌گذار.

### از دست‌رفتن فرصت‌های توسعه‌محور

زیان خانگی، اثر دومینویی بر «ریسک‌گریزی» جامعه گذاشت. در سال‌های بعد، هر بار سخن از تأمین مالی تولید از مسیر بازار سرمایه شد، خاطره ۹۹ به یادها آمد و میل به مشارکت افت کرد. این یعنی «گرانی سرمایه» برای بنگاه‌ها و عقب‌نشینی از پروژه‌هایی که می‌توانستند اشتغال و بهره‌وری بیافرینند. سرمایه‌گذار خارجی هم، که پیشاپیش با ریسک‌های کلان روبه‌روست، از بازار خاطره‌دار، فاصله می‌گیرد. به زبان ساده، سقوط ۹۹ فقط ثروت امروز را نسوزاند؛ «شهامت سرمایه‌گذاری فردا» را هم تحلیل برد.

### روایت یک اعتماد که باید بازسازی شود

بازسازی، از بازگشت شاخص مهم‌تر است. اگر مردم احساس کنند بازار سرمایه، بازاری «عادلانه، شفاف و پیش‌بینی‌پذیر» است، دوباره برمی‌گردند؛ اگرنه، عددها بالا هم بروند، مشارکت عمومی بالا نمی‌رود.

### چه باید کرد؟

**۱. ثبات و شفافیت سیگنال‌های سیاستی:** تدوین «قاعده ارتباطی» میان بانک مرکزی، وزارت اقتصاد و ناظر بازار؛ هر تغییر مهم در نرخ‌ها، دامنه‌ها و مقررات، باید با افق زمانی و منطق دقیق به بازار مخابره شود.

**۲. تکمیل جعبه‌ابزار مدیریت ریسک:** توسعه فروش تعهدی، بازار اختیار معامله عمیق و بازارگردانی مبتنی بر قاعده؛ تا افت‌وخیزها به «بحران نقدشوندگی» تبدیل نشود.

**۳. حاکمیت شرکتی و تضاد منافع:** محدود کردن تعارض‌های آشکار، شفاف‌سازی منافع بازیگران دولتی و شبه‌دولتی در عرضه‌ها و صندوق‌ها.

**۴. عدالت ارتباطی با سهامدار خرد:** سواد مالی کاربردی، هشدارهای روشن درباره ریسک، و پرهیز از تبلیغات اغواکننده از سوی رسانه‌های رسمی.

**۵. ترمیم جبران‌ناپذیر اعتماد:** نه با «وعده»، که با «پاسخ‌گویی» و «مسئولیت‌پذیری» نسبت به خطاهای سیاستی گذشته.

### عددها می‌گذرند، روایت‌ها می‌مانند

بورس دوباره روزهای سبز خواهد دید، اما آیا دوباره «دل‌های سبز» هم خواهد دید؟ اعتماد مثل بلور است؛ یک‌بار که ترک برداشت، دیگر هیچ‌وقت «مثل روز اول» نمی‌شود، مگر آن‌که صاحبان قدرت، قدر دانستن را تمرین کنند. شاید سال‌ها بعد، وقتی مورخان اقتصاد ایران به ۱۳۹۹ نگاه کنند، بگویند: «آن سقوط، نه پایان بورس که آغاز بلوغ ما بود.» اما پیش‌شرطش روشن است: بازسازی اعتماد، تصحیح سازوکارها و احترام به خاطره آدم‌هایی که هنوز با صدایی گرفته می‌گویند: «همه نابود شدند.»

منابع:

۱. گزارش میدانی دنیای اقتصاد از پیامدهای اجتماعی و اقتصادی در روستای «مال‌ملا/مال‌استریت» با نقل‌قول‌های مستقیم از زیان‌دیدگان.

۲. گزارش‌ها و مرورهای رسانه‌ای از نقش سیگنال‌های سیاستی و روایت سقوط.

۳. خبرهای تجمع و شعارهای اعتراضی سهامداران زیان‌دیده مقابل مجلس و نهادهای رسمی.

■ توضیح: جمله‌ها و روایت‌های بخش «مال‌ملا» مستقیم از گزارش منتشر شده در دنیای اقتصاد بازنشر شده‌اند.

# ردپای نرخ بهره در سقوط ۹۹

## وقتی پول ارزان، گران تمام شد

**گروه گزارش:** سقوط بورس در سال ۱۳۹۹ فقط یک سقوط عددی نبود؛ رویاهای میلیون‌ها نفر در عرض چند ماه بر باد رفت. همان نردبانی که با کاهش نرخ بهره، مردم را به قله دو میلیون واحد رسانده بود، با چرخش ناگهانی سیاست پولی به سراشیبی سقوط بدل شد. آن روزها، برای بسیاری از خانواده‌ها نه فقط سرمایه، بلکه اعتماد و امید نیز از دست رفت.

در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ بازار سرمایه ایران یکی از پرشتاب‌ترین دوره‌های رشد خود را تجربه کرد؛ رشدی که با ثبت بازده خیره‌کننده، میلیون‌ها ایرانی را به امید کسب سود وارد بورس کرد. شاخص کل بورس از حدود ۳۰۰ هزار واحد در ابتدای سال ۹۸ به بیش از ۲ میلیون واحد در مرداد ۹۹ رسید.

هرچند این رشد در ادامه با سقوطی دردناک همراه شد، اما سؤال اصلی این است که چه چیزی موتور محرک این جهش بی‌سابقه بود؟ یکی از پاسخ‌های مهم و مغفول‌مانده در میان هیاهوی رسانه‌ای و تحلیلی، کاهش نرخ بهره است؛ عاملی که نه‌تنها به کوچ سرمایه از بانک به بورس انجامید، بلکه پایه نظری افزایش ارزش دارایی‌ها را نیز شکل داد.

### کاهش نرخ بهره و آغاز رشد بورس

در پی بازگشت تحریم‌ها و فشارهای ناشی از کاهش درآمدهای نفتی، دولت و بانک مرکزی از سال ۱۳۹۷ به سمت تسهیل پولی و کاهش نرخ بهره حرکت کردند. هدف این سیاست‌ها تحریک رشد اقتصادی در فضایی رکودی بود؛ اما در عمل، نرخ سودکاهش یافت و حتی نرخ سود بین‌بانکی در مقاطعی از سال ۱۳۹۹ پس از همه‌گیری کرونا به زیر ۱۰ درصد رسید.

در حالی‌که نرخ تورم رسمی در همان مقطع به بیش از ۳۰ درصد رسیده بود، این کاهش نرخ بهره به معنای بازده منفی سپرده‌های بانکی بود. سرمایه‌گذاران خرد، به‌ویژه خانوارهای طبقه متوسط، با مشاهده این شکاف، به دنبال پناهگاه‌های جدید برای حفظ قدرت خرید خود رفتند.

### انتقال نقدینگی به بورس

کاهش نرخ بهره در کنار بالا رفتن انتظارات تورمی، باعث شد تا بازار سرمایه در نظر بسیاری از سرمایه‌گذاران به عنوان «محفوظ‌ترین پناهگاه دارایی» ظاهر شود. بورس برخلاف بانک‌ها، امکان رشد اسمی ارزش دارایی‌ها متناسب با تورم را فراهم می‌کرد، به‌ویژه آنکه بسیاری از شرکت‌های بورس، دارایی‌های ثابت و ارزی داشتند، نرخ ارز درحال افزایش بود و سود اسمی شرکت‌های صادرات‌محور به‌شدت رشد می‌کرد. در چنین شرایطی مدل‌های ارزش‌گذاری، نظیرDCF، در نرخ بهره پایین، ارزش بالاتری برای سهام برآورد می‌کردند.

در نتیجه، پول‌های کلانی که تا پیش از آن در حساب‌های بانکی یا بازارهای موازی مانند طلا و ارز پارک شده بود، به سمت بازار سرمایه روانه شد. افزایش چشمگیر حجم معاملات روزانه در بورس (تا سطح ۳۰ هزار میلیارد تومان در تابستان ۹۹) نشانه‌ای آشکار از این تغییر رفتار بود.

### نرخ بهره و ارزش‌گذاری سهام؛ رابطه‌ای نظری و عملی

در مدل‌های تحلیل بنیادی نظیر تنزیل جریان‌های نقدآزاد (Discounted Cash Flow)، نرخ بهره (نرخ بازده بدون ریسک) یکی از کلیدی‌ترین پارامترهای ارزش‌گذاری است. وقتی نرخ بهره کاهش می‌یابد نرخ تنزیل نیز کاهش می‌یابد و جریان‌های نقدی آینده شرکت‌ها با نرخ کمتری تنزیل شده و ارزش فعلی بیشتری پیدا می‌کنند. در نتیجه ارزش نظری سهام افزایش می‌یابد.

این رابطه در ادبیات مالی جهانی نیز بارها آزموده شده است. به‌عنوان نمونه، پس از بحران مالی ۲۰۰۸، زمانی که بانک‌های مرکزی نرخ بهره را کاهش دادند، بازارهای سهام در کشورهای توسعه‌یافته رشد کردند. مشابه این تجربه در ایران نیز با تأخیر و البته با شدتی متفاوت، در سال‌های ۹۸ و ۹۹ مشاهده شد.

### تغییر سیاست پولی؛ آغاز ریزش

با آغاز نیمه دوم سال ۱۳۹۹، ورق برگشت. بانک مرکزی که نسبت به جهش شدید نقدینگی و رشد بازار سهام نگران شده بود، سیاست انقباضی را در پیش گرفت. نرخ سود بین‌بانکی ظرف چند ماه از حدود ۸ درصد به بیش از ۲۰ درصدرسید. این تغییر، پیام مهمی به بازار مخابره کرد. پیامی که به بازار مخابره شد این بود که دوران پول ارزان به پایان رسیده است. در نتیجه، جریان ورودی نقدینگی به بازار متوقف شد و موج فروش آغاز شد. شاخص کل که در ۱۹ مرداد ۹۹ به قله ۲ میلیون و ۷۸ هزار واحدی رسیده بود، تا پایان همان سال به حوالی ۱.۲ میلیون واحد سقوط کرد. سرمایه‌گذاران خرد، که در اوج وارد شده بودند، با زیان‌های سنگین مواجه شدند.

این افزایش، دو اثر مخرب و سریع بر بازار سرمایه گذاشت. از یک طرف جذابیت بازارهای رقیب افزایش یافت و از طرف دیگر پیام نا امیدی به بازار داد. افزایش ناگهانی نرخ بهره در آن شرایط، این پیام را به بازار مخابره کرد که سیاست‌گذاران به دنبال کنترل تورم هستند، حتی اگر به قیمت کاهش رشد در بازارهای دیگر تمام شود. این تصمیم همچنین باعث نگرانی در مورد وضعیت نقدینگی شرکت‌ها و افزایش هزینه‌های تأمین مالی آن‌ها شد.

### نقش سایر عوامل در تبدیل جرقه به آتش

هرچند افزایش نرخ بهره بین‌بانکی به عنوان جرقه اصلی شناخته می‌شود، اما این تصمیم تنها عامل سقوط بورس نبود. عوامل دیگری نیز در این سقوط نقش داشتند که به تشدید آن کمک کردند.

- **ضعف زیرساخت معاملاتی و ابزار پوشش ریسک:** در مردادماه ۱۳۹۹ ابزارهایی مانند فروش تعهدی یا قراردادهای مشتقه، به شکل محدودی مورد استفاده قرار می‌گرفت و اساسا چنین ابزارهایی وجود نداشت. همچنین سیستم بازارگردانی قدرتمندی در بازار شکل نگرفته بود. این موضوع، مانع مدیریت پایدار ریسک از سمت سهامداران شدو بازار در برابر شوک‌ها آسیب‌پذیر ماند.
- **مدیریت ضعیف دولتی:** دولت در آن زمان به جای مدیریت هیجانات بازار، خود به یکی از محرک‌های اصلی آن تبدیل شده بود. وعده عرضه صندوق‌های دولتی مانند پالایش یکم، و سپس اختلافات بین وزارتخانه‌ها بر سرآن، بی‌اعتمادی را در بازار تشدید کرد.
- **خروج پول هوشمند:** همزمان با اوج‌گیری هیجانات و ورود مردم عادی، سرمایه‌گذاران بزرگ و نهادی که از تغییرات ایجاد شده آگاه بودند، به تدریج شروع به خروج از بازار کردند. این خروج پول هوشمند، مقدمه یک ریزش بزرگ بود. در واقع عرضه‌های بلوکی توسط حقوقی‌ها در اوج بازار و فروش گسترده سهام در قالب ای تی اف ( ETF ) پالایشی و دارا منجر به تغییر ذهنیت بازار از « دولت حمایتگر» به «دولت فروشنده» شد.

### درس‌هایی از یک تجربه

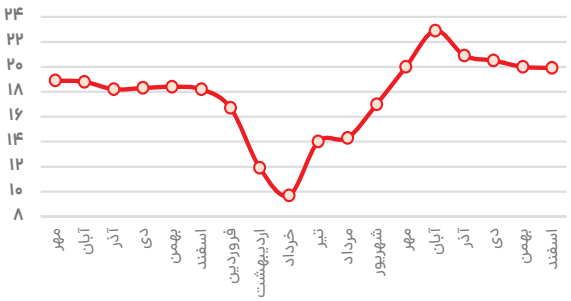
کاهش نرخ بهره در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ به‌عنوان یکی از محرک‌های اصلی رشد بورس نقش‌آفرینی کرد؛ اما این رشد، بدون همراهی اصلاحات ساختاری، ابزارهای پوشش ریسک و آموزش عمومی، به‌زودی به بحران اعتماد تبدیل شد. تجربه آن سال‌ها بار دیگر نشان داد که سیاست‌های پولی باید با ملاحظات بازار سرمایه تنظیم شوند، و از طریق ابزارهای ارتباطی شفاف، به فعالان اقتصادی منتقل شوند.

**میانگین نرخ بهره بدون ریسک از سال ۱۳۹۷ تاکنون- نرخ اسناد خزانه اسلامی**




سقوط بورس در مرداد ۱۳۹۹، نتیجه یک زنجیره از اشتباهات و تصمیمات نادرست بود. افزایش نرخ بهره بین‌بانکی، هرچند به ظاهر یک تصمیم منطقی برای کنترل نقدینگی بود، اما در یک بازار شکننده و هیجانی، به عنوان یک عامل شوک‌دهنده عمل کرد. این واقعه نشان داد که در یک اقتصاد تورمی و تحت فشار تحریم، هماهنگی میان سیاست‌های پولی و مالی از اهمیت حیاتی برخوردار است. درسی که از این تجربه تاریخی می‌توان گرفت این است که اعتماد در بازار سرمایه به سختی به دست می‌آید و بسیار سریع از دست می‌رود.

**نرخ سود بین بانکی از مهر ۱۳۹۸ تا اسفند ۱۳۹۹ - درصد**






# پایان یک رویای اینترنتی

## چگونه حباب دات‌کام به یک کابوس مالی تبدیل شد؟

**گـروه گـزارش:** در اواخر دهـه ۱۹۹۰، جهـان در تب یـک انقلاب تکنولوژیـک می‌سـوخت؛ اینترنت. این فناوری جدید، وعده آینده‌ای شـگفت‌انگیز را می‌داد که در آن هر کسـب‌وکاری تنها با داشـتن یک آدرس وبسایت با پسـوند ".com" می‌توانست موفق شود. این خوش‌بینی بی‌حدوحصر، باعث شکل‌گیری یکی از بزرگترین حباب‌های مالی تاریخ شـد: حباب دات‌کام. این حباب که در نهایت در سـال ۲۰۰۰ ترکید، نه تنها تریلیون‌ها دلار از سرمایه را از بین برد، بلکه درس‌های مهمی در مورد ریسک، واقعیت و هیجانات بازار مالی به جهانیان آموخت.

سقوط حباب دات‌کام باعث رکود اقتصادی کوتاه‌مدت در ایالات متحده شـد. بسیاری از سرمایه‌گذاران خرد، پس‌انـداز زندگی خود را از دسـت دادند و اعتماد به بازار سرمایه به شدت کاهش یافت.

### تولد یک حباب، از اواسط تا اواخر دهه ۹۰

در میانـه دهه ۱۹۹۰، با عمومی شـدن اسـتفاده از اینترنت، سـرمایه‌گذاران به پتانسـیل تجاری آن پی بردنـد. سـهام شـرکت‌های تکنولوژیـک و اینترنتی، به سـرعت شـروع به رشـد کرد. این رشـد، بیشتر بـر مبنـای انتظارات و حـدس و گمان بود تا سـود واقعی. شـرکت‌های تازه‌تأسیس (اسـتارتاپ‌ها) که هنـوز درآمد قابل توجهی نداشـتند یا حتی در حال تولید زیان بودند، با ارزش‌های نجومی در بازار سهام عرضه می‌شدند.

### سرمایه‌گذاری‌های هیجانی و ریسکی

سـرمایه‌گذاران، بـه جـای تحلیل صورت‌هـای مالی و مدل‌هـای کسـب‌وکار، به دنبال نام‌هـای جذاب و ایده‌هـای انقلابی بودند. بسـیاری از سـرمایه‌گذاران خرد، فقط به این دلیل که از قافله عقب نمانند، بدون بررسـی و تحقیق، پول خود را در سـهام شـرکت‌های دات‌کام سـرازیر می‌کردند. این رفتار گله‌ای، به رشـد غیرمنطقی حباب کمک کرد.

### تسهیلات مالی فراوان

درآن دوره، دسترسـی به سـرمایه بسـیار آسان بود. بانک‌هـای سـرمایه‌گذاری بـه راحتی به شـرکت‌های دات‌کام وام می‌دادند. این موضوع به شرکت‌ها اجازه می‌داد تا بدون نیاز به سودآوری، برای مدت طولانی به فعالیت خود ادامه دهند و به رقابت بپردازند.

### ترکیدن حباب و نقش فدرال رزرو

اوج حباب در مارس ۲۰۰۰ رقم خورد. در این ماه، بانک مرکزی آمریکا (فدرال رزرو) نرخ بهره را افزایش داد. این تصمیم، به عنوان جرقه سقوط عمل کرد. سرمایه‌گذاران که تا آن زمان فقط بر اساس خوش‌بینی سرمایه‌گذاری می‌کردند، شروع به بازنگری در ارزش سهام شرکت‌های دات‌کام کردند. آن‌ها به زودی متوجه شدند که بسیاری از این شـرکت‌ها نه فقط سـودده نیستند، بلکه مدل کسب‌وکار پایداری نیز ندارند.

### سقوط آزاد شاخص‌ها

با شروع فروش سـهام، سقوطی دومینویی آغاز شد. شـاخص نزدک (NASDAQ)، که محل اصلی معاملات شـرکت‌های تکنولوژیـک بـود، در عرض کمتـر از دو سـال حدود ۷۸ درصد از ارزش خود را از دسـت داد. شرکت‌های بزرگی مانند سیسکو و مایکروسافت نیز از این سـقوط در امان نماندند و ارزش سـهام آن‌ها به شدت کاهش یافت.

### ورشکستگی گسترده

هزاران شرکت دات‌کام، که بدون درآمد واقعی فعالیت می‌کردند، ورشکسـت شدند. شرکت‌هایی که در زمان رونق، تبلیغات گسترده‌ای داشتند (مانند Pets.com)، به یکباره از صحنه محو شـدند. این ورشکسـتگی‌ها، میلیاردها دلار از سرمایه مردم و شرکت‌ها را به باد داد.

### اقدامات دولت و پیامدهای اقتصادی بحران

دولـت آمریـکا در آن زمـان، واکنش‌هـای مختلفی نسبت به این بحران نشان داد. با وجود اینکه دولت به صورت مسـتقیم در بازار دخالت نکـرد، اما بانک مرکزی با سیاسـت‌های پولی خود، سعی در مدیریت بحران داشت.

**سیاسـت‌های پولی انقباضی و انبساطی:** فدرال رزرو در ابتدا با افزایش نرخ بهره باعث ترکیدن حباب شد. اما پس از آغاز سـقوط، بـا هدف جلوگیـری از رکود عمیق، نرخ بهره را به صورت تدریجی و مداوم کاهش داد. این سیاسـت انبسـاطی پولی، به تثبیت بازار و بهبود اوضاع اقتصادی در سال‌های بعدی کمک کرد.

**افزایش نظـارت بر بـازار:** پس از حبـاب دات‌کام و بحران‌های مالی دیگر، نهادهای نظارتی مانند کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) قوانین سخت‌گیرانه‌تری را برای شرکت‌ها وضع کردند تا از تکرار چنین حباب‌هایی جلوگیری شود.

### درسی برای آینده

با وجود خسـارات مالی، حبـاب دات‌کام یک نتیجه مثبـت نیـز داشـت. ایـن بحـران باعث شـد تنها شـرکت‌هایی که مدل‌های کسـب‌وکار پایدار و درآمد واقعی داشـتند، زنده بماننـد. در نهایت، اینترنت به عنـوان یک نیـروی انقلابی در اقتصاد تثبیت شـد و شـرکت‌های بزرگی مانند آمازون، گـوگل و ای‌بی که از این بحران جان سـالم به در بردند، به غول‌های دنیای فناوری تبدیل شدند. حباب دات‌کام به سرمایه‌گذاران آموخـت که هرگز نباید از تحلیل بنیادی غافل شـد و همیشه باید بین هیجان بازار و واقعیت‌های اقتصادی تفاوت قائل بود.



# حباب سرخ

## ریشه‌های سقوط تاریخی بورس چین در سال ۲۰۱۵

**گروه گزارش:** در بهار ۲۰۱۵، چین صحنه یکی از چشمگیرترین و در عین حال ویرانگرترین رویدادهای تاریخ مالی مدرن بود. بازار سهام این کشور، که تا دیروز «کشتی طلایی ثروت» نامیده می‌شد، به یک ماشین قتل مالی تبدیل شد که طی فقط سه ماه، حدود ۵ تریلیون دلار از ارزشش را از دست داد. این گزارش، واکاوی این حباب بزرگ، ریشه‌های شکل‌گیری آن در دل سیاست‌های دولتی، فضای هیستریک حاکم بر جامعه و در نهایت، ترکش عظیم آن است.

### فصل اول: بذرهای حباب - دولت، اقتصاد و یک آرزو

پس از دهه‌ها رشد دو رقمی، اقتصاد چین در اوایل دهه ۲۰۱۰ وارد فاز «عادی جدید» خود شده بود؛ دورانی که نرخ رشد اقتصادی به زیر ۷ درصد کاهش یافته بود. این انتقال برای کشوری که به رشد سریع عادت داشت، چالشی بزرگ بود.
از سوی دیگر، شرکت‌های چینی و به ویژه دولت‌های محلی، زیرکوهی از بدهی دفن شده بودند. سیستم بانکی که عمدتاً در اختیار دولت بود، ترجیح می‌داد به شرکت‌های دولتی بزرگ وام دهد، نه کسب‌وکارهای کوچک و نوآور خصوصی.
راه حل مقامات پکن، بلندپروازانه بود: توسعه بازار سرمایه. ایده این بود: به جای تکیه بر سیستم بانکی، باید بازار سهام را به عنوان یک ابزار اصلی تأمین مالی برای شرکت‌ها تقویت کرد. شرکت‌ها می‌توانستند از طریق عرضه اولیه (IPO) یا انتشار سهام جدید، سرمایه مورد نیاز خود را تأمین کنند. این استراتژی دو مشکل را یکجا حل می‌کرد: هم تأمین مالی شرکت‌ها و هم کاهش ریسک بدهی در سیستم.
این ایده از سوی عالی ترین سطوح حکومتی، از جمله شی جین پینگ، رهبر چین حمایت می‌شد. رسانه‌های دولتی که معمولاً محتاط هستند، شروع به انتشار مقالاتی با عناوینی مانند «دوره طلایی بازار گاو نر» کردند. این پیام، عامدانه یا غیرعامدانه، به میلیون‌ها شهروند چینی مخابره شد: دولت پشت رشد بازار سهام ایستاده است.

### فصل دوم: رالی دیوانه‌وار - کازینوی سراسری

با تزریق نقدینگی ارزان توسط بانک مرکزی چین و القای اعتماد از سوی بالا، بازار از اواسط ۲۰۱۴ شروع به اوج گیری کرد. اما این یک رشد عادی نبود؛ یک هیستری جمعی تمام‌عیار بود.
**هجوم سپاهیان سهام‌باز:** داستان‌های ثروت‌های یک‌شبه، میلیون‌ها چینی عادی را که هیچ تجربه‌ای از بازارهای مالی نداشتند، به سمت کارگزاری‌ها کشاند. راننده‌های تاکسی، دانشجویان، پرستاران و بازنشستگان با پس‌انداز عمر خود وارد بازاری شدند که برایشان یک جعبه سیاه بود. تعداد حساب‌های معاملاتی ظرف یک سال از ۸۰ میلیون به بیش از ۱۰۰ میلیون رسید.
**اعتیاد مرگبار به اهرم (Leverage):** ویژگی تعیین‌کننده این حباب، استفاده گسترده از وام برای خرید سهام بود. سرمایه‌گذاران می‌توانستند به راحتی از کارگزاری‌ها وام بگیرند یا به پلتفرم‌های غیررسمی آنلاین (P2P Lending) روی آورند که گاه تا ۱۰ برابر سرمایه اولیه، وام با بهره بالا می‌دادند. حجم این وام‌های اهرمی از ۴۰۰ میلیارد یوان به بیش از ۲.۲ تریلیون یوان (معادل ۳۵۰ میلیارد دلار در آن زمان) رسید. این یعنی کل سازه بازار بر پایه وام بنا شده بود.
**جدایی از واقعیت:** در حالی که شاخص شانگهای کامپوزیت در کمتر از یک سال ۱۵۰ درصد رشد کرد و به قله ۵۱۶۶ واحد در ۱۲ ژوئن ۲۰۱۵ رسید، اقتصاد واقعی چین نشانه‌های ضعف را نشان می‌داد. تولید صنعتی، خرده‌فروشی و صادرات همگی کند شده بودند. بازار سهام در یک دنیای کاملاً مجزا و منفک شده از بنیادهای اقتصادی زندگی می‌کرد.
یک تحلیلگر مالی غربی در شانگهای می‌گوید: «این یک قمار سراسری بود. مردم به جای تحلیل بنیادی شرکت‌ها، روی کدهای چندرقمی سهام، شرط می‌بستند. چراکه فقط این منطق حاکم بودکه «دولت اجازه سقوط نمی‌دهد، پس باید خرید.»

### فصل سوم: نقطه شکست - وقتی موسیقی متوقف شد

در ژوئن ۲۰۱۵، مقامات ناظر که در نهایت از اندازه حباب و ریسک سیستماتیک آن به وحشت افتاده بودند، تصمیم گرفتند آب را قطع کنند. آنها به کارگزاری‌ها دستور دادند تا وام‌های حاشیه‌ای پرریسک را کاهش داده و استانداردهای اعطای اعتبار را سخت‌تر کنند. این اقدام، جرقه اولیه فروپاشی بود.
با کاهش جریان نقدینگی جدید، قیمت‌ها شروع به کاهش کرد. این کاهش کوچک، اولین مهره‌های دومینو را به حرکت درآورد و منجر به فروش اجباری (Margin Calls) سهام از سوی سهامداران شد. کسانی که با وام سهام خریده بودند، از سوی کارگزاری‌ها تحت فشار قرار گرفتند تا یا پول بیشتری واریز کنند یا سهامشان فروخته شود. از آنجا که اکثریت قریب به اتفاق، توانایی واریز پول بیشتر را نداشتند، کارگزاری‌ها به صورت خودکار شروع به فروش سهام آنان کردند.
این فروش‌های اجباری، قیمت‌ها را بیشتر کاهش داد که به نوبه خود باعث شد فروش‌های اجباری برای گروه دیگری از سرمایه‌گذاران صادر شود. یک چرخه معیوب مرگبار آغاز شده بود که به سرعت و با شدتی حیرت‌آور کل بازار را درنوردید.
وحشت همه‌گیر شد. سرمایه‌گذاران خرد، که تنها بازار صعودی را دیده بودند، دچار هراس شده و برای نجات بخشی از سودهای کاغذی خود به صورت دسته‌جمعی به سمت درهای خروج هجوم بردند. شاخص شانگهای کامپوزیت در کمتر از سه ماه ۴۵ درصد سقوط کرد و به کف ۲۸۵۰واحد در اواخر آگوست رسید.

### فصل چهارم: واکنش دستپاچه و درمان‌های بدتر از بیماری

دولت چین، که خود یکی از معماران این حباب بود، با یک بحران بی‌سابقه روبه‌رو شد. واکنش آنها بی‌سابقه، گسترده و در نهایت، غیرمؤثر بود.
دولت از یک طرف نرخ بهره و ذخیره قانونی بانک‌ها (RRR) را برای تزریق نقدینگی کاهش داد و از طرف دیگر فروش استقراضی (Short Selling) سهام را برای سهامداران عمده ممنوع اعلام کرد.
تعلیق معاملات صدها سهم (نزدیک به نیمی از بازار در اوج بحران تعطیل شد)، تزریق مستقیم پول توسط صندوق‌های دولتی برای خرید سهام و ایجاد تقاضای مصنوعی و حمایت‌های قضایی از دیگر اقدامات دولت چین پس از وقوع بحران بود. حتی شایعه شد مقامات به ماموران امنیتی دستور داده‌اند تا خریداران کوتاه‌مدت و فروشندگان استقراضی را دستگیر کنند.
یک اقتصاددان چینی می‌گوید:«این مداخلات، به جای آرام کردن بازار، به وحشت سرمایه‌گذاران اضافه کرد. آنها دیدند که دولت چقدر ترسیده است و این برایشان تایید کرد که فاجعه بسیار بزرگ‌تر از چیزی است که فکر می‌کنند. اعتماد که از بین برود، بازگرداندن آن غیرممکن است.» سرمایه‌گذاران خارجی نیز که شاهد دستکاری آشکار بازار بودند، به سرعت از چین فرار کردند.

### فصل پنجم: پساآثار و درس‌های عبرت

پیامدهای این سقوط گسترده و عمیق بود. برآوردها حاکی از نابودی حدود ۵ تریلیون دلار از ارزش بازار سهام چین بود. این میزان بیشتر از ارزش کل بازارسهام کشورهایی مانند انگلیس یا فرانسه بود.
همچنین اعتماد سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی برای سال‌ها به بازار سهام چین آسیب دید. سایه این بحران هنوز هم بر معاملات امروز چین سنگینی می‌کند.
اعتبار بین المللی چین نیز پس از این سقوط آسیب دید و تلاش دولت چین برای بین‌المللی کردن یوان و گشودن بیشتر بازارهایش، ضربه سختی خورد. این سقوط موجی از نگرانی در مورد سلامت دومین اقتصاد بزرگ جهان ایجاد کرد و منجر به سقوط بازارهای سهام جهانی و کاهش قیمت کالاها شد.
درس اصلی چیست؟ سقوط ۲۰۱۵ نشان داد که هیچ کشوری، حتی با کنترل متمرکز و منابع عظیم، نمی‌تواند قوانین بنیادین اقتصاد را لغو کند. حباب‌های ایجاد شده توسط اعتبار ارزان و سفته‌بازی هیستریک، نهایتاً می‌ترکند. این رویداد یک مورد مطالعاتی کلاسیک در مورد خطرات مداخله دولت در بازارها و پیامدهای فاجعه‌بار روانشناسی گله ای و اعتبار اهرمی است.

### سخن پایانی

بورس چین در سال ۲۰۱۵، یک تراژدی مدرن بود؛ داستانی از طمع، ترس و شکست یک آرزوی بزرگ. دولتی که می‌خواست بازار سهام را به موتور رشد جدیدی تبدیل کند، ناخواسته آن را به یک کازینوی ملی تبدیل کرد که در نهایت به هزینه میلیون‌ها شهروند عادی تمام شد. امروز، وحشت آن دوران هنوز بر چهره بازار سرمایه چین نمایان است، یادآوری همیشگی از اینکه ثروت واقعی را نمی‌توان با چاپ پول و القای هیجان ساخت، بلکه فقط با رشد پایدار و بنیادهای اقتصادی قوی به دست می‌آید.



# از نیویورک تا تهران؛ الگوی جهانی سقوط بازارها

## ترس، طمع و سقوط؛ روایت یک چرخه بی‌پایان در بازارهای مالی

گروه گزارش: از خیابان‌های منهتن در سال ۱۹۲۹ تا تالار شیشه ای بورس تهران در سال ۱۳۹۹، تاریخ بازارهای مالی جهان، مجموعه‌ای از داستان‌های پرتکرار است. دوره‌هایی از رشد بی‌سابقه، اوج‌های غیرمنطقی، و سپس سقوط‌های دردناک. هرچند دلایل آغاز هر بحران متفاوت به نظر می‌رسد، اما با نگاهی دقیق‌تر به سقوط‌هایی چون حباب دات‌کام در دهه ۲۰۰۰، بحران بورس چین در سال ۲۰۱۵ و سقوط بورس تهران در سال ۱۳۹۹، می‌توان به یک نتیجه واحد رسید. این رویدادها، همگی از یک الگوی مشترک پیروی می‌کنند و درس‌های مشابهی را برای سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران به همراه دارند.

### رشد هیجانی و حبابی

نخستین و مهم‌ترین عامل مشترک در تمام این سقوط‌ها، رشد هیجانی و افراطی بازار است. در هر سه مورد، قبل از سقوط، بازار با سرعت سرسام‌آوری رشد می‌کند و این رشد، ریشه‌ای در بهبود بنیادهای اقتصاد ندارد و بیشتر ناشی از عوامل زیر است:

**ورود گسترده سرمایه‌گذاران ناآگاه:** در حباب دات‌کام، بورس چین و بورس تهران، میلیون‌ها سرمایه‌گذار خرد و تازه‌وارد، بدون دانش کافی وارد بازار شدند. این افراد، به جای تحلیل صورت‌های مالی و ارزش ذاتی شرکت‌ها، بر اساس شایعات، تبلیغات و ترس از عقب‌ماندن سرمایه‌گذاری کردند. این رفتار گله‌ای، به بزرگ‌تر شدن حباب کمک کرد.

**تسهیلات مالی و اعتبار:** در بحران بورس چین و حباب دات‌کام، استفاده گسترده از معاملات اعتباری باعث شد که سرمایه‌ها به صورت مصنوعی وارد بازار شوند. این اهرم مالی، هرچند به رشد سریع بازار کمک می‌کند، اما بازار را در برابر هرگونه نوسان آسیب‌پذیر می‌کند. در بورس تهران نیز در سال ۱۳۹۹ شدت پرداخت اعتبار از سوی کارگزاری‌ها افزایش یافته بود که تاکنون برآورد دقیقی از میزان اعتبارهای پرداخت شده در آن دوره انجام نشده است.

**نقش سیاست‌گذاران و دخالت‌های نادرست:** سقوط‌های بزرگ اغلب به دنبال سیاست‌گذاری‌های اشتباه یا دخالت‌های نامناسب دولتی رخ می‌دهند.

**سیاست‌های پولی نادرست:** در حباب دات‌کام، افزایش نرخ بهره توسط فدرال رزرو به عنوان جرقه آغاز سقوط عمل کرد. در سقوط بورس تهران، افزایش ناگهانی نرخ بهره بین‌بانکی نقشی مشابه ایفا کرد. این اقدامات، پیامی مبنی بر پایان دوره رونق را به بازار مخابره کردند و باعث خروج سرمایه‌ها شدند.

**تشویق به سرمایه‌گذاری بدون زیرساخت:** در بورس تهران و بورس چین، دولت‌ها با تشویق مردم به سرمایه‌گذاری در بورس، خود به یکی از محرک‌های اصلی حباب تبدیل شدند، در حالی که زیرساخت‌های لازم برای آموزش و حمایت از سرمایه‌گذاران خرد فراهم نبود. این اقدام، بازار را به یک قمارخانه تبدیل کرد.

### عوامل بیرونی و جرقه‌های آغازین

در هر سه مورد، یک عامل خارجی یا یک خبر خاص، به عنوان جرقه آغازین سقوط عمل کرد و حباب را ترکاند.

در حباب دات‌کام افزایش نرخ بهره فدرال رزرو این جرقه را زد.

در بورس چین تغییر سیاست‌های دولتی و تلاش برای کنترل معاملات اعتباری، آغازگر سقوط بود.

در بورس تهران کاهش نرخ بهره بین بانکی و اختلافات میان وزارتخانه‌های دولت و مدیریت نامناسب صندوق پالایش یکم، به عنوان جرقه عمل کرد.

این جرقه‌ها به سرمایه‌گذاران هشدار دادند که حباب در حال ترکیدن است و باعث شروع فروش‌های گسترده و دومینویی شد.

### درس‌های مشترک

با بررسی این سه بحران و حتی سایر سقوط‌های تاریخی مانند رکود بزرگ سال ۱۹۲۹ و بحران مالی سال ۲۰۰۸، می‌توان به درس‌های کلیدی زیر رسید:

۱. **اهمیت تحلیل بنیادی:** سرمایه‌گذاران باید به جای دنبال کردن هیجانات بازار، بر تحلیل بنیادی شرکت‌ها و ارزش ذاتی آن‌ها تمرکز کنند.

۲. **مدیریت ریسک:** استفاده از اهرم‌های مالی و سرمایه‌گذاری تمام دارایی‌ها در یک بازار، ریسک سرمایه‌گذاری را به شدت افزایش می‌دهد.

۳. **نقش تعیین‌کننده سیاست‌گذاران:** سیاست‌گذاران باید با احتیاط و هماهنگی کامل، به مدیریت بازار بپردازند. هرگونه تصمیم نادرست در سیاست‌های پولی یا مالی می‌تواند عواقب فاجعه‌باری داشته‌باشد.

۴. **اهمیت آموزش و شفافیت:** آموزش سرمایه‌گذاران و ارائه اطلاعات شفاف و به‌موقع، می‌تواند از شکل‌گیری حباب‌ها جلوگیری کند.

### تاریخ تکرار می‌شود

سقوط‌های بورس، رویدادهایی غم‌انگیز و پرهزینه هستند، اما درسی بزرگ برای آینده به همراه دارند. این بحران‌ها به ما یادآوری می‌کنند که بازارهای مالی، یک موجود زنده هستند که تحت تأثیر عوامل روانی و اقتصادی قرار دارند. تنها با درک این عوامل و درس گرفتن از اشتباهات گذشته است که می‌توانیم از تکرار تاریخ جلوگیری کنیم.



# بازیگران اصلی سقوط ۹۹

## رمز گشایی از دلایل سقوط بورس در سال ۱۳۹۹ از زبان مریم محبی



پیام عابدی
روزنامه‌نگار

سال ۱۳۹۹ در حافظه اقتصادی ایرانیان با یک تناقض تلخ گره خورده است؛ رویای یک‌شبه ثروتمند شدن در بازار سرمایه که برای میلیون‌ها نفر به کابوس از دست رفتن سرمایه بدل شد. صعودی کهکشانی و سپس سقوطی ویرانگر، بورس تهران را به صحنه یکی از بزرگ‌ترین بحران‌های مالی دهه اخیر تبدیل کرد. اما در پس این نوسان شدید چه عواملی نهفته بود؟ آیا سقوط بورس فقط نتیجه هیجانات بازار و رفتار گله‌ای سرمایه‌گذاران بود، یا ریشه در سیاست‌های کلان اقتصادی و تصمیمات دولتی داشت؟ نقش نرخ بهره، کسری بودجه، تحریم‌ها و ضعف سواد مالی در این پازل پیچیده چه بود؟

برای کالبدشکافی این رویداد مهم و بررسی درس‌های آموخته (و نیاموخته) آن، ماهنامه بازار و سرمایه به گفت‌وگو با مریم محبی، کارشناس و مشاور مالی، نشسته است. او معتقد است که با رصد دقیق علائم و درک صحیح از سازوکارهای اقتصادی، این سقوط قابل پیش‌بینی بود. در این مصاحبه، با نگاهی موشکافانه به تحلیل عوامل سه‌گانه این بحران می‌پردازیم و نقش هر یک از بازیگران، از دولت و نهاد ناظر گرفته تا سرمایه‌گذاران حقیقی، را زیر ذره‌بین قرار می‌دهیم تا بفهمیم چرا قطار بورس در سال ۹۹ از ریل خارج شد.

