

کارشناسان به «فرهیختگان» می‌گویند

خون‌ریزی بورس دلایل تکنیکی هم دارد



پانید رحیمی
خبرنگار گروه اقتصاد

بازار سرمایه ایران گرچه روز گذشته با رشد بیش از ۴۵ هزار واحدی روبه‌رو شد؛ اما این بازار مدتی است در گرداب ریزش‌های بی‌دری گرفتار شده است، به‌طوری‌که شاخص کل بورس تهران تاکنون به کمتر از ۲/۵ میلیون واحد سقوط کرده است که نشان‌دهنده بحرانی است که ریشه در ناترازی‌های کلان اقتصادی، دخالت‌های دستوری دولت و ریسک‌های سیاسی و اقتصادی دارد. کارشناسان معتقدند مداخلات کوتاه‌مدت و حمایت‌های موقتی دولت نه‌تنها در مانگر نیست، بلکه ماهیت بازار سرمایه را مخدوش کرده و راهکار اصلی را در ثبات اقتصادی، اصلاحات ساختاری و بازگرداندن مکانیسم‌های رقابتی و شفاف می‌بینند. در این شرایط حساس، بورس بیش از هر زمان دیگری نیازمند اعتمادسازی واقعی، شفافیت و ثبات اقتصادی است تا بتواند نقش خود را به‌عنوان آینه اقتصاد ایران ایفا کند و از بحران فعلی عبور کند. «فرهیختگان» در این خصوص با فردین آقابرزگی، رضا خانکی، سرور قاراخانی و هاشم آردم، کارشناسان بازار سرمایه گفت‌وگو کرده است.

بازار سرمایه در پیچ تاریخی
فردین آقابرزگی
کارشناس بازار سرمایه



بیست‌وششم مردادماه شاخص کل حدود ۴۰ تا ۴۵ هزار واحد افزایش یافت، اما در مجموع شاخص کل نسبت به ابتدای سال حدود ۸ درصد بازدهی منفی ثبت کرده است. شاخص هم‌وزن نیز با کاهش نزدیک به ۵ درصد مواجه شده است. مسائل اقتصادی، مؤلفه‌های نظامی و ژئولیتیکی تأثیر بسیار زیادی بر شکل‌گیری این بازار داشته‌اند. به‌گونه‌ای که تا ادبیهشت اسمال، به واسطه امیدواری به نتیجه مذاکرات، شاخص کل حدود ۲۰ درصد و شاخص هم‌وزن نزدیک به ۲۵ درصد بازدهی مثبت داشت. در گزارش سه‌ماهه شرکت‌ها، به‌جز صنعت پالایش، سایر صنایع نسبت به دوره مشابه گذشته با افت قابل توجهی در سود ناخالص، سود عملیات و سود ویژه مواجه بوده‌اند. بارزترین نمونه، صنایع فولاد، پتروشیمی، پالایش و مؤسسات مالی اعتباری و بانک‌ها هستند که تقریباً ۵۰ تا ۵۵ درصد از کل بازار سرمایه را به خود اختصاص می‌دهند. افت عملکرد این سه صنعت مهم، ناشی از دخالت‌های دستوری دولت در اقتصاد، قیمت‌گذاری دستوری و ادامه تصدی‌گری مستقیم و غیر مستقیم دولت در این بخش‌هاست. در حال حاضر بیش از ۸۰ درصد مالکیت مستقیم و غیر مستقیم بورس متعلق به دولت و بهاد‌های وابسته به آن است. همچنین با تزریق مستقیم منابع مالی، استقراض از صندوق‌های سرمایه‌گذاری یا در آمد ثابت و تحمیل خرید سهام به آن‌ها و استقراض غیر مستقیم از بانک مرکزی توسط چهار بانک دولتی، تاکنون نزدیک به ۵۰ هزار میلیارد تومان نقدینگی به بورس تزریق شده است. این نوع حمایت مستقیم از بازار سهام در هیچ جای دنیا مرسوم نیست؛ معمولاً اعتبارات و خط اعتباری به نهادهای سرمایه‌گذاری و صندوق‌ها اختصاص می‌یابد و بازارگردان‌ها تقویت می‌شوند. درعین حال، خروج نقدینگی حقیقی حدود ۷۵ هزار میلیارد تومان بوده است. این روش‌ها که مشابه سه‌ماهه پایانی سال ۹۹ است، نشان‌دهنده ناکارآمدی و غیرکارشناسی بودن

