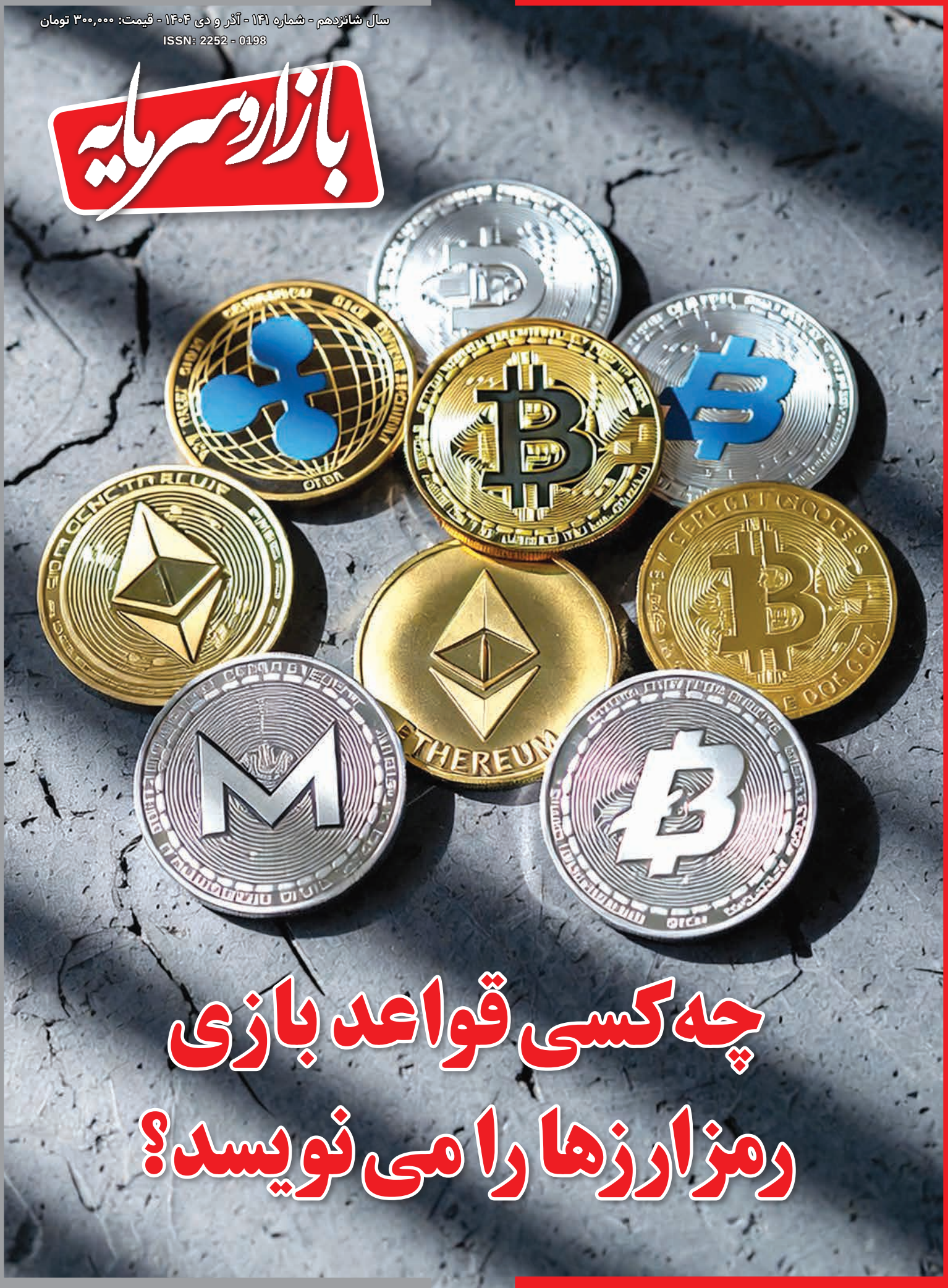
CAPITAL & MARKET

سال شانزدهم - شماره ۱۴۱ - آذر و دی ۱۴۰۴ - قیمت: ۳۰۰,۰۰۰ تومان
ISSN: 2252 - 0198

بازار و سرمایه



چه کسی قواعد بازی رمزارزها را می‌نویسد؟



7th
financing
Conference

هفتمین
همایش
تامین مالی

فرصت‌های تامین مالی از طریق بازار سرمایه

۱۳ بهمن ۱۴۰۴ | **2 FEBRUARY 2026**

مکان: اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران

دبیرخانه همایش: تهران، میدان فاطمی، میدان گلها
خیابان جهان آرا، کوچه۱۳/۲(بابک)، پلاک ۱۶، طبقه دوم

فکس: ۴۱۴۲۵۸۹۴ (۰۲۱)
تلفن: ۴۱۶۷۴۱۰۷ - ۴۱۶۷۴۱۰۲ (۰۲۱)

گروه آبان
خدمات بازار سرمایه

کارگزاری آبان
ABAN SECURITIES

سبدگردان آبان
ABAN ASSET MANAGEMENT

مشاور سرمایه گذاری هوشمند آبان
ABAN HOUSHMAND INVESTMENT ADVISOR

صندوق سرمایه گذاری اختصاصی
بازارگردانی هوشمند آبان

نوگرا
راهکارهای هوشمند

به اصالت تجربه، به تازگی آینده



تهران، خیابان احمد قصیر، خیابان احمدیان، پلاک ۲۴، طبقه هفتم، واحد ۷۰۲

۰۲۱-۴۲۱۵۱۰۰۰ abangroup_ir abanfinancialgroup abangroup



تسهیلات ۷۰۰ میلیونی

جهت کسب اطلاعات بیشتر
کد روبه‌رو را اسکن کنید

۱۳۰۷

بانک ملی ایران

www.bmi.ir ۰۲۱-۶۴۱۴۰ bankmelli۱۳۰۷

کارآمد
کارگـــزاری

- یکی از کامل‌تریـــن کارگزاری‌هـــا در حـــوزه معـــاملات مشـــتقه
- اجـرای حرفـه‌ای تمامـی اسـتراتژی‌ها بـا نسـخه جدیـد صحـرا پـرو
- سـقف تعهـدات فـروش بـالا بـا تکیـه بـر حقـوق صاحبـان سـهام
- پرداخـت سـود بـه مانـده وجـه مسدودشـده مشـتریان
- پشـتیبانی تخصصی در تمام مراحل معامله‌گری



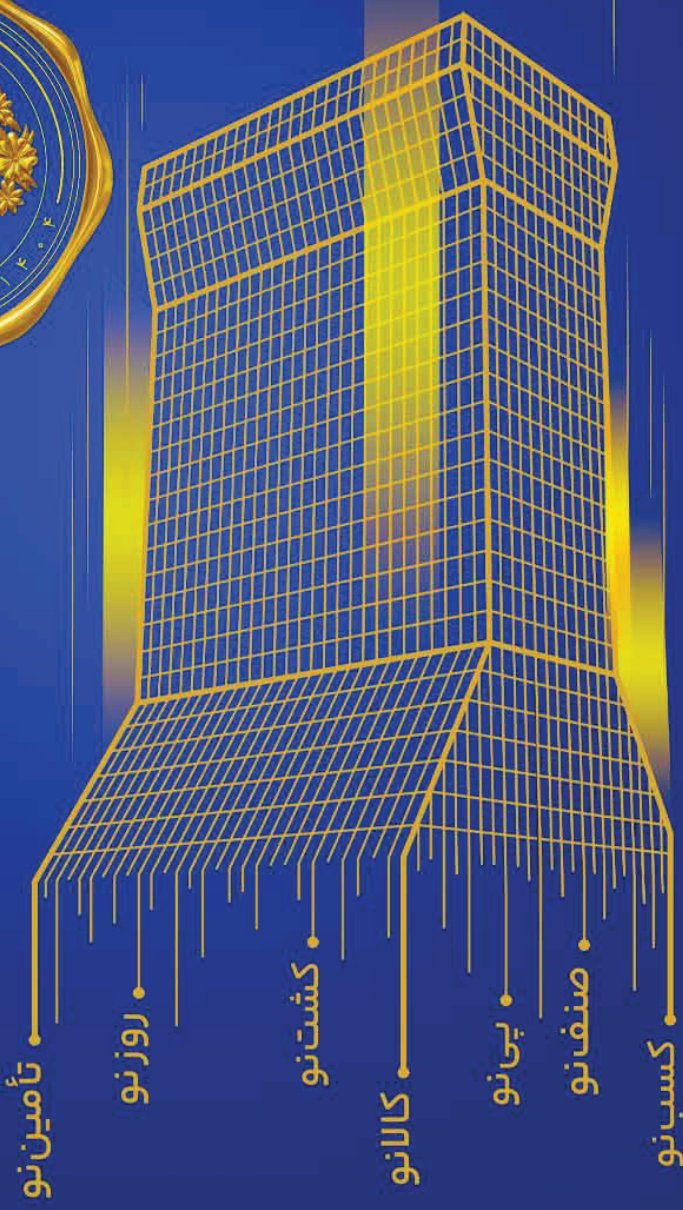
کارگزاری کارآمد

karamadbrokerage.com

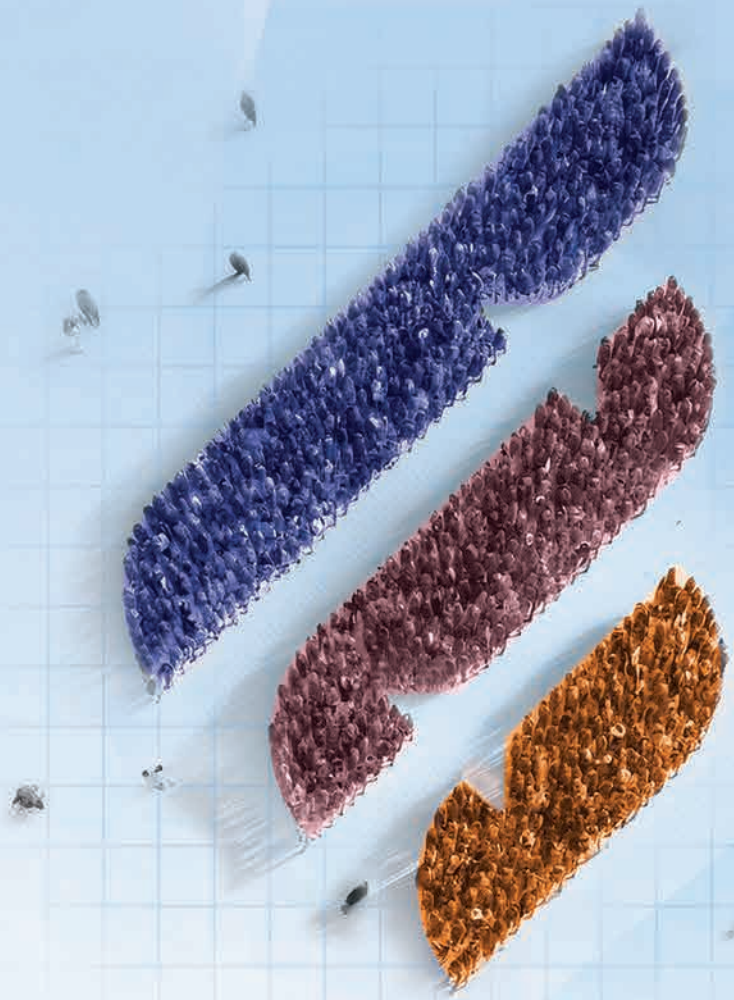
۲۹ آذرماه

چهل وششمین
سالروز تأسیس بانک تجارت





بانک تجارت
TEJARAT BANK
بانک تجارت



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

www.goharzamin.com

goharzamin.co

گهرزمین، گوهر ایران زمین

Goharzamin the Jewel of Iran

GOHARZAMIN



IRAN IS STRONG

TODAY'S INVESTMENT
a powerful industrial Iran tomorrow

سرمایه گذاری امروز
ایران صنعتی قدرتمند فردا

شرکت معدنی و صنعتی گهرزمین (سهامی عام)
Goharzamin Mining and Industrial Company
روابط عمومی و امور بین الملل

GTTMCO

Gohar Tarabar Sirjan

Combined Mineral Transportation Co.



۲۶ آذر ماه روز ملی حمل و نقل و رانندگان گرامی باد

شرکت گهر ترابر سیرجان

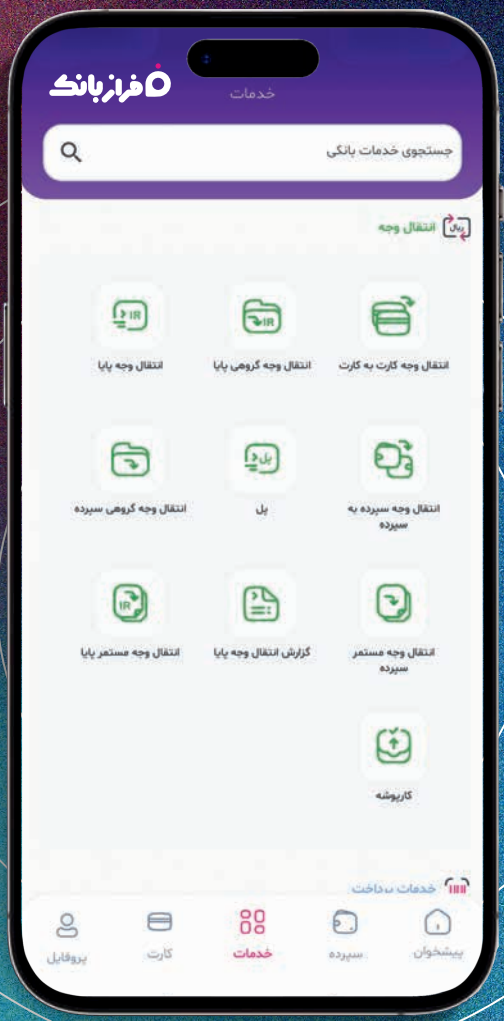
چهارمین شرکت برتر حمل و نقل کشور

بلحاظ ارزش دارایی ها در گروه حمل و نقل انبارداری و ارتباطات فرابورس ایران

شرکت حمل و نقل ترکیبی مواد معدنی
گهر ترابر سیرجان (سهامی عام)
روابط عمومی

www.35114.ir | www.gttmco.ir | Info@gttmco.com | Gohartarabar.co

نئوبانکی به سبک تو



- دریافت کارت‌های بانکی با رنگ دلخواه
- قدرت‌گرفته از بانک ایران زمین
- امکان شخصی‌سازی خدمات بانکی
- افتتاح حساب رایگان و غیرحضوری
- مناسب برای کسب‌وکارها
- منوهای متنوع خدمات بانکی و پرداخت

فرازبانک
ایران زمین

بانک ایران زمین
IRAN ZAMINBANK



ISSN: 2252 - 0198
سال شانزدهم - شماره ۱۴۱
آذر و دی ۱۴۰۴- ۸۰ صفحه

فهرست

پرونده ویژه

۱۰ زمین خاکستری
۱۱ چالش نهادی رمز پول
۱۳ مرزهای مبهم رمزپول
۱۴ تضاد بورس و بانک مرکزی
۱۵ چالش حکمرانی رمزدارایی‌ها
۱۷ ورود به بازار رمز ارز؛ مشروط نه انحصاری
۱۸ صندوق‌های قابل‌معامله مسیر ورود دارایی‌های دیجیتال به بورس
۱۹ ایجاد سندباکس رمزارزی بومی
۲۰ ورود نهادی به دنیای رمزارز؛ نسخه جهانی و نسخه ایرانی
۲۲ پل بازار سنتی و دیجیتال
۲۳ رمزارزها در انتظار تعامل دو ناظر
۲۴ رمز ارزها نمادی از پیوند نوین بازارهای مالی
۲۵ فرصت راهبردی برای تحول بازار سرمایه
۲۶ بلاکچین تهدید یا فرصت
۲۷ پایانی بر ریسک‌های کیف پول دیجیتال
۲۸ بازار سرمایه در آستانه تحول دیجیتال
۳۰ فرصت‌های توکنیزه کردن دارایی‌های مالی
۳۲ چرا ورود رمزدارایی‌ها به بازار سرمایه مهم است
۳۳ تقاطع رمزارز و بازار سرمایه

بازارها

۳۷ اقتصاد در شوک ارزی
۳۹ شکاف طلایی بازار
۴۱ ماه طلایی اهرمی‌ها
۴۲ وعده‌های ناتمام صندوق‌های سهامی
۴۴ متانول قربانی سیاست انرژی
۴۶ مسیر سخت سیمان
۴۸ در تحلیل صنعت متانول به چه نکاتی دقت کنیم؟

ارز دیجیتال

۵۲ کریپتو در چرخه اصلاح
۵۴ خیزش پاییزی کریپتو
۵۶ انقلاب ۱۶ تریلیون دلاری دارایی‌ها
۵۸ نقدشوندگی، فیلتر بقا
۶۰ ردپای نهنگ‌ها را دنبال کن
۶۱ مارکت میکر کیست؟
۶۳ استخراج ابری گنج پنهان

آموزش

۶۵ صنعت سیمان را چطور تحلیل کنیم؟
۶۷ کسب سود از دل تفاوت‌ها
۶۸ سواد گمشده
۷۰ سواد مالی؛ کلید موفقیت در بازار سرمایه
۷۱ سواد مالی؛ سلاح سرمایه‌گذار هوشمند

پیشنهاد سردبیر



چگونه فناوری‌های آب و ابزارهای مالی می‌توانند ساختار مدیریت آب ایران را متحول کنند؟

ضرورت ورود بورس به بحران آب

بحران آب در دهه‌های اخیر به یکی از بزرگ‌ترین تهدیدهای زیستی، اقتصادی و امنیتی جهان تبدیل شده است. ایران نیز یکی از کشورهایی است که در فهرست «فراخشک‌ها» قرار گرفته و بحران آب در آن نه یک تهدید آینده، بلکه یک واقعیت امروز است. در چنین شرایطی، توجه جهانی به فناوری‌های آب و مدل‌های نوین تأمین مالی برای مقابله با کم‌آبی افزایش یافته است. یکی از ابزارهای مهم در این حوزه، سرمایه‌گذاری مالی در تکنولوژی‌های آب است که عمدتاً از طریق WETFها (Water ETFs) و صندوق‌های قابل معامله (ETF) سبز صورت می‌گیرد. این ابزارها در بسیاری از کشورهای پیشرفته به‌عنوان جزیی از راه‌حل بحران آب پذیرفته شده‌اند.

• مشروح این گزارش در صفحه ۴۹ آمده است

بازار 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: هدیه لطفی، حبیب آرین، پیام عابدی، آدینه اسفندیاری، فرخنده رفائی، نگین عظیمی، حبیب علیزاده
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

زمین خاکستری

رمزپول و رمزدارایی؛ مرز روشن یا تداخل پنهان؟

نقدی بر دستور العمل جدید بانک مرکزی در زمینه تاسیس کارگزاران رمز پول



بهزاد رنجبر
سردبیر

در مهرماه ۱۴۰۴، بانک مرکزی با انتشار دستورالعمل «تأسیس، فعالیت، انحلال و نظارت بر کارگزاران رمزپول»، گامی مهم در جهت تنظیم‌گری رسمی بازار دارایی‌های دیجیتال برداشت؛ اقدامی که بلافاصله موجی از پرسش و تردید را در میان فعالان بازار سرمایه و ناظران اقتصادی برانگیخت. آیا این دستورالعمل، به معنای ورود بانک مرکزی به قلمرو بازار سرمایه است؟ یا اینکه تنها سامان‌دهی «پول‌های دیجیتال» در محدوده نظام پرداخت را هدف گرفته است؟

پاسخ ساده نیست. به‌ویژه آنکه درست چند ماه پیش‌تر، در دی‌ماه ۱۴۰۳، «سند جامع ساماندهی رمزدارایی‌ها» به تصویب کمیسیون عالی تنظیم مقررات فضای مجازی رسیده بود؛ سندی که مرز میان «رمزپول» و «رمزدارایی» را به‌طور رسمی تفکیک کرد. بر اساس آن سند، بانک مرکزی مسئول تنظیم‌گری رمزپول‌ها (از جمله ریال دیجیتال و ارزهای با پشتوانه رسمی) شناخته شد و در مقابل، مسئولیت نظارت بر رمزدارایی‌های با ماهیت سرمایه‌گذاری و معاملاتی، بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفت.

اما پرسش اساسی این است که آیا در عمل نیز این تفکیک روشن و قابل اجراست؟

بانک مرکزی و مأموریت پولی

برای فهم این چالش، باید از مبنا آغاز کرد. طبق قانون پولی و بانکی و همچنین قانون جدید بانک مرکزی؛ نهاد ناظر بازار پول یعنی بانک مرکزی متولی نظام پولی و ابزارهای پرداخت در ایران است. بنابراین، ورود این نهاد به حوزه رمزارزها، در چارچوب وظایفش تعریف‌پذیر است؛ به‌ویژه اگر مقصود، طراحی «ریال دیجیتال» یا مدیریت رمزارزهای با پشتوانه رسمی باشد. دستورالعمل اخیر نیز بر همین مبنا، به ایجاد نهادهایی تحت عنوان «کارگزاران رمزپول» می‌پردازد؛ بازیگرانی که قرار است نقش واسطه در صدور، انتقال و تسویه رمزارزهای مجاز را ایفا کنند. اما همین نقطه، همان جایی است که مرزها شروع به لغزیدن می‌کنند.

زیرا اگر این کارگزاران، علاوه بر نقل‌وانتقال رمزپول، به تدریج به مبادله یا نگه‌داری دارایی‌های دیجیتال با ماهیت سرمایه‌گذاری نیز بپردازند، ناخواسته وارد قلمرو بازار سرمایه خواهند شد، قلمرویی که مطابق قانون، تحت نظارت سازمان بورس است.

سازمان بورس و ماهیت دارایی‌های دیجیتال

در سوی دیگر، سازمان بورس، بر اساس قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴) و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید (۱۳۸۸)، مسئول تنظیم و نظارت بر هر نوع دارایی مالی قابل معامله در بازار سرمایه است.

اگر رمزارز یا توکنی واجد ویژگی‌های «دارایی سرمایه‌ای» باشد یعنی بتوان آن را خرید، نگه‌داری کرد، و با انتظار سود در آینده فروخت، به‌طور طبیعی ذیل این تعریف قرار می‌گیرد.

از همین‌روست که بسیاری از کارشناسان معتقدند اگر کارگزاران رمزپول اجازه یابند تا رمزارزهایی چون بیت‌کوین یا اتریوم را معامله کنند، عملاً از مرز حوزه پولی عبور کرده و در قلمرو بازار سرمایه قدم می‌گذارند. در چنین شرایطی، تفکیک قانونی به‌جای حل مسئله، صرفاً آن را به شکل جدیدی از تداخل نهادی بدل می‌کند.

سند جامع رمزدارایی‌ها؛ نقطه عطف یا آغاز فصل جدید ابهام؟

سند جامع ساماندهی رمزدارایی‌ها که در دی‌ماه ۱۴۰۳ تصویب شد، بی‌تردید گامی بزرگ در جهت رفع بلاتکلیفی چندساله در حوزه رمزارزهاست. در این سند، تقسیم وظایف میان چهار نهاد کلیدی(بانک مرکزی، وزارت صنعت، شورای ملی تأمین مالی و سازمان بورس) صورت گرفته و هرکدام از این دستگاه‌ها مسئول بخشی از نظارت بر زنجیره فعالیت‌های رمزارزی شده‌اند.

اما درست در همین تقسیم وظایف است که پیچیدگی جدیدی پدیدار می‌شود. سند اگرچه از تفکیک سخن می‌گوید، اما در واقع نوعی تنظیم‌گری اشتراکی (Joint Regulation) را پیشنهاد می‌کند؛ الگویی که در بسیاری از کشورها، جز با وجود هماهنگی دائمی میان نهادهای ناظر قابل اجرا نیست. در نبود چنین هماهنگی، مرز میان «پول» و «دارایی» نه تنها شفاف نمی‌شود، بلکه خاکستری‌تر از همیشه باقی می‌ماند.

تداخل نهادی؛ تجربه‌ای تکراری در اقتصاد ایران

اقتصاد ایران کم‌تجربه نیست در این‌که چگونه هم‌پوشانی نهادی می‌تواند مسیر توسعه بازارهای مالی را کند یا حتی مسدود کند. از اختلاف‌نظر بر سر صندوق‌های سرمایه‌گذاری بانکی تا چالش اوراق گواهی سپرده، هر بار که دو نهاد قدرتمند (بانک مرکزی و سازمان بورس) در یک میدان مشترک قرار گرفته‌اند، حاصل کار چیزی جز تعدد مجوز، تعارض مقررات و فرسایش اعتماد فعالان بازار نبوده است.

حال، بیم آن می‌رود که در عرصه رمزارزها نیز همین داستان تکرار شود. کارگزارانی با مجوز بانک مرکزی که عملاً در بازار دارایی‌های دیجیتال فعالیت می‌کنند، در حالی‌که نهاد ناظر بازار سرمایه، نه ابزار کنترلی دارد و نه حق مداخله روشن.

مسیر پیش‌رو؛ از رقابت نهادی تا هم‌تنظیمی هوشمند

اگر بپذیریم که فناوری‌های نوین مالی ، از جمله رمزارزها، در مرز میان نظام پولی و بازار سرمایه حرکت می‌کنند، آنگاه باید به جای جدال نهادی، به سمت تنظیم‌گری مشترک گام برداشت. چنین الگویی در بسیاری از کشورها تجربه شده است.کمیته‌های مشترک بین بانک مرکزی و نهاد ناظر بازار سرمایه که چارچوب‌های فنی و حقوقی را به‌صورت هماهنگ تدوین می‌کنند.

در ایران نیز، شاید زمان آن رسیده که بانک مرکزی و سازمان بورس، به‌جای تلاش برای حراست از قلمروهای سنتی خود، به طراحی سازوکارهای هماهنگ و پویای نظارتی بیندیشند. در غیر این صورت، فضای خاکستری کنونی به محل رقابت پرهزینه نهادها بدل خواهد شد. این رقابت در نهایت، به سود بازار نیست و به اعتماد عمومی نیز خدشه وارد می‌کند.

سخن آخر

دستورالعمل بانک مرکزی را می‌توان آغاز فصل تازه‌ای در تنظیم‌گری رمزارزها دانست؛ اما اگر این فصل با مشارکت و هم‌فکری نهاد ناظر بازار سرمایه ادامه نیابد، دیر یا زود به فصل منازعه بدل خواهد شد. تفکیک «رمزپول» از «رمزدارایی» در ظاهر، مرزها را روشن کرده است؛ اما در واقع، مرزهای تازه‌ای از پرسش و ابهام را ایجاد کرده است. زیرا در دنیایی که پول، دارایی، و فناوری درهم تنیده‌اند، هیچ نهادی به تنهایی قادر به مهار این پیچیدگی نخواهد بود.

تنها با گفت‌وگوی نهادی و هم‌تنظیمی هوشمند است که می‌توان اطمینان پیدا کرد که بازار رمزارز در ایران، نه به حیاط‌خلوت هیچ نهاد، بلکه به میدان شفاف رقابت و اعتماد عمومی بدل شود.

چالش نهادی رمز پول

ابهام قانونی در نظارت بر رمزارزها؛ رقابت بی‌صدا میان بانک مرکزی و سازمان بورس

گروه گزارش: در مهرماه ۱۴۰۴، بانک مرکزی با انتشار دستورالعملی با عنوان «تأسیس، فعالیت، انحلال و نظارت بر کارگزاران رمزپول» گامی مهم در جهت تنظیم‌گری حوزه دارایی‌های دیجیتال برداشت. سندی که به‌منظور سامان‌دهی فعالیت‌های مرتبط با «رمزپول» تدوین شده، اما در عمل، مرز میان نظام پولی و بازار سرمایه را بار دیگر در معرض پرسش‌های بنیادین قرار داده است.

آیا ورود بانک مرکزی به تنظیم روابط کارگزاران رمزپول، به معنای تداخل در صلاحیت سازمان بورس است؟

و آیا در پرتو تحولات جدید، کشور به سوی تقسیم وظایف روشن میان نهادهای ناظر در عرصه رمزدارایی‌ها حرکت کرده یا هنوز در منطقه‌ای خاکستری به سر می‌برد؟

از بلاتکلیفی به قانون‌مندی نسبی

برای پاسخ به این پرسش‌ها، نخست باید به عقب بازگشت. تا همین اواخر، فضای رمزارزها در ایران در وضعیت «ابهام حقوقی» به‌سر می‌برد؛ نه به‌طور کامل ممنوع بود و نه از چارچوب قانونی مشخصی تبعیت می‌کرد. مصوبه هیأت وزیران در سال ۱۳۹۸، استخراج رمزارز را به عنوان صنعت به رسمیت شناخت، اما هرگونه استفاده از آن در مبادلات مالی را ممنوع اعلام کرد. در ادامه، بانک مرکزی نیز بارها نسبت به استفاده از رمزارزها در پرداخت‌های داخلی هشدار داد.

با این حال، رشد پرشتاب بازارهای رمزارزی، استقبال گسترده کاربران و گسترش پلتفرم‌های مبادله، دولت را ناگزیر کرد تا از موضع منع به موضع تنظیم‌گری تغییر جهت دهد.

در همین راستا، در دی‌ماه ۱۴۰۳، «سند جامع ساماندهی رمزدارایی‌ها» در کمیسیون عالی تنظیم مقررات فضای مجازی به تصویب رسید؛ سندی که به تعبیر بسیاری از کارشناسان، نقطه‌ی عطفی در تاریخ سیاست‌گذاری دارایی‌های دیجیتال در ایران به شمار می‌آید. این سند برای نخستین بار میان دو مفهوم کلیدی تفکیک قائل شد.

رمزپول‌ها که ماهیت پولی و پرداختی دارند و تحت نظارت بانک مرکزی قرار می‌گیرند،و رمزدارایی‌ها یا توکن‌هایی که به‌عنوان ابزار سرمایه‌گذاری و ذخیره ارزش عمل می‌کنند و در حوزه‌ی صلاحیت سازمان بورس و اوراق بهادار جای می‌گیرند.

به این ترتیب، چارچوبی قانونی برای تقسیم نقش میان تنظیم‌گران اصلی کشور ایجاد شد. بانک مرکزی، سازمان بورس، وزارت صمت و شورای ملی تأمین مالی، هر یک مسئول بخشی از این اکوسیستم شدند.

دستورالعمل بانک مرکزی

دستورالعمل «کارگزاران رمزپول» که چند ماه پس از تصویب سند جامع و در مهر ۱۴۰۴ منتشر شد، دقیقاً در همین چارچوب تفکیکی تعریف می‌شود.

در این سند، بانک مرکزی «رمزپول» را شکل دیجیتال از پول ملی می‌داند که با فناوری رمزنگاری در بسترهای بانکی و پرداخت رسمی کشور مورد استفاده قرار می‌گیرد.

به بیان ساده‌تر، رمزپول مانند «ریال دیجیتال» یا دیگر ارزهای دیجیتالی که پشتوانه‌ی رسمی دارند و نقش آن‌ها نه سرمایه‌گذاری، بلکه تسهیل پرداخت است در این دستور العمل مد نظر قرار گرفته است.

بر این اساس، نهادهایی با عنوان «کارگزار رمزپول» مجاز خواهند بود خدماتی مانند نگهداری، انتقال، تبدیل و پرداخت با رمزپول‌های مجاز را ارائه دهند.

این نهادها مشابه شرکت‌های پرداخت الکترونیک (PSP) عمل خواهند کرد؛ اما با فناوری جدید مبتنی بر بلاک‌چین و نظارت مستقیم بانک مرکزی فعالیت خواهند کرد.

از منظر حقوقی، اقدام بانک مرکزی در این محدوده، در امتداد مأموریت قانونی آن مطابق قانون پولی و بانکی کشور (۱۳۵۱) و قانون جدید بانک مرکزی (۱۴۰۲) و مصوبات جدید حوزه رمز ارزها است.

در ماده ۵۹ قانون اخیر، «تنظیم‌گری و نظارت بر نظام‌های پرداخت و فناوری‌های نوین مالی مرتبط با ابزارهای پرداخت و رمزپول» به‌صراحت از وظایف انحصاری بانک مرکزی برشمرده شده است.

بنابراین، انتشار این دستورالعمل در حوزه‌ی رمزپول‌ها نه تنها خارج از حدود صلاحیت این نهاد نیست، بلکه مصداق اجرای مأموریت قانونی آن محسوب می‌شود.

نقطه‌ی تلاقی با بازار سرمایه

اما مسئله از اینجا آغاز می‌شود که در متن دستورالعمل، واژه‌هایی مانند «کارگزار»، «مبادله» و «دارایی دیجیتال» به کار رفته است؛ واژه‌هایی که در ادبیات بازار سرمایه معنایی دقیق و حقوقی دارند.

در نتیجه، برخی کارشناسان بیم آن دارند که «کارگزاران رمزپول» در آینده وارد حوزه‌ی معاملات ثانویه دارایی‌های رمزارزی شوند؛ حوزه‌ای که طبق قوانین بازار سرمایه، تحت نظارت سازمان بورس است.

در واقع، در شرایطی که قانون‌گذار هنوز مرز مشخصی میان دارایی‌های دیجیتال قابل‌سرمایه‌گذاری و پول‌های دیجیتال پرداخت‌محور ترسیم نکرده، ممکن است کارگزاران دارای مجوز از بانک مرکزی در فضای خاکستری میان این دو قلمرو عمل کنند. به‌ویژه اگر در آینده، رمزارزهایی با پشتوانه دارایی‌های واقعی (مانند طلا یا نفت) یا حتی توکن‌های دولتی وارد چرخه‌ی مبادله شوند، تفکیک نظارتی فعلی دیگر پاسخ‌گو نخواهد بود.

نگاهی از منظر بازار سرمایه

بر پایه قوانین موجود، از جمله قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴) و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید (۱۳۸۸)، سازمان بورس مرجع انحصاری صدور مجوز و نظارت بر هرگونه ابزار مالی یا دارایی سرمایه‌پذیر است.

این قوانین مفهوم «اوراق بهادار» را چنان گسترده تعریف کرده‌اند که هر نوع دارایی دیجیتالی که امکان خریدوفروش با هدف کسب سود داشته باشد، بالقوه در صلاحیت بازار سرمایه قرار می‌گیرد.

از همین رو، کارشناسان بازار سرمایه معتقدند هرچند دستورالعمل بانک مرکزی ناظر بر حوزه پولی است، اما در عمل، در نقطه‌ای حساس با وظایف سازمان بورس تماس پیدا می‌کند.

زیرا هنگامی که ابزار دیجیتالی قابلیت مبادله آزاد پیدا کند، از سطح «پول» به سطح «دارایی» ارتقا می‌یابد؛ و اینجاست که مفهوم سرمایه‌گذاری و نهاد کارگزاری بورسی معنا پیدا می‌کند.

تجربه جهانی؛ همکاری به جای رقابت

نگاهی به تجارب بین‌المللی نشان می‌دهد که تقریباً در هیچ کشوری این دو حوزه کاملاً از هم جدا نیستند. در بریتانیا، «اداره راهبرد امور مالی» (FCA) و «بانک انگلستان» هر دو در حوزه رمزارزها فعال‌اند و کمیته‌ای مشترک برای سیاست‌گذاری تشکیل داده‌اند. در سنگاپور نیز «مرجع پولی سنگاپور (MAS)» به‌صورت یکپارچه، اما با دو بخش تفکیک‌شده برای پرداخت و سرمایه‌گذاری، عمل می‌کند. این الگوها نشان می‌دهد که در دنیای امروز، تنظیم‌گری مؤثر بر دارایی‌های دیجیتال مستلزم همکاری نهادی است، نه مرزبندی خشک.

در ایران نیز به نظر می‌رسد مسیر آینده باید به‌سوی تنظیم‌گری هماهنگ (Co-Regulation) میان بانک مرکزی و سازمان بورس پیش برود؛ مدلی که ضمن حفظ مأموریت‌های قانونی هر نهاد، از موازی‌کاری و سردرگمی فعالان بازار جلوگیری کند.

یکی از چالش‌های اصلی در سیاست‌گذاری حوزه رمزدارایی‌ها، نبود تعریف‌های دقیق و حقوقی از مفاهیم است.

گامی رو به جلو در مسیری دوگانه

دستورالعمل مهرماه ۱۴۰۴ بانک مرکزی را می‌توان نشانه‌ای از ورود نظام مالی ایران به عصر پول دیجیتال دانست؛ اقدامی که می‌تواند ثبات، شفافیت و امنیت را به جریان‌های پرداخت دیجیتال کشور تزریق کند.اما در عین حال، این گام، مرزهای نهادی و حقوقی تازه‌ای را پیش روی سیاست‌گذار می‌گذارد. در شرایطی که سند ساماندهی رمزدارایی‌ها تفکیکی شفاف میان حوزه‌های پولی و سرمایه‌ای ترسیم کرده، موفقیت این تفکیک در گرو همکاری مداوم میان بانک مرکزی و سازمان بورس است.

اگر نهادهای ناظر بتوانند در قالب یک ساختار مشترک، نقشه جامع نظارت بر رمزدارایی‌ها را طراحی کنند، دستورالعمل‌های کنونی نه فقط موجب تداخل نخواهند شد، بلکه زیربنای اقتصاد دیجیتال ایران را شکل خواهند داد. اما اگر این همکاری نهادی شکل نگیرد، خطر موازی‌کاری، چندگانگی مجوزها و سردرگمی فعالان مالی همچنان باقی می‌ماند. به بیان دیگر، دستورالعمل کارگزاران رمزپول نه نقطه‌ی پایان، بلکه آغاز مرحله‌ای تازه از گفت‌وگوی نهادی در اقتصاد دیجیتال ایران است. مرحله‌ای که در آن قانون، فناوری و بازار باید به زبان مشترکی دست یابند تا بتوانند اعتماد عمومی را به زیست‌بوم مالی آینده جلب کنند.

نقدی به دستور العمل بانک مرکزی

دستور العمل تاسیس،فعالیت،انحلال و نظارت بر کارگزارن رمز پول مهر ماه امسال از سوی بانک مرکزی منتشر شد. در این دستور العمل خرید ، فروش و مبادله رمز پول برای کارگزار رمز پول مجاز شمرده شده است.

طبق ماده ۲ این دستور العمل،کارگزار رمز پول مجاز به انتقال رمز پول متعلق به کارگزار به کیف پول شخصی مشتری در قابل دریافت سایر انواع رمز پول است. ارایه مشاوره و سبد گردانی از دیگر خدماتی است که یک کارگزار رمز پول می‌تواند ارایه دهد. تصریح این جملات در متن دستور العمل ابهاماتی را در زمینه تداخل فعالیت حوزه بازار سرمایه و بازار پول ایجاد کرده است که در ادامه به آن می‌پردازیم.

۱. ماهیت «دستورالعمل بانک مرکزی» دستورالعمل «تأسیس، فعالیت، انحلال و نظارت بر کارگزاران رمزپول» که در مهر ۱۴۰۴ منتشر شده، به‌صراحت در چارچوب وظایف قانونی بانک مرکزی در حوزه نظام پرداخت و پول ملی تنظیم شده است. بر اساس قانون پولی و بانکی کشور، بانک مرکزی مسئول «تنظیم، کنترل و هدایت نظام پولی و اعتباری کشور» است و اختیار نظارت بر ابزارهای پرداخت و پول‌های الکترونیک را دارد. در نتیجه، وقتی بانک مرکزی از واژه «کارگزاران رمزپول» استفاده می‌کند، بیشتر منظورش بازیگران مالی در حوزه پرداخت، مبادله و انتقال ارزش دیجیتال در بستر ریال دیجیتال یا رمزارزهای دارای مجوز بانک مرکزی است، نه لزوماً معاملات دارایی‌های دیجیتال در قالب سرمایه‌گذاری بورسی.

۲. جایگاه قانونی سازمان بورس در مقابل، طبق قانون «بازار اوراق بهادار» (۱۳۸۴) و «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید» (۱۳۸۸)، نظارت بر هر نوع اوراق بهادار و دارایی مالی قابل معامله در بازار سرمایه است. بنابراین، اگر رمزارزها یا توکن‌ها به عنوان ابزار سرمایه‌گذاری یا دارایی مالی (Security Tokens) تعریف شوند، مرجع صدور مجوز و نظارت باید سازمان بورس باشد، نه بانک مرکزی.

در واقع تفکیک کلاسیک میان این دو نهاد چنین است:

بانک مرکزی: ناظر بر ابزارهای پرداخت و پولی (Payment Tokens, Stablecoins)

سازمان بورس: ناظر بر دارایی‌های سرمایه‌ای (Security Tokens, Investment Tokens).

۳. در ایران اما با وجود تصویب قوانینی در حوزه رمز ارزها، مرز بین حوزه نظارت بانک مرکزی و سازمان بورس خاکستری است. در دستورالعمل بانک مرکزی هم اشاره‌ای نشده که آیا این کارگزاران می‌توانند دارایی‌های دیجیتال با ماهیت سرمایه‌گذاری را معامله کنند یا فقط مجاز به تبادل رمزارزهای مجاز و مبتنی بر ریال دیجیتال هستند.

بنابراین، اگر منظور از "رمزپول" صرفاً رمزارزهای دارای پشتوانه ریال یا مجاز بانک مرکزی باشد، این دستورالعمل در حوزه پولی است و تداخلی با وظایف سازمان بورس ندارد. اما اگر دامنه آن به خرید و فروش دارایی‌های دیجیتال مانند بیت‌کوین یا توکن‌های سرمایه‌گذاری گسترش یابد، قطعاً وارد حیطه بازار سرمایه می‌شود و در این صورت باید با هماهنگی سازمان بورس باشد.

۴. با وجود قوانینی که در حوزه رمز پول‌ها و رمز دارایی‌ها تصویب شده و در آن این دو حوزه از هم تفکیک شده اند، همچنان ابهامات زیادی درباره مرز فعالیت در این ۲ حوزه و نظارت بر آن وجود دارد.این ابهامات با دستور العمل جدید بانک مرکزی بیشتر شده است چرا که مشخص نیست اگر یک کارگزار رمز پول، در آینده وارد حیطه معاملات رمز دارایی شود قانون‌گذار چه برخوردی با آن خواهد کرد. موضوعی که احتمال آن در آینده بسیار بالا است.

در حال حاضر به نظر می‌رسد بانک مرکزی قصد دارد نظام پرداخت و مبادله ریال دیجیتال و رمزارزهای مجاز را سامان دهد. اما در آینده احتمالاً ناگزیر خواهیم بود شاهد تدوین یک چارچوب مشترک نظارتی (Joint Regulatory Framework) بین بانک مرکزی و سازمان بورس باشیم.

مرزهای مبهم رمزپول

موافقان و مخالفان دستورالعمل بانک مرکزی برای ارایه مجوز کارگزاری رمزپول چه می‌گویند؟

بی‌تردیـد، مرزهـای اقتصاد دیجیتال در حال شـکل‌گیری اسـت و نهادهـای نظارتی ایران، هر یک بر اسـاس قرائت خود از این قلمرو نوظهور، در حال تعیین حدود اختیارات خویش هسـتند. انتشـار دسـتورالعمل «تأسـیس، فعالیت، انحـلال و نظارت بـر کارگزاران رمزپول» توسـط بانک مرکزی ، نقطه عطفی در این رقابت نهادی به شمار می‌رود. این اقدام که با هدف سامان‌بخشی به نظام پرداخت و رسمیت‌بخشـی بـه کارگزاران انجام شـد، با واکنـش موافقان و مخالفان روبرو شده است.

موافقان، این دستور العمل را طرحی برای ثبات بخشی در نظام پولی می‌داننـد و مخالفان بیم آن دارند که کارگزاران جدید عملا در آینده در یک فضای مبهم وارد حوزه مبادلات رمز دارایی‌هایی شوند و این موضوع فضای کسب و کار در این حوزه را تحت تاثیر قرار دهد.

دیدگاه موافقان: رمزپول ذاتاً پول است

حامیـان رویکرد بانـک مرکزی بر این باورند که رمزپـول ابزاری پولی است و ماهیت سرمایه‌ای ندارد. به گفته یکی از کارشناسان فین‌تک، «رمزپول همان پول دیجیتال اسـت؛ وسیله‌ای برای انتقال ارزش و تسـهیل پرداخت‌ها، نه سـرمایه‌گذاری یا ابزار معاملاتی بورس». از این منظر، بانک مرکزی درست عمل کرده و در چارچوب قانونی خود، ابزارهای پرداخت دیجیتال را تحت نظارت قرار داده است.

بانـک مرکزی در دسـتورالعمل خود تصریح کرده اسـت که کارگـزاران رمزپول تنها مجاز به ارائه خدمات مربوط به مبادله، نگهداری، انتقـال و پرداخـت بـا رمزپول‌هـای مجاز هسـتند. این اقدام در ادامه سیاست‌های چند سـال اخیر این نهاد اسـت که شامل صدور مجوز بـرای کیف‌پول‌های دیجیتال، شـرکت‌های پرداخت و اپلیکیشن‌های خرد بانکی بـوده اسـت. حامیان ایـن دیدگاه اسـتدلال می‌کننـد کـه محـدود کـردن حـوزه بانک مرکـزی به نقـش پرداخت، نه سـرمایه‌گذاری، باعث جلوگیری از بی‌ثباتی در نظـام پولی و کاهش خطـر فعالیت‌های غیررسمی رمزارزها می‌شود.

> **بخش عمده رمزارزهـا و توکن‌های دیجیتال ماهیت سـرمایه‌ای دارند و ورود بانک مرکزی به صدور مجوز کارگـزاران ممکـن اسـت منجـر به دوگانگی نظارتی شود**

تجربه جهانی نیز از این سیاسـت حمایت می‌کند. در اتحادیه اروپا، مقـررات MiCA به صراحـت رمزارزهای پرداختـی را در حیطه بانک مرکزی قرار می‌دهد و دارایی‌های دیجیتال سـرمایه‌ای تحت نظارت نهادهای بازار سرمایه است. به نظر موافقان، ایران نیز در حال اجرای مدل مشـابه اسـت و هدف بانک مرکزی، ایجاد نظـم و امنیت در تراکنش‌های مالی دیجیتال است.

دیدگاه منتقدان: رمزارزها ماهیت دارایی دارند

در سوی دیگر، منتقدان و کارشناسان بازار سرمایه معتقدند که بخش عمده رمزارزها و توکن‌های دیجیتال ماهیت سرمایه‌ای دارند و ورود بانک مرکزی به صدور مجوز کارگزاران ممکن اسـت منجر به دوگانگی نظارتی شود. به گفته یکی از مدیران پیشین سازمان بورس: رمزارزها و توکن‌ها دیگر صرفاً ابزار پرداخت نیستند؛ میلیون‌ها نفر آن‌ها را به عنوان دارایی سرمایه‌ای نگه می‌دارند و انتظار بازده دارند. اگر بانک مرکزی بدون هماهنگی با بورس وارد معاملات ثانویه شـود، مسـیر قانونی بازار سرمایه را مسدود خواهد کرد.

ایـن گروه اسـتدلال می‌کنند که در بسـیاری از کشـورها، نهادهای بازار سـرمایه مسـئول دارایی‌های دیجیتال سـرمایه‌ای هستند. در آمریکا، کمیسـیون بـورس (SEC) بر رمزارزهایـی نظارت می‌کند که ویژگی سـرمایه‌گذاری دارند، و در ژاپن، آژانس خدمات مالی (FSA) معامـلات رمزارزی را تحت قوانین بازار سـرمایه تنظیـم می‌کند. از ایـن منظر، تمرکز بانک مرکزی بر حوزه‌ای فراتـر از پرداخت می‌تواند ناهماهنگی و سردرگمی سرمایه‌گذاران را افزایش دهد.

منتقدان همچنین هشـدار می‌دهند که در صـورت ورود کارگزاران بانـک مرکزی به معامـلات ثانویـه دارایی‌های دیجیتال، سـاختار کارگزاری کشور دچار دوگانگی می‌شود:

۱. کارگزاران بورس تحت نظارت سازمان بورس.

۲. کارگزاران رمزپول تحت مجوز بانک مرکزی.

ایـن وضعیت می‌تواند منجر به تعدد مقررات، کاهش شـفافیت و بی‌اعتمادی عمومی شـود، به ویژه در بـازار رمزارزها که اعتماد یکی از ارکان اصلی است.

پیامدهای اقتصادی و چشم‌انداز بازار

گزارش‌هـا نشـان می‌دهند که ورود رسـمی بانک مرکـزی به عرصه رمزپول می‌تواند چند نتیجه متناقض داشته باشد:

۱. پیامد مثبت:

- سـامان‌دهی فعالیت‌های غیررسـمی و کاهش ریسـک‌های مالی ناشی از بازارهای زیرزمینی رمزارزها.
- فراهم شـدن امکان همـکاری میان بانک مرکزی، بورس و نهادهای مالی برای توسعه ابزارهای سرمایه‌گذاری مبتنی بر بلاک‌چین.

۲. پیامد منفی:

- در صورت عدم هماهنگی، تداخل نهادی و بلاتکلیفی برای فعالان بازار.
- افزایش احتمال فرار سـرمایه و کند شدن نوآوری مالی.

به بیـان دیگر، بازار سـرمایه ایـران اکنون فرصـت بی‌سـابقه‌ای بـرای ورود به عصر دارایی‌های دیجیتال دارد؛ اما موفقیت آن وابسته به تعادل میان نوآوری و نظارت، و همکاری دقیق میان بانک مرکزی و سـازمان بورس و اوراق بهادار است.

دسـتورالعمل «کارگزاران رمزپول» بانک مرکزی، هرچند گامی مهم به سـوی رسمیت‌بخشـی به اقتصاد دیجیتال ایران است، نمی‌تواند به تنهایـی چارچوب کامل نظـارت بر بازار دارایی‌هـای دیجیتال را فراهم کند. با تصویب سند جامع ساماندهی رمزدارایی‌ها و تفکیک قانونی میان رمزپول و رمزدارایی، ایران اکنون مسـیر مشخصی برای تنظیم‌گری دوگانه اما هماهنگ دارد.

چالش اصلی آینده در تعیین دقیق مرز فعالیت کارگزاران و توسـعه چارچوب مشترک نظارتی نهفته است.

تضاد بورس و بانک مرکزی

چرا دستورالعمل بانک مرکزی، نوآوری را از بازار رمزارز دور می‌کند؟



حبیب آرین
روزنامه‌نگار

بانک مرکزی با دستورالعمل جدید خود در حوزه رمزپول‌ها، چارچوب متفاوت و تاحدی متضاد را برای فعالیت کارگزاران رمزارز ترسیم کرده است

در روزهای اخیر، بحث ورود ابزارهای مالی مبتنی بر بیت‌کوین به بازار سرمایه جدی‌تر از همیشه شده است. ایده‌هایی مانند «گواهی سپرده بیت‌کوین»، «صندوق قابل معامله رمزارزی» و حتی ابزارهای مشتقه، در جلسات کارشناسی مطرح شده و نگاه‌ها را به سمت امکان‌پذیری این مسیر جلب کرده است. این رویکرد بر این منطق استوار است که اگر سرمایه‌گذاران در بورس می‌توانند گواهی طلا یا گواهی ارزی معامله کنند، ورود بیت‌کوین نیز(به‌صورت غیرمستقیم و تحت رگولاتوری) می‌تواند راهی برای جذب نقدینگی به بازار رسمی و کاهش ریسک فعالیت کاربران در پلتفرم‌های غیررسمی باشد.

با این حال، این زمزمه‌ها دقیقاً در زمانی شدت گرفته که بانک مرکزی با دستورالعمل جدید خود در حوزه رمزپول‌ها، چارچوب متفاوت و تا حدی متضادی را برای فعالیت کارگزاران رمزارز ترسیم کرده است. همین هم‌زمانی باعث شده آینده ورود رمزارزها به بازار سرمایه درهاله‌ای از پیچیدگی قرار گیرد.

چارچوب بانک مرکزی؛ دستورالعمل کارگزاران رمزپول

دستورالعمل تازه‌مصوب بانک مرکزی درباره کارگزاران رمزپول، نقطه عطفی در سیاست‌گذاری رمزارز در ایران به شمار می‌رود. در نگاه نخست، این دستورالعمل تلاشی برای قانونمند کردن فعالیت صرافی‌های رمزارزی است؛ اما در جزئیات، رویکرد کنترل‌محور و محدودیتی آن آشکار می‌شود.بانک مرکزی در این سند، دو نوع کارگزار را تعریف کرده است. کارگزار نوع یک که مجاز به خرید، فروش، مبادله و مشاوره در حوزه رمزپول‌هاست و کارگزار نوع دو که امکان راه‌اندازی سکوی مبادله و سبدگردانی را هم دارد. نسخه نهایی دستورالعمل حداقل سرمایه لازم برای کارگزاران را نسبت به پیش‌نویس کاهش داده و سرمایه لازم برای نوع یک را ۴۰۰ میلیارد ریال و برای نوع دو را ۴۰۰۰ میلیارد ریال تعیین کرده است. اما همین مبالغ نیز برای اکثر فعالان فعلی بازار قابل تأمین نیست و سرمایه‌گذاری‌های کلانی را طلب می‌کند.

بانک مرکزی علاوه بر حداقل سرمایه، الزاماتی مانند بلوکه‌سازی پنجاه درصد سرمایه نزد این بانک، ممنوعیت استفاده از تسهیلات بانکی برای تأمین سرمایه و رعایت دقیق استانداردهای مبارزه با پولشویی را تعیین کرده است. همچنین به محض اینکه زیان انباشته شرکت از پنجاه درصد سرمایه ثبت‌شده فراتر رود، شرکت موظف به برگزاری مجمع فوق‌العاده و تصمیم‌گیری درباره افزایش سرمایه یا انحلال است. در کنار الزامات مالی، محدودیت‌های عملیاتی گسترده‌ای نیز در دستورالعمل دیده می‌شود؛ از جمله ممنوعیت استفاده از رمزپول‌ها به‌عنوان ابزار پرداخت، ممنوعیت معاملات مشتقه و اهرمی و ممنوعیت ارائه خدمات سپرده‌گیری یا تسهیلات‌دهی. این مجموعه نشان می‌دهد که نگاه بانک مرکزی به حوزه رمزارز، نه توسعه‌محور بلکه کنترل‌گرایانه است و بیشتر بر پیشگیری از ریسک‌های سیستماتیک متمرکز است تا ایجاد فضای رشد.

جایگاه قانون مالیات بر عایدی سرمایه در آینده رمزارزها

هم‌زمان با تنظیم‌گری بانک مرکزی، اجرای قانون مالیات بر عایدی سرمایه (CGT) معادله را پیچیده‌تر می‌کند. قانون مالیات بر عایدی سرمایه، رمزارزها را در کنار سایر دارایی‌های سرمایه‌ای مانند طلا، خودرو و املاک قرار می‌دهد و هرگونه افزایش ارزش در زمان فروش را مشمول مالیات می‌داند. به‌این‌ترتیب، هر خرید و فروش رمزپول باید از منظر زمان تملک، قیمت خرید، قیمت فروش و هویت خریدار و فروشنده قابل ردیابی باشد. اجرای هم‌زمان CGT و دستورالعمل کارگزاران رمزپول، فشار نظارتی مضاعفی بر صرافی‌ها ایجاد می‌کند. پلتفرم‌هایی که در چارچوب بانک مرکزی فعالیت کنند، ناگزیر باید گزارش‌دهی استاندارد، شفافیت مالیاتی و ساختارهای دقیق احراز هویت را رعایت کنند. با این حال، نبود وحدت رویه میان بانک مرکزی، سازمان مالیاتی و سازمان بورس در تعریف ماهیت رمزارزها ممکن است باعث سردرگمی فعالان اقتصادی و کاربران شود.

در این چارچوب، هرگونه ورود رمزارز به بازار سرمایه مثلاً در قالب گواهی بیت‌کوین یا صندوق رمزارزی باید تکلیف خود را با CGT نیز روشن کند. هنوز مشخص نشده که آیا معامله این ابزارها مشمول مالیات می‌شود یا خیر، و اگر بله، سازوکار محاسبه مالیات چگونه خواهد بود. این ابهام‌ها به‌خصوص برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری

یـا ابزارهای مبتنی بر بیت‌کوین که ارزش آن بر اســاس قیمت جهانی تغییر می‌کند، اهمیت ویژه‌ای دارد.

روایت حقوقی از یک رگولاتوری ناکامل

روجا لطفی‌نژاد، حقوقدان و مشــاور فعالان فناوری، نقدهای تند و روشــنی نسبت به دستورالعمل بانک مرکزی مطرح می‌کند. او معتقد است این سند نه‌تنها ذاتاً توســعه‌محور نیســت، بلکه در عمل می‌تواند به ایجاد انحصار، کاهش رقابت‌پذیری و حتی خروج نوآوری از کشــور منجر شود.به گفته او، تعیین حداقل سرمایه‌های ســنگین و اجبار به قالب‌های حقوقی خاص، در عمل رقبای کوچک و متوســط را حذف کرده و تنهــا چند بازیگر بزرگ را قادر به فعالیت می‌کند.

همچنیــن در این دســتورالعمل، بخش قابل توجهی از ریســک‌ها از دوش بانک مرکزی و نهادهای ناظر برداشــته شده و به کاربران یا مدیران شرکت‌ها منتقل شــده اســت؛ وضعیتی که امنیت حقوقی را تضعیف می‌کند.او نبود معماری امنیتی شفاف، ابهام در ســازوکار نهادهای امین، منع نوآوری‌هایی مانند معاملات مشــتقه، و فقدان قانون مادر در حوزه دارایی‌های دیجیتال را از دیگر مشــکلات جدی می‌داند. لطفی‌نژاد تأکید می‌کند که رگولاتوری در این ســطح باید با مشارکت همه ذی‌نفعان انجام شــود؛ از صرافی‌ها گرفته تا پژوهشــگران، فین‌تک‌هــا، نهادهای مالیاتی و حتی کاربــران. در غیر این صورت، نتیجه چیزی جز بی‌اعتمادی و حرکت کاربران به حوزه‌های غیررســمی نخواهد بود.