**■ بازار سرمایه در سال ۱۳۹۹، پس از یک دوره رشد پرشتاب و بی‌سابقه، با سقوطی شدید مواجه شد که زیان گسترده‌ای را به سرمایه‌گذاران، به‌ویژه افراد تازه‌وارد، تحمیل کرد. از منظر تحلیلی شما، ریشه‌های اصلی این بحران در چه بود؟ اگر بخواهید مهم‌ترین عوامل زمینه‌ساز این سقوط را دسته‌بندی کنید، سه عامل کلیدی را در چه حوزه‌هایی شناسایی می‌کنید؟**

یکی از مهم ترین عواملی که می‌توان در ابتدا به آن اشاره کرد، نرخ بهره است، زیرا می‌تواند تاثیر مستقیمی بر جذابیت بازارهای موازی داشته باشد؛ بازارهایی که غالبا به عنوان رقیب بازار سرمایه به شمار می‌آیند. به عنوان مثال، زمانی که بازدهی بازارهای کم‌ریسک‌تر یا بدون ریسک در محدوده‌های بالایی قرار می‌گیرد، قاعدتا پذیرش ریسک برای خرید سهام شرکت‌هایی که عملکرد آتی آن‌ها باید پیش‌بینی شود و در این فضای مبهم اقتصادی فعالیت می‌کنند، دشوارتر می‌شود. بنابراین، نرخ بهره همواره یکی از مهم‌ترین عوامل تاثیرگذار بر میزان جذابیت و استقبال سهامداران از سرمایه‌گذاری در بازار بورس است.

در رابطه با سایر عوامل و برای بررسی دقیق‌تر اتفاقات سال ۱۳۹۹، باید گفت که یکی از مهم‌ترین مسائل همین نرخ بهره بود. فراموش نکنیم که در آن زمان، آمریکا به تازگی از برجام خارج شده بود و شرایط سختی بر اقتصاد ایران حاکم بود؛ این موضوعی بود که تحلیلگران می‌توانستند کاملا آن را بررسی کنند. در نتیجه، دستیابی شرکت‌های بورسی به مواد اولیه و دسترسی آن‌ها به بازارهای مالی بین‌المللی برای پرداخت و دریافت وجوه نقد حاصل از صادرات و واردات، دشوارتر شده بود. این امر سبب شد در کشوری که اقتصادی دولتی دارد و دولت نیز از تحریم‌ها تاثیر منفی می‌پذیرد، شاهد کسری بودجه به دلیل کاهش درآمدهای شرکت‌ها و همچنین کاهش درآمدهای حاصل از فروش نفت باشیم. بنابراین، استقراض‌های تورم‌زای دولت افزایش یافت و این موضوع به افزایش نرخ بهره منجر شد. ما با کسری بودجه مواجه بودیم و جبران این کسری از طریق اوراق صورت گرفت. این چرخه‌ای بود که تاثیر مستقیم خود را بر بورس گذاشت؛ چرخه‌ای که در نهایت به همان نرخ بهره ختم می‌شود. شاید در ابتدای امر، بحث کسری بودجه و برجام مطرح باشد، اما در نهایت همین نرخ بهره است که باعث سقوط بورس شد.

حال به سایر عوامل می‌پردازم. عامل دوم، ساختار اقتصاد ایران است که ساختاری تورم‌زاست و تورم را به صورت ساختاری پذیرفته است. افراد جامعه به این درک رسیده‌اند که به مرور زمان به واسطه تورم، ارزش پول ملی‌شان کاسته می‌شود. بنابراین، همواره به دنبال راهکارهایی برای جلوگیری از کاهش ارزش پول ملی خود هستند که مسیر درست‌تر آن، تبدیل پول نقد به سایر دارایی‌هایی است که پتانسیل رشد بیشتری در آینده دارند.

به همین دلیل است که هیجانات خواسته و هدفمندی از بخش‌های مختلف به جامعه القا می‌شود. برای نمونه، ما اکنون فضای هیجانی خرید طلا را در جامعه داریم. در سال ۱۳۹۹، فضای هیجانی خرید سهام در بورس حاکم بود و در ابتدای دهه ۹۰، جو هیجانی خرید ملک وجود داشت. بنابراین، رفتار گله‌ای که از نظر اقتصادی اثبات شده و ناشی از بیم کاهش ارزش پول ملی است، در سال ۱۳۹۹ وارد بازار سرمایه شد.

تقریبا تمام دولتمردان ما در رابطه با سودآور بودن بورس و امکان کسب سود از آن صحبت کردند. این امر قاعدتا آن فضا را در جامعه ایجاد کرد و ما شاهد بودیم که تعداد کدهای فعال بورسی (با احتساب دارندگان سهام عدالت) به حدود ۴۹ میلیون نفر رسید، اما تعداد فعالان بورس از ۹ میلیون نفر در سال ۱۳۹۸، ناگهان به بالاتر از ۱۵ میلیون نفر افزایش یافت و به خاطر داریم که افراد برای دریافت کد بورسی صف می‌بستند. این‌ها به دلیل جو هیجانی بود که وارد جامعه شد و تقاضای غیرواقعی در یک بخش اقتصادی ایجاد کرد و در نهایت چون تقاضا غیرواقعی بود، حباب آن خیلی زود از بین رفت.

عامل سوم، این است که اگرچه ما همواره به دنبال یافتن ردپای دولتمردان و دولت هستیم تا بگوییم خطاهای ما به دلیل راهنمایی‌های اشتباه آن‌هاست، اما باید بپذیریم که خودمان نیز به گزارش‌های مالی شرکت‌ها توجه نکردیم و ارزش جایگزینی شرکت‌ها را نادیده گرفتیم. افراد جامعه سهامی را می‌خریدند که هیچ گزارش مالی مثبتی نداشت. شرکت‌هایی که گزارش مالی‌شان نشان از زیان‌ده بودن آن‌ها داشت، اما شاهد صف‌های خرید بر روی سهامشان بودیم.

عدم توجه به ارزش دلاری بازار سرمایه، نسبت قیمت به درآمد (P/E) شرکت‌ها، ارزش جایگزینی و غیره، یعنی عدم توجه افراد جامعه به تحلیل بنیادی و ایجاد تقاضای کاذب به دلیل دانش و مطالعه ناکافی را نیز می‌توانیم یکی از عوامل مهم بدانیم. در کنار این‌ها، اگر به دنبال یک عامل جانبی و رایج در کل جهان باشیم، در سال ۱۳۹۹ ما شاهد شیوع کرونا در جهان بودیم و در تمامی کشورها رکود اقتصادی را می‌دیدیم. ایران نیز از این قاعده مستثنی نبود و رکودی که در بخش‌های اقتصادی به واسطه همه‌گیری کرونا مشاهده کردیم، بسیاری از کسب‌وکارها را دچار اخلال کرد.

**■ شما به قابل پیش‌بینی بودن این سقوط اشاره کردید. چه شاخص‌ها و نشانه‌های مشخصی در رفتار بازار، مانند عملکرد سهامداران حقوقی یا شاخص‌های کلان، به شما به عنوان یک تحلیلگر هشدار داد که حبابی غیرمنطقی در حال شکل‌گیری است و به زودی تخلیه خواهد شد؟**

ببینید، بسیاری از افرادی که در سال ۱۳۹۹ در بورس فعال بودند، پس از تخلیه حباب اعلام کردند که این اتفاق قابل پیش‌بینی بود. شخصا به عنوان یک تحلیلگر، در این باره صحبت کردم و ویدیوی زنده (لایو) من در صفحه شخصی‌ام همچنان موجود است. من دقیقا در سیزدهم مرداد ماه اعلام کردم که این حباب به نظر من منطقی نیست و فضای حاکم بر بورس کشور را فضای‌عدم اطمینان می‌بینم، زیرا هیچ دلیل منطقی برای اینکه ۹۰ درصد بازار سهام صف خرید باشد و برای ۱۰ درصد باقی‌مانده نیز خریدهای سنگین ایجاد شود، وجود نداشت. یعنی ما اصلا در بازار، سهمی برای خرید پیدا نمی‌کردیم. این وضعیت برای کشوری که به تازگی تحریم‌ها علیه آن بازگشته و آمریکا از برجام خارج شده بود، قابل درک نبود.

اما بحث این بود که از چه زمانی فکر کردیم این ریزش می‌تواند ادامه‌دار باشد. من زمانی که صف‌های فروش سنگین کدهای حقوقی را در چهارم شهریور ماه مشاهده کردم (این تاریخ‌ها را دقیقا به خاطر دارم و بارها از طریق استوری و صفحه شخصی‌ام گوشزد کرده‌ام)، در حالی که همچنان جو خرید در کشور حاکم بود، اعلام کردم که وارد بازار نشوید. چرا؟ چون رفتار حقوقی‌ها و فعالان باتجربه بازار سرمایه کاملا نشان می‌داد که این افراد در حال خروج از بازار سرمایه و تبدیل دارایی‌های خود از سهام به سایر صندوق‌ها و دارایی‌ها هستند. یعنی من با رصد رفتار سهامداران درشت و پیگیری پول هوشمند، توانستم تا حدودی تشخیص دهم که چه زمانی این حباب در حال تخلیه شدن است.

**تقریبا در تمام بخش‌های اقتصادی کشور، اقتصادی دولتی داریم. بنابراین، دولت نه فقط یک مقام ناظر، بلکه یک بازیگر اقتصادی در کشور است. در نتیجه، بزرگ‌ترین، شفاف‌ترین و بالغ‌ترین بازار سرمایه کشور که همان بورس است نیز قاعدتا توسط دولت بازیگردانی می‌شود.**

**■ بسیاری از تحلیلگران معتقدند که سیاست‌های دولت نقش پررنگی در ایجاد حباب و سقوط پس از آن داشت. مشخصا، تشویق کم‌سابقه مقامات دولتی برای ورود مردم به بورس و همچنین سیاست‌های پولی و مالی دولت در آن دوره، تا چه اندازه در این بحران تاثیرگذار بود؟ اگر بخواهید وزن این تاثیرگذاری را در مقایسه با سایر عوامل بسنجید، چه سهمی برای عملکرد دولت قائل هستید؟**

اگر بخواهم بسیار منطقی و به دور از هیجان صحبت کنم، شاید بگویم دولت بالای ۷۰ درصد نقش دارد. دلیل اولم این است که ما در هیچ کجای جهان نمی‌بینیم که سایر بخش‌های غیرمرتبط با بورس، در رابطه با جذابیت آن صحبت کنند، اما در ایران این اتفاق افتاد. عامل دوم، شما یک بخش از اقتصاد ایران را نام ببرید که دولتی نباشد و قیمت‌گذاری دستوری بر آن حاکم نباشد. تقریبا در تمام بخش‌های اقتصادی کشور، اقتصادی دولتی داریم. بنابراین، دولت نه فقط یک مقام ناظر، بلکه یک بازیگر اقتصادی در کشور است. در نتیجه، بزرگ‌ترین، شفاف‌ترین و بالغ‌ترین بازار سرمایه کشور که همان بورس است نیز قاعدتا توسط دولت بازیگردانی می‌شود.

از طرف دیگر، به شرکت‌های بزرگ بورس نگاه کنید. ۱۰۰ شرکت برتر بورس، همگی بدون استثنا، با وجود اینکه سهامی عام هستند، ردپای دولت در آن‌ها دیده می‌شود. هیچ‌کدام از این شرکت‌ها نمی‌توانند مدیرعامل خود را به صورت مستقل انتخاب کنند. هیچ‌کدام اجازه قیمت‌گذاری بر اساس تصمیم‌های داخلی خود را ندارند و هیچ‌کدام نمی‌توانند به سادگی از قوانین گمرکی عبور کنند. بنابراین، دولت در سطوح بسیار بالای مدیریتی شرکت‌های بزرگ بورسی نقش دارد.

و اما چهارمین عاملی که نشان‌دهنده نقش بسیار بالای دولت است، نرخ بهره است. ما بانک مرکزی و سازمان بورس را ذیل وزارت اقتصاد داریم. یعنی تقریبا می‌توان گفت رئیس سازمان بورس و رئیس کل بانک مرکزی، هر دو در جایگاه معاون وزیر اقتصاد فعالیت می‌کنند؛ در صورتی که این دو نهاد باید مستقل باشند. بانک مرکزی باید بتواند به صورت مستقل برای مدیریت بازار پول کشور نرخ بهره را تعیین کند، در حالی که در کشور ما چنین وضعیتی حاکم نیست و این نرخ بهره تاثیر مستقیم بر سازمان بورس دارد.

اما یک تفاوت بسیار بزرگ در اینجا وجود دارد: زمانی که قرار است در رابطه با بورس تصمیم‌گیری شود، برای نمونه نظارت‌های بورسی اعمال شود، شورای عالی بورس تصمیم می‌گیرد و رئیس کل بانک مرکزی نیز در این جلسات حضور دارد. اما در جلسه تصمیم‌گیری برای نرخ بهره، خبری از نماینده سازمان بورس نیست. یعنی از این دو بازاری که می‌توانند بر یکدیگر تاثیرگذار باشند، یکی از دیگری تاثیر می‌پذیرد اما هیچ نقشی در تصمیم‌گیری‌های آن ندارد. بنابراین، ساختار اشتباه اقتصادی کشور، ضربه بسیار بزرگی به بورس زده است.

در نهایت، اگر بخواهیم باز هم کمی منطقی‌تر صحبت کنیم، ما با نظارت‌های استصوابی مواجه هستیم. یعنی یک قانون برای یک شرکت بورس لحاظ می‌شود، اما برای شرکت دیگر لحاظ نمی‌شود. این‌عدم نگرش یکسان به شرکت‌ها و رفتارهای مختلف بورسی، باعث ایجاد ابهام در روند نظارت بر عملکرد بازار، چه در سطح افراد و چه در سطح شرکت‌ها، شده است. بنابراین، به هیچ وجه نمی‌توانیم نقش دولت را در تک‌تک رفتارهای بورس نادیده بگیریم.

**■ با توجه به اینکه به‌عدم استقلال سازمان بورس اشاره کردید، اگر این نهاد از استقلال رای و عملکرد لازم برخوردار بود، چه اقدامات مشخصی (مانند تغییر در دامنه نوسان، توقف نمادها یا اعمال محدودیت بر کدهای حقوقی) می‌توانست برای کنترل هیجانات بازار و کاهش شدت سقوط ۱۳۹۹ انجام دهد؟**

حقیقت این است که شاید در آن زمان، هر فرد دیگری نیز در آن جایگاه قرار می‌گرفت، کار خاصی از دستش برنمی‌آمد، زیرا رئیس سازمان بورس، حتی امروز نیز، در بهترین حالت مجری دستورات است، نه تصمیم‌گیرنده. شاید بهترین کاری که می‌توان انجام داد، این است که به سازمان بورس استقلال و اجازه تصمیم‌گیری داده شود. ما می‌بینیم که افرادی با سابقه فعالیت در بازار بانک و بیمه در راس سازمان بورس قرار می‌گیرند. سازوکار این بازارها با یکدیگر کاملا متفاوت است. بازار بانک معمولا از نرخ بهره بالا استقبال می‌کند، اما بازار سرمایه این موضوع را یک تهدید می‌بیند. حال تصور کنید که ما همان رویکرد بانکی را در جایگاه تصمیم‌گیری سازمان بورس قرار دهیم؛ مشخص است که نتیجه درست نخواهد بود. پس اگر بخواهم بگویم بهترین کار چیست، اول اینکه فردی که به عنوان رئیس کل سازمان بورس وارد می‌شود و می‌تواند بر تصمیم‌های بورس تاثیرگذار باشد، باید استقلال رای داشته و بتواند مستقل فکر کند. این فرد نباید توسط وزیر اقتصاد منصوب شود، زیرا در نهایت گزارش عملکرد خود را نیز باید به وزیر اقتصاد ارائه دهد و قاعدتا برای حفظ جایگاه خود، مجبور است به روشی عمل کند که

وزیر اقتصاد می‌خواهد. پس استقلال، اولین شرطی است که حتما باید برای رئیس سازمان بورس در نظر گرفته شود. دوم، کسی که رئیس سازمان بورس می‌شود، باید سابقه فعالیت بلندمدت در این بازار را داشته باشد و بازار سرمایه را بشناسد، نه اینکه با سابقه بازار بانک و بیمه، مسئولیت بازار بورس را نیز عهده‌دار شود.

■ **این فرضیه که دولت برای جبران کسری بودجه خود از طریق فروش اوراق، عملا نقدینگی را از بازار سهام خارج کرد و به سقوط دامن زد، چقدر به واقعیت نزدیک است؟ سازوکار تاثیرگذاری این سیاست بر بازار سهام دقیقا چگونه بود؟**

زمانی که از بازار سرمایه صحبت می‌کنیم، منظورمان بازار متشکل از بازار سهام و بازار اوراق است. قاعدتا فروش اوراق در بازار سرمایه، جذابیت بازار سهام را کاهش می‌دهد. ما در کنار آن، شاهد الزام برخی بانک‌ها و نهادها برای خرید اوراق نیز هستیم. یعنی پولی که باید به خاطر این الزام از بازار سهام خارج شده و صرف خرید اوراق شود. ماهیت کاری بورس، تقریبا شبیه به یک بازی با حاصل جمع صفر (Zero-Sum Game) است، یعنی ورودی‌ها و خروجی‌های آن تقریبا با هم همخوانی دارند. وقتی ما ابزاری را وارد بازار می‌کنیم و شرکت‌ها را ملزم به خرید آن می‌کنیم، پول آن از کجا باید تأمین شود؟ باید سهام فروخته و تبدیل به پول شود تا این پول صرف خرید در بازار اوراق بدهی شود. قطعاً این دو بازار بر یکدیگر تاثیرگذار هستند.

■ **در اوج هیجانات بازار در سال ۹۹، شکاف میان ارزش ذاتی شرکت‌ها (بر اساس شاخص‌هایی مانند سودآوری، نسبت قیمت به درآمد و ارزش جایگزینی) و قیمت بازاری سهام آن‌ها چقدر بود؟**

این یکی از عواملی بود که در ابتدای عرایضم به آن اشاره کردم. سامانه کدال موظف به انتشار اطلاعات شرکت‌هاست. زمانی که شما می‌بینید یک شرکت در گزارش عملکرد خود عملا زیان شناسایی می‌کند، اما سهام آن به صورت مستمر قفل در صف خرید است، مشخص است که این دو با هم همخوانی ندارند. ما نسبت‌های P/E بسیار بالایی را در بازار سرمایه برای شرکت‌هایی داشتیم که سهامشان به شدت مورد استقبال قرار می‌گرفت. کانال‌های تلگرامی که متاسفانه بدون مجوز فعالیت می‌کردند و بسته‌های VIP و سیگنال‌های مستقیم خرید و فروش به بازار ارائه می‌دادند نیز در این زمینه تاثیرگذار بودند و نمی‌توانیم نقش آن‌ها را کتمان کنیم. نسبت‌های قیمت به سود( P/E) بالا نشان می‌داد که بازار نمی‌تواند به صورت منطقی رفتار کند.

■ **آیا سقوط سال ۱۳۹۹ را می‌توان نقطه آغاز یک بی‌اعتمادی عمیق و ساختاری به بازار سرمایه دانست، یا صرفا یک کاتالیزور برای بحرانی بود که ریشه‌های آن در سیاست‌گذاری‌های بعدی دولت عمیق‌تر شد؟**

آن اتفاق، شروع بی‌اعتمادی بود، اما ادامه این بی‌اعتمادی، ناشی از رفتار نامناسب مسئولان بود. برای نمونه، ما هرگز ماجرای نرخ خوراک پالایشی‌ها در ۱۷ اردیبهشت‌ماه را فراموش نخواهیم کرد. مداخلاتی که تا امروز نیز اتفاق می‌افتد را فراموش نخواهیم کرد. ما همچنان شاهد این بی‌اعتمادی‌ها وعدم ارائه اطلاعات درست به بازار هستیم.

■ **سقوط بورس در سال ۱۳۹۹، چه تاثیری بر کارکرد اصلی بازار سرمایه یعنی «تأمین مالی بخش مولد اقتصاد» گذاشت؟ آیا این رویداد، مسیر انتقال سرمایه از پس‌اندازهای خرد به سمت تولید را برای سال‌های آینده مختل نکرد؟**

بازار سرمایه به صورت ذاتی برای انتقال پول از بخش سرمایه‌گذار به بخش سرمایه‌پذیر اقتصاد شکل گرفته است؛ یعنی یک بازار واسط برای شرکت‌های بورس که عمدتا شرکت‌های تولیدی هستند و می‌توانند نقش بسیار مستقیمی بر تولید ناخالص داخلی (GDP) کشور داشته باشند. بورس برای جذب سرمایه توسط این شرکت‌ها ایجاد شده است. تا جایی که در کشورهای پیشرفته‌تر و توسعه‌یافته‌تر، حدود ۹۰ درصد تأمین مالی شرکت‌ها از طریق بورس انجام می‌شود، اما این نسبت در بازار ایران اصلا قابل توجه نیست. بنابراین، از بعد کلان نیز ما جابجایی پول را به صورت کلی نداریم. به بیان عامیانه، عدم کارایی بازار سرمایه باعث می‌شود که ما در کشور، انتقال درست پول از بخش سرمایه‌گذار به بخش سرمایه‌پذیرِ مولد را نداشته باشیم.

> ما نمی‌توانیم اقتصاد را از سیاست جدا کنیم. وقتی بحث فوریت خروج کشور از ان پی تی (NPT) مطرح می‌شود و به راحتی در مورد آن صحبت می‌شود، این تنها یک موضوع سیاسی نیست، بلکه یک موضوع اقتصادی نیز هست و مستقیما بر جیب مردم و عملکرد بورس تاثیر می‌گذارد.

■ **با نگاهی به تجربه سال ۱۳۹۹، مهم‌ترین درسی که سرمایه‌گذاران حقیقی باید در زمینه «مدیریت ریسک» و «تحلیل بنیادی» بیاموزند چیست تا در آینده از تکرار چنین زیان‌هایی در امان بمانند؟**

خرید سهام، یک فعالیت در بازاری بسیار حرفه‌ای است. یعنی ما نمی‌توانیم بدون مطالعه دقیق و تحلیل درست، پول خود را وارد بازاری کنیم که اطلاعات کافی درباره آن نداریم. ما برای خرید یک ملک، چندین ملک مشابه را بررسی می‌کنیم و قیمت منطقه را می‌سنجیم. برای خرید خودرو، مدل‌های مشابه را بررسی می‌کنیم، اما برای بورس این کار را انجام نمی‌دهیم. بنابراین، یکی از راحت‌ترین و اثرگذارترین روش‌ها برای حفظ سرمایه، توجه کافی به تحلیل‌های رایج، از جمله تحلیل تکنیکال، تحلیل بنیادی، تابلوخوانی و مطالعه گزارش‌های مالی شرکت‌هاست.

■ **این اتفاق چه درسی برای خود دولت داشت؟ به عبارت دیگر، آیا امروز اثری از پذیرش بحران‌ها و مشکلات در ساختار دولتی بازار سرمایه می‌بینید؟ این پرسش از این جهت مهم است که در بدترین روزهای اقتصادی، فرار سرمایه و بی اعتمادی هم، سازمان بورس شرایط بورس را خوب توصیف می‌کند و رئیس سازمان حتی دست به مقایسه بورس ایران در شرایط پس از جنگ ۱۲ روزه با شرایط بورس در کشورهایی چون روسیه و اوکراین می‌زند که بیش از ۳ سال در جنگ به سر می‌برند.**

سازمان بورس دقیقا در نشست خبری قبلی نیز اعلام کرد که ما کدهایی داشتیم که در یک سال اخیر ۲۰۰ درصد سود کرده‌اند. این اظهارات واقعی نیست. شرایط جنگ در هر کشوری می‌تواند تاثیر مستقیم بر بورس داشته باشد. ما نباید بورس را پس از آتش‌بس، با آن عجله و بدون درایت بازگشایی می‌کردیم. شرایط جنگ پر از درس بود، همان‌طور که شرایط سال ۱۳۹۹ بورس پر از درس بود. به نظر من، دولت واقعا باید به این نتیجه برسد که بورس یک بازار بسیار حرفه‌ای است و باید با آن حرفه‌ای رفتار شود. این درسی است که از سال ۱۳۹۹ گرفته شده و امروز نیز برای ما قابل تکرار است.

■ **با جمع‌بندی مباحث، آیا می‌توان گفت که با وجود تفاوت‌های ظاهری، زمینه‌های ساختاری و رفتاری که به بحران سال ۹۹ منجر شدند (مانندعدم استقلال نهاد ناظر، نیاز دولت به منابع و هیجانات ناشی از تورم) همچنان پابرجا هستند و این امر، اقتصاد ایران را در برابر تکرار تجربه‌ای مشابه آسیب‌پذیر نگه داشته است؟**

بله. شاید بهترین سخنی که در این زمینه می‌توانم بگویم این است که ما باید بورس را به عنوان بخش بزرگی از اقتصاد و آینه تمام‌نمای اقتصاد کشور بپذیریم. یعنی قبول کنیم که اگر اتفاق خوب یا بدی در کشور رخ می‌دهد، خواه سیاسی باشد یا موضوعی مانند کرونا، این عوامل بر بازار سرمایه تاثیرگذار هستند. ما نمی‌توانیم اقتصاد را از سیاست جدا کنیم. وقتی بحث فوریت خروج کشور از ان پی تی (NPT) مطرح می‌شود و به راحتی در مورد آن صحبت می‌شود، این تنها یک موضوع سیاسی نیست، بلکه یک موضوع اقتصادی نیز هست و مستقیما بر جیب مردم و عملکرد بورس تاثیر می‌گذارد. زمانی که وارد بحث مذاکره می‌شویم و خوش‌بینی‌ها یا بدبینی‌های خود را به جامعه القا می‌کنیم، باید بدانیم که در نهایت، این تصمیمات سیاسی می‌تواند بر اقتصاد کشور تاثیرگذار باشد.

اگر بخواهیم به صورت سنتی نیز فکر کنیم، آدام اسمیت در کتاب «ثروت ملل»، که از قدیمی‌ترین کتب اقتصادی جهان است، دقیقا به نقش دولت در قیمت‌گذاری و اقتصاد پرداخته است. بنابراین، دولت بر عملکرد اقتصادی کشور و به‌خصوص بورس، بسیار تاثیرگذار است. به همین دلیل فکر می‌کنم ما موضوع بورس را، حداقل در بدنه دولت، خیلی جدی نگرفته‌ایم و حاضر نیستیم از نظر کارشناسان استفاده کنیم. متاسفانه، حداقل در بورس، اثبات کرده‌ایم که تعهد برای ما از تخصص اهمیت بیشتری دارد و این رویکرد برای بهبود وضعیت اقتصادی کشور باید تغییر کند.

# سال طلا

## چرا طلا رشد کرد و تا ۵ سال آینده به چه قیمتی خواهد رسید؟

طلا در یک سال گذشته هم در بازار داخلی و هم در سطح جهانی یکی از درخشان‌ترین دارایی‌های سرمایه‌گذاری بود. افزایش تورم، نوسانات ارزی و تحولات ژئوپلیتیک باعث شد بهای طلا به‌عنوان مطمئن‌ترین پناهگاه سرمایه‌گذاران بیش از پیش رشد کند. بررسی‌ها نشان می‌دهد که بازده طلا در یک سال اخیر از بسیاری از بازارهای موازی پیشی گرفته و همین موضوع، نگاه‌ها را دوباره به سمت این فلز زرد جلب کرده است.

در این شماره، و در بخش «بازارها» تمرکز ویژه‌ای بر تحلیل و آینده‌نگری در بازار طلا داریم. گزارشی جامع به بررسی رشد قیمت طلا در بازار داخلی و تغییرات قیمت جهانی آن پرداخته و نشان می‌دهد که چرا سرمایه‌گذاران کوچک و بزرگ همچنان طلا را در بخشی از پرتفوی خود نگه می‌دارند. بخش جذاب این گزارش، جدولی است که برآورد قیمت جهانی طلا را برای ۵ سال آینده ارائه می‌کند؛ پیش‌بینی‌ای که سناریوهای متفاوتی را پیش‌روی مخاطبان قرار می‌دهد.

البته طلا تنها بازیگر این میدان نیست. در کنار این پرونده، بازده بازارهای مختلف با یکدیگر مقایسه شده تا تصویر روشنی از رقابت دارایی‌ها به دست آید. همچنین عملکرد صندوق‌های سهامی، صندوق‌های اهرمی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر طلا بررسی شده است؛ مقایسه‌ای که به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند جایگاه طلا را در برابر سایر ابزارهای مالی بهتر درک کنند.

بخش «بازارها» در این شماره، بیش از هر زمان دیگر بر طلا تمرکز کرده است؛ دارایی‌ای که گذشته‌ای درخشان و آینده‌ای پر از پرسش دارد. آیا طلا همچنان مسیر صعودی خود را ادامه خواهد داد یا در برابر تغییرات اقتصادی جهانی متوقف می‌شود؟ پاسخ این پرسش را در صفحات پیش‌رو خواهید یافت.





# پاییز پر التهاب

## سناریوهای پیش روی سرمایه‌گذاران در پاییز ۱۴۰۴ از نگاه جواد عشقی نژاد



فرخنده رفائی
روزنامه‌نگار

اقتصاد ایران در پاییز ۱۴۰۴، در حالی با چالش‌های پیچیده داخلی و خارجی دست و پنجه نرم می‌کند که سایه سنگین تنش‌های ژئوپلیتیک و فعال شدن دوباره مکانیسم ماشه، بر سرنوشت بازارهای مالی و معیشت مردم افتاده است. در چنین شرایط پرابهامی، نگاه جامعه سرمایه‌گذاری و فعالان اقتصادی به تحلیل‌های دقیق و بی‌طرفانه کارشناسانی دوخته شده که می‌توانند نقشه راهی برای عبور از این پیچ خطرناک ترسیم کنند. جواد عشقی‌نژاد، کارشناس بازار سرمایه، درگفت‌وگویی با ماهنامه بازار و سرمایه، سناریوهای پیش‌روی سرمایه‌گذاران در پاییز امسال را بررسی کرد. او تاکید می‌کند پاییز امسال با وجود فرصت‌هایی که در بازار وجود دارد، فصل تمرکز بر مدیریت ریسک و انتخاب دارایی‌های پایدار است.

**■ با توجه به پایان جنگ ۱۲ روزه ایران و اسرائیل و احتمال آغاز مجدد درگیری‌ها، ارزیابی شما از ریسک‌های ژئوپلیتیک در پاییز چیست؟**

ریسک اصلی در این شرایط، احتمال از سرگیری درگیری مستقیم یا نیابتی بین ایران و اسرائیل است. این سناریو می‌تواند فشار تحریم‌ها و سطح نااطمینانی سیاسی را به شکل قابل توجهی افزایش دهد. از همین رو، توجه همه سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی به تحولات سیاسی به ویژه مذاکره با آژانس بین‌المللی انرژی اتمی و تصمیمات احتمالی شورای امنیت سازمان ملل، معطوف شده است.

علاوه بر ریسک اصلی، ریسک‌های جانبی نیز قابل توجه‌اند. کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی، سخت‌تر شدن تبادلات مالی و افزایش هزینه‌های بیمه و حمل‌ونقل، از جمله پیامدهای محتمل این وضعیت هستند. به همین دلیل، فعالان بازار اغلب به دنبال راهکارهایی برای مدیریت و پوشش ریسک خود خواهند بود.

در مجموع می‌توان گفت که پاییز ۱۴۰۴ از نظر ژئوپلیتیک پرتنش ارزیابی می‌شود و رویکرد بازارها عمدتا به سمت احتیاط، ارزیابی دقیق ریسک‌ها و اتخاذ استراتژی‌های محافظه‌کارانه خواهد بود.

**■ فعال شدن مکانیسم ماشه چه اثری بر اقتصاد و بازارهای مالی ایران خواهد داشت؟**

اجرای مکانیسم ماشه به معنای بازگشت خودکار تحریم‌های سازمان ملل است؛ اتفاقی که می‌تواند اقتصاد ایران را وارد مرحله تازه ای از انزوای مالی کند. در این سناریو، محدودیت‌های صادراتی به‌ویژه در حوزه نفت و فرآورده‌های نفتی دوباره شدت می‌گیرد و دسترسی کشور به منابع ارزی سخت‌تر خواهد شد. علاوه بر این، مبادلات بانکی و تجاری با بسیاری از کشورها دشوار یا حتی غیرممکن می‌شود.

در چنین شرایطی، اثر فوری در بازار داخل، جهش نرخ ارز و تشدید فشارهای تورمی خواهد بود که معیشت خانوار و هزینه‌های تولید را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از منظر بازار سرمایه نیز باید انتظار داشت بخشی از سرمایه‌گذاران با احساس نااطمینانی، سرمایه خود را از بورس خارج کرده و به سمت دارایی‌های امن‌تر نظیر طلا، ارز و ملک حرکت کنند. در مجموع می‌توان گفت فعال شدن این مکانیسم، فضای اقتصادی کشور را با ریسک‌های جدی‌تری روبه‌رو می‌کند و بازار سرمایه نیز به دلیل حساسیت بالا به تحولات سیاسی، واکنشی منفی و قابل‌توجه نشان خواهد داد.

**■ چشم‌انداز کلی بازار سرمایه در پاییز را چگونه می‌بینید؟**

انتظار می‌رود بازار سرمایه در فصل پاییز روند نوسانی داشته باشد و به شدت تحت‌تأثیر اخبار سیاسی قرار بگیرد. در صورتی که تحریم‌ها شدت پیدا کند، احتمال خروج بخشی از نقدینگی از بازار سهام وجود دارد. با این حال باید توجه داشت که درشرایط کنونی سهام بسیاری از شرکت‌های بورس در زمره ارزنده‌ترین دارایی‌های قابل سرمایه‌گذاری قرار دارند. بنابراین اگر فضای عمومی کشور به سمت ثبات و اطمینان نسبی حرکت کند، جذابیت بازار به‌طور چشمگیری افزایش خواهد یافت و می‌تواند باعث ورود سرمایه‌های جدید شود.

**■ کدام صنایع بورس بیشترین تأثیر را از تحولات سیاسی (جنگ، تحریم، انرژی) خواهند گرفت؟**

به طور کلی صنایع صادرات‌محور مثل پتروشیمی‌ها و فلزات اساسی بیشترین تأثیر را از تحولات سیاسی می‌پذیرند. این صنایع اگرچه ممکن است در شرایط افزایش نرخ ارز بتوانند بخشی از فشارها را جبران کنند، اما در طرف مقابل با محدودیت‌های صادراتی مواجه‌اند که اجازه رشد پایدار را نمی‌دهد. بنابراین آینده این گروه‌ها به شدت وابسته به گشایش‌های سیاسی و اقتصادی است و فعالان بازار هم چشم‌انتظار اخبار مثبت در این زمینه هستند.

**■ آیا در شرایط نامطمئن سیاسی، سرمایه‌گذاران به سمت صنایع کم‌ریسک مثل داروسازی و صنایع غذایی متمایل می‌شوند؟**

بله، تجربه نشان داده که در شرایط نامطمئن سیاسی، سرمایه‌گذاران معمولا به سمت صنایع کم‌ریسک‌تر حرکت می‌کنند. صنایع پایدار مانند داروسازی، غذایی و خدماتی، به دلیل ماهیت محافظه‌کارانه و پایدار درآمدشان، گزینه‌های جذابی برای «پول هوشمند» محسوب می‌شوند، حتی اگر بازده آن‌ها در مقایسه با صنایع دلاری و صادرات‌محور کمتر باشد.

با این حال، اگر ریسک‌های سیاسی کاهش یابد و فضای اقتصادی و سیاسی کشور کمی شفاف‌تر شود، جذابیت کلی بازار افزایش پیدا می‌کند و به همین دلیل ممکن است نیاز به خروج از برخی سهام کم‌ریسک کمتر شود و سرمایه‌گذاران فرصت‌های رشد در صنایع دیگر را نیز جستجو کنند.

**■ با توجه به نوسانات سیاسی و احتمال تحریم‌های جدید، آینده بازارهای ارز، طلا و سکه را در پاییز چطور پیش‌بینی می‌کنید؟**

فعال شدن مکانیسم ماشه می‌تواند آثار روانی بر بازارها داشته باشد و در صورت عدم توافق و اجرای کامل آن، اقتصاد ایران وارد فاز رکود تورمی سنگین‌تری خواهد شد. با این‌حال تحلیل‌ها نشان می‌دهد که نوسانات بازار ارز درکشور بیشتر ناشی از انتظارات و نگرانی‌های سیاسی است تا تغییرات

واقعی در عرضه و تقاضا. اما در شـرایط جاری سیاسی و اقتصادی کشـور، طلا و سـکه همچنـان به عنوان امن‌ترین پناهگاه سرمایه عمل می‌کنند. این دارایی‌ها از دو مسـیر عمده رشد می‌کنند. نخست افزایش نرخ ارز داخلی که قدرت خرید ریالی طلا و سـکه را تقویت می‌کند و دوم قیمت جهانی طلا که در دوره‌های بحران و نوسانات سیاسی معمولا افزایش می‌یابد. به همین دلیل، حتی در شرایط جنگ و تحریم، طلا و سکه نقش کلیـدی در حفظ ارزش سـرمایه‌ها دارند و اغلب مورد توجه سرمایه‌گذاران محافظه‌کار هستند.

**■ بـازار مسـکن در پاییـز تحت تأثیـر تورم و تحریم‌ها چه وضعیتی خواهد داشـت؟ رکود بیشتر یا جهش قیمت؟**

بازار مسـکن در پاییز با چالش‌های خاص خود مواجه اسـت. سـمت تقاضا به دلیل کاهش قـدرت خرید خانوارهـا و افزایـش هزینه‌های سـاخت و مصالح، همچنـان در پایین‌ترین حد مورد انتظـار قرار دارد و بنابرایـن انتظار جهـش ناگهانی قیمـت دور از ذهن اسـت. در واقع، تورم بالا و محدودیت‌های اقتصادی بیشـتر موجب رکود در بازار مسـکن می‌شود تا رشد شـدید قیمت‌ها، هرچند مناطق خاصی ممکن است استثنا باشند.

**■ آیا اوراق دولتی و سپرده‌های بانکی در پاییز به‌عنـوان گزینـه‌ای مطمئن‌تر از بـورس عمل می‌کنند؟**

اوراق دولتی و سـپرده‌های بانکی به عنوان گزینه‌های کم‌ریسـک‌تر، نسبت به بورس جذابیت بیشتری پیدا می‌کنند. در شـرایط نوسـانات شـدید و نااطمینانی سیاسی، سـرمایه‌گذاران تمایل دارند بخشی از منابع خود را به سمت این ابزارها منتقل کنند تا ریسک‌های ناشی از افت قیمت سهام و نوسانات بازار را پوشش دهنـد. بنابرایـن پاییز، با وجـود فرصت‌هایی که در بازار سهام وجود دارد، فصل تمرکز بر مدیریت ریسک و انتخـاب دارایی‌هـای پایـدار برای سـرمایه‌گذاری خواهد بود.