سیاست‌هاست که نه‌تنها اعتماد به بازار بازنگشته، بلکه روند بی‌اعتمادی به شکل نزولی ادامه یافته است. خروج پول حقیقی یکی از شاخص‌های مهم این بی‌اعتمادی است. شایان ذکر است سازمان بورس و ارکان آن هیچ مسئولیتی در افزایش یا کاهش قیمت‌ها و شاخص ندارند؛ امری که در هیچ جای دنیا مرسوم نیست. اما سازمان بورس به‌عنوان ناظر، در عمل نوسانات قیمت و شاخص را که از سوی مقامات بالادستی تعیین می‌شود، کنترل می‌کند؛ مقامات بالادستی که معمولاً نظارت دارند. برای بهبود وضعیت بازار، باید راهکارهای کوتاه‌مدت و بلندمدت تعریف کرد. راهکار بلندمدت کاهش اتکای دولت به بورس و تقویت بخش خصوصی است. راهکار کوتاه‌مدت نیز این است که بورس به ابزاری در دست دولت تبدیل نشود. تنها انتظار از سازمان بورس این است که به‌عنوان یک مؤسسه عمومی غیردولتی عمل کند، نه اینکه صرفاً بخشی از وزارت اقتصاد باشد و کاملاً در اختیار دولت قرار گیرد. زمانی که مردم تغییر ساختار بورس را مشاهده کنند و اطمینان یابند که بازار متحول شده، زمینه بازگشت اعتماد به بازار سرمایه فراهم خواهد شد.

دامنهٔ نوسان؛ عامل اصلی ریزش بازارسودراه کشف قیمت واقعی
رضا خانکی
کارشناس بازار سرمایه



ریزش بازار و اوراق به‌دلیل دامنه نوسان است؛ وقتی دامنه نوسان وجود دارد، کشف قیمت و رسیدن به نقطه تعادل عملاً به تأخیر می‌افتد. ممکن است این تأخیر با تغییرات سیاسی تشدید شود؛ فرض کنید جنگ مجدداً آغاز شود، در این صورت بازار دوباره ریزشی خواهد شد، یعنی اگر یک سر مایه‌گذار بخواهد وارد بازار شود و تلقی‌اش این باشد که بازار ارزان است، باید برای رسیدن به قیمت واقعی چندتر منتظر بماند؟ ممکن است این فرایند ۶ ماه طول بکشد و قیمت فقط در یک روز تثبیت شود. به نظر شما چه باید کرد؟ باز کردن حجم‌مینا و حذف محدودیت‌ها مانند دامنه نوسان و توقف نمادهای می‌تواند به بازار اجازه دهد سریع‌تر قیمت واقعی خود را پیدا کند. قیمت در هر لحظه و با هر اتفاق سیاسی باید بتواند تغییر کند، حتی اگر به معنی افت ۵۰ درصدی بازار باشد. فقط وقتی این شرایط فراهم شود، می‌توان در براره حمایت‌ها و تصمیم‌گیری‌های بعدی صحبت کرد. وقتی مکانیسم قیمت‌گذاری بازار به‌خاطر حجم‌مینا و دامنه نوسان مختل شده، عملاً بازاری ایجاد شده که در آن قیمت‌ها کشف نمی‌شوند. من مخالف هرگونه دخالت دولت در بازار سهام هستم. هرقدر دولت خط اعتباری بیشتری اختصاص دهد، یعنی بازار دولتی‌تر می‌شود. بازاری که دولتی‌تر باشد، به معنای مشارکت کمتر سرمایه‌گذاران حقیقی است. کسانی که حمایت دولت را طلب می‌کنند، در نهایت خودشان بیشترین ضربه را خواهند خورد. حال فرض کنید خبری مثبت منتشر شود و توافق سیاسی صورت گیرد؛ در این شرایط، بازار برای صعود آماده می‌شود اما تمام کنترل دست دولت خواهد بود. در این وضعیت، صف‌های خرید ساختگی شکل می‌گیرد و بحث عرضه و تقاضا به هم می‌ریزد. همه این مشکلات به دلیل وجود دامنه نوسان است. بدون دامنه نوسان، همین حالا یک سرمایه‌گذار ممکن است مثلاً سهام فولاد مبارکه را امروز بخرد و فردا با دوبرابر قیمت بفروشد اما در شرایط فعلی، این امکان وجود ندارد. اگر یک‌قدم عقب‌تر برویم و به ریشه مشکلات نگاه کنیم، عوامل اقتصادی