فضای قانونی ورود رمزارزها به بازار سرمایه

بررســی قوانین موجود نشــان می‌دهد کــه ایران هنوز فاقــد قانون جامع دارایی‌های دیجیتال است. نه در قانون بازار اوراق بهادار، نه در قانون پولی و بانکی و نه در مقررات ســازمان بورس، تکلیــف رمزارزها به‌عنوان «دارایی پایه»، «کالای ســرمایه‌ای» یا «اوراق بهادار» به‌روشنی مشخص نشده است. بازار ســرمایه در تلاش اســت با طراحی ابزارهای غیرمســتقیم مانند گواهی سپرده، از پیچیدگی‌های فقهی و حقوقی مالکیت مستقیم بیت‌کوین فاصله بگیرد. بــا این حال، ورود این ابزارها هم بــدون هماهنگی با بانک مرکزی و سازمان مالیاتی امکان‌پذیر نیست.

در بازارهــای جهانــی، اغلــب صندوق‌هــای رمــزارزی پشــتوانه واقعــی در کیف‌پول‌هــای امن دارند یــا از قراردادهای آتی اســتفاده می‌کنند؛ اما برای اجــرای ایــن مدل‌ها در ایــران، تکلیف بســیاری از عناصر پایــه مانند نحوه قیمت‌گذاری، نحوه نگه‌داری، مسئولیت حقوقی، مرجع تسویه و حتی ارتباط با نظام پرداخت مشــخص نشده است. به همین دلیل، هر طرحی برای ورود رمزارز به بازار سرمایه فعلاً در مرحله بررسی‌های کارشناسی باقی مانده است.

مسیر پیچیده روبه‌رو

چالش امروز ایران، چالشــی میان ۳ نهاد اســت. بازار سرمایه که می‌خواهد ابزارهــای رمــزارزی را بــه رســمیت بشناســد، بانــک مرکزی کــه چارچوب محدودکننــده‌ای برای کارگزاران تعیین کرده، و ســازمان مالیاتی که رمزارزها را مشمول مالیات بر عایدی ســرمایه می‌داند. این سه‌ضلعی مقررات‌گذاری بدون وجود یک قانون مادر و بدون مشارکت واقعی بخش خصوصی، ناگزیر به تولید تضاد، سردرگمی و بی‌ثباتی در بازار خواهد انجامید.

اگر قرار باشد ورود بیت‌کوین به بورس کالا یا راه‌اندازی صندوق‌های رمزارزی موفق باشد، باید هم‌زمان چند اتفاق رخ دهد. شفاف‌سازی ماهیت حقوقی دارایــی دیجیتــال، هماهنگی میــان بانک مرکزی و ســازمان بورس، طراحی سازوکار مالیاتی دقیق، و ایجاد فضای مشارکتی با کسب‌وکارهای فعال حوزه رمزپول. بدون این پیش‌نیازها، ورود رمزارز به بازار سرمایه نه تنها پیچیده و پرریسک خواهد بود، بلکه ممکن است شکاف میان بازار رسمی و غیررسمی را نیز عمیق‌تر کند.

چالش حکمرانی رمزدارایی‌ها

نقش حیاتی بورس کالا در تحول دیجیتال



حسین غریب
مدیرعامل سیتکس

سال‌هاســت موضــوع رمزدارایی‌ها در کشــور ما در وضعیــت بلاتکلیفی رها شــده و هیچ‌کدام از نهادهای مهم کشــور حاضر نشــده‌اند مسئولیت مشــخص و شــفاف این حوزه را برعهده بگیرند. وزارت صنعــت، معدن و تجارت بــه دلیل ارتباط مســتقیم با ماینینگ خود را متولی می‌دانســت. شــورای عالی فضای مجازی از منظــر فناوری خود را درگیر این موضوع می‌کرد. بانک مرکزی به دلیل ماهیت پولــی و مالی، خــود را ذی‌نفوذ می‌دید. امــا در نهایت هیچ‌کدام از ایــن نهادها در زمانی که باید مســئولیت کامل را قبول می‌کردند و باید به عنــوان متولی اصلی معرفی می‌شــدند، حاضر نشــدند پای کار بیایند. وقتی صحبت از چیدمان ساختارها، ایجاد زیرســاخت‌ها، متصل کردن این حوزه به زندگی روزمــره مردم و ارائه یک چارچوب مشــخص می‌شــد، همه عقــب می‌نشســتند و موضوع بدون متولی رها می‌شد.

تجربه‌های خارجی و تلاش برای تطبیق مدل‌ها در داخل کشور

ما در مجموعه خودمان بــه دلیل تجربه‌ای که در خارج از کشور داشــتیم و موفق شدیم ساختاری ماننــد ATP را راه‌انــدازی کنیم، کامــلاً در جریان چالش‌ها، موانع، پیچیدگی‌ها و مســیرهای عملی این حوزه هســتیم. با توجه به این تجربه، زمانی که بررســی کردیم ببینیم ســاختاری کــه امروز در کشــور می‌خواهد اجرا شــود باید با کدام نهاد و کدام رکن قانونی موجود هم‌راستا باشد، تلاشمان بر این بود که کمترین میزان تغییرات نیاز باشــد و دســتگاه‌های مختلــف دچار فشــار، تعارض یا ســردرگمی نشــوند. هدف ایــن بود کــه نهادی انتخاب شــود کــه بتواند در چهارچــوب قانونی فعلــی کشــور، کمترین اصطــکاک را ایجاد کند و در عین حال بیشــترین ظرفیت اجــرای صحیح و منظم را داشــته باشــد. پس از جلسات متعدد با

بورس کالا، انتقال تجربه، بررسی مدل‌های چیدمان، مقایسه ساختارها و تحلیل ظرفیت‌های قانونی، به این نتیجه رسیدیم که بهترین و منطبق‌ترین مرجع در کشور برای اجرای ETF رمزارزها و برقراری ارتباط موثر با مردم، بورس کالا است. این نتیجه نه بر اساس حدس، بلکه بر پایه تجربه عملی و بررسی‌های دقیق به دست آمد.

ضرورت همراهی سازمان بورس و رفع ملاحظات موجود

با وجود آمادگی کامل بورس کالا و اشتیاق شدید این نهاد برای ورود جدی به حوزه رمزدارایی‌ها، همچنان بخشی از موانع قانونی، احتیاط‌ها و نگرانی‌ها از سمت نهادهای تنظیم‌گر مانند سازمان بورس وجود دارد. این ملاحظات باید از هر دو سو یعنی هم از طرف بورس کالا و هم از طرف سازمان بورس رفع شود. علاوه بر آن، نهادهایی مانند بانک‌ها نیز باید در یک مسیر مشترک وارد همراهی شوند. اگر این هماهنگی صورت نگیرد و تضاد منافع به وجود بیاید، نتیجه همان اتفاقاتی خواهد شد که در حوزه‌های دیگر بارها تجربه کرده‌ایم؛ ظرفیت‌ها می‌سوزد، فرصت‌ها از دست می‌رود و دستاوردی حاصل نمی‌شود.

فرصت برابر جهانی و جایگاه ایران در میان کاربران رمزدارایی

نکته بسیار مهمی که همیشه در جلسات بر آن تأکید کرده‌ام این است که برای اولین بار در تاریخ فناوری بشر، یک موقعیت کاملاً برابر برای تمام مردم دنیا ایجاد شده است. ارزهای دیجیتال و فناوری بلاکچین همه را در نقطه شروع یکسانی قرار داد. امروز تفاوتی ندارد فرد آمریکایی باشد، افغانستانی، ایتالیایی، آسیایی یا اروپایی؛ همه در یک شرایط برابر وارد این عرصه شدند و همه می‌توانند به شکلی مساوی از فرصت‌های آن بهره ببرند. طبق آمارهای غیررسمی، ایران چهارمین یا پنجمین کشور دنیا از نظر تعداد کاربران فعال در این حوزه است. این نشان می‌دهد که مردم ما به شکل جدی وارد این مسیر شده‌اند و ظرفیت‌های عظیمی در کشور وجود دارد. اگر الان که تحولات مهمی در مورد بیت‌کوین و بازارهای دیجیتال در جریان است همراهی درستی انجام نشود، فرصت‌های استراتژیک از دست می‌رود.

بیت‌کوین به عنوان طلای دنیای دیجیتال در گذشته آمریکا توانست دلار را به پول رسمی و پایه ارتباطات مالی جهان تبدیل کند، چون بیشترین ذخایر طلا را داشت. در جلسه برتون وودز همین مسئله مطرح شد و آمریکا به دلیل داشتن بیشترین طلا، متولی اصلی واحد پول بین‌المللی شد. امروز بازی دقیقاً مشابه است، اما با یک دارایی جدید. هر کشوری که بیشترین بیت‌کوین را در اختیار داشته باشد، در آینده دیجیتال نقش تعیین‌کننده خواهد داشت. چه بخواهیم یا نخواهیم بیت کوین، تبدیل به طلای دوران دیجیتال شده است. با ورود هوش مصنوعی و گسترش ارتباطات دیجیتالی، جهان به سمت زندگی کاملاً دیجیتالی حرکت می‌کند و دارایی‌هایی مثل بیت‌کوین فقط یک ابزار مالی نیستند، بلکه دارایی استراتژیک محسوب می‌شوند. اگر اکنون این موضوع جدی گرفته نشود و سلیقه‌ای عمل شود، کشور در تصاحب جایگاه بین‌المللی عقب خواهد ماند و قدرت آینده را از دست می‌دهد.

> برای اولین بار در تاریخ فناوری بشر، یک موقعیت کاملاً برابر برای تمام مردم دنیا ایجاد شده است. ارزهای دیجیتال و فناوری بلاکچین همه را در نقطه شروع یکسانی قرار داده است

مهاجرت استعدادها و لزوم نگه‌داشت جوانان

از زاویه‌ای دیگر که بسیار مهم است، باید به انگیزه و اشتیاق جوانان توجه کرد. جوانان ما علاقه جدی به این حوزه دارند و به‌سرعت مهارت کسب می‌کنند. اما اگر سیاست‌های اشتباه و بی‌برنامه‌گی باعث شود این مسیر برایشان مبهم یا محدود شود، کشورهای اطراف ما مانند ترکیه، گرجستان و امارات با آغوش باز و فرش قرمز از این جوانان استقبال می‌کنند. اگر ما در کشور بستر مناسب فراهم نکنیم، هم منافع فناوری را از دست می‌دهیم و هم نیروهای متخصص و جوان خودمان را که می‌توانستند آینده اقتصادی کشور را بسازند، تقدیم دیگر کشورها می‌کنیم.

گواهی بیت‌کوین

در پاسخ به این پرسش که آیا گواهی بیت‌کوین صادر خواهد شد، من با اطمینان کامل می‌گویم که این اتفاق حتماً رخ خواهد داد. عطش و تقاضا در سطح جامعه، چه میان مردم عادی و چه میان شرکت‌ها، ارگان‌ها و مجموعه‌های بزرگ بسیار بالاست. شرکت‌ها و هلدینگ‌های بزرگ برای حفظ ارزش دارایی‌های بین‌المللی‌شان نیاز دارند در سبد خود دارایی‌های دیجیتال معتبر و قابل اتکا داشته باشند. مردم عادی نیز امروز سرگردان و بلاتکلیف‌اند و به هر ابزاری پناه می‌برند؛ در حالی که بخشی از بیت‌کوین‌هایی که به‌صورت شخصی خریداری می‌شود ممکن است مسئله‌دار باشد.

اگر نهادی رسمی وارد شود و گواهی بیت‌کوین را با یک سازوکار شفاف و امن ارائه کند، هم امنیت سرمایه فراهم می‌شود، هم اعتبار دارایی افراد حفظ می‌شود و هم یک ساختار استاندارد ایجاد می‌شود. از همه مهم‌تر آنکه سطح امنیتی که در این ساختار رسمی ممکن است وجود داشته باشد در هیچ‌یک از شیوه‌های غیررسمی قابل تکرار نیست. مجموعه این عوامل نشان می‌دهد که بورس کالا می‌تواند بیشترین میزان استقبال مردمی و سازمانی را در این حوزه داشته باشد.

کلام آخر؛ ماجرای پارادایم‌شیفت و خطر تکرار سرنوشت نوکیاها و کداک

در پایان باید تأکید کنم که دنیا فقط در حال تغییر نیست، بلکه در حال دگرگونی بنیادی است؛ چیزی که به آن پارادایم‌شیفت می‌گویند. در تحول دیجیتال، تغییر شبیه این نیست که یک کرم فقط کمی سریع‌تر شود یا ظاهر زیباتری پیدا کند؛ کرم تبدیل به پروانه می‌شود. اگر مفهوم این دگردیسی را ندانیم، کرم و پروانه هیچ ارتباطی با هم ندارند، اما اصل ماجرا همین تحول اساسی است. همان‌طور که شرکت‌هایی مانند نوکیا، زیراکس و کداک با وجود سرمایه عظیم و سابقه قدرتمند، نتوانستند این تحول را درک کنند و از رقابت حذف شدند، هر کشوری که این پارادایم‌شیفت را نفهمد و همراه نشود، دیر یا زود از بین خواهد رفت. قدرت آینده کشورها در فهم و پذیرش تحول دیجیتال است؛ کشوری که نفهمد؛ حذف می‌شود، حتی اگر امروز منابع و اعتبار فراوان داشته باشد.

ورود به بازار رمز ارز؛ مشروط نه انحصاری



امین آذریان
تحلیلگر بازار سرمایه

> ورود رمزارز به هر بازار مکانیزه، چه بورس و چه خارج از بازار سرمایه باید مشروط باشد، نه انحصاری

رمزارزها (Cryptocurrencies) در ایران طی دهه گذشته به‌تدریج مورد استقبال قرار گرفته و جای خود را در میان سرمایه‌گذاران باز کرده‌اند. ظهور بیت‌کوین به‌عنوان اولین و شناخته‌شده‌ترین رمزارز در سال ۲۰۰۹، شروعی برای ورود فناوری بلاکچین به ایران بود. در واقع ورود به دنیای رمزارزها و سرمایه‌گذاری در این حوزه نوین به خصوص در در سال‌های اخیر، به یکی از موضوعات جذاب دنیای مالی تبدیل شده‌اند. این دارایی‌های دیجیتال که با فناوری بلاک‌چین پشتیبانی می‌شوند، ویژگی‌هایی چون غیرمتمرکز بودن، هزینه پایین تراکنش‌ها و ساختاری متفاوت از دارایی‌های سنتی دارند. هر چند به شخصه نهاد مالی تحت تملک و فعالیت ندارم، اما به‌صورت تحلیلی معتقدم این حوزه برای نهادهای مالی جذاب است؛ جذابیت این موضوع هم از دوجنبه درآمدی و تنوع در خدمات جدید قابل بررسی است. به عبارت دقیق‌تر هم از نظر درآمدهای کارمزدی و هم از لحاظ افزایش ابزارها و خدمات جدید برای مجموعه‌شان جذاب خواهند بود.

افزون بر این با توجه به افزایش محبوبیت رمزارزها در میان سرمایه‌گذاران و استفاده روزافزون از آن‌ها در اقتصادهای مختلف، مباحث گوناگونی در خصوص ورود این ابزار به نظام بانکی و یا سیستم بازار سرمایه مطرح است. البته بازار سرمایه به‌عنوان یکی از پایه‌های اصلی سرمایه‌گذاری، یکی از اصلی‌ترین گزینه‌ها برای ورود و پذیرش این ابزار است. اما باید تاکید داشت که ورود رمزارز به هر بازار مکانیزه (چه بورس و چه خارج از بازار سرمایه) باید مشروط باشد، نه انحصاری؛ به عبارت دقیق‌تر یعنی همه نهادهایی که توان و زیرساخت دارند بتوانند وارد شوند و این ابزار مالی را در خود جای دهند نه اینکه ابزار جدید فقط مختص به یک یا دو مجموعه خاص باشد.

هر چند تمام فعالان اقتصادی خواهان ورود این ابزار به بازاری شفاف و رسمی هستند، اما چالش‌هایی هم در این زمینه وجود دارد که شاید بتوان بزرگ‌ترین چالش را در حوزه قوانین و مقررات دانست؛یکی از بزرگ‌ترین موانع توسعه‌ی رمزارزها در ایران، نبود قوانین و مقررات شفاف است. این موضوع باعث سردرگمی سرمایه‌گذاران و فعالان این حوزه شده و زمینه‌ساز فعالیت‌های غیرقانونی شده است. از سوی دیگر متاسفانه در زمینه گزارش‌دهی و مجوزهای اعطایی هم دچار چالش هستیم؛ تا زمانی که مدل نظارت، گزارش‌دهی و مجوزها روشن نشود، ورود رسمی این ابزار جدید به اقتصاد کشور امکان‌پذیر نیست.

یکی دیگر از موارد مهم و تاثیرگذار نیز زیرساخت‌های لازم است؛ در این رابطه باید عنوان کرد که در خصوص زیرساخت، مشکل جدی وجود ندارد؛ چون همین حالا نیز مجموعه‌هایی به‌صورت مستقل در حال ایجاد زیرساخت‌های بلاکچین، کیف‌پول و پلتفرم‌های فنی هستند. پس موضوع اصلی همچنان رگولاتوری است. تا زمانیکه معضل رگولاتوری حل نشود، ورود رسمی این ابزار با موفقیت همراه نخواهد بود.

در صورت حل شدن موارد فوق می‌توان به دیگر موضوعات از جمله جدید بودن این ابزار برای اهالی بازار پرداخت؛ این حوزه در اصل یک ابزار جدید برای نهادهای مالی محسوب می‌شود و می‌تواند خدمات آن‌ها را تکمیل کند. در دنیا هم معمولاً مدل‌ها این‌طور بوده:

- ابتدا فقط خرید و فروش محدود رمزارزهای اصلی
- بعد اضافه شدن خدمات Custody
- و بعد ابزارهای مالی ترکیبی

پس می‌توان همان مسیر تدریجی و استاندارد را در ایران هم در نظر گرفت و مسیر را به صورت پلکانی و گام به گام طی کرد. همچنین در خصوص اعطای مجوز هم باید عنوان کرد که مجوز باید ساده، مرحله‌ای و قابل اجرا باشد. فعلاً نیازی به ورود به ابزارهای پیشرفته نیست. دو مرحله کافی است:

مرحله ۱:

- احراز هویت
- گزارش‌دهی
- کیف‌پول سازمانی
- امکان خرید و فروش رمزارزهای اصلی

مرحله ۲:

- خدمات تحلیلی و خدمات تکمیلی

چنانچه موارد فوق به سرانجام رسد و با موفقیت شاهد ورود این ابزار به بازار سرمایه باشیم، هیچ رقیبی بجز پلتفرم‌های غیررسمی برای آن وجود ندارد . رقابت با بانک‌ها در این مرحله خیلی معنی‌دار نیست؛ چون بانک‌ها هنوز ورود عملیاتی به این حوزه نداشته‌اند. به عبارت دقیق‌تر رقیب اصلی در حال حاضر پلتفرم‌های غیررسمی فعال کنونی هستند که بخش زیادی از بازار را در اختیار دارند. اما در صورت طی شدن موارد فوق ، شفافیت و سازکار دقیق بازار سرمایه می‌تواند بهترین و مناسب‌ترین گزینه برای ورود و جذب سرمایه‌گذاران به این بازار باشد.

صندوق‌های قابل‌معامله مسیر ورود دارایی‌های دیجیتال به بورس



مهدی سریزدی
نایب رئیس هیات مدیره
کارگزاری ایساتیس پویا

یکی از موضوعات مهم روز دنیا و همچنین بازار سرمایه توسعه بازار از طریق فناوری‌های جدید مانند توکنایز کردن دارایی‌ها و معاملات رمز ارز است. حجم بالای معاملات رمز ارزها به صورت غیر رسمی بر کسی پوشیده نیست. رمز ارزها به عنوان بازاری نوظهور و جذاب بر پایه فناوری نوین بلاک چین مورد توجه طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران قرار داشته و بسیاری از شیوه‌های سنتی سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر خود قرار داده است. ماهیت غیر متمرکز و جهانی بودن آن و انجام معاملات بدون واسطه و مستقیم ویژگی بارز این بازار است. آنچه که مشخص است تمایل سرمایه‌گذاران ایرانی به این بازار روز به روز افزایش یافته و طیفی از سرمایه‌گذاران نیز با هدف تنوع بخشیدن به سبد سرمایه‌گذاری خود فرصت‌های سودآوری این بازار را دنبال می‌کنند. البته این بازار در کنار ایجاد فرصت‌های سودآور، ریسک‌های مخصوص به خود را نیز دارد. با این تفاسیر بیشتر نهادهای مالی از جمله کارگزاران علاقه مند به سرمایه‌گذاری و ورود به حوزه خدمات رمزارز و جذب نسل جدیدی از سرمایه‌گذاران در چارچوب دستورالعمل‌های سازمان بورس اوراق بهادار هستند.

اما در این میان ورود به حوزه رمزارز برای نهادهای مالی با چالش‌ها و موانعی همراه است که تهیه و ایجاد زیرساخت، دانش فنی ، بحث‌های حقوقی، فقهی و قانونی از جمله مهمترین آن می‌باشند. البته با توجه به حضور وجود متخصصین برجسته در کشور به نظر می‌رسد از نظر دانش فنی محدودیت خاصی را نداشته باشیم و در مقابل چالش‌های حقوقی و قانونی برای ورود به این حوزه همچنان محل بحث و ابهام است به گونه‌ای که این موضوعات از مهمترین موانع ارائه خدمات در حوزه رمز ارزها می‌باشد. در هر حال این حوزه دارای پتانسیل زیادی برای اعمال تغییرات در نظام مالی است.

در همین راستا باید عنوان کرد با توجه به اینکه شرکت‌های کارگزاری تحت نظارت نهادهای مختلف از جمله سازمان بورس و اوراق بهادار فعالیت می‌کنند، قابلیت ایجاد اعتماد و فضای رقابتی بیشتری را خواهند داشت. رشد روزافزون استفاده و پذیرش ارزهای دیجیتال از سوی موسسات مالی و نهادهای سرمایه‌گذاری، انجام معاملات به صورت ۲۴ساعته در ۷ روز هفته و رشد استفاده عمومی از این فناوری جایگاه ویژه‌ای را برای آن در آینده تثبیت خواهد کرد و این مهم به ایجاد تنوع درآمدی شرکت‌های کارگزاری کمک شایانی خواهد کرد. افزون بر این باید تاکید داشت که شرکت‌های کارگزاری به دنبال توسعه و بکارگیری زیرساخت و فناوری‌های جدید در فعالیت‌های معاملاتی خود هستند و سرمایه‌گذاری در راستای ایجاد زیرساخت‌های مورد نیاز این بازار، می‌تواند صرفه جویی به مقیاس باشد. همچنین نهاد متولی می‌تواند این بازار را در حوزه ابزارهای مشتقه توسعه داده و قراردادهای اختیار معامله، آتی و یا صندوق‌های بخشی را طراحی کند. از طرفی این بازارها در کنار ایجاد فرصت‌های سودآور، ریسک‌های مخصوص به خود را نیز دارد.

در این میان برخی‌ها از رقابت سیستم بانکی و بازار سرمایه اظهار نگرانی دارند که باید عنوان کرد، حجم بالای معاملات در فضای غیر رسمی ناشی از عدم وجود بازار رسمی برای معاملات این طبقه از دارایی‌ها است؛ لذا با توسعه این ابزارها و شکل‌گیری بازار معاملاتی رسمی، قاعدتا سهم بخش غیر رسمی کاهش پیدا می‌کند. چنانچه توجه و حمایت دولت و نظارت نهادهای مرتبط بر این بازار کامل و جامع باشد رقابت سالمی می‌توان در بحث ارائه خدمات در این بخش داشت. از طرفی دیگر، کارگزاران خط مقدم و نقطه اتصال مشتریان به بازار سرمایه هستند و از نظر سرمایه‌گذاران نیز فضای کاری و ارائه خدمات شرکت‌های کارگزاری کاربرپسندتر است. از سوی دیگر اعتمادی که طی چندین دهه فعالیت شرکت‌های کارگزاری فعال در بازار سرمایه در اقتصاد ایران شکل گرفته است، موجب گرایش و تمایل سرمایه‌گذاران به انجام معاملات در این بستر در مقایسه با سایر بخش‌ها خواهد شد. بر این اساس به نظر می‌رسد استقبال سرمایه‌گذاران از وجود چنین ابزاری در بازار سرمایه ایران بیشتر باشد.

اما نباید فراموش کرد که توسعه و ایجاد هر بازاری همواره با چالش‌های خاص خود همراه است و بازار رمزارز نیز از این قاعده مستثنی نیست؛ در این خصوص باید عنوان کرد که در مورد رمز ارز با توجه به برخی ویژگی‌های منحصر به فرد آن مثل عدم تمرکز، نوسان بالا و عدم محدود بودن به مرزهای جغرافیایی این مسئله شدیدتر است. لیکن این مسیر می‌تواند پلی میان اقتصاد سنتی و دیجیتال قلمداد شود. به گونه‌ای که با توسعه رمزارزها، باید به سمت اوراق‌بهادارسازی و توکن‌سازی دارایی‌های واقعی حرکت کنیم . پتانسیل‌ها و ظرفیت‌های بسیار بالایی در بازار سرمایه برای رمز ارزها وجود دارد و به نظر می‌رسد بازار مالی بورس کالای ایران یکی از بخش‌های مناسب برای این موضوع است. به عبارت دقیق‌تر ارایه این ابزار را می‌توان به صورت صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل‌معامله و یا در قالب گواهی سپرده کالایی نیز به بازار سرمایه معرفی کرد.

ایجاد سندباکس رمزارزی بومی



محمدامین کشاورز
معاون توسعه کسب و کار تامین سرمایه نوین

تحولات حوزه دارایی‌های دیجیتال و رمزارزها دیگر قابل چشم‌پوشی نیست. نه تنها در ابعاد جهانی شاهد جذب سرمایه‌ها به این ابزارها هستیم، بلکه در ایران نیز بر خلاف محدودیت‌های قانونی، تحریم‌های بین‌المللی و چالش‌های امنیتی، رشد چشمگیری در سرمایه‌گذاری بلند مدت و فعالیت‌های معاملاتی ارز دیجیتال مشاهده می‌شود.

در این راستا بیشتر نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه معتقدند فناوری بلاک‌چین می‌تواند زیرساخت‌های بازار مالی را در سال‌های آینده به‌طور جدی متحول کند. به عبارت دقیق‌تر فناوری بلاکچین، که به عنوان زیربنای ارزهای دیجیتال شناخته می‌شود، پتانسیل ایجاد تحولات اساسی در زیرساخت‌های مالی را دارد. همچنین ماهیت غیرمتمرکز، شفاف و امن این فناوری می‌تواند بسیاری از چالش‌های موجود در سیستم‌های مالی سنتی را برطرف کند. البته نباید فراموش کرد که ورود نهادهای مالی حرفه‌ای به این حوزه باید در چارچوب قانون و با هدف افزایش شفافیت و اعتماد عمومی باشد. به این ترتیب در بدو ورود رسمی به بازار، نیاز به اجرای قانونی هدفمند و مشخص است.

از این منظر، ما علاقه‌مند به فعالیت‌هایی هستیم که در مرز بین نوآوری و انضباط مالی قرار دارند، به‌ویژه توسعه ابزارهای مبتنی بر توکن، دارایی‌های دیجیتال قانون‌مند و راهکارهایی که بتوانند پلی میان بازار سرمایه سنتی و فناوری‌های نو ایجاد کنند.

اما باید بررسی کرد که بزرگ‌ترین مانع ورود به این حوزه چیست؟ قانون، زیرساخت، یا دانش فنی؟ در واقع شاید بهتر باشد بگوییم هر ۳ عامل عنوان شده اهمیت دارند، اما در حال حاضر ابهام قانونی بزرگ‌ترین مانع است. نهادهای مالی مجاز معمولاً از نظر زیرساخت فنی و دانش تخصصی توان ورود به این عرصه را دارند، اما نبود چارچوب‌های روشن، ریسک فعالیت را بالا می‌برد. اگر قانون‌گذاری به‌صورت هماهنگ میان نهادهای ناظر (از جمله سازمان بورس و بانک مرکزی) انجام شود، بسیاری از دغدغه‌ها حل خواهد شد. در واقع، قانون‌گذاری شفاف پیش‌نیاز شکل‌گیری اعتماد عمومی و مشارکت رسمی بازیگران بزرگ در این بازار است. به این ترتیب لزوم وجود قانونی یکپارچه برای هماهنگی در این بازار بسیار مشهود و ضروری است. اما نباید مزیت رقابتی این بازار را دست‌کم گرفت. همانطور که عنوان شد در صورت اعطای مجوز فعالیت در حوزه رمزارز به نهادهای مالی، نهادهایی مانند تامین سرمایه‌ها، به‌دلیل برخورداری از زیرساخت فناورانه، پشتوانه مالی و تجربه‌ی نظارتی، می‌توانند نقش پل ارتباطی میان بازار سرمایه سنتی و دنیای دارایی‌های دیجیتال را ایفا کنند. به عبارت دقیق‌تر مزیت رقابتی اصلی در این است که بتوانیم محصولات ترکیبی ارائه دهیم مانند صندوق‌ها، اوراق یا توکن‌های دارای پشتوانه که هم شفافیت و نظارت بازار سرمایه را دارند و هم سرعت و دسترسی فناوری بلاک‌چین را دارا هستند. در واقع چنین محصولاتی می‌تواند نسل جدید سرمایه‌گذاران را جذب کند و عمق بازار سرمایه را افزایش دهد، بدون آنکه از اصول نظارتی فاصله بگیرد.

اما نباید فراموش کرد که هر چند رقابت در این فضا اجتناب‌ناپذیر است، اما نگاه ما به آن هم‌افزایانه است؛ پلتفرم‌های رمزارزی غیررسمی نشان داده‌اند که تقاضای واقعی در بازار وجود دارد، اما تبدیل این تقاضا به فرصت پایدار نیازمند چارچوب‌های رسمی است. در واقع نهادهای مالی دارای مجوز می‌توانند با تکیه بر اعتماد عمومی و نظارت سازمان بورس، مدل‌های امن‌تر و شفاف‌تری ارائه دهند. زمانی که از رقابت عادلانه صحبت می‌کنیم، منظور این است که الزامات نظارتی برای همه بازیگران به‌صورت یکسان اعمال شود. یعنی اگر کارگزاری یا تأمین سرمایه‌ای با مجوز رسمی می‌خواهد در این فضا فعالیت کند، نباید تحت فشار مقررات سنگین‌تر قرار گیرد در حالی‌که پلتفرم‌های غیررسمی بدون رعایت همان الزامات آزادانه فعالیت می‌کنند. باید مقرارتی متعادل وضع کرد که فعالیت در این بازار با روندی مناسب همراه باشد.

رویکرد مناسب برای ورود نهادهای مالی به حوزه رمزارزها، مدل «سندباکس نظارتی» است؛ در این مدل، سازمان بورس محیطی آزمایشی و کنترل‌شده ایجاد می‌کند تا نهادهای دارای صلاحیت بتوانند در مقیاس محدود و تحت نظارت دقیق، طرح‌های خود را اجرا کنند

به‌نظر من، رویکرد مناسب برای ورود نهادهای مالی به حوزه رمزارزها، مدل «سندباکس نظارتی» است؛ در این مدل، سازمان بورس محیطی آزمایشی و کنترل‌شده ایجاد می‌کند تا نهادهای دارای صلاحیت بتوانند در مقیاس محدود و تحت نظارت دقیق، طرح‌های خود را اجرا کنند. در طول این دوره، عملکرد پروژه‌ها ارزیابی و ریسک‌ها شناسایی می‌شود و در نهایت، دستورالعمل‌های دائمی بر اساس تجربه واقعی بازار تدوین می‌شود. در واقع این روش در بسیاری از کشورها به موفقیت اجرا شده و مزیتش این است که نوآوری متوقف نمی‌شود، در حالی‌که انضباط و شفافیت نیز حفظ می‌شود.

پیشنهاد ما این است که سازمان بورس با همکاری چند نهاد مالی پیشرو، یک سندباکس رمزارزی بومی ایجاد کند تا مسیر توسعه تدریجی و امن دارایی‌های دیجیتال در کشور شکل بگیرد.



ورود نهادی به دنیای رمزارز؛ نسخه جهانی و نسخه ایرانی

مدل بومی ورود رمزارز به بازار سرمایه ایران؛ درس‌هایی از صندوق‌های هجینگ جهانی



سید حسن حسینی
دکترای فاینانس و مشاور تامین مالی بین المللی

در سال‌های اخیر، دارایی‌های دیجیتال و به‌ویژه رمزارزها از یک ابزار فناورانه محدود به صنعتی جهانی با ارزش بازار هزاران میلیارد دلاری تبدیل شده‌اند. این تحول موجب شده بازارهای مالی جهان، از ایالات متحده تا آسیا و اروپا، به‌تدریج چارچوب‌های جدیدی برای پذیرش کنترل‌شده این دارایی‌ها در ساختار مالی رسمی ایجاد کنند. یکی از ابزارهای شاخص در این مسیر، صندوق هجینگ کریپتویی یا رمز ارزی هستند؛ صندوق‌هایی که با استفاده از استراتژی‌های حرفه‌ای مدیریت ریسک، امکان سرمایه‌گذاری نهادی در رمزارزها را فراهم می‌کنند.

تایج تازه‌ترین گزارش انجمن مدیریت سرمایه‌گذاری جایگزین (AIMA) نشان می‌دهد که سال ۲۰۲۵ را می‌توان نقطه عطفی در ورود رسمی‌تر صندوق‌های هجینگ (Hedge Funds) و سرمایه‌گذاران نهادی به حوزه دارایی‌های دیجیتال دانست. برای اولین بار، بیش از نیمی از صندوق‌های سنتی (۵۵ درصد) اعلام کرده‌اند که به شکلی مستقیم یا غیرمستقیم در دارایی‌های دیجیتال سرمایه‌گذاری کرده‌اند؛ رقمی که نسبت به سال گذشته (۴۷ درصد) جهشی معنادار محسوب می‌شود. این روند، پیام روشنی برای بازارهای مالی جهانی دارد: کریپتو از حاشیه به متن صنعت سرمایه‌گذاری نهادی منتقل شده است.

ایران نیز به‌عنوان کشوری با جامعه فناوری فعال و تقاضای بالا برای دارایی‌های دیجیتال، در آستانه تصمیم‌گیری درباره نحوه ورود این کلاس دارایی به بازار سرمایه قرار دارد. پرسش اصلی این است که ورود رمزارزها به بازار سرمایه ایران، با تکیه بر تجربه جهانی از طریق صندوق هجینگ رمز ارز (Crypto Hedge Funds) چه فرصت‌ها و تهدیدهایی به همراه دارد؟

تجربه بین‌المللی؛ نظم‌بخشی به یک بازار پرریسک

بر اساس گزارش‌های سالانه شرکت‌های تحقیقاتی معتبر حوزه مالی، تعداد صندوق‌های هجینگ ریسک رمزارزی در جهان طی ۵ سال گذشته رشدی چندبرابری داشته و ساختار آنها به سمت حرفه‌ای‌سازی پیش می‌رود. ویژگی‌های کلیدی این صندوق‌ها عبارت‌اند از:

- **کنترل ریسک در بازاری پرنوسان**

صندوق‌ها با تنوع‌بخشی دارایی، تعیین حدود ریسک‌پذیری، الگوریتم‌های معاملاتی و استفاده از ابزارهای مشتقه، ریسک را کاهش می‌دهند؛ امری که سرمایه‌گذاران خرد قادر به انجام آن نیستند.

- **شفافیت و نظارت‌پذیری**

در برخی کشورها، صندوق‌های رمزارزی تحت نظارت کامل قانونی فعالیت کرده و ملزم به ارائه گزارش‌های دوره‌ای هستند.

این رویکرد موجب کاهش ریسک‌های پول‌شویی، تقلب و فعالیت‌های غیرشفاف شده است.

■ حضور سرمایه‌گذاران نهادی

ورود بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی به حوزه رمزارزها عمدتاً از طریق صندوق هجینگ رمز ارزی انجام شده؛ زیرا این صندوق‌ها قادرند پیچیدگی‌های بازار رمزارز را مدیریت کنند. صندوق‌های تخصصی کریپتو نیز چشم‌انداز مثبتی ترسیم کرده‌اند:

- ۴۷ درصد افزایش تقاضای سرمایه‌گذاران
- ۲۴ درصد سرمایه‌گذاری بیشتر به دلیل وضوح مقرراتی
- ۲۲ درصد توسعه فعالیت در آمریکا
- ۱۶ درصد دسترسی گسترده‌تر و بیشتر به خدمات بانکی

ترکیب این عوامل باعث شده سرمایه‌گذاران نهادی، بازار دارایی‌های دیجیتال را از یک «محیط پرریسک و کم‌اطمینان» به «طبقه دارایی قابل اتکا» تبدیل‌شده ببینند.

استانداردهای نگهداری دارایی دیجیتال (Custody)

صندوق‌های بین‌المللی هجینگ رمز ارزی از متولی‌های دارای امنیت بالا (Cold Storage Custodians) استفاده می‌کنند تا ریسک سرقت، هک یا دستکاری دارایی کاهش یابد.

تجربه داخلی ایران؛ ظرفیت‌ها و محدودیت‌ها

اگرچه بازار سرمایه ایران تاکنون به‌طور رسمی میزبان ابزارهای مرتبط با رمزارز نبوده، اما چند تجربه داخلی قابل اشاره است:

■ فعالیت ماینینگ و زیرساخت‌های فناورانه

ایران یکی از معدود کشورهایی است که فعالیت استخراج رمزارز را در قالب چارچوب مقرراتی به رسمیت شناخته است. این تجربه نشان می‌دهد امکان طراحی ابزارهای مالی مرتبط با دارایی دیجیتال در صورت تدوین مقررات شفاف وجود دارد.

■ تقاضای بالای سرمایه‌گذاران برای دارایی‌های نوین

حجم قابل‌توجه معاملات رمزارزی در پلتفرم‌های داخلی و خارجی (با وجود

> **نتایج تازه‌ترین گزارش انجمن مدیریت سرمایه‌گذاری جایگزین (AIMA) نشان می‌دهد که سال ۲۰۲۵ را می‌توان نقطه عطفی در ورود رسمی‌تر صندوق‌های هجینگ و سرمایه‌گذاران نهادی به حوزه دارایی‌های دیجیتال دانست**

محدودیت‌ها)، نشانه‌ای از نیاز بازار به ابزارهای امن، نظارت‌پذیر و کنترل‌شده است.

■ تجربه صندوق‌های کالایی و طلا

بورس کالای ایران و صندوق‌های مبتنی بر طلا تجربه‌ای موفق در تبدیل یک دارایی غیرمالی به ابزار قابل معامله و شفاف در بازار سرمایه داشته‌اند؛ این تجربه می‌تواند مدل مشابهی برای رمزارزها ایجاد کند.

■ محدودیت‌های حقوقی و نظارتی

بانک مرکزی و نهادهای نظارتی تاکنون ورود ابزارهای رمزارزی را محدود کرده‌اند. هرگونه طراحی صندوق رمزارزی نیازمند اجماع نهادی، حفظ ثبات مالی و رعایت الزامات مقابله با پول‌شویی است.

آیا بازار سرمایه ایران باید به سمت صندوق هجینگ رمز ارزی برود؟

پرسش مهم آن است که مدل جهانی صندوق هجینگ رمز ارزی تا چه حد قابلیت بومی‌سازی در ایران را دارد؟ درپاسخ به این پرسش ،لازم است فرصت‌ها و چالش‌ها مورد بررسی قرار گیرد.

فرصت‌های بالقوه

- جذب سرمایه‌های سرگردان ارزی و هدایت آن به ابزارهای شفاف تحت نظارت بازار سرمایه
- کاهش ریسک فعالیت‌های فردی و غیررسمی با ایجاد ابزار حرفه‌ای مدیریت ریسک
- افزایش عمق مالی و نوآوری در بازار سرمایه
- امکان استفاده از دارایی‌های دیجیتال در پروژه‌های تولیدی و فناورانه
- ایجاد چارچوب قانونی برای کنترل ریسک‌های ارزی و دارایی‌های دیجیتال

چالش‌ها و مخاطرات

- نبود زیرساخت‌های متولی گری (Custodian) داخلی با استانداردهای جهانی
- ریسک نوسانات شدید بازار جهانی رمزارز
- امکان تداخل با سیاست‌های پولی در صورت عدم کنترل دقیق
- ضرورت هماهنگی میان بانک مرکزی، سازمان بورس، وزارت اقتصاد
- احتمال خروج سرمایه، در صورت عدم طراحی سازوکار بسته و مدیریت‌شده

مدل پیشنهادی برای ایران: صندوق رمزارزی با مدیریت ریسک پیشرفته

با تکیه بر تجربه جهانی و واقعیت‌های داخلی، می‌توان مدلی بومی‌سازی‌شده برای ورود رمزارزها به بازار سرمایه ایران تدوین کرد:

■ صندوق رمزارزی با سرمایه‌گذاری غیرمستقیم

به‌جای خرید مستقیم رمزارز، صندوق می‌تواند در شرکت‌های فناور، پروژه‌های زیرساختی بلاک‌چین یا قراردادهای آتی و شاخص‌های رمزارزی سرمایه‌گذاری کند.

■ محدودسازی ریسک از طریق سقف سرمایه‌گذاری

در مرحله اول، سهم دارایی دیجیتال می‌تواند محدود به درصدی کوچک از سبد صندوق باشد تا ریسک کل بازار کنترل شود.

■ متولی و حافظ دارایی (Custodian) داخلی یا مشترک

ایجاد متولی مورد تأیید با همکاری شرکت‌های دانش‌بنیان و استفاده از زیرساخت ذخیره سرد داخلی.

در مجموع باید عنوان کرد که تحولات جهانی نشان می‌دهد رمزارزها، با وجود ریسک‌های جدی و نوسانات بالا، به بخشی از ساختار مالی رسمی کشورها تبدیل شده‌اند و صندوق‌های هجینگ ریسک رمزارزی (Crypto Hedge Funds) نقش کلیدی در این‌گذار ایفا کرده‌اند.

بازار سرمایه ایران نیز در صورت طراحی دقیق، مرحله‌بندی‌شده و با نظارت کامل، می‌تواند از تجربه جهانی استفاده کرده و ابزارهای رمزارزی کنترل‌شده و حرفه‌ای ایجاد کند؛ ابزاری که ضمن حفاظت از سرمایه‌گذاران، زمینه‌ساز نوآوری و ارتقای جایگاه ایران در اقتصاد دیجیتال خواهد بود.

پل بازار سنتی و دیجیتال



مهدی آقالطفی
مدیرعامل کارگزاری فیروزه آسیا

در سال‌های اخیر، بازار رمزارزها در ایران رشد چشمگیری داشته و طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران خرد و کلان وارد این بازار شده‌اند. با این حال، نبود بستر قانونی و نظارتی شفاف، مانع از حضور رسمی نهادهای مالی معتبر در این حوزه شده است. به‌طوری که بیشتر سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته از بستر پلتفرم‌هایی بوده است که از سوی نهادهای مالی معتبر تعریف نشده و یا نظارتی دقیق و منظم بر آن نبوده است. این در حالی است که با توجه به استقبال جهانی از این ابزارهای مالی، روز به روز شاهد افزایش مقبولیت سرمایه‌گذاری در این ابزارها هستیم. این موضوع در اقتصاد ایران و سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته در این حوزه نیز قابل مشاهده است.

کارگزاری‌ها آماده ورود رسمی به بازار رمزارز هستند

حوزه رمزارز در ایران طی سال‌های اخیر رشد قابل‌توجهی داشته است. با وجود این، نبود چارچوب رگولاتوری مشخص، باعث شده نهادهای مالی رسمی از جمله شرکت‌های کارگزاری فعال در بازار سرمایه، امکان ورود رسمی به این حوزه را نداشته باشند. هر چند به تازگی شاهد انتشار دستورالعمل‌های جدیدی برای سرمایه‌گذاری در این حوزه هستیم، اما همچنان از مراجع رسمی اعلام نشده است. در این راستا باید تاکید داشت که به محض شکل‌گیری بستر قانونی شفاف، کارگزاری‌ها آمادگی دارد در این زمینه خدمات متنوعی در حوزه کارگزاری دارایی‌های دیجیتال و غیردیجیتال ارائه کنند.

مانع اصلی، خلأ قانونی است نه زیرساخت یا دانش فنی

اما جدای از بررسی ورود این ابزارها در چارچوب رگولاتوری مشخص، باید به بررسی موانع پیش‌رو نیز پرداخت؛ در حال حاضر بزرگ‌ترین مانع ورود کارگزاران به حوزه رمزارز، نبود قانون مشخص و چارچوب نظارتی است. به عبارت دقیق‌تر هیچ‌گونه قانون معین و دقیق در خصوص سازوکار ورود و اجرای این ابزار وجود ندارد. این در حالی است که کشور از نظر دانش فنی و زیرساخت فناوری وضعیت مناسبی دارد و می‌توان موارد قانونی مورد نیاز در این زمینه را بررسی کرد.

> **بانک‌ها احتمالاً نقش پررنگی در این حوزه نخواهند داشت؛ باید انتظار داشت رقابت اصلی بین کارگزاران و اکسچنج‌های رمزارزی شکل بگیرد**

در این راستا باید عنوان کرد که چنانچه خلأهای قانونی برطرف شود، زمینه برای ورود شفاف و قانونمند کارگزاری‌ها به بازار رمزارز فراهم خواهد شد و این اقدام می‌تواند باعث ارتقای اعتماد عمومی و توسعه خدمات مالی نوین در کشور شود. قطعا ورود این ابزار از کانال بازار سرمایه و برخورداری از شفافیت لازم، می‌تواند در جلب سرمایه‌گذار جدید به این حوزه تاثیرگذار باشد.

رقابت با صرافی‌های رمزارزی فرصتی برای رشد خدمات مالی

هر چند شنیده‌ها حاکی از آن است که نامه‌های اخیر که برای فعالیت در این حوزه منتشر شده، به نقش بانکها اشاره می‌کند و برخی فعالان اقتصادی تصور می‌کنند که قرار است این ابزار به‌طور رسمی از نظام بانکی دنبال شود اما اگر به طور دقیق در این حوزه معاملاتی نگاه کنیم، بانک‌ها احتمالاً نقش پررنگی در این حوزه نخواهند داشت. این در حالی است که باید انتظار داشت رقابت اصلی بین کارگزاران و اکسچنج‌های رمزارزی شکل گیرد. اما باید گفت که این رقابت جای نگرانی ندارد؛ بازار سرمایه ذاتاً بازاری رقابتی است و امروز بیش از ۱۱۰ شرکت کارگزاری در آن فعال هستند. اگر مجوز رمزارزی به کارگزاران داده شود، تجربه مالی، زیرساخت‌های معاملاتی و خدمات یکپارچه آن‌ها می‌تواند مزیت رقابتی مهمی در برابر فعالان غیررسمی ایجاد کند. این مزیت رقابتی و تنوع خدمات ارائه شده به عنوان گزینه‌ای جذاب برای سرمایه‌گذاران خواهد بود و طیف عظیمی از مخاطب و سرمایه‌گذار جدید را به این بازار راهی خواهد کرد.

ضرورت تعیین ارکان شفاف در بازار رمزارز

حال چنانچه تمام موارد مطرح شده اعم از سازوکار قانونی و بسترهای لازم برای ورود این ابزار به کانال بازار سرمایه مهیا شود، باید ارکان گوناگون نیز برای اجرای این ابزار تعریف و فراهم شود؛ همان‌طور که در بازار سرمایه ارکان مشخصی مانند سازمان بورس، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و کارگزاران تعریف شده‌اند، در بازار رمزارز نیز باید ارکان مختلفی با وظایف روشن و مشخص تعیین شود. برای بخش‌هایی مانند سپرده‌گذاری، صدور گواهی دارایی، توکنایزیشن و معاملات بازار نقد و مشتقه، می‌توان مجوزهای تفکیک‌شده طراحی کرد. پس از تعیین این ارکان، جایگاه کارگزاران نیز در چارچوبی شفاف مشخص خواهد شد. در این صورت می‌تواند به یک بازار یکپارچه و مشخص با سازوکاری معین تبدیل شود.

جمع‌بندی

در مجموع می‌توان عنوان کرد که ورود کارگزاران و شرکت‌های کارگزاری فعال در بازار سرمایه به حوزه رمزارز، پلی میان بازار سنتی سرمایه و اقتصاد دیجیتال است؛ با ایجاد چارچوب‌های قانونی روشن، می‌توان از ظرفیت‌های فنی و مالی کارگزاران برای توسعه یک بازار رمزارز قانون‌مند، شفاف و پایدار بهره گرفت.

رمزارزها در انتظار تعامل دو ناظر



محمد حسین کنه‌حقیقت
مدیر تحقیق گروه خدمات بازار سرمایه آرمان آتی

بـرای ورود نهادهـای مالی به بازار رمزارز و رمـز دارایی باید به چند نکتـه مهم توجه داشـت. اولین نکته این اسـت که بـه هر حال ایـن بازار با تمام مزایا و معایب، توانسـته بخـش قابل‌توجهی از سـرمایه‌های خرد و کلان را با اهداف مختلف به خود جذب کند و به این ترتیب از لحاظ جذب نقدینگی و پول‌های تازه بسـیار خوب عمل کرده است.

نکته دوم این اسـت که با توجه به ابزارهای طراحی شده موجود، این بازار به صورت مکمل نیز توانسـته اسـت بـرای بازارهای مالی فعالیت داشـته باشد. با توجه به دو نکته عنوان شده، عدم ورود به این بازار هم هزینه فرصت بالایی دارد و هم در گذر زمان، کارایی نهادهـای مالـی را کاهش خواهد داد و سـبد محصـولات آنها را محـدود و ناکارآمد می‌کند. از سـوی دیگر نبایـد فراموش کرد که بازار رمزدارایی به عنوان یک ابزار مهم برای پوشـش ریسـک چه در بازارهـای بین‌المللـی و چه در داخل ایران مطرح اسـت و در واقع عدم برخورداری رسمی از این ابزار، به تضعیف نهاد مالی منجر شده و سـرمایه را به سمت یک بخش غیرشفاف‌تر سوق خواهد داد. در مجموع باید عنوان کرد که بخش مهمی از آینده بازار پول و سرمایه در گـرو بازار رمزارز خواهـد بود و تعلل در فراهم کردن بسـترها و ورود این ابزار از یک کانال رسمی، هزینه ورود را افزایش داده و در نهایت به از دست دادن فرصت‌ها منجر خواهد شد.

اما لازمه ورود به این بازار برطرف کردن موانع است؛ در گام نخست اقدامـات لازم برای ایجاد بسـتر نظارتی و قانونی اسـت. هر چند در این راسـتا اقدامات مناسـبی صورت گرفته، اما کافی نیسـت و بسـیاری از ابعاد در آن دیده نشـده است. شـاید مساله مهم و اساسـی تعیین این موضوع باشـد که رمزارز یک دارایی اسـت یا پـول؟ یا ترکیبـی از هر دو؟ چنانچه لازم اسـت تفکیکی برای قائل شـویم یا ترکیبی بر آن صورت گیـرد. به هر حال از آنجا که ماهیت اصلی این دارایی یک ماهیت پولی اسـت، بانـک مرکزی به عنوان یک نهاد مالی باید بر آن نظارت داشـته باشد. اگر دارایی هم درنظر گرفته شـود، باید نظارت سازمان بورس بر آن قرار گیرد. حل شدن این موضوع یک همکاری سازنده میان سازمان بورس و بانک مرکزی را می‌طلبد. به‌طوریکه در حال حاضر بورس کالا در تلاش برای انتشار گواهی سـپرده بیت‌کوین است و لازمه انجام آن شکل‌گیری تعامل بـا بانک مرکزی و مصوبه اخیر این بانک اسـت تا تعارضی بین این نهادها رخ ندهد. به هر حال هر کدام از لحاظ قانونی محق هستند و توانایی رگولاتوری این موضوع را دارا هستند و باید تمام جنبه‌ها سنجیده شود تا تعارض پیش نیایید.

نکته مهم دیگر بحث زیرساخت‌هاسـت که باید به آن توجه شود؛ با توجه به تجربیاتی که به صورت نیمه‌رسـمی از حوزه فعالیت در این بازار به دسـت آمده است باید از فعالان این حوزه کمک گرفته شـود. این حوزه به شـدت به بحث سخت‌افزار متکی است و باید برای حرکت به سمت جلو، از تجربیات و زیرساخت‌های فراهم شده، استفاده کنیم. این موضوع ارتباط مستقیمی به دانش فنی دارد که یکـی دیگر از موارد مهم و قابل اهمیت در این حوزه اسـت. نقش اساسی دانش فنی بر همگان آشکار است و خوشبختانه یک ذخیره دانش بسیار مناسب در ایران شکل گرفته که قطعا یکی از گام‌های اصلی توجه به این امر و کدگذاری دانش فنی است تا زمینه انتقال آن فراهم شود.

حـال با فرض ایجـاد موارد عنوان شـده و بسـترهای لازم (صدور مجوزهـای انجام معامـلات، نگهداری و مدیریـت رمزدارایی‌ها) ، می‌تواند به عنوان نقطه عطفی برای فعالیت نهادهای مالی در این حوزه قلمداد شـود. از طرفی می‌توان شاهد شکل‌گیری یک رقابت سالم و سـازنده در این حوزه باشیم که پتانسـیل و قابلیت تغییر شـکل در نهادمالی را دارد. به این معنا که چهره‌های جدید و فعال در این بازار را شاهد باشیم و یک توازن قدرت و سرمایه شکل گیرد. می‌توان انتظار ورود یک جریان سـرمایه جدیـد به نهادهای مالی بازار سـرمایه را داشت که علیرغم چالش‌ها، به منزله یک خون تازه در رگهای نهادهای مالی عمل خواهد کرد. از سـمت دیگر می‌تواند یک بستر جدید از اعتماد را به بازار معرفی کند. طبیعتا موارد عنوان شـده، یک خدمت جدید و پرطرفدار به مجموعه خدمات نهادهای مالی اضافه خواهد کرد و می‌تواند به عنوان یک مزیت جدید برای نهادهای مالی عنوان شود.

البته باید عنوان کرد که حرکت به سـمت تنظیم‌گری این بازار بدون چالش نخواهد بـود و پلتفرم‌های غیررسـمی می‌توانند به عنوان بزرگترین و اصلی‌ترین چالش‌ها مطرح باشـند. اما چنانچه مسیر به درسـتی طراحی شود و نهادهای بالادستی هم صحیح عمل کنند و هدف‌گذاری ایجاد یک تعامل مناسـب میـان فعالان بازار از ابتدی امر شـکل گیرد، در این صورت می‌توانیم امیدوار باشیم که همان پلتفرم‌ها نیز به سـمت اخذ مجوزهای لازم یـا همکاری با نهادهای فعال، سـوق پیدا کنند. اینجا جایی اسـت که اسـتفاده از دانش فنی کسب شـده در بازار غیررسمی و نیمه‌رسـمی باید در اولویت قـرار گیـرد. در این صـورت یک رقابت سـالم و غیرمخرب شـکل خواهد گرفت.

به عبارت دقیق‌تر باید به سـمت رسـمیت بخشیدن به این بازار و تنظیم‌گری آن حرکت کنیم و این کار باید خیلی سـریع انجام شود. هـر مقدار تعلل، پرداخت هزینه فرصت بیشـتر را به دنبال خواهد داشـت. تاکید می‌شود نهادهای بالادستی به‌خصوص بانک مرکزی و سـازمان بورس باید یک تعامل مفید و سـازنده داشته باشند و نقش هر کدام مشـخص باشـد و از ظرفیت‌های هر کدام استفاده شـود. در کنار آن باید از ظرفیت‌های فعالان حوزه رمزارز اسـتفاده شـود و از همان ابتدا بازی داده شوند. باید با نظارت و متولی‌گری نهاد بالادستی به این بازار وارد شوند و تعامل هر چه بیشتر را رقم زنند. پس از عبور از این موارد و رسـیدن به نحوه اعطای مجوزها، باید راهی برای ترغیب فعالان کنونی بازار رمزارز برای پیوسـتن به بازاری شفاف شکل دهیم و از سوی دیگر مسیر دریافت مجوز برای نهادهای مالی جدید را هموار کنیم. تاکید می‌شود لزوم همکاری و تعامل این نهادها از هر مورد دیگری مهمتر است و در اولویت قرار دارد. در عمل انواع مجوزهـای لازم برای راه‌اندازی این بازار طراحی شود تا در نهایت بازاری کارا و متشکل داشته باشیم.