**■ اگـر یک سـرمایه‌گذار خـرد در پاییـز ۱۴۰۴ بخواهد بین بورس، ارز، طلا، مسـکن یا اوراق بدهی یکی را انتخاب کند، شما کدام را پیشنهاد می‌کنیـد؟ توصیه می‌کنید سـرمایه‌گذاران در این شرایط پرریسـک چه میزان نقدینگی آزاد نگه دارند؟**

در شـرایط پرریسک پاییز ۱۴۰۴، سـرمایه‌گذاری باید بـر اسـاس سـناریوهای مختلـف و احتمـال وقوع رویدادهای کلان اقتصادی و سیاسـی، به ویژه فعال شـدن مکانیسم ماشه، طراحی شـود. معیار اصلی در تعیین وزن سـرمایه‌گذاری در هر بازار، ارزیابی احتمال تحقق این سناریوها است.

به طـور خلاصه، اگر احتمال فعال شـدن مکانیسـم ماشـه و تشـدید تحریم‌ها بالا باشـد، تمرکز سرمایه بیشتر باید روی دارایی‌های امن مانند طلا و ارز باشد. در مقابـل، اگـر این احتمـال کاهش یابـد و فضای سیاسـی و اقتصادی کمی شـفاف‌تر شـود، می‌توان درصد سـرمایه‌گذاری در بـورس، اوراق دولتی و حتی سـپرده‌های بانکی را افزایش داد. به این ترتیب، سبد سرمایه‌گذاری سـرمایه‌گذار باید انعطاف‌پذیر باشد و قابلیت تغییر وزن هر یک از بازارها با توجه به تحولات جدید را داشته باشد.

درکنـار انتخـاب بـازار، توجه به اصل نقدشـوندگی و پرهیـز از دارایی‌هـای متورم اهمیت زیـادی دارد. نگهداری بخشـی از سرمایه به شکل نقدینگی آزاد به سرمایه‌گذار امکان می‌دهد در فرصت‌های پیش‌بینی نشـده، سـریع عمل کند و ریسـک‌ها را بـه حداقل برسـاند. بنابرایـن، مدیریت ریسـک و تعـادل بین دارایی‌های کم‌ریسـک و پرریسـک، همراه با تمرکز بر نقدشـوندگی، کلید موفقیت در ایـن دوره پرچالش بازار سرمایه است.

# طلای آب‌شده؛ قهرمان جنگ تورمی

## وقتی مردم و بازارها در جدال با تورم به‌دنبال طلا می‌روند

**گروه گزارش:** افزایش تورم پس‌انداز خانوار را تضعیف کرده و خانواده‌ها را به آزمونی سـخت فراخوانده اسـت. پول‌نقدنگـه دارند یا دنبـال دارایی بروند که در برابـر تورم تاب بیاورد؟ پاسـخ جمعی ایران در سـال‌های اخیر، «طلا» بوده، اما چرا؟ و آیا «طلایی شـدن» اقتصاد، صرفاً نتیجه تورم بود یا شعله‌هایی سیاسی هم آن را شعله‌ور کردند؟

آمارها نشـان می‌دهـد طلا بزرگ‌ترین برنده در میـان بازارها و پیروز میدان جنگ با تورم در یک سـال گذشته بوده است. درنیمه نخست سال جاری هم همچنان حجم تقاضا برای خرید طلا به دلیل تحولات سیاسـی بالا بوده و حتی افزایش هم یافته اسـت با این تفاوت که مدل سـرمایه گذاری مردم در طلا تغییر کرده و عمدتا به سـمت طلای آب شـده حرکت کرده است. آن طورکه آمارها نشان می‌دهد در بازه یک‌ساله (شهریور پارسال تا شهریور امسال)، طلای آب شده (مثقال/هر گرم طلای ۱۸ عیار) با رشد حدود ۱۵۳ درصدی بیشـترین رشد را در میان همه بازارها داشته است. سکه و ارزهای خارجی نظیر یورو و دلار هم رشـدهای قابل‌توجهی داشتند در مقابل، بورس و مسـکن از معیار ۴۴ درصدی تورم عقب ماندند و در واقع از تورم شکسـت خوردند. نکته مهم تر اما این اسـت که در یک دوره ۶ ماهه یعنی نیمه نخست امسـال بسیاری از دارایی‌های داخلی نتوانستند همپای تورم شش‌ماهه حرکت کنند یعنی حفاظت ارزش در کوتاه‌مدت دشوار شد و طلا هم در برابر تورم کم آورد.

### طلا چگونه در صدر قرار گرفت؟

رشـد قیمت طلا در بلند مدت ریشـه در ترکیب «افزایش اونس جهانی» و «تضعیف پول ملی / افزایش نرخ ارز» دارد. رویدادهای جاری نشـان می‌دهد که طلا در یک سـال گذشته به شدت تحت تاثیر هر دو عامل قرار گرفته است.

اما در ابعاد کوتاه مدت نیز بازار طلا تحت فشار بود. اقتصاد ایران همیشه به شوک‌های سیاسی حساس بوده اسـت. سـالی که گذشـت، یک عامل بیرونی تازه هم به معادلات بلند مدت بازار اضافه شد و آن افزایش ریسک‌های سیاسی بود. جنگ ۱۲ روزه نقطه اوج این تحولات سیاسی بود و طلا را در کانون توجه قرارداد.حتی بازارهای بین المللی هم به این رویداد واکنش نشـان دادند، در ایران اما بحث پیچیده‌تر از یک نوسـان جهانی بود. همزمان با اخبار نظامی ـ امنیتی، انتظارات تورمی و نگرانی از اختلال در صادرات یا تنگ‌تر شدن روابط بانکی بین‌المللی نیز اوج گرفت. این مجموعه دوگانه (نااطمینانی سیاسی به علاوه تورم داخلی) موتور قدرتمندی برای حرکت پول به سـمت طلای فیزیکی و شـمش شـد. گزارش‌هایی از افزایش تقاضا برای طلا و خرید جواهرات به‌عنوان «سـرمایه» در فصل پس از جنگ نشان داد که بخش قابل‌توجهی از تقاضا در داخل کشـور ریشـه حفاظتی در برابر تورم داشته اسـت. این نکته را نمی‌توان نادیده گرفت که وقتی امنیت روانی معامله‌گر یا خانم خانه متزلزل شود، او دنبال چیزی می‌گردد که هم ملموس و هم به صورت تاریخی قابل‌اعتماد باشد.

### چرا طلای آب شده پرطرفدار شد؟

یکـی از مهم‌ترین تغییرات سـاختاری که از آمار بیرون می‌آید، تغییـری در «واحد خرید» خانوارهای خرد است. سکه‌هایی مانند نیم و ربع در نیمه نخست امسال افت بازده چشمگیری داشتند؛ همزمان اما طلای آب‌شـده (مثقال و هر گرم طلای ۱۸ عیار) سهم بیشـتری از تقاضای بازار را گرفت. این رویداد می‌تواند ۲ دلیل داشته باشد. اول، سطح قیمت‌ها آن‌قدر بالا رفته که سکه‌های کامل از دسترس بسیاری از خریداران خارج شـده و دوم، طلای آب‌شـده قابلیت نقدشوندگی و کوچک سازی بیشـتری دارد. اگر قرار باشد از پس‌اندازی کوچک محافظت کنی، چند گرم طلا منطقی‌تر از یک نیم‌سکه است.

این تحول فقط یک رقم اقتصادی نیسـت؛ داسـتان آدم‌هایی اسـت که دیگـر نمی‌توانند به خرید یک سـکه کامل فکر کنند و ترجیح می‌دهند با ذخیره چند گرم طلا به‌صورت گام‌به‌گام از افت ارزش پول خود محافظـت کنند. در ایـن معنا، بازار «طلا» در ایران نه فقط راجع به قیمت که راجع به دسترسـی و روان خرید جامعه اسـت. اما در عین حال برخی گزارش‌های صنفی هم می‌گویند تقاضا به‌طورکلی تحت فشار رکود و کاهش قدرت خرید، در بعضی مقاطع افت کرده است. یعنی موج تقاضا پیچیده و دووجهی است افزایش تقاضای حفاظتی از یک سو و کاهش تقاضای مصرفی از سوی دیگر درحال تعیین معادلات بازار هسـتند. با این حال مقایسـه بازده ربع سکه و نیم سکه در دوره یک ساله (شـهریور پارسال تا شهریور

امسال) و نیمه نخست امسال تا حدود زیادی تایید می‌کند که بازار به سمت طلای آب شده حرکت کرده است.

میزان رشد نیم سکه در دوره یک ساله ۱۲۴ درصد و ربع سکه ۱۰۶ درصد بوده است در حالی که نیم سکه در نیمه نخست امسال با افت ۹ درصدی مواجه شده و ربع سکه هم فقط ۲ درصد رشد کرده است اما طلای آب شده همچنان رشدش بیش از تورم ۶ ماهه امسال بوده است.

به نظر می‌رسد تقاضای خرید طلا (آب‌شده) و سکه تحت تأثیر قدرت خرید خانوار قرار گرفته است. در مقاطعی مردم به‌جای سکه‌های گران، طلای آب‌شده می‌خرند چون کم‌خرج‌تر است و خردپذیرتر است.

## چرا دلار آرام گرفت؟

قیمت دلار از شهریور پارسال تا شهریور امسال (رشد نقطه به نقطه) حدود ۷۸ درصد رشد کرد و از ۶۰ هزار تومان به محدوده ۱۰۵ هزار تومان رسید، یورو اما با ۸۷ درصد رشد، افزایش بیشتری داشت و در نیمه نخست امسال هم، میزان رشد یورو با ۱۵ درصد بیشتر از رشد ۷ درصدی دلار بود.

اختلاف رشد بین یورو و دلار ممکن است منعکس‌کننده نوسانات نرخ‌های مبادله‌ی جهانی و سیاست‌های پولی بین‌المللی باشد اما به طور کل به نظر می‌رسد رشد نکردن قیمت دلار به ویژه در نیمه نخست امسال، از یک طرف ناشی از اجرای سیاست‌های انقباضی از سوی بانک مرکزی و بالا نگه داشتن نرخ بهره بوده است و از طرف دیگر افزایش عرضه‌ها از سوی بانک مرکزی در بازار منجر به کنترل قیمت دلار شده است.

به بیان دیگر روند آرام‌تر رشد دلار در شش ماهه اخیر می‌تواند نشان بدهد که یا عرضه منابع ارزی بیشتر شده یا تقاضا به سمت سایر دارایی‌ها مانند طلا متمایل شده است. ضمن اینکه در این مدت شاخص جهانی دلار هم تضعیف شده است.

این موضوع یک پیام برای سرمایه‌گذاران دارد و آن این است که دلار در مقایسه با طلا، بازده کمتری تولید کرده است و این می‌تواند نشانه آن باشد که ماه‌ها و سال‌های پیش رو همچنان سال‌های طلایی خواهد بود این می‌تواند حتی اقتصادی ایران را طلا محورتر از قبل کند.

## سنجش پیروزی یا شکست

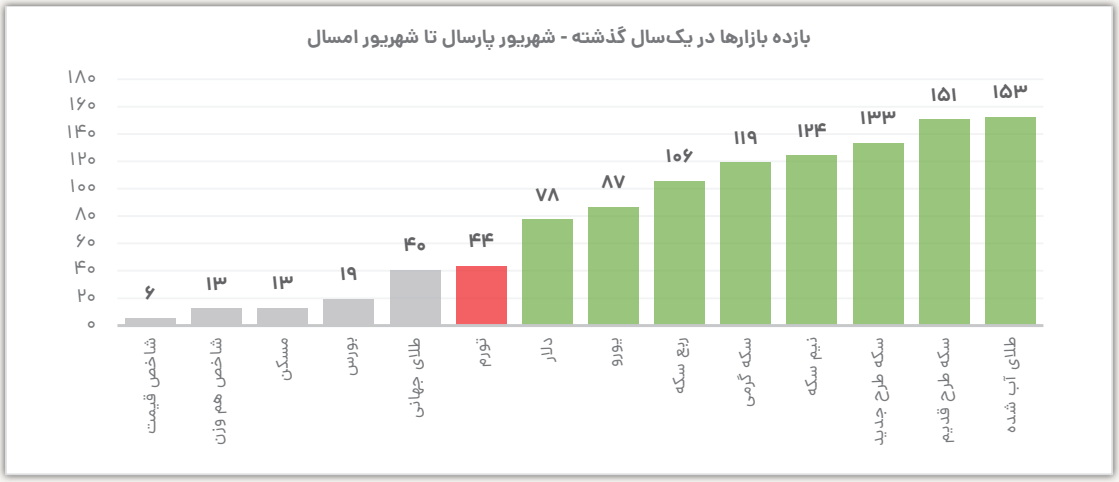
**طبق آمارهای موجود، در این سال‌های تلخ تورمی، «طلا» پیروز بازی حفظ قدرت خرید شد. وقتی می‌گوییم «این دارایی پیروز شد» منظور این است که بازده آن بیشتر از تورم بوده است. هر دارایی که نتواند از تورم ۴۴ درصد در یک‌سال(نقطه به نقطه) عبور کند، عملاً قدرت خرید پس‌انداز صاحبش را کاهش داده است.**

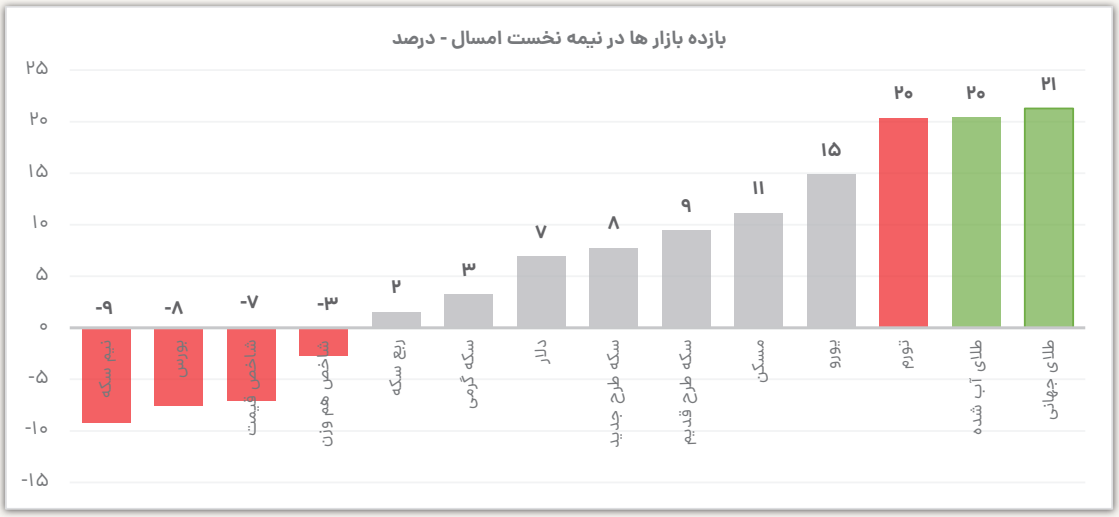
**اما پیروزی طلا، صرفاً یک رقم مثبت نیست؛ نشانه اضطراب جمعی، بی‌اعتمادی به سیاست‌های اقتصادی و واکنش طبیعی مردم به تهدید امنیتی و اقتصادی است. جنگ ۱۲روزه، مانند آینه‌ای بود که اضطراب جمعی را بازتاب داد و شتاب تقاضا برای دارایی‌های امن را تشدید کرد.**

**خرید طلا برای خانواده‌های ایرانی درعین حال همراه با هزینه‌های روانی و عملی یعنی هزینه فروش، نگهداری، ریسک تقلب، و در نهایت ریسک قیمت در کوتاه‌مدت است.**

**به طور خلاصه می‌توان گفت طلا پیروز یک‌سال سخت تورمی شد، اما این پیروزی نه نشانه سلامت اقتصاد، که فریادی است برای اصلاح سیاست‌ها و اگر سیاست‌گذاران بی‌عمل بمانند، سال آینده هم ممکن است «طلایی» بماند، اما برای مردم معنی خوشی نخواهد داشت.**

**به طور کل روایت این پیروزی، خطی و تکنیکی نیست؛ پر از لحظه‌های انسانی است. مادری که به جای یک نیم‌سکه، چند گرم طلای آب‌شده می‌خرد تا برای بچه‌اش ذخیره کند، و معامله‌گری که وقتی جنگ شعله‌ور شد، پولش را از بورس بیرون کشید و به شمش تبدیل کرد. این‌ها تصاویری است که پشت ارقام می‌بینیم.**



# اونس جهانی در جاده یک‌طرفه



حبیب علیزاده
روزنامه‌نگار

«طلا به عقب باز نخواهد گشت». این جمله طلایی را باید به خاطر سپرد چرا که از روندی جهانی حکایت می‌کند. بسیاری از تحلیلگران اقتصادی و معامله‌گران بازار کامودیتی بر این باورند که طلا وارد جاده‌ای یک‌طرفه شده و بدون در نظر گرفتن نوسان‌های کوتاه‌مدت، روند آن صعودی است. این فلز گرانبها برای هزاره‌ها نماد ثروت، قدرت و زیبایی بوده است و امروز به عنوان یکی از ابزارهای مهم سرمایه‌گذاری مورد توجه است. بررسی‌ها نشان می‌دهد که در طول تاریخ بشر، حدود ۲۱۶ هزار و ۲۶۵ تن طلا استخراج شده که دوسوم آن از سال ۱۹۵۰ انجام شده است. در پایان سال ۲۰۲۴ از این مقدار طلا حدود ۴۵ درصد در صنعت طلا و جواهر، ۲۲ درصد به صورت شمش و سکه و ۱۷ درصد در اختیار بانک‌های مرکزی جهان بوده و ۱۶ درصد نیز به سایر مصارف اختصاص داشته است.

## گام‌های توقف‌ناپذیر

از سه ماه چهارم ۲۰۲۲ قیمت طلا از محدوده ۱۶۵۰ دلار روند صعودی قابل توجهی را طی کرده و امروز به سطح ۳۶۵۰ دلار رسیده است. این به معنای رشد ۲ هزار دلاری فقط در طول سه سال است. نیمی از این رشد مربوط به سال ۲۰۲۵ بوده است. این فلز گرانبها سال ۲۰۲۵ را با قیمت ۲۶۶۰ دلار آغاز کرده بود.

برای درک میزان تغییرات قیمت طلا جدول زیر نشان‌دهنده میانگین قیمت هر اونس طلا در برخی سال‌ها (از ۱۸۴۰ تا ۲۰۲۵) است.

**جدول شماره ۱ - میانگین قیمت هر اونس طلا در برخی سال‌ها**

| سال | میانگین قیمت به دلار |
|---|---|
| ۱۸۴۰ | ۱۹ |
| ۱۹۴۵ | ۳۵ |
| ۱۹۷۲ | ۵۸ |
| ۱۹۷۵ | ۱۶۱ |
| ۱۹۷۹ | ۳۰۶ |
| ۱۹۸۰ | ۶۱۵ |
| ۲۰۱۰ | ۱۲۲۴ |
| ۲۰۲۰ | ۱۷۷۳ |
| ۲۰۲۲ | ۱۸۰۲ |
| ۲۰۲۳ | ۱۹۳۵ |
| ۲۰۲۴ | ۲۳۲۰ |
| ۲۰۲۵ (۹ ماه اول) | ۳۱۵۰ |

## بازیگران میدان طلا

روند حرکت طلا در نهمین ماه از سال ۲۰۲۵ نشان می‌دهد که این کامودیتی ارزشمند و استراتژیک، تمایلی به توقف یا عقب‌نشینی ندارد. عوامل متعددی به رشد قیمت طلا کمک می‌کنند که از مهم‌ترین آنها می‌توان به کاهش نرخ‌های بهره فدرال رزرو (بانک مرکزی آمریکا)، تقاضای بالای بانک‌های مرکزی، تنش‌های ژئوپلیتیک، جنگ تعرفه‌ای و ضعف اقتصاد جهانی اشاره کرد.

## مشکلی به نام ترامپ

دونالد ترامپ از زمان ورود دوباره به کاخ سفید اقدامات زیادی انجام داده که به تعبیر بسیاری از کارشناسان، اقتصاد جهان را به لرزه درآورده و بی‌ثباتی را افزایش داده است. در حوزه بین‌الملل، افزایش یکجانبه تعرفه‌های واردات کالا به آمریکا و اقدام متقابل برخی کشورها (به ویژه چین)، دنیا را به سوی یک جنگ تجاری تمام‌عیار کشانده است. در چنین شرایطی پیش‌بینی می‌شود که حجم تجارت جهانی در سال‌های ۲۰۲۵ و ۲۰۲۶ با کاهش قابل توجهی مواجه شود. ترامپ در داخل آمریکا نیز دست به اقداماتی زده که از مهم‌ترین آنها، سرشاخ شدن با رئیس بانک مرکزی این کشور بوده است. جروم پاول، رئیس فدرال رزرو با وجود فشارهای دولت ترامپ تاکنون از کاهش نرخ‌های بهره در سال ۲۰۲۵ (تا میانه سپتامبر) خودداری کرده است. برنامه او، حفظ ارزش دلار و جلوگیری از افزایش تورم بوده است. اما رئیس جمهور آمریکا تاکید دارد که کاهش نرخ‌های بهره به افزایش فعالیت‌های اقتصادی کمک می‌کند، بنابراین فدرال رزرو باید هر چه سریعتر دست به کار شود و نرخ بهره را کاهش دهد. مخالفان ترامپ او را به حمایت از ثروتمندان از طریق تصویب قوانین خاص متهم می‌کنند. عملکرد رئیس جمهور آمریکا نشان می‌دهد که آنها حق دارند.

به طور طبیعی با کاهش نرخ بهره فدرال رزرو، ارزش دلار تضعیف می‌شود و کامودیتی‌ها برای دارندگان ارزهای دیگر ارزانتر می‌شوند. در این بین، طلا جایگاه ویژه‌ای دارد چرا که دلار ضعیف‌تر به افزایش تورم منجر می‌شود و در چنین شرایطی، طلا بهترین دارایی است که با افزایش تقاضا و قیمت روبه‌رو می‌شود.

## اشتهای سیری‌ناپذیر

سال‌هاست بانک‌های مرکزی جهان به دلیل بحران‌های مالی، ابهام و بی‌ثباتی اقتصادی به خرید گسترده طلا روی آورده‌اند. آنها طلا را یک دارایی امن و حتی بهتر از دلار آمریکا می‌دانند. در سال جاری خرید طلای بانک‌های مرکزی به رکوردهای بالایی دست یافته و در این میان، بانک مرکزی لهستان پیشتاز بوده است. برخی بانک‌های مرکزی (چین به طور ویژه) در کنار دلایل اقتصادی، اهداف سیاسی نیز برای خرید طلا دارند. بانک مرکزی چین با هدف کاهش سهم دلار در سبد دارایی‌ها اقدام به خرید گسترده طلا کرده است. آمارها نشان می‌دهند که از نوامبر ۲۰۲۴ روند خرید طلای چین همواره صعودی بوده است.

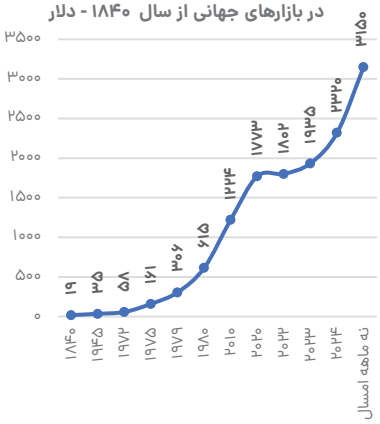
افزایش ذخایر طلای بانک‌های مرکزی جهان تاثیر مستقیمی بر بازار این فلز گرانبها دارد. این اقدام به افزایش قیمت طلا منجر می‌شود و حتی بر نوع استفاده از ارزهای جهان نیز تاثیر می‌گذارد. طلا به عنوان یک سرمایه‌گذاری بلندمدت، به سرعت حجم بزرگی از ذخایر بانک‌های مرکزی را به خود اختصاص داده و حتی در برخی موارد، از ذخایر یورویی بانک‌های مرکزی پیشی گرفته است. بر این اساس، تقاضای بانک‌های مرکزی به طور مستقیم قیمت طلا را تحت تاثیر قرار می‌دهد. اعتقاد بر این است که ادامه این روند می‌تواند به تغییر سیستم پولی جهان و تقویت حاکمیت اقتصادی کشورها منجر شود. بر پایه آخرین داده‌ها، نزدیک به ۸۵ درصد بانک‌های مرکزی جهان روند افزایش ذخیره طلا را در پیش گرفته‌اند. امروز، حدود ۲۰ درصد از کل ذخایر بانک‌های مرکزی جهان به طلا اختصاص دارد. عصبانیت دولتمردان آمریکایی از این اقدام که به تضعیف جایگاه دلار در سیستم مالی و پولی جهان منجر می‌شود، در همین راستا قابل درک است.

## جهان پرآشوب

جنگ روسیه علیه اوکراین و تهدید مداوم اروپا، حملات اسراییل به ایران، لبنان، یمن و تهدید کشورهای منطقه، بی‌ثباتی در سوریه، افزایش تهدیدات چین علیه تایوان، تنش در آمریکای جنوبی و... نشان می‌دهند که جهان در دوره پرآشوبی به سر می‌برد. در چنین شرایطی، هر سرمایه‌گذاری به دنبال مکانی امن برای دارایی‌های خود است و چه چیز بهتر از طلا می‌تواند همچون سپری محکم از دارایی‌ها حفاظت کند؟ به بیان ساده‌تر، در جهانی که تنش‌های ژئوپلیتیکی در حال گسترش است و هر لحظه ممکن است بحران اقتصادی تازه‌ای رخ دهد، طلا ثابت کرده که یک تکیه‌گاه مطمئن است. این نکته‌ای است که علاوه بر بانک‌های مرکزی، سرمایه‌گذاران کوچک و بزرگ نیز از آن آگاه هستند. در شرایط بحرانی (سیاسی یا اقتصادی) حتی ارز قدرتمندی همچون دلار نیز دچار تزلزل می‌شود، بنابراین قابل اتکا نیست.

تشدید تنش‌های ژئوپلیتیک همواره یکی از دلایل اصلی افزایش قیمت طلا بوده است.

میانگین قیمت هر اونس طلا
در بازارهای جهانی از سال ۱۸۴۰ - دلار




## بزرگترین خریدار

در سال ۲۰۲۵ کشور لهستان بزرگترین خریدار طلا در جهان بوده است. در سه ماه نخست امسال لهستان نزدیک به ۵۰ تن طلا خریداری کرد که بیشتر از کل خرید کشور چین در سال ۲۰۲۴ بود. دلایل این اقدام؟ تورم در این کشور کاهش نمی‌یابد، وضعیت اوکراین همچنان متشنج است، لهستان نیاز به حمایت از اقتصاد خود دارد. خریداران دیگر نیز به دلایل کمابیش مشابهی اقدام به خرید طلا در سطح گسترده کرده‌اند.

## سیاست‌های پولی

حجم بالای ذخایر طلا فضای بیشتری برای برنامه‌ریزی، سیاست‌گذاری و عمل به بانک‌های مرکزی می‌دهد. وقتی کشوری از ذخایر بالای طلا برخوردار است، می‌تواند بدون نگرانی زیاد درباره واکنش بازارهای مالی بین‌المللی یا ارزش پولش نسبت به دیگر ارزها، سیاست پولی خود را تنظیم کند. این وضعیت، نوعی امنیت اضافی به شمار می‌رود و به بانک‌های مرکزی کمک می‌کند تا تورم را بهتر مدیریت کنند و در صورت وقوع رکود اقتصادی، با توان بیشتری از اقتصادشان حمایت کنند.

## پیش‌بینی‌ها چه می‌گویند؟

پیش‌بینی آینده طلا همچون هر کامودیتی دیگری یکی از کارهای جذاب و در عین حال، دشوار تحلیلگران و کارشناسان است. در حال حاضر تقریبا همه کارشناسان به تداوم روند صعودی قیمت طلا باور دارند اما کمتر کسی تصور می‌کرد که قیمت طلا در روند صعودی کنونی قرار گیرد.

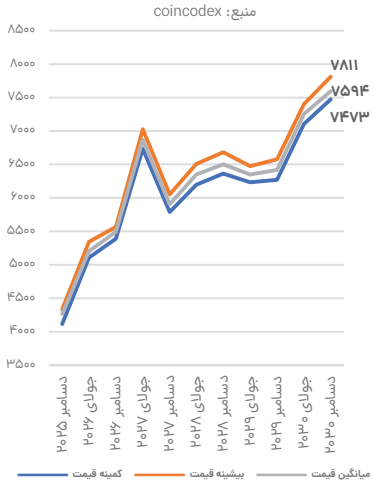
سال گذشته بانک‌های مشهوری همچون گلدمن

ساکس، سیتی‌گروپ، کامرزبنک و جی‌پی‌مورگان چیس پیش‌بینی خود از قیمت طلا در سال ۲۰۲۵ و پس از آن را ارائه کردند. در ابتدا بیشتر پیش‌بینی‌ها از ثابت ماندن یا تغییر اندک قیمت‌ها در فاصله بین ۲۰۲۴ تا ۲۰۲۶ در محدوده ۲۵۰۰ دلار در هر اونس حکایت می‌کردند اما قیمت‌های کنونی نشان می‌دهند که آن برآوردها نادرست بوده است.

در اینجا بد نیست یادی کنیم از لاری ادلسون، تحلیلگر بازار طلا که در سال ۲۰۱۶ (پیش از مرگش) پیش‌بینی کرده بود قیمت طلا تا سال ۲۰۲۵ از مرز ۲۵۰۰ دلار عبور خواهد کرد. در سال ۲۰۱۶ قیمت هر اونس طلا در محدوده ۱۱۰۰ تا ۱۳۵۰ دلار در نوسان بود. قیمت طلا در سپتامبر ۲۰۲۴ مرز ۲۵۰۰ دلار را پشت سر گذاشت. او در بخش دیگری از پیش‌بینی خود از تداوم روند صعودی طلا و ثبت رکورد ۵۰۰۰ دلار تا قبل از سال ۲۰۳۰ خبر داده بود. با توجه به تحقق پیش‌بینی اولیه و مصائب و مشکلاتی که جهان را تهدید می‌کنند، احتمال رسیدن به این رکورد دور از ذهن نیست.

**پیش‌بینی قیمت طلا (دلار در هر اونس)**

منبع: coincodex




**پیش‌بینی قیمت طلا (دلار در هر اونس)**

| تاریخ | کمینه قیمت | بیشینه قیمت | میانگین قیمت |
|---|---|---|---|
| دسامبر ۲۰۲۵ | ۴۱۱۴ | ۴۳۳۴ | ۴۲۶۳ |
| جولای ۲۰۲۶ | ۵۱۰۶ | ۵۳۴۱ | ۵۲۰۴ |
| دسامبر ۲۰۲۶ | ۵۳۹۰ | ۵۵۶۷ | ۵۴۹۰ |
| جولای ۲۰۲۷ | ۶۷۳۴ | ۷۰۲۴ | ۶۸۶۷ |
| دسامبر ۲۰۲۷ | ۵۷۸۶ | ۶۰۵۴ | ۵۹۰۴ |
| جولای ۲۰۲۸ | ۶۱۹۶ | ۶۵۰۸ | ۶۳۴۸ |
| دسامبر ۲۰۲۸ | ۶۳۶۲ | ۶۶۸۴ | ۶۵۰۲ |
| جولای ۲۰۲۹ | ۶۲۳۴ | ۶۴۷۶ | ۶۳۴۷ |
| دسامبر ۲۰۲۹ | ۶۲۷۰ | ۶۵۷۵ | ۶۴۱۷ |
| جولای ۲۰۳۰ | ۷۱۰۴ | ۷۴۰۰ | ۷۲۵۳ |
| دسامبر ۲۰۳۰ | ۷۴۷۳ | ۷۸۱۱ | ۷۵۹۴ |

منبع: coincodex

در حال حاضر پیش‌بینی‌های مختلفی درباره آینده طلا و قیمت آن در سال‌های پیش‌رو ارائه شده است که برخی بسیار خوش‌بینانه و برخی دیگر بسیار بدبینانه هستند. در جدول زیر تازه‌ترین پیش‌بینی قیمت طلا تا پایان سال ۲۰۳۰ به نقل از coincodex مشاهده می‌شود. در صورت تحقق این پیش‌بینی‌ها (یا حتی ارقامی نزدیک به آن) باید منتظر تغییر و تحولات گسترده‌ای در سیستم مالی و پولی جهان باشیم.

# رقابت با شاخص

## نگاهی به عملکرد صندوق‌های سهامی که شاخص را پشت سر گذاشتند

در بازارهای مالی، سنجش عملکرد همواره یکی از ارکان اصلی تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاران بوده است. مقایسه بازده یک سبد سرمایه‌گذاری با یک شاخص معیار (Benchmark)، تصویری روشن از توانایی مدیران سبد در خلق ارزش افزوده به دست می‌دهد. در این گزارش، به بررسی و مقایسه شاخص کل بورس تهران به عنوان نماگر اصلی بازار، با عملکرد ۱۰ صندوق سرمایه‌گذاری سهامی در دوره یک ماهه منتهی به هجدهم شهریور ماه سال ۱۴۰۴ می‌پردازیم. این دوره زمانی که با رشد ۲/۲۶ درصدی شاخص کل همراه بوده، فرصتی مناسب برای ارزیابی مهارت مدیران صندوق‌ها در بهره‌برداری از بازار و شناسایی فرصت‌های برتر است. این دوره مصادف است با یک رشد مقطعی کوتاه در بازار و هدف اصلی این تحلیل، فراتر رفتن از بیان صرف اعداد و ارقام و پرداختن به دلایل کیفی پشت این عملکردها است، تا مشخص شود کدام استراتژی‌ها موفق به شکست بازار شده و کدام یک از قافله رشد جا مانده‌اند.

### هنر شکست دادن شاخص

آن طور که آمارها نشان می‌دهد در یک دوره یک ماهه منتهی به ۱۸ شهریور امسال که شاخص یک رشد مقطعی و متزلزل را به ثبت رساند ۸ صندوق توانستند عملکرد بهتری از شاخص کل بورس تهران داشته باشند. صندوق آهنگ سهام کیان با کسب بازده ۶.۹۸ درصدی و صندوق آرمان آتیه درخشان مس با بازده ۶.۶۵ درصد، نه فقط از رشد عمومی بازار بهره‌مند شدند، بلکه توانستند ارزشی مازاد بر آن برای سرمایه‌گذاران خود خلق کنند. این موفقیت که در ادبیات مالی از آن با عنوان «ایجاد آلفا» یاد می‌شود، نشان‌دهنده توانمندی و مهارت تیم مدیریت این صندوق‌ها در انتخاب و تخصیص سهام است.

صندوق‌های صندوق پناه ثروت هومان، صندوق امین نهایت نگر، صندوق امین تدبیرگران فردا، صندوق آوای معیار، صندوق بازده سهام و صندوق باران کارگزاری بانک کشاورزی از دیگر صندوق‌هایی بودند که توانستند عملکردی بهتر از شاخص کل بورس به ثبت برسانند.

در سوی دیگر این طیف، صندوق‌های دیگری هستند که نتوانستند پا به پای شاخص کل حرکت کنند و طبق آمارها بسیاری از صندوق‌ها در این دسته قرار می‌گیرند. عملکرد این صندوق‌ها را می‌توان در ۲ دسته طبقه‌بندی کرد. دسته ای که بازده شان فاصله زیادی با بازده شاخص کل ندارد و دسته ای که بازده آنها تفاوت معنا داری با شاخص کل بورس تهران دارد. عملکرد دسته اول نشان می‌دهد که استراتژی این صندوق‌ها احتمالا شباهت زیادی به کلیت بازار داشته اما شاید چند انتخاب ناموفق یا وزن‌دهی کمتر به سهام پیشرو، مانع از رسیدن آنها به بازده شاخص شده است. اما عملکرد دسته دوم صندوق‌هایی هستند که مدیریت صحیحی در انتخاب و تخصیص سهام نداشته اند.

این پدیده می‌تواند دلایل متعددی داشته باشد. یکی از محتمل‌ترین سناریوها، اتخاذ یک استراتژی محافظه‌کارانه توسط مدیران این صندوق‌هاست. ممکن است این صندوق‌ها درصد بیشتری از دارایی خود را به شکل وجه نقد یا اوراق با درآمد ثابت نگهداری کرده باشند تا ریسک سبد را کنترل کنند.

این رویکرد در یک بازاری که حتی به صورت مقطعی در حال رشد است، به طور طبیعی منجر به کاهش بازده کل و جاماندن از شاخص می‌شود. دلیل دیگر می‌تواند وزن‌دهی بالا به صنایعی باشد که در ماه مورد بررسی، عملکرد ضعیف‌تری نسبت به میانگین بازار داشته‌اند. برای نمونه، اگر بازار توسط صنایع کالایی و صادرات‌محور به جلو رانده شده باشد، تمرکز بیش از حد بر صنایع داخلی و مصرف‌محور می‌توانست به چنین نتیجه‌ای منجر شود.

اما نکته مهم این است که این سطح از واگرایی منفی با شاخص کل در میان دسته دوم از صندوق‌ها، نشان‌دهنده چالش‌های جدی در مدیریت سبد این صندوق‌ها است. چنین عملکردی صرفا با اتخاذ رویکرد محافظه‌کارانه قابل توجیه نیست و به احتمال زیاد ناشی از انتخاب‌های اشتباه در سطح سهام یا صنایع بوده است. ممکن است بخش قابل توجهی از سبد این صندوق‌ها به سهامی اختصاص داشته که نه فقط از رشد بازار جا مانده‌اند، بلکه با افت قیمت نیز مواجه شده‌اند. این عملکرد ضعیف، اهمیت بررسی دقیق سابقه و استراتژی یک صندوق را پیش از سرمایه‌گذاری برجسته می‌کند.

### جمع‌بندی و چشم‌انداز

تحلیل عملکرد صندوق‌های سهامی در مقایسه با شاخص کل بورس تهران در یک ماهه منتهی به ۱۸ شهریور ۱۴۰۴ نشان داد که کسب بازدهی مازاد بر بازار، موضوعی چالش‌برانگیز و نیازمند مهارت بالای مدیران سرمایه‌گذاری است. در حالی که شاخص کل رشد ۲/۲۶ درصدی را تجربه کرد، فقط تعداد کمی از صندوق‌های مورد بررسی موفق به شکست آن شدند. این آمارتاکیدی است بر این واقعیت که سرمایه‌گذاری فعال همواره تضمین‌کننده بازده بهتر از بازار نیست. برای سرمایه‌گذاران، پیام اصلی این تحلیل آن است که انتخاب یک صندوق سرمایه‌گذاری نباید صرفا بر اساس نام آن، بلکه باید بر پایه بررسی مستمر عملکرد گذشته، استراتژی اعلام‌شده و توانایی تیم مدیریت در خلق ارزش پایدار در دوره‌های زمانی بلندمدت‌تر صورت گیرد.

**مقایسه بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام با شاخص کل در دوره یک ماهه منتهی به ۱۸ شهریور- ارقام به درصد**

| نام شاخص / صندوق سرمایه‌گذاری | بازده |
|---|---|
| صندوق آهنگ سهام کیان | ۶.۹۸ |
| صندوق آرمان آتیه درخشان مس | ۶.۶۵ |
| صندوق پناه ثروت هومان | ۵.۰۷ |
| صندوق امین نهایت نگر | ۴.۲۸ |
| صندوق امین تدبیرگران فردا | ۳.۹۷ |
| صندوق آوای معیار | ۳.۹ |
| صندوق بازده سهام | ۳.۲۹ |
| صندوق باران کارگزاری بانک کشاورزی | ۲.۵ |
| شاخص کل بورس تهران (معیار) | ۲/۲۶ |
| صندوق ارزش آفرین بیدار | ۲.۰۳ |
| صندوق افق ملت | ۰.۷۴ |

# دست پُر ضرب طلای فیزیکی

## چرا صندوق‌های طلا در شهریور از طلای فیزیکی عقب افتادند؟

در بازارسرمایه، تحلیل بازده دارایی‌های مختلف یکی از ارکان اصلی تصمیم‌گیری است. در بازه یک ماهه منتهی به ۱۸ شهریور ۱۴۰۴، مقایسه عملکرد دارایی‌های مبتنی بر طلا، شکاف قابل توجهی را میان سرمایه‌گذاری مستقیم و غیرمستقیم به نمایش گذاشت. این گزارش با استناد به ارقام، به تحلیل دلایل این تفاوت در بازده میان طلای ۲۴ عیار و سکه بهار آزادی با صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا می‌پردازد. هدف، ارائه یک تحلیل دقیق از عملکردها و چرایی جا ماندن بازده صندوق‌ها از طلای فیزیکی در این دوره زمانی مشخص است.