مانند ناترازی اقتصادی، ضعف بازار و فضای جنگی فعلی باعث ریزش‌ها شده‌اند. بسیاری از تحلیلگران امنیتی و نظامی معتقدند این جنگ به‌طور کامل پایان نیافته و احتمال شروع مجدد آن در آینده وجود دارد؛ چه فردا، چه چند ماه یا چند سال دیگر. اگر بخواهیم باز هم عقب‌تر برویم، تحریم‌هایی را می‌بینیم که سال‌ها منابع کشور را مستهلک کرده‌اند و تولید به‌اندازه ظرفیت واقعی کشور، افزایش نیافته، چون تولید ثروت صورت نگرفته، منابع ما به هدر رفته است؛ آب، برق و گاز کم شده‌اند و این روند ادامه دارد. همچنین دولت‌ها برای کاهش فشارها اقدام به قیمت‌گذاری دستوری کرده‌اند و این سیاست باعث شده کارخانه‌ها و تولیدکنندگان اقتصادی دیگر توان تولید بیشتر را نداشته باشند. وضعیت فعلی بازار و اقتصاد نتیجه این مجموعه مشکلات است.

از ناترازی تاریسک‌های سیاسی
سرور قاراخانی
کارشناس بازار سرمایه



بازار سرمایه ایران در شرایط فعلی با مجموعه‌ای از چالش‌های جدی مواجه است. محدودیت دامنه نوسان و سوء مدیریت موجب بی‌اعتمادی سهام‌داران و کاهش رغبت آن‌ها به سرمایه‌گذاری شده است. علاوه بر اینها، ترس از جنگ و ریسک‌های سیاسی، فضای بازار را تحت تأثیر قرار داده است. نرخ بالای بهره و تمایل سرمایه‌گذاران به نگهداری دارایی‌هایی مانند طلا و دلار، موجب کاهش جذابیت بازار سرمایه شده است. بازار سرمایه با بحران عدم قطعیت مواجه است و نگرانی‌ها از فعال‌شدن مکانیسم ماشه، سرمایه‌گذاران را به سمت دارایی‌های امن هدایت می‌کند. تزریق نقدینگی به بازار، اگرچه می‌تواند به‌طور موقت به بازار کمک و وضعیت را آرام کند، اما مداخلات دستوری در بلندمدت باعث کاهش کارایی بازار، اختلال در مکانیسم عرضه و تقاضا و افزایش تورم خواهد شد. سیاست‌های پولی نیز بورس ایران را با مشکلات بنیادی روبه‌رو کرده است.

