



نشریه علمی دانشجویی بوم، انجمن بورس و بازارهای مالی دانشگاه هرمزگان
سال اول شماره دوم-تابستان ۱۴۰۵



این شماره:

ادامه نقشه راه بازارهای مالی



BOOM

بوم

نشریه علمی دانشجویی بوم
سال اول- شماره دوم- تابستان ۱۴۰۵

صاحب امتیاز: انجمن علمی بورس و بازارهای مالی دانشگاه هرمزگان
استاد مشاور انجمن علمی: دکتر مصطفی شمس‌الدینی
مدیرمسئول: هدیه مکسائی
شورای سردبیری: آناهیتا غلامی، سوگل محمدرضائی

طراح جلد و صفحه آرا: هدیه مکسائی
ویراستار: دکتر مصطفی شمس‌الدینی
هیئت تحریریه: آناهیتا غلامی، سوگل محمدرضائی، هدیه مکسائی

فهرست

- | | |
|---|----|
| سخن نخست | ۴ |
| ریزساختار و مکانیزم عملکرد بازار بورس | ۷ |
| از تماشای بازار تا تحلیل حرفه‌ای؛ ابزارهایی که هر فعال مالی باید بشناسد | ۱۳ |
| هندسه تخصیص دارایی | ۱۵ |
| مصاحبه با دکتر شمس‌الدینی: از کلاس درس تا تابلو بورس | ۲۱ |
| مهندسی ریسک و هندسه فرصت‌ها در بازار مالی | ۲۶ |
| معرفی کتاب | ۳۶ |
| نقشه راه عملیاتی ورود به جهان حرفه‌ای مالی | ۳۸ |

با درود و احترام به همه دانشجویان، اساتید و فعالان عرصه مالی؛

«انتهای یک دوره، آغاز مسیر حرف های شماست»

با انتشار دومین شماره نشریه، به پایان یک دوره فعالیت انجمن بورس و بازارهای مالی و یک سال تحصیلی متفاوت و چالش برانگیز می‌رسیم؛ سالی که بسیاری از آن را در فضای مجازی سپری کردیم و از نزدیکترین تعاملات انسانی تا دورترین لحظات بازار را از پشت صفحه ها نظاره کردیم. در این میان، بازارهای مالی ایران نیز مانند همیشه، آینه‌ای از تلاطم های سیاسی، اقتصادی و روانی جامعه بودند؛ نوساناتی که گاه از تنش های برون مرزی و گاه از تورم درونزا نشات می‌گرفت.

همان طور که در این شماره می‌خوانید، «سرمایه گذار هوشمند» بودن، نه در پیش بینی آینده، بلکه در درک ریسک، مدیریت رفتار و استفاده از ابزارهای تحلیلی نهفته است. هر نموداری که کشیدید، هر تحلیلی که نوشتید و هر اشتباهی که در فضای شبیه ساز تجربه کردید، سرمایه گران بهایی است که هیچ کارگزاری و هیچ نرم افزاری نمی‌تواند به شما بدهد.

برای ترم آینده، سه هدف کوچک اما تحول آفرین برای خود تعیین کنید:

۱. خواندن یک کتاب مالی کلاسیک
 ۲. باز کردن یک حساب کارگزاری و شروع سرمایه گذاری با مبلغی هرچند کوچک (برای تجربه عینی نوسان).
 ۳. شرکت در رویدادهای مجازی و کارگاه های عملی (تا از تنهایی مجازی خارج شوید و به یک جامعه مالی واقعی متصل شوید).
- به یاد داشته باشید که این سال، با همه سختی ها، به شما انعطاف پذیری، صبر و توانایی کار در شرایط مبهم را آموخت. همان ویژگی هایی که در بازارهای مالی، کلید طلایی بقا و موفقیت هستند.

تا انتشار شماره بعدی، آرزوی موفقیت و سلامتی برای همه شما داریم. آینده از آن کسانی است که امروز برایش می‌آموزند و می‌سازند.