### پیشتازی قاطع طلای فیزیکی در دوره صعودی

داده‌های عملکرد یک ماهه منتهی به ۱۸ شهریور به وضوح نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری مستقیم در طلای فیزیکی، سودآورترین گزینه بوده است. طلای ۲۴ عیار (آب‌شده) با ثبت بازده خیره‌کننده ۱۸.۶۷ درصد، در صدر تمام دارایی‌های مبتنی بر طلا قرار گرفت. این رقم نشان‌دهنده یک رشد بسیار سریع و قابل توجه در قیمت پایه این فلز گرانبها است که معمولا از محرک‌های قدرتمند اقتصادی مانند جهش نرخ ارز یا افزایش شدید تقاضا نشات می‌گیرد.

بلافاصله پس از آن، سکه بهار آزادی با بازده ۱۷.۶۵ درصدی قرار دارد. این عملکرد نیز بسیار قدرتمند است، اما تفاوت ۱.۰۲ درصدی آن با طلای ۲۴ عیار، نکته تحلیلی مهمی در خود دارد. این شکاف نشان می‌دهد که در این دوره، رشد قیمت سکه به اندازه رشد ارزش ذاتی طلای به کار رفته در آن نبوده و به عبارت دیگر، حباب قیمتی سکه نسبت به طلای خام، افزایش نیافته یا حتی اندکی کوچک‌تر شده است. سرمایه‌گذارانی که به صورت مستقیم اقدام به خرید طلای خام یا سکه کرده‌اند، توانسته‌اند بدون واسطه و هزینه‌های مدیریتی، از تمام ظرفیت رشد بازار بهره‌مند شوند.

### بازده متفاوت صندوق‌های طلا

در مقابل طلای فیزیکی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا بازدهی‌های متنوع اما عموما پایین‌تری را به ثبت رساندند. در این دوره بهترین عملکرد متعلق به صندوق ناب با بازده ۱۷.۶۹ درصد بود. این بازده به شکل قابل توجهی به بازده ۱۷.۶۵ درصدی سکه بهار آزادی نزدیک است و نشان می‌دهد که سبد دارایی این صندوق تمرکز بسیار بالایی بر سکه داشته و توانسته است با کارایی بالا، قیمت دارایی پایه خود را دنبال کند.

با این حال، سایر صندوق‌ها با فاصله‌ای محسوس از سکه و با فاصله‌ای چشمگیرتر از طلای ۲۴ عیار قرار گرفتند. صندوق لیان با ۱۶.۷۸ درصد، گلدیس با ۱۶.۳۰ درصد، مثقال با ۱۶.۲۷ درصد و صندوق «طلا» با ۱۶.۲۴ درصد، همگی بازده‌هایی در کانال ۱۶ درصد داشتند.

این ارقام نشان می‌دهد بازده صندوق‌های طلا بیش از ۲ درصد از بازده طلای خام کمتر بوده که دلیل آن اول،کسر هزینه‌های مدیریت و کارمزد صندوق است که به صورت طبیعی بازده را اندکی کاهش می‌دهد و دوم و مهم‌تر، ترکیب سبد دارایی این صندوق‌ها است. این صندوق‌ها ملزم هستند بخشی از دارایی‌های خود را که معمولا بین ۱۵ تا ۳۰ درصد است، در ابزارهای کم‌ریسک و با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری کنند. این بخش از پرتفوی در یک ماه که طلا رشد انفجاری نزدیک به ۱۹ درصد را تجربه کرد، به عنوان یک عامل کاهنده عمل کرده است.

این اثر کاهنده در صندوق‌هایی با بازده پایین‌تر، بسیار مشهودتر است. صندوق زر بازده ۱۶درصدی و صندوق آتش بازده ۱۵.۸ درصدی را ثبت کردند. ضعیف‌ترین عملکرد نیز متعلق به دو صندوق عیار با ۱۳.۶۹ درصد و آلتون با ۱۳.۴۶ درصد بود. این دو صندوق تقریبا ۵ درصد بازده کمتری نسبت به طلای ۲۴ عیار داشتند که نشان می‌دهد احتمالا درصد بالاتری از سبد دارایی آن‌ها به دارایی‌های غیرطلایی اختصاص داشته است.

### نتیجه‌گیری نهایی از مقایسه ارقام

مقایسه قیمت طلای فیزیکی با بازده صندوق‌های طلا در یک ماهه منتهی به ۱۸ شهریور ۱۴۰۴ یک نتیجه‌گیری شفاف ارائه می‌دهد. دردوره‌های رشد سریع و جهش‌های قیمتی، سرمایه‌گذاری مستقیم در طلای فیزیکی (به ویژه طلای ۲۴ عیار) به دلیل‌عدم وجود هزینه‌های مدیریتی و ترکیب دارایی، بالاترین بازده را دارد.

بازده ۱۸.۶۷ درصدی طلای خام در برابر میانگین بازده ۱۶ درصدی صندوق‌ها، گواهی بر این مدعا است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا، به دلیل ساختار مدیریتی و الزامات قانونی خود مبنی بر نگهداری بخشی از دارایی‌ها به صورت نقد یا اوراق درآمد ثابت، در چنین دوره‌هایی از بازده دارایی پایه خود جا می‌مانند.

این شکاف عملکرد، بهای امنیت، نقدشوندگی بالا و سهولت معامله‌ای است که صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند. انتخاب میان این دو گزینه، به استراتژی سرمایه‌گذار بستگی دارد.

به این معنا که سرمایه‌گذار باید تصمیم بگیرد که آیا کسب حداکثر بازده در کوتاه‌مدت با پذیرش ریسک نگهداری فیزیکی یا کسب بازده معقول و نزدیک به بازار با بهره‌مندی از مزایای ساختاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب می‌کند.

**مقایسه قیمت طلای فیزیکی با بازده صندوق‌های طلا**

| نام دارایی/صندوق | نوع دارایی | بازده یک ماهه (درصد) |
|---|---|---|
| طلای ۲۴ عیار | طلای فیزیکی | ۱۸/۶۷ |
| سکه بهار آزادی | سکه فیزیکی | ۱۷/۶۵ |
| ناب | صندوق سرمایه‌گذاری طلا | ۱۷/۶۹ |
| لیان | صندوق سرمایه‌گذاری طلا | ۱۶/۷۸ |
| گلدیس | صندوق سرمایه‌گذاری طلا | ۱۶/۳۰ |
| مثقال | صندوق سرمایه‌گذاری طلا | ۱۶/۲۷ |
| طلا | صندوق سرمایه‌گذاری طلا | ۱۶/۲۴ |
| زر | صندوق سرمایه‌گذاری طلا | ۱۶ |
| آتش | صندوق سرمایه‌گذاری طلا | ۱۵/۸۰ |
| عیار | صندوق سرمایه‌گذاری طلا | ۱۳/۶۹ |
| آلتون | صندوق سرمایه‌گذاری طلا | ۱۳/۴۶ |



# پرواز شتاب

## مقایسه بازده یک‌ماهه صندوق‌های اهرمی

**گروه گزارش:** صندوق‌های اهرمی در یک ماه منتهی به ۱۸ شهریور ۱۴۰۴ بار دیگر ماهیت «شمشیر دولبه» خود را به نمایش گذاشتند؛ برخی همچون «شتاب» با بازدهی بیش از ۱۶ درصد توانستند دو و نیم برابر شاخص کل سود بسازند، در حالی که برخی دیگر بازده به مراتب کمتری داشتند. این شکاف معنادار نشان می‌دهد که موفقیت در صندوق‌های اهرمی فقط به مکانیسم اهرم وابسته نیست، بلکه انتخاب مدیر توانمند، استراتژی سبدگردانی و میزان ریسک‌پذیری نقشی تعیین‌کننده در سرنوشت سرمایه‌گذاران دارد.

بازار سهام از هفته دوم شهریور ماه پس از نزول‌های سنگین در پی جنگ تحمیلی ۱۲ روزه، یک دوره رشد نسبی را آغاز کرد، همین موضوع منجر شد در یک دوره یک ماهه منتهی به ۱۸ شهریور امسال شاخص کل بورس تهران بازده ۲/۲۶ درصدی را ثبت کند.

در چنین فضایی، انتظار طبیعی آن است که صندوق‌های اهرمی به لطف مکانیسم خود، بازدهی به مراتب بالاتری از شاخص کل کسب کنند. داده‌های عملکردی نشان می‌دهد که عمده این صندوق‌ها توانسته‌اند به این انتظار جامه عمل بپوشانند، اما شدت و ضعف این موفقیت در میان آن‌ها بسیار متفاوت بوده است. دلیل ان این است که میزان اهرم در هر صندوق متفاوت است و همین تفاوت، یکی از دلایل اصلی اختلاف بازده میان آن‌هاست با این حال نقش مدیران در به کارگیری از اهرم قابل کتمان نیست.

طبق آمارهای ثبت شده در دوره یک ماهه منتهی به ۱۸ شهریور صندوق «شتاب» با کسب بازده ۱۶.۶۴ درصد، نه فقط در صدر لیست قرار گرفت، بلکه توانست چند برابر شاخص کل بازده ایجاد کند. پس از آن، صندوق‌های «موج » و «بیدار» به ترتیب با ۱۳.۱۵ و ۱۲.۵۵ درصد بازده، عملکردی دو برابری نسبت به کلیت بازار داشتند.

این موفقیت را می‌توان به عواملی چون درجه اهرم بالاتر، چینش بهینه سبد سهام و تمرکز بر صنایعی که در این بازه یک ماهه رشد بیشتری را تجربه کرده‌اند، نسبت داد. مدیران این صندوق‌ها به خوبی توانسته‌اند از فرصت بازار صعودی بهره برده و قدرت اهرم را در جهت حداکثرسازی منافع سرمایه‌گذاران خود به کار گیرند.

در سوی دیگر این طیف، برخی صندوق‌ها عملکردی ناامیدکننده یا متوسط داشتند. صندوق «دوایکس» با بازده ۳.۶۹ درصد و «اهرم » با بازده ۴.۱۸ درصد، نه تنها از رقبای خود عقب ماندند، بلکه تفاوت معناداری هم با شاخص نداشتند. این عملکرد ضعیف در یک بازار صعودی می‌تواند ناشی از چندین عامل باشد؛ از جمله پایین بودن درجه اهرم صندوق در آن بازه زمانی، انتخاب نامناسب سهام در پرتفوی، یا اتخاذ استراتژی‌های محافظه‌کارانه توسط مدیر صندوق.

صندوق‌هایی مانند «توان»، «جهش » و «نارنج» نیز با قرار گرفتن در میانه این جدول، بازده مطلوبی بالاتر از شاخص کل داشتند اما به پای صندوق‌های برتر نرسیدند.

### ریسک مضاعف به عنوان روی دیگر سکه

تحلیل عملکرد صندوق‌های اهرمی بدون اشاره به ریسک ذاتی آن‌ها، تحلیلی ناقص و یک‌سویه خواهد بود. همان‌طور که اهرم مالی می‌تواند سودها را در بازارهای صعودی تشدید کند، به همان نسبت نیز قادر است زیان‌ها را در بازارهای نزولی تعمیق بخشد. باید توجه کرد در صورت معکوس شدن روند بازار، همین صندوق‌ها می‌توانستند متحمل سنگین‌ترین زیان‌ها شوند.

سرمایه‌گذارانی که به امید کسب سودهای مضاعف وارد این صندوق‌ها می‌شوند، باید آگاه باشند که در حال پذیرش ریسکی مضاعف نیز هستند. تفاوت چشمگیر در عملکرد صندوق‌های مختلف در یک بازه کوتاه یک ماهه، خود گواهی بر این مدعاست که انتخاب مدیر صندوق و استراتژی‌های مدیریتی او نقشی حیاتی در سرنوشت سرمایه‌گذاری دارد. این ابزارها برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و ریسک‌پذیر که دیدگاه کوتاه‌مدت تا میان‌مدت نسبت به روند صعودی بازار دارند، مناسب‌تر است و برای افراد ریسک‌گریز یا کسانی که به دنبال سرمایه‌گذاری بلندمدت و باثبات هستند، گزینه مناسبی محسوب نمی‌شود.

### بازده در برابر ریسک پنهان

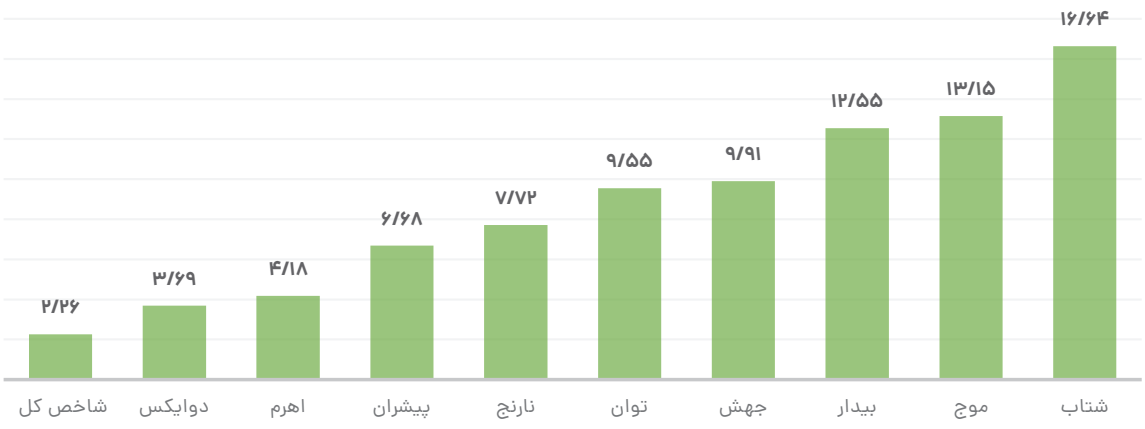
بررسی بازده صندوق‌های اهرمی در مقایسه با شاخص کل بورس تهران در یک ماه منتهی به ۱۸ شهریور ۱۴۰۴ نشان داد که این ابزارهای مالی پتانسیل بالایی برای کسب بازده فراتر از متوسط بازار در شرایط صعودی دارند. موفقیت چشمگیر برخی صندوق‌ها در کسب بازده دو تا دو و نیم برابری شاخص کل، جذابیت این ابزار را برای سرمایه‌گذاران تهاجمی به خوبی به تصویر می‌کشد.

با این حال، پراکندگی قابل توجه در عملکرد صندوق‌های مختلف، بیانگر آن است که صرف «اهرمی بودن» یک صندوق، تضمینی برای موفقیت آن نیست. عواملی کلیدی مانند مهارت مدیر، استراتژی سبدگردانی، و میزان استفاده از اهرم، نقش تعیین‌کننده‌ای در نتیجه نهایی دارند. در نهایت، سرمایه‌گذاران باید با درک کامل از شمشیر دولبه اهرم، یعنی پتانسیل سود و زیان مضاعف، و با ارزیابی دقیق سابقه و عملکرد هر صندوق، اقدام به سرمایه‌گذاری کنند.

**مقایسه بازده صندوق‌های اهرمی در دوره یک ماهه منتهی به ۱۸ شهریور ۱۴۰۴**

| نام شاخص/ صندوق | بازده (درصد) |
|---|---|
| شتاب | ۱۶.۶۴ |
| موج | ۱۳.۱۵ |
| بیدار | ۱۲.۵۵ |
| جهش | ۹.۹۱ |
| توان | ۹.۵۵ |
| نارنج | ۷.۷۲ |
| پیشران | ۶.۶۸ |
| اهرم | ۴.۱۸ |
| دوایکس | ۳.۶۹ |
| شاخص کل بورس تهران | ۲.۲۶ |

**مقایسه بازده صندوق‌های اهرمی در دوره یک ماهه منتهی به ۱۸ شهریور ۱۴۰۴ – درصد**



# بازار در انتظار خبر

## بررسی چشم انداز بورس در پاییز امسال در گفت و گو با حمیدرضا مهرآور، مدیرعامل کارگزاری بانک سامان



اقتصاد و بازارهای مالی ایران در آستانه پاییز با مجموعه‌ای از ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک مواجه اند؛ ریسک‌هایی که ریشه در تحولات ژئوپلیتیک، احتمال بازگشت تحریم‌ها و همچنین ناترازی‌های ساختاری اقتصاد دارد. در چنین فضایی، رفتار بازارها بیش از هر زمان دیگری تابع اخبار و انتظارات خواهد بود و نوسانات می‌تواند دامنه‌دارتر شود. برای فعالان بازار سرمایه، پاییز امسال می‌تواند نه‌تنها عرصه‌ای برای مدیریت ریسک بلکه فرصتی برای بازتعریف استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و بازنگری در ترکیب پرتفوی باشد. ماهنامه بازار و سرمایه در گفت‌وگو با «حمیدرضا مهرآور مدیرعامل کارگزاری بانک سامان» به بررسی وضعیت بازارسرمایه در پاییز امسال پرداخته است.

**■ با توجه به پایان جنگ ۱۲ روزه ایران و اسرائیل و احتمال آغاز مجدد درگیری‌ها، ارزیابی شما از ریسک‌های ژئوپلیتیک در پاییز چیست؟**

به نظر می‌رسد درصورت تداوم یا ازسرگیری درگیری‌ها بین ایران و اسرائیل یا آمریکا، ریسک ژئوپلیتیک منطقه بالا رود و این موضوع تاثیرات کوتاه‌مدت و بلندمدتی را در بازارها ایجاد کند. درکوتاه‌مدت ما شاهد نوساناتی در بازارهای دارایی‌ها و بورس خواهیم بود. درچنین شرایطی علاوه بر نوسان در قیمت ارز، طلا و سکه، قیمت نفت هم با نوسان مواجه خواهد شد. اما اثرات بلندمدت این موضوع بستگی به این دارد که گستره درگیری‌ها تا کجا باشد و این تنش تا چه مدت تداوم داشته باشد. بنابراین در کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران باید انتظار یک ریسک نقدینگی و نقدشوندگی را داشته باشند.

**■ فعال شدن مکانیسم ماشه چه اثری بر اقتصاد و بازارهای مالی ایران خواهد داشت؟**

فعال شدن اسنپ‌بک باعث بازگشت تحریم‌ها خواهد شد و طبیعتا پیامدهای ملموسی را به همراه خواهد داشت. محدودیت صادرات نفت و فرآورده‌های نفتی از یک سو و دشواری دسترسی به منابع و دارایی ایران در خارج از کشور از سوی دیگر، اقتصاد کشور را دچار چالش خواهد کرد. در چنین شرایطی فشار بیشتری روی سیستم بانکی و تجارت خارجی کشور وارد خواهد شد؛ به عنوان مثال شاید کشتی‌های ایران دیگر بیمه نشوند و برای حمل و نقل بین‌المللی با مشکل مواجه شویم. فعال شدن مکانسیم ماشه به طور کلی تاثیر بدی بر نقدینگی و همچنین نرخ ارز خواهد داشت.

**■ سرمایه‌گذاران در شرایط پرریسک سیاسی و اقتصادی پاییز، چه استراتژی کلی باید در پیش بگیرند؟**

همانطور که پیشتر عرض کردم حفظ نقدینگی و نقدشوندگی دارایی‌ها در حد معقول مهم‌ترین نکته‌ای است که سرمایه‌گذاران باید به آن توجه داشته باشند. کاهش تمرکز بر سهامی با اهرم بالا و به طور کلی صندوق‌های اهرمی و افزایش وزن آن دسته از دارایی‌هایی که نقدشوندگی بالایی دارند می‌تواند بهترین توصیه من به سرمایه‌گذاران باشد. البته در این زمینه دو دیدگاه وجود دارد و سرمایه‌گذاران به دو دسته بلندمدت و کوتاه‌مدت تقسیم می‌شوند. برای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، استراتژی کاهش ریسک مطابق فرمولی که عرض کردم می‌تواند مدنظر قرار گیرد اما برای سرمایه‌گذارانی که دید بلندمدت دارند در مقطعی که سهام به اندازه کافی قیمت خود را اصلاح کرده، اتفاقا می‌تواند فرصت بسیار خوبی برای خرید سهام باشد. من معتقدم که بازار سرمایه تا اینجای کار از دید بنیادی در وضعیت خوبی قرار دارد، بنابراین می‌شود از این نوسان استفاده کرد و سهام خوبی که نسبت قیمت به سود (P/E) مناسبی هم دارند به سبد دارایی‌ها اضافه کرد.

**■ چشم‌انداز کلی بازار سرمایه در پاییز را چگونه می‌بینید؟**

به نظر من بازار سرمایه مترصد خبر است. همانطور که می‌دانید بورس نسبت به اخبار بسیار حساس است و خبرها می‌توانند بازار را به شدت بالا و پایین کنند. به همین دلیل سرمایه‌گذاران زیادی را سراغ دارم که مترصد این هستند که متناسب با خبرهایی که به گوششان می‌رسد و متناسب با ریسکی که می‌توانند تحمل کنند، برای سرمایه‌گذاری اقدام کنند. به طور کلی سهامداران متناسب با خبرهای سیاسی و اخبار مربوط به تحریم یا عدم تحریم، یا جنگ و عدم جنگ است که می‌توانند تصمیم‌گیری کنند، وارد بازار شوند یا از بازار خارج شوند.

**■ کدام صنایع بورس بیشترین تأثیر را از تحولات سیاسی اعم از جنگ، تحریم و مشکلات ناترازی انرژی خواهند گرفت؟**

طبیعتا صنایعی مثل صنایع انرژی، پتروشیمی و به طور کلی صنایع صادرات‌محور از حساسیت بالایی نسبت به تحولات سیاسی و اخبار مربوط به جنگ یا اسنپ‌بک برخوردار هستند. همچنین در صورتی که کشور به سمت بحران از قبیل جنگ یا تحریم‌های بیشتر برود، بانک‌ها و صنایع مربوط به آنها مثل بیمه و غیره هم می‌توانند با محدودیت‌هایی مواجه شوند و بیشترین تاثیر منفی را بپذیرند. در مقابل صنایعی که به بازار داخلی متکی هستند مثل صنایع غذایی یا دارویی اتفاقا می‌توانند از اخبار مربوط به جنگ و تحریم تاثیر مثبت بپذیرند و رشد بیشتری داشته باشند. این شرایط می‌تواند سرمایه‌گذاران را به سمت صنایع کم‌ریسک‌تر مثل صنایع غذایی و دارویی سوق دهد و پیش‌بینی می‌شود استقبال سرمایه‌گذاران از این صنایع در شرایط نااطمینانی سیاسی و اقتصادی پررنگ تر شود.

**■ با توجه به نوسانات سیاسی و احتمال تحریم‌های جدید، آینده بازار ارز را در پاییز چطور پیش‌بینی می‌کنید؟**

وضعیت بازار ارز تا حد بسیار زیادی به سیاست‌های بانک مرکزی برمی‌گردد. تصمیماتی که بانک مرکزی می‌گیرد و عملکردی که این بانک خواهد داشت تعیین کننده مستقیم وضعیت بازار ارز خواهد بود اما به طور منطقی در صورتی که تحریم‌ها تشدید شود و اسنپ‌بک فعال شود تورم رشد خواهد کرد و طبیعتا عرضه ارز هم کاهش خواهد یافت. این عوامل منجر به رشد قیمت ارز خواهد شد.

به طور کلی بازار ارز در صورت تشدید تحریم‌ها با افزایش نوسان همراه خواهد شد و قیمت‌ها بالا خواهد رفت. بااین حال تاکید می‌کنم که نقش بانک مرکزی در این زمینه نقش پررنگی است و دست‌کم در کوتاه‌مدت، این بانک می‌تواند سیاست‌های کنترل ارزی بیشتری را وضع کند و مقررات مربوط به انتقال ارز را تشدید کند تا کمکی باشد برای کنترل بازار ارز.

**■ بازار مسکن در پاییز تحت تأثیر تورم و تحریم‌ها چه وضعیتی خواهد داشت؟ رکود بیشتر یا جهش قیمت؟**

از دو منظر می‌توان به بازار مسکن نگاه کرد؛ اگر شرایط تورمی درکشور تشدید شود طبیعتا می‌تواند تاثیر زیادی روی اجاره‌بها داشته باشد و سبب بالا رفتن اجاره‌بها شود. اما از دید خرید و فروش به نظر من قیمت‌ها می‌تواند کاهشی باشد چرا که توان خرید خانوارها به نسبت کاهش پیدا کرده است و این کاهش قدرت خرید منجر به کاهش تقاضا در بازار خواهد شد. کاهش تقاضا نیز بر روی قیمت تاثیرگذار است و به احتمال زیاد منجر به کاهش قیمت در بازار مسکن خواهد شد.

# وبملت؛ تله خرسی یا فرصت طلایی

## بررسی معاملات نماد «وبملت» در شهریور ماه و واکاوی دلایل نزول

**گروه تحلیل:** نماد معاملاتی بانک ملت با عنوان «وبملت» به عنوان یکی از بزرگترین و تاثیرگذارترین نمادهای گروه بانکی و بازار سرمایه ایران، همواره کانون توجه تحلیلگران و سرمایه‌گذاران بوده است. این بانک با در اختیار داشتن سهم ۲۸.۰۹ درصدی از صنعت خود، نه فقط یک بازیگر کلیدی در این گروه محسوب می‌شود، بلکه نوسانات آن می‌تواند کل کلیت بازار را تحت تاثیر قرار دهد.

با این حال، بررسی عملکرد این نماد در دوره یک ماهه منتهی به هجدهم شهریور ماه سال ۱۴۰۴، تصویری پیچیده و سیگنال‌های متضاد را به نمایش می‌گذارد که نیازمند واکاوی عمیق و چندجانبه است. این دوره زمانی، مقطعی است که در آن شاهد واگرایی شدید میان حرکت این سهم و روندهای کلی حاکم بر بازار و صنعت بانکی بوده‌ایم؛ پدیده‌ای که نشان از تاثیرگذاری عوامل درون‌زا و مختص به خود نماد بر روند قیمتی آن دارد.

### واگرایی بازده

مهم‌ترین و برجسته‌ترین نکته در تحلیل عملکرد «وبملت» در این بازه، بازده منفی ۱/۵ درصدی آن است. این عملکرد در حالی به ثبت رسیده که شاخص‌های کلان بازار و همچنین صنعت مربوطه، مسیری کاملا معکوس را پیموده‌اند. صنعت بانکداری در همین دوره بازدهی ۴.۳۶ درصدی را تجربه کرده است.

این موضوع نشان می‌دهد عوامل منفی تاثیرگذار بر «وبملت»، کلیت این صنعت را در بر نگرفته و به طور خاص بر این نماد متمرکز بوده است. این واگرایی زمانی برجسته‌تر می‌شود که عملکرد سهم را با شاخص کل بورس تهران و فرابورس ایران مقایسه کنیم. شاخص بورس تهران با رشد ۲/۲۶ درصدی و شاخص فرابورس با افزایش ۱/۲۶ درصدی در این بازه یک ماهه، یک محیط رو به رشد را ترسیم کرد.

عقب‌ماندگی «وبملت» از این روندها، این فرضیه را تقویت می‌کند که سرمایه‌گذاران به دلایل مشخصی، در حال خروج از این سهم و انتقال سرمایه خود به دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بوده‌اند. این عملکرد منفی، اعتماد بخشی از فعالان بازار را نسبت به چشم‌انداز کوتاه‌مدت سهم خدشه‌دار و فشار فروش را بیشتر کرد.

بررسی حجم معاملات نیز این فشار فروش را تایید می‌کند. در روز پایانی دوره، یعنی ۱۸ شهریور، حجم معاملاتی معادل ۱.۵۱ میلیارد سهم به ثبت رسید که به طور محسوسی بالاتر از میانگین حجم معاملات یک ماهه (۱.۱۶ میلیارد سهم) است. افزایش حجم معاملات در یک روز منفی، که با سیگنال «فروش قدرتمند» از سوی اندیکاتور میانگین متحرک روزانه همراه شده، نشان‌دهنده اوج‌گیری فشار عرضه و تسلیم شدن بخشی از سهامداران در برابر روند نزولی است. ارزش معاملات روز پایانی نیز گواهی بر این حجم بالای فعالیت و تبادل سهم بین فروشندگان و خریداران جدید است.

### تقابل بنیاد و تکنیکال

با وجود عملکرد قیمتی ضعیف و جو منفی حاکم بر معاملات، بررسی شاخص‌های بنیادین سهم، تصویری کاملا متفاوت و حتی جذاب را ارائه می‌دهد. نسبت قیمت به سود (P/E) سهم در تاریخ مذکور برابر با ۱/۴۸ بوده است. این نسبت در مقایسه با استانداردهای تاریخی بازار سرمایه ایران و به خصوص برای یک بانک با جایگاه ممتاز و ارزش بازار ۲۵۱ هزار میلیارد تومانی، ارزنده تلقی می‌شود.

با سود هر سهم (EPS) معادل ۷۳۲ ریال، این پی‌به‌ای (P/E)نشان می‌دهد که بازار در حال حاضر به وبملت امیدوار است اما توامان ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک قابل توجهی را هم در نظر دارد. این دوگانگی میان جو روانی منفی بازار و ارزندگی بنیادی، «وبملت» را در یک دوراهی کلاسیک برای سرمایه‌گذاران قرار داده است: تله یا فرصت خرید ارزشمند؟ درصد شناوری ۳۹ درصدی سهم نیز نشان‌دهنده نقدشوندگی بالای وبلمت است که همانطور که می‌تواند خروج سرمایه را تسهیل کند، در صورت بازگشت روند، ورود پول هوشمند را نیز به سادگی ممکن سازد. این تقابل در سیگنال‌های تحلیل تکنیکال نیز به وضوح قابل مشاهده است. اندیکاتور میانگین متحرک در مقیاس یک ماهه، سیگنال «خرید قدرتمند» را صادر کرده است. این سیگنال نشان می‌دهد که علی‌رغم افت اخیر، میانگین قیمت در طول یک ماه گذشته در سطحی بوده که از منظر تکنیکالی همچنان جذابیت خرید وجود دارد.

در مقابل، همین اندیکاتور در مقیاس روزانه (مربوط به روز ۱۸ شهریور) سیگنال «فروش قدرتمند» را نشان می‌دهد که بیانگر فشار فروش شدید و حاکمیت کامل فروشندگان در کوتاه‌مدت است. در عین حال، اندیکاتورهای نوسانگرنما (اسیلاتور) هم در مقیاس ماهانه و هم روزانه در وضعیت «خنثی» قرار دارند.

این وضعیت نشان می‌دهد که باوجود افت قیمت، سهم هنوز به محدوده هیجانی فروش یا اشباع فروش نرسیده و ممکن است پتانسیل ادامه نوسان در هر دو جهت را داشته باشد. این تضاد میان سیگنال‌های میان‌مدت و کوتاه‌مدت، بیانگر یک چرخش ناگهانی و شدید در روند سهم است که نیازمند دقت و تحلیل بیشتری برای پیش‌بینی مسیر آینده آن است.

### استراتژی‌های متناسب برای سرمایه‌گذار

این واگرایی شدید و عملکرد ضعیف نماد «وبملت» در برابر کلیت بازار، لزوم بررسی دقیق‌تر عوامل بالقوه‌ای را که ممکن است منجر به این فشار فروش شده باشند، دوچندان می‌کند. این دلایل می‌توانند ریشه در انتظارات بازار از گزارش‌های فصلی یا سالانه آتی بانک، نگرانی از تغییرات احتمالی در سیاست‌های نظارتی بانک مرکزی که به طور خاص بر بانک‌های بزرگ تاثیرگذار است، یا حتی تحرکات سهامداران عمده و حقوقی داشته باشند.

هرگونه عرضه سنگین از سوی یکی از این بازیگران می‌تواند سیگنال منفی قدرتمندی به بازار مخابره کرده و منجر به پیروی سرمایه‌گذاران خرد شود. بنابراین، شفاف‌سازی در خصوص این موارد از طریق اطلاعیه‌های رسمی در سامانه کدال، می‌تواند نقش کلیدی در بازگشت اعتماد به این نماد داشته باشد.

با توجه به این‌عدم قطعیت، سرمایه‌گذاران مختلف می‌توانند استراتژی‌های متفاوتی را اتخاذ کنند. سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز و کوتاه‌مدت، با مشاهده سیگنال «فروش قدرتمند» روزانه، احتمالا تا زمان مشاهده نشانه‌هایی از تثبیت قیمت و بازگشت روند، از ورود به سهم خودداری خواهند کرد.

در مقابل، برای سرمایه‌گذاران بلندمدت و ارزش‌محور، این قیمت‌ها می‌تواند یک فرصت بالقوه برای مطالعه و بررسی عمیق‌تر باشد. استراتژی این گروه می‌تواند مبتنی بر خرید پله‌ای و مدیریت سرمایه باشد، با این فرض که مشکلات فعلی موقتی بوده و ارزش ذاتی شرکت در بلندمدت خود را در قیمت سهم منعکس خواهد کرد. در نهایت، تصمیم‌گیری در این مقطع حساس، بیش از هر زمان دیگری به افق سرمایه‌گذاری، میزان ریسک‌پذیری و تحلیل نیاز دارد.

**نمای کلی آمار تحلیلی و عملکردی «وبملت» در دوره یک ماهه منتهی به ۱۸ شهریور**

| شاخص کلیدی | مقدار |
|---|---|
| بازده یک ماهه وبملت | منفی ۱/۵ درصد |
| بازده یک ماهه صنعت بانکی | مثبت ۴.۳۶ درصد |
| بازده یک ماهه شاخص کل | ۲/۲۶ درصد |
| حجم معاملات (۱۸ شهریور) | ۱.۵۱ میلیارد سهم |
| میانگین حجم ماهانه | ۱.۱۶ میلیارد سهم |
| ارزش بازار (۱۸ شهریور) | ۲۴۶ هزار میلیارد تومان |
| نسبت P/E | ۱/۴۸ |
| سود هر سهم (EPS) | ۷۳۲ ریال |
| سیگنال میانگین متحرک ماهانه | خرید قدرتمند |
| سیگنال میانگین متحرک روزانه | فروش قدرتمند |

ارز دیجیتال

# کریپتو در نقطه عطف

## نقش پول هوشمند و دیفای در بازار رمزارزهای امروز

بـازار رمزارزها دیگر همان بازی سـابق نیسـت؛ از اوج تاریخی بیت‌کوین تـا هجوم نهادهای مالی به اکوسیسـتم‌های اتریوم و لایه اول جایگزین، داستان یک بازار بالغ و استراتژیک در حال شکل‌گیری است. سرمایه‌گذاران نهادی حالا نه فقط برای سود کوتاه‌مدت، بلکه برای تخصیص هوشـمند سرمایه به دنبال فرصت‌های بنیادی هسـتند. ورود و خروج‌های میلیارد دلاری بیت‌کوین و اتریوم در ماه‌های اخیر، حکایت از یک شطرنج دقیق سرمایه‌گذاری دارد. بیت‌کوین به عنوان دروازه امن بازار و اتریوم، موتور نوآوری و دیفای است.

اما همه چیز به رشـد قیمت محدود نیسـت؛ بازار اکنون به بلوغ رسـیده و اسـتراتژی جایگزین «همراهی با روند کلی» جای خود را به تخصیص هوشـمند و مدیریت ریسک داده است. سرمایه‌گذار موفق کسی است که ترکیبی از دارایی‌های تثبیت‌شده مانند بیت‌کوین و اتریوم را در کنار روایت‌های نوظهور دیفای و RWA مدیریت می‌کند و هر حرکت بازار را با چشم‌اندازی بلندمدت می‌سنجد.

از نوسانات پرشتاب تا داستان پول هوشمند، ازهاوینگ بیت‌کوین تا خلق ثروت‌های میلیونی از سرمایه‌های کوچک، بازار کریپتو امروز به صحنه‌ای تبدیل شده که هر سرمایه‌گذار باید نقش خود را با دقت و استراتژی بازی کند. اینجا، هر حرکت حساب‌شده، شمار را یک قدم به آینده‌ای چندزنجیره‌ای و پرپتانسیل نزدیک‌تر می‌کند.



# بازی کریپتو عوض شد

## گزارش تحلیلی از ورود نهادها، بلوغ دیفای و تولد روایت‌های جدید در بازار رمز ارزها

**گروه گزارش:** در بازه یک ماهه منتهی به ۱۸ شهریور ۱۴۰۴ (۹ سپتامبر ۲۰۲۵) بازار ارزهای دیجیتال دوره‌ای پرنوسان و در عین حال روشنگر را تجربه کرد. این دوره با رسیدن بیت‌کوین به سقف قیمت جدید، چرخش قابل توجه نقدینگی به سمت اتریوم و اکوسیستم‌های لایه اول جایگزین، و تأثیرپذیری عمیق از سیگنال‌های اقتصاد کلان، به‌ویژه سیاست‌های پولی فدرال رزرو ایالات متحده، مشخص شد. تحلیل شاخص‌های کلیدی در این بازه زمانی، تصویری از یک بازار بالغ‌تر را به نمایش می‌گذارد که در آن، پول هوشمند و سرمایه‌گذاران نهادی نه تنها به دنبال سودهای سفته‌بازانه، بلکه به دنبال تخصیص استراتژیک سرمایه در بخش‌های بنیادی و نوظهور هستند.

### تاثیرپذیری از سیاست‌های پولی و چشم‌انداز کلان

مهم‌ترین نیروی محرکه بازار در این دوره، انتظارات فزاینده نسبت به تغییر رویکرد فدرال رزرو از سیاست‌های انقباضی به انبساطی بود. پس از انتشار داده‌های ضعیف‌تر از حد انتظار اشتغال در ماه آگوست، گمانه‌زنی‌ها مبنی بر توقف روند افزایش نرخ بهره و حتی آغاز کاهش آن در نشست ماه سپتامبر به شدت تقویت شد. این امیدواری، اشتهای سرمایه‌گذاران برای دارایی‌های پرریسک را احیا کرد و به عنوان یک باد موافق قدرتمند برای بازار کریپتو عمل کرد. هرچند بیت‌کوین در اواسط ماه آگوست پس از ثبت اوج تاریخی جدید خود در حوالی ۱۲۴ هزار دلار، یک فاز اصلاحی را تجربه کرد، اما همین چشم‌انداز مثبت کلان مانع از تعمیق روند نزولی شد و قیمت را در محدوده‌های حمایتی مهمی تثبیت کرد. این دوره به وضوح نشان داد که همبستگی بازار رمزارزها با بازارهای مالی سنتی، به ویژه در نقاط عطف تصمیم‌گیری‌های پولی، همچنان بسیار بالا است و سرمایه‌گذاران کلان، نقدینگی را بر اساس هزینه فرصت سرمایه و چشم‌انداز نرخ بهره مدیریت می‌کنند.