تحریم‌ها هم موجب کاهش سودآوری شرکت‌ها و کاهش در آمد ارزی کشور شده‌اند. مداخله دولت در بازار سرمایه می‌تواند مؤثر باشد، اما بدون اصلاحات ساختاری، این مداخلات هزینه‌بر و بی‌نتیجه خواهد بود. به نظر می‌رسد بازار سرمایه ایران وارد دوره‌ای جدید شده؛ دوره‌ای توأم با مشکلات ناشی از ریسک‌های سیاسی و اقتصادی که پیامدهای آن به شکل کاهش حاشیه سود، تولید و فروش شرکت‌های بورسی بروز کرده است.

بورس پس از جنگ ۱۲ روزه
هاشم آردم
کارشناس بازارهای مالی



برخلاف نظر وزیر اقتصاد، به نظر می‌رسد یکی از دلایل اصلی وضعیت فعلی بازار، جنگ ۱۲ روزه اخیر باشد که تأثیر قابل توجهی بر سیستم تصمیم‌گیری فعالان بازار گذاشته است. چنین وقایع بزرگی معمولاً اثرات کوتاه‌مدتی مانند سردرگمی و گمراهی در بازار به همراه دارند، اما تأثیر بلندمدت آن بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران بسیار مهم‌تر است. جنگ ۱۲ روزه این نگرانی را ایجاد کرد که ایران

چرا بازار بورس ایران در حال ریزش است؟

کند.
اطلس تجارت ایران تنها به معرفی بازارهای جدید محدود نمی‌شود و حتی می‌تواند بهترین شیوه‌های حمل‌ونقل به مقاصد مختلف را نیز ارزیابی و پیشنهاد کند.

نمونه‌های جهانی
اطلس تجارت و دستاوردهای آن
طی سال‌های اخیر، کشورهای مختلف، به‌ویژه کشورهای توسعه‌یافته، موضوع اطلس تجارت را جدی گرفته‌اند و البته این نوع نگاه آنان به اطلس تجارت، دستاوردهای مهمی نیز برایشان به دنبال داشته است.

به‌عنوان مثال، اتحادیه اروپا از پنج سال قبل با تعریف پلتفرمی خاص برای این موضوع، اطلاعات تعرفه‌ها، استانداردها و فرصت‌های صادراتی به کشورهای جهان را تهیه و در اختیار تجار کشورهای عضو قرار داده تا دسترسی آنان به اطلاعات مورد نیاز را در سریع‌ترین زمان و به بهترین شکل ممکن سازد. انگلستان موضوع اطلس تجارت را از سال ۲۰۲۱ در دستور کار خود قرار داده و به عنوان نمونه، با همین سازوکار توانسته در احداث تیرگاه خورشیدی ۳۵ هزار مگاواتی ترکیه حضور پیدا کند. کانادا از سال ۲۰۱۹ اطلس تجارت را به‌طور جدی در دستور کار خود قرار داد تا بر مبنای آن بتواند به هدف افزایش ۵۰ درصدی صادرات به بازارهای جدید تا پایان سال ۲۰۲۵ و کمک به صنایع کوچک و متوسط برای ورود به بازارهای اروپا و آسیا دست یابد. آلمان در چهارچوب اطلس تجارت به تجار خود مشاوره‌های

جاری نشان می‌دهد که در مجموع تولید محصولات فولادی کشور با کاهش ۵ درصدی همراه بوده است. در این میان، بیشترین افت تولید در بخش محصولات مرتبط با تیر آهن بوده است. «او افزود: «در حوزه صادرات محصولات فولادی نیز حدود ۳۰ درصد کاهش داشته‌ام. اما صادرات مواد اولیه زنجیره فولاد از جمله سنگ‌آهن با افزایش همراه بوده است،» یعقوبی همچنین گفت: «در چهار

سال نشان می‌دهد که در مجموع تولید محصولات فولادی کشور با کاهش ۵ درصدی همراه بوده است. در این میان، بیشترین افت تولید در بخش محصولات مرتبط با تیر آهن بوده است. «او افزود: «در حوزه صادرات محصولات فولادی نیز حدود ۳۰ درصد کاهش داشته‌ام. اما صادرات مواد اولیه زنجیره فولاد از جمله سنگ‌آهن با افزایش همراه بوده است،» یعقوبی همچنین گفت: «در چهار