رمز ارزها نمادی از پیوند نوین بازارهای مالی



رضا کیانی
مدیر تحقیق و توسعه بورس تهران

بیت کوین به عنوان نخستین رمزارز در سال ۲۰۰۸، پا به بازارهای مالی گذاشت. پس از آن رمزارزهای دیگری مانند اتریوم به وجود آمدند و کاربردهای رمزارزها را گسترش دادند. روند توسعه رمزارزها در حدی بالا بود که امروزه تعداد رمزارزها به بیش از ۱۸ هزار رسیده و بیش از ۱۴۰۰ صرافی به معاملات این دارایی دیجیتال می‌پردازند. ارزش بازار رمزارزها در آوریل سال ۲۰۱۴ حدود ۵ میلیارد دلار بود که با رشد خیره‌کننده در اکتبر ۲۰۲۵ به نزدیک ۴ تریلیون دلار رسیده است. بورس‌ها برای بهره‌برداری از این فرصت جدید محصولات متنوعی به پشتوانه رمزارزها ایجاد کردند که می‌توان مهم‌ترین و موفق‌ترین آن را صندوق‌های قابل معامله رمزارز دانست. اولین صندوق قابل معامله بیت‌کوین در ۱۸ فوریه ۲۰۲۱ میلادی در بورس اوراق بهادار تورنتو کانادا راه‌اندازی شد. این صندوق به طور مستقیم فقط در بیت‌کوین سرمایه‌گذاری می‌کند و تنها طی یک ماه پس از راه‌اندازی آن، توانست یک میلیارد دلار سرمایه جمع‌آوری کند. در ادامه بورس تورنتو طیف گسترده‌تری از این صندوق‌ها را رونمایی کرد و هم اکنون در این بورس بیش از ۳۰ صندوق قابل معامله بر روی انواع رمزارزها قابل معامله هستند. در ایالات متحده آمریکا نیز در دهم ژانویه ۲۰۲۴ میلادی، ۱۱ صندوق بیت‌کوین از کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا مجوز گرفتند و در بورس‌های اوراق بهادار بورس نیویورک و نزدک پذیرفته شدند. علاوه بر بورس‌های اوراق بهادار یادشده صندوق‌های رمزارز در بورس‌های سوئیس، هنگ‌کنگ، فرانکفورت، آستانه قزاستان، یورونکست، استرالیا، و برزیل نیز معامله می‌شوند.

بررسی‌ها نشان می‌دهد که بیش از ۲۰ میلیون ایرانی در بازار رمزارزها سرمایه‌گذاری کرده‌اند و این بازار از گردش مالی درخورملاحظه‌ای برخوردار شده است. قانون مالیات بر عایدی که به تأیید مجلس شورای اسلامی رسیده است، رمزارز را به عنوان یک دارایی مشمول مالیات بر عایدی شناسایی کرده است. بدین ترتیب رمزارز به عنوان یک دارایی توسط عالی‌ترین مرجع قانونی کشور به رسمیت شناخته شده است. این موضوع می‌تواند مسیر راه‌اندازی صندوق‌های قابل معامله رمزارز در بازار سرمایه ایران را هموار کند. صندوق‌های رمزارز می‌توانند کارکرد متنوعی از سرمایه‌گذاری تا تأمین مالی را برعهده داشته باشند و از خروج منابع ارزی از کشور جلوگیری کنند. بانک مرکزی در مقرراتی در حوزه رمزارز تدوین کرده و دیگر نهادهای سیاست‌گذار نیز در حال بررسی روش‌های ممکن برای به‌کارگیری این دارایی دیجیتال در عرصه اقتصادی هستند.

بورس تهران از سال‌های گذشته مطالعات متعددی در زمینه بازار رمز ارز و چگونگی استفاده بورس‌های اوراق بهادار از این دارایی نوظهور داشته و خود را برای پذیرایی از آن آماده کرده است. به ویژه در شرایط کنونی می‌توان از روش‌های خلاقانه‌ای برای بهره‌برداری از رمزارز در فرآیند تأمین مالی شرکت‌ها کمک گرفت. بورس‌های اوراق بهادار برای حضور مستمر و مؤثر در عرصه اقتصادی گریزی جز تطبیق خود با شرایط سیّال و در حال تغییر فضای کسب و کار ندارند و همواره باید از حد بالایی از انعطاف و هوشیاری برخوردار باشند. بورس تهران با آگاهی از این الزام تردید ناپذیر خود را برای همراهی با تغییرات بنیادین و مستمر عصر اقتصاد دیجیتال آماده کرده است. امید بسیار دارم با همراهی سیاست‌گذاران اقتصادی، در آینده‌ای نزدیک، بورس تهران پذیرای صندوق‌های رمز ارز و علاقمندان به سرمایه‌گذاری در این دارایی دیجیتال باشد.

فرصت راهبردی برای تحول بازار سرمایه

رمزدارایی‌ها و چشم‌انداز حضور آن‌ها در بازار سرمایه ایران



مهدی زارع پور
مدیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری
تامین سرمایه خلیج فارس

جهان مالی در آستانه یکی از بزرگ‌ترین تحولات تاریخ خود ایستاده است؛ تحولی که در آن دارایی‌های رمزی و فناوری‌های مبتنی بر بلاک‌چین، به‌تدریج مرز میان پول، سرمایه و داده را کمرنگ می‌کنند. رمزارزها که در ابتدا با هدف حذف واسطه‌های مالی و تمرکززدایی از نظام پولی متولد شدند، امروز به دارایی‌هایی پر منفعت، پیچیده و تأثیرگذار در سبد سرمایه‌گذاران جهانی تبدیل شده‌اند. در ایران نیز، هرچند مسیر قانون‌گذاری و پذیرش رسمی این دارایی‌ها با تأمل و احتیاط پیش می‌رود، اما نشانه‌های روشنی از حرکت به سوی ادغام کنترل‌شده آن‌ها در ساختار بازار سرمایه قابل مشاهده است. حضور شرکت‌های فناوری مالی، شکل‌گیری استارت‌آپ‌های رمزارزی، و بحث‌هایی در نهادهای سیاست‌گذار نظیر سازمان بورس و بانک مرکزی، حاکی از آغاز گفت‌وگویی جدی درباره مدیریت فرصت و ریسک این پدیده نوظهور است.

در دو دهه‌ی اخیر، مفهوم دارایی در جهان مالی دگرگونی عمیقی را تجربه کرده است. اگر در گذشته سهام، اوراق بدهی و کالاهای فیزیکی اضلاع اصلی بازار سرمایه محسوب می‌شدند، امروز رمزدارایی‌ها به‌ویژه

رمزارزهـا و توکن‌های مبتنـی بر بلاک‌چین ضلـع تـازه‌ای از این سـاختار را تشـکیل می‌دهند و با جذب سـرمایه‌های گسترده و ارتقای کارایی بازارهـا، جایگاهی واقعی در نظـام مالـی جهانی یافته‌انـد. ایالات متحده با تصویب تاسـیس صندوق‌های قابل معامله رمزارزی و کشـورهای پیشرو شرق آسیا مانند سـنگاپور و هنگ‌کنگ با ایجـاد محیط‌هـای آزمایشـی تنظیم‌گری، به‌صـورت هدفمنـد کوشـیده‌اند فناوری بلاک‌چیـن را در چارچـوب نظارتـی خود ادغام کننـد. تجربه امـارات متحدهٔ عربی نیز در تأسیس سازمان دارایی‌های مجازی دوبـی نمونـه‌ای موفق از ترکیـب نظارت مالی دقیق و جذب نوآوری اسـت. بررسی مجموع این رویکردها نشان می‌دهد مسیر درسـت، نه در انـکار رمزدارایی‌ها و نه در آزادی بی‌قید آن‌هـا، بلکه در ایجاد تعادل میان نـوآوری فناورانـه و صیانت از ثبات مالی است؛ چراکه رمزدارایی‌ها، در صورت تنظیم‌گـری هوشـمند، می‌توانند نقشـی مکمـل و تقویت‌کننـده برای نظـام مالی سنتی ایفا کنند.

در ایران، مواجهه بـا رمزدارایی‌ها در ابتدا با رویکـردی محدودکننده و صرفا معطوف به کنترل فعالیت‌های اسـتخراج و مبادله آغاز شـد، اما در سال‌های اخیر نشانه‌های روشـن‌تری از تغییر دیدگاه سیاسـت‌گذار به‌سمت تنظیم‌گری هوشمند و بهره‌برداری از ظرفیت‌های فناورانه مشاهده می‌شود. بانـک مرکـزی با معرفـی طـرح رمزریال و اسـتفاده از فناوری دفترکل توزیع‌شـده، نخسـتین گام رسـمی در بومی‌سازی پول دیجیتال را برداشـت و نشان داد که این فنـاوری می‌تواند در خدمـت ثبات مالی نیز قـرار گیـرد. در همین حال، سـازمان بـورس و اوراق بهـادار نیـز مطالعاتـی را برای امکان‌سـنجی طراحـی ابزارهای مالی مبتنـی بر رمزدارایی آغاز کـرده و ایده‌های اولیه درباره‌ی صندوق‌های سـرمایه‌گذاری رمزارزی، اوراق مشـتقه مبتنی بـر دارایی دیجیتال و توکن‌سـازی دارایی‌های واقعی مطـرح شـده اسـت؛ ایده‌هایی کـه در صورت تدوین چارچوب حقوقی مناسـب می‌توانند بسـتر رسـمی فعالیت رمزارز در کشـور را از فضای غیررسمی و مخاطره‌آمیز فعلی به مسیر شـفاف و قانونمند بورس انتقال دهند.

این روند نه‌تنهـا امکان هدایت نقدینگی سـرگردان را به بازار متشـکل مالی فراهم می‌کنـد، بلکه بـا تکیه بر زیرسـاخت‌های نظارتی موجود در بازار سـرمایه، می‌تواند به شـکل‌گیری نظام مالی جدیدی بینجامد که در آن فناوری بلاک‌چین به‌عنوان پایه‌ای برای اعتمـاد، گزارش‌دهی فوری و مالکیت دیجیتال مطمئن مورد اسـتفاده قرار گیرد و مسیر شکل‌گیری اکوسیستم دارایی‌های دیجیتال ملی را هموار کند.

پذیـرش رمزدارایی‌هـا در بـازار سـرمایه ایران، نه صرفاً پاسخ به یک موج فناورانه جهانی، بلکه فرصتی راهبردی برای توسـعه عمـق مالـی و تنوع‌بخشـی بـه ابزارهای سـرمایه‌گذاری داخلـی به‌شـمار می‌رود. در شـرایطی که بازار سـهام و اوراق بدهی کشـور با محدودیت‌های نقدشـوندگی، تمرکـز سـرمایه در صنایـع خـاص، و نوسانات تورمی مزمن روبه‌رو است، ورود دارایی‌هـای رمزی می‌تواند لایـه‌ای تازه از تنوع درآمدی، پوشـش ریسـک و جذب سـرمایه خرد جوانان بیافریند. همبستگی نسبتاً پایین رمزارزها با شاخص‌های سنتی بـورس، امکان ایجاد پرتفوی‌هـای پویا را فراهم می‌کند که نوسانات کلان اقتصادی را تعدیل می‌کند.

پذیـرش رمزدارایی‌هـا در بـازار سـرمایه ایـران، نه صرفاً پاسـخ به یک مـوج فناورانـه جهانـی، بلکه فرصتی راهبردی برای توسـعه عمق مالـی و تنوع‌بخشـی بـه ابزارهای سرمایه‌گذاری داخلی به‌شمار می‌رود

از سـوی دیگـر، توسـعه صندوق‌هـای سـرمایه‌گذاری رمـزارزی، سـکوهای توکن‌سـازی دارایی‌های واقعی، و طراحی اوراق مشـتقه بر پایه رمـزارز، می‌تواند به جریان یافتن نقدینگی غیررسـمی از بستر بازارهـای موازی به مسـیر شـفاف بورس بینجامد. این تحولات علاوه‌بر ارتقای حجم و کیفیـت معاملات، بسـتر رشـد صنعت فین‌تک بومـی، اشـتغال دانش‌بنیان، و گسـترش مالی دیجیتال را در کشور فراهم می‌کند؛ به‌گونه‌ای که بازار سرمایه از صرف «پلتفـرم مبادلـه اوراق» فراتـر رفته و به موتور نوآوری مالی ملی تبدیل شود.

بـا وجـود فرصت‌هـای چشـمگیر، ورود رمزدارایی‌هـا به بازار سـرمایه ایران بدون طراحی دقیق مقررات می‌تواند ریسک‌هایی جـدی در پـی داشـته باشـد. مهم‌ترین چالـش، نبود تعریـف حقوقی روشـن از ماهیـت ایـن دارایی‌هاسـت کـه باعث بلاتکلیفی نهادی و تداخل اختیارات میان نهادهای نظارتی شـده اسـت. نوسانات شـدید قیمتـی رمزارزها ضـرورت ایجاد چارچـوب ارزش‌گذاری مشـخص، تعیین سقف سـهم آن‌ها در پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری، و افشای کامل ریسک برای سرمایه‌گذاران را دوچندان کرده است.

از سـوی دیگـر، رعایـت الزامـات ضدپول‌شـویی و شناسایی مشـتری باید به‌گونه‌ای طراحی شـود که ضمن صیانت از نظـام مالـی، حریـم خصوصـی کاربران داخلـی نیز حفظ شـود. همچنین، تأمین امنیت سـایبری، بومی‌سـازی کیف‌پول‌ها و ایجـاد سـامانه‌های تسـویه داخلی از پیش‌شرط‌های حیاتی این مسیرند، چرا که تداوم وابسـتگی به زیرساخت‌های خارجی می‌توانـد مخاطـرات تحریمـی و خـروج داده‌هـای مالی کشـور را افزایش دهد. بر همین اسـاس، اجرای طرح‌های آزمایشـی در محیط‌هـای «تنظیم‌گـری» بهتریـن رویکرد برای آزمون تدریجی سیاسـت‌ها و شناسـایی نقاط ضعف پیش از گسـترش عمومی بازار به شمار می‌رود؛ رویکردی که می‌تواند اعتماد نهـاد ناظر، فعالان بازار و سرمایه‌گذاران را هم‌زمان تقویت کند.

در مجموع، رمزدارایی‌ها را باید نه تهدیدی برای نظام مالی، بلکـه واقعیتی نوظهور و فرصتی برای بازتعریف سـازوکار اعتماد در بازار سـرمایه دانست. تجربه جهانی نشان می‌دهـد کـه بـا تنظیم‌گری هوشـمند و نظارت تدریجی، می‌توان از ظرفیت فناوری بلاک‌چین برای ارتقای شـفافیت، افزایش دسترسـی سـرمایه‌گذاران و متنوع‌سازی ابزارهای مالی بهره برد. در ایران نیز، هم‌زمان با حرکـت بانک مرکزی به‌سـوی رمزریال و ورود تدریجـی سـازمان بورس بـه حوزه دارایی‌هـای دیجیتال، زمینه شـکل‌گیری بازاری نوپدید در حال فراهم شـدن است؛ بازاری که در صورت طراحی مقررات پایدار، زیرسـاخت فنی امـن و آمـوزش عمومی مناسـب، می‌تواند سـرمایه‌های پراکنده را بـه جریان مولد اقتصـادی پیوند دهد. راه آینده نه در انکار و نه در شـتاب‌زدگی، بلکـه در پذیرش محتاطانـه، قانون‌مند و تدریجی رمزدارایی‌ها است؛ مسیری که اگر با مدیریت صحیح طی شـود، بازار سرمایه ایران را به یکی از پیشگامان مالی دیجیتال منطقه بدل خواهد کرد.

بلاکچین
تهدید یا فرصت



مجید شجاعی
مدیر راهبردی مشاور سرمایه‌گذاری ترنج

در فضای ارزهای دیجیتال، فناوری مانند بلاک‌چین نقش محوری ایفا می‌کند و در آینده، توکنایز کردن دارایی‌های واقعی مانند سهام، صندوق‌های طلا، اوراق درآمدثابت و...، پررنگ‌تر خواهد شد

جهان مالی در آستانه تحولی عظیم قرار دارد؛گذار از سیستم‌های سنتی و متمرکز به سوی نظمی نوین مبتنی بر دارایی‌های دیجیتال و زیرساخت‌های غیرمتمرکز. بلاک‌چین، رمزارزها و سایر ابزارهای مالی نوظهور، فراتر از وسیله‌ای برای مبادله، به ستون‌های اصلی یک اکوسیستم اقتصادی تازه تبدیل شده‌اند. این موج تحول، بی‌امان در حال گسترش است و کشورهایی که زودتر آن را بپذیرند، سهمی بزرگ‌تر از اقتصاد جهانی آینده خواهند برد.

در این میان، هرگونه انکار یا بی‌توجهی به این روند، تهدیدی جدی برای امنیت مالی ایران به شمار می‌رود. سال‌هاست تحریم‌ها و فشارهای قدرت‌های جهانی، اقتصاد کشور را از طریق ساختارهای مالی سنتی فلج کرده‌اند. این محدودیت‌ها همچنان سایه سنگین خود را بر ما می‌اندازند.

اما اکنون، فرصتی طلایی پیش روی ماست: با سیاست‌گذاری هوشمند و ورود آگاهانه به این عرصه، می‌توانیم بسیاری از ضعف‌ها و فشارهای نظام مالی متمرکز جهانی را خنثی کنیم. رمزارزها، به ویژه بیت‌کوین، در بسیاری از کشورها به عنوان دارایی‌های امن، مقاوم در برابر تورم و حتی جایگزینی برای ذخایر ارزی شناخته می‌شوند. نادیده گرفتن این پتانسیل نه تنها به معنای از دست دادن فرصت‌های اقتصادی است، بلکه می‌تواند به عقب‌ماندگی استراتژیک در جهان منجر شود.

پیوند بلاکچین با بازارسرمایه پلی به سوی آینده رمزدارایی‌ها

در آینده پیوندی عمیق میان بلاکچین با بازارسرمایه شکل خواهد گرفت. بازارسرمایه ایران سال‌هاست که دانش غنی مدیریت مالی، تجربه ابزارهای متنوع و مهارت بالای مدیریت دارایی و ریسک را در خود انباشته است دانشی که هم به سرمایه‌گذاران و هم به تأمین مالی کسب‌وکارها یاری رسانده است.

در فضای ارزهای دیجیتال، فناوری مانند بلاک‌چین نقش محوری ایفا می‌کند و در آینده، توکنایز کردن دارایی‌های واقعی مانند سهام، صندوق‌های طلا، اوراق درآمدثابت و...، پررنگ‌تر خواهد شد. این تحول، سهولت مبادلات، کاهش هزینه‌ها، معامله شبانه‌روزی و شفافیت بی‌سابقه‌ای به ارمغان خواهد آورد.

اتفاقی که اخیراً توجه‌ها را در ایران جلب کرده، توکنایز کردن سهام شرکت‌های بزرگ آمریکایی مانند اپل است. استقبال سرمایه‌گذاران سنتی بازارسرمایه از این ابزار نشان می‌دهد مرزهای جغرافیایی و محدودیت‌های بورس‌های ملی روزبه‌روز کمرنگ‌تر می‌شوند. بازار سرمایه ایران نیز برای رقابت، نیازمند ورود سریع و قاطع به این حوزه است.

سهام، اوراق و ابزارهای بازارسرمایه ایران برای سرمایه‌گذاران بین‌المللی جذابیت خاص خود را دارد. نزدیک شدن بازارسرمایه کشور به فناوری بلاک‌چین نه تنها برای سرمایه‌گذاران داخلی ضروری است، بلکه کلید جذب سرمایه خارجی خواهد بود.

گام‌های عملی برای بهره‌برداری

برای بهره‌برداری حداکثری، نیاز به چارچوبی شفاف، تخصصی و قانون‌مند داریم. ساماندهی دارایی‌های دیجیتال باید توسط نهادهای مالی متخصص انجام شود. تأسیس شرکت‌های مدیریت دارایی دیجیتال - با تأکید بر شفافیت، امنیت و انطباق کامل با قوانین داخلی - می‌تواند گام نخست و مؤثری باشد. این شرکت‌ها به مردم و نهادها اجازه می‌دهند تا با اطمینان کامل، وارد بازارهای نوین شوند.

پایانی بر ریسک‌های کیف پول دیجیتال

گواهی سپرده بیت‌کوین، گامی تحول‌آفرین برای پویایی بازار سرمایه



میبن سوسن‌آبادی
مدیر استراتژی سبدگردان گروه مالی فیروزه

بـازار سـرمایه ایران، بـه عنـوان یکی از ارکان کلیـدی اقتصـاد کشـور، همواره در جسـت‌وجوی راهکارهایی بـرای افزایش جذابیـت و جـذب گروه‌هـای متنـوع سـرمایه‌گذاران بوده اسـت. در جهانی که دارایی‌هـای دیجیتـال ماننـد بیت‌کوین به سـرعت در حال تغییر چشم‌انداز مالی هسـتند، معرفی گواهی سپرده بیت‌کوین توسـط بورس کالای ایران می‌تواند نقطه عطفی در این مسـیر باشد. این ابزار مالی نوآورانـه، بیت‌کوین را به عنـوان کالایی قابل معامله تحت نظارت رسـمی تعریف می‌کند و بسـتری امن، شفاف و قانونمند برای مشـارکت همه گروه‌های سرمایه‌گذار فراهم می‌آورد. این طرح نه تنها جریان‌های سرمایه‌ای جدیدی را به بازار جذب می‌کند، بلکـه پلی بین اقتصاد سـنتی و دیجیتال ایجاد می‌کنـد و بازار سـرمایه ایران را به مقصـدی جذاب بـرای طیف وسـیعی از سرمایه‌گذاران تبدیل می‌کند.

بـازار سـرمایه ایـران، که عمدتـاً بر پایه سهام، اوراق بدهی و کالاهای سنتی استوار اسـت، در سـال‌های اخیر با چالش‌هایی نظیر کاهش جذابیت برای سـرمایه‌گذاران و گرایـش سـرمایه‌ها به بازارهـای موازی مواجه بوده اسـت. معامله‌گـران حقیقی فعلـی بـازار، که بخـش قابـل توجهی از نقدینگی بورس را تأمیـن می‌کنند، اغلب به دنبال ابزارهایی هسـتند کـه بازده بالا و تنـوع در پرتفوی سـرمایه‌گذاری خود را تضمین کند. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی مانند شرکت‌های بیمه و مؤسسات مالـی، به دلیل حجم بالای سـرمایه تحت مدیریـت و نیاز به چارچوب‌هـای قانونی محکم، محتاطانه‌تر عمل می‌کنند. در عین حـال، معامله‌گران خـارج از بورس، که در بازارهای غیررسـمی رمزارزها فعال هستند، بـا ریسـک‌های امنیتی و فقـدان نظارت مواجه‌انـد. نسـل جـوان، به‌ویژه نسـل زد، کـه با فناوری‌های نویـن و دارایی‌های دیجیتـال آشـنایی دارنـد، نیز بـه دنبال فرصت‌های سرمایه‌گذاری پویا و غیرسنتی هستند. حضور رسـمی بیت‌کوین در بازار سـرمایه ایران، بـا ارائه راهـکاری جامع، می‌تواند نیازهای ایـن گروه‌های متنوع را بـرآورده کند و بازار سـرمایه را به مقصدی جذاب برای همه تبدیل کند.

یکـی از مهم‌تریـن مزایـای ایـن طـرح، توسعه زیرسـاخت امنیت سـرمایه‌گذاری در دارایی‌های دیجیتال اسـت. بسیاری از سـرمایه‌گذاران که تجربه کافی در مدیریت کیف‌پول‌هـای دیجیتـال یـا حفاظت از کلیدهـای خصوصـی نداشـته باشـند، انبارهای دیجیتال تحت نظارت بورس کالا راهکاری مطمئن ارائه می‌دهند. این انبارها، بـا بهره‌گیـری از فناوری‌های پیشـرفته و استانداردهای امنیتی بالا، ریسک‌هایی نظیر هک یا از دست رفتن دارایی‌ها را به حداقل می‌رسـانند. سـرمایه‌گذاران نهادی، که به دلیل حجم بالای سـرمایه خـود به امنیت و شـفافیت اهمیت ویژه‌ای می‌دهند، نیز از این چارچوب امـن و قانونمند به خوبی بهره‌مند می‌شـوند. همچنین این موضوع پاسـخ مناسبی به مشـکل محل نگهداری دارایی‌هـای صندوق‌هـای مبتنـی بر بیت کوین در ایران است.

شـفافیت، یکی دیگـر از مزایـای کلیدی این طرح اسـت و بـرای همـه گروه‌های سـرمایه‌گذار ارزشـمند اسـت. معاملات گواهـی سـپرده بیت‌کوین تحـت نظارت دقیـق بـورس کالا انجـام می‌شـود و گزارش‌گیـری منظـم، اطمینـان از رعایت اسـتانداردها را تضمیـن می‌کنـد ایـن شـفافیت بـه معنای کاهـش نگرانی‌های مرتبط با تقلب یا دستکاری بازار است. این طرح همچنین بسـتری بزرگ و زیر ساختی برای توسـعه ابزارهای مالی پیشـرفته‌تر، ماننـد صنـدوق قابـل معاملـه مبتنی بر بیت‌کویـن، به عنـوان مهم تریـن مزیت اسـت. این صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاران نهادی، که به دنبال تنوع‌بخشی به پرتفوی خـود بـدون مواجهـه بـا پیچیدگی‌های فنی بیت‌کوین هسـتند، گزینه‌ای ایده‌آل محسوب می‌شوند.

معامله‌گران حقیقی نیـز می‌توانند از این صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بیت‌کوین در فضایی یکپارچه با سـایر

دارایی‌ها مانند سهام، طلا و درآمد ثابت استفاده کنند و از بازده بالای این دارایی بهره‌مند شوند. برای معامله‌گران خارج از بورس، این ابزارها فرصتی فراهم می‌کنند تا از بازارهای غیررسمی به سمت بستری قانونمند مهاجرت کنند. نسل زد، که به سرمایه‌گذاری‌های نوین و پویا علاقه‌مند است، نیز می‌تواند از این صندوق‌ها به عنوان راهی ساده و جذاب برای ورود به بازار رمزارزها بهره ببرد.

صندوق‌های مبتنی بیت‌کوین به پویایی بازار سرمایه کمک می‌کند و تنوع پرتفوی را برای همه سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد. این ابزار امکان سرمایه‌گذاری در دارایی‌ای با بازده بالا و متفاوت از سهام و اوراق سنتی را فراهم می‌کند. سرمایه‌گذاران می‌توانند با افزودن بیت‌کوین به پرتفوی خود، ریسک‌های ناشی از تورم و نوسانات ارزی را بهتر مدیریت کنند.

در نگاهی به آینده، گواهی سپرده بیت‌کوین و صندوق‌های مبتنی بر آن فراتر از یک ابزار مالی عمل می‌کند و زمینه را برای پذیرش دسته جدید دارایی‌های دیجیتال فراهم می‌کند. توسعه ابزارهای مشتقه، مانند قراردادهای آتی مبتنی بر بیت‌کوین، می‌تواند به مدیریت ریسک‌های ناشی از نوسانات قیمت کمک کند و بازار را برای همه گروه‌های سرمایه‌گذار پایدارتر کند. این ابزارها به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهند تا استراتژی‌های پیچیده‌تری برای پوشش ریسک و کسب بازده به کار گیرند.

در پایان، معرفی گواهی سپرده بیت‌کوین توسط بورس کالای ایران، فرصتی بی‌نظیر برای بازتعریف نقش بازار سرمایه در اقتصاد کشور است. این طرح، با ارائه بستری امن، شفاف و قانونمند، نیازهای معامله‌گران حقیقی، سرمایه‌گذاران نهادی، معامله‌گران خارج از بورس و نسل زد را به طور همزمان برآورده می‌کند.

با افزایش امنیت، شفافیت و تنوع در بازار، این ابزار نه تنها جریان‌های سرمایه‌ای جدیدی را جذب می‌کند، بلکه جایگاه ایران را در اکوسیستم مالی جهانی تقویت می‌کند.این تحول، با جلب اعتماد همه گروه‌های سرمایه‌گذار، بازار سرمایه ایران را به مقصدی پویا و آینده‌نگر تبدیل می‌کند و زمینه را برای پذیرش گسترده‌تر فناوری‌های نوین در اقتصاد کشور فراهم می‌کند.

بازار سرمایه در آستانه تحول دیجیتال

حبیب آرین
روزنامه‌نگار

بورس کالای ایران اعلام کرده که مقدمات عرضه «گواهی سپرده بیت‌کوین» و حتی صندوق‌های مبتنی بر بیت‌کوین را در بازار سرمایه در دست بررسی دارد؛ خبری که از یک چرخش مهم در سیاست ابزارسازی بازار سرمایه حکایت می‌کند و می‌تواند مسیر جدیدی را پیش‌روی سرمایه‌گذاران ایرانی قرار دهد.

در ماه‌های گذشته، نشانه‌هایی از این تحول دیده شده بود، اما حالا بورس کالا به شکل رسمی‌تری از ورود به حوزه دارایی‌های دیجیتال سخن می‌گوید؛ حوزه‌ای که میلیون‌ها ایرانی به آن علاقه نشان داده‌اند اما تاکنون تنها در بسترهای غیررسمی و خارج از ساختار بازار سرمایه امکان فعالیت داشته‌اند.

بورس کالا و آغاز دوران ابزارسازی دیجیتال

رحمان آراسته، مدیر بازار مشتقه و ابزارهای نوین مالی بورس کالا، پیش‌تر در یک نشست عنوان کرده بود که سه سال قبل مدیرعامل بورس کالا مسیر آینده این بازار را «حرکت جدی به سمت اوراق‌بهادارسازی» تعیین کرده و امروز نتیجه آن در تغییر ترکیب معاملات مشهود است. به گفته او، اکنون حدود ۴۰ درصد ارزش معاملات بورس کالا به بازار مالی اختصاص دارد؛ سهمی که تا چند سال پیش قابل تصور نبود. او همچنین اشاره کرده بود که تیم‌های تخصصی در بورس کالا روی توکن‌سازی دارایی‌ها کار می‌کنند و زیرساخت‌های لازم برای تبدیل دارایی‌های مشهود و حتی دارایی‌های نوین به ابزارهای قابل معامله فراهم شده است. آراسته تأکید کرده بود که بازار سرمایه، برای سرعت گرفتن در مسیر رشد، ناگزیر از ورود به ابزارهای فناورانه است و نمی‌تواند نسبت به تحولات جهانی دارایی‌های دیجیتال بی‌تفاوت بماند.

این صحبت‌ها، عملاً مسیر ورود گواهی سپرده بیت‌کوین را روشن‌تر می‌کند. در واقع بورس کالا می‌خواهد نقش خود را از بستری برای معاملات فیزیکی کالاها، به «پلتفرم مدیریت دارایی‌های قابل توکن‌سازی» گسترش دهد؛ تغییری که می‌تواند ارزش این بازار و کارکرد آن را متحول کند.

چرا گواهی سپرده بیت‌کوین مهم است؟

اهمیت این تحول فقط در جذابیت رسانه‌ای «بیت‌کوین» خلاصه نمی‌شود. بازار سرمایه ایران طی دو سال گذشته با رکود نسبی، کاهش مشارکت حقیقی‌ها و افت اعتماد عمومی مواجه بود. در همین دوره، بازار رمزارزها مقصد بخش قابل توجهی از نقدینگی خرد شد؛ بازاری که با وجود نوسان‌های شدید، برای نسل‌های جدید جذابیت بیشتری داشت.

ورود گواهی سپرده بیت‌کوین می‌تواند مزایای چندگانه‌ای برای بازار سرمایه ایجاد کند. نخست آن‌که امکان مشارکت قانونی و شفاف را برای میلیون‌ها فعال بازار رمزارز فراهم می‌کند. دوم آن‌که دارایی‌های دیجیتال را از بستری غیررسمی و پرریسک به گردش مالی نظارت‌پذیر منتقل می‌کند. سوم، ظرفیت زیادی برای جذب

نقدینگی تازه و احیای بخشی از عمق ازدست‌رفته بازار سرمایه دارد. از زاویه فنی نیز این ابزار، امکان سرمایه‌گذاری در بیت‌کوین را بدون پیچیدگی‌های نگهداری رمزارز فراهم می‌کند؛ موضوعی که برای بسیاری از سرمایه‌گذاران به ویژه افراد فاقد دانش تکنیکی به‌عنوان یک ریسک جدی مطرح است. گواهی سپرده، ریسک نگهداری دارایی را به انبارهای دیجیتال دارای استانداردهای امنیتی منتقل می‌کند و از این طریق امنیت سرمایه‌گذاری را بالا می‌برد.

بازار سرمایه و نیاز به پیوند با دنیای رمزارزها

بررسی‌های ساختاری نشان می‌دهد که بازار سرمایه ایران طی سال‌های اخیر از تحولات جهانی اقتصاد دیجیتال عقب مانده است. در حالی که بازارهای مالی در جهان از قراردادهای آتی بیت‌کوین تا ای تی اف‌های (ETF) رمزارزی را توسعه داده‌اند، بازار ایران تا امروز فاقد ابزار رسمی در این حوزه بوده است. در نتیجه، تقاضای واقعی جامعه برای دارایی‌های دیجیتال به مسیرهای غیرقانونمند هدایت شده است.

اکنون گواهی سپرده بیت‌کوین می‌تواند نقش «دروازه ورود رسمی» را بازی کند و پیوندی میان اقتصاد سنتی و اقتصاد دیجیتال ایجاد کند. این پیوند، فقط به بیت‌کوین محدود نمی‌ماند و می‌تواند زمینه‌ساز توسعه ابزارهای پیشرفته‌تر مانندای تی اف‌های رمزارزی، صندوق‌های مختلط دیجیتال، قراردادهای آتی و حتی امکان توکن‌سازی دارایی‌های فیزیکی شود.

بستر آماده برای ورود بیت‌کوین

داده‌های رسمی نشان می‌دهد بورس کالا در سال‌های اخیر به‌سرعت در حال تبدیل‌شدن به یکی از محورهای نوآوری مالی است. ارزش بازار مالی و مشتقه بورس کالا در نیمه نخست امسال نسبت به دوره مشابه پارسال ۴۳۵ درصد رشد کرده و به بیش از ۵ برابر رسیده است. اکنون سهم این بخش‌ها از کل ارزش معاملات بورس کالا بیش از ۳۶ درصد است؛ رقمی که نشان می‌دهد بازار مالی این بورس عملاً از خاکریز سنتی خود فراتر رفته و به یک موتور بزرگ ایجاد ابزار تبدیل شده است.

در همین بازه، صندوق‌های طلا با رشد ۷ برابری به یکی از پناهگاه‌های امن سرمایه تبدیل شده‌اند، گواهی سپرده نقره به‌عنوان ابزار جدید جایگاه خود را تثبیت کرده و بازار مشتقه نیز رشد قابل توجهی داشته است. این آمارها به‌خوبی نشان می‌دهد که زیرساخت معاملاتی، رفتار سرمایه‌گذاران و مدل‌های ابزارسازی در بورس کالا به بلوغ رسیده و حالا آماده پذیرش دارایی‌های پیچیده‌تر و نوین است.

ضرورت اتصال بازار سنتی و مدرن

در این میان، نگاه فعالان حوزه رمزارز نیز نشان می‌دهد که ورود ابزارهای رمزارزی به بازار سرمایه یک ضرورت ساختاری است. امیرحسین راد، مدیرعامل نوبیتکس، در نشستی که پیش‌تر درباره «اوراق‌بهادارسازی رمزدارایی‌ها» برگزار شده بود، بر اهمیت این پیوند تأکید کرده بود.

او گفته بود که بیت‌کوین دیگر صرفاً یک ابزار پرداخت نیست و نقش آن به «دارایی دیجیتال با ماهیت شبیه طلا» تغییر کرده است. راد توضیح داده بود که در جهان حدود ۸۰۰ میلیون نفر از رمزارزها استفاده می‌کنند و در ایران نیز حدود ۱۵ میلیون نفر طی سال‌های اخیر وارد این حوزه شده‌اند؛ آمارهایی که نشان می‌دهد نادیده گرفتن این جامعه بزرگ امکان‌پذیر نیست.

راد همچنین به تجربه جهانی صندوق‌های قابل معامله یا ای تی اف‌های رمزارزی اشاره کرده و گفته بود که پس از یک دهه تلاش، نخستین صندوق قابل معامله بیت‌کوین در سال ۲۰۲۴ در آمریکا تأیید شد؛ تأخیری که عمدتاً به دلیل نبود «مرجع قیمت شفاف» بود. به گفته او، اگر ایران بخواهد به سمت ای تی اف‌ها یا ابزارهای مشابه حرکت کند، باید یک مرجع قیمت‌گذاری معتبر ایجاد کند و بورس کالا به واسطه شفافیت و ساختار رگوله شده می‌تواند این نقش را برعهده بگیرد.

او همچنین دو چالش اصلی توسعه ابزارهای رمزارزی در بازار رسمی را «نگهداری امن» و «اتصال لحظه‌ای بازارهای مختلف برای کشف واقعی قیمت» دانسته بود؛ موضوعاتی که گواهی سپرده بیت‌کوین می‌تواند بخش بزرگی از آن را حل کند.

گواهی سپرده بیت‌کوین؛ پلی برای خروج از رکود

ورود این ابزار برای بازار سهام یک پیام روشن دارد. دوران رکود و کاهش مشارکت می‌تواند با ابزارهای نوین پایان یابد. تجربه صندوق‌های طلا و نقره نشان داده که ابزارهای جدید قابلیت جذب نقدینگی تازه را دارند و نقش مکملی برای بازار سهام ایفا می‌کنند. حالا بیت‌کوین به‌عنوان یکی از محبوب‌ترین دارایی‌های جهان می‌تواند همین نقش را در ابعادی بزرگ‌تر برعهده گیرد.از سوی دیگر، گواهی سپرده بیت‌کوین امکان ایجاد بازارگردان‌های حرفه‌ای، طراحی ابزارهای مشتقه، قراردادهای آتی و حتی صندوق‌های چنددارایی دیجیتال را فراهم می‌کند. این ابزارها می‌توانند عمق بازار را افزایش دهند و به مدیریت ریسک سرمایه‌گذاران کمک کنند؛ نقشی که در بازار سنتی ایران مدت‌هاست جای آن خالی است.

گواهی سپرده بیت‌کوین نه یک «ابزار عجیب» و نه یک «نوآوری پرخطر» تلقی می‌شود؛ بلکه حلقه مفقوده‌ای است که می‌تواند پیوند میان فناوری‌های نو و بازار سرمایه را برقرار کند، جریان نقدینگی تازه ایجاد کند، شفافیت و امنیت را افزایش دهد و زمینه توسعه ابزارهای پیچیده‌تر را در آینده فراهم کند

بازاری که آماده تغییر است

با کنار هم قراردادن داده‌ها، یک تصویر روشن شکل می‌گیرد: بازار سرمایه ایران آماده ورود به نسل جدید ابزارهای مالی است. گواهی سپرده بیت‌کوین نه یک «ابزار عجیب» و نه یک «نوآوری پرخطر» تلقی می‌شود؛ بلکه حلقه مفقوده‌ای است که می‌تواند پیوند میان فناوری‌های نو و بازار سرمایه را برقرار کند، جریان نقدینگی تازه ایجاد کند، شفافیت و امنیت را افزایش دهد و زمینه توسعه ابزارهای پیچیده‌تر را در آینده فراهم کند. آنچه اکنون باقی مانده، تصویب نهایی، طراحی دقیق سازوکار عملیاتی و هماهنگی نهادهای قانونگذار است؛ اما مسیر کلی روشن است: بازار سرمایه ایران در آستانه ورود به فصلی تازه قرار دارد؛ فصلی که در آن دارایی‌های دیجیتال نیز بخشی از پازل رسمی سرمایه‌گذاری کشور خواهند بود.

فرصت‌های توکنیزه کردن دارایی‌های مالی



فاطمه‌زهرا بذرگر
مشاور بلاکچین

توکنایز دارایی‌های مالی (Asset Tokenization) فرآیندی است که در آن حقـوق مالکیت یا ادعا بر دارایی‌های واقعی یا مالی به توکن‌های دیجیتال روی بلاک‌چین یا دفتر کل توزیع‌شـده تبدیل می‌شود. این رویکرد، که در سـطح جهانی به سرعت در حال گسترش است، امکان تقسیم‌پذیری دارایی‌ها، افزایش نقدشوندگی و دسترسی آسان‌تر به سـرمایه‌گذاری را فراهم می‌کند. بر اسـاس گزارش‌های معتبر، مانند آنچـه در بریتانیکا (Britannica) آمده، توکنیزه کردن می‌تواند تقریباً هـر دارایی سـنتی را دیجیتال کنـد، اما با مزایایی مانند دسترسـی بیشـتر، نقدشـوندگی بالاتر و کارایی عملیاتی، همراه با ریسک‌هایی نظیر عدم قطعیت نظارتی، پیچیدگی فنی و مسائل امنیتی است.

در ایران، با وجود چالش‌های سـاختاری مانند تحریم‌های بین‌المللی و نوسـانات اقتصـادی، این فنـاوری می‌تواند فرصتـی طلایی برای تحول بازارهای مالی باشـد. نیاز به نقدشـوندگی بیشـتر دارایی‌ها، جذب سـرمایه‌گذاران خرد و گرایش رو به رشـد به فناوری‌های مالی (فین‌تـک)، ایـران را به عنوان یک بـازار بالقوه بـرای توکنیزه کردن قرار می‌دهـد. گزارش فـدرال رزرو آمریکا نیز بـر پیوندهای متقابل (interconnections) بیـن اکوسیسـتم دارایی‌هـای دیجیتـال و سیسـتم مالی سنتی تأکید دارد و هشـدار می‌دهد که توکنیزه کردن می‌تواند ریسـک‌های جدیدی ایجاد کند، اگر بدون چارچوب مناسب پیش برود. با این حال، در شرایط ایران، جایی که بسیاری از دارایی‌ها نقدشـوندگی پایینی دارند، این فرآیند می‌تواند پلی به سمت کارایی بیشتر باشد - البته با احتیاط و مدیریت دقیق - تا از تبدیل شدن به یک "شمشیر دو لبه" جلوگیری شود.

چرا ایران ظرفیت بالایی برای توکنیزه کردن دارایی‌ها دارد؟

ایـران، با اقتصاد متنوع و دارایی‌های غنی اما اغلب غیرنقدشـونده، پتانسـیل بالایی برای بهره‌برداری از توکنیـزه کردن دارد. در ادامه، به بررسی دلایل کلیدی می‌پردازیم:

- **نیاز مبرم به افزایش نقدشوندگی دارایی‌های سنتی**

بخـش عمده‌ای از بـازار مالی ایـران به دارایی‌هایـی مانند املاک، پروژه‌های زیرسـاختی، سـهام شـرکت‌های خصوصی و اوراق بهادار اختصاص دارد که اغلب نقدشـوندگی پایینی دارنـد. توکنیزه کردن اجازه می‌دهد این دارایی‌ها به واحدهای کوچک‌تر تقسـیم شـوند (fractional ownership)، که سرمایه‌گذاران خرد را قادر به مشارکت می‌کنـد. گزارش‌هـای جهانی، ماننـد آنچـه در World Economic Forum منتشر شـده، بر این مزیت تأکید دارند: افزایش دسترسی، کاهش اصطکاک‌ها و مشـارکت بیشتر سرمایه‌گذاران خرد. در ایران، جایی که تورم و نوسانات ارزی سرمایه‌گذاران را به سمت دارایی‌های امن سـوق می‌دهد، ایـن رویکرد می‌تواند بـازار ثانویه فعالی ایجاد کند و از "قفل شدن" سـرمایه‌ها جلوگیری کند - یک کنایه ظریف به وضعیـت فعلی بازار که گاهی مانند یـک "گنجینه پنهان اما غیرقابل دسترس" عمل می‌کند.

- **کاهش هزینه‌ها و افزایش کارایی عملیات مالی**

فرآیندهای سنتی ثبت، تسـویه و نگهداری دارایی‌ها در ایران اغلب زمان‌بر و پرهزینه هستند. با استفاده از قراردادهای هوشمند (smart contracts) روی بلاک‌چیـن، می‌تـوان این مراحـل را خودکار کرد و هزینه‌های واسـطه‌گری را کاهش داد. موسسـه مکنزی در گزارشـی اشـاره می‌کند که توکنیزه کردن دارایی‌های مالی از مرحله آزمایشـی به مقیاس بزرگ در حال حرکت اسـت و نهادهایـی که قابلیت‌های بلاک‌چینی دارند، مزیت استراتژیک خواهند داشت. در فضای ایران، بـا فرآیندهای اداری طولانی، این فناوری می‌تواند زمان تسـویه را از روزها به دقیقه‌ها کاهش دهد، که نه تنها کارایی را افزایش می‌دهد،



بلکه جذابیت بازار را برای سرمایه‌گذاران خارجی (حتی در شرایط تحریم) بیشتر می‌کند، البته اگر زیرساخت‌ها اجازه دهند.

■ **افزایش دسترسی برای سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای**

بسیاری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در ایران، مانند پروژه‌های توسعه املاک یا زیرساخت‌ها، تنها برای سرمایه‌گذاران بزرگ قابل دسترس هستند. توکنیزه کردن این امکان را فراهم می‌کند که دارایی‌های بزرگ به واحدهای کوچک‌تر تقسیم شوند، و افراد با سرمایه محدود نیز بتوانند شرکت کنند. این رویکرد می‌تواند شکاف طبقاتی در دسترسی به بازارهای مالی را کاهش دهد و به نوعی "دموکراتیزه کردن" سرمایه‌گذاری منجر شود. با کنجکاوی بیشتر، می‌توان دید که در کشورهایی مانند ایران، جایی که جمعیت جوان و علاقه‌مند به فناوری بالاست، این مدل می‌تواند موج جدیدی از مشارکت ایجاد کند - اما باید جزئیات بیشتری مانند حداقل سرمایه‌گذاری و مکانیسم‌های حفاظت سرمایه‌گذار را بررسی کرد تا از سوءاستفاده جلوگیری شود.

> **شرکت‌های خصوصی اغلب برای جذب سرمایه با چالش‌های ورود به بورس مواجه هستند. توکنیزه کردن سهام یا حقوق مالی می‌تواند بازار ثانویه را فعال‌تر کند و نقدشوندگی را افزایش دهد، که برای SMEs حیاتی است.**

■ **هم‌راستایی با سیاست‌های دولتی و تحولات فناوری**

ایران در سال‌های اخیر به سمت فناوری‌های مالی نوین حرکت کرده است. بانک مرکزی ایران (CBI) چارچوب‌هایی برای رمزارزها تدوین کرده و سیاست "تنظیم به جای ممنوعیت" را اتخاذ کرده، که نشان‌دهنده تمایل به نوآوری است. گزارش AML Watcher تأکید دارد که CBI سیاست‌ها و چارچوب‌های نظارتی برای رمزارزها را تصویب کرده تا تأثیر بحران‌های مالی جهانی را کاهش دهد.

این فضا می‌تواند بستری برای توکنیزه کردن باشد، به ویژه در شرایط تحریم‌ها که بلاک‌چین می‌تواند معاملات فرامرزی را تسهیل کند - یک طعنه جالب به اینکه فناوری گاهی "دیوارهای تحریم" را دور می‌زند، اما بدون نظارت، ممکن است به "دیوارهای جدید ریسک" تبدیل شود.

حوزه‌های کلیدی با پتانسیل توکنیزه شدن در ایران

چند حوزه خاص در اقتصاد ایران وجود دارد که توکنیزه کردن می‌تواند فرصت‌های قابل توجهی ایجاد کند:

■ **اوراق بهادار خصوصی و سهام شرکت‌های کوچک و متوسط**

شرکت‌های خصوصی اغلب برای جذب سرمایه با چالش‌های ورود به بورس مواجه هستند. توکنیزه کردن سهام یا حقوق مالی می‌تواند بازار ثانویه را فعال‌تر کند و نقدشوندگی را افزایش دهد، که برای SMEs حیاتی است.

■ **املاک و مستغلات**

بازار املاک ایران بزرگ اما غیرنقدشونده است. توکنیزه کردن یک پروژه ساختمانی می‌تواند آن را به واحدهای کوچک تقسیم کند، سرمایه‌گذاری خرد را ممکن سازد و سرمایه بیشتری برای توسعه جذب کند.

■ **دارایی‌های زیرساختی و صنعتی**

نیروگاه‌ها، پالایشگاه‌ها یا خطوط انتقال اغلب نیاز به سرمایه‌گذاری عمده دارند. توکنیزه کردن می‌تواند سرمایه‌گذاران خرد را وارد کند و تنوع‌بخشی به منابع مالی ایجاد کند.

■ **صندوق‌های سرمایه‌گذاری و اوراق مبتنی بر دارایی**

صندوق‌هایی با سبد متنوع از املاک یا زیرساخت‌ها می‌توانند توکنیزه شوند تا واحدهای کوچک‌تری منتشر کنند و دسترسی را افزایش دهند.

موانع و چالش‌ها

با وجود فرصت‌ها، چالش‌های جدی وجود دارد که نباید نادیده گرفته شوند:

■ **عدم وجود چارچوب قانونی روشن**

مقررات رمزارزها در ایران در حال شکل‌گیری است، اما قوانین خاصی برای توکنیزه کردن دارایی‌ها وجود ندارد. این عدم قطعیت سرمایه‌گذاران را محتاط می‌کند.

■ **زیرساخت‌های فناوری و بازار ضعیف**

گزارش arXiv بر چالش‌های نقدشوندگی و مسیر پیش رو تأکید دارد. در ایران، مشکلات فناوری، استانداردهای بلاک‌چین و بازار ثانویه فعال می‌تواند مانع باشد.

■ **ریسک‌های نظارتی و ثبات مالی**

IMF هشدار می‌دهد که توکنیزه کردن می‌تواند ناکارایی‌های بازار مالی ایجاد کند اگر برنامه‌ریزی نشود. در ایران، با تحریم‌ها و نوسانات ارزی، این ریسک‌ها تشدید می‌شوند.

■ **ارزیابی دارایی و حقوق مالکیت**

نیاز به شفافیت در مالکیت و ارزیابی دقیق وجود دارد، که در فضای اطلاعاتی ناقص ایران چالش‌برانگیز است.

پیشنهادهای ساختاری برای بهره‌برداری

برای حداکثرسازی فرصت‌ها، مسیر گام‌به‌گام زیر پیشنهاد می‌شود:

۱. طراحی چارچوب حقوقی و نظارتی

تدوین مقررات خاص، تعیین ناظر (مانند سازمان بورس و اوراق بهادار، بانک مرکزی) و ضوابط AML/CFT.

۲. توسعه زیرساخت فناوری

راه‌اندازی پلتفرم‌های بلاک‌چینی، قراردادهای هوشمند و بازار ثانویه، با هماهنگی نهادهایی مانند شرکت سپرده‌گذاری مرکزی (CSDI).

۳.مدل‌های تجاری و پروژه‌های پایلوت

انتخاب پروژه‌های آزمایشی مانند املاک متوسط، طراحی محصولات شفاف و آموزش عمومی.

۴. نظارت و بهبود مستمر

ارزیابی عملکرد، ریسک‌ها و بازنگری مقررات بر اساس تجربیات.

نتیجه‌گیری

توکنیزه کردن دارایی‌های مالی در ایران می‌تواند یک "پنجره نوآوری" باشد: ارتقای ساختار مالکیت، افزایش دسترسی و کاهش هزینه‌ها، مطابق با گزارش فروم اقتصاد جهانی (World Economic Forum) با تقاضای رو به رشد سرمایه‌گذاران خرد و دارایی‌های غیرنقدشونده، ایران پتانسیل تبدیل شدن به بازیگری کلیدی را دارد. اما بدون زیرساخت قوی و مقررات روشن، ریسک عدم اعتماد و شکست وجود دارد. اگر با دقت پیش برویم، این فناوری می‌تواند کارایی بازار مالی ایران را به سطح جدیدی برساند - یک گام بزرگ به سمت آینده‌ای کارآمدتر - که ارزش کنجکاوی و سرمایه‌گذاری دقیق را دارد.

چرا ورود رمزدارایی‌ها به بازار سرمایه مهم است



مونا حاجی علی‌اصغر
کارشناس بازار سرمایه

شرکت‌های بزرگ مدیریت دارایی مانند بلک راک (BlackRock) وارد عرصه رمزارزها شده‌اند و صندوق‌های ETF بیت‌کوین را راه‌اندازی کرده‌اند، که باعث می‌شود رمزارزها روزبه‌روز بیشتر به «دارایی مالی کلاسیک» شبیه شوند تا یک کالای نیمه‌سکسی‌وال (دارایی ریسکی، سایه‌دار).

به‌عنوان مثال، صندوق iShares Bitcoin Trust بلک راک (نماد IBIT) حجم زیادی بیت‌کوین جمع‌آوری کرده است. همچنین دارایی تحت مدیریت (AUM) این صندوق بسیار بالا رفته است.

این یعنی یک جریان سرمایه نهادی جدی و پایدار به سمت رمزدارایی‌ها گشوده است.

ورود ابزارهایی مثل ETF یعنی سرمایه‌گذاران سنتی و موسسات، مدیران حقوقی، صندوق‌های بازنشستگی، افراد حقیقی آشنا به بازار سرمایه می‌توانند بدون درگیر شدن با جنبه فنی و امنیتی نگهداری مستقیم رمزارز، روی آن سرمایه‌گذاری کنند. این سازوکار، ریسک نگهداری (wallet risk، خطر هک، سرقت کلید خصوصی) را کاهش می‌دهد و مقرون‌به‌صرفه‌تر است.

در ایران هم نشانه‌هایی هست که بورس کالا به این موضوع ورود کرده است. طبق گزارش‌ها، بورس کالای ایران در برنامه بلندمدت خود، ایجاد زیرساخت برای «توکنیزه کردن دارایی‌ها»، راه‌اندازی ETF مبتنی بر بیت‌کوین و توسعه مشتقات رمزارزی را در دستور کار دارد.

این نشان‌دهنده این است که نهادهای ناظر بازار سرمایه در کشور به رمزارزها به‌عنوان دارایی بالقوه مالی (و نه صرفا یک پدیده تکنولوژیک سایبر) نگاه می‌کنند.

صندوق بیت کوین

مدل «بلک راک» - تحلیل عمیق

صندوق iShares Bitcoin Trust (IBIT) بلک راک یک نقطه عطف در پذیرش رمزارزها توسط سیستم مالی سنتی است. دارایی‌های تحت مدیریت آن (AUM) به شکل چشم‌گیری افزایش یافته است. این صندوق سهم بسیار بزرگی از بازار ETF بیت‌کوین را در اختیار دارد و نقش رهبری را ایفا می‌کند.

بلک راک همچنین مدل «بازخرید غیرنقدی» (in-kind redemption) را اصلاح کرده است تا مشارکت بانک‌ها (مثل JPMorgan یا گلدمن‌ساکس) را تسهیل کند. طبق گزارش‌ها، این تغییر ساختاری باعث شده آن‌ها بتوانند سهام جدید ETF را از طریق بیت‌کوین (یا رمزارز) صادر کنند، به جای فقط پول نقد.

با وجود این مزایا، تسلط زیاد یک شرکت غول‌مدیر دارایی مانند بلک راک روی حجم زیادی بیت‌کوین، سوالاتی را ایجاد می‌کند. آیا این یعنی متمرکز شدن بخش قابل توجهی از ذخایر بیت‌کوین در دست چند نهاد مالی بزرگ؟ این تمرکز ممکن است بر فرآیندهای بازار، نقدینگی و رفتار سرمایه‌گذار تاثیر بگذارد. برخی تحلیل‌گران به این نکته اشاره کرده‌اند که بلک راک کنترل زیادی روی بیت‌کوین دارد که ممکن است بخشی از «ارزش غیرمتمرکز» این دارایی را تضعیف کند.

جریان ورودی سرمایه به IBIT چشم‌گیر است؛ این نشان‌دهنده اعتماد نهادی و سرمایه‌گذاری بلندمدت است.

نقش و اقدامات بورس کالا ایران

بورس کالا برنامه دارد دارایی‌های سنتی و مالی را با فناوری بلاکچین «توکنیزه» کند؛ یعنی دارایی‌هایی مانند ملک، کالا، اوراق بهادار و شاید رمزارزها را به توکن‌هایی دیجیتال تبدیل کند که روی بلاکچین معامله شوند.

هدف بورس کالا راه اندازی صندوق قابل معامله (ETF) مبتنی بر بیت‌کوین در بازار ایران است، که اگر محقق شود، امکان سرمایه‌گذاری عمومی در بیت‌کوین از طریق بازار سرمایه داخلی را فراهم می‌کند.

توسعه ابزار مشتقه (مثل قراردادهای آتی یا گزینه رمزارزی) نیز در دستور کار بورس کالا است، که می‌تواند به نقدینگی بیشتر، امکان پوشش ریسک و تنوع سازی ابزارها برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای کمک کند.

مدیر سامانه‌های ابزارهای نوین بورس کالا گفته که بورس کالا به‌دنبال یکپارچه‌سازی سامانه بازار مالی و سامانه دارایی‌های نوین است؛ این یعنی ساختار نهادی برای معامله توکن‌ها و دارایی دیجیتال در بازار رسمی سرمایه دیده می‌شود.

مزایا و فرصت‌ها

- **افزایش دسترسی عمومی:** اگر صندوق‌های قابل معامله(ETF) بیت‌کوین در بازار سرمایه ایران راه اندازی شود سرمایه‌گذاران خرد ایرانی می‌توانند بدون عبور از صرافی‌های خارجی و مخاطرات نگهداری مستقیم بیت‌کوین، در این دارایی سرمایه‌گذاری کنند.
- **عتباری شدن رمزارز در چشم نهاد ناظر:** وقتی نهادهایی مثل بورس کالا ورود کنند، به نوعی «اعتبار نهادی» به رمزدارایی‌ها داده می‌شود. این می‌تواند مسیر تنظیم‌گری را شفاف‌تر کند و ریسک‌های قانونی را کاهش دهد.
- **تنوع ابزار سرمایه‌گذاری:** وجود ETF، مشتقات و دارایی توکنیزه‌شده، تنوع بیشتری به بازار سرمایه می‌دهد، امکان مدیریت ریسک بیشتر، ساخت استراتژی‌های نوآورانه و جذب سرمایه نهادی را فراهم می‌کند.
- **جذب سرمایه خارجی / نهادی:** اگر بازار سرمایه ایران زیرساخت مناسبی بسازد، می‌تواند سرمایه‌گذاران خارجی یا نهادی که علاقه به رمزدارایی‌ها دارند را به بازار داخلی بکشد.