### رصد پول هوشمند و جریان ورودی از کانال نهادها

شاخص‌های مربوط به ورود پول هوشمند و سرمایه‌گذاران نهادی، داستان چرخش سرمایه را روایت می‌کنند. داده‌های مربوط به صندوق‌های قابل معامله (ETF) نشان‌دهنده یک واگرایی جالب در ماه آگوست (۹ آگوست تا ۹ سپتامبر ۲۰۲۵) بود. در حالی که ای تی اف‌های اسپات بیت‌کوین در این ماه با خروج خالص سرمایه حدود ۷۵۱ میلیون دلاری مواجه شدند، ای تی اف‌های اسپات اتریوم با جذب سرمایه‌ای چشمگیر معادل ۳.۸۷ میلیارد دلار، عملکردی فوق‌العاده داشتند.

این آمار به روشنی بیانگر یک چرخش استراتژیک سرمایه از سوی نهادها بود که پس از رشد قابل توجه بیت‌کوین، به دنبال کسب بازده از اتریوم و پتانسیل‌های اکوسیستم آن بودند. با این حال، در اوایل ماه سپتامبر، این روند مجددا معکوس شد. با تثبیت قیمت بیت‌کوین و افزایش احتمال کاهش نرخ بهره، صندوق‌های بیت‌کوین شاهد بازگشت قدرتمند نقدینگی بودند و تنها در چند روز ابتدایی ماه، بیش از ۱.۷ میلیارد دلار ورودی خالص را به ثبت رساندند. این رفتار نشان می‌دهد که پول هوشمند، بیت‌کوین را به عنوان دروازه اصلی ورود به بازار و یک دارایی امن‌تر در سبد رمزارزی خود تلقی می‌کند، اما برای بهینه‌سازی بازده، به صورت تاکتیکی سرمایه را بین بیت‌کوین و آلت‌کوین‌های بزرگ با محوریت اتریوم به گردش در می‌آورد.

### ورودی نقدینگی دیفای و جذاب‌ترین بخش‌ها

بخش مالی غیرمتمرکز (DeFi) در این دوره همچنان به رشد پایدار خود ادامه داد. ارزش کل قفل شده (TVL) در کل اکوسیستم دیفای در سه‌ماهه سوم سال ۲۰۲۵ با یک رشد ۴۱ درصدی، از مرز ۱۶۰ میلیارد دلار عبور کرد که نشان‌دهنده اعتماد روزافزون به این فضا و کاربردهای آن است. موتور محرک اصلی این رشد، افزایش پذیرش استیبل‌کوین‌ها و دارایی‌های توکن شده دنیای واقعی (RWA) توسط نهادها بوده است. اتریوم با ثبت رکورد جدید ۱۶۳.۵ میلیارد دلار نقدینگی استیبل‌کوین در شبکه خود، جایگاهش را به عنوان زیرساخت اصلی دیفای تثبیت کرد.

در میان بخش‌های مختلف بازار، بخش وام‌دهی غیرمتمرکز شاهد رشد چشمگیری بود و ارزش کل قفل‌شده در این پروتکل‌ها تا اوایل سپتامبر به بیش از ۱۲۷ میلیارد دلار رسید. این رشد، عمدتا ناشی از پروتکل‌هایی است که محصولات خود را برای سرمایه‌گذاران نهادی بهینه‌سازی کرده‌اند.

بخش دارایی‌های دنیای واقعی (RWA) به عنوان یکی از جذاب‌ترین و نوظهورترین بخش‌ها برای جذب نقدینگی خودنمایی کرد. توکن کردن دارایی‌هایی مانند اوراق خزانه‌داری آمریکا و اعتبارات خصوصی، پلی میان دنیای مالی سنتی و دیفای ایجاد کرده و توانسته است سرمایه‌هایی را جذب کند که پیش از این به دلیل ماهیت پرنوسان و غیرملموس رمزارزها، از ورود به این حوزه امتناع می‌کردند. رشد ارزش کل قفل شده در این بخش و توجه پروتکل‌های بزرگ به آن، نشان از پتانسیل بالای آن برای تبدیل شدن به یکی از روایت‌های اصلی بازار در ماه‌های آینده دارد. علاوه بر این، راه‌حل‌های لایه دوم مانند آربیتروم (Arbitrum) نیز با ارائه تراکنش‌های سریع و ارزان، همچنان به جذب کاربر و نقدینگی ادامه داده و به بستری حیاتی برای فعالیت‌های دیفای تبدیل شده‌اند.

### چشم‌انداز آینده و پویایی رقابتی اکوسیستم‌ها

روندهای مشاهده شده در این بازه یک ماهه، صرفا نوسانات کوتاه‌مدت بازار نبودند، بلکه نشانه‌هایی از تکامل ساختاری و بلوغ بازار رمزارزها را در خود داشتند. حرکت سرمایه از بیت‌کوین به سمت اکوسیستم‌های قرارداد هوشمند و سپس بازگشت تاکتیکی به آن، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران دیگر به کل بازار به عنوان یک موجودیت یکپارچه نگاه نمی‌کنند. در عوض، تخصیص سرمایه به صورت استراتژیک و بر اساس پتانسیل‌های بنیادی هر «بخش» صورت می‌گیرد. این به معنای شکل‌گیری یک پویایی رقابتی سالم میان اکوسیستم‌های مختلف است.

در این میان، موقعیت اتریوم به عنوان زیرساخت اصلی لایه اول برای نوآوری، به لطف رشد انفجاری راه‌حل‌های لایه دوم، بیش از پیش تثبیت شده است. این لایه‌های دوم دیگر فقط ابزاری برای کاهش هزینه تراکنش نیستند، بلکه خود در حال تبدیل شدن به اکوسیستم‌های تخصصی برای حوزه‌هایی مانند گیمینگ، شبکه‌های اجتماعی غیرمتمرکز و کاربردهای خاص دیفای هستند. این رابطه همزیستی، اثر شبکه‌ای اتریوم را تقویت کرده و آن را به مرکز ثقل جذب نقدینگی و توسعه‌دهندگان تبدیل می‌کند.

با این حال، این به معنای پایان رقابت نیست. سایر بلاکچین‌های لایه اول با ارائه معماری‌های متفاوت، در حال ایجاد جایگاه‌های تخصصی برای خود هستند. موفقیت آن‌ها در آینده به توانایی‌شان در جذب یک جامعه کاربری وفادار و ارائه مزیت‌های رقابتی مشخص در یک حوزه خاص، مانند توان پردازشی بالا برای اپلیکیشن‌های نیازمند سرعت یا امنیت ویژه برای کاربردهای نهادی، بستگی خواهد داشت.

در نهایت، به نظر می‌رسد آینده بازار به سمت یک اکوسیستم چندزنجیره‌ای و چندلایه‌ای در حرکت است که در آن، دارایی‌ها و داده‌ها به صورت یکپارچه میان شبکه‌های مختلف جابجا می‌شوند. روایتی مانند دارایی‌های دنیای واقعی (RWA) نیز نقشی کلیدی در این آینده ایفا خواهد کرد، زیرا با ایجاد پلی میان بازار مالی سنتی و غیرمتمرکز، نه تنها مشروعیت و پایداری را برای دیفای به ارمغان می‌آورد، بلکه راه را برای ورود موج بعدی سرمایه‌های نهادی به این فضا هموار می‌کند.

**شاخص‌های کلیدی بازار رمزارزها در یک نگاه**

| شاخص کلیدی (۹ آگوست - ۹ سپتامبر ۲۰۲۵) | مقدار / روند | تحلیل‌مختصر |
|---|---|---|
| بازه قیمتی بیت‌کوین (BTC) | ۱۱۲ تا ۱۲۴ هزار دلار | ثبت سقف تاریخی جدید و سپس اصلاح قیمت تحت تاثیر انتظارات سیاست پولی |
| بازه قیمتی اتریوم (ETH) | ۴۳۰۰ تا ۴۹۰۰ دلار | عملکرد بهتر نسبت به بیت‌کوین و ثبت سقف تاریخی جدید ناشی از چرخش سرمایه |
| جریان خالص ورودی/ خروجی ETF بیت‌کوین | خروج در آگوست (۷۵۱ میلیون دلار) ورود قدرتمند در اوایل سپتامبر (بیش از ۱/۷ میلیارد دلار) | نشان‌دهنده چرخش تاکتیکی سرمایه نهادی و بازگشت اعتماد در سپتامبر |
| جریان خالص ورودی ETF اتریوم | ورودی قدرتمند در آگوست (۳/۸۷ میلیارد دلار) | تایید کننده روایت چرخش سرمایه به سمت اتریوم و اکوسیستم آن |



# اکتبر؛ ماه سرنوشت‌ساز کریپتو

## تحلیل چشم‌انداز بازار رمزارزها در تقاطع سیاست‌های پولی فدرال رزرو

**گروه گزارش:** با ورود به ماه اکتبر، بازار ارزهای دیجیتال در یک نقطه عطف حساس قرار خواهد گرفت. پس از یک سپتامبر پرنوسان که تحت تاثیر امیدواری‌ها به کاهش نرخ بهره شکل گرفت، اکنون سرمایه‌گذاران نگاه خود را به نشست آتی فدرال رزرو و انتشار داده‌های کلان اقتصادی دوخته‌اند.

ماه پیش‌رو نه فقط آزمونی برای پایداری روند صعودی اخیر، بلکه میدانی برای سنجش قدرت بنیادین روایت‌های نوظهور در برابر بادهای مخالف احتمالی اقتصاد کلان خواهد بود. تحلیل بنیادی بازار در این مقطع، نیازمند نگاهی دوگانه به عوامل بیرونی (سیاست‌های پولی) و درونی (توسعه اکوسیستم‌ها) است.

### تاثیرپذیری از سیاست‌های پولی

مهم‌ترین عامل بنیادی که در ماه اکتبر بر بازار رمز ارزها سایه خواهد افکند، بدون شک تصمیم کمیته بازار آزاد فدرال (FOMC) در خصوص نرخ بهره است. پس از داده‌های ضعیف اشتغال در ماه آگوست، انتظارات برای حداقل یک یا دو مرحله کاهش نرخ بهره تا پایان سال به شدت افزایش یافته است. پیش‌بینی‌های تحلیلگران در موسسات مالی بزرگ مانند گلدمن ساکس و سیتی‌گروپ، همگی به کاهش نرخ بهره در نشست‌های سپتامبر یا اکتبر اشاره دارند.

چشم‌انداز پیش‌رو برای ماه اکتبر به دو سناریوی اصلی تقسیم می‌شود. سناریوی اول و خوش‌بینانه، تحقق پیش‌بینی‌ها و اقدام فدرال رزرو به کاهش ۲۵ واحدی نرخ بهره است. چنین اقدامی به منزله یک محرک قدرتمند عمل کرده و با افزایش نقدینگی، می‌تواند موج جدیدی از سرمایه را به سمت دارایی‌های پرریسک مانند رمزارزها روانه کند.

در این حالت، انتظار می‌رود بیت‌کوین مجددا برای شکستن مقاومت‌های تاریخی خود تلاش کرده و آلت‌کوین‌ها نیز رشد قابل توجهی را تجربه کنند. سناریوی دوم، محتاطانه‌تر است؛ فدرال رزرو ممکن است با اشاره به برخی داده‌های تورمی، کاهش نرخ بهره را به تعویق بیندازد. این تصمیم می‌تواند به یک دوره اصلاحی کوتاه‌مدت در بازار منجر شود، اما بعید است که مسیر کلی صعودی را تغییر دهد، زیرا چشم‌انداز بلندمدت همچنان به سمت سیاست‌های انبساطی متمایل است.

### تحلیل بنیادین اکوسیستم‌ها

فارغ از هیاهوی اقتصاد کلان، تحولات درونی اکوسیستم کریپتو همچنان با قدرت ادامه دارد. در ماه اکتبر، چندین عامل فاندامنتال داخلی می‌توانند مسیر حرکت بخش‌های مختلف بازار را تعیین کنند. به‌روزرسانی‌های برنامه‌ریزی‌شده در شبکه‌های لایه دوم، به ویژه در اکوسیستم‌هایی مانند آربیتروم و آپتیمیزم، می‌تواند به افزایش کارایی و کاهش هزینه‌ها منجر شده و پذیرش آن‌ها را تسریع کند. سرمایه‌گذاران باید به دقت معیارهایی مانند تعداد کاربران فعال روزانه (DAU)، حجم تراکنش‌ها و رشد ارزش کل قفل شده (TVL) در این شبکه‌ها را زیر نظر داشته باشند.

همزمان، روایت دارایی‌های دنیای واقعی (RWA) به بلوغ خود ادامه می‌دهد. انتظار می‌رود در ماه اکتبر، شاهد اعلام همکاری‌های جدید بین پلتفرم‌های دیفای و موسسات مالی سنتی برای توکن کردن دارایی‌های بیشتری باشیم. این بخش به دلیل ایجاد بازده پایدار و غیرمرتبط با نوسانات بازار کریپتو، به شدت برای سرمایه‌گذاران نهادی جذاب است و رشد آن می‌تواند به افزایش کلی اعتبار و پایداری اکوسیستم دیفای کمک کند. علاوه بر این، بخش بازی‌های مبتنی بر بلاکچین (GameFi) نیز با نزدیک شدن به فصل تعطیلات پایان سال، معمولا شاهد افزایش فعالیت است و پروژه‌هایی که توانسته‌اند یک گیم‌پلی جذاب و اقتصاد توکنی پایدار ایجاد کنند، پتانسیل رشد بالایی خواهند داشت.

### رویکردی بنیادی به ریسک و بازده

همانطورکه در جدول چشم‌انداز اکتبر مشخص است، بازار در آستانه یک ماه تعیین‌کننده قرار دارد که می‌تواند مسیر حرکت قیمت‌ها را در ۳ ماهه پایانی سال جاری میلادی مشخص کند. چشم‌انداز پیش‌رو، ترکیبی از یک کاتالیزور قدرتمند اقتصاد کلان (تصمیم فدرال رزرو) و چندین روند بنیادین درون‌زنجیره‌ای است که هر یک پتانسیل ایجاد ارزش مستقل خود را دارند. این شرایط، یک محیط سرمایه‌گذاری پیچیده اما پر از فرصت را ایجاد می‌کند که موفقیت در آن نیازمند یک رویکرد استراتژیک و مبتنی بر تحلیل فاندامنتال است.

دوران کسب بازده از طریق همراهی صرف با روندکلی بازار به تدریج در حال سپری شدن است. با بلوغ اکوسیستم‌ها و افزایش تمایز بین پروژه‌های دارای کاربرد واقعی و پروژه‌های صرفا سفته‌بازانه، اهمیت انتخاب دقیق دارایی‌ها دوچندان می‌شود. استراتژی بهینه در ماه اکتبر(مهرماه) می‌تواند یک رویکرد ۲محوره باشد. از یک سو، حفظ هسته اصلی سبد سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بزرگ و تثبیت‌شده مانند بیت‌کوین و اتریوم که به عنوان نماینده کل بازار، بیشترین نفع را از سیاست‌های پولی انبساطی خواهند برد. از سوی دیگر، تخصیص بخشی از سرمایه به روایت‌های بنیادی قدرتمند و پرپتانسیل مانند بخش دارایی‌های واقعی (RWA) و زیرساخت‌های کلیدی لایه دوم که می‌توانند بازده بالاتری نسبت به کلیت بازار ایجاد کنند.

در نهایت، مدیریت ریسک باید در مرکز تمام تصمیمات قرار گیرد. با وجود سیگنال‌های مثبت، هیچ تضمینی برای واکنش دلخواه بازار به تصمیمات فدرال رزرو وجود ندارد. بنابراین، رصد مستمر شاخص‌های آنچین، مانند تغییر در موجودی کیف پول‌های بزرگ (نهنگ‌ها) و نسبت سود و زیان تحقق‌یافته، برای سنجش سلامت روند ضروری است. سرمایه‌گذار هوشمند در ماه اکتبر، کسی است که ضمن امیدواری به روندهای کلان، سبد خود را بر اساس قدرت بنیادین پروژه‌ها بنا کرده و همواره برای سناریوهای غیرمنتظره آماده باشد.

**قطب‌نمای بازار در ماه اکتبر (پیش‌بینی مبتنی بر شاخص‌های بنیادی)**

| شاخص کلیدی (چشم‌انداز اکتبر ۲۰۲۵) | سناریوی مورد انتظار (تحلیل بنیادی) | تاثیر بالقوه بر بازار |
|---|---|---|
| تصمیم نرخ بهره فدرال رزرو (FOMC) | احتمال بالا برای کاهش ۲۵ واحدی نرخ بهره | بسیار مثبت: افزایش نقدینگی و تقویت اشتهای ریسک‌پذیری، محرک اصلی برای رشد قیمت‌ها |
| نرخ پذیرش راه‌حل‌های لایه دوم (L۲s) | انتظار رشد پایدار در تعداد کاربران فعال و حجم تراکنش‌ها | مثبت: تقویت اکوسیستم اتریوم و افزایش اعتماد به زیرساخت‌های مقیاس‌پذیری |
| توسعه بخش دارایی‌های واقعی (RWA) | اعلام همکاری‌های جدید در پروتکل‌های مرتبط TVL و افزایش | بسیار مثبت: جذب سرمایه نهادی، افزایش پایداری بازده در دیفای و کاهش ریسک سیستمی |
| فعالیت در بخش بازی‌های بلاکچینی (GameFi) | افزایش فعالیت کاربران و معرفی بازی‌های جدید با نزدیک شدن به سه ماهه پایانی ۲۰۲۵ | مثبت: پتانسیل رشد انفجاری برای پروژه‌های موفق با اقتصاد توکنی قوی |
| شاخص‌های آنچین بیت‌کوین (عرضه در اختیار هولدرها) | ادامه روند انباشت توسط سرمایه‌گذاران بلندمدت | مثبت: کاهش فشار فروش و ایجاد یک کف حمایتی قوی برای قیمت |
| مقررات و قانون‌گذاری (رگولاتوری) | عدم انتظار برای تغییرات بزرگ و ناگهانی؛ ادامه روند قانون‌گذاری استیبل‌کوین‌ها | خنثی تا مثبت: افزایش شفافیت می‌تواند در بلندمدت به نفع بازار باشد |

# فرمانروایان میلیارد دلاری کریپتو

## تحلیلی از نقش و قدرت صرافی‌های متمرکز در بازار ارز دیجیتال

**گروه گزارش:** صرافی‌های متمرکز (CEX) در مقام بازارهای مالی سنتی در دنیای نوظهور رمزارزها عمل می‌کنند. این پلتفرم‌ها به عنوان یک واسطه قابل اعتماد، خریداران و فروشندگان دارایی‌های دیجیتال را به یکدیگر متصل کرده و بستری امن و کارآمد برای انجام معاملات فراهم می‌کنند.

درک ماهیت، کارکرد و نقش این صرافی‌ها برای هر فردی که قصد ورود به دنیای پرنوسان ارزهای دیجیتال را دارد، ضروری است. این گزارش به زبانی ساده و تحلیلی، چیستی این نهادهای مالی، سازوکارهای درآمدزایی، جایگاهشان در اکوسیستم کریپتو و نگاه سرمایه‌گذاران مختلف به آن‌ها را مورد واکاوی قرار می‌دهد.

### ماهیت و کارکرد اصلی صرافی‌های متمرکز

یک صرافی متمرکز در واقع شرکتی است که یک پلتفرم آنلاین برای خرید، فروش و مبادله رمزارزها ارائه می‌دهد. واژه «متمرکز» به این معناست که یک نهاد مرکزی (شرکت) کنترل کامل بر عملیات صرافی، از جمله نگهداری دارایی‌های کاربران، مدیریت سفارشات معاملاتی و تضمین امنیت پلتفرم را در دست دارد. این ساختار در تضاد با صرافی‌های غیرمتمرکز (DEX) است که در آن‌ها معاملات به صورت همتا به همتا و بدون نیاز به واسطه مرکزی انجام می‌شود.

کارکرد اصلی یک صرافی متمرکز، ایجاد یک بازار منظم و نقدشونده است. این صرافی‌ها با جمع‌آوری سفارشات خرید و فروش از هزاران کاربر، دفتری از سفارشات (Order Book) را تشکیل می‌دهند. زمانی که قیمت پیشنهادی یک خریدار با قیمت درخواستی یک فروشنده مطابقت پیدا کند، معامله به صورت خودکار انجام می‌شود.

این فرآیند که به آن «تطبیق سفارش» (Order Matching) می‌گویند، هسته اصلی فعالیت یک صرافی متمرکز است. علاوه بر این، صرافی‌های متمرکز مسئولیت حفاظت از دارایی‌های کاربران را نیز بر عهده دارند. آن‌ها دارایی‌ها را در کیف پول‌های دیجیتال خود (ترکیبی از کیف پول‌های گرم و سرد) نگهداری می‌کنند و با به‌کارگیری تدابیر امنیتی پیشرفته، سعی در جلوگیری از هک و سرقت دارند.

### درآمدزایی؛ موتور محرک صرافی

صرافی‌های متمرکز مدل‌های درآمدی متنوعی دارند که به آن‌ها اجازه می‌دهد به فعالیت خود ادامه داده و سودآوری داشته باشند. اصلی‌ترین منبع درآمد این پلتفرم‌ها، کارمزد معاملات است. به ازای هر معامله‌ای که در صرافی انجام می‌شود، درصدی ناچیز (معمولا کمتر از ۰.۱ تا ۰.۵ درصد) از حجم معامله به عنوان کارمزد از خریدار و فروشنده (که به ترتیب Maker و Taker نامیده می‌شوند) دریافت می‌شود. با توجه به حجم میلیاردها دلاری معاملات روزانه در صرافی‌های بزرگ، همین درصدهای کوچک به ارقام قابل توجهی تبدیل می‌شوند.

منبع درآمد مهم دیگر، کارمزد لیست کردن پروژه‌ها (Listing Fees) است. پروژه‌های جدید رمزارزی برای اینکه توکن خود را در یک صرافی معتبر لیست کرده و در معرض دید میلیون‌ها کاربر قرار دهند، حاضر به پرداخت مبالغ هنگفتی هستند. کارمزد برداشت (Withdrawal Fees) نیز بخش دیگری از درآمد را تشکیل می‌دهد؛ زمانی که کاربر قصد دارد دارایی دیجیتال خود را از صرافی به کیف پول شخصی منتقل کند، مبلغی برای پوشش هزینه‌های تراکنش شبکه از او دریافت می‌شود.

علاوه بر این موارد، ارائه خدمات جانبی مانند معاملات مارجین (Margin Trading) و معاملات آتی (Futures Trading) که در آن‌ها صرافی به کاربران اعتبار معاملاتی (اهرم) می‌دهد و در ازای آن کارمزد دریافت می‌کند، و همچنین خدماتی چون استیکینگ (Staking) و وام‌دهی (Lending)، جریان‌های درآمدی پایداری را برای این غول‌های مالی دیجیتال ایجاد کرده‌اند.

### جایگاه در اکوسیستم و حجم معاملات

صرافی‌های متمرکز بدون شک ستون فقرات بازار رمزارزها هستند. اکثریت قاطع حجم معاملات روزانه در این پلتفرم‌ها انجام می‌شود. این صرافی‌ها با ارائه رابط کاربری ساده، نقدینگی بالا و سرعت بالای انجام معاملات، دروازه اصلی ورود کاربران جدید به دنیای کریپتو محسوب می‌شوند.

بر اساس داده‌های موجود، حجم معاملات روزانه در بازار اسپات (Spot Market)، که در آن دارایی‌ها به صورت آنی خرید و فروش می‌شوند، در صرافی‌های متمرکز برتر جهان به ده‌ها میلیارد دلار می‌رسد. این رقم در بازار مشتقه (Derivatives Market)، که شامل قراردادهای آتی و اختیار معامله است، بسیار بزرگتر بوده و روزانه صدها میلیارد دلار را جابجا می‌کند. این حجم عظیم نقدینگی، صرافی‌های متمرکز را به بازیگران اصلی تعیین قیمت و جهت‌گیری بازار تبدیل کرده است.

### دیدگاه سرمایه‌گذاران و مدیریت ریسک

سرمایه‌گذاران شخصی و نهادی با دیدگاه‌ها و ملاحظات متفاوتی از صرافی‌های متمرکز استفاده می‌کنند. برای یک سرمایه‌گذار شخصی یا خرد، سهولت استفاده، پشتیبانی از رمزارزهای متنوع و کارمزدهای پایین از اهمیت بالایی برخوردار است. این دسته از معامله‌گران اغلب با سرمایه‌های کوچکتر وارد بازار شده و به دنبال کسب سود از نوسانات کوتاه‌مدت قیمت هستند.

ریسک‌های بزرگی که این افراد با آن مواجه‌اند شامل نوسانات شدید بازار، تصمیم‌گیری‌های هیجانی و انتخاب پروژه‌های پرریسک است. بسیاری از آن‌ها با استفاده از تحلیل تکنیکال و دنبال کردن اخبار و روندهای بازار، سعی در پیش‌بینی قیمت‌ها دارند. بازنده شدن در این بازی، نتیجه ورود به معاملات بدون دانش کافی، استفاده از اهرم‌های بالا بدون مدیریت ریسک و طمع برای کسب سودهای یک شبه است. در مقابل، برندگان کسانی هستند که با مطالعه، صبر و داشتن یک استراتژی معاملاتی مشخص، ریسک خود را مدیریت کرده و از فرصت‌های بازار بهره می‌برند.

از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بزرگ، با نگاهی کاملا متفاوت به صرافی‌های متمرکز می‌نگرند. برای آن‌ها، مسائلی چون امنیت دارایی‌ها، عمق نقدینگی (امکان انجام معاملات بزرگ بدون تاثیر شدید بر قیمت) و انطباق با مقررات در اولویت است.

این نهادها از ابزارهای پیچیده‌تری مانند معاملات الگوریتمی و قراردادهای مشتقه برای مدیریت ریسک و اجرای استراتژی‌های خود استفاده می‌کنند. ریسک‌های بزرگی که متوجه این گروه است، بیشتر به امنیت سایبری پلتفرم، ریسک‌های نظارتی (Regulatory Risks) و مشکلات نقدینگی در شرایط بحرانی بازار مربوط می‌شود.

آن‌ها با تنوع‌بخشی به سبد دارایی خود و استفاده از استراتژی‌های پوشش ریسک، سعی در به حداقل رساندن ضررهای احتمالی دارند. برنده شدن برای این گروه به معنای کسب بازده پایدار و مدیریت شده است، در حالی که بازنده شدن می‌تواند ناشی از یک شکست امنیتی بزرگ در صرافی یا تغییرات ناگهانی در قوانین و مقررات باشد.

در نهایت، صرافی‌های متمرکز با تمام مزایا و معایب خود، نقشی انکارناپذیر در رشد و توسعه اکوسیستم رمزارزها ایفا کرده‌اند. آن‌ها با فراهم کردن بستری آشنا و کارآمد، پلی میان دنیای مالی سنتی و اقتصاد دیجیتال نوین ایجاد کرده‌اند. با این حال، ریسک‌های مرتبط با تمرکز، مانند احتمال هک، سانسور و مدیریت غیرشفاف، همواره به عنوان یک دغدغه جدی مطرح بوده و زمینه را برای رشد و توسعه جایگزین‌های غیرمتمرکز فراهم کرده است.

آینده بازار به احتمال فراوان، ترکیبی از هر دو مدل خواهد بود، جایی که کاربران می‌توانند بر اساس نیازها و سطح ریسک‌پذیری خود، بهترین پلتفرم را برای فعالیت انتخاب کنند.

**مقایسه رویکرد سرمایه‌گذاران شخصی و نهادی در استفاده از صرافی‌های متمرکز (CEX)**

| ویژگی / نوع سرمایه‌گذار | سرمایه‌گذار نهادی | سرمایه‌گذار شخصی |
|---|---|---|
| هدف اصلی | مدیریت پورتفولیو<br>پوشش ریسک (Hedging)، آربیتراژ | کسب سود سریع، نوسان‌گیری<br>سرمایه‌گذاری بلندمدت |
| ابزار مورد استفاده | معاملات اسپات، معاملات مشتقه<br>(فیوچرز)، ابزارهای الگوریتمی | معاملات اسپات<br>معاملات مارجین با اهرم پایین |
| ملاحظات کلیدی | امنیت بالا (حضانت)،<br>عمق نقدینگی، انطباق با مقررات | سادگی استفاده، کارمزد پایین<br>تنوع رمزارزها |
| ریسک‌پذیری | مدیریت شده<br>(استفاده از استراتژی‌های پیچیده<br>برای کنترل ریسک) | بالا (تمایل به ریسک‌های بزرگ<br>برای سودهای کلان) |
| نحوه تحلیل | تحلیل فاندامنتال، مدل‌های کمی<br>پیچیده، تحلیل داده‌های<br>درون زنجیره‌ای | تحلیل تکنیکال ساده، دنبال کردن<br>روندهای شبکه‌های اجتماعی |



# فرمول گاوبازها

## چرا سرمایه‌های کوچک شانس برنده شدن دارند؟

**مقایسه تفاوت‌های کلیدی بازارهای گاوی در دو حوزه کریپتو و سهام**

| ویژگی | بازار گاوی سهام | بازار گاوی کریپتو |
|---|---|---|
| طول دوره متوسط | طولانی‌تر (معمولا چندین سال تا بیش از یک دهه) | کوتاه‌تر (معمولا ۱ تا ۳ سال) |
| سرعت و شتاب رشد | تدریجی و با شیب ملایم‌تر | بسیار سریع و انفجاری |
| پتانسیل سودآوری | متوسط تا بالا (رشدهای چند ده تا چند صد درصدی) | بسیار بالا (رشدهای چند هزار درصدی) |
| میزان نوسان و اصلاح | کمتر (اصلاح‌های ۱۰-۲۰ درصد قابل توجه تلقی می‌شود) | بسیار شدید (اصلاح‌های ۲۰-۴۰ درصد امری عادی است) |
| محرک اصلی | رشد اقتصادی سودآوری شرکت‌ها سیاست‌های پولی | نوآوری‌های تکنولوژیک پذیرش عمومی و رویدادهاوینگ |
| ساعات فعالیت بازار | محدود به ساعات کاری روزهای غیرتعطیل | ۲۴ ساعت شبانه‌روز ۷ روز هفته |

بـازار گاوی یـا «Bull Market» در دنیای مالی، به دوره‌ای اطلاق می‌شـود که در آن قیمـت دارایی‌هـا در یک بازار خاص، شـاهد رشـد پایدار و قابل توجهی اسـت و خوش‌بینـی و اعتماد در میان سـرمایه‌گذاران موج می‌زند. این اصطلاح که از نحوه حمله گاو و شـاخ زدن به سـمت بالا الهام گرفته شـده، نمـادی از حرکت صعودی قیمت‌ها است.

هرچند این مفهوم در تمام بازارهای مالی از سهام و کالا گرفته تا املاک و مستغلات کاربرد دارد، اما بازار گاوی در دنیای ارزهای دیجیتال (کریپتوکارنسـی) دارای ماهیت، دینامیک و ویژگی‌های منحصربه‌فردی است که آن را به پدیده‌ای کاملا متمایز تبدیل می‌کند. این گزارش به تحلیلی تخصصی اما همه‌فهم از چیستی بازار گاوی در قلمرو کریپتو، تفاوت‌های بنیادین آن با بازارهای سنتی و نقش آن در خلق ثروت‌های عظیم در هزاره جدید می‌پردازد.

### تفاوت‌های بنیادین: سرعت، نوسان و سودآوری

اولین و بارزترین تفاوت بازارگاوی کریپتو با بازارهای سنتی مانند بورس اوراق بهادار، در سـرعت و شـدت آن نهفته اسـت. بازارهای گاوی در بورس معمولا طی چندین سـال و به صورت تدریجی شـکل می‌گیرند و تحت تاثیر چرخه‌های اقتصادی کلان، گزارش‌های درآمدی شرکت‌ها و سیاست‌های پولی دولت‌ها قرار دارند.

این روند اغلب کند و با شـیب ملایم‌تری همراه اسـت. در مقابل، بازارگاوی کریپتو بـه دلیل ماهیـت ۲۴ساعته و ۷ روز هفته بودن بـازار، عدم وجـود محدودیت دامنه نوسـان، و جریان سـریع اطلاعات در شبکه‌های اجتماعی، با سرعت و شتابی سرسام‌آور رخ می‌دهد.

رشدی که در بازار سهام ممکن است یک دهه به طول انجامد، در دنیای کریپتو گاهی در کمتر از یک سال محقق می‌شود. این ویژگی، سودآوری بالقوه بسیار بالاتری را نیز به همراه دارد. در حالی که یک بازار گاوی قدرتمند در بورس ممکن است بازده چند ده درصدی یا در موارد استثنایی چند صد درصدی را در یک سال به ارمغان بیاورد، در چرخه‌های صعودی کریپتو، بازده‌های هزاران درصدی برای بسـیاری از دارایی‌ها، امری دور از ذهن نیست. این پتانسیل سودآوری نجومی، یکی از اصلی‌ترین دلایل جذب سرمایه‌گذاران جسور به این حوزه است.

با این حال، این سرعت و سودآوری بالا، روی دیگری نیز دارد: نوسانات شدید. بازار کریپتو به مراتب بی‌ثبات‌تر از بازار سـهام اسـت. در یک روند صعودی، اصلاح‌های قیمتی ۲۰ تا ۴۰ درصدی کاملا معمول اسـت؛ موضوعی که در بازار سـهام می‌تواند نشـانه‌ای از آغاز یک بحران تلقی شـود. این نوسانات شدید، ریسک سرمایه‌گذاری را به شـدت افزایش می‌دهد و نیازمند آمادگی روانی و اسـتراتژی مدیریت ریسک متفاوتی از سوی فعالان بازار است.

درجـدول به صورت تحلیلی، برخی از تفاوت‌هـای کلیدی بازارهای گاوی در دو حوزه کریپتو و سهام را مقایسه می‌کند.

### پیچیدگی منحصربه‌فرد: تاثیرهاوینگ بیت‌کوین

یکی از مهم‌ترین عواملی که بازار گاوی کریپتو را از سـایر بازارها متمایز و پیچیده‌تر می‌کنـد، پدیده‌ای به نام‌هاوینگ بیت‌کوین (Bitcoin Halving) اسـت. بیت‌کوین به عنوان رهبر بازار کریپتو، دارای یک سیاسـت پولی از پیش تعیین‌شده در کدهای برنامه‌نویسی خود است.

بر اساس این کد، پاداشی که استخراج‌کنندگان (ماینرها) در ازای تایید تراکنش‌ها و افزودن یک بلاک جدید به زنجیره (بلاکچین) دریافت می‌کنند، تقریبا هر چهار سـال یک‌بار نصف می‌شود. این فرآیند که «هاوینگ» نام دارد، عرضه بیت‌کوین‌های جدید به بازار را به صورت برنامه‌ریزی‌شده کاهش می‌دهد.

مفهوم‌هاوینـگ از قانون سـاده عرضه و تقاضا پیروی می‌کنـد. اگر تقاضا برای یک دارایی ثابت بماند یا افزایش یابد، اما عرضه آن به طور ناگهانی نصف شود، قیمت آن دارایـی به طور طبیعی تمایـل به افزایش خواهد داشـت. از لحاظ تاریخی، هر سـه‌هاوینگ قبلی بیت‌کوین (در سال‌های ۲۰۱۲، ۲۰۱۶ و ۲۰۲۰) به عنوان کاتالیزوری برای آغاز یک بازار گاوی بزرگ عمل کرده‌اند.

ایـن رویداد، یک شـوک عرضه قابل پیش‌بینـی را به سیسـتم وارد می‌کند که در هیچ بازار مالی سـنتی دیگری مشـابه آن وجود ندارد. در حالی که بازارهای سـهام به تصمیمات غیرقابل پیش‌بینی بانک‌های مرکزی و دولت‌ها وابسته‌اند، بازارکریپتو دارای یک ساعت شمار معکوس اقتصادی در درون خود است که چرخه‌های آن را تا حد زیادی شکل می‌دهد. این پیچیدگی موجب می‌شود که تحلیل بازارکریپتو صرفا بر اساس شاخص‌های اقتصادی سنتی، ناکافی باشد و نیازمند درک عمیق از پویایی‌های داخلی این اکوسیستم، به ویژه تأثیرات روان‌شناختی و اقتصادی‌هاوینگ باشد.

### خلق ثروت در عصر دارایی‌های دیجیتال

بازارهـای گاوی کریپتو در یک دهه گذشـته، به موتور بی‌بدیلـی برای خلق ثروت تبدیل شـده‌اند. این چرخه‌های صعودی، ثروت را به شـیوه‌ای دموکراتیک‌تر و با سرعتی بی‌سـابقه بازتوزیع کرده‌اند. برخلاف بازارهای سنتی که اغلب تحت سلطه سـرمایه‌گذاران نهـادی و افراد ثروتمند هسـتند، بازار کریپتو به دلیل دسترسـی آسـان و نیاز به سـرمایه اولیه کمتر، به افراد عادی از سراسـر جهان این امکان را داده اسـت که با سـرمایه‌گذاری‌های به موقع در پروژه‌های نوآورانه، به استقلال مالی دسـت یابند. داسـتان‌های افرادی که با سـرمایه‌های اندک بـه ثروت‌های میلیونی رسـیده‌اند، در هر چرخه گاوی تکرار می‌شود و الهام‌بخش نسل جدیدی از سرمایه‌گذاران دیجیتال است.

ایـن خلق ثـروت تنها بـه بیت‌کوین محدود نمی‌شـود. در طول یک بـازارگاوی، پدیده‌ای به نـام «فصل آلت‌کوین‌هـا» (Altcoin Season) نیز رخ می‌دهد که در آن، سـرمایه و سـود حاصل از رشـد بیت‌کوین به سمت سـایر ارزهای دیجیتال (آلت‌کوین‌ها) سرازیر می‌شود و باعث رشدهای انفجاری در پروژه‌های مرتبط با امور مالـی غیرمتمرکـز (DeFi)، توکن‌های غیرمثلی (NFT) و سـایر فناوری‌های نوظهور بلاکچین می‌شـود. این دینامیک، فرصت‌های بی‌شـماری برای کسـب سـودهای کلان ایجاد می‌کند و اکوسیسـتم کریپتو را به بسـتری زنـده و پویا برای نوآوری و سـرمایه‌گذاری تبدیل کرده اسـت. در واقع، بازارگاوی کریپتـو نه فقط یک پدیده مالی، بلکه یک پدیده فرهنگی و اجتماعی اسـت که در حال تغییر نگرش جهانیان به مفاهیم پول، مالکیت و سـرمایه‌گذاری اسـت و چشـم‌انداز جدیـدی از آینده اقتصاد دیجیتال را ترسیم می‌کند.

# نبض درآمد در استخرها

## راهنمای کسب درآمد قابل پیش‌بینی در بازار غیرقابل پیش‌بینی ارزهای دیجیتال



در روزهای آغازین بیت‌کوین، هر فردی با یک کامپیوتر خانگی قدرتمند می‌توانست به تنهایی یک بلاک جدید به زنجیره اضافه کرده و پاداش آن را که ده‌ها بیت‌کوین بود، دریافت کند. این فرآیند که «استخراج» یا ماینینگ نام دارد، شبیه به یک رقابت بزرگ برای حل یک معمای پیچیده ریاضی است. اما با گذشت زمان و افزایش چشمگیر تعداد ماینرها در سراسر جهان، سختی این معما به حدی افزایش یافت که شانس یک ماینر انفرادی برای حل آن و کسب پاداش، به شانس برنده شدن در یک قرعه‌کشی بزرگ جهانی کاهش یافت. در چنین شرایطی، مفهومی به نام «استخر استخراج» (Mining Pool) متولد شد تا این بازی را از یک رقابت انفرادی و مبتنی بر شانس، به یک فعالیت گروهی و با درآمد قابل پیش‌بینی تبدیل کند.