ممکن است با ناامنی و درگیری نظامی مواجه شود. نمونه مشابه این وضعیت را می‌توان در برخی کشورها نیز دید؛ مثال آن کشور عراق است. در این کشور مردم ترجیح می‌دهند دارایی‌های خود را به صورت نقدی، دلار یا طلا نگه دارند. پیش از این جنگ، حتی تحلیلگران بدبین نیز چنین احتمال بزرگی را در نظر نمی‌گرفتند، اما حالا با توجه به انتظارات تقلبیتی، سرمایه‌گذاران این ریسک را بسیار جدی می‌گیرند.

اگر فرض کنیم شرکت‌ها با ریسک تهدید موجودیت مواجه هستند – از جمله از بین رفتن زیرساخت‌ها، مختل شدن زنجیره تأمین یا تهدید فیزیکی کارخانه‌ها – طبیعی است که سرمایه‌گذاران انتظار داشته باشند قیمت سهام آن‌ها کاهش یابد. این موضوع، حتی اگر قیمت‌ها پیش از این متعادل بوده باشد، باعث کاهش چشمگیر ارزش بازار می‌شود. هر چند وزیر اقتصاد اشاره کرده حاشیه سود شرکت‌ها کاهش یافته و ناترازی‌ها فشار زیادی به شرکت‌ها وارد کرده است، اما پیش از جنگ ۱۲ روزه، عرضه به راحتی با افزایش قیمت جبران می‌شد و حاشیه سود شرکت‌ها در میان مدت به متوسط بازمی‌گشت. اکنون اما، سرمایه‌گذاران حاضر نیستند چنین ریسکی را بپذیرند. بازار در شرایط فعلی وضعیت مناسبی ندارد، اما با وجود ناترازی‌ها، سهم‌هایی وجود دارند که از نظر بنیادی ارزشمندند. به نظر می‌رسد تأثیر بلندمدت جنگ ۱۲ روزه بر سیستم تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، علت اصلی وضعیت فعلی بازار است.

تزریق پول به بازار باعث تعادل بورس نشد
در مورد تزریق نقدینگی یا آنچه برخی «دوپینگ بازار» می‌نامند، باید بگویم که به ماهیت چنین تصمیم‌هایی نقد دارم. با این حال، می‌توان تزریق پول به بازار را به مثابه کمک‌هزینه‌ای برای کسانی دانست که در این جنگ آسیب دیده‌اند. اگرچه این اقدام باعث تعادل بازار نشد و صرفاً فرصت خروج برای برخی سرمایه‌گذاران فراهم کرد. با فرض درست بودن این سیاست در کوتاه‌مدت، باید توجه داشت که ادامه آن منطقی نیست. شنیده‌ها از احتمال تزریق نقدینگی بیشتر یا فشار نهادهای مالی برای خرید یا منع فروش سهام، نگران‌کننده است. چنین اقدامات دستوری نه‌تنها به رونق بازار کمک نمی‌کند بلکه ممکن است رکود را تشدید کند.