چالش‌ها و ریسک‌ها

نظام نظارتی و ریسک قانونی: تدوین چارچوب قانونی برای رمزارزها در بازار سرمایه کار ساده‌ای نیست. کدام مقررات باید اعمال شود؟ ریسک پولشویی، تامین مالی تروریسم، دستکاری بازار، امنیت نگهداری توکن‌ها، حاکمیت توکن‌ها و محل نگهداری (custody) همه باید با دقت بررسی شوند.

- **ریسک بازار و نوسانات شدید:** رمزارزها ذاتاً نوسان‌پذیری بالایی دارند. اگر سرمایه‌گذاران سنتی وارد شوند ولی بازار نوسان زیادی داشته باشد، ممکن است ریسک نقدشوندگی، زیان سریع یا خروج سرمایه وجود داشته باشد.
- **تمرکز نهادی:** همان‌طور که در مورد صندوق بلک راک دیدیم، بخش بزرگی از بیت‌کوین تحت مدیریت تعداد محدودی از صندوق‌ها و شرکت‌های بزرگ است. این تمرکز می‌تواند جنبه‌هایی از «روح غیرمتمرکز» رمزارز را تضعیف کند و در عین حال ریسک «نقطه شکست نهادی» را بالا ببرد (اگر یکی از این مدیران بزرگ با مشکل مواجه شود).

■ **مسائل فنی و امنیتی:** نگهداری توکن توکنیزه‌شده، زیرساخت‌های بلاکچینی، مسائل کدگذاری، خطر هک، و ریسک عملیاتی باید به جد دیده شود. همچنین، نیاز به زیرساخت کارآمد برای تسویه، نگهداری، تفکیک دارایی‌ها (segregation) وجود دارد.

■ **پذیرش و آموزش عمومی:** بسیاری از سرمایه‌گذاران بازار سرمایه سنتی به رمزارزها آشنا نیستند یا ریسک‌های آن را درک نمی‌کنند. بدون آموزش و فرهنگ‌سازی، ورود افراد ناآگاه می‌تواند منجر به زیان‌های بزرگ یا رفتارهای سفته‌بازانه شود.

ارزیابی راهبردی

به نظر، ورود رمزدارایی‌ها به بازار سرمایه یک گام ضروری و منطقی در تکامل بازار مالی مدرن است، اما باید با ملاحظه و تدبیر انجام شود.

■ **ضرورت زیرساخت قوی:** بورس کالا یا سایر نهادهای بازار سرمایه باید زیرساخت بلاکچینی، انتظامی و نظارتی قوی بسازند. به‌ویژه باید بر «نگهداری امن توکن‌ها»، «تفکیک دارایی مشتریان»، «نهادهای حضانت (custody) مطمئن» و «مقررات شفاف» تمرکز کنند.

■ **مقررات تدریجی (phased regulation):** پیشنهاد می‌کنم ورود رمزارزها با یک چارچوب تدریجی انجام شود. اول با ETF ساده، بعد مشتقات، بعد دارایی توکنیزه‌شده با پشتوانه واقعی. این کار امکان آزمون تدریجی، اصلاح خطا و مدیریت ریسک را فراهم می‌کند.

■ **آموزش سرمایه‌گذار:** نهاد بازار سرمایه باید برنامه آموزشی جدی برای سرمایه‌گذاران تنظیم کند (چه حقیقی و چه حقوقی) تا مخاطره‌پذیری رمزارزها را بشناسند، راه‌های مدیریت ریسک را یاد بگیرند و رفتار عقلانی‌تری در این بازار داشته باشند.

■ **حفاظت از سرمایه‌گذار کوچک:** برای جلوگیری از سوءاستفاده و ریسک‌پذیری بیش از حد، باید مکانیزم‌هایی برای حفاظت از سرمایه‌گذار خرد وجود داشته باشد (مانند محدودیت سرمایه‌گذاری اولیه، شفاف‌سازی ریسک، الزام به افشای ریسک رمزارز در پروسپکتوس).

■ **نقش نهادهای بین‌المللی و تجربه جهانی:** تجربه صندوق‌هایی مثل بلک راک بسیار ارزشمند است. سیاست‌گذار ایرانی باید از تجربیات بین‌المللی استفاده کند، تعامل با نهادهای مالی جهانی داشته باشد و استانداردهای بین‌المللی را به عنوان مرجع در طراحی سازوکارها در نظر بگیرد.



تقاطع رمزارز و بازار سرمایه

ورود نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه به بازار رمزارز؛ چالش‌ها و فرصت‌ها



هدیه لطفی
روزنامه نگار

ورود رمزارز به ساختار رسمی بازار سرمایه ایران، در حالی به یکی از بحث‌برانگیزترین تحولات سال‌های اخیر تبدیل شده که سیاست‌گذاری کشور همچنان میان پذیرش صنعتی و مالی این ابزار در نوسان است. از یک‌سو دولت استخراج را به رسمیت شناخته و آن را به زنجیره تأمین ارز کشور گره زده، و از سوی دیگر غیبت قانون جامع و سکوت مقررات بازار سرمایه، ورود نهادهای مالی را با ریسک‌های حقوقی و تعارض نهادی مواجه کرده است. در گفت‌وگو با یاسر حسن‌زاده، کارشناس ارشد بازارهای مالی، به ارزیابی وضعیت کنونی رمزارز در ایران، چالش‌های ورود این ابزار به بورس، میزان هماهنگی نهادهای تصمیم‌ساز یعنی بانک مرکزی و سازمان بورس، ریسک‌ها، فرصت‌ها و مسی رهای پیشنهادی برای تنظیم‌گری شفاف و آینده‌محور پرداخته‌ایم.

■ **ارزیابی شما از وضعیت کنونی بازار رمزارز چیست؟**

بازار رمزارزها طی دهه اخیر بخشی معنادار از زیست‌بوم مالی جهانی شده است و در برخی کشورها در حال ادغام تدریجی با ساختارهای رسمی بازار سرمایه و بانکداری است. در ایران، در غیاب پذیرش رمزارز به عنوان ابزار پرداخت داخلی و بدون ایجاد چارچوب شفاف برای معاملات سازمان‌یافته و ابزارهای مالی مبتنی بر رمزارز، تنها بخشی از زنجیره این صنعت یعنی استخراج (ماینینگ) با

مجوز رسمی شناسایی و تنظیم‌گری شده است. هیأت وزیران در مصوبه سال ۱۳۹۸، استخراج فرآورده‌های پردازشی رمزنگاری‌شده را با اخذ مجوز از وزارت صنعت، معدن و تجارت مجاز اعلام کرده و هم‌زمان استفاده از رمزارز در مبادلات داخل کشور را غیرمجاز دانسته و مسئولیت ریسک مبادله را متوجه خود متعاملین کرده است. اما آیین‌نامه «استخراج رمزدارایی‌ها» با اصلاحات بعدی تا مرداد ۱۴۰۲، این چارچوب را بسط داده و واردات و بهره‌برداری از تجهیزات استخراج را صرفاً با مجوز و تحت تعرفه‌های انرژی و نظارت استانداردی مجاز کرده و همچنین استخراج‌کنندگان را در عمل در زنجیره تأمین ارز واردات کشور قرار داده است.

■ پویایی رمزارز در ایران چگونه است؟

برآوردهای مبتنی بر تحلیل زنجیره (on-chain analysis) و گزارش‌های نظارتی بین‌المللی نشان می‌دهد که جریان رمزارزهای مرتبط با ایران در سال ۲۰۲۵ (ژانویه تا ژوئیه ۲۰۲۵) حدود ۳/۷ میلیارد دلار بوده که نسبت به دوره مشابه در سال قبل حدود ۱۱ درصد کاهش نشان می‌دهد. در همین دوره، یک صرافی رمزارزی بزرگ ایرانی حدود ۸۷ درصد از حجم تراکنش‌های مرتبط با ایران را پردازش کرده و پس از آن، این تمرکز بازار به شکل یک ریسک سیستمی دیده شده است.

این اعداد دو پیام دارد: ۱- بازار رمزارز ایران به لحاظ دلاری در مقایسه با کل بازار جهانی کوچک است، اما برای اقتصاد ایران، که تحت تحریم و کمبود دسترسی به منابع ارزی است، رقم میلیارددلاری قابل توجه است. این جریان می‌تواند به ویژه از منظر سیاست‌گذار به عنوان یک کانال نیمه‌موازی تأمین و جابه‌جایی ارزش ارزی دیده شود. ۲- تمرکز عملیاتی بازار داخلی رمزارز در یک یا دو پلتفرم بزرگ، این بازار را به یک نقطه شکست تبدیل کرده است که خطر حمله سایبری به آن تشدید شده است. امری که در ژوئن ۲۰۲۵ به یکی از بزرگترین پلتفرم‌های داخلی با ادعای تخریب حدود ۹۰ میلیون دلار دارایی و با ادعای انگیزه ژئوپلیتیک، رخ داد.

■ مواجهه حاکمیتی با رمزارز در ایران چگونه است؟

در ایران، مواجهه حاکمیتی با رمزارز دو لایه است. لایه اول، نگاه به رمزارز به عنوان یک کالای انرژی-بر و صادرات‌پذیر است. دولت فعالیت استخراج را مانند یک صنعت تعریف کرده، برای آن رژیم مجوز، تعرفه انرژی و الزامات استانداردی تعریف کرده و آن را به هدف سیاست ارزی (تأمین ارز برای واردات) متصل کرده است.

لایه دوم، نگاه مالی-سرمایه‌ای است که هنوز به‌طور کامل قانون‌گذاری نشده و به عبارت دقیق‌تر معتقد است رمزارز نه به عنوان «پول قانونی» و نه به عنوان «اوراق بهادارِ مورد تأیید برای عرضه عمومی» در داخل کشور پذیرفته نشده و حتی استفاده از آن در مبادلات داخلی غیرمجاز اعلام شده است.

این دوگانگی، یک ناهنجاری ساختاری (regulatory asymmetry) ایجاد کرده است؛ در ایران رمزارز برای تولید و صادرات ارزشمند و مشروع است، اما برای مصرف داخلی و ابزار سرمایه‌گذاری عمومی هنوز رسمیت حقوقی و مالیاتی شفاف ندارد. در چنین وضعیتی، نقش نهادهای مالیِ تحت نظارت بازار سرمایه، که ذاتاً بازیگران رسمی و پاسخ‌گو در برابر رگولاتور هستند، به مسئله‌ای استراتژیک تبدیل می‌شود. همچنین در وضعیت فعلی، نهادهای مالی فعال در ایران به‌طور رسمی اجازه عرضه عمومی ابزار سرمایه‌گذاری مبتنی بر رمزارز یا ایفای نقش کارگزار-معامله‌گر رمزارز را ندارد، اما امکان حضور در دو قلمرو تا حدی فراهم شده است.

■ به چه صورت فراهم است؟

در واقع از دو طریق امکان حضور در این ابزار را دارند.

اول مشارکت در زنجیره استخراج رسمی و تبدیل رمزارز استخراج‌شده به منبع ارزی برای واردات، که خود دولت آن را به رسمیت شناخته است.

دوم همکاری در توسعه ابزارهای مالی توکنیزه‌شده بر بستر دفترکل توزیع‌شده (DLT) در داخل کشور، که در عمل در تفاهم‌نامه‌های بین برخی شرکت‌های تأمین سرمایه و پلتفرم‌های زیرساخت بلاک‌چین داخلی پیگیری شده است.

■ نقش قوانین را در ورود این ابزار به بازار سرمایه چگونه ارزیابی می‌کنید؟

قوانین فعلی بازار سرمایه ایران، شامل «قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران» (مصوب ۱۳۸۴ با اصلاحات بعدی) و مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار (SEO) در مورد انواع نهادهای مالی (تأمین سرمایه، صندوق سرمایه‌گذاری، سبدگردان و ...) تعریف می‌کنند که چه دارایی‌هایی می‌توانند دارایی پایه صندوق‌ها یا ابزارهای مالی قابل‌عرضه عمومی باشند و هنوز رمزارزهای شناخته‌شده جهانی مثل بیت‌کوین و اتریوم را به‌عنوان دارایی پایه مجاز برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری عمومی یا اوراق بهادار قابل‌عرضه به عموم تعریف نکرده است. این خلأ در مقررات رسمی بازار سرمایه ایران به این معناست که نهاد مالی تحت نظارت اگر بخواهد به‌صورت ساختارمند محصول سرمایه‌گذاری رمزارزی (صندوق رمزارزی عمومی، سبدگردانی رمزارزی برای عموم، اوراق بدهی/سرمایه مبتنی بر رمزارز) عرضه کند، با ریسک انتظامی و حقوقی مواجه می‌شود؛ زیرا عرضه اوراق بهادار یا صندوق بدون مجوز، طبق قانون بازار اوراق بهادار، تخلف جدی است.

این در حالی است که آیین‌نامه‌های ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ جایگاه وزارت صمت، وزارت نیرو، وزارت نفت و بانک مرکزی را در زنجیره استخراج و مدیریت خروجی رمزارز مشخص کرده‌اند. در مقابل، سازمان بورس و اوراق بهادار به‌طور صریح در این آیین‌نامه‌ها به‌عنوان نهاد همکار در تنظیم‌گری این دارایی‌ها ذکر نشده است. این یعنی رویکرد رسمی ایران تا این لحظه عملاً رمزارز را نه «اوراق بهادار» و نه «ابزار سرمایه‌گذاری مشمول بازار سرمایه» تعریف نکرده، بلکه آن را یک محصول صنعتی-ارزی می‌بیند.

■ قوانین برای رمزارز در بازار سرمایه چگونه است؟

قوانین فعلی بازار سرمایه ایران، شامل «قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران» (مصوب ۱۳۸۴ با اصلاحات بعدی) و مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار (SEO) در مورد انواع نهادهای مالی (تأمین سرمایه، صندوق سرمایه‌گذاری، سبدگردان و ...) تعریف می‌کنند که چه دارایی‌هایی می‌توانند دارایی پایه صندوق‌ها یا ابزارهای مالی قابل‌عرضه عمومی باشند. این چارچوب تا همین لحظه هنوز رمزارزهای شناخته‌شده جهانی مثل بیت‌کوین و اتریوم را به‌عنوان دارایی پایه مجاز برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری عمومی یا اوراق بهادار قابل‌عرضه به عموم تعریف نکرده است. این خلأ در مقررات رسمی بازار سرمایه ایران به این معناست که نهاد مالی تحت

نظارت اگر بخواهد به‌صورت ساختارمند محصول سرمایه‌گذاری رمزارزی (صندوق رمزارزی عمومی، سبدگردانی رمزارزی برای عموم، اوراق بدهی/سرمایه مبتنی بر رمزارز) عرضه کند، با ریسک انتظامی و حقوقی مواجه می‌شود، زیرا عرضه اوراق بهادار یا صندوق بدون مجوز، طبق قانون بازار اوراق بهادار، تخلف جدی است.

■ موقعیت نهادی دیگر ارکان از جمله بانک مرکزی و وزارت صمت چگونه است؟

آیین‌نامه‌های ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ جایگاه وزارت صمت، وزارت نیرو، وزارت نفت و بانک مرکزی را در زنجیره استخراج و مدیریت خروجی رمزارز مشخص کرده‌اند. در مقابل، سازمان بورس و اوراق بهادار به‌طور صریح در این آیین‌نامه‌ها به‌عنوان نهاد همکار در تنظیم‌گری این دارایی‌ها ذکر نشده است. این یعنی رویکرد رسمی جمهوری اسلامی ایران تا این لحظه عملاً رمزارز را نه «اوراق بهادار» و نه «ابزار سرمایه‌گذاری مشمول بازار سرمایه» تعریف نکرده، بلکه آن را یک محصول صنعتی-ارزی می‌بیند. اثر این نکته برای نهاد مالی روشن است؛ نهاد مالی بازار سرمایه، برای ورود مستقیم به رمزارز، بدون هماهنگی با سازمان بورس در معرض ریسک انتظامی است، اما در صورت ورود در سطح تأمین مالی پروژه استخراج دارای مجوز صمت، می‌توانند ادعا کند که در یک فعالیت صنعتی-ارزی مورد تأیید دولت مشارکت داشته است.

■ آیا آماری از نسبت معاملات رمزارز به بازار مالی ایران داریم؟

در نبود آمار رسمی از سازمان بورس یا بانک مرکزی که سهم رمزارز را در ترازنامه رسمی سیستم مالی نشان دهد، مقایسه مستقیم «سهم رمزارز از بازار مالی ایران» با «سهم رمزارز در اقتصادهای بزرگ» امکان محاسبه شسته‌رفته ندارد. اما مبتنی بر داده‌های جاری می‌توان استنباط کرد که رمزارز در ایران در حال حاضر بیشتر نقش یک حاشیه ارزی-تسویه‌ای دارد تا یک طبقه دارایی نهادینه‌شده در ترازنامه رسمی نهادهای مالی رگوله‌شده. این تفاوت از منظر سیاست‌گذاری مهم است. به عبارت دقیق‌تر در جهان، رمزارز در حال تبدیل‌شدن به دارایی تحت مدیریت نهادهای مالی رسمی است؛ در ایران، رمزارز عمدتاً خارج از نهادهای مالی رسمی در جریان است و بیشتر به‌عنوان اهرم ارزی/تحریمی دیده می‌شود.

> **برآوردهای مبتنی بر تحلیل زنجیره و گزارش‌های نظارتی بین‌المللی نشان می‌دهد که جریان رمزارزهای مرتبط با ایران در سال ۲۰۲۵ (ژانویه تا ژوئیه ۲۰۲۵) حدود ۳/۷ میلیارد دلار بوده که نسبت به دوره مشابه در سال قبل حدود ۱۱ درصد کاهش نشان می‌دهد**

■ ورود قانونمند این ابزار چه مزایای مالی و سرمایه‌ای برای نهاد مالی خواهد داشت؟

از نگاه مالی، ورود کنترل‌شده نهاد مالی به این ابزار جدید چند مزیت دارد:

۱- تنوع‌بخشی دارایی (Diversification): رمزارز و دارایی دیجیتال، به دلیل همبستگی پایین با برخی دارایی‌های سنتی در دوره‌هایی از چرخه بازار جهانی، می‌تواند نقش ابزار پوشش ریسک (hedge) یا منبع بازده غیروابسته را برای پرتفوی‌های حرفه‌ای بازی کند.

۲- دسترسی به منبع ارزی: بر مبنای آیین‌نامه استخراج رمزدارایی‌ها، خروجی استخراج می‌تواند برای تأمین ارز واردات استفاده شود و بانک مرکزی در این سازوکار نقش دارد؛ برای یک نهاد مالی در اقتصاد تحریم‌زده، مشارکت در زنجیره استخراجِ مجاز می‌تواند دسترسی نیمه‌ساختاریافته به منبع ارزی غیرسنتی ایجاد کند. این مزیت در نظام مالی ایران، که با محدودیت دسترسی به ارز خارجی روبه‌رو است، اهمیت استراتژیک دارد.

۳- ارتقای شفافیت و ردیابی: نهادهای مالی تحت نظارت ذاتاً ملزم به گزارش‌دهی، حسابرسی و رعایت الزامات هستند. اگر این نهادها وارد حوزه رمزارز شوند، دولت عملاً یک کانال شفاف و ردیابی‌پذیر برای بخشی از گردش رمزارز در اختیار خواهد داشت؛ در مقابل وضع فعلی که گردش رمزارز عمدتاً در پلتفرم‌های داخلیِ خارج از نظارت بازار سرمایه متمرکز است و حملات سایبری اخیر ضعف نظارت فناورانه و کنترلی را آشکار کرده است.

■ قطعا ریسک‌ها و محدودیت‌هایی نیز برای نهاد مالی خواهد داشت. این موارد را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

دقیقا همزمان با مزایا، ریسک‌های جدی نیز وجود دارد. مهمترین ریسک‌ها را می‌توان در موارد زیر طبقه‌بندی کرد:

۱. ریسک تطبیق (Compliance Risk) و ریسک انتظامی: سازمان بورس و اوراق بهادار تاکنون مجوز شفاف برای عرضه عمومی صندوق رمزارزی یا مدیریت سبد رمزارزی به سرمایه‌گذاران خرد صادر نکرده است. بنابراین هر نهاد مالی که محصول رمزارزی عام‌المنفعه عرضه کند، ممکن است با اتهام عرضه بدون مجوز اوراق بهادار مواجه شود. این نکته از سکوت مقررات بازار سرمایه نسبت به رمزارز به عنوان دارایی پایه صندوق‌ها یا اوراق بهادار ناشی می‌شود.

۲. ممنوعیت استفاده از رمزارز در پرداخت داخلی و فقدان ضمانت دولت: قانون به طور صریح اعلام کرده که رمزارز ابزار مجاز تسویه در داخل کشور نیست و دولت ریسکش را تضمین نمی‌کند. این موضوع مانع از آن می‌شود که نهاد مالی بتواند رمزارز را مانند «واحد پول» یا «سپرده قابل پرداخت» به مشتریان ارائه کند، و مانع شکل‌گیری خدمات پرداخت مبتنی بر رمزارز در داخل ساختار رسمی مالی می‌شود.

۳. ریسک شهرت و ریسک انرژی: صنعت استخراج رمزارز در ایران ذیل الزامات شدید انرژی، محدودیت‌های مصرف در ساعات اوج و حساسیت افکار عمومی نسبت به خاموشی‌ها قرار دارد. به این ترتیب پیوند خوردن نام یک نهاد مالی معتبر با مصرف عظیم برق و منازعه اجتماعی پیرامون آن یک ریسک شهرتی آشکار است.

۴. ریسک ژئوپلیتیک و امنیت سایبری: حمله سایبری اخیر در ژوئن ۲۰۲۵ و همچنین ادعاهای مربوط به نقش برخی پلتفرم‌های داخلی در دور زدن تحریم، نشان می‌دهد که بازیگران رمزارز در ایران در کانون تنش‌های بین‌المللی قرار گرفته‌اند. در این راستا برای نهاد مالی تحت نظارت، این یعنی ورود به حوزه‌ای که همزمان می‌تواند به‌عنوان ابزار دور زدن تحریم و نیز هدف عملیات تهاجمی سایبری تلقی شود.

۵. ریسک تغییر ناگهانی قاعده بازی: کل نظام فعلی رمزارز در ایران بر پایه تصویب‌نامه‌های هیأت وزیران و آیین‌نامه‌های اجرایی

اســتوار است، نه قانون مصوب مجلس با ثبات حقوقی بالاتر. این یعنی هیأت وزیــران می‌تواند با یک اصلاحیــه (همانند اصلاحات مرداد ۱۴۰۲ بر آیین‌نامه ۱۴۰۱) قواعد را تغییر دهد؛ برای نهاد مالی ایــن درجه از نااطمینانی مقرراتی خود یک ریســک ســرمایه‌گذاری جدی است.

■ پیشنهاد شما چیست؟

بــرای اجرای رگولاتور ایرانی در حوزه رمــزارز موارد مهمی باید درنظر گرفت که در ۶ سرفصل پیشنهاد می‌شود.

• پیشنهاد اول تدوین قانون جامع «دارایی دیجیتال و اوراق بهادار دیجیتال» در سطح مجلس است.

وضعیت فعلی ایــران عمدتاً مبتنی بر تصویب‌نامــه هیأت وزیران مورخ سال ۱۴۰۲ است. نبود قانون بالادستی مصوب مجلس باعث نااطمینانی حقوقی برای نهادهای مالی می‌شــود. یک قانون جامع می‌تواند سه طبقه را تعریف کند:

• رمزارز بدون پشتوانه داخلی» (مانند بیت‌کوین)

• توکن با پشتوانه دارایی مشخص و قابل‌ممیزی داخل کشور (مثلاً توکن مبتنی بر دارایی واقعی در اقتصاد ایران)

• اوراق بهادار دیجیتال (digital securities) که در حکم ابزار بازار سرمایه باشد.

این تفکیک، که مشــابه تفکیکی است که بعضــی رگولاتورهــا در اروپا و آســیا انجام داده‌انــد (توکن ســودده، توکــن کاربردی، توکن پشتوانه‌دار)، به سازمان بورس امکان می‌دهد نقش نظارتی خود را تعریف کند و به بانک مرکزی امکان می‌دهد مرز خود را در حوزه پرداخت مشخص کند.

• پیشــنهاد دوم تعریف رســمی «نهاد مالی دارایی دیجیتال» در مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار است.

سازمان بورس می‌تواند مجوزهای تخصصی برای «سبدگردان دارایی دیجیتال»، «صندوق ســرمایه‌گذاری خصوصی دارایــی دیجیتال بــرای ســرمایه‌گذاران حرفــه‌ای» و «کارگزار دارایی دیجیتال» تعریف کند. این مجوزها باید سقف ریسک‌پذیری و حداقل ســرمایه را مشــخص کنند، چارچوب افشــای ریســک و گزارش‌دهی دوره‌ای به ســازمان بورس را الــزام‌آور کنند و الزامات را هم‌تراز با اســتانداردهای بین‌المللی سازگار کنند. این رویکرد، مشابه مســیری اســت که حوزه‌هــای قضایی پیشــرو برای کنترل ریســک سیستماتیک در پلتفرم‌های رمزارزی پیموده‌اند و به‌جای حذف بازار، آن را رسمی و قابل‌پایش کرده‌اند. این پیشنهاد با منطق فعلی ایران سازگار است چون دولت پیشــاپیش در آیین‌نامه ۱۴۰۱ و اصلاحات ۱۴۰۲ نقش بانک مرکزی و وزارت صمت را در اســتخراج تثبیت کرده و اکنون لازم است نقش سازمان بورس در «لایه مالی» تبیین شود.

• پیشــنهاد ســوم ایجــاد چارچــوب صندوق‌های ســرمایه‌گذاری خصوصی (نه عمومی) در حوزه استخراج مجاز است.

از آنجا که اســتخراج رمزارز طبق مقررات رســمی مجاز است و حتی به‌عنــوان منبع بالقــوه ارز وارداتی تعریف شــده اســت، می‌توان صندوق‌هــای ســرمایه‌گذاری خصوصــی (Private Funds) یــا صندوق‌هــای ســرمایه‌گذاری جســورانه تعریف کرد کــه صرفاً برای ســرمایه‌گذاران حرفه‌ای و نهادی مجاز باشــد و کارکرد آن‌ها تأمین مالــی مراکــز اســتخراج دارای مجوز اســت. این ســاختار مزایایی از جملــه هم‌راســتایی بــا سیاســت ارزی کشــور، ورود ســرمایه رســمی و شــفاف به‌جای ســرمایه پنهــان و بی‌ضابطــه به صنعت اســتخراج و کاهش ریســک تطبیق بــرای نهاد مالــی را به همراه خواهد داشت.

• پیشنهاد چهارم نهادینه‌سازی توکنایزیشن دارایی واقعی به‌عنوان ابزار بازار سرمایه است.

الگوی همکاری شــرکت تأمین ســرمایه نوین و پلتفرم ققنوس در خرداد ۱۴۰۰ در جهت طراحی صندوق‌ها و اوراق مبتنی بر دارایی‌های دیجیتال داخلی نشــان می‌دهد که می‌توان توکنایزیشــن دارایی واقعی (مثلاً دارایی فیزیکی، مطالبات، قراردادهای آتی انرژی) را در چارچوب بازار ســرمایه ایران توسعه داد. پیشنهاد می‌شود سازمان بورس این دســته دارایی‌هــای دیجیتال دارای پشــتوانه فیزیکی/مالــیِ قابل ممیزی در داخل کشــور را تحت نظارت مســتقیم خود قرار دهد و برای آن‌ها الزامات افشــای پشتوانه، حسابرسی دوره‌ای و محدودیت دامنه ســرمایه‌گذار (حرفــه‌ای در فاز اول) وضع کند. این مســیر، برخلاف معامله آزاد بیت‌کوین برای عموم، می‌تواند به ســرعت در چارچوب حقوقی ایران عملیاتی شــود، چون دارایــی پایه شــفاف و بومی است و ریســک تحریم و ریســک پرداخت داخلی را کاهش می‌دهد.



حملــه ســایبری ژوئــن ۲۰۲۵ بــه نوبیتکس و ادعای نابودسازی حدود ۹۰ میلیــون دلار دارایی دیجیتال، و ســپس افت اعتمــاد و کاهش ۱۱ درصدی جریان رمزارز مرتبط با ایران در هفت‌ماهــه اول ۲۰۲۵، نشــان می‌دهد که ریسک سایبری در ایران نه فقط ریسک تکنیکی بلکه ریسک ژئوپلیتیک است

• پیشنهاد پنجم چارچوب مبارزه با پول‌شوی ویژه رمزارز در نهادهای مالی است.

بــا توجه بــه این‌کــه گزارش‌هــای تحلیلی بین‌المللــی درباره ایران، رمــزارز را به عنوان کانــال بالقوه دورزدن تحریــم، تأمین مالی فعالیت‌هــای تحریمــی و همچنین میدان جدال ژئوپلیتیک سایبری توصیف کرده‌اند، لازم است ورود نهاد مالی به این بازار منوط به استقرار چارچوب AML/CFT ویژه رمزارز باشــد. این چارچوب شــامل احراز هویت پیشرفته مشــتری، ثبت مسیر تراکنش‌های درون‌زنجیــره‌ای قابــل ممیــزی، و گــزارش تراکنش‌های مشکوک به رگولاتور است. این الزام از منظر تطبیق نه تنها ریسک انتظامی را برای خود نهاد مالی کاهش می‌دهد، بلکه به رگولاتور امکان می‌دهد شفافیت جریان رمزارز را افزایش دهد و در برابر نگرانی‌های بین‌المللی (پول‌شــویی، تحریم‌گریزی، تأمین مالی فعالیت‌های غیرقانونی) موضع پاسخ‌گو داشته باشد.

• پیشنهاد ششم الزام به تاب‌آوری سایبری (Cyber Resilience)است.

حمله ســایبری ژوئن ۲۰۲۵ به نوبیتکس و ادعای نابودسازی حدود ۹۰ میلیــون دلار دارایی دیجیتال، و ســپس افت اعتماد و کاهش ۱۱ درصــدی جریان رمزارز مرتبط با ایــران در هفت‌ماهه اول ۲۰۲۵، نشان می‌دهد که ریسک ســایبری در ایران نه فقط ریسک تکنیکی بلکه ریسک ژئوپلیتیک اســت. رگولاتور باید از نهاد مالی متقاضی ورود بــه حوزه دارایی دیجیتال بخواهد برنامه تداوم کســب‌وکار ، طرح بازیابی پس از حادثه و آزمون‌های نفوذ امنیتی دوره‌ای داشته باشــد و گزارش آن‌ها را بــه مرجع ناظر ارائه کنــد. بدون این لایه، اتصال بازار ســرمایه رســمی به زیرســاخت رمزارز می‌تواند ریسک سیستماتیک ایجاد کند.

اقتصاد در شوک ارزی

افزایش قیمت ارز ، با فاصله‌ای کوتاه به رشد قابل توجه سایر بازارها انجامید و نشانه‌هایی از تغییر فاز انتظارات اقتصادی را آشکار کرد

آذرماه ۱۴۰۴ را می‌توان یکی از حساس‌ترین و پرتنش‌ترین مقاطع بازارهای دارایی در سال جاری دانست؛ ماهی که در آن، افزایش ناگهانی و قابل توجه نرخ ارز، نه‌تنها بازار ارز بلکه کل ساختار قیمت‌گذاری دارایی‌ها در اقتصاد ایران را تحت‌تأثیر قرار داد.

در این ماه، جهش قیمت دلار و یورو به‌سرعت به بازار طلا و انواع سکه سرایت کرد و در نهایت، بورس تهران نیز از این موج بی‌نصیب نماند. هم‌زمان، فضای رسانه‌ای و تحلیلی کشور مملو از گمانه‌زنی‌ها و هشدارها درباره پیامدهای افزایش نرخ ارز، تشدید انتظارات تورمی و اثرات آن بر معیشت، تولید و ثبات اقتصادی شد.

بررسی بازده بازارها در آذرماه ۱۴۰۴ نسبت به آبان‌ماه، تصویری نسبتاً روشن از واکنش بازارها به این جهش ارزی ارائه می‌دهد. تقریباً تمام بازارهای مورد بررسی با رشد قیمتی همراه شده‌اند، اما شدت این رشد در بازارهای مختلف یکسان نبوده و همین تفاوت‌ها، نکات مهمی درباره رفتار سرمایه‌گذاران و برداشت آن‌ها از آینده اقتصاد ایران آشکار می‌کند.

جهش نرخ ارز؛ نقطه آغاز یک واکنش زنجیره‌ای

در آذرماه، افزایش نرخ ارز به یکی از اصلی‌ترین موضوعات روز اقتصاد ایران تبدیل شد. رشد قیمت دلار و یورو در بازار آزاد، نه‌تنها از سوی فعالان اقتصادی بلکه از سوی عموم جامعه نیز به‌عنوان یک سیگنال هشداردهنده تلقی شد. در شرایطی که نرخ دلار طی یک ماه حدود ۱۴.۶ درصد و نرخ یورو بیش از ۱۷ درصد افزایش یافت، این تصور تقویت شد که اقتصاد بار دیگر وارد فاز جدیدی از بی‌ثباتی قیمتی شده است.

افزایش نرخ ارز در اقتصاد ایران صرفاً به‌معنای گران‌تر شدن ارز نیست، بلکه به‌طور مستقیم و غیرمستقیم بر سطح عمومی قیمت‌ها اثر می‌گذارد. از یک سو، افزایش هزینه واردات کالاهای واسطه‌ای و مصرفی، فشار مضاعفی بر قیمت‌ها وارد می‌کند و از سوی دیگر، انتظارات تورمی را در میان فعالان اقتصادی و خانوارها تشدید می‌کند. در چنین فضایی، بسیاری از تصمیم‌گیران اقتصادی، چه در سطح بنگاه و چه در سطح خانوار، تلاش می‌کنند دارایی‌های خود را از پول نقد به سمت دارایی‌هایی با قابلیت حفظ ارزش منتقل کنند.

طلا و سکه؛ مقصد نخست سرمایه‌های نگران

واکنش بازار طلا و سکه به جهش ارزی آذرماه، سریع، شدید و معنادار بود. داده‌ها نشان می‌دهد که در فاصله آبان تا آذر، قیمت ربع‌سکه بیش از ۲۷ درصد و قیمت نیم‌سکه نزدیک به ۲۷ درصد افزایش یافته است. این ارقام در یک بازه زمانی یک‌ماهه، به‌وضوح بیانگر هجوم تقاضای سرمایه‌ای و حتی سفته‌بازانه به این بازار است. افزایش قیمت سکه‌های کوچک‌تر، معمولاً یکی از نشانه‌های تشدید نااطمینانی اقتصادی است. در شرایطی که افق پیش‌بینی کوتاه می‌شود و اعتماد به ثبات پول ملی کاهش می‌یابد، سرمایه‌گذاران خرد ترجیح می‌دهند دارایی‌هایی را انتخاب کنند که نقدشوندگی بالا، قیمت اسمی پایین‌تر و قابلیت جابه‌جایی سریع‌تری دارند. همین ویژگی‌ها باعث می‌شود ربع‌سکه و نیم‌سکه در مقاطعی مانند آذرماه ۱۴۰۴، بازده بالاتری نسبت به سایر اشکال طلا ثبت کنند.

سکه‌های تمام، چه طرح قدیم و چه طرح جدید، نیز از این موج افزایشی عقب نماندند. رشد بیش از ۲۰ درصدی قیمت این سکه‌ها در یک ماه، نشان‌دهنده آن

بازده بازارها در آذر ماه ۱۴۰۴- درصد

بازار	مهر	آبان	آذر	درصد رشد آذر نسبت به آبان(یک ماهه)	درصد رشد آذر نسبت به مهر(۲ ماهه)
ربع سکه- تومان	۳۳۲۰۰۰۰۰۰	۳۴۸۲۰۰۰۰	۴۴۲۶۰۰۰۰	۲۷/۱	۳۳/۳
نیم سکه- تومان	۵۸۲۰۰۰۰۰	۶۰۷۹۰۰۰۰	۷۷۰۰۰۰۰۰	۲۶/۷	۳۲/۳
سکه طرح قدیم- تومان	۱۰۷۰۰۰۰۰۰	۱۱۲۴۹۰۰۰۰	۱۳۶۶۴۰۰۰۰	۲۱/۵	۲۷/۷
سکه طرح جدید- تومان	۱۱۲۵۰۰۰۰۰	۱۱۷۵۰۰۰۰۰	۱۴۱۸۶۰۰۰۰	۲۰/۷	۲۶/۱
مثقال طلا- تومان	۴۶۵۶۰۰۰۰	۴۸۹۱۰۰۰۰	۵۸۸۸۰۰۰۰	۲۰/۴	۲۶/۵
هر گرم طلای ۱۸عیار	۱۰۷۴۸۵۰۰	۱۱۲۹۰۰۰۰	۱۳۵۹۰۰۰۰	۲۰/۴	۲۶/۴
شاخص کل بورس- واحد	۳۰۷۹۸۲۳	۳۱۶۸۵۶۳	۳۷۲۸۵۹۸	۱۷/۷	۲۱/۱
یورو- تومان	۱۲۴۵۳۰	۱۳۰۶۷۰	۱۵۳۲۰۰	۱۷/۲	۲۳/۰
سکه گرمی- تومان	۱۶۸۰۰۰۰۰	۱۷۰۰۰۰۰۰	۱۹۸۹۰۰۰۰	۱۷/۰	۱۸/۴
دلار- تومان	۱۰۷۵۰۰	۱۱۳۵۰۰	۱۳۰۱۰۰	۱۴/۶	۲۱/۰
شاخص کل هم وزن بورس- واحد	۸۹۹۶۸۸	۹۲۳۷۸۴	۱۰۳۸۸۶۳	۱۲/۵	۱۵/۵
شاخص قیمت هم وزن- واحد	۴۵۰۳۱۵	۴۶۱۵۱۲	۵۱۷۵۸۰	۱۲/۱	۱۴/۹
اونس طلا - دلار	۴۰۶۰	۴۰۶۳	۴۳۴۰	۶/۸	۶/۹

است که حتی سرمایه‌گذاران با منابع مالی بزرگ‌تر نیز ترجیح داده‌اند در برابر افزایش ریسک‌های اقتصادی، به دارایی‌های امن پناه ببرند.

بازار طلا؛ انعکاس مستقیم جهش ارزی

بازار طلای داخلی نیز هم‌راستا با سکه، افزایش قیمت قابل توجهی را تجربه کرد. رشد حدود ۲۰.۴ درصدی قیمت هر گرم طلای ۱۸ عیار و مثقال طلا در آذرماه، بیش از آنکه ناشی از تحولات بازار جهانی باشد، نتیجه مستقیم افزایش نرخ ارز در داخل کشور بود. در حالی که اونس جهانی طلا در همین دوره حدود ۶.۸ درصد رشد داشت، اختلاف فاحش میان بازده طلای داخلی و اونس جهانی نشان می‌دهد که عامل مسلط بر بازار طلا در ایران، متغیرهای داخلی و به‌ویژه نرخ ارز بوده است. این موضوع بار دیگر تأکید می‌کند که در اقتصاد ایران، طلا نه‌فقط یک کالای سرمایه‌ای جهانی، بلکه ابزاری برای پوشش ریسک کاهش ارزش پول ملی است. به همین دلیل، هر شوک ارزی، حتی اگر در سطح جهانی چندان پررنگ نباشد، می‌تواند به افزایش شدید قیمت طلا در بازار داخلی منجر شود.

بورس تهران؛ واکنش مثبت اما محتاطانه

بورس تهران نیز در آذرماه از فضای افزایشی حاکم بر بازارها تأثیر پذیرفت. رشد ۱۸درصدی شاخص کل بورس در یک ماه، از منظر آماری و تاریخی، عددی قابل توجه محسوب می‌شود. این رشد را می‌توان تا حد زیادی به افزایش نرخ ارز نسبت داد؛ چراکه بالا رفتن قیمت ارز، چشم‌انداز سودآوری شرکت‌های صادرات‌محور و دلاری را بهبود می‌بخشد و همین موضوع، انگیزه خرید سهام این شرکت‌ها را افزایش می‌دهد.

با این حال، بررسی شاخص هم‌وزن تصویر محتاطانه‌تری ارائه می‌دهد. رشد حدود ۱۲.۵ درصدی شاخص کل هم‌وزن نشان می‌دهد که افزایش قیمت سهام، به‌طور یکنواخت در کل بازار توزیع نشده و تمرکز اصلی نقدینگی بر نمادهای بزرگ و شاخص‌ساز بوده است. این رفتار معمولاً زمانی مشاهده می‌شود که سرمایه‌گذاران نسبت به آینده اقتصاد مطمئن نیستند و ترجیح می‌دهند به‌جای ورود گسترده به کل بازار، بر سهم‌هایی تمرکز کنند که از نظر بنیادی، وابستگی بیشتری به نرخ ارز دارند.

ارز، طلا و تورم؛ چرخه‌ای که دوباره فعال شده است

افزایش هم‌زمان قیمت ارز، طلا و سکه در آذرماه، بار دیگر بحث «چرخه ارزی - تورمی» را به کانون توجه تحلیلگران و رسانه‌ها بازگرداند. در این چرخه، افزایش نرخ ارز به بالا رفتن سطح عمومی قیمت‌ها منجر می‌شود و تورم حاصل از آن، مجدداً تقاضا برای ارز و دارایی‌های جایگزین پول را تقویت می‌کند. نتیجه این فرآیند، شکل‌گیری یک دور باطل است که خروج از آن، نیازمند سیاست‌گذاری دقیق و اعتمادساز است. در آذرماه ۱۴۰۴، شواهد نشان می‌دهد که انتظارات تورمی نقش کلیدی در رفتار بازارها ایفا کرده است. بسیاری از فعالان اقتصادی، افزایش نرخ ارز را نه یک نوسان مقطعی، بلکه نشانه‌ای از تداوم فشارهای تورمی تلقی کرده‌اند. همین برداشت باعث شده است که تقاضا برای طلا، سکه و حتی سهام افزایش یابد، حتی اگر از منظر بنیادی، همه این بازارها به یک اندازه جذاب نباشند.

پیامدهای اقتصادی جهش آذرماه

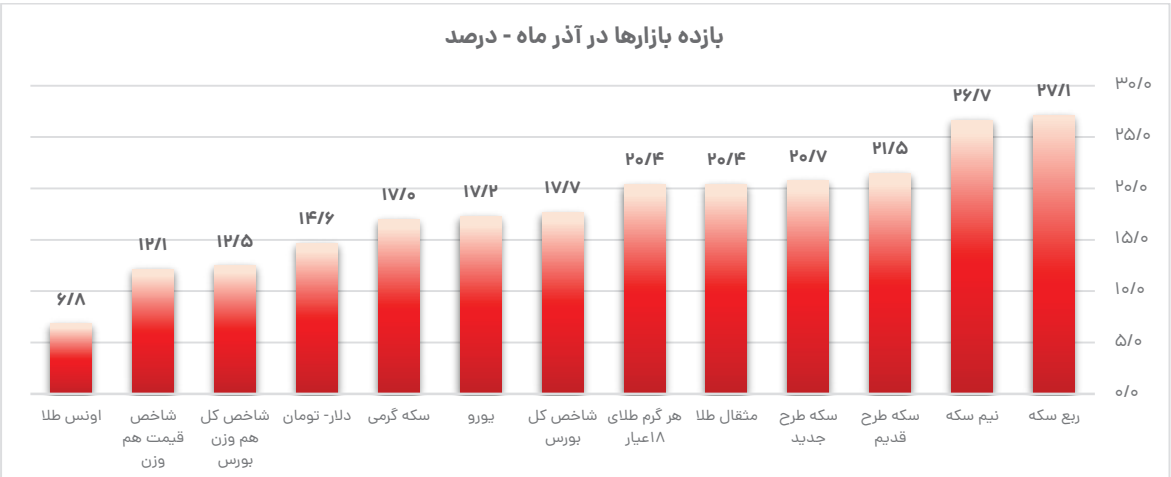
تداوم روند افزایشی قیمت ارز و طلا می‌تواند پیامدهای متعددی برای اقتصاد ایران به همراه داشته باشد. از یک سو، افزایش هزینه واردات و مواد اولیه، فشار مضاعفی بر تولیدکنندگان وارد می‌کند و از سوی دیگر، قدرت خرید خانوارها را کاهش می‌دهد. در چنین شرایطی، خطر انتقال شوک ارزی به تورم مصرف‌کننده بیش از پیش جدی می‌شود.

هم‌زمان، افزایش جذابیت بازارهای غیرمولد مانند طلا و سکه می‌تواند منابع مالی را از بخش تولید و سرمایه‌گذاری بلندمدت دور کند. اگرچه بورس در آذرماه بازده مثبتی ثبت کرده، اما مقایسه بازده آن با بازار سکه نشان می‌دهد که همچنان بخش قابل توجهی از نقدینگی ترجیح می‌دهد در دارایی‌های فیزیکی و کم‌ریسک‌تر متمرکز شود.

جمع‌بندی

آذرماه ۱۴۰۴ را می‌توان ماهی دانست که در آن، جهش قیمت ارز به‌عنوان موتور اصلی تحولات بازارها عمل کرد و موجی از افزایش قیمت را در بازار طلا، سکه و بورس به راه انداخت. رشدهای دو رقمی در کوتاه مدت، نشان‌دهنده تشدید انتظارات تورمی و افزایش نااطمینانی نسبت به آینده اقتصاد است. در چنین فضایی، رفتار بازارها بیش از آنکه بر پایه تحلیل‌های بلندمدت باشد، بر واکنش‌های کوتاه‌مدت و حفظ ارزش دارایی‌ها استوار شده است.

ادامه این روند، می‌تواند چالش‌های مهمی برای ثبات اقتصادی ایجاد کند؛ چالش‌هایی که مدیریت آن‌ها نیازمند سیاست‌هایی است که بتواند هم انتظارات تورمی را کنترل کند و هم اعتماد فعالان اقتصادی را بازسازی کند. آذرماه ۱۴۰۴، از این منظر، نه‌فقط یک ماه پربازده برای برخی بازارها، بلکه هشداری جدی درباره مسیر پیش‌روی اقتصاد ایران است.





شکاف طلایی بازار

بازار طلا در بازه ۲۳ آبان تا ۲۳ آذر ۱۴۰۴ شاهد رشد قابل توجهی بود که سکه بهار آزادی با بازده ۱۷.۴۱ درصدی و طلای ۱۸ عیار با ۱۷.۰۶ درصد، عملکردی درخشان را ثبت کردند. در مقابل، صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا که قرار بود مسیری راحت‌تر و کارآمدتر برای دسترسی به این بازار باشند، نتوانستند به این اعداد نزدیک شوند. این شکاف میان بازده دارایی پایه و ابزارهای مالی مبتنی بر آن، پرسش‌های جدی درباره کارایی و ساختار هزینه‌ای این صندوق‌ها مطرح می‌کند.

فاصله‌ای که پر نمی‌شود

صندوق‌های طلا با متوسط بازده ۱۴.۳۲ درصدی، ۳.۰۹ واحد درصد از سکه بهار آزادی و ۲.۷۴ واحد درصد از طلای ۱۸ عیار عقب ماندند. این شکاف در یک دوره یک ماهه نشان‌دهنده مشکلات ساختاری است که فراتر از نوسانات معمول بازار عمل می‌کند. سرمایه‌گذاران این صندوق‌ها در عمل بازده قابل توجهی را از دست داده‌اند، بازدهی که می‌توانستند با خرید مستقیم طلای فیزیکی یا سکه به دست آورند. این واقعیت پرسش اساسی درباره منطق اقتصادی سرمایه‌گذاری در این ابزارها را مطرح می‌کند.

نکته قابل تامل این است که هیچ یک از هشت صندوق مورد بررسی حتی نزدیک به بازده بازار فیزیکی نرسیدند. این همگرایی منفی نشان‌دهنده مشکلی سیستماتیک است که در همه این صندوق‌ها مشترک است. هزینه‌های مدیریت، کارمزدهای جاری، و اختلاف قیمت خرید و فروش دارایی‌های پایه به گونه‌ای بر ساختار این صندوق‌ها تاثیر گذاشته که توان رقابت با بازار فیزیکی را از آن‌ها سلب کرده است.

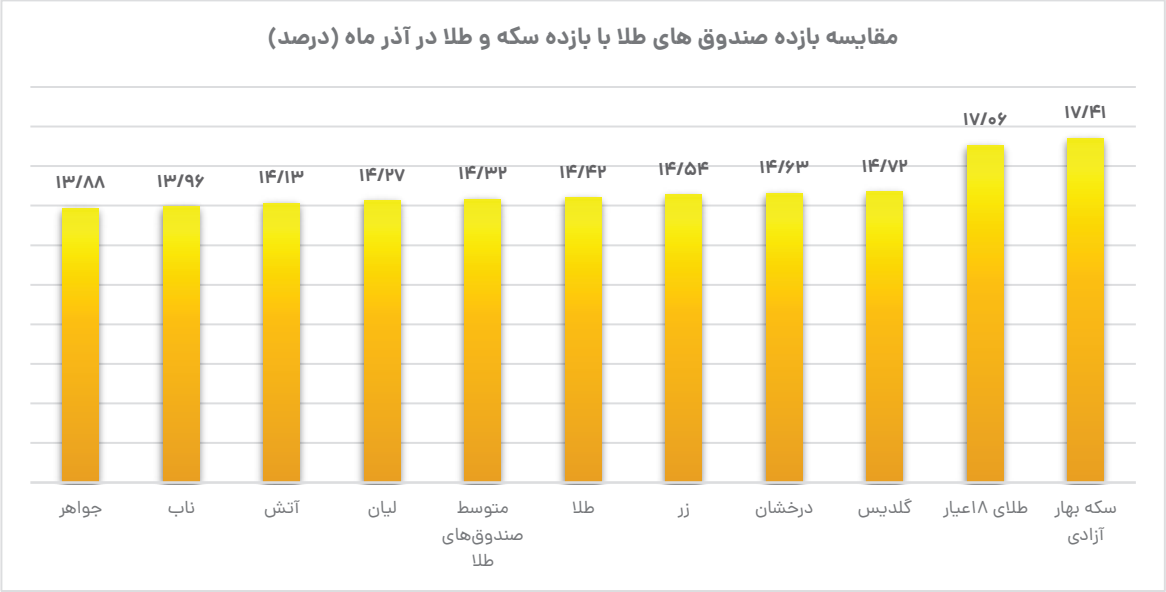
برترین‌ها همچنان بازنده

صندوق پشتوانه طلای گلدیس نوین با بازدهی ۱۴.۷۲ درصدی بهترین عملکرد را میان صندوق‌های طلا ثبت کرد، اما این رقم همچنان ۲.۶۹ واحد درصد از سکه و ۲.۳۴ واحد درصد از طلای ۱۸ عیار فاصله داشت. صندوق چند کالایی آبان (درخشان) با ۱۴.۶۳ درصد و زرافشان امید ایرانیان با ۱۴.۵۴ درصد در رده‌های بعدی قرار گرفتند. این سه صندوق اگرچه نسبت به سایر رقبا عملکرد بهتری داشتند، اما همچنان نتوانستند شکاف با بازار فیزیکی را پر کنند.

تفاوت میان بهترین و بدترین صندوق تنها ۰.۸۴ واحد درصد بود که نشان‌دهنده همگنی نسبی در عملکرد است. این پراکندگی محدود برخلاف صندوق‌های سهامی که تفاوت‌های چشمگیری در

تصویر کامل از میدان رقابت

نام دارایی	بازدهی (درصد)	اختلاف با سکه بهار آزادی (درصد)	اختلاف با طلای ۱۸عیار (درصد)	اختلاف با میانگین صندوق‌ها
پشتوانه طلای گلدیس(گلدیس)	۱۴.۷۲	-۲.۶۹	-۲.۳۴	+۰.۴۰
چندکالایی آبان(درخشان)	۱۴.۶۳	-۲.۷۸	-۲.۴۳	+۰.۳۱
سکه طلای زرافشان(زر)	۱۴.۵۴	-۲.۸۷	-۲.۵۲	+۰.۲۲
پشتوانه طلای لوتوس(طلا)	۱۴.۴۲	-۲.۹۹	-۲.۶۴	+۰.۱۰
پشتوانه طلای لیان(لیان)	۱۴.۲۷	-۳.۱۴	-۲.۷۹	-۰.۰۵
کهکشان فیروزه(آتش)	۱۴.۱۳	-۳.۲۸	-۲.۹۳	-۰.۱۹
دنای زاگرس(جواهر)	۱۳.۸۸	-۳.۵۳	-۳.۱۸	-۰.۴۴
سکه طلا نهایت نگر(ناب)	۱۳.۹۶	-۳.۴۵	-۳.۱۰	-۰.۳۶
متوسط صندوق‌های طلا	۱۴.۳۲	-۳.۰۹	-۲.۷۴	-
سکه بهار آزادی	۱۷.۴۱	-	+۰.۳۵	-
طلای ۱۸عیار	۱۷.۰۶	-۰.۳۵	-	-



مدیریت دارند، نشـان می‌دهد که عملکرد صندوق‌های طلا بیشتر تحـت تاثیر قیمـت دارایی پایه قـرار دارد و فضـای چندانی برای مدیریت فعـال وجود ندارد. با این حال، همین تفاوت کوچک نیز نشـان می‌دهد که برخی صندوق‌هـا در مدیریت هزینه‌ها و ردیابی دارایی پایه موفق‌تر عمل کرده‌اند.

عقب‌ماندگان در مسیر طلایی

صندوق‌های در اوراق بهادار مبتنی بر سـکه طلا نهایت نگر با ۱۳.۹۶ درصـد و چندکالایـی دنای زاگرس بـا ۱۳.۸۸ درصـد ضعیف‌ترین عملکـرد را در این دوره داشـتند. این دو صنـدوق با فاصله بیش از ۳.۴ واحد درصدی از سـکه و حـدود ۳ واحد درصد از طلای ۱۸ عیار، نشـان دادند که ساختار برخی صندوق‌ها با هزینه‌های بیشتر یـا ردیابی ضعیف‌تـر، می‌تواند بـر بازدهی نهایی سـرمایه‌گذاران تاثیر منفی بگـذارد. صندوق‌های لیان با ۱۴.۲۷ درصد، کهکشـان فیـروزه با ۱۴.۱۳ درصـد و لوتوس با ۱۴.۴۲ درصـد در گروه میانه قرار گرفتند. این صندوق‌ها عملکرد نزدیک به متوسط بازار داشتند اما همچنان نتوانستند به بازدهی دارایی‌های فیزیکی دست یابند. سـرمایه‌گذاران این صندوق‌ها در عمل برای راحتی و نقدشوندگی بیشتر، بازدهی قابل توجهی را فدا کرده‌اند.

برتری سکه بر طلا؛ نکته‌ای جانبی

نکته جالب توجه در این تحلیل، برتری ۰.۳۵ واحد درصدی سـکه بهار آزادی نسبت به طلای ۱۸ عیار است. این تفاوت نشان می‌دهد که سـکه به عنوان یک دارایی سـرمایه‌گذاری، علاوه بر ارزش ذاتی طـلا، از حق ضرب و تقاضـای جانبی نیز بهره می‌بـرد. این اختلاف قیمت در بازه‌های زمانی مختلف می‌تواند متفاوت باشـد و تحت تاثیر عوامل روانی بازار و تقاضای سرمایه‌گذاری قرار دارد.

بـرای صندوق‌هـای طـلا، این واقعیت کـه حتی از طـلای ۱۸ عیار نیـز عقـب مانده‌اند، نشـان‌دهنده مشـکلات عمیق‌تری اسـت. صندوق‌هایـی که قـرار بود ردیابـی نزدیکی از قیمت طلا داشـته باشند، در عمل نتوانسته‌اند این وعده را محقق کنند. شکاف ۲.۷۴ درصدی با طلای ۱۸ عیار نشان می‌دهد که هزینه‌های پنهان و آشکار این ابزارها قابل توجه است.

هزینه راحتی؛ قیمتی که سرمایه‌گذاران می‌پردازند

یکی از دلایل اصلی این شـکاف، هزینه‌های مدیریت و کارمزدهای جاری صندوق‌هاسـت. این هزینه‌ها که به صورت سـالانه محاسبه می‌شـوند، در یک دوره یک ماهه نیز تاثیر خود را نشان می‌دهند. عـلاوه بر ایـن، صندوق‌ها برای خریـد و فروش طـلای فیزیکی یا اوراق بهـادار مبتنـی بر طلا باید «اسـپرد» قیمتـی را تحمل کنند که به طور مسـتقیم از بازده سـرمایه‌گذاران کسـر می‌شـود. این هزینه‌هـا در حالـی وجـود دارند که خرید مسـتقیم طلا یا سـکه نیـز هزینه‌هایی دارد، اما به نظر می‌رسـد که مجمـوع هزینه‌های صندوق‌ها بالاتر است.

نکته دیگر، نحوه ردیابی قیمت دارایی پایه توسط صندوق‌هاست. برخی صندوق‌ها ممکن اسـت نتوانند به دلیل سـاختار پرتفوی یا زمان‌بنـدی خرید و فروش، قیمـت دقیق طلا را دنبـال کنند. این خطای ردیابی می‌تواند در طول زمان انباشـته شـود و به شـکاف قابل توجهی منجر شود. صندوق‌هایی که ساختار کارآمدتری دارند، توانسـته‌اند ایـن خطا را کاهـش دهند و عملکـرد نزدیک‌تری به دارایی پایه داشته باشند.