استخر استخراج در واقع یک سرور متمرکز است که قدرت پردازش (معروف به نرخ هش یا Hash Rate) هزاران ماینر از سراسر جهان را با یکدیگر تجمیع می‌کند. این قدرت محاسباتی عظیم، شانس جمعی این گروه را برای حل معما و یافتن بلاک بعدی به شدت افزایش می‌دهد. وقتی استخر موفق به یافتن یک بلاک می‌شود، پاداش آن (که شامل کوین‌های تازه ضرب شده و کارمزد تراکنش‌هاست) را دریافت کرده و سپس آن را متناسب با سهم هر ماینر از قدرت پردازشی که در اختیار استخر قرار داده، بین اعضا توزیع می‌کند. استخر نیز در ازای این هماهنگی و مدیریت، کارمزد اندکی (معمولا بین ۱ تا ۳ درصد) از پاداش را برای خود برمی‌دارد. این مدل، ریسک ماینرها را کاهش داده و به جای انتظار طولانی‌مدت برای یک پاداش بزرگ و نامعلوم، درآمدی مستمر و خرد را برایشان به ارمغان می‌آورد.

### مقایسه رویکرد سرمایه‌گذاران شخصی و نهادی در استفاده از صرافی‌های متمرکز (CEX)

| ویژگی | سرمایه‌گذار نهادی (Institutional Investor) | سرمایه‌گذار خرد (Retail Investor) |
|---|---|---|
| روش ورود | خرید سهام شرکت‌های استخراج سهامی عام یا سرمایه‌گذاری خطرپذیر در مزارع استخراج | خرید و راه‌اندازی مستقیم دستگاه‌های ماینر و اتصال به استخر |
| مقیاس سرمایه | میلیون‌ها تا میلیاردها دلار | چند صد تا چند ده هزار دلار |
| ریسک اصلی | ریسک‌های قانونی و نظارتی، نوسانات بازار سهام، استراتژی‌های کلان شرکت | خرابی سخت‌افزار، هزینه‌های غیرقابل پیش‌بینی برق، نوسانات کوتاه‌مدت |
| هدف اصلی | تنوع‌بخشی به سبد دارایی، کسب سود از رشد یک صنعت نوظهور، پوشش ریسک تورم | ایجاد یک جریان درآمدی جانبی و مستمر |
| پیچیدگی عملیاتی | پایین (سرمایه‌گذاری غیرفعال و واگذاری مدیریت به مدیران شرکت) | بالا (نیاز به دانش فنی برای نگهداری و بهینه‌سازی تجهیزات) |
| افق زمانی | بلندمدت (رشد پایدار صنعت و افزایش ارزش سهام) | کوتاه‌مدت تا میان‌مدت (بازگشت سرمایه تجهیزات) |

### تاثیر استخراج بر پویایی قیمت در بازار

رابطه بین فعالیت استخرهای استخراج و قیمت رمزارزها، رابطه‌ای چندوجهی و غیرمستقیم است. بزرگترین و مستقیم‌ترین تاثیر آن‌ها از طریق «فشار فروش» (Selling Pressure) اعمال می‌شود. استخرهای بزرگ روزانه مقادیر قابل توجهی کوین تازه استخراج شده دریافت می‌کنند.

این نهادها برای پوشش هزینه‌های عملیاتی عظیم خود، از جمله قبوض سرسام‌آور برق، نگهداری تجهیزات و پرداخت سهم ماینرها (که بسیاری از آن‌ها ترجیح می‌دهند درآمد خود را به پول نقد تبدیل کنند)، مجبور به فروش بخش قابل توجهی از این کوین‌ها در بازار آزاد هستند.

این فروش مستمر و برنامه‌ریزی شده، یک عرضه دائمی در بازار ایجاد می‌کند که می‌تواند از رشد انفجاری قیمت جلوگیری کرده یا در دوره‌های رکود، به کاهش بیشتر آن دامن بزند. در واقع، ماینرها و استخرها بزرگترین منبع طبیعی عرضه کوین‌های جدید به بازار هستند و رفتار فروش آن‌ها یک متغیر کلیدی برای تحلیلگران بازار محسوب می‌شود.

از سوی دیگر، تمرکز قدرت هش در چند استخر بزرگ، ریسکی به نام «حمله ۵۱ درصدی» را مطرح می‌کند. اگر یک استخر یا ائتلافی از استخرها بتوانند بیش از نیمی از قدرت پردازش شبکه را کنترل کنند، از نظر تئوری قادر خواهند بود تراکنش‌ها را دستکاری کرده و اعتبار شبکه را زیر سوال ببرند.

هرچند وقوع چنین حمله‌ای به دلیل هزینه‌های هنگفت و پیامدهای منفی برای خود مهاجمان بعید است، اما حتی شایعه یا ترس از آن می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را خدشه‌دار کرده و منجر به سقوط شدید قیمت شود. بنابراین، توزیع قدرت هش در میان استخرهای مختلف، یک شاخص

مهم برای سنجش سلامت و امنیت یک شبکه بلاکچین است.

### نقش استخرها در تأمین مالی پروژه‌ها و استقبال نهادی

فراتر از نقش کلاسیک خود در استخراج بیت‌کوین، استخرها به ابزاری استراتژیک برای تأمین مالی و تضمین امنیت پروژه‌های نوظهور مبتنی بر الگوریتم اثبات کار (Proof of Work) تبدیل شده‌اند. زمانی که یک پروژه جدید رمزارزی راه‌اندازی می‌شود، یکی از بزرگترین چالش‌های آن، جذب ماینرها برای امن کردن شبکه است.

بدون قدرت هش کافی، شبکه در برابر حملات آسیب‌پذیر خواهد بود. در اینجا، پروژه‌ها می‌توانند با استخرهای استخراج بزرگ وارد همکاری شوند و با ارائه مشوق‌های اضافی، آن‌ها را ترغیب به تخصیص بخشی از قدرت محاسباتی خود به شبکه جدید کنند. این کار نه فقط امنیت اولیه پروژه را تضمین می‌کند، بلکه با لیست شدن کوین جدید در یک استخر معتبر، به بازاریابی و افزایش آگاهی از آن پروژه نیز کمک شایانی می‌کند.

برخی پروژه‌ها نیز استخرهای استخراج اختصاصی خود را راه‌اندازی می‌کنند و درآمد حاصل از استخراج را مستقیم صرف هزینه‌های توسعه، تحقیق و بازاریابی پروژه می‌کنند. این روش، یک منبع درآمدی پایدار و غیرمتمرکز برای تیم توسعه‌دهنده فراهم می‌کند.

روند سرمایه‌گذاری در این حوزه نیز از یک فعالیت فردی و علاقه‌مندانه به یک صنعت تمام‌عیار با حضور پررنگ سرمایه‌گذاران نهادی تبدیل شده است. در گذشته، سرمایه‌گذاری در استخراج به معنای خرید چند دستگاه ماینر و اتصال آن به یک استخر بود. اما امروز، شاهد ظهور شرکت‌های استخراج سهامی عام (مانند Marathon Digital Holdings و Riot Platforms) هستیم که در بورس‌های معتبر جهانی معامله می‌شوند.

سرمایه‌گذاران نهادی، از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های پوشش ریسک، به جای خرید مستقیم رمزارز که با چالش‌های قانونی و نگهداری روبه‌روست، ترجیح می‌دهند سهام این شرکت‌های استخراج را خریداری کنند.

این کار به آن‌ها امکان می‌دهد تا به صورت غیرمستقیم از رشد بازار رمزارزها بهره‌مند شوند، در حالی که در یک شرکت با ساختار سنتی، دارایی‌های فیزیکی (دستگاه‌های ماینر) و جریان درآمدی مشخص (پاداش استخراج) سرمایه‌گذاری کرده‌اند. این رویکرد، استخراج را از یک حوزه فنی و زیرزمینی به یک بخش صنعتی قابل سرمایه‌گذاری و شفاف تبدیل کرده است.

در جدول، رویکردهای متفاوت سرمایه‌گذاران خرد و نهادی به این حوزه مقایسه شده است.

### استخر؛ ستون استراتژیک اکوسیستم

در نهایت، استخرهای استخراج از یک راهکار ساده برای دموکراتیزه کردن فرآیند ماینینگ، به ستون‌های اصلی زیرساخت اقتصادی دنیای رمزارزها تبدیل شده‌اند. آن‌ها نه تنها درآمدزایی را برای میلیون‌ها نفر ممکن کرده، بلکه به عنوان بازیگرانی کلیدی در تعیین نقدینگی بازار، امنیت شبکه‌ها و کانالی برای ورود سرمایه‌های عظیم نهادی به این اکوسیستم نوپا عمل می‌کنند. آینده این صنعت بدون شک با افزایش نظارت‌های قانونی و رقابت شدیدتر همراه خواهد بود، اما نقش محوری استخرها در تضمین عملکرد شبکه‌های اثبات کار، همچنان غیرقابل انکار باقی خواهد ماند.




# دفتر سفارش؛ جنگ قدرت در چند میلی‌ثانیه

## نگاهی عمیق به میدان نبرد خریداران و فروشندگان

پیام عابدی
روزنامه‌نگار

دفتر سفارش یا Order Book، در قلب تپنده بازارهای مالی مدرن، از وال استریت گرفته تا صرافی‌های ارز دیجیتال، قرار دارد. این ابزار، که در نگاه اول ممکن است لیستی ساده از اعداد و ارقام به نظر برسد، در واقع یک سیستم پویا و پیچیده برای ثبت و ساماندهی تمام سفارش‌های خرید و فروش یک دارایی خاص در یک بازار مشخص است.

ماهیت وجودی آن، ایجاد شفافیت و فراهم کردن بستری برای کشف قیمت بر اساس عرضه و تقاضای واقعی است. درک عمیق چیستی و کارکرد دفتر سفارش، نه فقط برای معامله‌گران حرفه‌ای، بلکه برای هر فردی که قصد ورود به دنیای سرمایه‌گذاری را دارد، یک ضرورت انکارناپذیر است. این گزارش به زبانی ساده و تحلیلی، ماهیت، کارکردها، روش‌های تحلیل و دیدگاه‌های مختلف پیرامون این ابزار حیاتی را در بستر بازارهای ارز دیجیتال بررسی می‌کند.

### ماهیت و چیستی دفتر سفارش

دفتر سفارش یک لیست الکترونیک دوطرفه است. یک سمت به سفارش‌های خرید (Bid) و سمت دیگر به سفارش‌های فروش (Ask) اختصاص دارد. هر ردیف در این لیست نشان‌دهنده یک سفارش در یک قیمت مشخص (Price Level) و حجم معینی از آن دارایی (Volume/Amount) است.

ستون خرید، بالاترین قیمتی را که یک خریدار مایل به پرداخت است در صدر لیست نشان می‌دهد و به ترتیب نزولی مرتب می‌شود. در مقابل، ستون فروش، پایین‌ترین قیمتی را که یک فروشنده حاضر به پذیرش آن است در ابتدای لیست نمایش می‌دهد و به صورت صعودی مرتب می‌شود.

این ساختار، اختلاف قیمت بین بالاترین پیشنهاد خرید و پایین‌ترین پیشنهاد فروش

را که به آن «اسپرد» (Spread) می‌گویند، به وضوح نمایان می‌سازد. اسپرد کوچک، نشان‌دهنده نقدینگی بالا و توافق بیشتر بر سر قیمت است، در حالی که اسپرد بزرگ، از نقدینگی کمتر وعدم قطعیت در بازار حکایت دارد.

نمونه ساده شده دفتر سفارش بیت‌کوین (BTC/USDT)

| سفارش فروش (Ask) | | سفارش خرید (Bid) | |
|---|---|---|---|
| قیمت (USDT) | مقدار (BTC) | قیمت (USDT) | مقدار (BTC) |
| ۶۸,۲۰۰ | ۱.۲۰ | ۹۸,۱۵۰ | ۰.۵۲ |
| ۶۸,۲۱۰ | ۰.۷۵ | ۹۸,۱۴۰ | ۱.۱۵ |
| ۶۸,۲۳۰ | ۳.۱۰ | ۹۸,۱۲۰ | ۲.۳۰ |

نقش اصلی دفتر سفارش، ساماندهی معاملات است. هنگامی که یک سفارش جدید ثبت می‌شود، این سیستم به طور خودکار به دنبال تطبیق آن با سفارش‌های موجود در سمت مقابل می‌گردد. اگر یک سفارش خرید با قیمتی برابر یا بالاتر از پایین‌ترین قیمت فروش ثبت شود، معامله فورا انجام می‌شود.

به همین ترتیب، اگر یک سفارش فروش با قیمتی برابر یا پایین‌تر از بالاترین قیمت خرید وارد شود، تطبیق و معامله صورت می‌گیرد. این فرآیند تطبیق (Matching Engine) که هسته مرکزی هر صرافی است، به طور مداوم و با سرعت بسیار بالا در حال پردازش هزاران سفارش در ثانیه است و از این طریق، جریان روان معاملات را تضمین می‌کند.

درآمدزایی صرافی‌ها نیز مستقیم با همین فرآیند گره خورده است؛ آن‌ها با دریافت کارمزد (Fee) از هر معامله‌ای که در بستر دفتر سفارش آن‌ها انجام می‌شود، کسب درآمد می‌کنند. بنابراین، حجم بالاتر معاملات که ناشی از یک دفتر سفارش عمیق و کارآمد است، به معنای درآمد بیشتر برای صرافی خواهد بود.

## کارکرد در صرافی‌های متمرکز (CEX) و غیرمتمرکز (DEX)

در صرافی‌های متمرکز مانند بایننس یا کوین‌بیس، دفتر سفارش توسط یک نهاد مرکزی مدیریت می‌شود. این صرافی‌ها به عنوان امین دارایی‌های کاربران عمل کرده و مسئولیت اجرای صحیح و سریع معاملات را بر عهده دارند. دفتر سفارش در این پلتفرم‌ها بسیار سریع، عمیق و کارآمد است و به دلیل حجم بالای کاربران، نقدینگی فوق‌العاده‌ای را فراهم می‌کند. این به معامله‌گران اجازه می‌دهد تا حجم‌های بزرگی از دارایی را بدون تاثیر شدید بر قیمت بازار (Slippage) معامله کنند.

در مقابل، صرافی‌های غیرمتمرکز (DEX) که بر بستر بلاکچین و قراردادهای هوشمند عمل می‌کنند، رویکردهای متفاوتی دارند. برخی از صرافی‌های غیر متمرکز اولیه تلاش کردند تا مدل دفتر سفارش سنتی را روی بلاکچین پیاده‌سازی کنند، اما به دلیل محدودیت‌های سرعت و هزینه تراکنش در شبکه‌های بلاکچینی، با چالش‌های جدی روبه‌رو شدند.

امروزه، اکثر صرافی‌های غیر متمرکز محبوب مانند یونی سواپ (Uniswap) از مدلی به نام بازارساز خودکار (AMM) استفاده می‌کنند که در آن نیازی به دفتر سفارش مستقیم نیست و قیمت‌گذاری از طریق استخرهای نقدینگی و فرمول‌های ریاضی انجام می‌شود. با این حال، برخی صرافی‌های غیر متمرکز جدیدتر و پیشرفته‌تر مانند dYdX یا Serum (بر بستر بلاکچین‌های سریع‌تر)، مدل دفتر سفارش روی زنجیره (On-chain Order Book) یا ترکیبی را با موفقیت پیاده‌سازی کرده‌اند که شفافیت بلاکچین را با کارایی دفتر سفارش سنتی ترکیب می‌کند. تفاوت اصلی در این است که در مدل صرافی‌های متمرکز، شما به نهاد مرکزی اعتماد می‌کنید، اما در صرافی‌های غیر متمرکز با دفتر سفارش، اعتماد شما به کد و قرارداد هوشمند است.

## تحلیل دفتر سفارش؛ خواندن ذهن بازار

تحلیل دفتر سفارش، هنری است که به معامله‌گران اجازه می‌دهد تا دینامیک کوتاه‌مدت عرضه و تقاضا را درک کنند. یکی از ابتدایی‌ترین روش‌ها، تحلیل «عمق بازار» (Market Depth) است. عمق بازار به مجموع حجم سفارش‌های خرید و فروش در قیمت‌های مختلف اشاره دارد.

یک دفتر سفارش «عمیق» به این معناست که حجم زیادی از سفارش‌ها در نزدیکی قیمت فعلی بازار وجود دارد. این موضوع نشان‌دهنده نقدینگی بالا و پایداری قیمت است. در چنین بازاری، یک سفارش بزرگ به سختی می‌تواند قیمت را به طور قابل توجهی جابجا کند.

یکی دیگر از روش‌های تحلیلی، شناسایی «دیوارهای خرید و فروش» (Buy/Sell Walls) است. این دیوارها، سفارش‌های بسیار بزرگی هستند که در یک سطح قیمتی خاص قرار گرفته و مانند یک سد روانی و واقعی عمل می‌کنند و مانع از عبور قیمت از آن سطح می‌شوند.

معامله‌گران این دیوارها را به عنوان سطوح حمایت (دیوار خرید) یا مقاومت (دیوار فروش) مهم تلقی می‌کنند. با این حال، باید هوشیار بود، زیرا گاهی این دیوارها توسط بازیگران بزرگ برای فریب بازار و ایجاد تصور غلط از عرضه یا تقاضا ایجاد می‌شوند؛ پدیده‌ای که به آن «جعل» (Spoofing) می‌گویند.

## دیدگاه سرمایه‌گذاران نهادی و شخصی

سرمایه‌گذاران شخصی (Retail Investors) معمولا از دفتر سفارش برای تصمیم‌گیری‌های تاکتیکی و کوتاه‌مدت استفاده می‌کنند. آن‌ها به دنبال شناسایی سطوح حمایت و مقاومت فوری، درک احساسات کوتاه‌مدت بازار و تصمیم‌گیری برای ورود یا خروج از یک معامله بر اساس جریان سفارش‌ها هستند. یک معامله‌گر روزانه ممکن است با دیدن تقویت سفارش‌های خرید، وارد یک موقعیت خرید شود، با این امید که قیمت افزایش یابد.

در مقابل، سرمایه‌گذاران نهادی (Institutional Investors) نگاهی بسیار پیچیده‌تر و محتاطانه‌تر به دفتر سفارش دارند. برای آن‌ها، بزرگترین چالش، اجرای سفارش‌های بسیار بزرگ بدون ایجاد لغزش قیمت و جلب توجه بازار است. آن‌ها از الگوریتم‌های معاملاتی پیشرفته‌ای مانند TWAP (میانگین وزنی زمانی قیمت) یا VWAP (میانگین وزنی حجمی قیمت) استفاده می‌کنند که سفارش بزرگ آن‌ها را به صدها یا هزاران سفارش کوچکتر تقسیم کرده و در طول زمان در دفتر سفارش توزیع می‌کند تا کمترین تاثیر را بر بازار بگذارد.

آن‌ها همچنین دفتر سفارش را برای شناسایی «شکارچیان نقدینگی» (Liquidity Hunters) و الگوریتم‌های دیگر تحلیل می‌کنند تا استراتژی‌های خود را پنهان نگه دارند. برای این دسته از سرمایه‌گذاران، دفتر سفارش نه فقط یک ابزار معاملاتی، بلکه یک میدان نبرد اطلاعاتی است.

در نهایت، دفتر سفارش فراتر از یک ابزار فنی صرف است؛ آن آینه‌ای است که روانشناسی جمعی بازار، یعنی ترس و طمع، امید و ناامیدی را در هر لحظه بازتاب می‌دهد. توانایی خواندن و تفسیر صحیح اطلاعات نهفته در آن، مهارتی کلیدی است که می‌تواند تفاوت میان موفقیت و شکست در دنیای بی‌رحم و پویای معاملات مالی و ارزهای دیجیتال را رقم بزند.

جدول تحلیل کیفی پدیده‌های دفتر سفارش (Order Book)

| مفهوم کلیدی | توصیف وضعیت در سمت فروش (Asks) | توصیف وضعیت در سمت خرید (Bids) |
|---|---|---|
| اسپرد (Spread) | قیمت‌های درخواستی فروشندگان بسیار نزدیک به قیمت‌های پیشنهادی خریداران است (اسپرد کم). | قیمت‌های پیشنهادی خریداران بسیار نزدیک به قیمت‌های درخواستی فروشندگان است (اسپرد کم). |
| عمق بازار (Market Depth) | حجم انبوه و متراکمی از سفارشات فروش در سطوح قیمتی متعدد، بالاتر از قیمت فعلی بازار قرار گرفته است (عمق زیاد). | حجم انبوه و متراکمی از سفارشات خرید در سطوح قیمتی متعدد، پایین‌تر از قیمت فعلی بازار وجود دارد (عمق زیاد). |
| دیوارهای خرید و فروش (Walls) | یک سفارش فروش با حجم فوق‌العاده سنگین در یک سطح قیمتی مشخص، مانند یک «دیوار مقاومتی» از رشد بیشتر قیمت جلوگیری می‌کند. | یک سفارش خرید با حجم فوق‌العاده سنگین در یک سطح قیمتی خاص، مانند یک «دیوار حمایتی» مانع از افت بیشتر قیمت می‌شود. |
| ریسک لغزش قیمت (Slippage Risk) | در بازاری با سفارشات فروش کم و پراکنده (عمق کم)، یک سفارش خرید بزرگ، تمام فروشندگان نزدیک را "جارو کرده" و قیمت را به شدت بالا می‌برد. | در بازاری با سفارشات خرید کم و پراکنده (عمق کم)، یک سفارش فروش بزرگ به سرعت قیمت را به سطوح بسیار پایین‌تر هل می‌دهد. |

آموزش

# نساجی زیر ذره‌بین

## راهنمای تحلیل بنیادی؛ از زنجیره تأمین تا صورت‌های مالی

صنعت نساجی، با قدمتی کهن و ارزشی نزدیک به ۲ تریلیون دلار در سطح جهانی، امروز در میانه تحولی عمیق قرار دارد. این تحول هم ناشی از نوآوری‌های فناورانه مانند اینترنت اشیاء، هوش مصنوعی و کلان‌داده و هم حاصل چالش‌های بیرونی شامل نوسانات نرخ ارز، رقابت شدید جهانی و الزامات زیست‌محیطی است. تحلیل بنیادی این صنعت، نیازمند نگاهی چندبعدی است که از تصویر کلان جهانی آغاز و تا بررسی دقیق صورت‌های مالی شرکت‌ها ادامه می‌یابد.

برای سرمایه‌گذاری هوشمند، نخست باید روندهای جهانی، زنجیره ارزش و سیاست‌های کلان را شناخت. سپس جایگاه رقابتی و عمق حضور شرکت‌ها در زنجیره تولید بررسی شود. شرکت‌هایی که توانایی مدیریت تولید از ریسندگی تا فروش را دارند، معمولاً مزیت رقابتی بیشتری دارند. گام بعدی تحلیل مالی شرکت‌ها از جنبه درآمد و سودآوری، ساختار هزینه‌ها، سرمایه در گردش، نقدینگی و نسبت‌های مالی نظیر بدهی به حقوق صاحبان سهام، برای سنجش سلامت مالی است.

در ایران، صنعت نساجی با ظرفیت‌های تاریخی، جغرافیایی و فرهنگی بالا، همچنان در بازار سرمایه جایگاهی کم‌رمق دارد. اما با نوسازی ماشین‌آلات، توسعه برند، ورود به بازارهای صادراتی و بهره‌گیری از فناوری‌های نوین، امکان تبدیل به صنعتی سودده و جذاب برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌شود. تحلیل بنیادی دقیق، مسیر شناسایی شرکت‌های ارزشمند و سرمایه‌گذاری هوشمندانه را روشن می‌کند و نشان می‌دهد که سودآوری پایدار، فقط نتیجه مدیریت مؤثر و آگاهانه است.



# تحلیل حساسیت در مدل‌های ارزش‌گذاری

## نگاهی تخصصی به سناریوسازی مالی و DCF

**گروه آموزش:** در فضای حرفه‌ای تحلیل بنیادی، مدل‌های ارزش‌گذاری مانند جریان نقدی تنزیل‌شده (Discounted Cash Flow - DCF) نقش کلیدی در برآورد ارزش ذاتی شرکت‌ها ایفا می‌کنند. اما واقعیت این است که پیش‌بینی‌های مالی همیشه با عدم‌قطعیت همراه‌اند.

تحلیلگر هرچقدر هم حرفه‌ای باشد، باز هم متغیرهایی مانند نرخ رشد فروش، نرخ تنزیل، نرخ مالیات، سرمایه‌گذاری سرمایه‌ای و... را با فرضیات روبه‌رو می‌بیند. در اینجاست که تحلیل حساسیت (Sensitivity Analysis) به کمک تحلیلگر می‌آید تا بتواند میزان تأثیرپذیری ارزش شرکت از تغییرات هرکدام از متغیرها را بررسی کند. هدف این مطلب بررسی نقش تحلیل حساسیت در ارزش‌گذاری شرکت‌ها با تمرکز بر مدل DCF و روش‌های پیشرفته سناریوسازی است.

### تحلیل حساسیت چیست و چرا اهمیت دارد؟

تحلیل حساسیت روشی برای آزمودن اثر تغییرات کوچک در متغیرهای کلیدی مدل بر خروجی نهایی ارزش‌گذاری است. در مدل DCF، ارزش شرکت به‌شدت وابسته به فرضیات ورودی مانند نرخ رشد درآمد، حاشیه سود عملیاتی، هزینه سرمایه (WACC) و نرخ مالیات است. اگر تحلیلگری نتواند نشان دهدکه ارزش‌گذاری او تا چه حد به تغییرات این مفروضات حساس است، تصمیم‌گیران نمی‌توانند به نتایج مدل او اعتماد کنند.

برای مثال، فرض کنید ارزش شرکت با نرخ تنزیل ۲۲ درصد برابر با ۱۵۰۰ میلیارد تومان است. حال اگر نرخ تنزیل را به ۲۴ درصد تغییر دهیم و ارزش به ۱۳۰۰ میلیارد تومان برسد، این یعنی ارزش‌گذاری به‌شدت به نرخ تنزیل حساس است و تحلیلگر باید نسبت به دقت در برآورد این پارامتر توجه بیشتری داشته باشد.

### مدل DCF و متغیرهای کلیدی آن

در تحلیل DCF، جریان‌های نقدی آزاد شرکت (FCF) برای سال‌های آتی پیش‌بینی شده و با یک نرخ تنزیل مناسب به زمان حال تنزیل می‌شوند. برای انجام تحلیل حساسیت در این مدل، باید بدانیم کدام متغیرها بیشترین تأثیر را بر خروجی دارند. متغیرهای مهم شامل موارد زیر هستند:

۱. **نرخ رشد درآمد:** برآورد نرخ رشد فروش در سال‌های آینده مهم‌ترین محرک جریان نقدی است.

۲. **نرخ سود عملیاتی:** (EBIT Margin)تعیین‌کننده میزان سودآوری شرکت قبل از هزینه بهره و مالیات است.

۳. **نرخ مالیات مؤثر:** بر سود خالص اثر می‌گذارد و ممکن است بسته به معافیت‌ها یا مشوق‌های مالیاتی تغییر کند.

۴. **هزینه سرمایه (WACC):** به‌عنوان نرخ تنزیل، تغییرات کوچک آن می‌تواند ارزش شرکت را به‌طور چشمگیری تغییر دهد.

۵. **نرخ رشد پایدار (Terminal Growth Rate):** در محاسبه ارزش نهایی (Terminal Value) بسیار تعیین‌کننده است.

### روش‌های تحلیل حساسیت

در عمل، برای اجرای تحلیل حساسیت در مدل‌های DCF از سه روش اصلی استفاده می‌شود:

۱. **تحلیل یک‌متغیره (One-way Sensitivity Analysis):** تنها یک متغیر را تغییر می‌دهیم و تأثیر آن را بر خروجی می‌سنجیم. به‌عنوان مثال نرخ WACC را بین ۲۰ تا ۲۶ درصد تغییر می‌دهیم و اثر آن را بر ارزش شرکت می‌سنجیم.

۲. **تحلیل دوبعدی (Two-way Sensitivity Analysis):** هم‌زمان دو متغیر را تغییر داده و ماتریسی از نتایج تولید می‌کنیم. مثلاً نرخ رشد درآمد و WACC را تغییر داده و اثرات ترکیبی آن‌ها را بررسی می‌کنیم.

۳. **تحلیل سناریویی (Scenario Analysis):** ترکیبی از مفروضات را در قالب سناریوهای خوش‌بینانه، بدبینانه و محتاطانه بررسی می‌کنیم. هر سناریو شامل مجموعه‌ای از فرضیات درباره تمام متغیرهای کلیدی است.

### تحلیل سناریویی؛ فراتر از تحلیل حساسیت ساده

در حالی که تحلیل حساسیت به بررسی تأثیر تغییرات تک‌متغیره یا دومتغیره می‌پردازد، تحلیل سناریویی دید جامع‌تری فراهم می‌کند. این روش به تحلیلگر اجازه می‌دهد تا مجموعه‌ای از مفروضات سازگار با یکدیگر را در قالب یک سناریو ترکیب کرده و خروجی مدل را در آن شرایط بررسی کند.

برای مثال:

- **سناریوی خوش‌بینانه:** رشد درآمد ۱۵ درصد، EBIT Margin برابر ۲۵ درصد، نرخ تنزیل ۲۰ درصد
- **سناریوی بدبینانه:** رشد درآمد ۵ درصد، EBIT Margin برابر ۱۵ درصد، نرخ تنزیل ۲۴ درصد
- **سناریوی واقع‌بینانه:** رشد درآمد ۱۰ درصد، EBIT Margin برابر ۲۰ درصد، نرخ تنزیل ۲۲ درصد

مقایسه ارزش شرکت در این سه سناریو به تحلیلگر کمک می‌کند تا دامنه تغییرات احتمالی را درک کرده و عدم‌قطعیت مدل را بهتر بیان کند.

### ابزارهای اجرایی تحلیل حساسیت

برای اجرای تحلیل حساسیت، استفاده از اکسل (Excel) رایج‌ترین روش در بازار ایران و جهان است. ابزارهایی مانند Data Table، What-if Analysis و حتی ماکروهای VBA می‌توانند تحلیل‌های پیچیده‌تری را تسهیل کنند.

برای نمونه:

- با استفاده از Data Table می‌توان تغییرات یک یا دو متغیر را در جدول دوبعدی مشاهده کرد.
- با ابزار Scenario Manager می‌توان سناریوهای متعدد را ذخیره و نتایج هر یک را مقایسه کرد.

در اکسل‌های پیشرفته‌تر، تحلیلگران ممکن است از افزونه‌هایی مانند @Risk یا Crystal Ball نیز استفاده کنند که امکان تحلیل Monte Carlo و مدل‌سازی احتمالاتی را فراهم می‌کند.

### کاربرد تحلیل حساسیت در تحلیل بنیادی بازار سهام ایران

در بازار سرمایه ایران، با توجه به نوسانات شدید نرخ ارز، نرخ بهره، قیمت‌های جهانی و سیاست‌های کلان، تحلیل حساسیت اهمیتی دوچندان می‌یابد. فرض کنید در ارزش‌گذاری یک شرکت فولادی، قیمت جهانی شمش فولاد ۴۰۰ دلار در هر تن فرض شده باشد. اگر این قیمت به ۳۵۰ یا ۴۵۰ دلار تغییر کند، سودآوری شرکت می‌تواند به‌شدت دستخوش تغییر شود. یا در مورد یک شرکت پتروشیمی، نرخ ارز نیما یکی از کلیدی‌ترین پارامترهای مدل است.

بنابراین تحلیلگر بنیادی در ایران باید علاوه بر درک دقیق متغیرهای داخلی شرکت، نسبت به متغیرهای کلان اقتصادی و حساسیت‌های ناشی از سیاست‌های ارزی، مالیاتی و یارانه‌ای نیز آگاهی کامل داشته باشد.

### ملاحظات نهایی و چالش‌ها

در اجرای تحلیل حساسیت، باید به چند نکته کلیدی توجه کرد:

- **انتخاب دامنه مناسب برای تغییر متغیرها:** تغییرات خیلی زیاد ممکن است غیرواقعی و گمراه‌کننده باشد.
- **در نظر گرفتن همبستگی متغیرها:** برخی متغیرها ممکن است به‌صورت هم‌زمان تغییر کنند (مثلاً رشد فروش و حاشیه سود).
- **عدم افراط در پیچیدگی:** مدل بیش از حد پیچیده ممکن است باعث از دست رفتن شفافیت شود.

### نتیجه‌گیری

تحلیل حساسیت ابزاری کلیدی برای تحلیلگران حرفه‌ای است که می‌خواهند درک عمیق‌تری از نتایج مدل DCF داشته باشند. این ابزار نه‌تنها به تحلیلگران امکان ارزیابی ریسک و عدم‌قطعیت را می‌دهد، بلکه به تصمیم‌گیران کمک می‌کند تا در مواجهه با آینده مبهم، تصمیم‌های مطمئن‌تری بگیرند. در نهایت، استفاده صحیح و هدفمند از تحلیل حساسیت می‌تواند پلی میان مدل‌سازی نظری و تصمیم‌گیری عملی در بازار سرمایه ایران باشد.

منابع و پیوست‌ها:

۱. دامودران، آسوات.ارزش‌گذاری سرمایه‌گذاری، ابزارها و تکنیک‌ها برای تعیین ارزش هر نوع دارایی. ویراست سوم، انتشارات وایلی، ۲۰۱۲. (Aswath Damodaran-Investment Valuation)

۲. کولر، تیم؛ گودهارت، مارک؛ وسلز، دیوید.ارزش‌گذاری، اندازه‌گیری و مدیریت ارزش شرکت‌ها. ویراست ششم، مک‌کینزی و انتشارات وایلی، ۲۰۱۵. (McKinsey & Company -Valuation)

۳. بنینگا، سیمون. مدل‌سازی مالی. ویراست چهارم، انتشارات MIT Press، ۲۰۱۴.(Simon Benninga -Financial Modeling)

۴. پرت، شانون؛ گرابوفسکی، راجر.هزینه سرمایه،کاربردها و مثال‌ها. ویراست پنجم، انتشارات وایلی، ۲۰۱۴. (Shannon P. Pratt -Cost of Capital)

۵. راس، استیفن؛ وسترفیلد، راندالف؛ جاف، جفری. مدیریت مالی شرکتی. ویراست یازدهم، انتشارات مک‌گرا-هیل، ۲۰۱۶.(Stephen A. Ross -Corporate Finance)

۶. فرناندز، پابلو. "روش‌های ارزش‌گذاری و ایجاد ارزش برای سهامداران." مدرسه کسب‌وکار IESE، دانشگاه ناوارا، ۲۰۰۷. (Pablo Fernandez -Valuation Methods)

۷.هال، جان. اختیار معامله‌ها، قراردادهای آتی و سایر مشتقات. ویراست دهم، انتشارات پیرسون، ۲۰۱۷. (John C. Hull -Derivatives)

۸. سعیدی، علی. تحلیل بنیادی در بازار سرمایه. انتشارات بورس، ۱۳۹۹.

۹. تهرانی، رضا؛ نوربخش، عسگر. مدیریت مالی پیشرفته. انتشارات سمت، چاپ نهم، ۱۴۰۰.

۱۰. سوری، مهدی. ارزش‌گذاری شرکت‌ها به روش جریان نقدی تنزیل‌شده (DCF). انتشارات آرمان‌شهر، ۱۳۹۸.

# راهنمای تحلیل بنیادی صنعت نساجی

## چطور از دل صورت‌های مالی و زنجیره تأمین، شرکت‌های نساجی سودده را شناسایی کنیم؟

**گروه آموزش:** صنعت نساجی در بسیاری از کشورها، یکی از قدیمی‌ترین و پرکارترین صنایع به‌شمار می‌رود. اما این پیشینه تاریخی، به‌تنهایی برای سرمایه‌گذاری کافی نیست. در دنیای امروز که تغییرات فناوری، مد، زنجیره تأمین و الزامات زیست‌محیطی لحظه‌ای تغییر می‌کنند، تحلیل بنیادی شرکت‌های نساجی نیازمند نگاهی دقیق، چندبعدی و تخصصی است. در این گزارش، تلاش کرده‌ایم مسیر این تحلیل را از سطح کلان جهانی تا جزئی‌ترین شاخص‌های مالی شرکت‌ها روشن کنیم.

برای بررسی فاندامنتال یا بنیادی صنعت نساجی در ایران باید ۵ مرحله را دنبال کرد.

در گام نخست باید وضعیت کلان صنعت از جنبه روندهای جهانی، زنجیره تأمین، جغرافیا و سیاست‌ها مورد بررسی قرار گیرد.

گام دوم تحلیل رقابتی در سطح شرکت‌ها است. در مرحله بعد باید سراغ تحلیل مالی شرکت‌های نساجی برویم و آنها را از جنبه درآمد، هزینه، سرمایه در گردش و ساختار مالی بررسی کنیم. گام چهارم شناخت شاخص‌های کلیدی ارزش‌گذاری در این صنعت است که باید مورد توجه قرار گیرد و در آخر هم فرصت‌ها و ریسک‌های صنعت باید شناسایی شود. به طور دقیق تر تحلیل بنیادی صنعت نساجی در ۵ مرحله دنبال می‌شود.

### مرحله اول: شناخت تصویر کلان صنعت نساجی

**۱. تقاضای جهانی و روندهای مصرف:** مصرف پوشاک، منسوجات صنعتی و خانگی در جهان، تحت‌تأثیر عواملی چون رشد شهرنشینی، مد سریع (Fast Fashion)، توسعه فروش آنلاین و درآمد سرانه است. این تغییرات مستقیماً بر میزان فروش و برنامه‌ریزی تولید شرکت‌های نساجی اثر می‌گذارند.

**۲. زنجیره ارزش؛ از الیاف تا قفسه فروشگاه:** صنعت نساجی از مراحل متعددشامل ریسندگی، بافندگی، رنگرزی، دوخت و توزیع تولید تشکیل شده است. هر شرکت بسته به جایگاهش در این زنجیره، ساختار درآمد و هزینه متفاوتی دارد. هرچه شرکت‌ها در زنجیره ارزش فعال‌تر و یکپارچه‌تر باشند، حاشیه سود بیشتری به‌دست می‌آورند. شناخت این ساختار برای تحلیل هزینه‌ها، مزیت رقابتی و بهره‌وری حیاتی است.

**۳. اثر نرخ ارز و تجارت خارجی:** واردات پنبه، رنگ و ماشین‌آلات، وابستگی این صنعت را به بازارهای بین‌المللی زیاد کرده است. نوسانات ارزی، تحریم‌ها، تعرفه‌ها و محدودیت‌های تجاری، همگی می‌توانند سودآوری شرکت‌های نساجی را به چالش بکشند. بسیاری از مواد اولیه موردنیاز صنعت نساجی، مانند پنبه، پلی‌استر، رنگ و مواد شیمیایی، از کشورهای دیگر وارد می‌شوند.در نتیجه، تحلیل بنیادی باید اثر نوسانات نرخ ارز، تحریم‌ها، تعرفه‌های گمرکی و بحران‌های حمل‌ونقل بین‌المللی را در نظر بگیرد. به‌عنوان مثال، وابستگی بالا به واردات پنبه از آسیای مرکزی یا هند، ریسک‌های خاصی ایجاد می‌کند.

**۴. سیاست‌گذاری و محیط زیست؛ نقش دولت‌ها:** صنعت نساجی یکی از آلاینده‌ترین صنایع جهان است، بنابراین، دولت‌ها با اعمال مقررات زیست‌محیطی سختگیرانه، و در عین حال ارائه تسهیلات برای توسعه منسوجات پایدار و بازیافتی، نقش مهمی در سودآوری شرکت‌ها ایفا می‌کنند. همچنین، مشوق‌های صادراتی یا محدودیت واردات، می‌توانند توازن رقابتی را در بازار تغییر دهند.شرکت‌هایی که سریع‌تر خود را با استانداردهای محیط‌زیستی تطبیق می‌دهند، دربلندمدت ریسک کمتری دارند.