سایهٔ ریسک بر سر بازار سرمایه
با توجه به شرایط سیاسی و اقتصادی فعلی، به نظر نمی‌رسد راهکار اقتصادی ساده‌ای پیش و داشته باشیم. ریسک‌های متعددی همچون جنگ مجدد، تحریم‌های اسنپ‌بک و تغییرات ساختاری در لایه حکمرانی وجود دارد که هر کدام پیامدهای متعددی به همراه دارند. سناریوهای مختلف — از جنگ گرفته تا صلح و بی ثباتی — تفاوت‌های بزرگی در وضعیت بازار و اقتصاد ایجاد می‌کنند و این پیچیدگی، پیش‌بینی و تصمیم‌گیری را دشوار می‌کند. با این حال، برخی اقدامات می‌تواند تا حدی کمک‌کننده باشد؛ مانند اجازه دادن به شرکت‌ها برای فروش سهام خود در بازار توافقی با قیمتی نزدیک به ارزش واقعی یا استفاده از مشوق‌های مالیاتی برای حمایت از آن‌ها. همچنین، سیاست‌هایی که مستقیماً بر معاملات تأثیر بگذارند، مثل محدودیت خرید و فروش سهام، اثرگذاری چندان‌ی ندارند. به جای این کارها، باید روی تسهیل فعالیت شرکت‌ها، تأمین سرمایه در گردش و گسترش نرخ فروش تمرکز کرد. البته پیچیدگی‌هایی مانند نحوه فروش سهم شرکت‌هایی که از رانت مواد اولیه برخوردارند، همچنان چالش‌ساز است. در نهایت، رفع ریسک‌های سیاسی اولویت اصلی است. همان‌طور که آقای پزشکیان اشاره کرده، در شرایط فعلی اقتصاد صا مجبور است هزینه‌های حمایت از بخشی را از محل فشار بر بخش دیگر تأمین کند؛ یعنی هر اقدام اصلاحی، ممکن است در جای دیگری مشکل‌زا باشد.

یک تیر و دو نشان تدوین اطلس تجارت دارویی ایران

سیدطه حسین مدنی
رئیس اندیشکده حکمرانی هوشمند

طی سال‌های اخیر، با توسعه سیستم‌های بیمه‌ای، به‌ویژه بیمه تکمیلی، ریسک‌های مرتبط با هزینه‌های درمانی کاهش یافته و دسترسی بخش زیادی از مردم به خدمات درمانی تسهیل شده است. این سیستم در نگاه کلان، با وجودی که توانسته سرانه‌های بهداشتی را بهبود بخشد، اما ایراداتی دارد که باید اصلاح شود. یکی از این ایرادها، نبود سازوکار تخفیفی و تشویقی برای عدم استفاده غیرضروری از خدمات پزشکی و دارو است که اگر رفع نشود، ممکن است شرکت‌های بیمه‌گر را با چالش‌های جدی مواجه کند.

این ایراد سبب شده است افراد به دلیل پرداخت حق بیمه ماهیانه، انگیزه لازم برای استفاده از خدمات پزشکی و مصرف دارو، حتی در صورت عدم نیاز را داشته باشند. این مسئله را حتی می‌توان یکی از دلایل مصرف بالای دارو در ایران دانست. برای اصلاح این سازوکار، باید سیستمی تخفیفی مشابه آنچه در بیمه خودرو اجرا می‌شود، در بیمه‌های تکمیلی نیز پیاده‌سازی شود تا انگیزه مضاعف افراد برای مصرف داروهای غیرضروری از بین رفته و به جای آن به استفاده از معاینات دوره‌ای ضروری تشویق شوند.

این سیستم تخفیفی می‌تواند سرانه مصرف دارو و خدمات پزشکی غیرضروری را در کشور کاهش داده و به ارتقای سلامت جامعه کمک کند. علاوه بر این، به اقتصاد کشور نیز یاری خواهد رساند.

به بیان دیگر، با تشویق مصرف‌کننده به کاهش مصرف داروهای

تولید فولاد ۵ درصد کاهش یافت

بهرام سبحانی، رئیس انجمن تولیدکنندگان فولاد ایران در نشست خبری اعضای هیئت مدیره انجمن تولیدکنندگان فولاد ایران با اصحاب رسانه گفت: «در کل زنجیره فولاد، حدود ۶ هزار مگاوات برق مصرف می‌شود.» سبحانی توضیح داد: «مثلاً یکی از اقتصاددانان دانشگاهی گفته برای هر تن فولاد ۸۳۰ میلیون دلار یارانه پرداخت می‌شود که کاملاً غیرمنطقی و نادرست است.»

تولید فولاد ۵ درصد کاهش یافت

بهرام سبحانی، رئیس انجمن تولیدکنندگان فولاد ایران در نشست