پرسش از منطق سرمایه‌گذاری

بـا توجه بـه این یافته‌هـا، سـرمایه‌گذاران باید بـه دقت منطق اقتصـادی سـرمایه‌گذاری در صندوق‌های طلا را ارزیابـی کنند. اگر هدف اصلی کسـب بازده از رشد قیمت طلاست، آیا پذیرش ۲.۷۴ تا ۳.۰۹ واحد درصد بازده کمتر در ازای راحتی و نقدشوندگی بیشتر منطقی است؟ این پرسـش به ویژه برای سرمایه‌گذاران بلندمدت اهمیت دارد که این شکاف می‌تواند در طول سال‌ها به مبالغ قابل توجهی بالغ شود.

بـا این حال، صندوق‌های طـلا مزایایی نیز دارند کـه نباید نادیده گرفته شـوند. نقدشـوندگی بالا، عـدم نیاز به نگهـداری فیزیکی، امکان معامله در بازار سـرمایه، و شفافیت بیشتر از جمله این مزایا هسـتند. برای برخی سـرمایه‌گذاران، این ویژگی‌ها می‌تواند هزینه بـازده کمتر را توجیه کند. اما واقعیت این اسـت کـه در این بازه زمانی، سـرمایه‌گذاران صندوق‌های طلا قیمتی قابل توجه برای این راحتی پرداخت کرده‌اند.

ماه طلایی اهرمی‌ها

کدام صندوق‌ها رالی آذر ماه را شکار کردند؟

بازار سرمایه در بازه زمانی ۲۳ آبان تا ۲۳ آذر ۱۴۰۴ شاهد رشد قابل توجه شاخص کل بورس تهران بود که توانست بازدهی ۱۷.۹۸ درصدی را برای سهامداران خود رقم بزند. این عملکرد در حالی رخ داده است که صندوق‌های اهرمی به عنوان ابزارهای مالی پیشرفته و پرریسک، نقش خود را در تشدید نوسانات و بازده بازار به نمایش گذاشتند. تحلیل عمیق این داده‌ها نشان می‌دهد که اهرم مالی در شرایط رونق بازار چگونه می‌تواند به یاری سرمایه‌گذاران بشتابد و بازده چند برابری را نسبت به بازار فراهم کند.

برتری آشکار اهرم در بازار صعودی

صندوق‌های اهرمی با متوسط بازده ۳۰.۰۲ درصدی توانستند عملکردی ۱۲.۰۴ واحد درصد بهتر از شاخص کل بورس تهران در این بازه زمانی ثبت کنند. این فاصله قابل توجه نشان‌دهنده کارایی مکانیزم اهرمی در تقویت بازده در شرایط صعودی بازار است. اهرم مالی با تکثیر حرکات شاخص، توانسته است بازدهی مضاعفی را برای سرمایه‌گذارانی که ریسک‌پذیری بالاتری دارند، خلق کند. این نشان می‌دهد که در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت با روند صعودی مشخص، انتخاب ابزارهای اهرمی می‌تواند استراتژی سودآوری باشد.

نکته قابل تامل این است که تمام صندوق‌های اهرمی به جز یک مورد استثنا، توانسته‌اند بازده بالاتر از شاخص کل را کسب کنند. این همگرایی در عملکرد مثبت صندوق‌ها نشان‌دهنده شرایط مساعد بازار و همچنین کیفیت مدیریت پرتفوی در اکثر این صندوق‌هاست. فضای صعودی بازار به گونه‌ای بوده که حتی صندوق‌های با عملکرد ضعیف‌تر نیز توانسته‌اند بازدهی‌های قابل قبولی را ثبت کنند.

نخبگان و بازماندگان؛ تفاوت‌های میدانی

صندوق اهرمی شاخصی کیان با کسب بازده ۳۹.۸۷ درصدی در صدر جدول رتبه‌بندی قرار گرفت و توانست ۲۱.۸۹ واحد درصد بهتر از شاخص کل و ۹.۸۵ واحد درصد بالاتر از متوسط صندوق‌های اهرمی عمل کند. این عملکرد برجسته نشان‌دهنده توانایی بالای تیم مدیریت در انتخاب سهام مناسب و بهره‌گیری بهینه از ظرفیت اهرمی است. صندوق جهش فارابی با بازده ۳۶.۱۵ درصدی و نارنج با ۳۳.۳۸ درصد در رده‌های بعدی قرار گرفتند و نشان دادند که مدیریت فعال می‌تواند تفاوت‌های معناداری در عملکرد ایجاد کند.

در نقطه مقابل، صندوق اهرمی کاریزما با بازده ۱۰.۸۴ درصدی تنها صندوقی بود که نه تنها از متوسط صندوق‌های اهرمی بلکه حتی از شاخص کل نیز عقب ماند. این صندوق ۷.۱۴ واحد درصد ضعیف‌تر از شاخص کل و ۱۹.۱۸ واحد درصد پایین‌تر از متوسط سایر صندوق‌های اهرمی عمل کرد.

پراکندگی عملکرد؛ معمای انتخاب

دامنه عملکرد صندوق‌های اهرمی از ۱۰.۸۴ تا ۳۹.۸۷ درصد متغیر بوده که نشان‌دهنده پراکندگی قابل توجه ۲۹.۰۳ واحد درصدی است. این پراکندگی وسیع علیرغم استفاده یکسان از مکانیزم اهرمی، اهمیت مدیریت فعال و انتخاب سهام را در صندوق‌های اهرمی برجسته می‌کند. نمی‌توان تنها بر اساس ماهیت اهرمی یک صندوق، عملکرد یکسانی را انتظار داشت. تفاوت‌های میدانی بین صندوق‌ها عمدتا ناشی از تصمیمات مدیریتی و ترکیب پرتفوی است.

شش صندوق از نه صندوق مورد بررسی توانستند بازده بالاتر از ۲۸ درصد را ثبت کنند که نشان‌دهنده عملکرد موفق اکثریت صندوق‌هاست. این آمار نشان می‌دهد که بازار در این بازه زمانی فرصت‌های مناسبی را برای بهره‌گیری از اهرم فراهم کرده است. صندوق‌های پیشران پارسیان و شتاب آگاه با بازدهی‌های ۲۸.۰۷ و ۲۸.۳۲ درصدی اگرچه بالاتر از شاخص کل عمل کردند،

تصویری واقعی از میدان رقابت

صندوق/شاخص کل	بازده (درصد)	اختلاف با شاخص کل (درصد)	اختلاف با میانگین صندوق‌ها (درصد)
اهرمی شاخصی کیان	۳۹.۸۷	+۲۱.۸۹	+۹.۸۵
اهرمی جهش فارابی	۳۶.۱۵	+۱۸.۱۷	+۶.۱۳
اهرمی نارنج	۳۳.۳۸	+۱۵.۴۰	+۳.۳۶
اهرمی موج فیروزه	۳۲.۲۳	+۱۴.۲۵	+۲.۲۱
اهرمی توان مفید	۳۱.۱۳	+۱۳.۱۵	+۱.۱۱
اهرمی بیدار	۳۰.۱۶	+۱۲.۱۸	+۰.۱۴
اهرمی شتاب آگاه	۲۸.۳۲	+۱۰.۳۴	-۱.۷۰
اهرمی پیشران پارسیان	۲۸.۰۷	+۱۰.۰۹	-۱.۹۵
اهرمی کاریزما	۱۰.۸۴	-۷.۱۴	-۱۹.۱۸
متوسط صندوق‌های اهرمی	۳۰.۰۲	+۱۲.۰۴	-

اما نسبت به سایر رقبا عملکرد متوسطی داشتند.

ضریب تشدید؛ معادله اهرم در عمل

یکی از مهم‌ترین یافته‌های این گزارش، ضریب تشدید متوسط صندوق‌های اهرمی نسبت به شاخص کل است. متوسط بازده صندوق‌ها با ۳۰.۰۲ درصد، تقریبا ۱.۶۷ برابر بازدهی شاخص کل را نشان می‌دهد. این ضریب نشان‌دهنده کارایی نسبی اهرم در این بازه زمانی است، اگرچه در برخی صندوق‌ها این ضریب به ۲.۲ برابر نیز رسیده است. چنین تنوعی در ضرایب تشدید نشان می‌دهد که نه تنها میزان اهرم بلکه نحوه مدیریت آن نیز در نتیجه نهایی تاثیرگذار است.

صندوق‌هایی مانند شاخصی کیان با ضریب تشدید بالاتر نشان دادند که می‌توانند از پتانسیل کامل اهرم مالی بهره ببرند. در مقابل، کاریزما با ضریب تشدید زیر یک نشان داد که در شرایط خاص، حتی مکانیزم اهرمی نیز نمی‌تواند به تنهایی عملکرد بهتری ایجاد کند. این یافته تاکید می‌کند که اهرم یک شمشیر دولبه است و در دستان مدیریت ناکارآمد می‌تواند حتی در بازار صعودی نیز به ضرر سرمایه‌گذاران تمام شود.

نگاهی به آینده؛ پایداری یا بازگشت

عملکرد برتر صندوق‌های اهرمی در این بازه زمانی یک ماهه پرسش مهمی را مطرح می‌کند و آن این است که آیا این برتری در بازه‌های زمانی طولانی‌تر نیز پایدار خواهد بود؟ تجربه بازارهای مالی نشان می‌دهد که اهرم در شرایط نزولی می‌تواند تلفات سنگینی را نیز به همراه داشته باشد. سرمایه‌گذاران باید توجه داشته باشند که این بازدهی‌های استثنایی با ریسک بالاتری همراه است و نوسانات شدید بازار می‌تواند به سرعت تصویر را تغییر دهد.

با این حال، در کوتاه‌مدت و با فرض ادامه روند صعودی بازار، صندوق‌های اهرمی همچنان می‌توانند گزینه جذابی برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر باشند. تفاوت ۱۲.۰۴ واحد درصدی متوسط بازده صندوق‌ها با شاخص کل نشان می‌دهد که این ابزارها در شرایط مناسب می‌توانند ارزش افزوده قابل توجهی را خلق کنند. انتخاب صندوق مناسب با توجه به سابقه عملکرد، تیم مدیریت و استراتژی سرمایه‌گذاری می‌تواند کلید موفقیت در این حوزه پرنوسان باشد.



وعده‌های ناتمام صندوق‌های سهامی

ارزش افزوده مدیران حرفه‌ای در آذرماه محقق نشد

بازار سرمایه در بازه ۲۳ آبان تا ۲۳ آذر ۱۴۰۴ شاهد رشد ۱۷.۹۸ درصدی شاخص کل بورس تهران بود، رقمی که برای بسیاری از صندوق‌های سهامی دست‌نیافتنی باقی ماند. در حالی که انتظار می‌رفت مدیریت فعال و تخصصی این ابزارهای سرمایه‌گذاری بتواند ارزش افزوده‌ای نسبت به بازار خلق کند، داده‌ها داستان متفاوتی را روایت می‌کنند.

شکست جمعی مدیریت فعال

صندوق‌های سهامی با متوسط بازده ۱۴.۱۷ درصدی نه تنها نتوانستند عملکرد شاخص کل را پشت سر بگذارند، بلکه با فاصله ۳.۸۱ واحد درصدی از آن عقب ماندند. این یافته پرسش جدی درباره توانایی مدیران صندوق‌ها در خلق ارزش افزوده مطرح می‌کند. سرمایه‌گذارانی که انتظار داشتند تخصص و تجربه مدیران حرفه‌ای بتواند بازدهی بالاتر از بازار را به ارمغان بیاورد، با واقعیتی تلخ روبه‌رو شدند. این عقب‌ماندگی نشان می‌دهد که هزینه‌های مدیریت و کارمزدهای جاری نه تنها جبران نشده، بلکه بر زیان عملکرد نیز افزوده است.

نکته قابل تامل این است که تنها دو صندوق از نه صندوق مورد بررسی توانستند بازدهی نزدیک به شاخص کل را ثبت کنند، در حالی که هفت صندوق باقیمانده با فاصله قابل توجهی از «بنچمارک» بازار عقب ماندند. این آمار نشان‌دهنده مشکل سیستماتیک در صنعت صندوق‌های سهامی است که نمی‌توان آن را تنها به شانس یا شرایط خاص نسبت داد.

تصویری واقعی از میدان رقابت

صندوق/شاخص	بازده (درصد)	اختلاف با شاخص کل (درصد)	اختلاف با میانگین صندوق‌ها (درصد)
بذر امید آفرین	۱۷.۸۴	-۰.۱۴	۳.۶۷
ثروت آفرین تمدن	۱۷.۷۶	-۰.۲۲	۳.۵۹
ارزش آفرین بیدار	۱۶.۷۹	-۱.۱۹	۲.۶۲
آرمان آتیه درخشان مس	۱۶.۵۴	-۱.۴۴	۲.۳۷
ثروت آفرین پارسیان	۱۴.۸۹	-۳.۰۹	۰.۷۲
افق ملت	۱۴.۲۷	-۳.۷۱	۰.۱۰
توسعه اطلس مفید	۱۳.۶۶	-۴.۳۲	-۰.۵۱
آسمان آرمانی سهام	۱۰.۴۴	-۷.۵۴	-۳.۷۳
انار نماد ارزش	۵.۳۶	-۱۲.۶۲	-۸.۸۱
متوسط صندوق‌ها	۱۴.۱۷	-۳.۸۱	-
شاخص کل بورس تهران	۱۷.۹۸	-	-

رقابت ناتمام با بازار

صندوق بذر امید آفرین با بازده ۱۷.۸۴ درصدی توانست نزدیک‌ترین عملکرد را به شاخص کل داشته باشد و تنها ۰.۱۴ واحد درصد از آن عقب بماند. این نزدیکی هرچند قابل تحسین است، اما همچنان نشان‌دهنده ناتوانی در شکست بنچمارک است. صندوق ثروت آفرین تمدن با بازده ۱۷.۷۶ درصدی در رتبه دوم قرار گرفت و فاصله ۰.۲۲ واحد درصدی با شاخص کل را تجربه کرد. این دو صندوق توانستند با انتخاب سهام مناسب و مدیریت نسبتا کارآمد، حداقل خود را در مجاورت بازار نگه دارند.

صندوق‌های ارزش آفرین بیدار و آرمان آتیه درخشان مس با بازدهی‌های ۱۶.۷۹ و ۱۶.۵۴ درصدی در گروه میانه قرار گرفتند. این صندوق‌ها اگرچه عملکرد قابل قبولی داشتند، اما فاصله ۱.۱۹ تا ۱.۴۴ واحد درصدی با شاخص کل نشان می‌دهد که مدیریت فعال آن‌ها نتوانسته است تفاوت معناداری ایجاد کند. سرمایه‌گذاران این صندوق‌ها در عمل بازده کمتری نسبت به استراتژی ساده خرید شاخص دریافت کردند.

سقوط در انتهای جدول

صندوق انار با بازده ۵.۳۶ درصدی پایین ترین عملکرد را در این بازه زمانی ثبت کرد و با ۱۲.۶۲ واحد درصد ضعف نسبت به شاخص کل و ۸.۸۱ واحد درصد پایین‌تر از متوسط صندوق‌های سهامی، نمایانگر شکست کامل در استراتژی سرمایه‌گذاری است. چنین فاصله‌ای را نمی‌توان به نوسانات عادی بازار نسبت داد. این عملکرد می‌تواند موجب از دست رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران و خروج سرمایه از این صندوق شود.

صندوق آسمان آرمانی سهام نیز با بازده ۱۰.۴۴ درصدی و فاصله ۷.۵۴ واحد درصدی از شاخص کل، نشان داد عملکرد ضعیفی داشته است.

پراکندگی؛ نشانه بی‌ثباتی

دامنه عملکرد صندوق‌های سهامی از ۵.۳۶ تا ۱۷.۸۴ درصد با پراکندگی ۱۲.۴۸ واحد درصدی نشان‌دهنده تفاوت‌های چشمگیر در کیفیت مدیریت است. این پراکندگی گسترده در حالی رخ داده که همه این صندوق‌ها در یک بازار و با دسترسی به یک مجموعه سهام فعالیت می‌کنند. چنین تنوع عملکردی نشان می‌دهد که تفاوت‌ها بیش از آنکه ناشی از شرایط بازار باشد، از تفاوت در توانمندی‌های مدیریتی سرچشمه می‌گیرد.

صندوق‌های ثروت آفرین پارسیان، افق ملت و توسعه اطلس مفید با بازدهی‌های ۱۴.۸۹، ۱۴.۲۷ و ۱۳.۶۶ درصدی در محدوده متوسط قرار گرفتند. این صندوق‌ها نه موفقیت چشمگیری داشتند و نه شکست فاحش، اما همگی از شاخص کل عقب ماندند. عملکرد میانه این صندوق‌ها نشان می‌دهد که حتی مدیریت متوسط نیز نتوانسته است به بازدهی بازار دست یابد.

هزینه‌عدم کارایی

یکی از یافته‌های کلیدی این تحلیل، شکاف ۳.۸۱ واحد درصدی میان متوسط بازده صندوق‌های سهامی و شاخص کل است. این فاصله در یک دوره یک ماهه اگرچه محدود به نظر می‌رسد، اما در بلندمدت می‌تواند تفاوت‌های قابل توجهی در ثروت سرمایه‌گذاران ایجاد کند. به عبارتی، سرمایه‌گذاران این صندوق‌ها در ازای پرداخت کارمزد مدیریت، بازدهی کمتری نسبت به سرمایه‌گذاری ساده در شاخص دریافت کرده‌اند.

این واقعیت پرسش اساسی درباره منطق اقتصادی سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سهامی مطرح می‌کند. اگر مدیریت فعال نتواند عملکرد بهتری از بازار ارائه دهد، چرا سرمایه‌گذاران باید هزینه‌های اضافی را متحمل شوند؟ این سوال به ویژه درباره صندوق‌های ضعیف با شدت بیشتری مطرح می‌شود که نه تنها شاخص را شکست ندادند، بلکه با فاصله زیادی از آن عقب ماندند.

نگاهی انتقادی به آینده

عملکرد ضعیف اکثر صندوق‌های سهامی در این بازه زمانی هشداری جدی برای صنعت مدیریت دارایی است. سرمایه‌گذاران به طور فزاینده‌ای درک می‌کنند که مدیریت فعال الزاما به معنای عملکرد بهتر نیست و در بسیاری موارد، استراتژی‌های منفعل می‌توانند بازدهی بالاتری را با هزینه کمتر ارائه دهند. این روند می‌تواند به تغییرات ساختاری در صنعت صندوق‌ها منجر شود و صندوق‌هایی که نتوانند عملکرد رقابتی ارائه کنند، با خروج سرمایه روبه‌رو شوند.

با این حال، باید توجه داشت که یک دوره یک ماهه نمی‌تواند معیار قطعی برای ارزیابی عملکرد بلندمدت صندوق‌ها باشد. ممکن است برخی صندوق‌ها استراتژی‌های بلندمدت‌تری داشته باشند که در بازه‌های کوتاه‌مدت نتیجه مطلوب ندهد. با این وجود، عقب‌ماندگی سیستماتیک از شاخص کل نشانه‌ای است که نمی‌توان از کنار آن به سادگی گذشت و نیازمند بازنگری جدی در استراتژی‌ها و ساختارهای مدیریتی است.

متانول قربانی سیاست انرژی

از «زاگرس» تا «خارک»؛ روایت افت سودآوری در صنعت متانول



بهناز اکبرپور
مدیر سرمایه‌گذاری سبدگردان سورین

متانول به‌عنوان ساده‌ترین نوع الکل، مایعی بی‌رنگ، فرّار و بسیار اشتعال‌پذیر است که کاربرد گسترده‌ای در صنایع پتروشیمی، سوخت، پلاستیک و حتی انرژی‌های نو دارد. این ماده را می‌توان از منابع مختلفی همچون گاز طبیعی، چوب و زغال‌سنگ تولید کرد.

پس از آمونیاک، متانول دومین محصول عمده تولیدشده از گاز طبیعی در جهان به‌شمار می‌رود. در حال حاضر حدود ۵۹ درصد متانول جهان از گاز طبیعی، ۳۱ درصد از زغال‌سنگ و ۱۰ درصد از سایر منابع تولید می‌شود.

جایگاه ایران در تولید جهانی متانول

ظرفیت تولید متانول در جهان حدود ۱۴۵ میلیون تن در سال است و ایران با ظرفیت ۱۵.۷ میلیون تن، نزدیک به ۱۱ درصد از ظرفیت جهانی را در اختیار دارد. از نظر منطقه‌ای، جنوب شرق آسیا با ۶۱ درصد، بیشترین تمرکز ظرفیت تولید را دارد و پس از آن خاورمیانه (۱۴.۸ درصد) و آمریکای جنوبی (۶.۲ درصد) قرار می‌گیرند.

در میان کشورهای خاورمیانه، ایران با سهم ۶۰ درصدی از ظرفیت تولید متانول منطقه، در جایگاه نخست قرار دارد.

در پایان سال ۱۴۰۳، ۱۱ واحد فعال تولید متانول در کشور فعال بوده که مجموع ظرفیت اسمی آن‌ها به ۱۵.۷ میلیون تن می‌رسد. بزرگ‌ترین واحد فعال کشور، پتروشیمی زاگرس است که سالانه ۳.۳ میلیون تن ظرفیت دارد.

پتروشیمی زاگرس؛ بازیگر جهانی متانول

طبق گزارش نشریه‌ی آرگوس (Argus) در سال ۲۰۲۴، شرکت پتروشیمی زاگرس:

- حدود ۲ درصد از ظرفیت اسمی تولید جهانی متانول،
- نزدیک به ۵ درصد از تجارت جهانی متانول
- و حدود ۲ درصد از تولید واقعی جهان را به خود اختصاص داده است.

این شرکت در میان ۵ تولیدکننده بزرگ متانول جهان جای دارد و بزرگ‌ترین تولیدکننده متانول ایران محسوب می‌شود.

نوسانات قیمت جهانی متانول

قیمت جهانی متانول طی سال‌های اخیر با نوسانات چشم‌گیری همراه بوده است. در سال ۱۴۰۰ قیمت هر تن متانول در چین تا ۵۲۰ دلار افزایش یافت، اما سپس وارد روند نزولی شد و اکنون در محدوده ۲۶۰ دلار قرار دارد. در بازه‌ی کوتاه‌مدت‌تر (از سال ۱۴۰۲ تاکنون)، نوسانات عمدتاً بین ۲۳۰ تا ۳۱۰ دلار در هر تن بوده است. این افت قیمت، به‌شدت بر سودآوری شرکت‌های فعال در این صنعت تأثیر گذاشته است.

متانولی‌های بورس

در بازار سهام ایران، سه شرکت عمده در صنعت متانول فعال‌اند:

پتروشیمی زاگرس (زاگرس)، پتروشیمی فن‌آوران (شفن) و پتروشیمی خارک (شخارک).

پتروشیمی شیراز نیز بخشی از محصولاتش را متانول تشکیل می‌دهد، اما چون تمرکز آن بر تولید اوره است، در این دسته‌بندی جای نمی‌گیرد.جالب است که پتروشیمی خارک با کمترین ظرفیت تولید، بیشترین سود خالص را ثبت کرده است.

در سال ۱۴۰۳ سود خالص این شرکت ۶۳ هزار میلیارد ریال بود، در حالی‌که سود زاگرس و شفن به ترتیب ۴۶.۹ و ۲۸.۹ هزار میلیارد ریال گزارش شد.

راز سودآوری بالای پتروشیمی خارک

عامل اصلی برتری سودآوری شخارک، ترکیب متنوع محصولات و ثبات تولید است.این شرکت از گاز ترش به‌عنوان خوراک استفاده می‌کند؛ خوراکی که حدود ۲۰ درصد گران‌تر از گاز طبیعی است، اما به دلیل نداشتن مصرف داخلی، ریسک قطعی گاز ندارد.

همچنین شخارک علاوه بر متانول، سه محصول جانبی ارزشمند بوتان، پنتان و پروپان نیز تولید می‌کند که به افزایش ارزش‌افزوده منجر می‌شود.

در مقابل، خوراک دو شرکت دیگر (زاگرس و شفن) گاز طبیعی است.

زاگرس صرفاً متانول تولید می‌کند، اما فن‌آوران علاوه بر متانول، اسید استیک نیز تولید دارد.

چالش‌های صنعت متانول در ایران

صنعت متانول ایران در سال‌های اخیر تحت‌تأثیر مجموعه‌ای از سیاست‌های داخلی و چالش‌های زیر، با افت تولید و سودآوری روبه‌رو شده است:

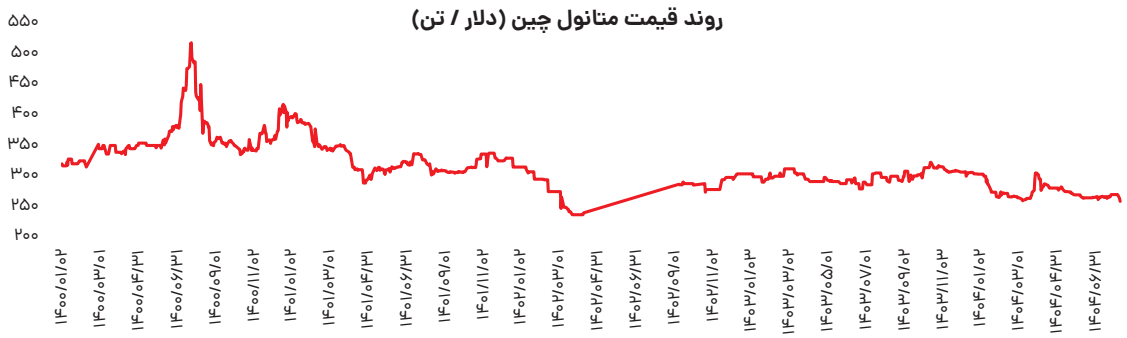
- فرمول گران‌قیمت گاز خوراک،
- دوگانگی نرخ ارز آزاد و نیما،
- افزایش هزینه‌های یوتیلیتی (برق، آب)،
- قطعی برق در تابستان و گاز در زمستان.

این عوامل سبب شده تولید سه شرکت بورسی یادشده از ۴.۶ میلیون تن در سال ۱۳۹۹ به ۳.۳ میلیون تن در سال ۱۴۰۳ کاهش یابد.

حاشیه سود خالص موزون آن‌ها نیز از ۶۱ درصد در سال ۱۳۹۹ به ۲۵ درصد در ۱۴۰۳ و تنها ۷ درصد در نیمه نخست ۱۴۰۴ تنزل یافته است. در همین دوره، در حالی‌که

شرکت‌های فعال در صنعت متانول بازار سهام ایران

نام شرکت	ظرفیت تولید (میلیون تن در سال)	تولید واقعی در ۱۴۰۳ (میلیون تن)	نسبت تولید به ظرفیت (درصد)
زاگرس	۳/۳	۱/۷	۵۳
فن‌آوران	۱/۰	۰/۹	۹۰
خارک	۰/۶	۰/۶	۹۹



فروش این شرکت‌ها ۱۲۴ درصد رشد کرده، سود خالص مجموع آن‌ها با کاهش ۹ درصدی از ۱۵۳ به ۱۳۸ هزار میلیارد ریال رسیده است؛ نشانه‌ای روشن از آن‌که رشد هزینه‌های تولید سریع‌تر از رشد درآمدها بوده است.

آینده‌ای که نیاز به بازنگری دارد

صنعت متانول یکی از منابع اصلی ارزآوری ایران به‌شمار می‌رود و با توجه به ظرفیت بالای کشور در خوراک گازی، می‌تواند سهم بزرگ‌تری در بازار جهانی داشته باشد. اما برای احیای جایگاه گذشته، لازم است سیاست‌های کلیدی در قیمت‌گذاری خوراک، نرخ ارز صادراتی و زیرساخت انرژی مورد بازنگری قرار گیرد. در غیر این‌صورت، صنعت متانول ایران در رقابت جهانی از جایگاه فعلی نیز عقب‌تر خواهد رفت.

خلاصه اطلاعات مهم سه شرکت متانولی بورسی

شرح	زاگرس	شفن	شخارک
ظرفیت تولید متانول (تن)	۳,۳۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰,۰۰۰	۶۶۰,۰۰۰
تولید متانول ۱۴۰۳ (تن)	۱,۷۴۰,۹۸۶	۹۰۰,۰۸۵	۶۵۴,۵۳۵
مبلغ فروش ۱۴۰۳ (میلیارد ریال)	۲۳۹,۷۱۱	۱۵۳,۰۱۴	۱۶۸,۳۸۶
سود خالص ۱۴۰۳ (میلیارد ریال)	۴۶,۹۳۳	۲۸,۸۸۰	۶۳,۰۲۹
سود خالص ۱۴۰۳ (دلار آزاد)	۶۸,۱۴۲,۰۰۰	۴۱,۹۳۱,۰۰۰	۹۱,۵۱۲,۰۰۰
حاشیه سود ناخالص ۱۴۰۳	٪۳۲/۰۰	٪۳۱/۵۰	٪۳۸/۶۰
حاشیه سود خالص ۱۴۰۳	٪۱۹/۶۰	٪۱۸/۹۰	٪۳۷/۴۰
(ارزش بازار (میلیارد ریال	۲۷۵,۰۴۰	۱۷۳,۳۲۰	۵۲۹,۴۴۰
P/E	۵/۹۸	۱۰/۱۰	۱۷/۱۵
P/S	۰/۷۷	۱/۰۲	۲/۹۷
P/B	۵/۸۹	۲/۹۰	۲۶/۷۴

جدول ظرفیت واحدهای تولیدکننده متانول در پایان سال ۱۴۰۳

نام واحد	ظرفیت (میلیون تن)	درصد از کل
پتروشیمی زاگرس	۳,۳۰۰,۰۰۰	۲۱
متانول کاوه	۲,۳۱۰,۰۰۰	۱۵
پتروشیمی مرجان	۱,۶۵۰,۰۰۰	۱۰
کیمیای پارس خاورمیانه	۱,۶۵۰,۰۰۰	۱۰
پتروشیمی بوشهر	۱,۶۵۰,۰۰۰	۱۰
پتروشیمی سبلان	۱,۶۵۰,۰۰۰	۱۰
شرکت آرین متانول	۱,۶۵۰,۰۰۰	۱۰
پتروشیمی فن‌آوران	۱,۰۰۰,۰۰۰	۶
پتروشیمی خارک	۶۶۰,۰۰۰	۴
شرکت آرتا انرژی	۱۳۲,۰۰۰	۱
پتروشیمی شیراز	۸۴,۰۰۰	۱
جمع کل	۱۵,۷۳۶,۰۰۰	۱۰۰

تجمیع اطلاعات شرکت‌های متانولی بازار سرمایه

ترکیب سه شرکت زاگرس، شخارک و شفن	سال ۱۳۹۹	سال ۱۴۰۰	سال ۱۴۰۱	سال ۱۴۰۲	سال ۱۴۰۳	شش ماهه ۱۴۰۴
مبلغ فروش (میلیارد ریال)	۲۵۰,۱۵۱	۳۷۹,۶۳۹	۴۱۰,۵۴۲	۵۰۱,۰۲۷	۵۶۱,۱۱۱	۴۳۱,۶۷۰
سود ناخالص (میلیارد ریال)	۱۴۶,۴۱۷	۱۱۹,۵۲۱	۱۳۲,۲۳۹	۱۳۸,۳۴۲	۱۸۹,۷۳۲	۱۲۰,۳۶۱
سود عملیاتی (میلیارد ریال)	۱۱۵,۸۵۴	۷۴,۸۹۷	۸۴,۰۴۱	۵۶,۱۳۱	۱۵۲,۹۸۵	۲۸,۳۰۱
سود خالص (میلیارد ریال)	۱۵۲,۹۰۲	۶۸,۱۱۰	۹۶,۳۷۴	۴۶,۸۷۵	۱۳۸,۸۴۳	۳۱,۶۰۵
حاشیه سود ناخالص	٪۵۹	٪۳۱	٪۳۲	٪۲۸	٪۳۴	٪۲۸
حاشیه سود عملیاتی	٪۴۶	٪۲۰	٪۲۰	٪۱۱	٪۲۷	٪۷
حاشیه سود خالص	٪۶۱	٪۱۸	٪۲۳	٪۹	٪۲۵	٪۷
تولید متانول (تن)	۴,۶۱۵,۲۵۹	۴,۰۷۹,۳۲۶	۳,۹۷۸,۷۷۵	۳,۹۸۰,۸۷۹	۳,۲۹۵,۶۰۶	۱,۹۹۶,۷۷۳
مبلغ فروش متانول (میلیارد ریال)	۲۱۹,۴۵۵	۳۰۱,۶۲۳	۳۳۶,۳۳۵	۴۰۱,۲۱۳	۴۵۰,۵۴۳	۳۶۶,۱۶۵
سود ناخالص متانول (میلیارد ریال)	۱۳۱,۵۱۳	۹۶,۹۸۴	۱۱۳,۲۵۳	۱۰۴,۱۴۲	۱۵۲,۷۰۴	۱۱۱,۰۰۵
حاشیه سود ناخالص متانول	٪۶۰	٪۳۲	٪۳۴	٪۲۶	٪۳۴	٪۳۰
نرخ فروش متانول	۲۳۰	۳۴۰	۳۱۳	۲۶۷	۲۷۷	۲۶۶

مسیر سخت سیمان

صنعت سیمان با چالش کاهش مصرف سرانه و محدودیت در بازارهای صادراتی مواجه است



گروه تحلیل: بازار جهانی سیمان در سال ۲۰۲۴ حدود ۴.۱ میلیارد تن برآورد شده است که چین با سهم بیش از ۵۰ درصد، بی‌رقیب‌ترین تولیدکننده جهان محسوب می‌شود. پس از چین، هند، ویتنام، ایالات متحده و ترکیه در رتبه‌های بعدی قرار دارند. ایران با سهم حدود ۱.۵ درصد از تولید جهانی، در جایگاه ششم جهان قرار گرفته است. با وجود ظرفیت بالای تولید، محدودیت‌های صادراتی و مشکلات لجستیکی مانع بهره‌برداری کامل از این ظرفیت شده‌اند.

موقعیت جغرافیایی و چالش‌های صادراتی ایران

ایران از نظر موقعیت جغرافیایی در میان بزرگ‌ترین تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان سیمان جهان واقع شده است، اما به‌دلیل ماهیت حجیم و کم‌ارزش این کالا، شعاع اقتصادی صادرات آن حداکثر تا ۴۰۰ کیلومتر محدود می‌شود. در سال‌های اخیر نیز کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس (GCC) با اعمال تعرفه‌های سنگین بر واردات سیمان از ایران، عملاً بازار منطقه‌ای را از دسترس تولیدکنندگان داخلی خارج کرده‌اند. تحریم‌های بین‌المللی نیز باعث شده بسیاری از بنادر بین‌المللی از پذیرش کشتی‌های ایرانی خودداری کنند.

ظرفیت تولید و راندمان

بر اساس داده‌های سال ۱۴۰۳، ظرفیت اسمی تولید سیمان ایران حدود ۸۹ میلیون تن و ظرفیت کلینکر نزدیک به ۸۶ میلیون تن است. با این حال، راندمان تولید در سال‌های اخیر کاهش یافته و از حدود ۹۰ درصد در دهه ۱۳۹۰ به حدود ۷۰ تا ۸۰ درصد رسیده است. قطعی برق و گاز، فرسودگی تجهیزات و کاهش تقاضای داخلی از عوامل اصلی این افت راندمان هستند.

تولید کل سیمان کشور در سال ۱۴۰۳ حدود ۷۱ میلیون تن و تولید کلینکر نزدیک به ۷۳ میلیون تن بوده است. از این میزان، حدود ۶ میلیون تن به صادرات اختصاص یافته است. بازارهای صادراتی ایران عمدتاً کشورهای همسایه‌اند. افغانستان با سهم ۲۴ درصد از صادرات، روسیه با ۲۰ درصد وکویت با حدود ۱۶ درصد در صدر قرار دارند و کشورهای پاکستان، ترکمنستان و عمان در رده‌های بعدی قرار می‌گیرند.

در صادرات کلینکر، عراق با سهم ۴۷ درصد بزرگ‌ترین مقصد است. با این حال، ارزش صادرات کل سیمان و کلینکر ایران تنها حدود ۵۰۰ میلیون دلار در سال برآورد می‌شود، یعنی به‌طور متوسط ۴۰ دلار به ازای هر تن، که نشانگر ارزش افزوده پایین و هزینه بالای حمل است.

چالش‌های لجستیکی

یکی از مشکلات مزمن صنعت سیمان، افزایش مداوم هزینه حمل‌ونقل است. میانگین هزینه حمل هر تن سیمان از حدود ۱ میلیون ریال در سال ۱۳۹۲ به بیش از ۱۴ میلیون ریال در سال ۱۴۰۳ رسیده است. این در حالی است که قیمت سیمان در همین دوره رشد بسیار کندتری داشته است. نسبت هزینه حمل به نرخ فروش در برخی سال‌ها به بیش از ۲۵ درصد رسیده، که سودآوری شرکت‌ها را به شدت تحت فشار قرار داده است.

کاهش تعداد ناوگان حمل فله‌ای (بونکر) و کامیون‌های کفی نیز باعث شده بخشی از ظرفیت تولید بدون مشتری باقی بماند. طبق آمار، تعداد دستگاه‌های فعال حمل فله از حدود ۷۰۰ دستگاه در سال ۱۳۹۲ به کمتر از ۵۰۰ دستگاه در سال ۱۴۰۳ کاهش یافته است.

فرسودگی تجهیزات و عمر کارخانه‌ها

بیش از نیمی از کارخانه‌های سیمان کشور عمر بالای ۲۵ سال دارند. تنها حدود ۲۰ درصد از واحدها کمتر از ۱۵ سال عمر دارند و از فناوری‌های جدید استفاده می‌کنند. این فرسودگی، بهره‌وری انرژی را پایین آورده و هزینه تولید را بالا برده است. در شرایطی که مصرف انرژی در هر تن کلینکر در جهان حدود ۸۰ کیلووات ساعت است، این رقم در ایران بیش از ۱۱۰ کیلووات ساعت گزارش شده است.

روند مصرف داخلی و ارتباط با ساخت‌وساز

مصرف سیمان در ایران ارتباط مستقیمی با بخش ساختمان دارد. بر اساس آمار صدور پروانه‌های ساختمانی، از سال ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ روند ساخت‌وساز در کشور نزولی بوده و تنها در سال ۱۴۰۲ اندکی بهبود یافته است. در سال ۱۴۰۳ نیز با وجود افزایش نسبی پروانه‌های ساختمانی، سطح مصرف سرانه سیمان ایران هنوز پایین‌تر از میانگین دهه ۱۳۹۰ است. این نشان می‌دهد که بازار داخلی سیمان هنوز از رکود ساخت‌وساز خارج نشده است.

قیمت‌گذاری و روند تورم سیمان

نرخ فروش سیمان در ایران به‌رغم تورم عمومی بالا، تا سال ۱۴۰۰ رشد محدودی داشت. اما پس از آزادسازی نسبی قیمت‌ها در بورس کالا، قیمت داخلی رشد کرد. با این وجود، در مقایسه با قیمت جهانی، سیمان ایران همچنان ارزان است.

تورم نقطه‌ای سیمان در سال ۱۴۰۴ به ۱۷۶ درصد رسید که عمدتاً

ناشی از جهش نرخ انرژی، حمل‌ونقل و هزینه‌های دستمزد بود. این افزایش قیمت در کوتاه‌مدت سود شرکت‌ها را بالا برد، اما در بلندمدت می‌تواند موجب کاهش تقاضای داخلی شود.

موجودی انبارها و فشار عرضه

بررسی آمار شرکت‌ها نشان می‌دهد موجودی کلینکر و سیمان در سال ۱۴۰۴ افزایش یافته است. افزایش ۱۸۷ هزار تنی موجودی کلینکر در برخی شرکت‌ها نشانه‌ای از کاهش فروش و اشباع نسبی بازار داخلی است. نسبت موجودی سیمان به ظرفیت تولید نیز در برخی واحدها تا ۶۰ درصد رسیده، که در صورت تداوم می‌تواند زمینه‌ساز کاهش قیمت‌ها در کوتاه‌مدت شود.

بر اساس نقشه طرح‌های توسعه‌ای، پروژه‌هایی در استان‌های فارس، خراسان جنوبی، خوزستان و کردستان در حال اجرا هستند. با بهره‌برداری از این طرح‌ها تا سال ۱۴۰۶ ظرفیت تولید کل کشور می‌تواند به حدود ۹۵ میلیون تن برسد. با این حال، با توجه به روند کند رشد مصرف داخلی، احتمالاً بخش عمده‌ای از این افزایش ظرفیت صرف صادرات خواهد شد.

چالش‌های زیست‌محیطی و چشم انداز ۱۴۰۵

صنعت سیمان از منظر زیست‌محیطی یکی از آلاینده‌ترین صنایع محسوب می‌شود و سهم قابل‌توجهی در انتشار گازهای گلخانه‌ای دارد. با توجه به اهداف کاهش انتشار CO_2 در چارچوب توافق‌نامه پاریس، ایران ناگزیر به نوسازی واحدهای قدیمی و استفاده از سوخت‌های پاک‌تر است. در غیر این صورت، در آینده با محدودیت‌های صادراتی جدید از سوی بازارهای بین‌المللی مواجه خواهد شد.

انتظار می‌رود در سال ۱۴۰۵ با فرض ثبات نسبی در نرخ ارز و بهبود دسترسی به انرژی، صنعت سیمان ایران بتواند حدود ۷۵ میلیون تن تولید کند و سود خالص شرکت‌های بورسی نسبت به سال ۱۴۰۳ بین ۲۰ تا ۳۰ درصد رشد داشته باشد.

اما چنانچه نرخ انرژی دوباره افزایش یابد یا صادرات به‌دلیل تنش‌های منطقه‌ای محدود شود، ممکن است سودآوری این صنعت با کاهش قابل‌توجهی مواجه شود.

جمع‌بندی

صنعت سیمان ایران با وجود ظرفیت بالا و نیروی انسانی متخصص، درگیر چالش‌های ساختاری متعددی است:

- مازاد ظرفیت تولید در مقابل کاهش تقاضای داخلی،
- افزایش شدید هزینه‌های حمل و انرژی،
- محدودیت‌های صادراتی ناشی از تحریم‌ها و تعرفه‌های منطقه‌ای،
- و فرسودگی بخش قابل توجهی از ماشین‌آلات و تجهیزات.

در عین حال، آزادسازی قیمت‌ها، گسترش معاملات در بورس کالا و رشد نرخ ارز فرصت‌هایی برای افزایش سودآوری فراهم کرده است. آینده صنعت سیمان ایران در گروی نوسازی فناوری، بهینه‌سازی انرژی و توسعه بازارهای صادراتی پایدار در آسیای مرکزی، روسیه و شرق آفریقا خواهد بود.

خلاصه وضعیت صنعت سیمان ایران (بر اساس داده‌های ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴)

شاخص	مقدار / وضعیت	تغییر نسبت به سال قبل	توضیحات تحلیلی
ظرفیت اسمی تولید سیمان	۸۹.۱ میلیون تن	ثابت	ظرفیت کل کشور در حد اشباع است
ظرفیت اسمی تولید کلینکر	۸۶.۵ میلیون تن	ثابت	امکان افزایش تولید با بهبود تأمین انرژی وجود دارد
میزان تولید سیمان در ۱۴۰۳	۷۰.۷ میلیون تن	▼ کاهش ۱٪	کاهش ناشی از قطع برق و افت تقاضا
میزان تولید کلینکر در ۱۴۰۳	۷۲.۹ میلیون تن	▼ کاهش ۱٪	تولید در سطح ظرفیت ۸۵٪ انجام شده است
میزان صادرات سیمان و کلینکر	۶.۰۶ میلیون تن	▲ رشد جزئی	رشد صادرات به روسیه و عمان؛ افت به عراق
ارزش کل صادرات	حدود ۵۰۰ میلیون دلار	بدون تغییر محسوس	میانگین ۴۰ دلار برای هر تن؛ کم‌ارزش نسبت به جهانی
بزرگ‌ترین مقاصد صادراتی	افغانستان (۲۴٪)، روسیه (۲۰٪) کویت (۱۶٪) پاکستان (۸٪)	بدون تغییر	وابستگی بالا به بازارهای نزدیک
راندمان تولید سیمان	٪۷۹	▼ کاهش نسبت به ۱۴۰۱	کاهش بهره‌وری به دلیل فرسودگی و کمبود انرژی
متوسط نرخ داخلی سیمان	حدود ۶۰ دلار در هر تن	▲ افزایش ٪۳۰	رشد به‌دلیل آزادسازی قیمت در بورس کالا
تورم نقطه‌ای سیمان (۱۴۰۴)	٪۱۷۶	▲ شدید	ناشی از جهش نرخ حمل، انرژی و دستمزد
تعداد شرکت‌های بورسی سیمان	۴۳ شرکت	بدون تغییر	شامل ۳۰ شرکت بورسی، ۱۰ فرابورسی و ۳ بازار پایه
ارزش بازار صنعت در بورس	حدود ۲۲۸ هزار میلیارد تومان	▲ افزایش ٪۱۵	به‌دلیل رشد سودآوری شرکت‌ها
بزرگ‌ترین سهامداران	تأمین اجتماعی، بنیاد مستضعفان، بانک ملی، غدیر	-	بیش از ٪۶۵ ظرفیت تولید در اختیار این نهادهاست
میانگین عمر کارخانه‌ها	حدود ۲۵ سال	-	نیمی از واحدها نیازمند نوسازی فوری هستند
مصرف سرانه سیمان	۷۵۲ کیلوگرم در سال	▼ کاهش نسبت به میانگین تاریخی	به‌دلیل رکود ساخت‌وساز
رابطه با بخش ساختمان	همبستگی بالا	-	هر ۱۰٪ رشد ساخت‌وساز ≈ ۸٪ رشد تقاضای سیمان
میانگین سود خالص شرکت‌های بورسی (۱۴۰۳)	حدود ٪۳۰ از فروش	▲ رشد نسبت به ۱۴۰۲	افزایش ناشی از رشد قیمت‌ها و کنترل هزینه‌ها
پیش‌بینی تولید ۱۴۰۵	۷۵ میلیون تن	▲ رشد ٪۵ پیش‌بینی‌شده	در صورت ثبات انرژی و بازار صادراتی



در تحلیل صنعت متانول به چه نکاتی دقت کنیم؟

راهنمای تحلیل بنیادی صنعت متانول در ایران

گروه آموزش: صنعت متانول یکی از صنایع پایه و استراتژیک پتروشیمی در ایران است. متانول نه‌تنها در تولید انواع محصولات شیمیایی از جمله فرمالدئید، استالدهید و اسید استیک کاربرد دارد، بلکه به‌عنوان سوخت یا خوراک برای تولید دیگر محصولات پتروشیمی نیز استفاده می‌شود. تحلیل بنیادی این صنعت برای سرمایه‌گذاران و تحلیلگران بازار سرمایه اهمیت ویژه‌ای دارد، زیرا عملکرد شرکت‌های متانولی به عوامل جهانی و داخلی وابسته است و می‌تواند چشم‌انداز سودآوری و ارزش‌گذاری سهام را تعیین کند.

صنعت متانول ایران، به دلیل منابع گاز طبیعی ارزان و ظرفیت تولید بالا، یکی از جذاب‌ترین صنایع پتروشیمی برای تحلیلگران و سرمایه‌گذاران است. تحلیل بنیادی این صنعت نیازمند توجه به عوامل داخلی مانند نرخ خوراک، ظرفیت تولید و بهره‌برداری، و عوامل خارجی مانند قیمت جهانی و محدودیت‌های صادراتی است. استفاده از شاخص‌های مالی کلیدی و تحلیل روند عرضه و تقاضا به تحلیلگران ایرانی کمک می‌کند تا تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه و علمی اتخاذ کنند.

معرفی صنعت متانول ایران

ایران با توجه به منابع غنی گاز طبیعی و پتروشیمی، یکی از بزرگ‌ترین تولیدکنندگان متانول در منطقه خاورمیانه است. ظرفیت تولید سالانه کشور حدود ۹ تا ۱۰ میلیون تن است که بخش عمده‌ای از آن صادر می‌شود. مهم‌ترین شرکت‌های فعال در این صنعت عبارتند از:

- پتروشیمی خلیج فارس
- پتروشیمی زاگرس
- پتروشیمی فن‌آوران
- پتروشیمی کاوه

این شرکت‌ها به دلیل داشتن خوراک گاز طبیعی ارزان و فناوری‌های پیشرفته، از حاشیه سود بالایی نسبت به رقبای جهانی برخوردارند.

عوامل مؤثر بر تحلیل بنیادی صنعت

قیمت خوراک و انرژی: گاز طبیعی مهم‌ترین ماده اولیه تولید متانول است. تغییر قیمت گاز یا محدودیت در تأمین آن، می‌تواند حاشیه سود تولیدکنندگان را به شدت تحت تأثیر قرار دهد. به عنوان مثال، در سال‌های اخیر افزایش نرخ خوراک برای برخی پتروشیمی‌ها باعث کاهش سودآوری شده است.

قیمت جهانی متانول: متانول کالایی جهانی است و قیمت آن به عرضه و تقاضای جهانی، نرخ دلار و سیاست‌های تجاری کشورهای مصرف‌کننده بستگی دارد. تحلیلگران ایرانی باید روند قیمت متانول در بورس کالا و بازارهای صادراتی، مانند چین و هند را پیگیری کنند.

ظرفیت و بهره‌برداری: نرخ بهره‌برداری (Capacity Utilization) یکی از شاخص‌های کلیدی در تحلیل بنیادی این صنعت است. حتی شرکت‌های بزرگ با ظرفیت بالا، اگر نرخ بهره‌برداری پایین باشد، سودآوری آن‌ها کاهش می‌یابد.

صادرات و محدودیت‌های بین‌المللی: با توجه به تحریم‌ها و محدودیت‌های صادراتی، توانایی فروش محصولات در بازار جهانی برای شرکت‌های ایرانی متانولی مهم است. تحریم‌ها ممکن است منجر به کاهش درآمد ارزی و افزایش ریسک‌های سیاسی برای سرمایه‌گذاران شود.

شاخص‌های مالی کلیدی برای تحلیلگران

حاشیه سود ناخالص و عملیاتی: حاشیه سود ناخالص نشان‌دهنده توان شرکت در مدیریت هزینه‌های تولید است و حاشیه سود عملیاتی قدرت شرکت در کنترل هزینه‌های عملیاتی را نمایش می‌دهد. در صنعت متانول، حاشیه سود ناخالص بالاتر از ۳۰٪ معمول است و هر کاهش محسوس نیازمند بررسی دلایل آن است.

بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده سرمایه (ROE): این شاخص‌ها میزان بهره‌وری شرکت در استفاده از دارایی‌ها و سرمایه سهامداران را نشان می‌دهند. شرکت‌های با بهره‌وری بالا معمولاً دارای تکنولوژی به‌روز و مدیریت عملیاتی کارآمد هستند.

نسبت بدهی به دارایی: صنعت پتروشیمی و متانول به سرمایه‌گذاری اولیه بالایی نیاز دارد و مدیریت بدهی و ساختار مالی، تاثیر مستقیمی بر ریسک سرمایه‌گذاری دارد. نسبت بدهی مناسب معمولاً بین ۳۰ تا ۵۰٪ است و بالاتر بودن آن می‌تواند ریسک مالی را افزایش دهد.

تحلیل عرضه و تقاضا

عرضه داخلی: عرضه داخلی متانول در

ایـران عمدتـاً توسـط چهار شـرکت بزرگ پتروشیمی تأمین می‌شود. نرخ بهره‌برداری، تعمیـرات دوره‌ای و توسـعه ظرفیت‌هـای جدید از عوامـل تعیین‌کننده عرضه داخلی هستند.

تقاضـای داخلـی: بخـش عمـده متانول تولیدی ایران برای صادرات است، اما صنایع داخلی مانند تولید فرمالدئید، اسید استیک و سـایر محصولات شـیمیایی نیز سهمی از تقاضـا دارند. تحلیلگران باید رشـد صنایع پایین‌دستی و سیاست‌های حمایتی دولت را مدنظر قرار دهند.

تقاضـای جهانـی : چیـن، هنـد و کشـورهای آسیای جنوب‌شـرقی بزرگ‌ترین مصرف‌کنندگان متانول ایرانی هستند. روند صنعتی شـدن، سیاسـت‌های کاهش کربن و نرخ ارز این کشـورها بـر تقاضای جهانی اثرگذار است.

نکات کاربردی برای تحلیلگران ایرانی

۱. پیگیـری نرخ خـوراک و انرژی: تغییرات قیمت گاز طبیعی در ایران و سیاسـت‌های دولـت در مـورد یارانه‌هـا و نـرخ خوراک پتروشـیمی‌ها مسـتقیماً بـر سـودآوری شرکت‌ها اثر می‌گذارد.

۲. توجـه بـه نـرخ بهره‌بـرداری: بررسـی گزارش‌های فصلی شرکت‌ها و توان عملیاتی کارخانه‌ها، شـاخص دقیقی برای پیش‌بینی سودآوری کوتاه‌مدت است.

۳. تحلیل ریسک صادرات: محدودیت‌های بین‌المللـی، نـرخ دلار و بازارهـای هـدف صادراتی، ریسـک اصلی در درآمدهای ارزی شرکت‌ها محسوب می‌شوند.

۴. مقایسـه با قیمت جهانـی: تحلیلگران بایـد قیمت متانول در بـورس کالای ایران و قیمت‌های صادراتی را با یکدیگر مقایسه کننـد تـا تخمین دقیقی از حاشـیه سـود صادراتی داشته باشند.

۵. بررسـی پروژه‌هـای توسـعه‌ای: ظرفیت‌های جدید یا پروژه‌های توسعه‌ای در شرکت‌های پتروشـیمی می‌تواند سودآوری بلندمدت را تغییر دهد.

۶. اسـتفاده از نسـبت‌های مالی کلیدی: حاشیه سـود، ROA، ROE و نسبت بدهی به دارایی‌ها شاخص‌های مهمی برای ارزیابی عملکرد عملیاتی و مالی هستند.

بـا رعایـت نـکات فـوق، سـرمایه‌گذاران می‌تواننـد درک بهتـری از ارزش ذاتـی شـرکت‌های متانولـی داشـته باشـند و فرصت‌هـای سـودآوری را در بازار سـرمایه ایران شناسایی کنند.

ضرورت ورود بورس به بحران آب

چگونه فناوری‌های آب و ابزارهای مالی می‌توانند سـاختار مدیریت آب ایران را متحول کنند؟

گـروه تحلیل: بحـران آب در دهه‌هـای اخیر به یکـی از بزرگ‌ترین تهدیدهای زیسـتی، اقتصادی و امنیتی جهان تبدیل شـده اسـت. سـازمان ملل پیش‌بینی می‌کند که تا سال ۲۰۵۰ بیش از ۵ میلیارد نفر در جهـان با نوعی از کمبود آب روبه‌رو باشـند. ایران نیز یکی از کشـورهایی است که در فهرست «فراخشـک‌ها» قرار گرفته و بحران آب در آن نـه یـک تهدید آینده، بلکه یک واقعیت امروز اسـت. در چنین شـرایطی، توجه جهانی به فناوری‌هـای آب و مدل‌های نوین تأمین مالی برای مقابله با کم‌آبی افزایش یافته است.

یکی از ابزارهای مهم در این حوزه، سرمایه‌گذاری مالی در تکنولوژی‌های آب است که عمدتاً از طریق WETFها (Water ETFs) و صندوق‌های قابل معامله (ETF) سـبز صورت می‌گیرد. این ابزارها در بسـیاری از کشـورهای پیشـرفته به‌عنوان جزیی از راه‌حل بحـران آب پذیرفته شـده‌اند. در ایران نیز، پرسش مهم این است که آیا چنین ابزارهایی می‌تواننـد به بحران کم‌آبی کمک کننـد و چگونه می‌توان از ظرفیت بازار سرمایه برای مدیریت پایدار منابع آب بهره گرفت؟

این گزارش با هدف بررسـی جامع این موضـوع، به معرفی ابزارهای مالی مرتبط با آب، تأثیر آن‌ها بر محیط‌زیسـت و بررسی امکان‌سنجی کاربرد آن‌ها در ایران می‌پردازد.

سرمایه‌گذاری در تکنولوژی‌های آب چیست؟

سـرمایه‌گذاری در تکنولوژی‌هـای آب (Water Technologies Investment) بـه معنای هدایت سـرمایه به شـرکت‌ها، پروژه‌ها و نوآوری‌هایی اسـت که با هدف افزایش بهره‌وری مصرف آب، توسعه تکنولوژی‌های تصفیه و شیرین‌سـازی، مدیریت هوشمند شبکه‌های آبرسانی، بازیافت و بازچرخانی پساب، کاهش تلفات و هدررفت آب، و توسعه ابزارهای نظارت و کنترل کیفیت، فعالیت می‌کنند.

این سرمایه‌گذاری می‌تواند از مسیرهای مختلفی انجام شود:

۱) سرمایه‌گذاری مستقیم در شرکت‌های حوزه آب

۲) صندوق‌های تخصصی آب (Water ETFs / WETFها)

۳) صندوق‌های سبز با تمرکز بر آب (Green ETFs)

۴) اوراق مشارکت و تأمین مالی سبز

۵) پروژه‌های PPP مرتبط با آب

در این بین، ای تی اف‌های سـبز(ETFs) یکی از مهم‌ترین ابزارهای پذیرفته‌شده جهانی هستند.