### مرحله دوم: بررسی رقابت و مزیت نسبی شرکت‌ها

**۱. جایگاه بازار و نوع فعالیت:** شرکت‌هایی که برند قوی دارند، حاشیه سود بالاتری به‌دست می‌آورند. در مقابل، شرکت‌هایی که صرفاً نقش پیمانکار دارند، وابسته به سفارش‌گیری هستند. آیا شرکت صادرات‌محور است یا داخلی کار می‌کند؟ پاسخ به این سؤال‌ها جهت‌گیری سرمایه‌گذاری را مشخص می‌کند.

**۲. یکپارچگی در تولید:** آیا شرکت فقط دوخت انجام می‌دهد یا فرآیند را از ریسندگی شروع کرده است؟ هرچه حضور در زنجیره تولید کامل‌تر باشد، توان شرکت برای مدیریت هزینه‌ها بیشتر است و در برابر نوسانات بیرونی مقاومت بالاتری دارد.

درک عمق فعالیت شرکت در زنجیره ارزش، یعنی اینکه آیا تنها وظیفه دوخت را دارد یا در فرآیند ریسندگی، بافندگی و طراحی نیز مشارکت می‌کند، به تحلیلگر کمک می‌کند مزیت رقابتی، حاشیه سود و میزان وابستگی به بیرون را درک کند. شرکت‌هایی که در زنجیره ارزش بالا حضور دارند، در برابر نوسانات قیمتی مواد اولیه مقاومت بیشتری دارند.

**۳. شبکه فروش:** شرکت‌هایی که فروش مستقیم به مصرف‌کننده (D2C) دارند یا زیرساخت‌های آنلاین را توسعه داده‌اند، معمولاً کنترل بیشتری بر قیمت‌گذاری دارند و ریسک وابستگی به واسطه‌ها در آن‌ها کمتر است. نوع کانال‌های فروش -از نمایندگی‌های فیزیکی تا پلتفرم‌های فروش آنلاین - به شکل‌گیری درآمد شرکت جهت می‌دهند.

### مرحله سوم: ورود به قلب تحلیل بنیادی؛ صورت‌های مالی

**۱. درآمد و سودآوری:** رشد پایدار درآمد فروش، یکی از مهم‌ترین نشانگرهای موفقیت عملیاتی است. در کنار آن، بررسی حاشیه سود ناخالص، سود عملیاتی و سود خالص می‌تواند میزان بهره‌وری، کنترل هزینه‌ها و قدرت برند شرکت را نشان دهد.حاشیه سود ناخالص بالا معمولاً نشان‌دهنده مزیت در تأمین مواد اولیه یا قیمت‌گذاری موفق است.

**۲. ساختار هزینه‌ها:** در صنعت نساجی، هزینه مواد اولیه، انرژی، نیروی انسانی و لجستیک سهم قابل‌توجهی از کل هزینه‌ها را تشکیل می‌دهد. تحلیلگر باید ببیند شرکت چه سهمی از مواد اولیه را وارد می‌کند؟ نرخ‌های انرژی چقدر روی هزینه تمام‌شده تأثیر می‌گذارد؟ بهره‌وری نیروی انسانی چقدر است؟ همچنین، بررسی اینکه آیا افزایش نرخ دلار به افزایش قیمت محصولات صادراتی کمک کرده یا صرفاً هزینه‌ها را بالا برده نیز مهم است.

**۳. سرمایه در گردش و نقدینگی:** یکی از چالش‌های مهم صنعت نساجی، مدیریت سرمایه در گردش است. چون در این صنعت، فاصله زمانی بین خرید مواد اولیه تا فروش محصول نهایی و وصول وجه ممکن است طولانی باشد. بنابراین تحلیل نسبت جاری، نسبت آنی، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی و دوره پرداخت بدهی‌ها، برای ارزیابی نقدینگی بسیار مهم است.

**۴. ساختار سرمایه و بدهی‌ها:** بررسی نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (D/E)، توان پرداخت سود و بهره، نرخ بهره بدهی‌ها، و ترکیب منابع مالی شرکت (بدهی بانکی، اوراق، سود انباشته) نیز نشان می‌دهد که شرکت چقدر از نظر مالی پایدار است. در صنایعی که نرخ بهره بالا دارند، شرکت‌های با بدهی زیاد ممکن است دچار بحران شوند.

**۵. سرمایه‌گذاری و استهلاک:** بسیاری از شرکت‌های نساجی نیازمند سرمایه‌گذاری مستمر برای نوسازی ماشین‌آلات و بهبود فناوری هستند. تحلیل نسبت سرمایه‌گذاری به فروش، نرخ استهلاک، و ارزیابی اثر آن بر جریان‌های نقدی، کمک می‌کند چشم‌انداز بلندمدت شرکت سنجیده شود. گاهی استهلاک بالا باعث می‌شود سود حسابداری کاهش یابد، اما در واقع نقدینگی شرکت مناسب است.

### مرحله چهارم: شاخص‌های ارزش‌گذاری و مقایسه شرکت‌ها

برای بررسی ارزندگی سهام شرکت‌های نساجی، از شاخص‌های زیر استفاده می‌شود:

**۱. بررسی نسبت قیمت به سود (P/E):** نشان می‌دهد بازار چه بهایی برای سود شرکت پرداخت می‌کند.

**۲. بررسی قیمت به ارزش دفتری (P/B):** این نسبت برای صنایع سرمایه‌بر مفید است.

**۳. بررسی نسبت ارزش شرکت به سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک(EV/EBITDA):** ارزش‌گذاری دقیق‌تر بدون تأثیر نرخ بهره و ساختار سرمایه و شاخص دقیق‌تری برای مقایسه شرکت‌ها در صنعت مشابه.

**۴. بررسی بازده سرمایه و دارایی(ROE و ROA):** نشانگر بهره‌وری مدیریت در استفاده از منابع است.

**۵. بررسی جریان نقد آزاد(Free Cash Flow):** قدرت واقعی شرکت برای بازپرداخت بدهی یا پرداخت سود را نشان می‌دهد.

### مرحله پنجم: نگاه به آینده؛ فرصت‌ها و تهدیدها

**۱. فرصت‌ها:**

- رشد تجارت آنلاین و فروش مستقیم به مصرف کننده
- افزایش تقاضا برای منسوجات هوشمند و فناورانه(نانو، ضدمیکروب، هوشمند)
- توجه جهانی به پایداری و بازیافت در نساجی

**۲. ریسک‌ها:**

- نوسانات نرخ ارز و واردات مواد اولیه
- رقابت شدید با برندهای آسیایی کم‌هزینه
- کاهش قدرت خرید مصرف‌کننده و رکود بازار داخلی
- نوسانات تقاضای جهانی و تغییر سلیقه مصرف‌کنندگان

### جمع‌بندی

تحلیل بنیادی صنعت نساجی، نیازمند ترکیب دانش کلان اقتصادی، تحلیل زنجیره تأمین، شناخت ساختار بازار و تسلط بر صورت‌های مالی است. تحلیلگر باید بتواند بین اعداد سرد مالی و روندهای داغ صنعت، ارتباط برقرار کرده و به ارزیابی روشنی از سودآوری، پایداری و مزیت رقابتی هر شرکت برسد. چنین تحلیلی نه تنها می‌تواند مسیر سرمایه‌گذاری هوشمند را ترسیم کند، بلکه به سیاست‌گذاران نیز برای اتخاذ تصمیمات حمایتی هدفمند یاری می‌رساند.

تنها در این صورت است که می‌توان شرکت‌های ارزشمند را از میان انبوه نام‌ها شناسایی و مسیر سرمایه‌گذاری هوشمندانه را ترسیم کرد.



# صنعت نساجی محنه تقابل سنت و مدرنیته

## انقلاب نساجی چگونه بازار ۱.۸ تریلیون دلاری را متحول می‌کند؟

**گروه تحلیل:** صنعت نساجی، یکی از کهن ترین و درعین حال پویاترین صنایع جهان، امروز با ارزشی نزدیک به ۲ تریلیون دلار و رشد سالانه ۷.۴ درصد به موتور محرک اقتصاد جهانی تبدیل شده است. این صنعت امروز در میانه تحولی بی‌سابقه قرار دارد؛ تحولی که از یک‌سو با نوآوری‌های فناورانه مانند اینترنت اشیا، هوش مصنوعی و داده‌های کلان پیش می‌رود و از سوی دیگر با چالش‌هایی چون نوسانات بازار جهانی، ضرورت پایداری زیست‌محیطی، و رقابت فشرده در زنجیره تأمین دست‌وپنجه نرم می‌کند. از تأمین پنبه در پاکستان و دوخت در چین گرفته تا فروش آنلاین از پلتفرم‌های اروپایی، نساجی امروز دیگر فقط یک صنعت نیست، بلکه صحنه تقابل سنت و مدرنیته است.

صنعت نساجی صنعتی است که بر پایه ۳ اصل اصلی طراحی، تولید، و توزیع انواع مواد انعطاف‌پذیر مانند نخ و پوشاک استوار است. فرآیندهای متعددی نظیر بافندگی، قالب‌بافی، بافت، رنگرزی، و تکمیل در این صنعت برای تولید طیف گسترده‌ای از محصولات نهایی و نیمه‌نهایی انجام می‌شود. این محصولات در حوزه‌های متنوعی شامل پوشاک، کالای خواب، تجهیزات پزشکی، و سایر لوازم جانبی کاربرد دارند.

زنجیره ارزش در صنعت نساجی شامل مراحل مختلفی است. مرحله اولیه، تحقیق و توسعه (R&D) و طراحی لباس است. پس از بررسی آخرین روندها و طراحی‌ها، شرکت‌ها اقدام به تأمین مواد اولیه مورد نیاز می‌کنند.

این بخش از فرآیند به عنوان لجستیک ورودی شناخته می‌شود. مواد اولیه می‌تواند شامل الیاف طبیعی (مانند پشم و پنبه)، الیاف مصنوعی، تزئینات و جزئیات (مانند دکمه، زیپ) و ماشین‌آلات باشد.

پس از تأمین مواد، فرآیند تولید آغاز می‌شود. تولید شامل مراحل ریسندگی (برای تولید نخ)، تولید پارچه (بافت و کشباف)، تکمیل پارچه (سفیدگری، رنگرزی، و تکمیل) و در نهایت تولید پوشاک (شامل برش، دوخت، و تکمیل) است. فناوری‌های طراحی مانند CAD (طراحی به کمک کامپیوتر) در این مراحل استفاده می‌شوند. محصولات نهایی پس از تولید وارد مرحله لجستیک خروجی شده و بسته‌بندی، انبارداری، و تحویل داده می‌شوند.

در مرحله بعدی، تولیدکنندگان فرآیند بازاریابی و برندسازی محصولات خود را آغاز می‌کنند. محصولات نهایی از طریق پلتفرم‌های مختلف به خرده‌فروشی‌ها عرضه می‌شوند. بازیگران این زنجیره شامل تولیدکنندگان مواد اولیه (مانند تأمین‌کنندگان پنبه از پاکستان)، تولیدکنندگان نخ و پارچه (که اغلب نیازمند ادغام عمودی با تولیدکنندگان اولیه هستند و ارتباط مؤثر با کارخانه‌های پارچه‌بافی و استفاده از تکنیک‌های رنگرزی متنوع دارند)، تولیدکنندگان قطعات جانبی (مانند آستر که برخی تولیدکنندگان برای تولید آسترهای با ارزش بالا به بازارهای ژاپن و مالزی وابسته هستند زیرا این فرآیند سرمایه‌بر است) و تولیدکنندگان پوشاک نهایی هستند.

محصولات نهایی در نهایت از طریق عمده‌فروشان، نمایندگان، شرکت‌های حمل و نقل، فروشگاه‌ها و فروشگاه‌های آنلاین به دست مصرف‌کننده می‌رسند.

### اندازه بازار جهانی

صنعت نساجی جهانی یکی از محرک‌های اصلی اقتصاد جهان به شمار می‌رود. پیشرفت فناوری و نوآوری، گرایش مصرف‌کنندگان به پایداری، گسترش شهرنشینی و افزایش درآمد قابل تصرف، افزایش تقاضا برای پوشاک و محصولات مد، رشد خرید آنلاین و استفاده از بسترهای دیجیتال، و سیاست‌ها و مقررات دولتی از جمله محرک‌های اصلی این صنعت در سطح جهانی هستند. اندازه بازار جهانی نساجی در سال ۲۰۲۳ حدود ۱۸۳۷ میلیارد دلار محاسبه شده و پیش‌بینی می‌شود با نرخ رشد ترکیبی سالانه ۷/۴ درصد در بازه زمانی ۲۰۲۴ تا ۲۰۳۰ افزایش یابد. این یعنی اینکه احتمالا ارزش بازار صنعت نساجی در سال ۲۰۳۰ از مرز ۳ تریلیون دلار عبور خواهد کرد.

تولید الیاف جهانی در سال ۲۰۲۳ به رکورد ۱۲۴ میلیون تن رسید که نسبت به سال ۲۰۲۲ (۱۱۶ میلیون تن) افزایش داشته است. پیش‌بینی می‌شود با تداوم روند فعلی، این رقم تا سال ۲۰۳۰ به ۱۶۰ میلیون تن برسد. پلی‌استر بیشترین سهم را در این رشد داشته و از اواخر دهه ۲۰۰۰ تا اوایل دهه ۲۰۱۰ جایگزین پنبه به عنوان پرمصرف‌ترین الیاف جهان شده است. در سال ۲۰۲۳، الیاف مصنوعی حدود ۶۷ درصد از کل تولید جهانی را به خود اختصاص داده‌اند.

پلی‌استر به تنهایی با سهم حدود ۵۷ درصد، بزرگ‌ترین بخش از تولید الیاف جهانی را شامل می‌شود. پلی‌آمید (نایلون) با سهم ۵ درصد، دومین الیاف مصنوعی پرمصرف محسوب می‌شود.

الیاف مصنوعی دیگر مانند پلی‌پروپیلن، آکریلیک، و الاستین مجموعاً در سال ۲۰۲۳ حدود ۵ درصد از بازار جهانی را به خود اختصاص داده‌اند. الیاف گیاهی نیز سهم قابل توجهی از بازار را دارند؛ در سال ۲۰۲۳ حدود ۲۵ درصد از بازار جهانی الیاف به این گروه تعلق داشته است. پنبه با سهم ۲۰ درصد از کل تولید، دومین الیاف پرمصرف در جهان به شمار می‌رود.

الیـاف گیاهی غیرپنبه‌ای (مانند کتان، کنف، جوت، الیـاف نارگیل و غیره) مجموعاً سـهمی حدود ۵ درصد داشـته‌اند. الیاف سلولزی ساخت بشـر نیز در سال ۲۰۲۳ حدود ۶ درصد از بازار جهانی الیاف را تشکیل داده‌اند، که ویسکوز (ریون) با ۵ درصد سهم، مهم‌ترین آنها است.

الیاف حیوانی با وجود قدمت بالا، سـهم نسـبتاً کمی در بازار دارند و در سال ۲۰۲۳ فقط یک درصد از تولید جهانی را تشکیل داده‌اند. پشم با ۰/۹ درصد سهم، مهم‌ترین الیاف حیوانی محسوب می‌شود.

بازیافت الیاف نیز در سـال‌های اخیر رشد داشته است. سهم بازار الیاف بازیافتی در سـال ۲۰۲۳ با کاهش اندکی نسـبت به سـال ۲۰۲۲، به ۷/۷ درصد رسید. پلی‌استر بازیافتی حدود ۷ درصد از کل الیاف تولید شـده در سال ۲۰۲۳ را شامل می‌شد که عمدتاً از بطری‌های پلاستیکی به‌دست آمده است.

آمارها نشـان می‌دهند حـدود ۳ درصـد از کل تولید الاسـتین، ۲ درصد پلی‌آمید (نایلـون)، ۰/۶ درصد آکریلیـک، و ۰/۳ درصد پلی‌پروپیلن در سـال ۲۰۲۳ بازیافتی بوده‌اند. پشـم نیز با سهم ۶ درصد در سال ۲۰۲۳، دومین الیاف با نرخ بازیافت بالا به شمار می‌رود.

پنبه بازیافتی حدود یک درصد از کل تولید پنبه را تشکیل داده است. رشد فزاینده استفاده از منسوجات ترکیبی مانند پلی‌استر-پنبه یا الاستین-پنبه یکی از چالش‌های مهم صنعت بازیافت اسـت، زیرا جداسـازی الیاف مختلف زمان‌بر و نیازمند شرایط متفاوتی برای بازیافت مکانیکی و شیمیایی است. فناوری‌های بازیافت شیمیایی در حال توسعه می‌توانند بر این پیچیدگی‌ها غلبه کنند.

## بازار جهانی پوشاک

بازار جهانی پوشـاک نیز بخش مهمی از اقتصاد جهانی است که پیش‌بینی می‌شود در سال ۲۰۲۵ به ارزشی حدود ۱۸۴۰ میلیارد دلار برسد. این رشد عمدتاً تحت تأثیر عواملی همچون گسترش فست فشـن، افزایش تمایل مصرف‌کنندگان به پوشاک پایدار، و نقش فزاینده فروشگاه‌های آنلاین در حوزه مد شکل گرفته است.

تخمین‌ها حاکی از آن است که ایالات متحده با درآمدی حدود ۳۶۶ میلیارد دلار در سـال ۲۰۲۵ پیشتاز این بازار خواهد بود، پس از آن چین (۳۱۴ میلیارد دلار) و هند (۱۰۱ میلیارد دلار) قرار خواهند گرفت.

پوشـاک زنانـه همچنان بزرگ‌ترین بخش این صنعت اسـت کـه ارزش آن به ۹۳۰ میلیارد دلار می‌رسد و انتظار می‌رود تا سال ۲۰۲۷ از مرز یک تریلیون دلار عبور کند.

رونـدهـای نوظهور مانند ترکیب فناوری با پارچه‌هـا و تولید با روش‌های پایدار در حال تغییر شـکل چشـم‌انداز این صنعت هسـتند. با این حال، چالش‌هایی نظیر اختلال در زنجیره تأمین و نوسـان در الگوی مصرف مشتریان همچنان بر روند بازار تأثیر می‌گذارند.

## کشورهای پیشرو

کشـورهای پیشرو در صادرات منسوجات در سـال ۲۰۲۴ شامل چین (۲۸۶ میلیارد دلار)، بنگلادش (۴۶/۲ میلیارد دلار)، ویتنام (۴۳/۷ میلیارد دلار)، هند (۴۱/۴ میلیارد دلار)، آلمان (۴۰/۴ میلیارد دلار)، ترکیه (۳۵/۷ میلیارد دلار)، ایتالیا (۳۵/۴ میلیارد دلار)، آمریـکا (۲۴/۶ میلیارد دلار)، اسـپانیا (۲۰/۲ میلیارد دلار)، و پاکسـتان (۱۹/۲ میلیارد دلار) هستند.

چیـن بزرگ‌تریـن بازیگر در صنعت نسـاجی جهان اسـت و به دلیل برخـورداری از زنجیره‌هـای تأمین پیشـرفته، نیـروی کار ارزان، و تولید انبوه پنبـه، به بزرگ‌ترین تولیدکننده و صادرکننده منسوجات در جهان تبدیل شده است.

پلتفرم‌هایـی مانند Temu نیز در تحول صادرات نسـاجی چین نقش‌آفرینی کرده و محصولات را برای خریداران جهانی دسترس‌پذیرتر کرده‌اند.

علاوه بر تسلط بر منسوجات پنبه‌ای، چین در تولید الیاف مصنوعی مانند پلی‌استر و ویسـکوز نیز پیشتاز است که این موضوع برتری رقابتی آن را در بازار جهانی تقویت می‌کند.

کشورهایی مانند بنگلادش، هند، ترکیه، پاکستان و ویتنام نیز از دیگر بازیگران مهم این صنعت به شـمار می‌روند. ترکیه با تکیه بر میراث غنی نساجی خود و موقعیت جغرافیایی نزدیک به اروپا، توانسـته انواع مختلفی از محصولات نساجی را تولید و صادر کند و تخصص آن در تولید پنبه، جایگاه آن را به عنوان یکی از تأمین‌کنندگان اصلی بازارهای اروپا و خاورمیانه مستحکم کرده است.

پاکسـتان نیز به دلیل تولید پنبه با کیفیت بالا (استحکام و طول مناسب)، شهرت جهانی یافته و پنبه پاکسـتانی به واسطه کیفیت برتر، یکی از گزینه‌های اصلی برای تولید منسوجات لوکس در سطح بین‌المللی محسوب می‌شود.

## ظهور فناوری‌های جدید

فناوری‌هـای روز در صنعـت نسـاجی جهان به‌طـور فزاینده‌ای مورد اسـتفاده قرار می‌گیرند. شناسایی با فرکانس رادیویی (RFID) یکی از این فناوری‌هاست که امکان جمـع‌آوری داده‌های بی‌درنـگ را برای ردیابی محصـولات در مراحل مختلف فرآیند تولید پوشـاک فراهم می‌کند و انتقال از فرآیندهای سـنتی به تولید و لجسـتیک هوشمند با استفاده از فناوری‌های بی‌سیم و اینترنت اشیاء (IoT) را تسهیل می‌کند. شرکت‌هایی مانند Zara و H&M از این تکنولوژی استفاده می‌کنند.

فناوری ابری نیز نوعی رایانش مبتنی بر اینترنت اسـت کـه در آن منابع و نرم‌افزارها مشترک هستند و اطلاعات بر اسـاس تقاضا به دستگاه‌های دیگر ارسال می‌شوند. ایـن فناوری امکان پایـش از راه دور کارخانه‌هـای تولیدی را فراهـم کرده و باعث یکپارچگی منابع تولید پراکنده در یک شبکه واحد تولیدی می‌شود. این به افزایش بهره‌وری تولید، کاهش هزینه و زمان تحویل، و شـفافیت بیشتر در تصمیم‌گیری‌ها منجر می‌شود.

اینترنـت اشـیاء (IoT) نیز با اتصال سنسـورها بـه ماشـین‌آلات در فرآیند تولید، امـکان ردیابی تجهیزات را فراهم کرده و دسـتگاه‌های IoT در ردیابی و احراز اصالت محصولات و محموله‌ها با اسـتفاده از سیسـتم‌های موقعیت‌یـاب جهانی (GPS) مؤثرتر عمل می‌کنند.

«زارا» و «اچ انـد ام» از IoT اسـتفاده می‌کننـد. داده‌هـای کلان (Big Data) و سیسـتم‌های تحلیلی پیشـرفته امکان ادغام سیسـتم‌های تحلیلی با فناوری‌های پیشرفته برای تصمیم‌گیری را فراهم می‌کنند.

این می‌تواند به بهبود مدیریت موجودی و انبارداری، کاهش زمان تحویل محصول، و کاهش هزینه‌های لجستیک در زنجیره تأمین فروشگاه‌های بین‌المللی منجر شود. شرکت‌هایی مانند «زارا»، «پینک بوتیک»، «کلوز اند کو» از کلان داده‌ها (Big Data) استفاده می‌کنند.

## فرصت‌های موجود

صنعت نسـاجی جهانی رشـد ثابتی را تجربه می‌کند، به ویژه در منسوجات فنی که پیش‌بینی می‌شـود از ۲۰۶ میلیارد دلار در سـال ۲۰۲۴ به ۲۸۷ میلیارد دلار تا سال ۲۰۳۲ برسد.

اتوماسیون در تولید منسـوجات نیز در حال افزایش است و انتظار می‌رود تا سال ۲۰۲۸ به ۷۷۶ میلیون دلار برسد که ناشی از پیشرفت در هوش مصنوعی، رباتیک و دیجیتال است. تجارت جهانی منسوجات نیز در حال بهبود است و سازمان تجارت جهانی پیش بینی کرده است که تجارت منسوجات ۲/۷ درصد رشد کند.

روندهای کلیدی شـکل‌دهنده این صنعت به سـمت پایداری بـا تأکید روزافزون بر مدل‌های اقتصاد دایره‌ای در حال تغییراند.

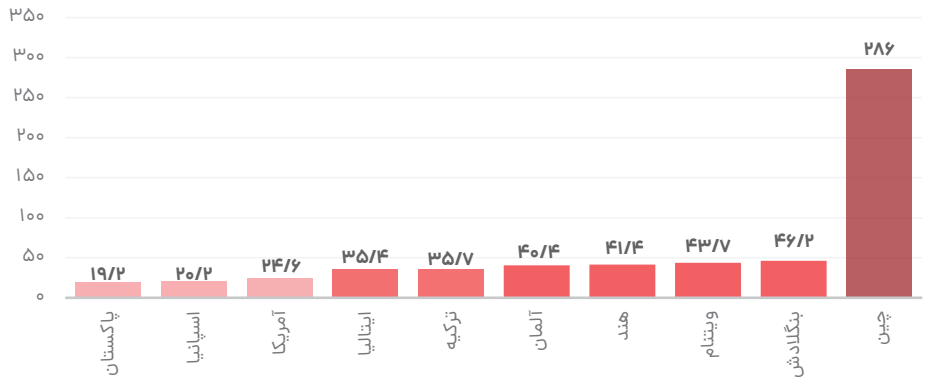
کشـورهای جنوب آمریکا و آفریقا سیگنال‌های رشد مثبت و پتانسیل سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهند، در حالی که اروپا با کاهش احساسات تجاری و تقاضای ضعیف‌تر مواجه است.

فرصت‌های قابل توجهی از منظر سـرمایه‌گذاری در فناوری‌های اتوماسـیون، بخش منسوجات فنی و شیوه‌های پایدار وجود دارد که هم با اهداف زیست‌محیطی و هم با انتظارات مصرف‌کننده هماهنگ است.

بـا این حـال، این صنعت بـا خطراتـی ماننـد بی‌ثباتـی ژئوپلیتیکی، نوسـانات اقتصادی،کمبود نیروی کار و مشکل در تولید مبتنی بر فناوری نیز مواجه است.

منابع:
۱- گزارش تحلیلی کارگزاری فیروزه آسیا درباره صنعت نساجی
۲- گزارش سی امین میز صنعت سازمان بورس
۳- گروه تحلیلی ماهنامه بازار و سرمایه

بزرگ‌ترین صادرکننده‌های پوشاک در جهان - ارقام به میلیارد دلار



# فرصت مه‌آلود صنعت نساجی

## بررسی تحلیلی عملکرد ۴ نماد فعال در صنعت نساجی



**گروه تحلیل:** آمارها نشان می‌دهد فروش نمادهای فعال در صنعت نساجی در سال‌های اخیر، روند صعودی داشته است، اما سایه سنگین هزینه‌های مالی و ناپایداری سودآوری، چالش‌های جدی پیش روی این شرکت‌ها قرار داده است. آیا این شرکت‌ها می‌توانند با مدیریت بهتر، مسیر سودآوری پایدار را طی کنند؟ بررسی دقیق اعداد و ارقام نشان می‌دهد که داستان موفقیت این شرکت‌ها، تنها به افزایش فروش خلاصه نمی‌شود.

صنعت نساجی ایران، با پیشینه‌ای غنی و ظرفیت‌های بالقوه فراوان، یکی از قدیمی‌ترین صنایع در ایران محسوب می‌شود. این صنعت شامل تمام مراحل تولید و ساخت الیاف، نخ‌ها و پارچه‌ها است و دامنه‌ای وسیع از عملیات کشاورزی (برای الیاف طبیعی مانند پنبه و پشم) تا تولید منسوجات مصنوعی را در بر می‌گیرد. منسوجات تولیدی در این صنعت به دو بخش عمده منسوجات خانگی (مانند پرده، روتختی، مبلمان) و پوشاک (شامل لباس) تقسیم می‌شوند. علاوه بر این، منسوجات برای کاربردهای فنی در حوزه‌هایی مانند پزشکی و خودرو نیز استفاده می‌شوند، که این موضوع دامنه فعالیت این صنعت را گسترش می‌دهد. صنعت نساجی نقش اساسی در اقتصاد جهانی ایفا کرده، شغل ایجاد می‌کند و تجارت را تسهیل می‌کند. در حال حاضر، صنعت نساجی ایران در بازار سرمایه جایگاه نسبتاً کوچکی دارد و به عنوان یکی از گروه‌های کوچک بازار سرمایه محسوب می‌شود که فقط چند شرکت محدود از این صنعت در آن پذیرفته شده‌اند.

### نقاط قوت صنعت نساجی ایران

صنعت نساجی ایران دارای چندین نقطه قوت است که تاکنون به خوبی از آنها استفاده نشده است.

- **سابقه غنی و پتانسیل بالا:** ایران یکی از قدیمی‌ترین مراکز صنعت نساجی در دنیا است و سابقه غنی در تولید فرش، پارچه و پوشاک سنتی دارد. این پیشینه تاریخی همراه با پتانسیل‌های موجود، یک نقطه قوت محسوب می‌شود.
- **وجود دانشگاه‌ها و آموزشگاه‌های تخصصی:** وجود دانشگاه‌ها و آموزشگاه‌های تخصصی در رشته نساجی زمینه‌ساز تربیت نیروی ماهر است.
- **دسترسی به بازارهای منطقه‌ای:** دسترسی به بازارهای منطقه‌ای مانند عراق، افغانستان، آسیای مرکزی و کشورهای حوزه خلیج فارس یک مزیت جغرافیایی مهم است.
- **حمایت از تولید ملی و گرایش مصرف‌کنندگان:** افزایش گرایش مصرف‌کنندگان به کالای ایرانی و حمایت دولت از تولید ملی می‌تواند سهم بازار داخلی را برای تولیدکنندگان افزایش دهد.
- **سیاست‌های کلان برای تقویت صادرات:** سیاست‌های کلان کشور برای تقویت صادرات می‌تواند فرصت توسعه بازار خارجی را فراهم کند.
- **کاربردهای جدید منسوجات:** استفاده از منسوجات در حوزه‌های جدیدی مانند خودرو، پزشکی، و کشاورزی بازارهای جدیدی ایجاد می‌کند.
- **وجود طرح‌های حمایتی برای به‌روزرسانی ماشین‌آلات:** وجود طرح‌های حمایتی برای به‌روزرسانی ماشین‌آلات و افزایش بهره‌وری یک نقطه قوت بالقوه است.

### نقاط ضعف صنعت نساجی ایران

همگام با نقاط قوت صنعت نساجی ایران دارای نقاط ضعف مهمی هم هست.

- **ماشین‌آلات قدیمی و کیفیت پایین:** بسیاری از واحدهای نساجی از ماشین‌آلات قدیمی استفاده می‌کنند که باعث کاهش بهره‌وری و کیفیت می‌شود.
- **برندهای ایرانی کمتر شناخته شده:** برندهای پوشاک ایرانی در بازار داخلی و خارجی کمتر شناخته شده هستند.
- **کمبود مواد اولیه با کیفیت و وابستگی به واردات:** کمبود تولید مواد اولیه با کیفیت (مانند پنبه مرغوب، الیاف مصنوعی، رنگینه) منجر به وابستگی شدید به واردات شده است.
- **ضعف در هماهنگی حلقه‌های مختلف تولید:** ضعف در هماهنگی میان حلقه‌های مختلف زنجیره تولید (از

ریسندگی نخ تا دوخت و فروش) به چشم می‌آید.
- **مالیات و بیمه سنگین و دستمزدها:** دستمزدها، بیمه، و مالیات سنگین برای کارفرمایان کوچک‌مقیاس چالش‌زا شده است.
- **نیاز به سرمایه کلان برای راه‌اندازی واحدهای تولیدی:** راه‌اندازی واحدهای تولیدی نساجی (به‌ویژه در مقیاس کوچک و متوسط) نیازمند سرمایه کلان است.
- **کمبود نقدینگی:** نسبت‌های نقدینگی در سال‌های اخیر افت داشته که نشان‌دهنده رویارویی صنعت با کمبود نقدینگی است.
- **وابستگی به تأمین مالی از بدهی:** ساختار سرمایه این صنعت نشان‌دهنده وابستگی بیش از حد به تأمین مالی از تسهیلات و بدهی است.

## فرصت‌های پیش روی صنعت نساجی ایران

با شناسایی نقاط ضعف و قدرت صنعت نساجی ایران متوجه می‌شویم که این صنعت دارای پتانسیل‌ها و فرصت‌های مهمی است که استفاده از آنها می‌تواند چشم انداز این صنعت را تغییر دهد.
- **موقعیت استراتژیک و قدمت صنعت:** موقعیت استراتژیک ایران و قدمت و توانمندی این صنعت، به ویژه در تجارت مواد اولیه مورد نیاز، یک فرصت بسیار مطلوب برای رشد و شکوفایی است.
- **بخش تولید فرش:** بخش تولید فرش در ایران از سابقه طولانی و کیفیت مطلوب در سطح جهان برخوردار است و با سرمایه‌گذاری می‌تواند جایگاه ویژه‌ای در عرصه جهانی داشته باشد.
- **سیاست‌های حمایتی دولت:** اجرای سیاست‌های حمایتی نظیر اعطای تسهیلات ارزان‌قیمت، مشوق‌های صادراتی، ارتقاء فناوری و تسهیل دسترسی به بازارهای بین‌المللی می‌تواند چشم‌انداز مثبتی برای رشد این صنعت و افزایش جذابیت آن برای سرمایه‌گذاران به‌وجود آورد.
- **توسعه فناوری‌های جدید:** توسعه فناوری‌هایی مانند تولید الیاف زیست‌پایه، منسوجات هوشمند و بازیافت‌پذیر می‌تواند صنعت را در مسیر نوآوری و ارزش‌افزوده بالا قرار دهد.

## تهدیدهای پیش روی صنعت نساجی ایران

به موازات فرصت‌هایی که پیش روی صنعت نساجی ایران وجود دارد برخی موانع از جمله تهدیدهای پیش روی صنعت نساجی ایران است.
- **ورود کالاهای ارزان‌قیمت و بی‌کیفیت خارجی:** ورود کالاهای ارزان‌قیمت و بی‌کیفیت از کشورهایی مانند چین و ترکیه رقابت سختی را ایجاد کرده است.
- **تأثیر قیمت مواد اولیه وارداتی بر هزینه‌ها و سود:** تأثیر مستقیم قیمت مواد اولیه وارداتی بر افزایش هزینه‌ها و کاهش حاشیه سود یک تهدید است.
- **محدودیت در واردات مواد اولیه و ماشین‌آلات با کیفیت:** واردات مواد اولیه و ماشین‌آلات با کیفیت با محدودیت‌های زیادی مواجه است.
- **مشکل در صادرات به بازارهای هدف:** صنعت نساجی ایران با مشکلات زیادی در زمینه صادرات به بازارهای هدف مواجه است.
- **بحران آب:** صنعت نساجی آب‌بر است و بحران آب می‌تواند تولید را تحت تأثیر قرار دهد.
- **گرایش به برندهای خارجی و فست فشن:** گرایش به برندهای خارجی و رشد سریع مد فست فشن تهدیدی برای پوشاک داخلی است.
- **ریسک‌های سیستماتیک:** تحریم‌ها، نوسانات نرخ ارز، قاچاق سازمان‌یافته، فرسودگی تجهیزات، و نبود سیاست‌های حمایتی مؤثر، ریسک‌های سیستماتیکی هستند که مانع از جذب سرمایه جدید به این صنعت می‌شوند.
- **ناپایداری قوانین واردات و صادرات:** ناپایداری قوانین واردات و صادرات باعث ایجاد بی‌اطمینانی در برنامه‌ریزی بلندمدت شرکت‌ها شده است.

## صنعتی کم فروغ در بورس

صنعت نساجی ایران با وجود پتانسیل‌های تاریخی، جغرافیایی و فرهنگی و ظرفیت‌های قابل توجه در تولید و اشتغال‌زایی، در حال حاضر در بازار سرمایه جایگاهی کم‌رمق دارد.

این صنعت با چالش‌های ساختاری و سیستماتیک متعددی از جمله فرسودگی تجهیزات، وابستگی به واردات، قاچاق، نوسانات ارزی و قوانین نامنظم مواجه است که مانع از جذب سرمایه‌گذاری بلندمدت و تحقق کامل پتانسیل‌های آن می‌شود. ضعف در برنامه‌ریزی برای افزایش بهره‌وری و عدم انطباق با استانداردهای جهانی نیز به مشکلات افزوده است.

با این حال، وجود سابقه غنی، نیروی کار متخصص، دسترسی به بازارهای منطقه‌ای و فرصت‌هایی نظیر سیاست‌های حمایتی بالقوه دولت برای به‌روزرسانی تجهیزات، تشویق صادرات و توسعه فناوری‌های نوین (مانند منسوجات هوشمند و بازیافت) می‌توانند مسیر رشد و تبدیل این صنعت به یک بازیگر مهم در بازار سرمایه را هموار کند.

بخش‌هایی مانند تولید فرش نیز دارای مزیت رقابتی جهانی هستند که با سرمایه‌گذاری قابل توسعه است.

صنعت نساجی در شرایط فعلی بیشتر می‌تواند به عنوان یک گزینه برای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت برای فعالان بازار سرمایه در نظر گرفته شود.

با این حال، برای جذب جریان نقدینگی جدید، این صنعت نیازمند تحول در ابعاد قانون‌گذاری و حاکمیتی، سیاست‌های کلان دولت در حوزه حمایت از تولید و کنترل واردات، جایگزینی تجهیزات فرسوده و استقبال از فناوری‌های روز دنیا است.

شرکت‌های این گروه درحال حاضر دربازارسرمایه عموماً با ارزش بازار پایین، نقدشوندگی محدود و سودآوری نامطمئن فعالیت می‌کنند. ضعف در برنامه‌های توسعه بهره‌وری، پایین بودن و عدم انطباق با استانداردهای جهانی باعث شده‌اند این گروه با دید بلندمدت برای سرمایه‌گذاری جذاب نباشد.

## وضعیت کلی نمادهای صنعت نساجی

صنعت نساجی در بازار سرمایه ایران به عنوان یکی از گروه‌های کوچک با تعداد نماد فعال محدود شناخته می‌شود. در حال حاضر پوشاک، منسوجات و فرش از مجموعه‌های صنعت نساجی در بازار سرمایه هستند.

در حال حاضر ۷ نماد در این صنعت دسته بندی شده‌اند. ارزش بازار این صنعت ۸/۸ هزار میلیارد تومان و سهم آن از کل بازار سرمایه ۰/۰۹ درصد است. سهام شناور ۳۱ درصد است. نسبت قیمت به درآمد (P/E) برابر با ۹/۵ و نسبت قیمت به ارزش دفتری (P/B) برابر با ۵ است.

حاشیه سود خالص این صنعت ۱۴ درصد است. مجموع دارایی‌ها ۶/۵ هزار میلیارد تومان و مجموع حقوق صاحبان سهم ۱/۸ هزار میلیارد تومان است.