WETF چیست و چگونه کار می‌کند؟

WETF یـا Water Exchange-Traded Fund یعنی «صندوق قابل معامله تخصصی در حوزه آب». این صندوق‌ها سـهام مجموعه‌ای از

شـرکت‌های فعال در صنعت آب را خریداری می‌کنند و سرمایه‌گذار بـا خرید واحدهای صنـدوق، عملاً در کل اکوسیسـتم صنعت آب مشارکت می‌کند.

شرکت‌های تصفیه آب شهری و صنعتی ، تولیدکنندگان سیستم‌های شیرین‌سازی آب دریا ، سازندگان پمپ‌ها، لوله‌ها، شیرآلات صنعتی و تجهیزات آبرسـانی ، تولیدکنندگان حسگرها و دستگاه‌های کنترل نشت آب، شرکت‌های بازیافت آب خاکستری و پساب ، شرکت‌های هوش مصنوعی و IoT فعال در مدیریت شبکه‌های آبی، شرکت‌های سـازنده فیلترها و غشـاهای اسـمز معکوس از جمله شرکت‌هایی هستند که WETF در آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند.

مزیت WETFها برای سرمایه‌گذاران

قـرار گرفتن در معرض یـک صنعت حیاتی با رشـد پایدار، کاهش ریسـک نسبت به خرید سهام یک شـرکت خاص، تنوع جغرافیایی و شـرکتی، تقاضای پایدار و غیرچرخه‌ای و امکان ورود سرمایه‌های خـرد به پروژه‌های کلان آبی از جملـه مزیت‌های این ابزارهای مالی هسـتند.WETFها از نظر زیسـت‌محیطی نیز اثرگذارند زیرا سرمایه را مسـتقیماً وارد شرکت‌هایی می‌کنند که راه‌حل‌های واقعی بحران آب را تولید می‌کنند.

صندوق‌های قابل معامله سبز حوزه آب و تفاوت آن‌ها با WETFها

صندوق‌هـای قابل معامله یا ایی تی اف‌های سـبز (Green ETFs) صندوق‌هایی هسـتند که بر اساس معیارهای ESG (محیط‌زیست، مسـئولیت اجتماعـی و حاکمیت شـرکتی) شـرکت‌ها را انتخاب می‌کنند. در بیـن این صندوق‌ها، برخی به‌طور خاص بر فناوری‌های آب تمرکـز دارنـد یا آب را به‌عنـوان یکی از اجزای مهم سـبد خود قرار می‌دهند.

تفـاوت اصلـی آنها بـا WETF این اسـت کـه WETFهـا کاملاً تخصصـی در حـوزه آب هسـتند اما ایـی تی اف‌های سـبز فقط بخشـی از پورتفوی خود را به آب اختصاص می‌دهند. بنابراین اثر WETFهـا مسـتقیم‌تر اسـت، اما ایی تـی اف‌های سـبز معمولاً گسترده‌تر و کم‌ریسک‌تر در نظر گرفته می‌شوند.

تأثیر واقعی سرمایه‌گذاری مالی بر مدیریت بحران آب

۱. تأثیر اقتصادی مسـتقیم: ورود سرمایه به شرکت‌های حوزه آب باعـث افزایش ظرفیت تولید تجهیزات، توسـعه خطوط تصفیه و بازیافت، کاهش هزینه فناوری‌ها، رشد مقیاس شرکت‌ها و افزایش نـوآوری به دلیل وجود منابع مالی بیشـتر می‌شـود. این‌ها همه نتایجی هستند که اثر مسـتقیم و قابل سنجش بر مدیریت منابع آب دارند.

۲. تأثیر زیست‌محیطی و پایداری: فناوری‌هایی که از طریق WETF ها رشـد می‌کنند، می‌تواننـد مصرف آب صنایـع را کاهش دهند، بازدهی کشـاورزی را بـالا ببرند، آلاینده‌هـای آب را کاهش دهند، شـبکه‌های شـهری را از نشـت نجات دهند و هزینه تصفیه آب را پایین بیاورند. بنابراین اثر آن‌ها واقعی و قابل مشـاهده اسـت و تنها «ادعای سبز» نیست.

۳. جلوگیری از سبزشـویی: یکی از نقدهایی کـه به صندوق‌های قابل معامله یا ایی تی اف‌های سبز سبز وارد می‌شود، «سبزشویی» اسـت. یعنی ادعاهای زیسـت‌محیطی بدون اثر واقعـی. اما این مسـئله در مورد WETFها به‌مراتب کمتر اسـت؛ زیرا شـرکت‌های فعال در حوزه آب ذاتاً با اهداف محیط‌زیستی ارتباط دارند.

آیا WETFها و ایی تی اف‌های سبز می‌توانند به بحران آب ایران کمک کنند؟

WETFهـا و ایی تی اف‌های سـبز به طور مسـتقیم نمی‌توانند به بحران آب در ایران کمک کنند، اما به طور غیر مستقیم این ابزارهای مالـی قطعا به بحران کـم آبی در ایران کمـک خواهند کرد و حتی بسیار مهم و اثرگذار خواهند بود.

به طور کل ایران با محدودیت‌هایی از جمله تحریم‌های بین‌المللی، محدودیت در دسترسـی به بازارهای مالی جهانی، نبود شرکت‌های بورسـی فعال در فناوری‌های آب، نبـود صندوق‌های تخصصی آب مواجه اسـت اما این ابزارها می‌توانند به شکل غیرمستقیم اثرات قابل توجهی ایجاد کنند.

مسیرهای غیرمستقیم اثرگذاری بر ایران

۱. انتقـال فناوری و کاهش قیمت تکنولوژی: وقتی شـرکت‌های حـوزه آب در جهـان با جذب سـرمایه رشـد می‌کننـد، تجهیزات پیشـرفته ارزان‌تـر می‌شـوند، رقابـت تکنولوژیـک افزایـش می‌یابـد و محصـولات وارداتـی بـرای کشـورهایی مثـل ایـران دسترس‌پذیرتر می‌شود.

مثلاً هزینه غشـاهای اسمز معکوس در ۲۰ سـال گذشته به دلیل



همین سرمایه‌گذاری‌ها بیش از ۴۰ درصد کاهش یافته و ایران از این روند منتفع شده است.

۲. شکل‌گیری الگو برای سیاست‌گذاری داخلی: وقتی در جهان، بازار سرمایه برای مدیریت آب فعال می‌شود، سیاست‌گذاران ایرانی نیز می‌توانند، به سمت ابزارهای مالی سبز حرکت کنند، زیرساخت‌های تأمین مالی آب را به بخش خصوصی بسپارند و نقشه راه سرمایه‌گذاری در آب را تدوین کنند. این اثر «دانشی سیاستی» بسیار مهم است.

۳. توسعه ابزارهای مشابه در داخل ایران: بزرگ‌ترین منفعت، امکان بازطراحی ابزارهای مشابه در بازار سرمایه ایران است. نمونه‌های قابل اجرا برای ایران تاسیس صندوق‌های قابل معامله داخلی حوزه آب، انتشار اوراق پروژه برای تصفیه‌خانه‌ها، راه اندازی صندوق‌های زمین و ساختمان ویژه آب‌رسانی، تاسیس صندوق‌های جسورانه در تکنولوژی‌های آب و انتشار اوراق مشارکت سبز برای خطوط انتقال و نوسازی شبکه است.

در دنیا، پروژه‌های تصفیه و انتقال آب به‌طور معمول از طریق ابزارهای مالی تأمین می‌شوند و ایران می‌تواند این الگو را اجرا کند.

۴. تأمین مالی پایدار برای زیرساخت‌های فرسوده: شبکه آب شهری ایران بین ۲۰ تا ۳۰ درصد تلفات دارد. نوسازی این شبکه نیازمند حدود ۳۰۰ هزار میلیارد تومان سرمایه است. دولت قادر به تأمین این رقم نیست، اما صندوق‌های سرمایه‌گذاری، اوراق بدهی، صندوق‌های پروژه و مشارکت بخش خصوصی می‌توانند این سرمایه را جذب کنند.

۵. رونق شرکت‌های دانش‌بنیان آب‌محور: بسیاری از شرکت‌های داخلی، تولیدکننده پمپ، فیلتر، سنسور و تجهیزات تصفیه هستند. ورود ابزارهای مالی این شرکت‌ها را بزرگ‌تر می‌کند، سرمایه‌گذار خارجی را جذب می‌کند، فناوری داخلی را تقویت می‌کند و این بخش می‌تواند مهم‌ترین اثر غیرمستقیم باشد.

آیا بازار سرمایه ایران باید به بحران آب کمک کند؟

به طور قطع بازار سرمایه ایران باید قاطعانه به بحران آب در ایران کمک کند. دلیل آن این است که بحران آب بزرگ‌ترین تهدید اقتصادی ایران در ۲۰ سال آینده است و دولت به‌تنهایی توان مالی مدیریت بحران را ندارد. در چنین شرایطی ابزارهای مالی بهترین راه تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی هستند.

بازار سرمایه می‌تواند میلیون‌ها سرمایه‌گذار خرد را در حل مسئله مشارکت دهد. همچنین صندوق‌های آبی، فرهنگ عمومی درباره آب را تقویت می‌کنند.

پیشنهادهای عملی برای ایران

۱. تاسیس صندوق‌های قابل معامله: پیشنهادهای عملی برای ایران در وهله اول ایجاد ای تی اف‌های(ETF) تخصصی حوزه آب است.این صندوق‌ها می‌توانند در شرکت‌های تولید پمپ، تجهیزات آبیاری ، سازندگان فیلتر و تصفیه و شرکت‌های آب و فاضلاب (در صورت عرضه در بورس) سرمایه‌گذاری کنند.

۲. توسعه اوراق پروژه برای نوسازی شبکه: شبکه سنتی آب شهری باید با اوراق ۵ تا ۱۰ ساله تأمین مالی شود.

۳. ایجاد صندوق‌های جسورانه (VC) حوزه آب: بسیاری از استارتاپ‌های ایرانی، در زمینه مانیتورینگ مصرف، هوش مصنوعی برای پیش‌بینی مصرف و اتوماسیون آبیاری فعال‌اند و نیازمند سرمایه‌اند.

۴. انتشار «اوراق سبز ملی آب»: ایران می‌تواند برای پروژه‌های حیاتی مانند احیای چاه‌ها، انتقال آب ، تصفیه‌خانه‌ها و بازچرخانی فاضلاب اوراق سبز ملی آب منتشر کند.

۵. همکاری با دانشگاه‌ها و شرکت‌های جهانی (در صورت امکان): استفاده از ابزارهای مالی در حوزه آب می‌تواند زمینه همکاری با دانشگاه‌ها و حتی شرکت‌های جهانی را برای انتقال تکنولوژی‌های آبی پیشرفته فراهم کند.

نتیجه‌گیری نهایی

بحران آب ایران، پیچیده و ساختاری است و تنها با ابزار مالی حل نمی‌شود. اما ابزارهای مالی می‌توانند یکی از مهم‌ترین اجزای راه‌حل باشند.

WETFها وصندوق‌های قابل معامله(ETF) سبز در جهان ثابت کرده‌اند که رشد صنعت آب را تسریع می‌کنند، قیمت فناوری را کاهش می‌دهند، نوآوری را تقویت می‌کنند و تنوع‌بخشی پایداری برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کنند.

اگر ایران از این الگو بهره بگیرد، می‌توان منابع مالی جدید برای پروژه‌های آب ایجاد کرد، بخش خصوصی را به میدان آورد، فناوری داخلی را رشد داد و در نهایت، از یک بحران ملی جلوگیری کرد.

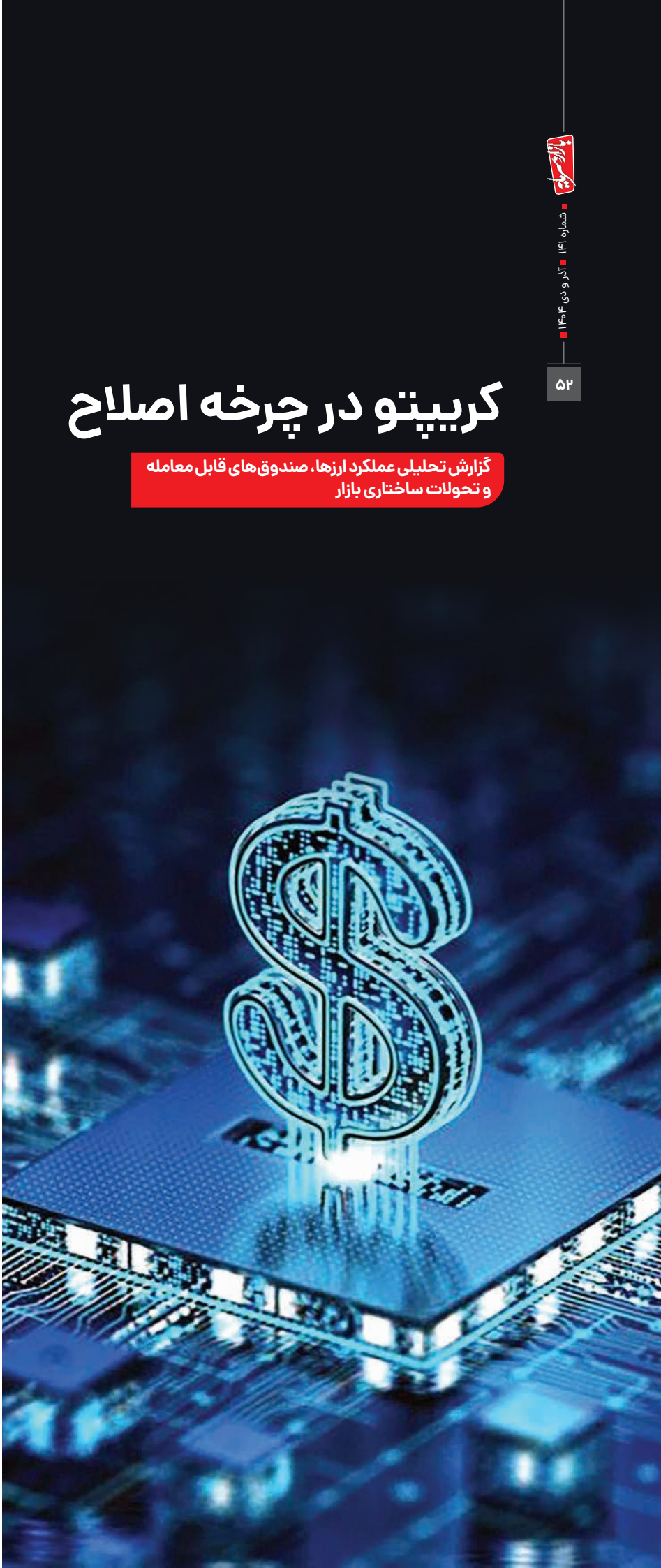
بنابراین پاسخ روشن است. بازار سرمایه ایران می‌تواند و باید یکی از بازیگران اصلی مدیریت بحران کم‌آبی باشد.

تجربه جهانی ابزارهای مالی حوزه آب گواه روشنی بر این مسیر است.



کریپتو در چرخه اصلاح

گزارش تحلیلی عملکرد ارزها، صندوق‌های قابل معامله و تحولات ساختاری بازار



گـروه ارز دیجیتـال: بازار دارایی‌هـای دیجتال طی بـازه زمانـی ۱۴ نوامبر تا ۱۴ دسـامبر ۲۰۲۵ (۲۳ آبان تا ۲۳ آذر ۱۴۰۴) یکی از پرنوسـان‌ترین دوره‌های سـال را تجربه کرد. بیت‌کوین در طول مـاه نوامبـر با افـت ۱۶ تا ۲۰ درصـدی، دومین کاهش ماهانه شـدید خود از سال ۲۰۲۱ را ثبت کـرد، در حالی که اتریوم با ریـزش ۲۱.۳ درصدی عملکرد ضعیف‌تری از خود نشـان داد. این فشار نزولی که از اوایل اکتبر آغاز شـده بود، در نوامبر بـه اوج خود رسـید و شـاخص قـدرت حرکتی بیت‌کویـن به پایین‌ترین سـطح از سـال ۲۰۲۲ سـقوط کرد. با این حال، دسـامبر با بازگشت ۸ درصدی بیت‌کویـن و ورود تدریجی نقدینگی به صندوق‌های قابل معامله، نشانه‌هایی از تثبیت را به نمایش گذاشت.

آناتومی شوک نقدینگی نوامبر

ماه نوامبر بـا خروج خالـص ۳.۴۸ میلیارد دلار از صندوق‌هـای قابل معاملـه بیت‌کوین و ۱.۴۲ میلیارد دلار از صندوق‌های اتریوم، شـدیدترین فشـار فـروش نهـادی از زمـان راه‌انـدازی این محصولات را شـاهد بود. این خروج سرمایه در بحبوحه‌عـدم قطعیـت درباره کاهـش نرخ بهره فـدرال رزرو و نگرانی‌هـای ارزش‌گـذاری سـهام رخ داد کـه به طور همزمان بر بازارهای سـنتی و کریپتو تاثیر گذاشت. جالب آنکه حجم معاملات مشـتقات در ۲۴ سـاعت ۲۵.۵ درصد افزایش یافت و بـه ۱.۳ تریلیـون دلار رسـید، در حالی که حجم نقـدی ۱۴.۱ درصد کاهـش یافت و به ۲۶۸ میلیـارد دلار تنـزل پیدا کـرد. این واگرایی نشان‌دهنده فعالیت سـفته‌بازانه بدون اعتقاد جهت‌دار بود.

بازار اسـتیبل‌کوین‌ها نیز اولیـن کاهش ماهانه خـود را پـس از ۲۶ ماه تجربه کـرد و ارزش بازار آن‌هـا ۴.۵۴ میلیـارد دلار کاهـش یافت و به ۳۰۳ میلیـارد دلار رسـید. تتر بـا ۷۵.۸ درصد سـهم از حجـم معامـلات صرافی‌هـای متمرکز، همچنـان سـلطه مطلق خـود را حفظ کـرد، اما عرضـه کل اسـتیبل‌کوین‌ها در محدوده ۲۸۵ تا ۲۹۰ میلیـارد دلار رکود کرد. این کاهش نشـان می‌دهد که با وجود حضور وجوه در اکوسیستم، سـرمایه‌گذاران تمایلی به ریسک‌پذیری تهاجمی نداشـتند و ترجیح دادند در دارایی‌های با ثبات باقی بمانند.

بازگشت محتاطانه دسامبر و تغییر جریان سرمایه

دسـامبر بـا ورود ۳۴۱ میلیـون دلار بـه صندوق‌هـای قابـل معاملـه آغـاز شـد کـه ۱۹۸ میلیـون دلار آن بـه بیت‌کویـن و ۱۴۳.۳۵

تحولات بنیادین بازار کریپتو در دوره نوامبر - دسامبر ۲۰۲۵

شاخص تحلیلی	نوامبر ۲۰۲۵	اوایل دسامبر ۲۰۲۵	تفسیر کیفی
جریان ETF بیت‌کوین	خروج ۳.۴۸ میلیارد دلار	ورود ۱۹۸ میلیون دلار	بازگشت محتاطانه اعتماد نهادی پس از شوک نقدینگی
ارزش بازار استیبل‌کوین	کاهش معاملات به ۳۰۳ میلیارد دلار	کاهش معاملات به ۲۸۵ میلیارد	اولین انقباض ۲۶ ماهه؛ نقدینگی منجمد در حالت انتظار
موقعیت باز آتی	۲۹ میلیارد دلار	تثبیت در سطوح پایین	کاهش اهرم و ریسک‌گریزی شدید معامله‌گران
عملکرد BNB (۳۰ روز)	+٪۲۰.۶	رشد مداوم	کاتالیزور لیست شدن در Coinbase و تقاضای اکوسیستم
روایت Hyperliquid	راه‌اندازی HIP-۳	ارزش بازار ۹.۸ میلیارد	تحول از میم‌کوین به رقیب DeFi با پشتیبانی نهادی

میلیون دلار به اتریوم تخصیص یافت. بلک‌راک با صندوق IBIT خود عملکرد برجسته‌ای داشت و دارایی‌های تحت مدیریت خود را در ۱۳ روز از ۶۶.۲۶ میلیارد دلار به ۷۰.۱۲ میلیارد دلار افزایش داد، یعنی نزدیک به ۴ میلیارد دلار ورود سرمایه.

مجموع بیت‌کوین نگهداری شده توسط صندوق‌های قابل معامله از ۱۱۸ میلیارد دلار فراتر رفت که معادل ۶.۵۷ درصد ارزش بازار کل بیت‌کوین است. این جریان‌های مثبت به‌عنوان سیگنال خرید خالص برای BTC و ETH تلقی می‌شود، اگرچه در مقایسه با خروجی‌های هنگفت نوامبر، بیشتر نشان‌دهنده بازیابی جزئی است تا چرخش قطعی روند.

قهرمانان و بازندگان

در میان ارزهای دیجیتال اصلی، BNB با بازده ۲۰.۶ درصدی در ۳۰ روز گذشته، برترین عملکرد را به نمایش گذاشت، در حالی که بیت‌کوین فقط ۵.۲ درصد و اتریوم ۳.۸ درصد رشد کردند. لیست شدن BNB در کوین‌بیس، صرافی بزرگی که در نزدک معامله می‌شود، نقش کلیدی در این رشد ایفا کرد. هایپرلیکوئید با نماد HYPE یکی از پدیده‌های برجسته بازار بود که ارزش بازار آن به ۹.۸ میلیارد دلار رسید.

این پروژه با ارتقای HIP-۳ که کارمزدها را ۹۰ درصد کاهش داد و امکان راه‌اندازی غیرمتمرکز بازارهای فیوچرز دائمی را فراهم کرد، توانست توجه نهادی جلب کند. مشارکت‌های نهادی با بلک‌راک و استرایپ و همچنین ثبت ETF توسط ۲۱Shares، اعتبار این پروژه را از یک میم‌کوین به یک رقیب جدی DeFi ارتقا داد.

از سوی دیگر، آلت‌کوین‌ها عملکردی بدتر از بیت‌کوین داشتند و این امر با الگوی تاریخی «اصلاحات ماکرومحور» همخوانی دارد. بازار NFT با کاهش شدید ۴۸.۲ درصدی حجم فروش در نوامبر، یکی از بدترین عملکردها را ثبت کرد.

متامسک با افت ۳۰ درصدی نشان داد که ترجیحات کاربران به سمت پیشنهادات کارت‌های کریپتویی جدیدتر و کاربردی‌تر تغییر یافته است. در حوزه روایت‌ها، شاخص ایجنت‌های هوش مصنوعی با رشد ۱۵۶ درصدی در سال جاری، شاخص دیفای با ۹۲ درصد و شاخص میم‌کوین‌ها با ۲۳۱ درصد افزایش، بیشترین بازدهی را ثبت کردند.

بحران نقدینگی و سیگنال‌های ساختاری

ارزش کل بازار کریپتو در سطح ۳.۰۳ تریلیون دلار قرار گرفت که زیر میانگین‌های متحرک ساده ۷ روزه و ۳۰ روزه آن بود و موقعیت نزولی تکنیکال را تایید کرد. شاخص قدرت نسبی ۱۴ روزه به ۲۷.۴ سقوط کرد که پایین‌ترین سطح از آوریل ۲۰۲۵ بود و فرسودگی در روند نزولی را نشان داد.

موقعیت‌های باز در قراردادهای دائمی ۱.۸۹ درصد کاهش یافت و به ۷۸۵ میلیارد دلار رسید، که نشان می‌دهد معامله‌گران به جای ایجاد پوزیشن‌های پایدار لانگ یا شورت، در حال انجام موقعیت‌گیری کم‌اهرمی و کوتاه‌مدت هستند. حجم DEX و درآمد بلاکچین‌ها نیز کاهش شدید داشتند، به‌طوری که موقعیت‌های باز در قراردادهای آتی به ۲۹ میلیارد دلار رسید که پایین‌ترین سطح از آوریل بود.

روایت‌های نوظهور و فرصت‌های ۲۰۲۶

علی‌رغم اصلاح نوامبر، بنیادهای کریپتو اکنون بسیار محکم است. دیفای پویا که توسط هوش مصنوعی و یادگیری ماشین هدایت می‌شود، در حال ظهور است و پروتکل‌های جدید می‌توانند به‌طور خودکار اهرم را تنظیم کنند، پوزیشن‌های تامین‌کننده نقدینگی را متعادل کنند و بر اساس قیمت‌های پیش‌بینی شده وارد بازار شوند یا از آن خارج شوند.

شبکه Allora به یکی از بازیگران مهم این توسعه تبدیل شده و هوش مبتنی بر یادگیری ماشین را در سیستم‌های سنتی دیفای ادغام می‌کند. روایت نئوبانکینگ Web۳ و کارت‌های کریپتویی نیز جذابیت قابل‌توجهی یافته است. دارایی‌های دنیای واقعی، استیبل‌کوین‌های بازده‌دار و بازارهای پیش‌بینی نیز از حالا به‌عنوان روایت‌های کلیدی برای ۲۰۲۶ شناسایی شده‌اند. دارایی‌های کریپتویی دارای بهره در سال گذشته ۳۰۰ درصد رشد کرده‌اند، که به قانون GENIUS آمریکا کمک شده است. این قانون چارچوب نظارتی روشن‌تری برای استیبل‌کوین‌های خاص مرتبط با دلار ایجاد کرده است.



خیزش پاییزی کریپتو

پیش‌بینی بازار در سایه سیاست‌های فدرال رزرو و تثبیت نرخ بهره

گروه ارز دیجیتال: با ورود به نیمه دوم اکتبر ۲۰۲۵ و نزدیک شدن به پایان سال میلادی، بازار رمز ارزها در موقعیتی حساس و تعیین‌کننده قرار گرفته است. تحلیل‌های فاندامنتال نشان می‌دهد که این بازه زمانی یک‌ماهه، که منطبق با اواسط پاییز ۱۴۰۴ است، می‌تواند به عنوان نقطه عطفی برای تثبیت روند صعودی بلندمدت یا ورود به فاز اصلاحی کوتاه‌مدت عمل کند.

برآوردهای متخصصان اقتصادی حاکی از آن است که سیاست‌های پولی بانک‌های مرکزی بزرگ جهان، به ویژه فدرال رزرو ایالات متحده، در این بازه زمانی به سمت تثبیت نرخ بهره و حتی کاهش ملایم گرایش خواهد داشت که این به طور سنتی محرک قدرتمندی برای دارایی‌های پرریسک محسوب می‌شود.

در این میان، شاخص ترس و طمع که نوسانات هیجانی بازار را می‌سنجد، پیش‌بینی می‌شود که در محدوده «طمع شدید» نوسان کند، زیرا سرمایه‌گذاران خرد و نهادی در تلاش هستند تا پیش از بسته شدن کندل‌های سالانه، موقعیت‌های معاملاتی خود را بهینه‌سازی کنند. همبستگی میان بازار سهام تکنولوژی و مارکت کپ کلی کریپتو در این ماه به بالاترین حد خود خواهد رسید و هرگونه سیگنال مثبت از گزارش‌های درآمدی شرکت‌های بزرگ فناوری، می‌تواند به مثابه سوخت برای موتور محرک بازار عمل کند.

از سوی دیگر، تنش‌های ژئوپلیتیک به عنوان یک متغیر غیرقابل پیش‌بینی همچنان سایه خود را بر بازار حفظ کرده‌اند، اما داده‌های تاریخی نشان می‌دهند که بیت‌کوین در سال ۲۰۲۵ بیش از پیش نقش خود را به عنوان طلای دیجیتال و پوشش ریسک در برابر تورم و بی‌ثباتی تثبیت کرده است.

تحلیل جریان نقدینگی نهادی و وضعیت صندوق‌های قابل معامله (ETF)

یکی از مهم‌ترین ارکان تحلیل بازار در ماه پیش رو، بررسی وضعیت ورود و خروج نقدینگی از طریق صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETF) است. برآوردها نشان می‌دهند که در بازه زمانی ۱۸ اکتبر تا ۱۷ نوامبر ۲۰۲۵ (۲۶ آبان تا ۲۶ آذر ۱۴۰۴) شاهد موج جدیدی از ورود سرمایه نهادی به صندوق‌های قابل معامله اسپات بیت‌کوین و اتریوم خواهیم بود.

تحلیلگران وال‌استریت پیش‌بینی می‌کنند که خالص ورودی نقدینگی به این صندوق‌ها در این ماه می‌تواند از مرز ۳.۵ میلیارد دلار عبور کند که نشان‌دهنده اعتماد عمیق موسسات مالی سنتی به پایداری این کلاس دارایی است. نکته حائز اهمیت در این دوره، تغییر رفتار سرمایه‌گذاران از تمرکز صرف بر بیت‌کوین به سمت سبدهای متنوع‌تری از دارایی‌های دیجیتال است.

انتظار می‌رود که درخواست‌ها برای راه‌اندازی صندوق‌های قابل معامله ترکیبی یا صندوق‌هایی که مبتنی بر شاخص‌های وزنی از ۵ یا ۱۰ ارز دیجیتال برتر هستند، در این ماه شدت گیرد و کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC) تحت فشار فزاینده‌ای برای شفاف‌سازی در این حوزه قرار داشته باشد.

علاوه بر این، شواهد حاکی از آن است که محصولات مشتقه جدیدی مبتنی بر آپشن‌های ایی تی اف اتریوم در شرف راه‌اندازی هستند که می‌توانند نقدینگی قابل توجهی را از بازارهای فیوچرز سنتی به سمت بازارهای تنظیم‌گری شده کریپتو هدایت کنند. خروج نقدینگی از صندوق‌های طلا و حرکت آن به سمت صندوق‌های بیت‌کوین نیز ترندی است که انتظار می‌رود در این ماه

با شتاب بیشتری ادامه یابد و دامیننس بیت‌کوین را در سطوح کلیدی حفظ کند.

دینامیک صرافی‌های متمرکز و غیرمتمرکز و رفتار نهنگ‌ها

در لایه زیرین بازار و در بخش صرافی‌ها، داده‌های آنچین تصویر جالبی از رفتار معامله‌گران ارائه می‌دهند. پیش‌بینی می‌شود که در ماه آینده میلادی، روند خروج بیت‌کوین و اتریوم از صرافی‌های متمرکز (CEX) به سمت کیف پول‌های سرد و صرافی‌های غیرمتمرکز (DEX) شدت بگیرد.

این پدیده که اغلب به عنوان سیگنالی برای «هولد» کردن و کاهش فشار فروش تعبیر می‌شود، نشان‌دهنده آن است که سرمایه‌گذاران بزرگ یا همان نهنگ‌ها، تمایلی به فروش دارایی‌های خود در قیمت‌های فعلی ندارند و منتظر سطوح قیمتی بالاتر هستند. با این حال، حجم معاملات در صرافی‌های غیرمتمرکز به دلیل راه‌اندازی پروتکل‌های جدید لایه دوم و کاهش کارمزد تراکنش‌ها، رشد چشمگیری را تجربه خواهد کرد.

برآورد می‌شود که حجم معاملات روزانه در DEXها نسبت به ماه قبل رشدی حدود ۱۵ تا ۲۰ درصدی داشته باشد که بخش عمده‌ای از این نقدینگی به سمت پروژه‌های دیفای (DeFi) نسل جدید سرازیر خواهد شد. همچنین، انتظار می‌رود که پروتکل‌های لیکوییید استیکینگ (Liquid Staking) و ری‌استیکینگ (Restaking) بیشترین جذب نقدینگی را در این بازه زمانی داشته باشند، زیرا سرمایه‌گذاران به دنبال راهی هستند تا علاوه بر حفظ مالکیت دارایی، از بازدهی غیرفعال نیز بهره‌مند شوند. در مقابل، صرافی‌های متمرکز برای رقابت با این روند، احتمالا طرح‌های تشویقی جدیدی برای سپرده‌گذاری و استیکینگ ارائه خواهند داد که رقابت برای جذب نقدینگی خرده‌فروشی را تشدید می‌کند.

ترندهای نوظهور و پروژه‌های پیشرو در جذب سرمایه

در بخش آلت‌کوین‌ها و پروژه‌های نوظهور، ماه آینده میلادی صحنه رقابت تنگاتنگ میان سه حوزه کلیدی خواهد بود. هوش مصنوعی غیرمتمرکز (Decentralized AI)، دارایی‌های دنیای واقعی (RWA) و زیرساخت‌های فیزیکی غیرمتمرکز (DePIN).

تحلیل‌ها نشان می‌دهد که پروژه‌هایی که موفق به ادغام تکنولوژی بلاکچین با مدل‌های زبانی بزرگ (LLM) شده‌اند، بیشترین توجه و نقدینگی را به خود جلب خواهند کرد.

سرمایه‌گذاران خطرپذیر (VCs) نیز تمرکز خود را بر روی استارتاپ‌هایی گذاشته‌اند که راه‌حل‌هایی برای توکنیزه کردن اوراق قرضه دولتی و املاک و مستغلات ارائه می‌دهند. پیش‌بینی می‌شود که در این ماه شاهد رونمایی از چندین پلتفرم جدید در حوزه RWA باشیم که امکان خرید و فروش کسری از دارایی‌های گران‌قیمت را برای کاربران عادی فراهم می‌کنند.

علاوه بر این، بلاکچین‌های لایه یک جدیدی که بر مقیاس‌پذیری موازی و سرعت تراکنش‌های بالا تمرکز دارند، همچنان در کانون توجه خواهند بود. پروژه‌هایی مانند آپتوس و سویی و رقبای جدیدتری که با زبان‌های برنامه‌نویسی نوین توسعه یافته‌اند، احتمالا شاهد رشد اکوسیستم و افزایش تعداد کاربران فعال روزانه خواهند بود.

در سمت دیگر، بخش میم‌کوین‌ها نیز همچنان به عنوان یک بخش پرریسک اما جذاب برای نقدینگی سفته‌بازانه باقی خواهد ماند، هرچند پیش‌بینی می‌شود که جریان پول از میم‌کوین‌های قدیمی به سمت توکن‌های جدیدی که بر بستر شبکه‌های لایه دوم بیت‌کوین یا سولانا ایجاد شده‌اند، تغییر جهت دهد.

چشم‌انداز تکنیکال و مدیریت ریسک در ماه پیش رو

از منظر تحلیل تکنیکال و ساختار بازار، بیت‌کوین در این بازه زمانی احتمالا تلاش خواهد کرد تا سقف‌های قیمتی جدیدی را ثبت کند یا حداقل در یک کانال صعودی با شیب ملایم تثبیت شود. شکست مقاومت‌های روانی کلیدی می‌تواند منجر به ورود حجم عظیمی از پول‌های پارک شده به بازار شود.

شاخص‌های نوسان‌پذیری نشان می‌دهند که نیمه دوم ماه نوامبر می‌تواند با حرکات شارپ و ناگهانی همراه باشد، زیرا مدیریت ریسک و استفاده از حد ضرر برای معامله‌گران کوتاه‌مدت حیاتی است. یکی از سناریوهای محتمل، وقوع یک «شورت اسکوئیز» (Short Squeeze) گسترده در بازار فیوچرز است که می‌تواند قیمت‌ها را به طور موقت و با شتاب زیاد به سمت بالا پرتاب کند. با این حال، سرمایه‌گذاران باید نسبت به واگرایی‌های منفی در شاخص‌های مومنتوم و احتمال پولبک‌های اصلاحی هوشیار باشند.

در نهایت، برآورد کلی برای بازه ۱۸ اکتبر تا ۱۷ نوامبر ۲۰۲۵ مثبت ارزیابی می‌شود، مشروط بر اینکه هیچ شوک ناگهانی اقتصاد کلان یا قانون‌گذاری سخت‌گیرانه جدیدی در این مدت رخ ندهد.

شاخص‌های کلیدی بازار (۱۸ اکتبر - ۱۷ نوامبر ۲۰۲۵)

شاخص / معیار	وضعیت پیش‌بینی شده (کمی)	تحلیل کیفی و توضیحات	تاثیر بر بازار
خالص ورودی ETFها	۳.۲ تا ۴.۵ میلیارد دلار	تداوم اشتیاق سازمانی؛ تمرکز بر ETFهای اسپات اتریوم و سبدهای ترکیبی جدید	بسیار صعودی؛ افزایش عمق بازار و کاهش نوسانات نزولی شدید
تغییرات موجودی CEX	کاهش ۵ تا ۷ درصد	خروج بیت‌کوین و اتریوم از صرافی‌های متمرکز به سمت کیف پول‌های سرد و پروتکل‌های دیفای	صعودی؛ کاهش فشار فروش فوری و نشانه انباشت توسط نهنگ‌ها
نرخ رشد TVL دیفای	رشد ۱۲ درصد	افزایش سرمایه‌گذاری در پروتکل‌های Restaking و پلتفرم‌های RWA	مثبت؛ نشان‌دهنده کاربرد واقعی و بازگشت اعتماد به اکوسیستم غیرمتمرکز
ترندهای برتر (Narratives)	AI, RWA, DePIN	هوش مصنوعی غیرمتمرکز و توکنیزاسیون دارایی‌های واقعی بیشترین جذب سرمایه را خواهند داشت	هدایت نقدینگی؛ چرخش سرمایه از بخش‌های قدیمی به این حوزه‌های نوظهور
شاخص دامیننس بیت‌کوین	نوسان در ۵۴ تا ۵۶ درصد	حفظ قدرت بیت‌کوین همزمان با رشد گزینشی آلت‌کوین‌های با بنیاد قوی	خنثی/صعودی؛ بازار همچنان رهبری بیت‌کوین را می‌پذیرد اما فضا برای رشد آلت‌کوین‌ها باز است
وضعیت نقدینگی استیبل‌کوین‌ها	صدور بیش از ۲ میلیارد دلار جدید	افزایش انتشار تتر (USDT) و USDC که نشان‌دهنده آمادگی پول نقد برای ورود به بازار است	بسیار صعودی؛ سوخت لازم برای حرکت صعودی بعدی بازار فراهم می‌شود



انقلاب ۱۶ تریلیون دلاری دارایی‌ها

چگونه مقررات، توکنایز کردن و دیفای را به قلب بانکداری می‌آورند؟



پیام عابدی
روزنامه‌نگار

چشم‌انداز اقتصاد کلان جهانی در حال تجربه یک دگردیسی ساختاری است که در آن پارادایم‌های نظارتی از رویکرد «ممنوعیت مبتنی بر ریسک» به سمت «تنظیم‌گری احتیاطی و یکپارچه‌سازی نهادی» تغییر جهت داده‌اند. کمیته نظارت بر بانکداری بازل (BCBS) در آخرین دستورالعمل‌های خود، دارایی‌های کریپتویی را به دو گروه متمایز تقسیم کرده است که گروه دوم شامل دارایی‌های بدون پشتوانه با ریسک وزن‌دار ۱۲۵۰ درصد است.

اعمال ریسک وزن‌دار ۱۲۵۰ درصد طبق استاندارد کمیته بازل، الزامی احتیاطی است که بانک‌ها را مکلف می‌کند به ازای هر واحد سرمایه‌گذاری در دارایی‌های کریپتویی پرریسک، معادل ۱۰۰ درصد ارزش آن را از سرمایه پایه خود بلوکه کنند. این مکانیزم با خنثی‌سازی اهرم مالی، تضمین می‌کند که حتی در صورت سقوط کامل ارزش دارایی، زیان وارده منحصرا از «حقوق صاحبان سهام» کسر شده و امنیت وجوه سپرده‌گذاران حفظ شود.

اما گروه اول که شامل دارایی‌های توکنایز شده و استیبل‌کوین‌های تنظیم‌گری شده است، با الزامات سرمایه‌ای مشابه ابزارهای مالی سنتی برخورد می‌کند. این تغییر موضع رادیکال، نشان‌دهنده پذیرش فنی بلاکچین به عنوان یک زیرساخت «تسویه برتر» است که می‌تواند هزینه‌های عملیاتی بانک‌ها را تا ۳۰ درصد کاهش دهد.

مهندسی مالی در صندوق‌های قابل معامله

تصویب صندوق‌های قابل معامله اسپات (ETF) بیت‌کوین و اتریوم در ایالات متحده، نقطه عطفی در تاریخ بازارهای سرمایه بود که منجر به ورود بیش از ۵۰ میلیارد دلار سرمایه خالص به این محصولات در کمتر از شش ماه نخست راه‌اندازی شد. این حجم از ورود نقدینگی که رکوردهای ۳۰ساله ایی تی اف‌ها (ETF) را جابه‌جا کرد، نشان‌دهنده تقاضای انباشته شده نهادی است.

از منظر فنی، ساختار این صندوق‌ها بر اساس مدل «ایجاد نقدی» بنا شده است که در آن برخلاف مدل «ایجاد عینی»، کارگزاران مجاز یا همان APها، مستقیم بیت‌کوین را «لمس» نمی‌کنند، بلکه تراکنش‌ها توسط متولیان واجد شرایط مانند «کوین‌بیس کاستدی» انجام می‌شود.

این مکانیسم، ریسک‌های ترازنامه‌ای را برای بانک‌های بزرگ وال‌ستریت حذف کرده و تطابق با قوانین SEC (کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا) و FINRA (سازمان تنظیم مقررات صنعت مالی آمریکا) را تضمین می‌کند. در اقتصادهای نوظهور، برزیل با راه‌اندازی زودهنگام صندوق‌های قابل معامله کریپتویی در بورس برزیل ، توانست بیش از ۵۰۰ میلیون دلار دارایی تحت مدیریت (AUM) جذب کند که برای بازاری با عمق کمتر، رقمی قابل توجه است.

این تجربه نشان داد که بازارهای نوظهور می‌توانند با استفاده از چارچوب‌های نظارتی چابک‌تر، سریع‌تر از بازارهای توسعه‌یافته عمل کنند. پذیرش این صندوق‌ها، ضریب نفوذ کریپتو را در پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری سنتی افزایش داده و همبستگی میان دارایی‌های دیجیتال و شاخص‌های سهام مانند اس اند پی ۵۰۰ را در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت تقویت کرده است، هرچند خاصیت «ذخیره ارزش» بودن بیت‌کوین در بلندمدت همچنان به عنوان پوششی در برابر تورم عمل می‌کند.

معماری نوین بازارهای سرمایه

روند توکنایز کردن دارایی‌های دنیای واقعی (RWA) با هدف آزادسازی

تحلیلی تطبیقی: همگرایی مالی سنتی و دیجیتال

شاخص تحلیل	صندوق‌های ETF اسپات	توکنایز کردن دارایی (RWA)	استیبل‌کوین‌های پرداخت	بانکداری غیرمتمرکز (DeFi)
حجم بازار/گردش (تخمینی ۲۰۲۴-۲۰۲۵)	بیش از ۶۰ میلیارد دلار (AUM خالص)	۱.۵ میلیارد دلار (اوراق خزانه)	بیش از ۱۰ تریلیون دلار (حجم تسویه سالانه)	بانکداری غیرمتمرکز (DeFi)
مکانیزم فنی زیرساختی	مدل ایجاد نقدی (Cash Creation) و حضانت سرد	استاندارد ERC-۳۶۴۳ و SPV حقوقی	تسویه لایه ۲ و اثبات ذخایر (PoR)	بیش از ۱۰۰ میلیارد دلار (TVL)
وضعیت نظارتی	پذیرفته شده (SEC, SFC Hong Kong)	در حال تدوین (سنگاپورProject Guardian)	سخت‌گیرانه (MiCA اروپا، NYDFS)	بازارسازهای خودکار (AMM) و قرارداد هوشمند
کارایی هزینه و سرعت	کاهش اسپرد معاملاتی به کمتر از ۰.۰۱ درصد	حذف هزینه ۳-۵ درصد واسطه‌های املاک	هزینه تراکنش کمتر از ۰.۰۰۱ دلار، تسویه آنی	آزمایشی/سندباکس (ADGM, FINMA)
رویکرد کشورهای در حال توسعه	پذیرش سریع‌تر (مانند برزیل)	استفاده برای تامین مالی خرد (Agro-Fi)	جایگزین پول ملی (Anti-inflationary)	حذف سربار عملیاتی بانک بازدهی ۸-۱۵ درصد
ریسک اصلی سیستمی	تمرکز محدود دارایی	عدم تطابق قوانین ثبت اسناد با بلاکچین	قطع ارتباط بانکی	دسترسی به وام بدون امتیاز اعتباری

نقدینگی از دارایی‌های غیرنقدشونده، به یکی از مهم‌ترین ترندهای سال ۲۰۲۴ و ۲۰۲۵ تبدیل شده است. برآوردها نشان می‌دهد که ارزش بازار دارایی‌های توکنایز شده می‌تواند تا سال ۲۰۳۰ به رقم خیره‌کننده ۱۶ تریلیون دلار برسد که معادل ۱۰ درصد از تولید ناخالص داخلی جهانی خواهد بود. در حال حاضر، اوراق قرضه خزانه‌داری ایالات متحده که بر روی بلاکچین‌های عمومی توکنایز شده‌اند، ارزشی بالغ بر ۱.۵ میلیارد دلار پیدا کرده که رشدی ۷۰۰ درصدی را نسبت به سال قبل نشان می‌دهد.

در کشورهای در حال توسعه مانند نیجریه و اندونزی، پروژه‌های پایلوت برای توکنایز کردن املاک و مستغلات و محصولات کشاورزی آغاز شده است تا کشاورزان و مالکان خرد بتوانند با وثیقه‌گذاری توکن‌ها در پلتفرم‌های دیفای، به وام‌های سریع با نرخ بهره رقابتی دسترسی پیدا کنند. چالش اصلی در این حوزه، «همگام‌سازی وضعیت» (State Synchronization) میان دفاتر ثبت اسناد رسمی دولتی و وضعیت بلاکچین است که نیازمند اصلاحات حقوقی عمیق در قوانین مالکیت این کشورهاست.

زیرساخت پرداخت فرامرزی

حجم تسویه تراکنش‌ها توسط استیبل‌کوین‌ها در سال ۲۰۲۳ از مرز ۱۰ تریلیون دلار عبور کرد که این رقم قابل مقایسه با حجم تسویه شبکه ویزا و بیشتر از حجم پی‌پل است. این آمار نشان‌دهنده تغییر پارادایم در نظام پرداخت جهانی است. مقررات بازار دارایی‌های کریپتویی اروپا (MiCA) با تعیین سقف تراکنش روزانه ۲۰۰ میلیون یورو برای توکن‌های پول الکترونیکی (EMT) غیر یورو، تلاش کرده است تا حاکمیت پولی منطقه یورو را حفظ کند. از نظر فنی، استیبل‌کوین‌های نسل جدید بر روی شبکه‌های لایه دوم اتریوم و بلاکچین‌های پرسرعتی مانند سولانا فعالیت می‌کنند که هزینه تراکنش را به زیر ۰.۰۰۱ دلار و زمان تسویه را به کمتر از ۴۰۰ میلی‌ثانیه رسانده‌اند. این کارایی فنی در تضاد کامل با سیستم سوئیفت است که تسویه در آن ممکن است ۳ تا ۵ روز کاری زمان ببرد و هزینه‌ای بین ۳ تا ۵ درصد داشته باشد. در کشورهایی مانند آرژانتین و ترکیه که با تورم‌های دو و سه رقمی دست و پنجه نرم می‌کنند، استیبل‌کوین‌ها درعمل جایگزین پول ملی در پس‌انداز و حتی مبادلات خرد شده‌اند. بانک‌های مرکزی در این کشورها با رویکردی عملگرایانه، در حال بررسی ادغام استیبل‌کوین‌های بخش خصوصی با کیف پول‌های ملی هستند، زیرا راه‌اندازی ارز دیجیتال بانک مرکزی (CBDC) فرآیندی زمان‌بر و پیچیده است و بازار منتظر راهکارهای دولتی نمی‌ماند.

بانکداری غیرمتمرکز و الگوریتم‌های بهره مرکب

بانکداری غیرمتمرکز (DeFi) با حذف واسطه‌ها و جایگزینی آن‌ها با قراردادهای هوشمند، مدل درآمدی بانکداری سنتی مبتنی بر «حاشیه بهره خالص» را به چالش کشیده است. در حالی که میانگین نرخ بهره سپرده‌های بانکی در کشورهای توسعه‌یافته بین ۴ تا ۵ درصد و در اقتصادهای نوظهور غالبا کمتر از نرخ تورم واقعی است، پروتکل‌های دیفای با استفاده از مکانیزم‌های «تامین نقدینگی متمرکز» (Concentrated Liquidity) و «استیکینگ نقد» (Liquid Staking)، بازدهی‌های مرکب واقعی سالیانه (APY) بین ۸ تا ۱۵ درصد را ارائه می‌دهند.

کل ارزش قفل شده (TVL) در پروتکل‌های دیفای مجدد از مرز ۱۰۰ میلیارد دلار عبور کرده است که نشان‌دهنده بازگشت اعتماد پس از بحران‌های سال ۲۰۲۲ است. نوآوری فنی در این بخش، ظهور «توکن‌های با بازدهی ذاتی» (Yield-bearing Tokens) است که بهره را به صورت خودکار در موجودی کیف پول کاربر اعمال می‌کنند. نهادهای تنظیم‌گر مانند MAS (سازمان امور مالی سنگاپور) ADGM (منطقه آزاد مالی بین‌المللی ابوظبی) چارچوب‌های نظارتی «سندباکس» را برای پروتکل‌های دیفای ایجاد کرده‌اند. این چارچوب به آن‌ها اجازه می‌دهد تحت عنوان «سازمان‌های خودگردان غیرمتمرکز قانونی» (Legal DAOs) فعالیت کنند، مشروط بر اینکه مکانیزم‌های حاکمیتی شفاف و کدهای حسابرسی شده داشته باشند. این رویکرد ترکیبی، راه را برای ورود بانک‌های سنتی به دیفای باز کرده است، به طوری که «جی‌پی‌مورگان» با پروژه «اونیکس» خود در حال آزمایش استخرهای نقدینگی مجاز بر روی بلاکچین عمومی است تا بهره‌وری سرمایه بین‌بانکی را افزایش دهد.



نقدشوندگی، فیلتر بقا

رمزگشایی از شریان حیاتی رمزارزها

گروه ارز دیجیتال: بازار رمزارزها، به عنوان یک فضای مالی نوپا و با نوسانات شدید، اهمیت ویژه‌ای برای مفهوم نقدشوندگی (Liquidity) قائل است. نقدشوندگی در ساده‌ترین تعریف، میزان سهولت تبدیل یک دارایی به وجه نقد (یا معادل آن) بدون تاثیر قابل توجه بر قیمت آن دارایی است. در بازار رمزارزها، این مفهوم به سرعت و کارایی انجام معاملات خرید و فروش توکن‌ها یا کوین‌ها اشاره دارد.

بازار با نقدشوندگی بالا، تضمین می‌کند که خریداران می‌توانند سفارش‌های خود را به سرعت پر کنند و فروشندگان می‌توانند دارایی‌های خود را بدون نیاز به کاهش چشمگیر قیمت بفروشند. این ویژگی، یعنی توانایی ورود و خروج آسان از موقعیت‌های معاملاتی، برای حفظ سلامت و ثبات هر بازار مالی ضروری است.

مفهوم نقدشوندگی: ورود و خروج آسان از بازار

در بازار رمزارزها، نقدشوندگی مستقیم به مفهوم ورود و خروج (Entry and Exit) از بازار مرتبط است.

■ **ورود (Entry):** هنگامی که یک معامله‌گر یا سرمایه‌گذار تصمیم به خرید یک رمزارز می‌گیرد، به دنبال نقدشوندگی بالا در سمت فروش (Ask) بازار است. نقدشوندگی بالا در این سمت، به معنای وجود تعداد زیادی سفارش فروش با قیمت‌های نزدیک به یکدیگر است، که این به خریدار اجازه می‌دهد حجم بزرگی از دارایی را بدون بالا بردن ناگهانی قیمت خریداری کند. در عمل، این به معنای اجرای سریع سفارش خرید در قیمتی نزدیک به قیمت بازار است.

■ **خروج (Exit):** به طور مشابه، هنگامی که یک سرمایه‌گذار تصمیم به فروش دارایی رمزارزی خود می‌گیرد، به دنبال نقدشوندگی بالا در سمت خرید (Bid) بازار است. وجود حجم کافی از سفارش‌های خرید با قیمت‌های رقابتی، تضمین می‌کند که فروشنده می‌تواند دارایی خود را به سرعت و بدون نیاز به پذیرش یک قیمت به شدت پایین‌تر از قیمت بازار (slippage) بفروشد. نقدشوندگی ناکافی هنگام خروج، به ویژه در شرایط اضطراری، می‌تواند منجر به ضررهای قابل توجهی شود.

نقدشوندگی نه تنها برای معامله‌گران روزانه که به دنبال اجرای سریع و کم‌هزینه معاملات هستند، حیاتی است، بلکه برای سرمایه‌گذاران بلندمدت نیز که به دنبال تضمین توانایی خروج از سرمایه‌گذاری در صورت لزوم هستند، اهمیت دارد. درعمل، نقدشوندگی بالا به کاهش نوسانات قیمتی ناخواسته کمک می‌کند و قیمت‌ها را در برابر معاملات بزرگ منفرد مقاوم‌تر می‌کند.

ابزارهای رصد و معیارهای کمی نقدشوندگی

برای ارزیابی و رصد نقدشوندگی یک رمزارز یا یک صرافی، چندین معیار و ابزار تخصصی وجود دارد که به تحلیل‌گران دیدگاهی کمی و عینی ارائه می‌دهند.

۱. عمق بازار (Market Depth): یکی از مهم‌ترین ابزارهای رصد نقدشوندگی، بررسی دفتر سفارشات (Order Book) و محاسبه عمق بازار است. عمق بازار به حجم کل سفارش‌های خرید (Bid) و فروش (Ask) در سطوح مختلف قیمتی، دورتر از قیمت فعلی بازار اشاره

دارد. به طور سنتی، عمق بازار در ۱ یا ۲ درصد دورتر از قیمت فعلی، به عنوان شاخصی از حجم موجود برای جذب شوک‌های قیمتی (مانند یک سفارش بزرگ ناگهانی) استفاده می‌شود. اگر عمق بازار بالا باشد، به این معنی است که بازار می‌تواند سفارش‌های بزرگ را بدون تغییر قابل توجه قیمت جذب کند.

۲. حجم معاملات (Trading Volume): حجم معاملات روزانه، یک شاخص ساده اما قدرتمند برای نقدشوندگی است. حجم بالای معاملات نشان‌دهنده فعالیت زیاد و علاقه مستمر معامله‌گران به آن دارایی است، که به طورمعمول با نقدشوندگی بالا همراه است. البته، تحلیل‌گران باید تفاوت بین حجم معاملات واقعی و حجم ساختگی را در نظر بگیرند، زیرا برخی صرافی‌ها یا پروژه‌ها ممکن است برای جلب توجه، حجم مصنوعی ایجاد کنند.

۳. اسپرد خرید-فروش (Bid-Ask Spread): اسپرد، اختلاف بین بالاترین قیمت پیشنهادی برای خرید (Bid) و پایین‌ترین قیمت درخواستی برای فروش (Ask) است. یک اسپرد کم نشان‌دهنده نقدشوندگی بالا است، زیرا خریداران و فروشندگان با قیمتی بسیار نزدیک به هم به توافق می‌رسند. اسپرد بالا نشان‌دهنده نقدشوندگی کم و هزینه بالاتر برای انجام معامله است.

۴. لغزش قیمت (Slippage): لغزش یا اسلیپیج به تفاوت بین قیمت مورد انتظار یک معامله و قیمتی که معامله در نهایت با آن اجرا می‌شود، اشاره دارد. در بازارهای با نقدشوندگی پایین، اجرای یک سفارش بزرگ می‌تواند به سرعت تمام سفارش‌های موجود در دفتر سفارشات را پر کرده و منجر به اجرای مابقی سفارش با قیمت‌های نامطلوب‌تر شود، که نشان‌دهنده نقدشوندگی ضعیف است.

روش‌های تحلیل نقدشوندگی و اهمیت آن در دیفای(DeFi)

تحلیل نقدشوندگی در بازار رمزارزها فراتر از نگاه کردن به حجم است. تحلیل‌گران حرفه‌ای از روش‌های پیچیده‌تری برای درک ساختار نقدشوندگی استفاده می‌کنند:

■ **تحلیل نقدشوندگی تجمیعی (Aggregated Liquidity Analysis):** از آنجا که بازار رمزارزها به شدت پراکنده است (دارایی‌ها در صدها صرافی متمرکز و غیرمتمرکز معامله می‌شوند)، تحلیل نقدشوندگی باید داده‌های چندین صرافی را تجمیع کند. ابزارهای تحلیلی، داده‌های دفتر سفارشات را از بزرگترین صرافی‌ها (مانند بایننس، کوین‌بیس و کراکن) جمع‌آوری کرده و نقدشوندگی واقعی جهانی یک توکن را محاسبه می‌کنند.

■ **تحلیل نقدشوندگی درون زنجیره‌ای (On-Chain Liquidity Analysis):** با ظهور امور مالی غیرمتمرکز (DeFi)، نقدشوندگی به شدت به استخرهای نقدشوندگی (Liquidity Pools) در صرافی‌های غیرمتمرکز (DEX) مانند یونی سواپ(Uniswap) و بالانسر (Balancer) وابسته شده است. تحلیل‌گران با بررسی حجم دارایی‌های قفل شده در این استخرها (TVL یا Total Value Locked) و نسبت‌های دارایی در استخر، نقدشوندگی غیرمتمرکز را ارزیابی می‌کنند. حجم و عمق نقدشوندگی موجود در یک استخر، مستقیم بر میزان لغزش قیمت در معاملات DEX تاثیر می‌گذارد.

■ **نقدشوندگی زمان-عمق (Time-Depth Liquidity):** این روش تحلیلی، نقدشوندگی را نه تنها در یک لحظه مشخص (عمق بازار)، بلکه در طول زمان نیز بررسی می‌کند. این تحلیل به دنبال الگوهای تکرارشونده کمبود نقدشوندگی در ساعات خاصی از شبانه‌روز یا روزهای خاصی از هفته است. برای نمونه، بسیاری از رمزارزها نقدشوندگی پایین‌تری را در طول ساعات اولیه صبحگاهی در آسیا تجربه می‌کنند، که می‌تواند منجر به نوسانات غیرعادی شود.

اهمیت نقدشوندگی برای ثبات اکوسیستم

نقدشوندگی بالا نه تنها برای معامله‌گران فردی مفید است، بلکه یک رکن اساسی برای ثبات و رشد اکوسیستم رمزارزها در مقیاس کلان است. نقدشوندگی کافی، ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد و اعتماد سرمایه‌گذاران نهادی را جلب می‌کند. دارایی‌های با نقدشوندگی بالا، کمتر مستعد دستکاری قیمت هستند، زیرا دستکاری نیازمند منابع مالی عظیمی برای تغییر عمق بازار است.

در پایان، درک نقدشوندگی، فراتر از مشاهده اعداد است؛ این درک در مورد پویایی عرضه و تقاضا، تمرکز نقدشوندگی در صرافی‌ها، و آسیب‌پذیری دارایی در برابر نوسانات شدید است. نقدشوندگی ضعیف، به ویژه در دارایی‌های کوچک، می‌تواند منجر به شرایطی شود که یک سفارش فروش متوسط، قیمت را تا چندین درصد کاهش دهد، پدیده‌ای که در بازارهای سنتی کمتر مشاهده می‌شود. بنابراین، نقدشوندگی به عنوان فیلتر نهایی برای سنجش بلوغ و پایداری یک رمزارز عمل می‌کند. تحلیل دائمی این شاخص‌ها، نه تنها ریسک معاملات را کاهش می‌دهد، بلکه به درک بهتر جریان سرمایه در این بازار مالی پویا کمک شایانی می‌کند.

معیارهای تحلیل و ارزیابی نقدشوندگی (Liquidity) در بازارهای رمزارز

معیار نقدشوندگی	تعریف تخصصی	تفسیر حرفه‌ای (نشان‌دهنده نقدشوندگی بالا)	کاربرد اصلی
اسپرد خرید - فروش	اختلاف مطلق یا درصدی بین بهترین قیمت خرید (Bid) و بهترین قیمت فروش (Ask)	پایین بودن اسپرد (اغلب زیر ۰.۰۵ درصد برای ارزهای اصلی)	سنجش هزینه مستقیم و آنی معامله
عمق بازار در ۲ درصد	مجموع حجم سفارشات خرید و فروش که تا ۲ درصد از قیمت فعلی فاصله دارند	بالا بودن حجم در هر دو طرف (صدها هزار تا میلیون‌ها دلار)	سنجش توانایی بازار در جذب سفارشات بزرگ (شوک‌های قیمتی)
حجم واقعی معاملات	مجموع حجم معاملات تایید شده در ۲۴ ساعت	پایداری حجم و تطابق بین صرافی‌های اصلی	سنجش علاقه و فعالیت بازار و سهولت اجرای سفارش
سهم بازار DEX	درصد کل نقدشوندگی در استخرهای نقدشوندگی غیرمتمرکز (TVL)	توزیع مناسب و حجم بالا در استخرهای پرطرفدار	ارزیابی نقدشوندگی غیرمتمرکز و مقاومت در برابر سانسور

ردپای نهنگ‌ها را دنبال کن

تحلیل آن‌چین؛ شفاف‌ترین ابزار شناخت رفتار بازار رمزارزها

گروه ارز دیجیتال: در دنیای رمزارزها، همه‌چیز بر بستر شفاف‌ترین فناوری مالی بشر ثبت می‌شود. بلاک‌چین. برخلاف بانک‌ها که تراکنش‌ها را در دل سرورهای مخفی پنهان می‌کنند، شبکه‌های بلاک‌چینی عمومی، مانند بیت‌کوین و اتریوم، تمام فعالیت‌ها را روی دفتر کل توزیع‌شده‌ای ثبت می‌کنند که برای همه قابل مشاهده است. با این وجود، مشاهده کافی نیست؛ باید تحلیل کرد. اینجاست که تحلیل آن‌چین یا همان On-chain Analysis وارد میدان می‌شود؛ ابزاری برای فهم دقیق‌تر رفتار بازار، سرمایه‌گذاران، نهنگ‌ها و حتی احساسات جمعی.

تحلیل آن‌چین دقیقا چه می‌کند؟

تحلیل آن‌چین به بررسی داده‌هایی می‌پردازد که مستقیما از خود بلاک‌چین استخراج می‌شوند. این نوع تحلیل، امکان درک رفتار کاربران، میزان گردش سرمایه، تعادل عرضه و تقاضا، و انگیزه‌های بازیگران اصلی بازار را فراهم می‌کند. برای نمونه، اگر ۱۰ هزار بیت‌کوین از یک کیف‌پول سرد به صرافی منتقل شود، می‌توان حدس زد که یک بازیگر بزرگ قصد فروش دارد و این امر ممکن است فشار نزولی بر قیمت ایجاد کند. تحلیل آن‌چین، برخلاف تحلیل تکنیکال که صرفا به نمودار قیمت و حجم معاملات نگاه می‌کند، بر داده‌های واقعی بلاک‌چین تکیه دارد؛ داده‌هایی همچون تعداد آدرس‌های فعال، حجم ورودی و خروجی صرافی‌ها، مدت زمان نگهداری کوین‌ها یا همان HODL ، و رفتار نهنگ‌ها.

چشم‌انداختن به کیف‌پول‌ها

تحلیل‌گر آن‌چین به آمارهایی چون تعداد آدرس‌های فعال که نشان‌دهنده میزان مشارکت کاربران در یک شبکه است، موجودی کیف‌پول‌های بزرگ که رفتار نهنگ‌ها را آشکار می‌کند، جریان ورودی و خروجی دارایی به صرافی‌ها که از تصمیم سرمایه‌گذاران برای خرید یا فروش حکایت دارد، و مدت نگهداری کوین‌ها توسط کاربران توجه می‌کند. همچنین، درآمد ماینرها نیز به‌عنوان یک متغیر کلیدی در عرضه کوین بررسی می‌شود. این داده‌ها کمک می‌کنند تا تحلیل‌گر بفهمد که آیا بازار به‌سوی رشد حرکت می‌کند یا در آستانه یک اصلاح قیمت قرار دارد.

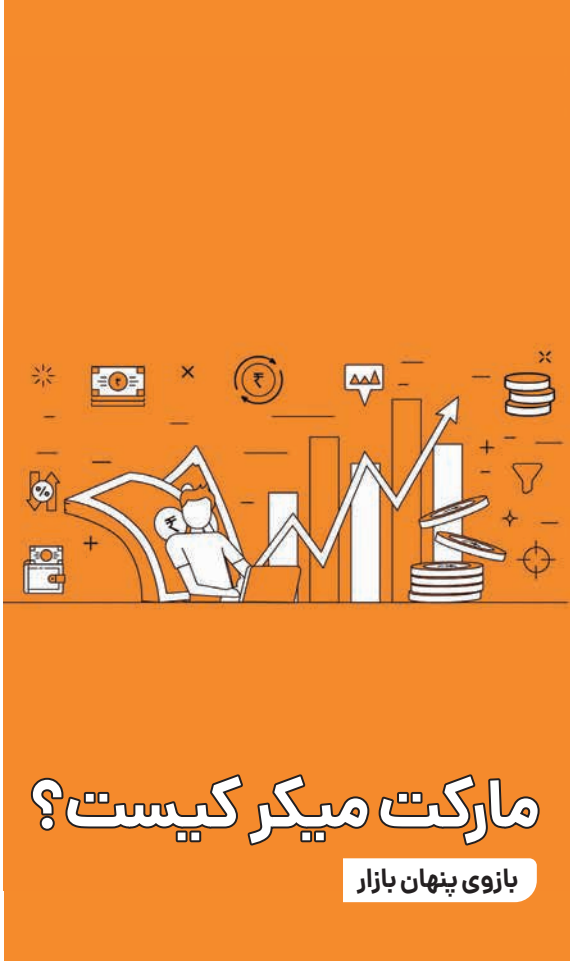
نهنگ‌ها را دنبال کن

هدف از تحلیل آن‌چین صرفا گردآوری داده نیست، بلکه استفاده از آن‌ها برای تفسیر وضعیت بازار و تصمیم‌سازی بهتر است. سرمایه‌گذاران از این تحلیل برای پیش‌بینی رفتار بازار بهره می‌گیرند. اگر جریان ورودی به صرافی‌ها افزایش یابد، ممکن است سیگنالی از افزایش فشار فروش باشد. ردیابی رفتار نهنگ‌ها نیز می‌تواند مفید باشد، چرا که آن‌ها معمولا زودتر از دیگران وارد یا خارج می‌شوند.

تحلیل آن‌چین، می‌تواند در تعیین کف یا سقف قیمت نیز موثر باشد؛ به این معنا که اگر کوین‌های قدیمی جابه‌جا شوند یا حجم زیادی از دارایی به کیف‌پول‌های سرد منتقل شود، احتمال صعودی شدن بازار وجود دارد. همچنین، بررسی احساسات بازار از طریق تغییر در رفتار کاربران، می‌تواند نشان دهد که آیا اعتماد سرمایه‌گذاران در حال تقویت یا تضعیف است.

داده‌هایی که آن‌چین را شکل می‌دهند

داده آن‌چین	مفهوم ساده‌شده	چرا مهم است؟
تعداد آدرس‌های فعال	چند نفر در حال استفاده از شبکه‌اند؟	سنجش میزان مشارکت واقعی کاربران
جریان ورودی به صرافی‌ها	چقدر کوین به صرافی منتقل شده؟	نشان‌دهنده احتمال فروش در بازار
جریان خروجی از صرافی‌ها	چقدر کوین از صرافی خارج شده؟	نشانه‌ای از خرید و نگهداری (HODL)
نسبت MVRV	نسبت ارزش بازار به ارزش واقعی	تشخیص ارزندگی کوین و موقعیت قیمتی
حجم تراکنش‌های بزرگ	فعالیت نهنگ‌ها چگونه بوده است؟	تأثیر احتمالی بر قیمت‌ها



مارکت میکر کیست؟

بازوی پنهان بازار

گـروه ارز دیجیتال: در بازارهای مالی، گاهی بازیگرانی هســتند که زیاد دیده نمی‌شــوند، اما نبض بازار را در دست دارند. آن‌ها با ورود و خروج‌های پیاپی، ســکوت بازار را می‌شــکنند، نقدشوندگی ایجاد می‌کنند و از دل نوســانات ســود اســتخراج می‌کنند. این‌ها همان «مارکت میکرها» هســتند؛ بازارســازانی که پشــت پرده بسیاری از معاملات قرار دارند. فهم نقش آن‌ها برای هر سرمایه‌گذاری که پا به دنیای بورس یا رمزارز می‌گذارد، کلیدی اســت؛ زیرا بدون آن‌ها، بازار گاهی کند، بی‌جان و حتی غیرقابل معامله می‌شود.

فواید بازار با بازارساز

تصــور کنید در خیابانی خلوت رانندگــی می‌کنید؛ به هر مغازه‌ای که می‌روید، کســی برای خرید یا فروش نیست. قیمت‌ها روی تابلوها هست، اما نه مشتری هست و نه فروشنده. حالا تصور کنید یک نفر حاضر باشــد همیشــه برای خرید اجناس شما پول بدهد و اگر شما خواســتید بخرید، جنسی آماده در قفســه داشته باشد. این نقش همان بازارســازی اســت. مارکت میکرها هم در بازارهای مالی همین نقش را بازی می‌کنند. آن‌ها همیشــه آماده‌اند از شــما بخرند یا به شما بفروشند. در واقع، وظیفه اصلی یک مارکت میکر این است که همیشه برای یک دارایی خاص، قیمت خرید (BID) و قیمت فروش (ASK) را ارائه دهد. آن‌ها مانند موتور محرک بازار، موجب می‌شوند که معاملات روان، مداوم و قابل اعتماد باقی بمانند.

از وال‌استریت تا صرافی‌های رمزارز

مارکت میکرهــا فقط در وال‌اســتریت یا بورس‌های رســمی آمریکا فعــال نیســتند. در تمــام بورس‌های جهانــی، از ژاپن تــا ایران، و حتــی در صرافی‌های غیرمتمرکز رمزارز، ردپای آن‌ها دیده می‌شــود. در بازارهــای رمــزارز، به‌ویژه در صرافی‌هایی که حجــم بالایی دارند، بازارسازها می‌توانند شــرکت‌های بزرگ، بات‌های الگوریتمی یا حتی خود پلتفرم‌ها باشــند. آن‌ها با چیــدن صف‌های خرید و فروش، به

ابزارهایی که زنجیره را می‌خوانند

چندین پلتفرم تحلیلی وجود دارند که به استخراج و تحلیل داده‌های آن‌چین می‌پردازند. ابزارهایی ماننــد Glassnode یکــی از محبوب‌ترین‌ها در میان کاربران حرفه‌ای و تحلیل‌گران بازار است که داشــبوردهای گرافیکی متنوعی برای بیت‌کوین، اتریــوم و دیگر رمزارزهــا ارائه می‌دهــد. پلتفرم CryptoQuant نیز تمرکز خاصی بر آمار مربوط به صرافی‌ها، رفتار ماینرها و نهنگ‌ها دارد.
پلتفــرم Santiment عــلاوه بر تحلیــل آن‌چین، داده‌های مرتبط با احساســات اجتماعی و اخبار را نیــز ترکیــب می‌کند. در ســوی دیگــر، Dune Analytics بیشــتر بــرای تحلیل‌گــران حرفه‌ای طراحی شده که بتوانند داده‌های خام بلاک‌چین را اســتخراج و به صورت سفارشــی تحلیل کنند. ایــن ابزارها نســخه رایگان با امکانــات محدود دارنــد و بــرای بهره‌گیــری کامل، اغلــب نیازمند اشتراک ماهانه یا سالانه هستند.

محدودیت‌ها و هشدارها در تحلیل آن‌چین

اگرچه تحلیل آن‌چین ابزاری قدرتمند و پیشرفته محسوب می‌شود، اما بدون محدودیت نیست. یکــی از چالش‌هــای اصلی، تفســیرپذیری بالای داده‌هاســت. بــرای نمونه، انتقــال مقادیر زیاد دارایی بــه صرافــی، ممکن اســت به‌جای قصد فروش، ناشی از جابه‌جایی داخلی نهادها باشد. از طرفی، برخی از داده‌ها ممکن اســت به سادگی دستکاری شــوند؛ به‌خصوص در مواردی که یک نهاد چندین کیف‌پول با مالکیت مشترک دارد.
همچنین، نبود شفافیت نهایی در مورد مالکیت کیف‌پول‌ها مانعی دیگر اســت، چرا که نمی‌توان با قطعیت دانســت چه کســی پشت آدرس‌های خاص قــرار دارد. افزون بر ایــن، تحلیل آن‌چین به‌تنهایــی نمی‌توانــد مســیر قیمتــی آینــده را مشــخص کنــد و بایــد در کنــار ســایر روش‌ها همچون تحلیل تکنیکال و بنیادی استفاده شود.

ابزاری برای دیدن نادیدنی‌ها

تحلیــل آن‌چین همچــون دوربینــی مادون‌قرمز در تاریکــی بلاک‌چین عمل می‌کنــد. داده‌هایی که میلیون‌هــا کاربر در شــبکه‌های غیرمتمرکز بر جای می‌گذارند، اگر به‌درســتی خوانده شــوند، می‌توانند نشــانه‌هایی از جهت‌گیری بازار را ارائه دهند. اما همان‌طور که هر دوربین نیاز به چشمی آگاه دارد، تحلیــل آن‌چین نیز مســتلزم دقت در تفسیر و ترکیب با ســایر ابزارهای تحلیلی است. بــرای ســرمایه‌گذارانی که مایل هســتند فراتر از نمودارهــای قیمتی حرکت کنند و درک عمیق‌تری از بــازار رمزارز داشــته باشــند، تحلیــل آن‌چین دروازه‌ای به دنیای زیرپوســتیِ بلاک‌چین است؛ دنیایی که در آن، هیچ چیز پنهان نمی‌ماند.

قیمت‌دهی دقیق کمک می‌کنند.
برای نمونـــه ، در بازار بیت‌کوین، وقتی یک صرافی بزرگ می‌خواهد نقدشـــوندگی را حفـــظ کنـــد، ممکن اســـت خـــودش یـــا از طریق شـــریک‌هایش، مارکت میکرهایی را استخدام کند تا همیشه حجم معینی از سفارشات را در محدوده‌های قیمتی مشخص ارائه دهند. بـــدون این مارکـــت میکرها، بـــازار رمزارزها به شـــدت بی‌ثبات‌تر و پرنوسان‌تر خواهد بود.

سود مارکت میکرها از کجاست؟

اگرچه مارکت میکرها نقـــش مثبتی در بازار ایفا می‌کنند، اما انگیزه آن‌ها صرفا خیرخواهی نیست. ســـود آن‌ها از اختلاف میان قیمت خرید و فروش «یا همان اســـپرد»» به دســـت می‌آید. به‌طور ساده، اگر شـــما یک دارایی را از آن‌ها به قیمت ۱۰۵ بخرید، و همان لحظه بخواهید به آن‌ها بفروشـــید، قیمت پیشنهادی آن‌ها ممکن است ۱۰۳ باشـــد. این اختلاف ۲ واحدی، در حجم‌های بالا، ســـودی کلان ایجاد می‌کند.
در کنار اسپرد، برخی مارکت میکرها از مشوق‌هایی هم بهره می‌برند. بـــرای نمونـــه، صرافی‌ها به آن‌هـــا تخفیف کارمزد یـــا حتی پاداش پرداخت می‌کنند تا حضورشان در بازار حفظ شود. البته ریسک‌هایی هم وجـــود دارد؛ چرا که اگر بازار ناگهـــان تغییر جهت دهد، ممکن اســـت آن‌ها با حجم زیادی از دارایی‌هایی که ارزش خود را از دست داده‌اند، باقی بمانند.

مارکت میکرهای الگوریتمی

بـــا پیشـــرفت تکنولوژی، بســـیاری از مارکـــت میکرها دیگر انســـان نیســـتند. بات‌های هوشمند، با اســـتفاده از الگوریتم‌های پیچیده، ســـفارش‌ها را در میلی‌ثانیه وارد بازار می‌کنند. آن‌ها قادر هســـتند صدها بار در ثانیه سفارش ثبت کنند، قیمت‌ها را بر اساس بازارهای دیگر تنظیم کنند و حتی احساسات معامله‌گران را از روی داده‌های شبکه‌های اجتماعی تشخیص دهند.
ایـــن مارکت میکرهـــای الگوریتمی، کـــه در بازار رمزارز بســـیار رایج شده‌اند، به نقدشوندگی و کاهش نوسانات ناگهانی کمک می‌کنند. امـــا گاهی هم با اجرای دســـتورات بـــزرگ، می‌توانند رفتـــار بازار را به‌صورت کوتاه‌مدت منحرف کنند. بسیاری از نوسانات لحظه‌ای در بازارهای کریپتو، نتیجه رقابت شدید میان این بات‌هاست.

تاثیر مارکت میکرها بر معامله‌گران عادی

بـــرای معامله‌گران خرد، وجـــود مارکت میکرها یک شمشـــیر دولبه اســـت. از یک ســـو، آن‌ها موجب می‌شوند همیشـــه بتوان دارایی را خرید یا فروخت و قیمت‌ها پیوســـته باشـــند. از سوی دیگر، در بازارهایی با حجم کم، ممکن اســـت مارکت میکرها با گسترده کردن اســـپرد یا جابه‌جایی مصنوعی قیمت، ســـود معامله‌گران کوچک را کاهش دهند.
در برخی موارد، آن‌ها حتی متهم به رفتارهای دستکاری بازار شده‌اند. برای نمونه، چیدن صف‌های جعلـــی (Spoofing) برای فریب دادن معامله‌گران یا ایجاد نوســـان‌های هدفمنـــد، از جمله تکنیک‌هایی اســـت که برخی مارکت میکرهای غیراخلاقی استفاده می‌کنند. البته در بازارهای قانونی، چنین رفتارهایی ممنوع و قابل پیگیری است.

حضور بازارساز در صرافی‌های ایرانی

در صرافی‌های رمزارز داخلی نیز بســـیاری از دارایی‌ها با کمک مارکت میکر معامله می‌شـــوند. در بازارهایی که حجم طبیعی وجود ندارد، صرافی‌هـــا ناچارند از بازارســـازهای قـــراردادی اســـتفاده کنند. این بازارســـازها وظیفه دارند حداقل حجم ســـفارش و اختلاف قیمت مشـــخصی را رعایت کنند تا بـــازار روان بماند. البتـــه گاهی کاربران متوجه می‌شوند که معامله‌شان به سرعت انجام نمی‌شود یا قیمت دارایی دچار پرش‌های غیرعادی می‌شـــود. این موارد معمولا زمانی رخ می‌دهد که مارکت میکرها فعال نیســـتند یا به دلیل نوســـانات شدید، سفارش‌های خود را موقتا برداشته‌اند.

بین اعتماد و تردید

مارکت میکرها قلب تپنده بازارهای مالی مدرن هستند. آن‌ها حضور دارند تا بازار زنده بماند، معاملات متوقف نشوند و قیمت‌ها معنای واقعی خـــود را پیدا کنند. اما این نقش حیاتی، بدون شـــفافیت، نظارت و فناوری دقیق، می‌تواند به ابزار سوءاســـتفاده هم تبدیل شـــود. برای سرمایه‌گذار خرد، شناخت ســـازوکار مارکت میکرها، نه یک انتخاب، بلکه ضرورتی برای بقا و موفقیت در بازارهای پرنوسان امروز است. همچون ســـایه‌ای که همیشه کنار بازار حرکت می‌کند، مارکت میکرها حضور دارند؛ کافی‌ســـت آن‌ها را ببینیم، درک کنیم و مراقب باشیم بازی آن‌ها را به‌درستی بفهمیم.
در آینـــده‌ای نه‌چندان دور، با گســـترش فناوری‌هایی چون دیفای، قراردادهای هوشـــمند و بازارهای خودکار، نقش مارکت میکرها نیز وارد مرحله‌ای تازه خواهد شـــد. بازارسازهای خودکار (AMM) مانند آن‌چه در یونی‌سواپ یا پنکیک‌سواپ می‌بینیم، به تدریج جایگزین مدل‌های سنتی می‌شوند و تعامل کاربران با سازوکار بازار را متحول می‌ســـازند. در این‌گذار، درک عمیق از تفاوت بین مارکت میکرهای متمرکز و غیرمتمرکـــز، می‌تواند دید بهتری برای تصمیم‌گیری فراهم کند؛ چرا که در دنیای فردا، دانســـتن این‌که چه کســـی پشت پرده قیمت‌گذاری دارایی‌هاست، تنها برگ برنده سرمایه‌گذاران هوشمند خواهد بود.

نقش‌ها و ویژگی‌های مارکت میکرها

موضوع	توضیح ساده	تأثیر بر بازار
ایجاد نقدشوندگی	همیشه خریدار و فروشنده در بازار وجود دارد	افزایش سرعت انجام معاملات و کاهش صف‌های انتظار
کاهش اسپرد	اختلاف قیمت خرید و فروش محدود می‌شود	بهبود تجربه کاربران و کاهش هزینه‌های پنهان
سود از اختلاف قیمت	مارکت میکرها از اسپرد سود می‌برند	در حجم بالا، این سود می‌تواند قابل توجه باشد
واکنش سریع به بازار	با الگوریتم‌های پیشرفته، قیمت‌ها را دائم تنظیم می‌کنند	کاهش نوسانات ناگهانی و کمک به کشف قیمت عادلانه
احتمال دستکاری بازار	برخی بازارسازهای غیراخلاقی با تاکتیک‌هایی قیمت را تحت‌تأثیر قرار می‌دهند	ممکن است باعث فریب معامله‌گران و ایجاد بی‌اعتمادی شود

استخراج ابری گنج پنهان

گزارشی تحلیلی پیرامون مقیاس‌پذیری و سودآوری قراردادهای اجاره قدرت هش

گروه ارز دیجیتال: استخراج ابری رمز ارزها (Cloud Mining) یک مدل عملیاتی است که به افراد امکان می‌دهد تا در فرآیند استخراج ارزهای دیجیتال، مانند بیت‌کوین، بدون نیاز به خرید، نصب و نگهداری سخت‌افزار گران‌قیمت یا تحمل هزینه‌های بالای برق و نگهداری، شرکت کنند. این روش، استخراج را برای کاربران عادی و سرمایه‌گذارانی که دانش فنی کمتری دارند، غیرمتمرکز و قابل دسترس‌تر می‌کند.

در این رویکرد، کاربر در ازای پرداخت هزینه‌ای مشخص، بخشی از قدرت هش (Hash Power) متعلق به یک مزرعه استخراج بزرگ (Mining Farm) یا شرکت ارائه‌دهنده خدمات را برای مدت معینی اجاره می‌کند. در نهایت، سود حاصل از استخراج بلوک‌های جدید در شبکه، بر اساس سهم قدرت هش اجاره شده، بین کاربر و ارائه‌دهنده تقسیم می‌شود.

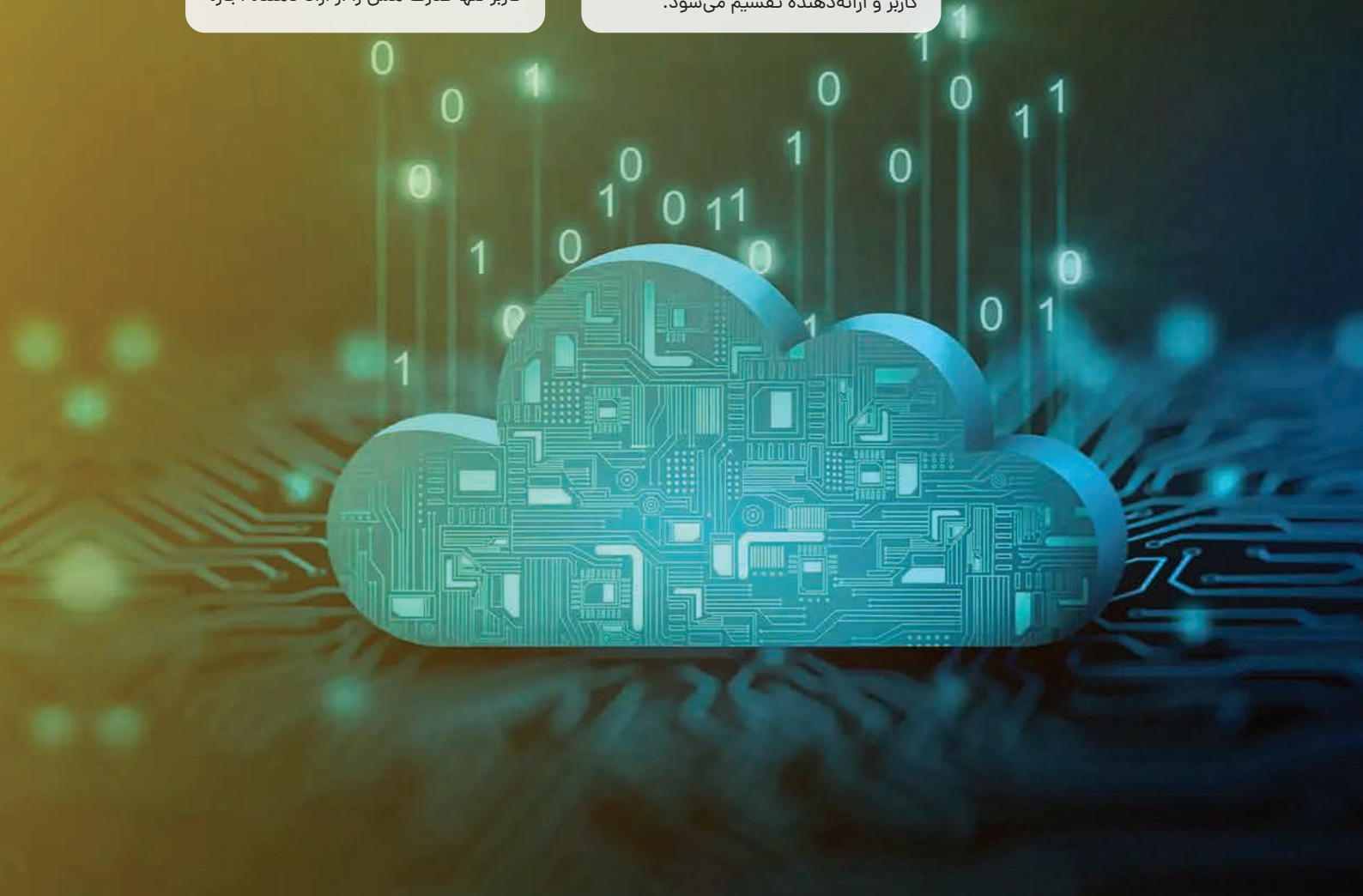
چیستی استخراج و روش‌های متداول

استخراج (Mining) فرآیندی است که در آن تراکنش‌های شبکه‌های بلاک‌چین، به ویژه آن‌هایی که از مکانیسم اثبات کار (Proof - of - Work - PoW) استفاده می‌کنند، تایید شده و به دفتر کل عمومی (بلاک‌چین) اضافه می‌شوند. در ازای این کار، استخراج‌کنندگان پاداش بلوک و کارمزد تراکنش‌ها را دریافت می‌کنند. روش‌های استخراج به طور کلی به سه دسته اصلی تقسیم می‌شوند که درک تفاوت آن‌ها برای تحلیل این حوزه حیاتی است.

مدل اول استخراج شخصی یا خودگردان (Self-Mining) نام دارد که در آن فرد شخصا سخت‌افزارهایی مانند دستگاه‌های ASIC (مدارهای مجتمع با کاربرد خاص) یا کارت‌های گرافیک GPU را خریداری و مدیریت می‌کند.

مدل دوم میزبانی از راه دور (Remote Hosting) است که ماینر در آن تجهیزات سخت‌افزاری خود را خریداری می‌کند، اما آن را در مراکز داده‌ای متعلق به شرکت‌های میزبان قرار می‌دهد تا هزینه‌های عملیاتی مانند برق و نگهداری کاهش یابد.

سومین و متداول‌ترین روش استخراج ابری (Cloud Mining) است. در این مدل، کاربر تنها قدرت هش را از ارائه‌دهنده اجاره



می‌کنـد و هیـچ مالکیتی بر سـخت‌افزار فیزیکـی نـدارد. ایـن روش خـود به دو مدل اصلی تقسـیم می‌شود: اجاره قدرت هش (Hashed Lease) و اجاره دسـتگاه مجـازی یـا فیزیکی کـه در عمل بسـیار شـبیه به میزبانـی از راه دور اسـت اما با انعطاف‌پذیری بیشتر ارائه می‌شود.

گردش نقدینگی و درآمدهای استخراج ابری

حوزه استخراج رمز ارزها، از جمله استخراج ابری، بخشی کلیدی از بازار جهانی ماینینگ رمز ارز است. بر اسـاس گزارش‌های معتبر جهانی، ارزش بازار استخراج رمز ارز در سال ۲۰۲۴ بـه چندین میلیارد دلار می‌رسـد و نرخ رشـد مرکب سالانه (CAGR) آن نیز تا سـال ۲۰۳۵ بیش از ۱۰ درصد تخمین زده شـده است. استخراج ابری به دلیل حذف موانع ورود، سهم فزاینده‌ای از این گردش نقدینگی را به خود اختصاص داده است. درآمدزایـی در اسـتخراج ابری بـه عواملی چون قیمت لحظه‌ای رمز ارز، دشواری شبکه، و قـدرت هش اجاره شـده بسـتگی دارد. قراردادهای اسـتخراج ابـری اغلب برای یک دوره مشخص، برای نمونه ۱۲ ماهه، منعقد می‌شوند و درآمدها به طورمعمول به صورت روزانه به کیف پول کاربر واریز می‌شود. سـودآوری اسـتخراج ابری، به دلیل کسر هزینه‌های نگهداری و برق توسـط شـرکت ارائه‌دهنـده، بـه طورمعمـول کمتـر از استخراج شخصی با مدیریت بهینه است، اما ریسـک‌های عملیاتی کمتری را متوجه کاربـر می‌سـازد. ارائه‌دهنـدگان طرح‌های بازگشـت سـرمایه‌ای را تبلیـغ می‌کننـد کـه با تغییرات شـدید قیمت رمـز ارزها، ممکن اسـت محقق نشوند، و این یکی از ریسک‌های اصلی این روش است.

فناوری‌ها و شرکت‌های فعال

جدیدتریـن فناوری‌های اسـتخراج ابری بر سه محور اصلی تمرکز دارند.

۱- بهینه‌سـازی مصرف انرژی با استفاده از دسـتگاه‌های ASIC با بهره‌وری انرژی بالا و مراکـز داده‌ای که در مناطقی با انرژی ارزان و تجدیدپذیر قرار دارند.

۲- مقیاس‌پذیـری و انعطاف‌پذیری با ارائه قراردادهای انعطاف‌پذیـر و امکان تنظیم سـریع قدرت هش اجاره شـده بر اساس شرایط بازار

۳- مدیریـت ریسـک از طریـق توسـعه پلتفرم‌هایی که قابلیت «سوییچ خودکار» بین استخراج سـودآورترین ارزها را فراهم می‌کنند تـا درآمد کاربر در نوسـانات بازار حفظ شود.

شـرکت‌های متعـددی در ایـن حـوزه فعالیـت می‌کننـد کـه از قدیمی‌تریـن و شناخته‌شـده‌ترین آن‌هـا می‌تـوان بـه Genesis Mining و HashFlare اشـاره کـرد. در حال حاضـر، پلتفرم‌هایـی مانند Hashing۲۴، ECOS و BeMine جـزو فعال‌ترین‌هـا محسـوب می‌شـوند کـه خدمات اجاره قدرت هش برای اسـتخراج بیت‌کویـن و سـایر ارزهـای PoW را ارائه می‌دهند. این شـرکت‌ها تلاش می‌کنند با شـفافیت در هزینه‌ها، نمایـش لحظه‌ای استخراج و پشتیبانی قوی، اعتماد کاربران را جلب کنند.

ابزارها و مقایسه فنی

ابزارهای اصلی در اسـتخراج ابری، در واقع سـخت‌افزارهای قوی و تخصصی هستند که توسـط شـرکت ارائه‌دهنـده مدیریت می‌شـوند. مهم‌تریـن ابزار، دسـتگاه‌های ASIC هسـتند کـه بـرای اسـتخراج یک الگوریتم هش خاص بهینه‌سـازی شده‌اند و بخـش عمـده قـدرت هـش ابـری را تامین می‌کنند. عـلاوه بر این، پلتفرم‌های نرم‌افـزاری تحـت وب و اپلیکیشـن‌های موبایـل ابزارهـای حیاتـی بـرای کاربران هسـتند که امـکان نظـارت بـر عملکرد، مدیریت قرارداد و برداشـت سود را فراهم می‌کننـد. بـرای درک بهتـر تفاوت‌هـای کلیدی بیـن مدل‌های اسـتخراج، جدول زیـر، ابعـاد تخصصـی ایـن رویکردها را مقایسه می‌کند.

نتیجه‌گیری و چشم‌انداز

اسـتخراج ابری رمـز ارزها را می‌تـوان به عنـوان یک ابـزار مالی غیرمسـتقیم برای کسـب درآمد از حوزه اسـتخراج دانست. این مدل به واسـطه حـذف دغدغه‌های فنی و هزینه‌های اولیه سنگین سخت‌افزار، برای سـرمایه‌گذاران خرد و مبتدی جذاب اسـت. با ایـن حال، ریسـک‌های جدی از جمله احتمال کلاهبرداری، افزایش مداوم دشـواری شـبکه و کاهش ناگهانی قیمت رمـز ارزها، همواره سـودآوری این روش را تحت‌الشـعاع قرار داده‌انـد. در آینده، با توجه به فشـار بر مصـرف انرژی و کاهش حاشـیه سـود اسـتخراج‌کنندگان سنتی، انتظار می‌رود که تمرکززدایی بیشتر و ارائه خدمات اسـتخراج ابری توسـط نهادهای بزرگ و کاملا شـفاف افزایـش یابد تا این بخـش از بازار بـه بلوغ و ثبات بیشـتری دست یابد.

مقایسه تفاوت‌های کلیدی بین مدل‌های استخراج رمزارز

معیار مقایسه	استخراج ابری	استخراج شخصی	میزبانی از راه دور
مالکیت سخت‌افزار	صفر (اجاره قدرت هش)	کامل (خرید و مدیریت)	کامل (خرید)
دانش فنی مورد نیاز	پایین (محدود به مدیریت پنل)	بسیار بالا (نصب، عیب‌یابی، نگهداری)	متوسط (انتخاب و تنظیمات اولیه)
هزینه‌های برق و نگهداری	در قرارداد محاسبه شده و کسر می‌شود	بسیار بالا و مستقیم	پرداخت به شرکت میزبان
ریسک کلاهبرداری	بسیار بالا در انتخاب ارائه‌دهنده	بسیار پایین (ریسک متوجه سخت‌افزار)	پایین (بستگی به اعتبار میزبان)
انعطاف‌پذیری	بالا (امکان خرید قراردادهای متنوع)	پایین (سرمایه‌گذاری ثابت)	متوسط (بستگی به شرایط میزبان)

صنعت سیمان را چطور تحلیل کنیم؟

راهنمای گام‌به‌گام تحلیل سهام سیمان در بورس؛ چگونه قوی‌ترین شرکت سیمانی را از بین ده‌ها گزینه شناسایی کنیم

گروه آموزش: تحلیل بنیادی یکی از مهم‌ترین ابزارهای ارزیابی در بازار سرمایه است که به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا با بررسی وضعیت مالی، عملیاتی و محیطی شرکت‌ها، ارزش واقعی سهام را برآورد کنند. در صنایع کالایی مانندصنعت سیمان، این تحلیل اهمیت دوچندانی دارد، زیرا نوسانات قیمتی، هزینه‌های انرژی، سیاست‌های صادراتی و وضعیت پروژه‌های عمرانی نقش مستقیم بر سودآوری شرکت‌ها دارند.

صنعت سیمان از قدیمی‌ترین و استراتژیک‌ترین صنایع کشور است. ایران با ظرفیت تولید بیش از۸۰ میلیون تن سیمان در سال، یکی از ۱۰ تولیدکننده بزرگ جهان محسوب می‌شود. این صنعت نه‌تنها به عنوان تأمین‌کننده مواد اولیه پروژه‌های عمرانی، مسکن، راه‌سازی و سدسازی اهمیت دارد، بلکه به‌واسطه اشتغال‌زایی و پیوندهای پسین و پیشین با سایر صنایع (مانند معدن و حمل‌ونقل) نقشی کلیدی در اقتصاد دارد.

در ایران بیش از ۷۰ کارخانه سیمان فعال‌اند که اغلب در بورس یا فرابورس حضور دارند. با وجود تعدد شرکت‌ها، بازار تا حدی انحصاری است و بخش قابل توجهی از ظرفیت تولید در اختیار چند هلدینگ بزرگ مانندسیمان فارس و خوزستان، شستا (هلدینگ سیمان تامین) وغدیر قرار دارد.

قیمت سیمان در ایران تا سال‌های اخیر تحت کنترل دولت بود، اما با آزادسازی تدریجی و عرضه در بورس کالا، سازوکار قیمتی شفاف‌تر شده است.

تحلیل بنیادی این صنعت را می‌توان در چهار محور اصلی ساختاربندی کرد:

۱.تحلیل محیطی و کلان (Macro Analysis)
۲.تحلیل صنعت (Industry Analysis)
۳.تحلیل شرکت (Company Analysis)
۴.ارزش‌گذاری (Valuation)

در ادامه هر بخش را به تفکیک بررسی می‌کنیم.

تحلیل محیطی و کلان

در تحلیل بنیادی صنعت سیمان، نخست باید متغیرهای کلان اقتصادی و محیطی را شناخت؛ زیرا سیمان محصولی وابسته به رشد اقتصادی، ساخت‌وساز و سیاست‌های عمرانی دولت است. مهم‌ترین عوامل محیطی عبارت‌اند از:

رشد اقتصادی و بودجه عمرانی: افزایش سرمایه‌گذاری دولت در پروژه‌های عمرانی، رشد بخش مسکن، و رونق ساخت‌وساز شهری، تقاضای سیمان را بالا می‌برد.در دوره‌هایی که رشد اقتصادی پایین و بودجه عمرانی کاهش می‌یابد، معمولاً فروش شرکت‌های سیمانی نیز افت می‌کند.

نرخ ارز و صادرات: سیمان ایران به کشورهای همسایه از جمله عراق، افغانستان، پاکستان و آسیای میانه صادر می‌شود. بنابراین نرخ ارز اثر مستقیم بررقابت‌پذیری صادراتی دارد.

افزایش قیمت دلار معمولاً به نفع شرکت‌های صادرات‌محور است، هرچند محدودیت‌های حمل‌ونقل و هزینه‌های مرزی می‌تواند بخشی از این مزیت را کاهش دهد.

سیاست‌های انرژی و قیمت سوخت: انرژی (گاز و برق) حدود ۳۰ تا ۴۰ درصد بهای تمام‌شده تولید سیمان را تشکیل می‌دهد. بنابراین هرگونه تغییر درنرخ گاز صنعتی یا برق، اثر قابل توجهی بر سودآوری دارد. در سال‌های اخیر، سیاست دولت مبنی بر واقعی‌سازی قیمت انرژی یکی از دغدغه‌های اصلی این صنعت بوده است.

وضعیت حمل‌ونقل و زیرساخت‌ها : به‌دلیل وزن زیاد و حاشیه سود پایین محصول، هزینه حمل‌ونقل در صنعت سیمان بسیار مهم است. نزدیکی کارخانه به مراکز مصرف یا بنادر صادراتی، یکی از مزیت‌های کلیدی شرکت‌هاست.

تحلیل صنعت سیمان

تحلیلگر بنیادی بعد از شناخت متغیرهای کلان اقتصادی و محیطی باید بر مسایل مهم صنعت متمرکز شود. در این بخش باید به میزان عرضه و تقاضا،سیاسته ای صادراتی،نوع سوخت،تکنولوژی تولید، مجوزها و عوامل زیست محیطی توجه کرد.

عرضه و تقاضای داخلی: برای ارزیابی جذابیت صنعت، باید تعادل عرضه و تقاضا را سنجید. در سال‌های اخیر، ظرفیت تولید بیش از میزان مصرف داخلی بوده است؛ این موضوع باعث رقابت قیمتی بالا وکاهش حاشیه سود شرکت‌ها شده است.از سوی دیگر، افزایش صادرات و کنترل عرضه در بورس کالا می‌تواند این مازاد را تعدیل کند.

سیاست‌های صادراتی: در تحلیل بنیادی باید بررسی شود که شرکت‌ها تا چه میزان امکان صادرات دارند و چه عواملی مانع آن می‌شوند. تحریم‌ها، مشکلات حمل‌ونقل زمینی، محدودیت‌های گمرکی کشورهای مقصد و نوسان نرخ ارز، همگی بر میزان صادرات تأثیرگذارند.

تکنولوژی تولید و نوع سوخت: کارخانه‌هایی که از تکنولوژی جدیدتر (مانند سیستم پیش‌گرم‌کن یا فیلترهای

نکات کلیدی برای تحلیلگر بنیادی

- **مقایسه روندی:** تغییرات فروش، هزینه‌ها و حاشیه سود در ۵ سال اخیر بررسی شود.
- **تحلیل فصلی:** در سیمان، تولید در نیمه دوم سال معمولاً کاهش می‌یابد؛ تحلیلگر باید این اثر را در پیش‌بینی‌ها لحاظ کند.
- **تحلیل منطقه‌ای:** موقعیت جغرافیایی کارخانه نسبت به مراکز مصرف و صادرات بررسی شود.
- **پیش‌بینی قیمت انرژی:** تغییرات تعرفه گاز و برق از مهم‌ترین سناریوهای پیش‌بینی است.
- **پایداری فروش صادراتی:** نوسانات بازار عراق و افغانستان اثر زیادی بر عملکرد دارد.
- **توجه به سیاست‌های دولت:** هرگونه طرح عمرانی یا یارانه‌ای در بخش مسکن بر تقاضای سیمان اثرگذار است.

الکترواستاتیکی) استفاده می‌کنند، مصرف انرژی و استهلاک کمتری دارند. در برخی کارخانه‌ها نیز امکان تغییر سوخت بین گاز و مازوت وجـود دارد کـه در فصولی با کمبـود گاز مزیت رقابتی محسـوب می‌شود.

عوامل زیست‌محیطی و مجوزها: آلودگی هوا و مصرف بالای انرژی، صنعت سـیمان را در معرض فشـارهای زیسـت‌محیطی قرار داده است. شـرکت‌هایی که موفق به دریافت گواهی‌های محیط‌زیستی یا اجرای پروژه‌های کاهش آلایندگی شـده‌اند، در آینده با ریسـک کمتری مواجه خواهند بود.

تحلیل شرکت

در این مرحله تمرکز تحلیل‌گر بر بررسی جزئیات عملکرد مالی شرکت است. مهم‌ترین بخش‌های آن عبارت‌اند از:

سـاختار درآمـدی: درآمـد شـرکت‌های سـیمانی از دو محـل حاصل می‌شود:

۱. فروش داخلی در بورس کالا

۲. صادرات سیمان و کلینکر

باید سـهم هر بخش، نرخ فـروش، و روند حجمی فروش را تحلیل کرد. بررسـی ترکیب فروش در چند سـال گذشـته تصویر روشنی ازپایداری درآمد ارائه می‌دهد.

بهـای تمام‌شـده تولید: هزینه مـواد اولیه (به‌ویژه سـنگ آهک و خاک رس)، سـوخت، برق، اسـتهلاک و حمل‌ونقـل از مهم‌ترین اجزای بهای تمام‌شده هسـتند.تحلیل‌گر باید ساختار هزینه‌ای را با میانگین صنعت مقایسـه کند تا مشـخص شود شرکت موردنظر از نظر بهره‌وری در چه جایگاهی قرار دارد.

حاشـیه سـود ناخالص، عملیاتی و خالص: این سـه شـاخص، معیارهـای کلیدی در تحلیل بنیادی هسـتند. شـرکت‌هایی که به دلایـل مکانی (نزدیکی به معادن یا بازار مصـرف)، انرژی ارزان‌تر یا فناوری بهتر، حاشیه سود بالاتری دارند، در بلندمدت ارزش بیشتری خواهند داشت.

بررسـی ترازنامه: در ترازنامه شرکت‌های سـیمانی معمولاً دو نکته مهم وجود دارد:

- بدهی‌های سنگین بانکی یا تسهیلات بلندمدت
- دارایی‌های ثابت باارزش (زمین، معدن، ماشین‌آلات)

تحلیلگر باید نسـبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (D/E) وبازده دارایی‌ها (ROA) را ارزیابی کند. برخی شرکت‌های قدیمی دارایی‌های ثبت‌شـده‌ای دارند که بسـیار کمتر از ارزش واقعی آن‌هاست؛ این نکته در ارزش‌گذاری نهایی اهمیت دارد.

جریان وجوه نقد: در صنایع سـرمایه‌بر مانند سیمان، جریان نقدی عملیاتی معیار دقیق‌تری نسبت به سود حسابداری است. تحلیلگر باید بررسـی کند آیا شرکت از محل فعالیت عملیاتی خودنقدینگی مثبت و پایدار تولید می‌کند یا خیر.

مدل ارزش‌گذاری در صنعت سیمان

در ارزش‌گذاری شرکت‌های سـیمانی معمولاً از دو رویکرد استفاده می‌شود:

مـدل تنزیل جریان نقدی (DCF) : در این روش، جریان نقدی آزاد شـرکت در سـال‌های آینده برآورد و با نرخ تنزیل مناسب (معمولاً میانگیـن وزنـی هزینـه سـرمایه WACC) به ارزش فعلـی تبدیل می‌شـود. در صنایع پایدار با نوسـان اندک، ایـن مدل دقیق‌ترین بـرآورد را ارائه می‌دهد؛ اما پیش‌نیاز آن داشـتن اطلاعات دقیق از فروش، نرخ رشد، هزینه انرژی و سرمایه‌گذاری‌های آتی است.

ریسک‌ها و فرصت‌های صنعت سیمان

⊗ ریسک‌ها

- افزایش قیمت انرژی (به‌ویژه گاز و برق)
- رقابت داخلی شدید و مازاد ظرفیت تولید
- محدودیت‌های صادراتی و تحریم‌ها
- کاهش بودجه عمرانی و رکود ساخت‌وساز
- مشکلات حمل‌ونقل در فصول سرد یا مرزها

☑ فرصت‌ها

- رشد طرح‌های عمرانی دولت (نهضت ملی مسکن)
- افزایش صادرات به کشـورهای بازسازی‌شـونده (عراق، سوریه)
- افزایش قیمت جهانی کلینکر و سیمان
- اصـلاح سـاختار بـازار از طریـق بـورس کالا و شفافیت قیمتی
- اسـتفاده از فناوری‌هـای جدیـد بـرای کاهـش مصرف انرژی

مدل مقایسـه‌ای (نسـبت‌های بازار): در این روش، نسبت‌هایی مانندP/E، P/B یا EV/EBITDA شـرکت با میانگین صنعت یا رقبای مشابه مقایسه می‌شود.برای مثال اگر میانگین P/E صنعت سیمان ۶ و P/E شـرکت ۴ باشد، با فرض ثبات سایر شرایط، می‌توان گفت سهام undervalued است.

جمع‌بندی

تحلیل بنیادی صنعت سیمان در ایران، نیازمند ترکیب دانش مالی، صنعتـی و اقتصادی اسـت. تحلیلگر باید بتوانـد از داده‌های خرد (صورت‌های مالی شرکت‌ها) و داده‌های کلان (نرخ انرژی، صادرات، بودجه عمرانی و نرخ ارز) تصویری جامع از آینده صنعت ترسیم کند. در شـرایط کنونی اقتصاد ایران، ۳ عامل آزادسـازی قیمت‌ها، رشد احتمالی پروژه‌های عمرانـی و افزایش نرخ ارز می‌توانند روندرو به بهبودی برای صنعت سـیمان ایجاد کنند. با این حال، چالش‌هایی چون هزینه انرژی و فرسودگی تجهیزات همچنان پابرجاست.

بنابراین در تحلیل بنیادی این صنعت، تمرکز بربهره‌وری انرژی، موقعیت جغرافیایـی کارخانه، ترکیب فـروش داخلی و صادراتـی، و ارزش دارایی‌های ثابت می‌تواند به برآورد دقیق‌تر ارزش واقعی شرکت‌ها کمک کند.

نسبت‌ها و شاخص‌های کلیدی در تحلیل بنیادی سیمان

شاخص	نسبت یا متغیر	کاربرد تحلیلی
سودآوری	حاشیه سود ناخالص سود عملیاتی، ROE	سنجش بازده فعالیت
کارایی	گردش موجودی کالا بهره‌وری انرژی	ارزیابی بهره‌وری
نقدینگی	نسبت جاری نسبت آنی	توان پرداخت تعهدات
بدهی	نسبت بدهی پوشش بهره	ارزیابی ریسک مالی
ارزش‌گذاری	P/E، P/B EV/EBITDA	برآورد ارزش سهام
عملکرد صادراتی	نسبت صادرات به کل فروش	پایداری درآمد ارزی

کسب سود از دل تفاوت‌ها

وقتی سرعت، دقت و هوشمندی جای پیش‌بینی را می‌گیرد

گروه آموزش: در جهانی که پر از ریسک و نوسان است، تصور کنید راهی وجود دارد برای کسب سود بدون ریسک، آن‌هم نه از طریق شانس یا حدس، بلکه با ریاضی و دقت. اینجا جایی است که مفهوم «آربیتراژ» وارد می‌شود؛ تکنیکی قدیمی اما همواره زنده در دنیای اقتصاد، بورس، رمزارز و حتی زندگی روزمره. آربیتراژ، یعنی استفاده از اختلاف قیمت یک کالا یا دارایی در دو بازار مختلف و کسب سود از این شکاف، بدون نیاز به پیش‌بینی آینده یا پذیرش ریسک‌های سنگین.

وقتی قیمت دروغ می‌گوید

فرض کنید یک گوشی موبایل در تهران ۱۰ میلیون تومان قیمت دارد، اما همان گوشی در دوبی معادل ۸ میلیون تومان به فروش می‌رسد. اگر شما بتوانید گوشی را از دوبی بخرید و در تهران بفروشید، بدون آن‌که قیمت تغییر کند یا بازار بالا و پایین شود، سود خالصی از این اختلاف قیمت به دست می‌آورید. این ساده‌ترین نمونه از آربیتراژ است. در بازارهای مالی هم دقیقا چنین رفتاری جریان دارد، با این تفاوت که دارایی‌ها می‌توانند سهام، رمزارز، طلا یا حتی انرژی باشند و این اختلاف قیمت گاهی تنها چند ثانیه دوام دارد.

آربیتراژ در بازارهای مالی

در بورس‌های جهانی و حتی در بازارهای رمزارز، آربیتراژ یکی از مهم‌ترین روش‌های معاملاتی است. برای نمونه، ممکن است سهام یک شرکت در بورس نیویورک با قیمت ۱۰۲ دلار معامله شود، در حالی که همان سهم در بورس لندن با معادل دلاری ۱۰۵ دلار در حال خرید و فروش است. معامله‌گر هوشمند، با خرید از بازار ارزان‌تر و فروش در بازار گران‌تر، از این تفاوت سود می‌برد. البته این فرآیند به فناوری بالا، دسترسی هم‌زمان به چند بازار و اجرای سریع نیاز دارد.

رمزارز و فرصتی به نام تفاوت قیمت صرافی‌ها

در دنیای رمزارز، آربیتراژ به شکل پررنگ‌تری رخ می‌دهد. دلیل آن وجود ده‌ها صرافی با قیمت‌های متفاوت و سرعت هماهنگ‌سازی پایین است. برای نمونه، ممکن است قیمت بیت‌کوین در صرافی داخلی ۲ میلیارد تومان باشد، در حالی که در یک صرافی خارجی معادل ریالی آن ۱.۹۵ میلیارد تومان است. معامله‌گری که هم در صرافی داخلی و هم خارجی حساب فعال دارد، می‌تواند بیت‌کوین را از صرافی خارجی بخرد، به صرافی داخلی منتقل کند و با فروش آن، از اختلاف قیمت سود بگیرد.

همیشه سودآور نیست

اگرچه آربیتراژ ظاهرا بدون ریسک به نظر می‌رسد، اما در عمل موانع و هزینه‌هایی وجود دارد که سود نهایی را کاهش یا حتی از بین می‌برد. یکی از مهم‌ترین این موانع، کارمزدهای خرید، فروش، انتقال یا تبدیل است. گاهی ممکن است اختلاف قیمت فقط چند درصد باشد، اما کارمزد انتقال رمزارز یا هزینه‌های جانبی آن‌قدر زیاد باشد که سود را ببلعد. همچنین، در برخی بازارها تاخیر زمانی در انتقال دارایی‌ها یا محدودیت‌های قانونی، ممکن است مانع اجرای سریع معامله شود.

آربیتراژ مثل برق می‌پرد

آربیتراژ از آن فرصت‌هایی است که یک لحظه هست و لحظه‌ای بعد نیست؛ چراکه با انجام معامله توسط آربیتراژگر، تعادل قیمت برقرار می‌شود. اگر هزار نفر هم‌زمان از یک اختلاف قیمت استفاده کنند، آن اختلاف بلافاصله از بین می‌رود. به همین دلیل است که آربیتراژ بیشتر در اختیار کسانی است که به ابزارهای پیشرفته، اتصال پرسرعت و هوش مصنوعی دسترسی دارند. شرکت‌های بزرگ مالی یا بات‌های معاملاتی، با چشم‌برهم‌زدنی این فرصت‌ها را شکار می‌کنند.

آربیتراژ در ایران

در بازار ایران نیز مفهوم آربیتراژ مصادیق زیادی دارد. از اختلاف نرخ ارز بین بازار آزاد و بازار نیما، تا تفاوت قیمت طلا در بازار داخلی و بازارهای جهانی. بسیاری از فعالان اقتصادی با خرید از یک بازار و فروش در بازار دیگر، سود کسب می‌کنند. با این

انواع آربیتراژ و ویژگی‌های آن‌ها

نوع آربیتراژ	توضیح ساده	مثال ملموس
مکانی	خرید در یک بازار و فروش در بازار دیگر	خرید بیت‌کوین از صرافی خارجی و فروش در صرافی داخلی
زمانی	خرید و نگهداری دارایی تا زمانی‌که قیمت اصلاح شود	خرید سکه طلا در زمان رکود و فروش پس از رشد ناگهانی
آماری	استفاده از مدل‌های ریاضی برای کشف رابطه بین دارایی‌های همبسته	معامله هم‌زمان روی دو سهم که همیشه با نسبت خاصی حرکت می‌کنند
شاخصی	اختلاف قیمت بین ارزش واقعی سبد سهام و قیمت شاخص مرتبط	آربیتراژ بین شاخص S&P۵۰۰ و ETF آن
بهره‌ای	استفاده از اختلاف نرخ بهره در دو کشور مختلف	قرض گرفتن پول در کشوری با نرخ بهره پایین و سرمایه‌گذاری در کشور با نرخ بالا

حـال، محدودیت‌هایی چـون تحریم، نبود دسترسـی به بازارهـای بین‌المللی، نرخ‌های چندگانـه و مقـررات نظارتـی، گاهی اجرای آربیتراژ را با چالش‌هایی جدی همراه می‌کند. در بـازار رمـزارز ایـران نیز اختـلاف قیمت صرافی‌هـا یا نرخ تبدیل ارزهـای دیجیتال، فرصتـی جذاب بـرای آربیتـراژ فراهم کرده، هرچند با ریسک‌هایی چون محدودیت‌های واریز و برداشـت، نوسـانات قیمت و زمان تایید تراکنش.