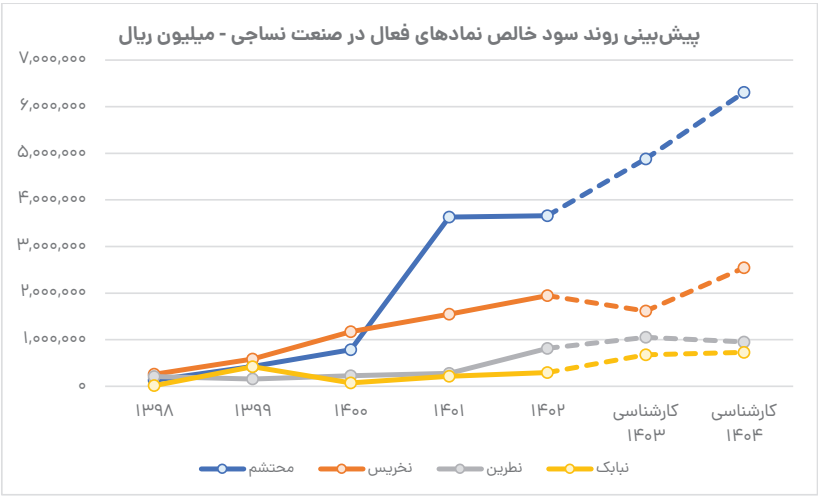
شرکت‌های نساجی در حال حاضر غالباً با نسبت قیمت به سود (P/E) پایین‌تری نسبت به متوسط بازار معامله می‌شوند. این موضوع ناشی از عدم رشد پایدار سودآوری و حساسیت بالا به هزینه‌های تولید، به‌ویژه نرخ انرژی و مواد اولیه وارداتی است. با این حال، شرکت‌هایی که در نوسازی خطوط تولید، توسعه برند و حضور در بازارهای صادراتی موفق بوده‌اند، عملکرد بهتری در بازدهی سهام داشته‌اند.

ساختار سرمایه در صنعت نساجی طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۲ تغییراتی داشته است. بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲، بدهی و حقوق صاحبان سهام، سهم مساوی در ساختار سرمایه داشتند.

اما در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۵، به دلیل ایجاد فشارهای اقتصادی و تحریم‌های صادراتی، شرکت‌های نساجی برای تداوم فعالیت، مجبور به تأمین مالی از محل بدهی شدند. در سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲، سهم بدهی همچنان بیش از حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه این صنعت است که نشان‌دهنده تمایل عموم شرکت‌های فعال در این صنعت به تأمین مالی از تسهیلات و بدهی است.

در سال‌های اخیر، حاشیه سود صنعت نساجی از سال ۱۳۹۵ به دلیل افزایش حمایت‌های دولتی و توجه به تولید داخل رشد مطلوبی داشته است. اما این حاشیه سود همچنان به علت عواملی نظیر قاچاق و عدم صادرات، نسبت به دیگر کشورها بسیار پایین‌تر است.

نسبت‌های نقدینگی در این صنعت در سال‌های اخیر افت داشته‌اند که نشان‌دهنده رویارویی این صنعت با مشکلات ناشی از کمبود نقدینگی است. دوره وصول مطالبات و دوره گردش موجودی کالا نیز از جمله شاخص‌های مهم در این صنعت هستند.در



**فروش نمادهای فعال صنعت نساجی - میلیون ریال**

| سال | ۱۳۹۸ | ۱۳۹۹ | ۱۴۰۰ | ۱۴۰۱ | ۱۴۰۲ | کارشناسی ۱۴۰۳ | کارشناسی ۱۴۰۴ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| محتشم | ۷۲۲,۴۸۲ | ۲,۲۷۹,۱۶۸ | ۵,۷۲۸,۲۶۹ | ۸,۶۹۸,۲۰۶ | ۱۷,۰۳۱,۳۳۴ | ۲۲,۸۳۰,۲۸۱ | ۳۴,۲۴۵,۴۲۲ |
| نخریس | ۱,۴۱۴,۹۵۹ | ۳,۵۱۰,۰۲۴ | ۶,۱۰۴,۳۲۵ | ۸,۰۰۹,۵۲۹ | ۱۰,۵۰۷,۵۱۱ | ۱۱,۵۲۱,۵۳۵ | ۱۵,۵۵۴,۰۷۲ |
| نطرین | ۱,۱۵۳,۹۱۳ | ۱,۰۰۸,۲۴۰ | ۱,۶۳۲,۲۷۱ | ۲,۹۹۹,۷۳۸ | ۵,۱۲۰,۷۰۸ | ۹,۳۴۳,۹۰۹ | ۱۱,۲۱۲,۶۹۱ |
| نبابک | ۳۷۸,۹۹۸ | ۸۲۹,۹۶۵ | ۱,۴۵۸,۷۸۳ | ۲,۱۷۲,۲۲۹ | ۳,۲۵۸,۴۰۹ | ۴,۹۱۷,۹۳۵ | ۵,۴۰۹,۷۲۹ |

**سود خالص نمادهای فعال صنعت نساجی- میلیون ریال**

| سال | ۱۳۹۸ | ۱۳۹۹ | ۱۴۰۰ | ۱۴۰۱ | ۱۴۰۲ | کارشناسی ۱۴۰۳ | کارشناسی ۱۴۰۴ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| محتشم | ۱۲۹,۳۷۱ | ۴۲۳,۴۴۶ | ۷۸۳,۹۱۳ | ۳,۶۲۹,۹۹۹ | ۳,۶۶۱,۴۷۳ | ۴,۸۸۰,۸۰۷ | ۶,۳۰۷,۸۹۳ |
| نخریس | ۲۵۸۳۶۹ | ۵۸۵۰۷۶ | ۱۱۷۲۱۰۳ | ۱۵۴۹۸۶۷ | ۱۹۴۵۵۳۹ | ۱۶۱۴۶۱۸ | ۲۵۴۲۲۹۸ |
| نطرین | ۲۱۰۸۹۷ | ۱۵۶۰۸۶ | ۲۲۵۰۳۳ | ۲۷۷۰۸۱ | ۸۱۵۵۳۱ | ۱۰۵۱۲۴۶ | ۹۵۲۷۲۸ |
| نبابک | ۱۴,۸۲۸ | ۴۲۲,۱۷۴ | ۷۴,۵۶۰ | ۲۱۶,۵۰۴ | ۲۹۵,۶۴۵ | ۶۷۶,۰۷۲ | ۷۲۸,۲۷۵ |

**هزینه‌های مالی نمادهای فعال صنعت نساجی- میلیون ریال**

| سال | ۱۳۹۸ | ۱۳۹۹ | ۱۴۰۰ | ۱۴۰۱ | ۱۴۰۲ | کارشناسی ۱۴۰۳ | کارشناسی ۱۴۰۴ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| محتشم | (۵۶,۰۵۲) | (۱۴۵,۹۴۵) | (۱۸۴,۲۰۴) | (۳۳۴,۸۹۳) | (۸۱۴,۵۳۳) | (۱,۶۱۴,۳۳۱) | (۱,۶۱۴,۳۳۱) |
| نخریس | (۱۷,۹۰۷) | (۱۲۸,۳۴۶) | (۱۴۶,۳۲۱) | (۲۰۳,۳۷۵) | (۳۳۷,۴۴۴) | (۴۷۲,۴۲۲) | (۵۱۹,۶۶۴) |
| نطرین | (۱۵,۱۱۰) | (۴۴,۶۲۶) | (۱۶۸,۸۵۱) | (۲۶۸,۵۱۸) | (۴۱۴,۶۸۰) | (۱,۰۰۲,۷۷۷) | (۱,۳۰۳,۶۱۰) |
| نبابک | (۱۰,۴۳۶) | (۲,۶۸۸) | - | - | - | - | - |

سال ۱۴۰۲، دوره وصول مطالبات ۹۶ روز و دوره گردش موجودی کالا ۱۰۳ روز بوده است.

بررسی ضرایب آماری این صنعت طی ۵ سال اخیر نیز اطلاعاتی در مورد ریسک و بازده آن ارائه می‌دهد. انحراف معیار این صنعت، که معیاری از ریسک محسوب می‌شود، تقریباً ۱۷ درصد در این دوره بوده است. ضریب تغییرات این صنعت ۴/۱۵ است، به این معنا که به ازای یک واحد ریسک، ۴/۱۵ واحد بازده در این صنعت حاصل می‌شود.

نسبت شارپ نشان‌دهنده میزان بازده اضافی کسب شده نسبت به ریسک تحمل شده در یک سرمایه‌گذاری است. هرچه مقدار این نسبت بیشتر باشد، وضعیت مطلوب‌تری را نشان می‌دهد. نسبت شارپ برای صنعت نساجی ۰/۱۲ است.

نسبت ترینر نیز بیانگر میزان بازده به ازای یک واحد ریسک سیستماتیک است. هرچه مقدار این نسبت بیشتر باشد، سرمایه‌گذاری مطلوب‌تر ارزیابی می‌شود. بتای صنعت نساجی در مقایسه با شاخص کل و شاخص هم‌وزن کمتر از ۱ است، که نشان‌دهنده حساسیت کمتر این صنعت به این شاخص‌ها است. بتا با شاخص کل ۰/۶۳ و بتا با شاخص هم‌وزن ۰/۷۶ است. ترینر با شاخص کل ۰/۰۳ و ترینر با شاخص هم‌وزن نیز ۰/۰۳ است.

بر اساس نسبت‌های آماری در سال‌های اخیر (تا ۱۴۰۲)، P/E ttm صنعت ۱۲/۸، P/D (نسبت قیمت به سود تقسیمی) ۶۲/۶، P/S (نسبت قیمت به فروش) ۲/۵ است. بر اساس نسبت قیمت به فروش در دوازده ماه گذشته، این صنعت در رتبه ۴۰ و بر اساس نسبت قیمت به سود (P/E) در رتبه ۳۹ در میان صنایع فعال بازار سرمایه قرار دارد.

## تحلیل عملکرد مالی نمادهای صنعت نساجی

در ادامه وضعیت مالی و بنیادی شرکت‌های محتشم (محتشم)، نخریس (نخریس)، نطرین (نطرین)، و نبابک (نبابک) که نماد آنها در بازار سرمایه داد و ستد می‌شود را در فاصله سال‌های۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ مورد بررسی قرار خواهیم داد وبرآورد می‌کنیم وضعیت شرکت‌های این گروه در سال‌های ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴ چگونه خواهد بود.

عمده تمرکز شرکت‌های فعال در این بخش بر روی تولید و عرضه در بازار داخلی است.

با توجه به ارزیابی عملکرد این شرکت‌ها و با وجود عدم حضور منظم و شفاف برخی از این شرکت‌ها در بازار سرمایه، پیش‌بینی می‌شود میزان رشد سود خالص شرکت محتشم در سال‌های ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴ بیشتر از سایر نمادها باشد.

- **محتشم:** گزارش سود و زیان محتشم حاکی از یک روند صعودی در عملکرد مالی طی سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ و همچنین چشم‌انداز مثبت برای سال ۱۴۰۴ است. فروش شرکت از ۷۲/۲ میلیارد تومان در سال ۱۳۹۸ به ۱,۷۰۳ میلیارد تومان در سال ۱۴۰۲ رسیده است، که نشان‌دهنده رشد حدود ۲۳ برابری طی ۵ سال است. سود خالص در پایان سال ۱۴۰۲ معادل ۳۶۶ میلیارد تومان ثبت شده است که نسبت به سال ۱۳۹۸ حدود ۲۸ برابر شده است. برآوردها نشان می‌دهد فروش شرکت محتشم در سال ۱۴۰۴ به ۳,۴۲۴ میلیارد تومان خواهد رسید. سود خالص نیز رشد قابل توجهی داشته و در سال ۱۴۰۴ به بیش از ۶۳۰ میلیارد تومان خواهد رسید. سود هر سهم(EPS) از ۳۷ تومان در سال ۱۳۹۸ به ۱۸۳ تومان در ۱۴۰۲ رسیده و پیش‌بینی می‌شود در سال ۱۴۰۴ به ۳۱۵ تومان برسد. این آمارها بیانگرآن است که شرکت محتشم در مسیر رشد است، با این حال رشد هزینه‌های مالی می‌تواند یکی از ریسک‌های قابل توجه آینده باشد.
- **نخریس:** آن طور که آمارها نشان می‌دهد میزان فروش نخریس از ۱۴۱ میلیارد تومان در سال ۱۳۹۸ به ۱,۰۵۱ میلیارد تومان در سال ۱۴۰۲ رسیده است. سود خالص شرکت نیز از حدود ۲۶ میلیارد تومان در سال ۱۳۹۸ به ۱۹۵ میلیارد تومان در سال ۱۴۰۲ رسیده است. یکی از نکات قابل توجه در عملکرد مالی نخریس، رشد شدید هزینه‌های مالی است. این هزینه‌ها از ۱/۸ میلیارد تومان در سال ۱۳۹۸ به ۳۳/۷ میلیارد تومان در سال ۱۴۰۲ رسیده‌اند. این موضوع نشان دهنده اتکا به منابع مالی خارجی (نظیر وام و تسهیلات) است که در صورت عدم مدیریت بهینه، می‌تواند به تضعیف سود خالص و افزایش ریسک‌های مالی منجر شود. پیش بینی می‌شود درآمد فروش در سال ۱۴۰۴ به ۱,۵۵۵ میلیارد تومان برسد. به طورکل عملکرد شرکت نخریس در شاخص‌های درآمد و سود عملیاتی، مثبت است اما افزایش هزینه‌های مالی، قابل توجه است و لازم است کنترل بیشتری بر ساختار تأمین مالی و مدیریت مؤثر هزینه‌ها انجام شود.
- **نطرین:** بررسی عملکرد مالی شرکت نطرین طی بازه پنج‌ساله اخیر، نشان می‌دهد فروش شرکت از حدود ۱۱۵ میلیارد تومان در سال ۱۳۹۸ به ۵۱۲ میلیارد تومان در سال ۱۴۰۲ رسیده است. سود خالص این نماد در صنعت نساجی نیز در همین دوره از ۲۱ میلیارد تومان به ۸۱/۵ میلیارد تومان رسیده است و برآورد می‌شود در سال ۱۴۰۴ جمع کل سود خالص این شرکت به ۹۵ میلیارد تومان برسد که به ازای هر سهم ۵۶ تومان خواهد بود. یکی از نکات قابل توجه در صورت‌های مالی نطرین نیز، افزایش قابل ملاحظه در هزینه‌های مالی است. این هزینه‌ها از حدود ۱/۵ میلیارد تومان در سال ۱۳۹۸ به ۴۱/۵ میلیارد تومان در سال ۱۴۰۲ رسیده‌اند که رشد بیش از ۲۷ برابری را نشان می‌دهد.چنین افزایشی معمولاً ناشی از افزایش بدهی‌های یا تسهیلات مالی است که در صورت عدم کنترل، می‌تواند بر سودآوری شرکت اثر منفی بگذارد. در صورت تحقق فروش و سود پیش‌بینی‌شده برای سال ۱۴۰۴، شرکت می‌تواند وارد فاز جدیدی شود. البته موفقیت در این مسیر وابسته به مدیریت مؤثر هزینه‌ها، استفاده بهینه از ظرفیت تولید و کنترل منابع مالی خواهد بود.
- **نبابک:** نماد نبابک طی سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ روندی نوسانی در عملکرد مالی خود تجربه کرده، اما به‌طور کلی توانسته مسیر رو به رشدی را به‌ویژه در سال پایانی طی کند، به طوری که فروش شرکت از ۳۸ میلیارد تومان در سال ۱۳۹۸ و در طول ۵ سال به ۳۲۶ میلیارد تومان رسیده است. سود خالص شرکت نیز از۱/۵ میلیارد تومان در همین دوره به ۲۹/۵ میلیارد تومان رسیده است و برآورد می‌شود سود شرکت در سال ۱۴۰۴ به ۷۲/۸ میلیارد تومان برسد. برآوردهای انجام شده همچنین بیانگر آن است که میزان فروش شرکت در سال ۱۴۰۴ به ۵۴۱ میلیارد تومان خواهد رسید. عواملی از جمله ظرفیت تولید، بازارهای صادراتی، و مدیریت هزینه‌ها در ادامه حرکت این شرکت تاثیرگذار است.

منابع: .....
۱- گزارش تحلیلی کارگزاری فیروزه آسیا درباره صنعت نساجی
۲- گروه تحلیلی ماهنامه بازار و سرمایه
۳- گزارش سی امین میز صنعت سازمان بورس

* بیانیه ریسک: این گزارش برای اطلاع‌رسانی تنظیم شده و بر اساس داده‌ها و ارزیابی‌هایی است که امکان تغییر درآن‌ها وجود دارد؛ لذا تصمیم‌گیری بر اساس این مطالب بر عهده سرمایه‌گذاران محترم خواهد بود.

شرکت فولاد کاوه جنوب کیش

SKS
South Kaveh Steel Co

۸ مهرماه ۱۳۸۵ سالروز تاسیس شرکت فولاد کاوه جنوب کیش





# نوزده سال سرمایه‌گذاری
# نوزده سال توسعه مستمر

## فولاد کاوه، روایت حماسه‌ای که همچنان ادامه دارد...

شرکت فولاد کاوه جنوب کیش؛ با تکیه بر ایمان، توان جوانان متخصص ایرانی و در پرتو آرمان‌های بلند اقتصاد مقاومتی، پرچم‌دار بالندگی و اقتدار در عرصه فولاد کشور شد. امروز، در **جایگاه سومین تولیدکننده شمش فولادی کشور و دومین عرضه‌کننده در بورس کالا**، این نام پرآوازه تجسمی از اراده ملی، غرور صنعتی و آینده‌ای‌ست که با دستان توانمند ایرانیان ساخته می‌شود.

## برآورد تناژ تولید از ابتدای راه‌اندازی تا ۸ مهرماه ۱۴۰۴

**آهن اسفنجی**

**بیش از ۱۹،۸۰۰،۰۰۰ تن**

سال بهره‌برداری:
۱۳۹۰ و ۱۳۹۱

**شمش فولادی**

**بیش از ۱۱،۷۰۰،۰۰۰ تن**

سال بهره‌برداری:
۱۳۹۴ و ۱۳۹۹

گروه مپنا

تشریح مهم‌ترین برنامه‌ها از زبان محسن امیری، مدیرعامل هلدینگ نیروگاهی ایرانیان مپنا

# برنامه‌ریزی «ومپنا» برای دو عرضه اولیه



گروه مپنا، به‌عنوان پیشگام صنعت و فناوری در ایران، از سال ۱۳۷۲ با مأموریت محوری حل چالش‌های زیرساختی کشور پا به عرصه وجود نهاد. این مجموعه که ابتدا با مدیریت پروژه‌های نیروگاهی آغاز به کار کرد، امروز به یک هلدینگ صنعتی پیشرفته تبدیل شده که در حوزه‌های متنوعی از جمله تولید تجهیزات سنگین نیروگاهی، اجرای پروژه‌های نفت و گاز، توسعه حمل‌ونقل ریلی و فناوری‌های نوین فعالیت می‌کند. دستیابی به فناوری طراحی و ساخت توربین‌های گازی و حضور مؤثر در بازارهای بین‌المللی، گواهی بر توانمندی‌های این گروه در مسیر تبدیل شدن به یک قدرت صنعتی پیشرو در منطقه خاورمیانه است. در همین راستا، محسن امیری مدیرعامل هلدینگ نیروگاهی ایرانیان مپنا در گفت‌وگوی اختصاصی با ماهنامه «بازار و سرمایه»، به تشریح مهم‌ترین برنامه‌های این گروه پرداخت. وی از برنامه‌ریزی برای انجام دو IPO در سال جاری خبر داد و تأکید کرد که شرکت‌های "تولید نیروی برق پرند" و "تجدیدپذیر مپنا" به زودی در بازار سرمایه عرضه خواهند شد. این اقدام در کنار برنامه‌های دیگری چون مدیریت هوشمندانه بدهی‌ها، افزایش راندمان نیروگاه‌های موجود و تمرکز بر حوزه تجدیدپذیرها، در نهایت منجر به تولید سود باکیفیت و افزایش پایداری شبکه برق کشور خواهد شد.

**■ باتوجه به عملکرد سال گذشته گروه مپنا، ارزیابی شما از مهم‌ترین دستاوردهای هلدینگ نیروگاهی ایرانیان مپنا در حوزه مالی و عملیاتی چیست؟**

یکی از دستاوردهای کلیدی و بسیار حائز اهمیت هلدینگ مدیریت نیروگاهی مپنا در سال گذشته، مدیریت و تسویه کامل بدهی‌ها و مطالبات بین شرکت مدیریت نیروگاه ایرانیان مپنا و گروه مپنا، پیش از عرضه اولیه بود. ومپنا بر اساس امیدنامه خود، پیگیری‌های لازم را انجام داد و توانست تا این حساب‌ها را به صفر برساند. در این فرآیند، به جای دریافت ریال که با توجه به افت شدید ارزش آن در ماه‌های اخیر همراه با ریسک بود، هوشمندانه به سمت دریافت دارایی‌های ملموس و مورد نیاز خود، یعنی قطعات و تجهیزات نیروگاهی که برای اورهال‌ها و تعمیرات اساسی نیروگاه‌ها ضروری بود، حرکت کردیم. این تصمیم استراتژیک نه تنها از کاهش ارزش دارایی‌ها جلوگیری کرد و حدود ۲۰ الی ۳۰ درصد سودآوری برای ومپنا به همراه داشت. این اقدام را می‌توان یکی از دستاوردهای ممتاز سال گذشته دانست که نشان‌دهنده عمل به تعهدات در قبال سهامداران و رعایت دقیق قوانین سازمان بورس پس از عرضه اولیه بوده است.

**■ چه اقدامات عملیاتی مشخصی در زمینه بهینه‌سازی و افزایش راندمان نیروگاه‌های تحت مدیریت ومپنا صورت گرفته است؟**

از جمله اقدامات عملیاتی بسیار مؤثر، اجرای پروژه‌های بهینه‌سازی و افزایش راندمان در نیروگاه‌های تحت مدیریت بود. نمونه بارز آن، در نیروگاه پرند و با اجرای پروژه مدرن خنک‌کاری هوای ورودی به کمپرسورهای شش واحد گازی این نیروگاه محقق شد. این پروژه که با سرمایه‌گذاری صددرصدی خود شرکت به انجام رسید، منجر به افزایش حدود ۹۰ مگاواتی ظرفیت تولید برق نیروگاه در زمان پیک بار شد. این افزایش تولید که از حدود دو ماه و نیم پیش به طور عملی به شبکه سراسری برق کشور تزریق می‌شد، به طور رسمی در هفته گذشته با حضور وزیر محترم نیرو و مدیران ارشد گروه به بهره‌برداری رسمی رسید. این اقدام، سهم قابل توجهی در بهبود مدیریت تولید و مصرف برق داشت. همچنین، پروژه بازچرخانی آب پساب شهر جدید پرند نیز با همین حضور افتتاح شد که باعث شد نیروگاه پرند دیگر از آب‌های زیرزمینی یا خط شرب استان تهران استفاده نکند.

**■ برنامه هلدینگ نیروگاهی ایرانیان مپنا برای عرضه اولیه (IPO) زیرمجموعه‌های خود چیست؟**

بر اساس مصوبه رسمی هیئت مدیره هلدینگ مپنا،برنامه ریزی دقیقی برای انجام دو عرضه اولیه در سال جاری داریم. اولین مورد، شرکت «تولید نیروی برق پرند» است که نماد آن با نام «پرند» در فرابورس ایران پذیرش شده و کلیه مراحل اداری و نظارتی آن به اتمام رسیده است. در همین راستا جلسه‌ای با مدیریت محترم سازمان فرابورس برای تعیین نهایی زمان عرضه اولیه برگزار خواهد شد تا با در نظر گرفتن شرایط بازار، بهترین زمان ممکن انتخاب شود. دومین مجموعه، شرکت «تولید انرژی‌های تجدیدپذیر مپنا» بوده که دارای ظرفیت ۲۰۰ مگاواتی ترکیبی خورشیدی و بادی است. جلسه هیئت پذیرش این شرکت در بورس تهران برگزار خواهد شد. این شرکت به عنوان نخستین مجموعه تخصصی نیروگاه‌های تجدیدپذیر در کشور است که فرآیند عرضه اولیه را آغاز می‌کند که خود نقطه عطفی در بازار سرمایه ایران محسوب می‌شود.

**■ باتوجه به برنامه‌های توسعه‌ای گروه مپنا، در مورد پروژه‌های کلان افزایش ظرفیت و توسعه‌ای نیروگاهی که در دست اجرا دارید توضیح دهید.**

مهم‌ترین پروژه توسعه‌ای در دست اجرا، تکمیل فرآیند سیکل ترکیبی کردن نیروگاه‌های موجود گروه است. به طور خاص، پروژه افزودن واحدهای بخار به بلوک سوم نیروگاه عسلویه و بلوک سوم نیروگاه فردوسی در دست اجرای سریع قرار دارد. این پروژه

عظیم با سـرمایه‌گذاری کامل داخلی و بدون استفاده از تسـهیلات بانکی یا منابع صندوق توسـعه ملی، با هزینـه‌ای بالغ بر ۳۰۰ میلیون یورو در حال پیشـرفت اسـت. پیش‌بینی می‌شود این دو واحد بخار، هر یک با ظرفیت ۱۶۰ مگاوات (جمعاً ۳۲۰ مگاوات)، تا پیش از آغاز پیک بار سال آینده به شبکه سراسری برق کشور متصل شوند. پیامد مستقیم این پروژه، صرفه‌جویی سوخت بسیار قابل توجهی معادل حدود دو میلیون مترمکعب گاز در روز خواهد بود، چرا که با اضافه شدن واحد بخار، راندمان نیروگاه به شـدت افزایش یافته و برای تولید همان میزان برق، سـوخت بسیار کمتری مصرف می‌شود.

**■ در مورد فعالیت‌های آب شیرین‌کن گروه مپنا توضیح دهید؛ چه برنامه‌های توسـعه‌ای برای افزایش ظرفیت این بخش در دست دارید؟**

شرکت تولید آب و برق قشم که از زیرمجموعه‌های گروه مپنا است، در حال حاضر مسـئولیت تأمین بخشی از آب شرب جزیره قشم را بر عهده دارد. این شرکت روزانه حدود ۱۴ هزار مترمکعب آب دریا را شـیرین کرده و در اختیار آبفای اسـتان هرمزگان قرار می‌دهد که سهمی حدود ۳۰ درصدی در تأمین آب روسـتاهای منطقه را دارد. برنامه توسـعه‌ای ما، افزایش ۱۰ هزار متر مکعبی ظرفیت به این مجموعه در روز است. زمین این پروژه از منطقه ویژه اقتصادی قشم تخصیص یافته و عملیات پایه‌ریزی و تحکیم بستر نیز انجام شده است. مناقصه خرید تجهیزات پیشرفته سیستم RO (اسمز معکوس) نیز برگزار شده است. منابع مالی این طرح از طریق خود گروه تأمین شـده و نیاز به تسهیلات خارجی ندارد. در حـال حاضر منتظر اخذ مجوزهای نهایی از اسـتانداری هرمزگان و دبیرخانه شورای عالی مناطق آزاد هستیم تا کار اجرایی به سرعت آغاز شود.

**■ در حـال حاضـر مجمـوع ظرفیـت اسـمی نیروگاه‌هـای تحـت مدیریـت مپنـا چـه مقدار است؟**

هم اکنون گروه مپنا مدیریت مجموعه‌ای از نیروگاه‌ها را بر عهـده دارد که مجموع ظرفیت اسـمی آن‌ها در محدوده ۶۵۰۰ تا ۷۰۰۰ مگاوات قرار دارد.این ظرفیت، سـهم ۱۰ درصـدی از کل ظرفیت نیروگاهی کشـور را تشـکیل می‌دهد و نقش کلیدی در تأمین برق پایدار ایران ایفا می‌کند.

**■ آیا برنامه‌ای برای افزایش سـرمایه شرکت در دستور کار قرار دارد؟**

بله،افزایش سـرمایه از جملـه اولویت‌های مدیریتی مجموعه اسـت کـه در این زمینه دو مسـیر را دنبال خواهیم کـرد؛ اول، افزایش سـرمایه از محل سـود انباشته سنوات گذشته است که مجوزهای لازمه آن از سازمان بورس و فرابورس اخذ شده و این موضوع در مجمع عمومی نیز به سهامداران عزیز ابلاغ شد. دوم، برنامه‌ریزی برای افزایش سرمایه از محل منابع حاصل از عرضه سـهام خواهـد بود که در ایـن خصوص در حال رایزنی با صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سهامداران عمده هستیم تا از روش‌های مختلف، منابع جدیدی را برای تقویت ساختار مالی شرکت جذب کنیم.

**■ چشم‌انداز گروه مپنا برای حضور در بازارهای بین‌المللی و توسعه صادرات چگونه است؟**

در حـوزه صـادرات بـرق، بـا واقعیت‌هـای بازارهای منطقه‌ای مواجه هستیم، از یک سو، پیک مصرف برق در کشورهای همسـایه مانند عراق، پاکستان و ترکیه تقریباً همزمان با ایران اسـت، از سـوی دیگر اولویت مطلق ما در شـرایط کنونی، تأمین بـرق پایدار داخل کشور است. اگرچه مجوزهای کلی صادرات در گذشته اخذ شده، اما در عمل به دلیل همین همزمانی و نیاز داخلی، اجازه صادرات در این مدت داده نشده است و تنها موقعیتی که وجود دارد، مجوز احتمالی صادرات بـرای نیروگاه‌های تجدیدپذیر جدید بـوده که وزارت نیرو اعلام کرده، اما این مجوز هنوز عملیاتی و اجرایی نشـده اسـت و در حال حاضر، تمرکز اصلی بر توسعه داخلی و افزایش راندمان خواهد بود.

**■ پیامی که به عنوان چشـم‌انداز آینده شرکت برای سهامداران دارید چیست؟**

مهم‌ترین تعهد و چشم‌انداز ما برای سهامداران، تولید سـود باکیفیت و نقدشوندگی بالا و پرداخت به‌موقع و سـریع‌تر از موعد مقرر سود نقدی است. برای سال مالی گذشـته، ومپنا فراتر از تعهد ۳۰ درصدی، سـود ۳۵ درصـدی را تصویب کرد و مبلغ ۸۰ میلیارد تومان تنها ظرف دو هفته پس از برگزاری مجمع، به حسـاب سـهامداران حقیقی واریز شـد که اقدامـی کم‌نظیر در بازار سـرمایه بود. اسـتراتژی آتی، تمرکز بر توسعه نیروگاه‌های تجدیدپذیـر و انعقاد قراردادهای فروش برق بر اساس ماده ۴ است.

دلیـل این انتخـاب، اختـلاف قابل توجـه درآمدی (فـروش کیلوواتـی ۴۵۰۰ تومـان بـه بـالا در تجدیدپذیرهـا و قراردادهای ماده ۴ در مقابل قیمت حدود ۲۱۰ تومانی در نیروگاه‌های حرارتی تحت قرارداد بـا وزارت نیرو) اسـت. ایـن تغییر ترکیـب درآمدی، جریان نقدی مطمئن‌تـر و باکیفیت‌تری ایجاد کرده و امکان افزایش تدریجی درصد تقسـیم سود را فراهم می‌آورد. مـا قصد داریم این توسـعه را تا حد امکان بدون اتکا به تسهیلات سنگین بانکی و از طریق جذب سرمایه‌گذاران اسـتراتژیک مانند بانک ملت و شرکای خصوصی پیش ببریم تا منافع سـهامداران به بهترین شکل حفظ و ارتقا یابد.



## در عملکرد ۱۱ ماهه منتهی به مرداد ۱۴۰۴ مشخص شد

# رکوردشکنی فروش دلاری و تثبیت جایگاه جهانی پتروشیمی پردیس

### تولید پردیس ۲۱ درصد بالاتر از میانگین ۱۲ ماهه

در مـرداد ۱۴۰۴، میزان تولید شـرکت ۲۱ درصد بالاتر از میانگین ۱۲ ماهه گذشـته ثبت شد. این عملکرد نشان می‌دهد که پتروشـیمی پردیس با رفع محدودیت‌های ناشی از کمبود گاز و علی‌رغم وجود ریسک‌های عملیاتی، توانسـته ظرفیـت تولید خـود را در سـطحی فراتر از میانگین سالانه حفظ کند.




### عملکرد فروش پردیس در مرداد ۱۴۰۴

در بخـش فروش، بـا وجـود مشـکلات ژئوپلیتیکی منطقه‌ای (از جمله جنگ ۱۲ روزه اسـرائیل علیه ایران) و چالش‌های ناشـی از حمل‌ونقل دریایی، پتروشیمی پردیس توانسـت عملکرد قابل‌توجهی در مردادماه به ثبت برسـاند. اسـتمرار این روند بیانگر مدیریت مؤثر شـرکت در مواجهـه بـا محدودیت‌ها و ریسـک‌های خارجی است.

در همین ماه، پردیس موفق شـد رکورد فروش دلاری ۱۱ ماه اخیر را بشکند و با ثبت ۱۱۴.۶ میلیون دلار، بالاترین رقم ماهانه در سـال جاری را به دسـت آورد. این میزان فروش در بازه ۲۰ ماه گذشـته نیز در جایـگاه دوم قرار دارد؛ چرا که تنها در شـهریور ۱۴۰۳ پردیس توانسـته بود رقمی نزدیک به ۱۱۸ میلیون دلار را محقق کند. این جهـش کم‌نظیر نشـان می‌دهد که پردیـس نه تنها در حوزه تولید، بلکه در فروش نیز توانسـته از موانع عبور کرده و عملکردی فراتر از انتظار به نمایش بگذارد.

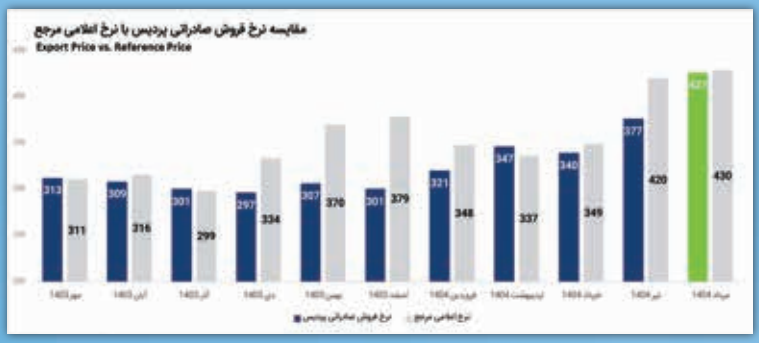



**گفتنی اسـت بـا ورود عبدالرحیـم قنبریان از اسـفند ۱۴۰۳ به‌عنوان مدیرعامل جدید، سیاسـت‌های تازه‌ای در حوزه تولید، فـروش و بازارهـای صادراتی در دسـتور کار قرار گرفـت. نتایج عملکرد مردادماه نشان می‌دهد که این رویکرد مدیریتی توانسته اثرگذاری خود را نشـان دهد و پردیس را در مسیر افزایش سهم بازار و ارتقای جایگاه رقابتی قرار دهد.**



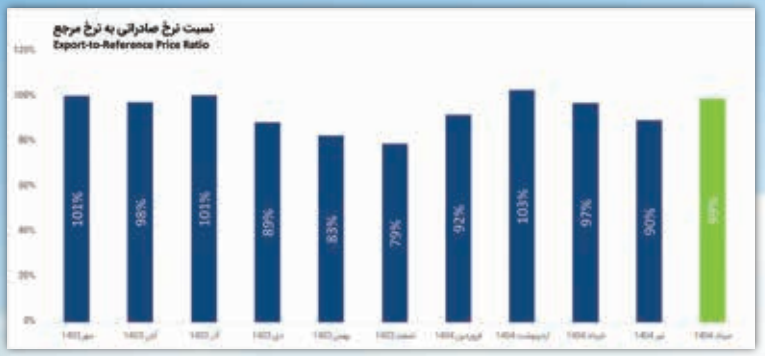
PPC
شرکت پتروشیمی پردیس
Pardis Petrochemical Company
www.paupc.ir

## نرخ فروش صادراتی پردیس در مرداد ۱۴۰۴




مهم‌تر از میزان فروش، نرخ فروش صادراتی اوره در مردادماه بوده اســت که به ۴۲۷ دلار در هر تن رسید؛ نرخی که تنها ســه دلار پایین‌تر از نرخ مرجع ۴۳۰ دلاری نشــریه آرگوس قرار داشت. این نزدیکی به نرخ جهانی مرجع، نشان‌دهنده قدرت پردیس در فروش صادراتی با شرایط رقابتی و هم‌تراز با بازارهای بین‌المللی اســت. در عین حال، برخی منتقدان طی ماه‌های گذشته به کاهش حجم فروش اشاره داشتند. اما باید توجه داشت که در مردادماه، محموله‌ها با نرخ‌های بالاتر فروخته و بارگیری شده‌اند. بنابراین، افت نسبی حجم در ماه‌های پیشین با جهش نرخ و ثبت رکورد فروش دلاری مردادماه به‌طور کامل جبران شــد. در نمودار، مقایسه نرخ فــروش صادراتی پردیس با نرخ مرجع (نشــریه آرگوس) به تصویر کشیده شده است. این مقایسه نشان می‌دهد که پردیس توانســته اســت فاصله با نرخ جهانی را به حداقل رسانده و جایگاه قدرتمند خود را در بازار جهانی تثبیت کند.

## نسبت نرخ صادراتی پردیس به نرخ مرجع




بر اساس داده‌های نمودار نسبت نرخ صادراتی اوره پردیس به نرخ مرجع ( نشریه آرگوس ) ۹۹ درصد ثبت شده است؛ ایــن عملکرد در شــرایطی حاصل شــده کــه حمل‌ونقل محصولات با ریسک‌های بالایی، به‌ویژه ناشی از تنش‌های ژئوپلیتیکــی اخیــر، مواجــه بوده اســت. با وجــود این محدودیت‌ها، پردیس توانســت هم در ســطح نرخ‌های صادراتی و هم در حجم فروش نتایج چشمگیری را به ثبت برساند و جایگاه خود را به‌عنوان یکی از بازیگران قدرتمند بازار تثبیت کند.



سبد سرمایه گذاری
بیمه های زندگی طلایی شد

بیمه پاسارگاد






KSC

شرکت فولاد خوزستان

www.ksc.ir




# زمـــان به نفع کار شماست ...

## طرح کسب و کار بانک دی

بانک دی
DAY BANK
www.day24.ir

روابط عمومی بانک دی

جهت کسب اطلاعات بیشتر
کد QR را اسکن کنید

کرمان موتور

KMC



- موتور بنزینی 1600سی سی تنفس طبیعی مجهز به VVT
- حداکثر قدرت Hp/RPM ۱۰۷/۶۰۰۰
- حداکثر گشتاور موتور Nm/RPM ۱۵۰/۳۵۰۰
- گیربکس اتوماتیک از نوع CVT
- مجهز به سیستم فرمان برقی (EPS)
- سیستم ترمز جلو و عقب دیسکی
- سیستم تعلیق جلو MacPherson و نیمه مستقل پیچشی در عقب
- رینگ های 16 اینچی آلومینیومی 205/55R16
- مجهز به 4 کیسه هوا (سرنشینان جلو و جانبی)
- کروز کنترل
- سیستم کنترل ایستایی درسربالایی(HAC)

- نمایشگر مرکزی ۱۰/۲۳ اینچی لمسی + بلوتوث + USB
- مجهز به Android Auto و Apple Car Play
- کلیدهای کنترل سیستم صوتی روی غربیلک فرمان
- آینه های جانبی تاشونده برقی
- چراغ‌های جلو LED
- چراغ روشنایی در روز (Day Light)
- گرمکن صندلی های ردیف جلو
- سیستم پایش فشار باد تایرها (TPMS)
- سنسور پارک جلو و عقب
- سیستم ورود بدون کلید+استارت دکمه ای

KERMANMOTOR

KMC SR3

کِی اِم سی اس آر ۳



# کارگزاری حافظ

## انـــرژی پایـدار سرمایه شـما

خرید و فروش کن، کارمزدت برمیگرده

حافظ
سرمایه‌گذاری اوراق بهادار

هدف حافظ
مشاور سرمایه‌گذاری

کارگزاری حافظ
بورس اوراق بهادار، کالا، انرژی

شرکت خدمات ارزی و صرافی ایران زمین

شرکت لیزینگ ایران زمین
IRAN ZAMIN LEASING CO.

دیبا افـزار حافظ
توسعه نرم‌افزارهای مالی

گروه مالی داتام
Datam Financial Group Co.

www.hafezbroker.ir