گونه‌های مختلف آربیتراژ

در عمل، آربیتراژ به اشـکال گوناگون ظاهر می‌شـود. گاهی اختلاف قیمت بین دو بازار مختلف است، گاهی بین دو زمان مختلف. گاهی در قالب اختلاف قیمت بین دو دارایی وابسـته و گاهی در قالب فرصت‌هایی که با اسـتفاده از مشـتقات مالی، شاخص‌ها یا حتی نرخ بهره ایجاد می‌شوند. شناخت این گونه‌ها، به درک بهتر عملکرد بازار و ابزارهای آن کمک زیادی می‌کند.

آربیتراژ و نقش آن در تعادل بازار

اگرچه آربیتراژ ممکن است به چشم یک فرصت سـودآور نگاه شـود، اما نقـش مهم‌تری در اقتصاد دارد و آن حفظ تعادل قیمت‌ها است. وقتی اختلاف قیمت در دو بازار وجود دارد و آربیتراژگرها از آن استفاده می‌کنند، به‌مرور آن اختلاف از بین می‌رود. این موجب می‌شـود که بازارها به سمت کارایی حرکت کنند. از این منظر، آربیتراژ یک مکانیزم خودتنظیم‌گر است که به کشـف قیمت منصفانه کمک می‌کند. حتی در اقتصاد کلاسـیک نیز وجود آربیتراژ به‌عنوان پیش‌نیازی بـرای بهره‌وری بازارها در نظر گرفته می‌شود.

فرصت در عصر سرعت

در دنیـای امروزکه اطلاعات با سـرعت نور منتقل می‌شود، آربیتراژ به یک مسابقه برای سـرعت، دقت و فناوری تبدیل شده است. اگرچـه از نظرتئوریک بدون ریسـک به نظر می‌رسـد، اما در عمل نیازمند ابـزار، تجربه و تحلیل دقیق اسـت. برای سرمایه‌گذارانی که تازه‌وارد بازار شـده‌اند، شـناخت مفهوم آربیتـراژ نه‌تنها درک بهتری از سـاختار بازار فراهم می‌کنـد، بلکـه در تصمیم‌گیری‌های آگاهانـه نیـز نقش مهمـی ایفـا می‌کند. در نهایـت، آربیتـراژ را می‌تـوان هنر دیدن تفاوت‌هـا در دنیایـی دانسـت کـه همه به‌دنبال شباهت می‌گردند؛ فرصتی برای آنان که زودتر، دقیق‌تـر، عمیق‌تر و بی‌درنگ‌تر و هوشمندانه‌تر نگاه می‌کنند.



سـواد گمـشده

بررسی نشانه‌های هشدار دهنده ضعف سواد مالی در جامعه

گـروه آمـوزش: در جهـان امروز داشـتن «سـواد مالـی» یکی از ضروری‌ترین مهارت‌های زندگی اسـت. سـواد مالی نه فقط توانایی افراد را برای مدیریت مؤثر درآمد، هزینه، پس‌انداز و سرمایه‌گذاری افزایش می‌دهد، بلکه در سطوح کلان، به ایجاد جامعه‌ای مسئول‌تر و اقتصادی پایدارتر منجر می‌شـود با این حال در ایران سطح سواد مالی در میان آحاد جمعیت پایین است.

سـواد مالـی (Financial Literacy) بـه توانایی افـراد در درک و استفاده مؤثر از مفاهیم و ابزارهای مالی برای تصمیم‌گیری آگاهانه درباره مدیریت پول، بودجه‌بندی، سـرمایه‌گذاری، پس‌انداز، وام و ریسک اطلاق می‌شود.

به بیان ساده، فرد با سواد مالی می‌تواند درآمد خود را بودجه‌بندی کنـد؛ نیازهای امروز و آینـده خود را از نظر مالی تشـخیص دهد، تصمیمـات منطقـی دربـاره مصرف، پس‌انـداز یا سـرمایه‌گذاری بگیـرد، از دام‌های رایـج مالی (وام‌های پرریسـک، کلاهبرداری‌های سرمایه‌گذاری، خرید احساسی و...) دور بماند.

در ایـران اما بسـیاری از سـرمایه‌گذاران تـازه‌وارد بدون آشـنایی بـا مفاهیم پایه مالی، وارد بازار سـرمایه می‌شـوند و متأسـفانه بخشـی از آن‌هـا به‌دلیـل نبـود درک مالـی کافی، متحمـل زیان می‌شـوند. بنابراین، پرداختن به سـواد مالی و بررسـی کاربردهای آن در بـازار سـرمایه، یکـی از اولویت‌هـای مهـم آموزش‌هـای اقتصادی است.

وضعیت سواد مالی در ایران

گزارش‌هـای بین‌المللی نشـان می‌دهـد که میانگین سـواد مالی در بیشـتر کشـورها پایین‌تر از سـطح مطلوب اسـت. بر اسـاس مطالعه‌ای از مؤسسـه S&P Global در سـال ۲۰۱۵ که ۱۴۰ کشور را بررسـی کرده، تنها یک‌سـوم جمعیت بزرگسال جهان دارای سواد مالـی کافی هسـتند. در ایران نیـز، اگرچه آموزش‌هایـی در حوزه مالـی وجود دارد، اما هنوز آموزش رسـمی سـواد مالـی در نظام آموزشـی کشور نهادینه نشده اسـت و برخی برآوردهای غیر رسمی نشـان می‌دهد که کمتـر از۲۰ درصد ایرانی‌ها از سـواد مالی کافی برخوردار هستند.

ایـن کمبـود به‌ویژه در بازار سـرمایه، آثار خود را نشـان می‌دهد. بسـیاری از سـرمایه‌گذاران جدید بدون دانش اولیـه وارد بورس می‌شـوند، تحت تأثیر شـایعات و فضای مجازی معامله می‌کنند و از تحلیل بنیادی و تکنیکال بی‌اطلاع هستند. شاید به همین دلیل



است که بازارســهام ایران در دوره‌های زیادی تحت تاثیر هیجانات قرار می‌گیرد.

چرا سواد مالی در بازار سرمایه حیاتی است؟

بازار ســرمایه از نظر پیچیدگی، رفتار انســانی و ارتباط مســتقیم با روان‌شناســی مالی، یکــی از پیچیده‌ترین محیط‌های مالی اســت. داشتن ســواد مالی برای حضور آگاهانه در این فضا ضروری است، اثرات افزایش سواد مالی عبارتند از:

۱. کاهش رفتارهای هیجانی

فرد دارای ســواد مالی می‌داند که بازار سرمایه پر از نوسان است و تصمیم‌گیری بر اســاس شایعه یا ترس، به‌ندرت نتیجه مثبت دارد. چنین فردی به‌جای رفتار هیجانی، بر تحلیل داده‌ها تکیه می‌کند.

۲. درک مفاهیم مالی و صورت‌های مالی شرکت‌ها

فرد با ســواد مالی می‌فهمد صورت ســود و زیان یعنی چه، دارایی و بدهی شــرکت چگونه تراز می‌شود، و ســود انباشته چه معنایی دارد. ایــن دانــش به او کمک می‌کند تا از شــرکت‌های پرریســک فاصله بگیرد.

۳. تشخیص ریسک‌های پنهان

در بازار ســرمایه، بسیاری از ریسک‌ها پنهان‌اند و تنها با دانش مالی می‌توان آن‌ها را تشــخیص داد؛ مانند ریسک نقدشوندگی، ریسک صنعت، یا ریسک مدیریت شرکت.

۴. برنامه‌ریزی برای افق‌های زمانی مختلف

ســرمایه‌گذار با ســواد مالی، اهداف خود را به‌خوبی می‌شناسد و بین ســرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت تمایز قائل می‌شود.

۵. درک سود مرکب و اثرات بلندمدت سرمایه‌گذاری

ســواد مالی باعث می‌شــود فرد به اثر ســود مرکب واقف باشد و بداند که حتی ســرمایه‌گذاری‌های کوچک امــا منظم،در طول زمان می‌توانند نتایج شگفت‌انگیزی ایجاد کنند.

نقش سواد مالی در ارتقای بازار سرمایه

تقویت سواد مالی در سطح جامعه می‌تواند به بهبود کیفیت بازار سرمایه منجر شود. برخی از نتایج احتمالی آن عبارتند از:

- **افزایــش عمق بازار:** حضور ســرمایه‌گذاران آگاه باعث پایداری و کارآمدی بازار می‌شود.
- **کاهش نوســانات احساســی:** معامله‌گران با دانش، کمتر تحت تأثیر هیجانات قرار می‌گیرند.
- **رشــد صندوق‌هــای ســرمایه‌گذاری و ابزارهــای مالــی جدید:** ســرمایه‌گذاران مطلع‌تر، استقبال بیشــتری از ابزارهای جدید مالی نشان می‌دهند.
- **افزایش شــفافیت و مطالبه‌گری:** ســهامداران با سواد مالی، از شرکت‌ها شفافیت و گزارش‌دهی صحیح مطالبه می‌کنند.

چالش‌های توسعه سواد مالی در ایران

با وجود اهمیت ســواد مالی، موانعی در مسیر گسترش سواد مالی در ایــران وجود دارد. به طور مثال نبود آموزش رســمی در مدارس و دانشــگاه‌ها، فقدان منابع آموزشی ساده و کاربردی، غلبه فرهنگ مصرف‌گرایــی و تصمیم‌گیری کوتاه‌مــدت، اطلاعات غلط در فضای مجازی از جمله موانع توسعه سواد مالی در ایران هستند.

بررســی‌ها نشــان می‌دهد بیشــتر ایرانی‌ها در طــول تحصیل خود هیچ‌گونــه آموزش مالی عملی نمی‌بیننــد و زمانی که وارد بازارهای مالی می‌شــود به‌دنبال سود سریع هستند و برای آینده برنامه‌ریزی نمی‌کنند.

نکته مهم اما این اســت که زمانی که فردی در تلاش اســت تا سواد مالــی اش را افزایش دهد با منابع و اطلاعاتی مواجه می‌شــود که پیچیده ،تخصصی و غیر بومی هستند. در کنار آن در فضای مجازی و شبکه‌های اجتماعی صفحات زیادی اطلاعات نادرست یا جهت‌دار در حوزه مالی منتشر می‌کنند که می‌تواند موجب سردرگمی افراد شود.

راهکارهای پیشنهادی برای ارتقای سواد مالی

پیشــنهادهای زیادی برای افزایش ســواد مالی در ایران وجود دارد به طــور مثال گنجاندن آمــوزش مالی در برنامه درســی مدارس و دانشــگاه‌ها و ترویج اســتفاده از مشــاوران مالــی و صندوق‌های ســرمایه‌گذاری حرفه‌ای از جمله راهکارهای توســعه سواد مالی در ایران است.

همچنین راه‌انــدازی کمپین‌های عمومی برای ســواد مالی و تولید محتوای آموزشــی ســاده و بومی‌سازی‌شــده (ویدیو، پادکســت، اینفوگرافیک) می‌تواند به توسعه سواد مالی در ایران کمک کند.

اگرچه توســعه ســواد مالی نیازمند برنامه‌ریزی، آموزش مســتمر و حمایت نهادهای مالی اســت، اما با گام‌های تدریجی و پیوســته، می‌توان به جامعه‌ای دست یافت که تصمیمات مالی آن‌ها بر پایه عقلانیت، تحلیل و آینده‌نگری بنا شده است.

سواد مالی؛ کلید موفقیت در بازار سرمایه

**در دنیای پرشتاب امروز، تصمیمات مالی ناآگاهانه می‌تواند آینده‌مان را شکل دهد.
آیا از سواد مالی کافی برخورداریم؟**

سواد مالی یعنی چه؟

**مجموعه‌ای از مهارت‌ها برای مدیریت هوشمندانه پول
سرمایه‌گذاری، ریسک و پس‌انداز.**

چهار ستون سواد مالی

۰۱ بودجه‌بندی و هزینه‌کرد

۰۲ پس‌انداز و برنامه‌ریزی

۰۳ درک بدهی و اعتبار

۰۴ سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک

کاربردهای سواد مالی در بازار سرمایه

۰۱ درک ریسک و بازده

۰۲ خواندن صورت‌های مالی

۰۳ تصمیم‌گیری منطقی در نوسانات

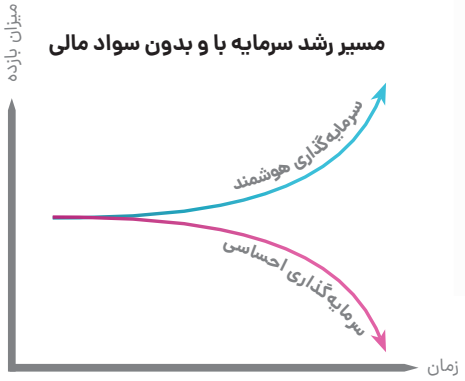
۰۴ افق سرمایه‌گذاری بلندمدت

۰۵ شناخت سود مرکب

نکته

«هر سرمایه‌گذار بدون سواد مالی، مانند راننده‌ای است که بدون آگاهی از قوانین رانندگی وارد بزرگراه شده است.»

مسیر رشد سرمایه با و بدون سواد مالی



گام‌های کلیدی برای افزایش سواد مالی

۱- مطالعه مستمر

۲- استفاده از صندوق‌های سرمایه‌گذاری

۳- مشورت با مشاور مالی

۴- دوری از شایعات

۵- آموزش از منابع معتبر

پیام بازار

در بازار سرمایه، علم و تحلیل جایگزین هیجان و شایعه‌اند. با یادگیری سواد مالی، نه‌تنها از سرمایه خود محافظت می‌کنید، بلکه به رشد اقتصاد کشور نیز کمک می‌کنید.

سواد مالی؛ سلاح سرمایه‌گذار هوشمند

چگونه درک مفاهیم مالی می‌تواند مسیر موفقیت در بازار سرمایه را هموار کند؟

گروه آموزش: در دنیای پیچیده امروز، مواجهه با مفاهیم و ابزارهای مالی گوناگون، اجتناب‌ناپذیر است. این پیچیدگی به ویژه در بازار سرمایه، با تنوع فرصت‌های سرمایه‌گذاری و محصولات مالی، نمود بیشتری پیدا می‌کند. برای آنکه افراد بتوانند در این عرصه به درستی عمل کرده و تصمیمات آگاهانه بگیرند، داشتن درک قوی از اصول مالی، که از آن به عنوان سواد مالی یاد می‌شود، ضرورتی انکارناپذیر است.

افزایش پیچیدگی بازارهای مالی، ناشی از نوآوری و جهانی شدن، به طور مستقیم نیاز به سواد مالی را افزایش می‌دهد. بدون داشتن درک پایه‌ای از مفاهیم مالی، افراد بیشتر در معرض تصمیمات مالی نامناسب قرار می‌گیرند.

برای درک و استفاده مؤثر از این محصولات متنوع و اغلب پیچیده، سطح بالاتری از سواد مالی مورد نیاز است. بنابراین، پیچیدگی بازار به عنوان یک عامل اساسی، اهمیت سواد مالی را دوچندان می‌کند. علاوه بر اجتناب از اشتباهات، سواد مالی به افراد کمک می‌کند تا به طور فعال از فرصت‌های ایجاد ثروت و امنیت مالی، به ویژه در بازار سرمایه، بهره‌مند شوند. بررسی‌ها نشان می‌دهد که سواد مالی منجر به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتر و انباشت ثروت می‌شود.

معنای واقعی سواد مالی چیست؟

تعریف واحد و مورد توافقی برای سواد مالی وجود ندارد، اما با بررسی منابع معتبر، می‌توان به مجموعه‌ای از عناصر مشترک در تعاریف ارائه شده دست یافت. کمیسیون آموزش سواد مالی، آن را ترکیبی از مهارت‌ها، دانش و ابزارهایی می‌داند که به افراد در تصمیم‌گیری‌ها و اقدامات مالی کمک می‌کند. سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD) نیز تعریفی مشابه ارائه کرده و سواد مالی را دانش درک مفاهیم اقتصادی و شناختن ریسک‌های مالی و مهارت به کار بستن این دانش برای تصمیم‌گیری‌های صحیح مالی می‌داند. برخی مراجع علمی دیگر سواد مالی را توانایی قضاوت آگاهانه و انجام اقدامات مؤثر در مورد نحوه استفاده از منابع مالی و مدیریت پول در زمان حال و آینده تعریف کرد. این مهارت شامل درک درست از انتخاب‌های مالی، برنامه‌ریزی برای آینده، خرج کردن عاقلانه پول، آمادگی برای مواجهه با بحران‌های مالی و پس‌انداز صحیح می‌شود.

به طور خلاصه، تعاریف مختلف بر عناصر کلیدی زیر تأکید دارند:

- **دانش:** درک مفاهیم و اصول اساسی مالی.
- **مهارت‌ها:** توانایی به کارگیری این دانش برای مدیریت مؤثر پول، بودجه‌بندی، پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و مدیریت بدهی.
- **نگرش:** داشتن اعتماد به نفس و انگیزه برای کنترل امور مالی شخصی.
- **رفتار:** عمل کردن به گونه‌ای که منجر به نتایج مالی مثبت شود.

سواد مالی فراتر از مدیریت مالی شخصی است و شامل درک محصولات و خدمات مالی موجود در بازار سرمایه نیز می‌شود. در حالی که تعاریف مختلفی برای سواد مالی ارائه شده است، همگی بر این نکته تأکید دارند که سواد مالی یک مفهوم جامع است که نه فقط شامل دانش نظری می‌شود، بلکه کاربرد عملی آن دانش برای دستیابی به رفاه مالی را نیز در برمی‌گیرد.

بررسی تعاریف گوناگون نشان می‌دهد که همه آنها شامل عنصری از درک مفاهیم مالی هستند. با این حال، بسیاری از آن‌ها برکاربرد این درک از طریق مهارت‌ها و رفتارها نیز تأکید می‌کنند. این موضوع نشان می‌دهد که صرفاً داشتن اطلاعات مالی کافی نیست؛ بلکه سواد مالی واقعی نیازمند توانایی استفاده مؤثر از این دانش است. علاوه بر این، گنجاندن «نگرش» و «اعتماد به نفس» در برخی تعاریف نشان می‌دهد که عوامل روانشناختی نقش مهمی در سواد مالی و تصمیم‌گیری، به ویژه درمحیط‌های بالقوه پرخطر مانند بازار سرمایه، ایفا می‌کنند.

برخی از کارشناسان مالی بر اهمیت اعتماد به نفس در کنار دانش تأکید دارند. این موضوع حاکی از آن است که حتی با داشتن دانش کافی، فقدان اعتماد به نفس ممکن است افراد را از اتخاذ تصمیمات مالی درست یا مشارکت فعال در بازار سرمایه باز دارد. در مقابل، اعتماد به نفس بیش از حد بدون دانش کافی می‌تواند منجر به رفتارهای پرخطر شود.

اهمیت بی‌بدیل سواد مالی در بازار سرمایه

سواد مالی با ایجاد اعتماد به نفس در مواجهه با پیچیدگی‌های بازار سرمایه، اضطراب و احتمال تصمیمات تکانشی یا احساسی را کاهش می‌دهد.

تحقیقات نشان می‌دهد که بین سطح سواد مالی و مشارکت در بازار سهام، همچنین انتخاب‌های سرمایه‌گذاری بهتر و انباشت ثروت، رابطه مستقیمی وجود دارد.

علاوه بر این، سواد مالی نقش مهمی در محافظت از سرمایه‌گذاران در برابر کلاهبرداری‌ها و طرح‌های فریبکارانه‌ای که ممکن است در بازارهای مالی رایج باشند، ایفا می‌کند.

در نهایت، افزایش سطح سواد مالی در بین عموم مردم می‌تواند به کارایی و ثبات بیشتر بازار سرمایه به طور کلی کمک کند. فقدان سواد مالی می‌تواند منجر به خسارات مالی قابل توجهی در بازار سرمایه شود، حتی برای افرادی که دارای سطوح بالای تحصیلات عمومی هستند.

این نشان می‌دهد که دانش مالی یک مجموعه مهارت مجزا است که لزوماً با

موفقیت‌های تحصیلی در سایر زمینه‌ها مرتبط نیست.

تحقیقات نشان می‌دهد که چگونه بسیاری از افراد تحصیل‌کرده به دلیل عدم آگاهی تخصصی در حوزه مالی، بخش عمده‌ای از ثروت خود را در بازار سهام از دست داده‌اند.

این مثال به خوبی نشان می‌دهد که هوش عمومی یا موفقیت تحصیلی به طور خودکار به سواد مالی، به ویژه در بازارهای پیچیده‌ای مانند بازار سرمایه، تبدیل نمی‌شود.

سواد مالی به عنوان یک مکانیسم محافظتی برای سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه عمل می‌کند و آن‌ها را قادر می‌کند تا سرمایه‌گذاری‌های پرخطر یا نامناسب را شناسایی و از آن‌ها اجتناب کنند و در نتیجه، از سرمایه خود محافظت کنند.

کارشناسان تأکید دارندکه افراد با سواد مالی بهترمی‌توانند ریسک‌ها را درک کنند و کمتر احتمال داردکه در رفتارهای پرخطر شرکت کنند. این موضوع نشان‌دهنده یک رابطه علت و معلولی است؛ به این صورت که سواد مالی به سرمایه‌گذاران قدرت می‌دهد تا تصمیمات سنجیده بگیرند و در نتیجه، خسارات احتمالی در بازار سرمایه را کاهش دهند.

عناصر اصلی سواد مالی برای فعالان بازار سرمایه

برای مشارکت مؤثر در بازار سرمایه، افراد نیازمند کسب مجموعه‌ای از مهارت‌ها و دانش‌های اساسی در حوزه سواد مالی هستند.

بودجه‌بندی و مدیریت هزینه‌ها: درک درآمد و هزینه‌ها، مبنای داشتن سرمایه مازاد برای سرمایه‌گذاری است. پیگیری هزینه‌ها و ایجاد بودجه برای شناسایی زمینه‌های پس‌انداز بالقوه بسیار مهم است.

نقش پس‌انداز: پس‌انداز برای جمع‌آوری سرمایه مورد نیاز برای شروع سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه حیاتی است. درک تفاوت بین پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و اینکه چگونه پس‌انداز مقدمه‌ای برای سرمایه‌گذاری است، اهمیت دارد.

بهره: درک مفهوم بهره، شامل بهره ساده و مرکب، و ارتباط آن با سرمایه‌گذاری‌ها و وام‌ها.

تورم: تعریف تورم و بحث در مورد تأثیر آن بر قدرت خرید پول و اهمیت سرمایه‌گذاری برای پیشی گرفتن از تورم.

ارزش زمانی پول: آشنایی با این ایده که پول موجود امروز به دلیل ظرفیت بالقوه کسب درآمد، ارزشمندتر از همان مقدار در آینده است.

آشنایی با ریسک و بازده: درک رابطه ریسک و بازده و اینکه چگونه تحمل ریسک بر تصمیمات سرمایه‌گذار اثر می‌گذارد.

اهمیت تنوع‌بخشی: آشنایی با مفهوم تنوع‌بخشی، گسترش سرمایه‌گذاری‌ها در طبقات دارایی، صنایع یا مناطق جغرافیایی مختلف برای کاهش ریسک کلی سبد سرمایه‌گذاری.

هزینه سواد مالی پایین اجتناب از اشتباهات رایج

فقدان سواد مالی، هنگام سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌تواند پیامدهای منفی متعددی به همراه داشته باشد.

تصمیمات سرمایه‌گذاری ضعیف: سرمایه‌گذاران با سواد مالی پایین بیشتر احتمال دارد که تصمیمات سرمایه‌گذاری تکانشی، بدون تحقیق کافی یا مبتنی بر احساسات بگیرند.

آسیب‌پذیری در برابر کلاهبرداری: فقدان دانش مالی، افراد را در برابر کلاهبرداری‌های مالی و طرح‌های پانزی رایج در بازار سرمایه یا پیرامون آن آسیب‌پذیرتر می‌کند.

پذیرش ریسک بیش ازحد: بدون درک مشخصات ریسک و بازده، سرمایه‌گذاران ممکن است ریسک‌هایی را بپذیرند که با وضعیت مالی یا اهدافشان همخوانی ندارد و به طور بالقوه منجر به خسارات قابل توجهی می‌شود.

عدم تنوع‌بخشی کافی: عدم درک مفهوم تنوع‌بخشی می‌تواند منجر به سبدهای سرمایه‌گذاری متمرکز شود که در برابر نوسانات بازار در بخش‌ها یا شرکت‌های خاص بسیار آسیب‌پذیر هستند.

نادیده گرفتن هزینه‌ها: سرمایه‌گذاران با سواد مالی پایین ممکن است تأثیر هزینه‌های معاملاتی، کمیسیون کارگزاری و هزینه‌های مدیریت صندوق را نادیده بگیرند که می‌تواند بازده سرمایه‌گذاری را کاهش دهد.

از دست دادن فرصت‌ها: ترس یا سوءتفاهم در مورد بازار سرمایه به دلیل فقدان دانش می‌تواند منجر به از دست دادن فرصت‌های رشد ثروت شود.

افزایش بدهی: مدیریت مالی ضعیف ناشی از بی‌سوادی مالی می‌تواند منجر به افزایش بدهی شود که به نوبه خود می‌تواند پتانسیل سرمایه‌گذاری را محدود کند.

سواد مالی پایین نه فقط از طریق انتخاب‌های سرمایه‌گذاری ضعیف، هزینه‌های مستقیمی را به افراد تحمیل می‌کند، بلکه پیامدهای اقتصادی گسترده‌تری نیز دارد و به طور بالقوه منجر به نرخ پس‌انداز پایین‌تر و افزایش اتکا به سیستم‌های حمایت اجتماعی می‌شود.

تصمیمات مالی نامناسب توسط بخش قابل توجهی از جمعیت می‌تواند منجر به بی‌ثباتی در سیستم مالی شده و رشد کلی اقتصادی را مختل کند. به نظر می‌رسد هزینه سواد مالی پایین با گذشت زمان در حال افزایش است، که نشان‌دهنده نیاز روزافزون به ابتکارات آموزشی مالی مؤثر است.

این روند ممکن است ناشی از افزایش پیچیدگی بازارهای مالی و تغییر به سمت مسئولیت فردی در برنامه‌ریزی مالی باشد. داده‌ها نشان می‌دهند که زیان‌های مالی تخمینی ناشی از فقدان دانش مالی در حال افزایش است. این روند زمانی بر ضرورت پرداختن به سواد مالی پایین از طریق برنامه‌های آموزشی و آگاهی‌رسانی تأکید می‌کند.

عناصر کلیدی سواد مالی مورد نیاز سهامداران و فعالان بازار سرمایه

موضوع اصلی سواد مالی	ارتباط با بازار سرمایه
بودجه‌بندی و مدیریت هزینه‌ها	مبنای داشتن سرمایه برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه
نقش پس‌انداز	جمع‌آوری سرمایه اولیه مورد نیاز برای ورود به بازار سرمایه
درک بهره	درک تأثیر بهره بر رشد سرمایه‌گذاری و هزینه‌های استقراض مرتبط با آن
درک تورم	ارزیابی بازده واقعی سرمایه‌گذاری‌ها پس از در نظر گرفتن اثرات تورم
ارزش‌گذاری	P/E، P/B ، EV/EBITDA
عملکرد صادراتی	نسبت صادرات به کل فروش

شرکت سرمایه‌گذاری صدر تامین
Sadr Tamin Investment Company
(تاصیکو)

در شرکت پشم شیشه ایران انجام شد؛

ثبت بالاترین رکورد تولید در ۶۱ سال گذشته



شرکت پشم شیشه ایران رکورد جدیدی در تولید خود در مهر ماه امسال به ثبت رساند که در ۶۱ سال فعالیت خود بی‌سابقه بوده است.

به گزارش روابط عمومی شرکت سرمایه‌گذاری صدر تامین (تاصیکو) به نقل از روابط عمومی شرکت پشم شیشه ایران، این شرکت در ادامه مسیر رشد پایدار تولید، موفق شد در مهرماه سال جاری با تولید ۱۲۰۰ تن محصول پشم شیشه، ضمن عبور از بودجه مصوب ماهانه (هزار تن)، بالاترین رکورد تولید ماهانه در ۶۱ سال فعالیت شرکت و همچنین بالاترین رکورد سال جاری را به ثبت برساند.

این موفقیت تاریخی برای شرکت پشم شیشه ایران به عنوان یکی از شرکت‌های تابعه تاصیکو در شرایطی رقم خورد که واحد تولید با حفظ کیفیت محصول، پایداری خطوط تولید و اجرای دقیق برنامه‌های عملیاتی، توانست به ضریب تحقق ۱۲۰ درصدی بودجه دست یابد. از نکات قابل توجه این دستاورد، تداوم تولید بدون توقف‌های طولانی و اجرای اقدامات پیشگیرانه و اصلاحی در حوزه نگهداشت و پشتیبانی است.

جهانگیر باقری، مدیرعامل شرکت پشم شیشه ایران ضمن قدردانی از کارکنان اظهار کرد: افزایش بهره‌وری نیروی انسانی، بهبود مصرف مواد اولیه، مدیریت بهینه انرژی و ارتقای هماهنگی و انسجام میان واحدهای مرتبط با تولید از مهم‌ترین عوامل تحقق این رکورد بوده است.

وی افزود: شرکت پشم شیشه ایران با هدف تثبیت روند صعودی تولید، افزایش حاشیه سود، توسعه بازارهای داخلی و صادراتی و تقویت توان رقابتی، برنامه‌های توسعه‌ای متعددی را در دستور کار دارد و دستیابی به رکوردهای جدید و بالاتر را به عنوان یک مأموریت راهبردی دنبال می‌کند.

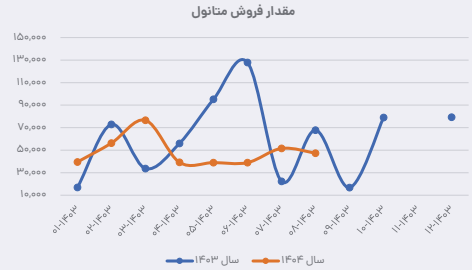


شرکت پتروشیمی خارک
(سهامی عام)
K.P.C

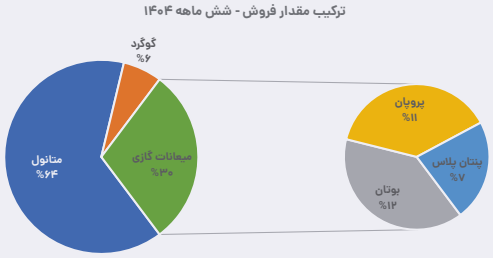
بررسی تحلیلی شرکت پتروشیمی خارک نشان می‌دهد

«شخارک» بر مدار افزایش تولید

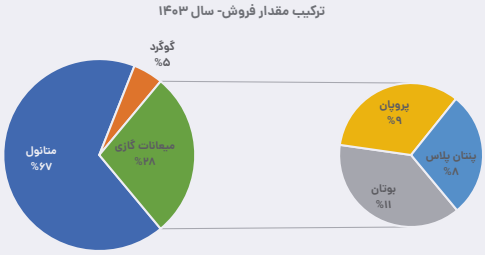
بررسی تحلیلی شرکت پتروشیمی خارک که با نماد «شخارک» در بورس فعالیت دارد نشان می‌دهد باید انتظار افزایش تولید محصولات متنوع را برای ماه‌های آتی از این شرکت انتظار داشته باشیم.



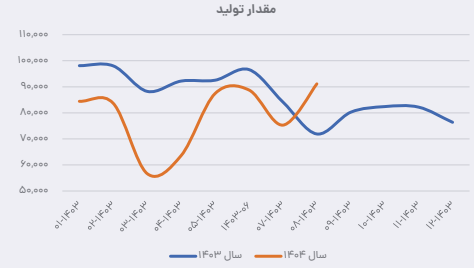
آنالیز ترکیب فروش



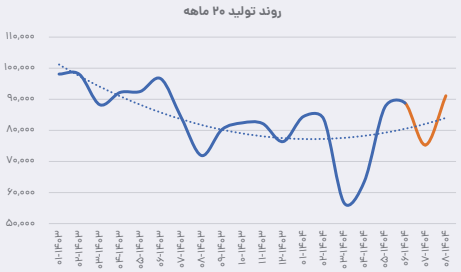
از مجموع ۴۵۲ هزار تن فروش محصول در نیمه نخست سال، بیشترین مقدار محصول فروخته شده متانول و پس از آن معیانات گازی (بوتان، پروپان و پنتان) بوده است.



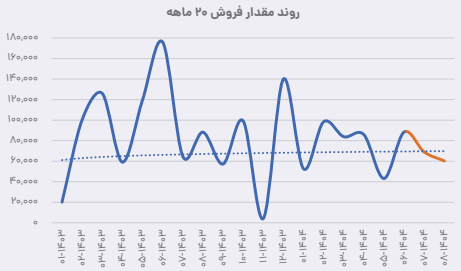
در نیمه نخست سال ۱۴۰۳، سهم متانول ۶۷ درصد بوده است. لذا سهم متانول در مقایسه با مدت مشابه سال قبل با کاهش همراه بوده است و در مقابل سهم میعانات گازی افزایش داشته است. فروش شرکت در شش ماهه نخست امسال نسبت به مدت مشابه سال قبل، با کاهش ۲۵ درصدی همراه بوده است که پنتان پلاس با کاهش ۳۷ درصدی و متانول با کاهش ۲۸ درصدی بیشترین میزان کاهش فروش را داشته اند.



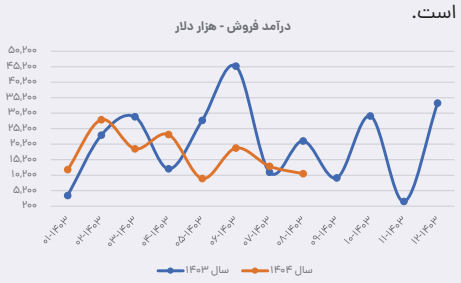
بررسی مقدار تولید در طی ۸ ماهه امسال و کل سال قبل نشان می‌دهد که تولید آبان ماه امسال رشد قابل توجهی را داشته است و نشانه‌های بهبود فروش را می‌توان در چهارماهه سال جاری انتظار داشت. جبران عملکرد در آبان ماه به نحوی بوده است که فاصله ۲۵ درصدی مقدار فروش در شش ماهه نخست می‌تواند به کمتر از ۱۰ درصد در ۹ ماهه امسال برسد.



روند تولید ۲۰ ماهه شرکت نشان می‌دهد که مجموع تولیدات شرکت روند بهتری را از پایان سال قبل تا به امروز داشته است و امید بهتر شدن روند در طی روزهای آتی وجود دارد. با توجه به آنکه خط لوله ابوذر که بخشی از تولیدات شرکت وابسته به مواد اولیه ای است که از طریق آن دریافت می‌کند، مقدار تولید در مهر ماه با افت همراه شده بود که به توجه به امکان تولید مواد اولیه از طریق آن، سطح تولیدات آبان ماه شرکت به سطح شهریور ماه رسیده و انتظار افزایش تولید برای ماه‌های آتی وجود دارد.

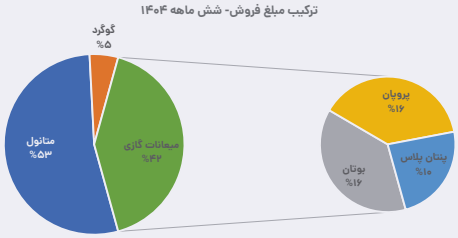


روند مقدار فروش ۲۰ ماهه نیز نشان دهنده بهبود آرام در مقدار فروش شرکت است.



بررسی درآمد فروش دلاری شرکت نشان می‌دهد، با توجه به اینکه این شرکت مجبور است که ارز خود را در بازار اول توافقی عرضه نماید که قیمتی در حدود ۷۰ هزار تومان دارد، درآمد ارزی آن با رشد نرخ دلار در بازار آزاد کاهش داشته است.

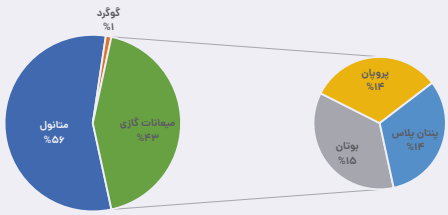
آنالیز ترکیب درآمد شرکت



بیشترین منبع درآمدی شرکت در شش ماهه نخست امسال متانول با ۵۳ درصد بوده است. بعد از متانول پروپان و بوتان هر کدام با ۱۶ درصد بیشترین درآمد شرکت را ناشی شده‌اند.

نکته مهم در قیاس ترکیب درآمد شرکت در نیمه نخست امسال و مدت مشابه سال قبل، افزایش وزن گوگرد از درآمد شرکت است. این افزایش

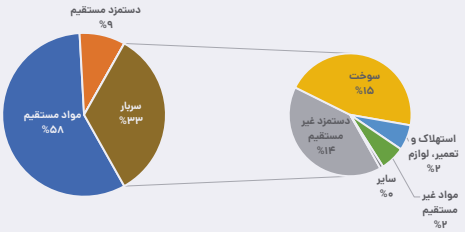
ترکیب مبلغ فروش- شش ماهه ۱۴۰۳



درآمـد در حالی روی داده اسـت کـه مقدار فروش گوگرد نسـبت به مدت مشـابه سـال قبل ۴ درصد کاهش داشـته اسـت اما درآمد آن رشد ۴۸۵ درصدی داشـته و حاشیه سود ناخالص آن نیز از ۵۶/۱ درصد منفی در شش ماهه سال قبل به ۷ درصد مثبت افزایش یافته است.

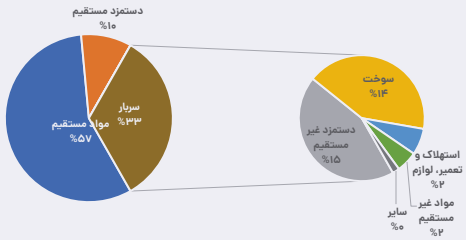
آنالیز بهای تمام شده

ترکیب بهای تمام شده- شش ماهه ۱۴۰۴



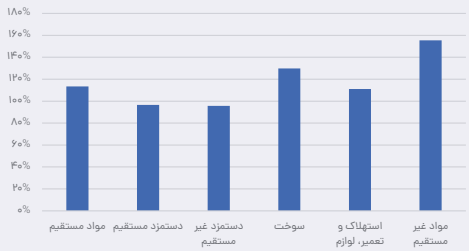
بیشترین وزن از بهای تمام شـده محصول تولیدی مربوط به مواد مستقیم (گاز ترش) و سوخت است که مجموعا ۷۳ درصد بهای تمام شده را به خود اختصاص داده اند. دسـتمزد مسـتقیم و غیرمسـتقیم نیز به طور کلی ۲۳ درصد از بهای تمام شده در شش ماهه نخست امسال را تشکیل می‌دهد.

ترکیب بهای تمام شده- شش ماهه ۱۴۰۳



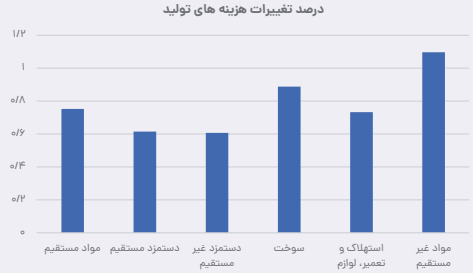
در مدت مشـابه سـال قبـل نیز مواد مسـتقیم و سـوخت روی هم رفته ۷۱ درصد از هزینه بهای تمام شـده و هزینه حقوق و دسـتمزد مسـتقیم و غیرمستقیم نیز ۲۵ درصد از بهای تولید را به خود اختصاص داده اند.

درصد تغییرات هزینه های تولید(با تاثیر تغییر مقدار تولید)

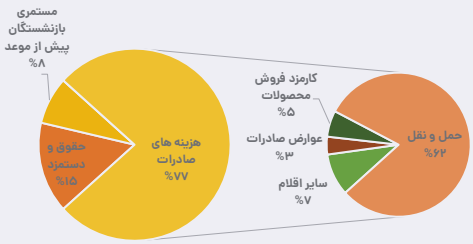


در صورتـی که اثـرات تغییرات تولیـد را در بهای تمام شـده حذف کنیم، تغییرات هر بخش از هزینه‌های تولید به شـرح نمودار بالا اسـت. همانطور که مشـاهده می‌شود، مواد غیرمسـتقیم نزدیک به ۱۶۰ درصد رشد داشته اسـت. به نحوی که از ۸۰/۵ میلیارد تومان نیمه نخسـت سال قبل به ۱۶۹ میلیارد تومان امسـال افزایش داشته است .(بدون توجه به کاهش تولید رشد، این بخش برابر با ۱۱۰ درصد بوده است در حالی که تولید نیمه نخست امسـال نسبت به دوره مشابه سال قبل ۱۸ درصد کاهش داشته است.) در نمودار قبل تغییرات هزینه‌های تشـکیل دهنده بهای تمام شده تولید را در طی نیمه نخست امسال نسبت به دوره مشابه سال قبل مشاهده می‌کنید.

درصد تغییرات هزینه های تولید



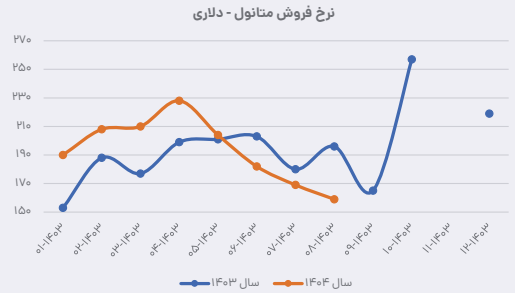
آنالیز هزینه‌های اداری و عمومی و فروش



بیشـترین سـهم از هزینه‌های عمومی و اداری و عمومی فـروش مربوط به هزینه‌های صادرات اسـت، به طوری‌که ۷۷ درصد از هزینه‌های نیمه نخست امسـال مربوط به آن می‌باشـد. از میان هزینه‌های مربوط به صادرات حدود ۸۰ درصـد آن (یعنی ۶۲ درصد از کل هزینه‌هـای اداری و عمومی و فروش) مربـوط به هزینه حمـل محصول صادراتـی متانول به چین اسـت. هزینه صادرات به چین در نیمه نخسـت سـال قبل برابر با ۵۸/۲۲ دلار برای هر تن متانول بوده اسـت که این مقدار برای نیمه نخست امسال برابر با ۵۸/۰۳ دلار به ازای هر تن بوده اسـت. همچنین مجموع عوارض صادراتی، عوارض اتاق بازرگانی و کارمزد فروش محصولات نیز نسبت به درآمد فروش در نیمه نخست امسال برابر با ۱/۱۷ درصد بوده است.

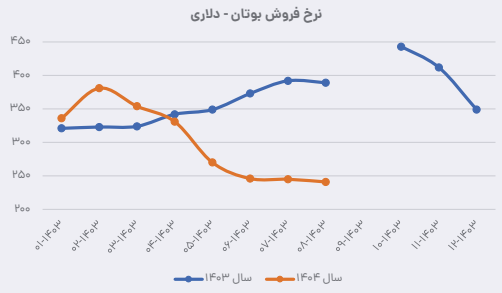
بررسی نرخ‌های فروش محصولات

نرخ فروش متانول - دلاری

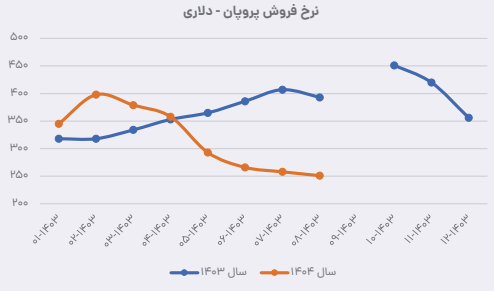


در صورتی که نرخ فروش محصولات به صورت دلاری مورد بررسـی قرارگیرد، در عمده مقاطع سـال جاری، نرخ‌های بهتری را نسـبت به دوره مشابه سال قبل تجربه کرده اسـت. با توجه به آنکه در طی روزهای باقی تا پایان سـال، درجـه برودت هوا کاهـش خواهد یافت، انتظار بـرای افزایش نرخ فروش محصولات وجود دارد.

نرخ فروش بوتان - دلاری



نرخ فروش پروپان - دلاری



مجمع عمومی عادی سالیانه پتروشیمی پردیس برگزار شد

تقسیم سود نقدی ۱۱۰۰ تومانی

جهش سودآوری در نیمه دوم سال مالی

مجمع عمومی عادی سالیانه شرکت پتروشیمی پردیس برای سال مالی منتهی به ۳۱ شهریورماه ۱۴۰۴، با حضور ۸۵.۲ درصد از سهامداران و نمایندگان قانونی صاحبان سهام، در مجموعه فرهنگی تلاش تهران برگزار شد. در این مجمع، صورت‌های مالی و گزارش فعالیت هیئت‌مدیره به تصویب رسید و سود نقدی هر سهم ۱۱۰۰ تومان تعیین شد.

به گزارش روابط عمومی و امور بین‌الملل شرکت پتروشیمی پردیس، یکی از نکات برجسته عملکرد سال مالی ۱۴۰۴، تحقق حدود ۳۰ همت سود و جهش معنادار سودآوری در نیمه دوم سال بود؛ به‌طوری‌که حدود ۱۰ همت از سود سال مالی در شش‌ماهه نخست و حدود ۲۰ همت در شش‌ماهه دوم محقق شد. در این دوره، تمرکز بر اصلاح رویکردهای مالی و تجاری، نقش مهمی در ارتقای نتیجه عملکرد داشته است.

این مجمع در حالی برگزار شد که مدیران شرکت با اشاره به عبور موفق از یکی از سخت‌ترین دوره‌های عملیاتی صنعت پتروشیمی در سال مالی ۱۴۰۴، از حفظ پایداری تولید با وجود محدودیت خوراک و چالش‌های محیطی خبر دادند. به گفته هیئت‌مدیره، ناترازی گاز، محدودیت‌های بین‌المللی و افزایش ریسک‌های تجاری از مهم‌ترین چالش‌های این سال بود، اما پتروشیمی پردیس با بهره‌گیری حداکثری از ظرفیت تولید، اصلاح راهبردهای فروش و تقویت بنیه مالی، توانست سودآوری خود را در نیمه دوم سال به‌طور محسوسی بهبود داده و ریسک‌های عملیاتی و مالی را کنترل کند.

تثبیت مالی و کاهش ریسک‌های عملیاتی

در این مجمع، گزارشی از اقدامات شرکت در حوزه تثبیت مالی ارائه شد که از جمله آن می‌توان به وصول حدود ۲۰ هزار میلیارد تومان از مطالبات سنواتی از طریق خرید سهام ارزنده هلدینگ خلیج فارس اشاره کرد؛ اقدامی که نقش مؤثری در بهبود وضعیت مالی شرکت و حفظ منافع سهامداران داشته است.

همچنین اعلام شد مدیریت بهینه وجوه نقد موجب شد برای نخستین‌بار در سال‌های اخیر، ریسک قطع گاز به دلیل بدهی گازبها به‌طور کامل برطرف شود. در ادامه، کاهش بدهی ارزی شرکت از حدود ۳۰۰ میلیون دلار به ۴۰ میلیون دلار و برنامه‌ریزی برای تسویه کامل آن در آینده نزدیک نیز تشریح شد.

رشد نرخ فروش و تنوع بازارهای صادراتی

در گزارش ارائه‌شده به مجمع، میانگین نرخ فروش FOB اوره در شش‌ماهه منتهی به پایان سال مالی ۱۴۰۴، ۳۷۱ دلار اعلام شد، در حالی‌که این رقم در سال گذشته حدود ۳۰۰ دلار بوده است. همچنین عنوان شد فاصله قیمت فروش پردیس با نرخ‌های منطقه‌ای به کمتر از ۱۰ دلار کاهش یافته و فروش‌های صادراتی با نرخ‌های بالاتر از رقبا انجام شده است.

بر اساس این گزارش، فروش CFR با همکاری تریدرهای مختلف آغاز شده و حتی پس از وقوع تحولات منطقه‌ای نیز متوقف نشده است. همچنین بازارهای صادراتی شرکت به شرق آسیا، آفریقا، ترکیه و سایر کشورها گسترش یافته و شرکت خود را به یک بازار مشخص محدود نکرده است. کل هزینه‌های صادرات CFR نیز حدود ۳۵ تا ۴۰ دلار اعلام شد.

نگاه به آینده؛ توسعه ظرفیت و الزامات زیست‌محیطی

از دیگر محورهای مهم مطرح‌شده در این مجمع، احیای پروژه «پتروشیمی همت» پس از حدود چهار سال توقف بود. در این‌باره اعلام شد این پروژه وارد فاز اجرایی شده و با بهره‌برداری از آن، ظرفیت تولید روزانه از ۲۳۵۰ تن به ۳۲۵۰ تن افزایش می‌یابد و ظرفیت سالانه تولید اوره به بیش از ۴.۳ میلیون تن خواهد رسید.

همچنین تأکید شد اجرای این پروژه می‌تواند گامی مؤثر در پاسخ به الزامات زیست‌محیطی و سازوکار «CBAM» اتحادیه اروپا باشد؛ سازوکاری که می‌تواند صادرات محصولات با آلایندگی بالا را مشمول هزینه‌های اضافی کند.

در حوزه لجستیک و صادرات نیز به اورهال شیپ‌لودر پس از ۱۸ سال اشاره شد و اعلام شد پروژه تأمین شیپ‌لودر دوم و پروژه کیسه‌گیری جامبوبگ در دستور کار قرار دارد. همچنین با اجاره انبار در بندر پارس و ساخت انبار جدید، حداقل ۶۰ هزار تن به ظرفیت ذخیره‌سازی شرکت افزوده خواهد شد.

در پایان این مجمع، مقرر شد به ازای هر سهم ۱۱۰۰ تومان سود نقدی بین سهامداران توزیع شود. همچنین با تصویب مجمع، مبلغ ۱۴۰ میلیارد تومان برای ایفای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت و انجام امور عام‌المنفعه اختصاص یافت.



پتروشیمی پردیس؛ ستون فقرات صنعت اوره ایران

شرکت پتروشیمی پردیس
Pardis Petrochemical Company



ظرفیت کل تولید اوره
باراه اندازی فاز چهارم
توسعه (پروژه سبز همت)
۴,۳ میلیون تن اوره



ظرفیت تولید سالانه
۳,۲۲۵ میلیون تن اوره
۲,۰۴۰ میلیون تن آمونیاک

گزارش مجمع عمومی عادی سالیانه (۱۴۰۴ - ۱۴۰۳)

کل تولید: ۴,۶۸۲,۶۳۳ تن
کل فروش: ۲,۷۶۱,۶۳۸ تن
درآمد عملیاتی: ۶۰۰,۴۷۴,۵۵۶ میلیون ریال (۴۲٪ افزایش)
درآمد صادراتی: ۶۹۲,۶۳۴,۶۹۶ دلار (۱۷٪ کاهش)

تولید اوره: ۲,۸۷۳,۸۹۱ تن
صادرات اوره: ۱,۸۵۸,۰۹۰ تن
تولید آمونیاک: ۱,۸۰۸,۷۴۲ تن
صادرات آمونیاک: ۲۰۷,۵۲۷ تن

چالش: ۵۴ روز قطعی گاز در سال ۱۴۰۴ بدلیل جنگ ۱۲ روزه و برودت هوا (۱۵۷٪ افزایش ناترازی)

- **سود خالص:** ۲۹۶,۴۰۵,۹۹۱ میلیون ریال (۱۳۳٪ افزایش)
- **سود هر سهم:** ۴۹,۴۸۳ ریال (۱۳۳٪ افزایش)
- **حاشیه سود خالص:** ۴۹٪

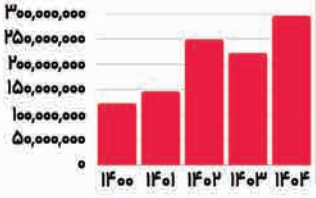
نکته برجسته عملکرد سال مالی ۱۴۰۴-۱۴۰۳

سود خالص شش ماهه دوم: ۲۰ همت
سود خالص شش ماهه اول: ۱۰ همت

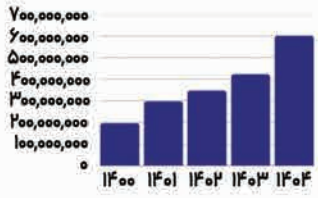
مصوبات مجمع

- ۱۴۰ میلیارد تومان بودجه مسئولیت‌های اجتماعی شرکت و انجام امور عام‌المنفعه
- سود نقدی هر سهم سهامداران: ۱۱۰۰ تومان

سود خالص (میلیون ریال)



درآمد عملیاتی (میلیون ریال)



سرفصل های توزیع بودجه مسئولیت اجتماعی:

- آموزشی
- توانمندسازی
- حمایت اجتماعی
- درمانی
- زیست محیطی
- فرهنگی مذهبی

دستاوردهای سال مالی

- مشارکت در طرح سوآپ برای ۵۰۰,۰۰۰ تن اوره
- برگشت ۵۵ میلیون یورو + حل وصول ۱۰ میلیون دلار
- وصول ۲۰ همت از مطالبات دولت از طریق تهاتر با سهام هلدینگ خلیج فارس
- ارزآوری بیش از ۲۷۲ میلیون دلار
- وصول مطالبات ۱,۵ همت ارزش افزوده
- قرارداد طراحی انبار ۳۰,۰۰۰ تن در محل مجتمع
- امضای توافق اجاره سوله ۳۰,۰۰۰ تنی در بندر پارس

اقدامات شاخص سال مالی

- رتبه برتر جشنواره روابط عمومی (۱۴ عنوان)
- نشان عالی + سفیر مسئولیت اجتماعی
- نشان سیمین دو ستاره کیفیت
- رتبه اول بهره‌وری پتروشیمی (IMI-100)
- تندیس و لوح یونسکو (حمایت جنگل‌های حرا و فعالیت‌های زیست محیطی)
- تفاهم‌نامه ساخت مدرسه ۱۲ کلاسه پردیس در عسلویه (۶۵ میلیارد تومان)
- مشارکت در پویش ملی کاهش ۱۰٪ مصرف انرژی (۴۱ میلیون مترمکعب صرفه جویی گاز)
- خارج شدن از لیست صنایع آلاینده
- افزایش ۷۰٪ ظرفیت بارگیری اوره
- جلوگیری از زندانی شدن ۷۹ نفر
- شرکت پیشرو اقتصادی ساتا ۱۴۰۳

مجمع عمومی عادی سالیانه
شرکت پتروشیمی پردیس

December 13th, 2025 | Talash Cultural and Sports Complex | Tehran | Iran

بیست دوم آذر ماه ۱۴۰۴ | تهران | مجموعه فرهنگی ورزشی تلاش

کارگزاری توسعه معاملات خردمند

هوشمندانه معامله کنید



www.kheradmanbroker.ir 021-92002900

محصول جدید
زمزم

با ویتامِد، گرمه دمت!

VITAMED

انرژی‌زا
ویتامین C

با طعم
پرتقال و
آناناس



حاوی
ویتامین‌های
C و گروه B

زمزم، لذت و شادی با هم

زمزم
zamzam

خدمتی جدید در بازار سرمایه

سرمایه‌گذاری فقط با سه کلیک

۲۴ ساعته

صندوق
درآمد ثابت

صندوق
طلا

صندوق
سهامی

تامین مالی
جمعی

www.omidib.com

شروع
سرمایه‌گذاری

گروه مدیریت سرمایه‌گذاری امید

تأمین سرمایه امید
(سهامی عام)


سرمایه‌تان را کیمیا می‌کنیم
kimiafund.ir
صندوق سرمایه گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابتِ کیمیا
اونیکس



- نوع خودرو: هیبریدی
- حداکثر پیمایش خودرو در شرایط ایده‌آل: ۱۰۰۰ کیلومتر
- مصرف سوخت در چرخه ترکیبی NEDC: کمتر از ۵ لیتر در ۱۰۰ کیلومتر
- حداکثر قدرت موتور برقی: ۱۶۰ کیلووات – ۲۱۵ اسب بخار
- حداکثر گشتاور موتور برقی: ۲۸۰ نیوتن‌متر
- نوع گیربکس : DHT
- حالت رانندگی: اکو – نرمال – اسپرت
- پشت آمپر دیجیتال ۱۰/۲۵ اینچی با حالت نمایش متفاوت گرافیکی
- سیستم ورود بدون کلید و استارت دکمه‌ای
- قابلیت تنظیم صندلی راننده و سرنشین در ۶ جهت
- شارژر بی‌سیم
- چراغ‌های جلو LED
- چراغ روشنایی در روز
- آینه‌های جانبی با قابلیت تنظیم برقی و گرمکن
- سیستم هوشمند Start/Stop موتور در توقف
- بازیابی هوشمند انرژی ترمزگیری با قابلیت تنظیم
- ترمز پارک برقی (EPB)
- کروز کنترل

KERMANMOTOR

KMC EAGLE HEV

کِی اِم سی ایگل هیبرید