دکتر مصطفی شمس‌الدینی

سرمایه‌گذاری بر تخصص؛ خشت اول بنای حرفه‌ای ما

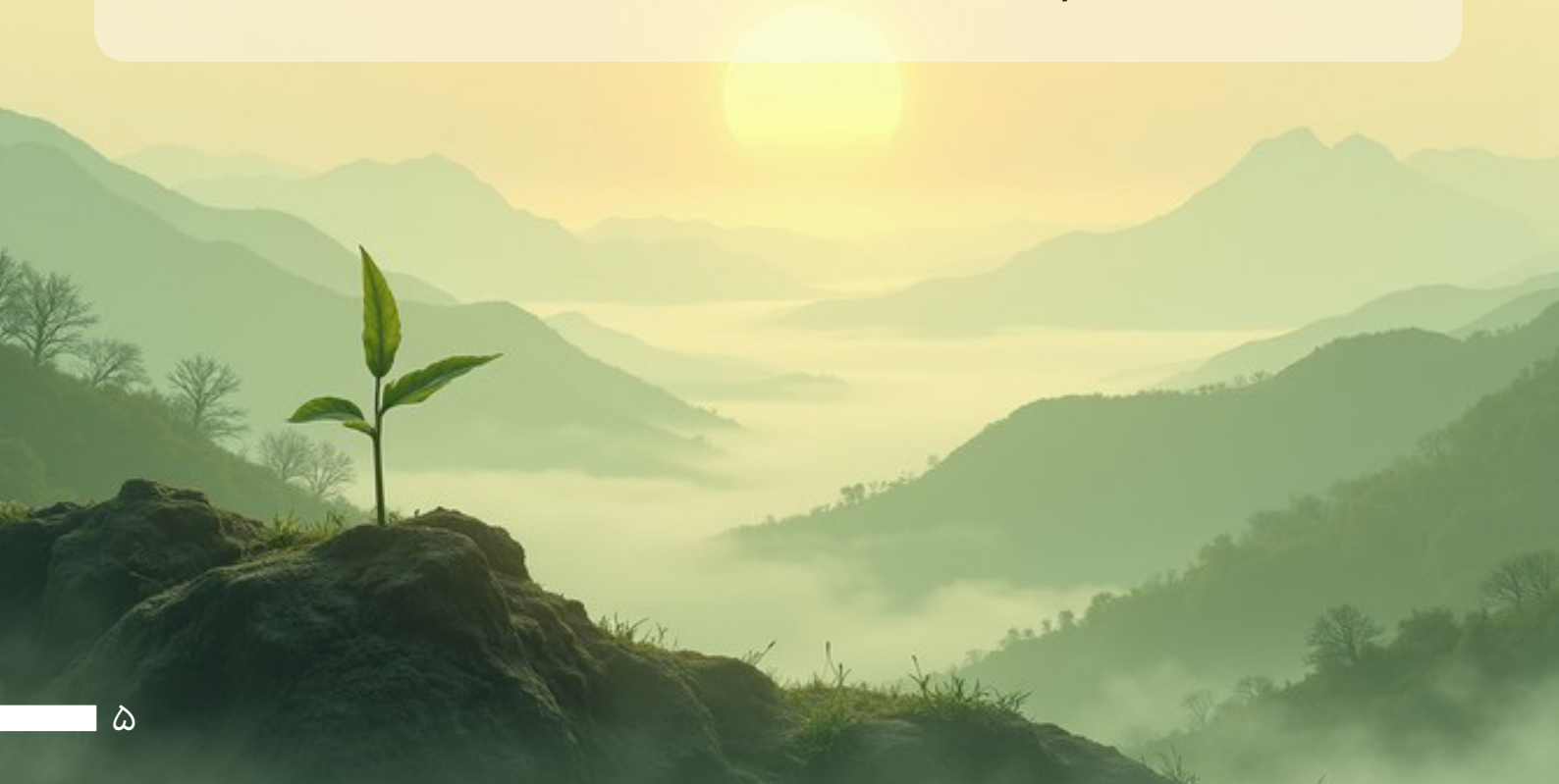
وقتی به مسیر طی‌شده در شماره‌های ابتدایی «بوم» نگاه می‌کنم، بیش از هر چیز، شوق اشتراک دانش و ساختن یک فضای تخصصی را می‌بینم. برای من که در فضای مدیریت استراتژیک و مهندسی رشد کرده‌ام، همیشه این دغدغه وجود داشته که چگونه می‌توانیم پلی میان تئوری‌های دانشگاهی و واقعیت‌های پویای بازار کار بزنیم. نشریه بوم، برای من و تیم همراهم، تنها یک نشریه نیست؛ بلکه بستری است برای تمرین تفکر راهبردی و نگاه بلندمدت در دنیای مالی.

در این شماره، تمرکز اصلی ما عبور از نگاه هیجانی و روی آوردن به تحلیل‌های داده‌محور است. دنیای بورس، عرصه‌ی آزمون و خطا نیست؛ عرصه‌ی مهندسی ریسک و مدیریت دارایی‌هاست. من باور دارم که در تلاطم‌های اقتصادی، تنها دارایی نقدشونده و ماندگاری که ما به‌عنوان دانشجو در اختیار داریم، «تخصص عمیق» و «نگاه دقیق» است.

شماره دوم را با نگاهی به همین اولویت‌ها تدوین کردیم؛ تلاشی برای اینکه بوم، نه فقط یک منبع آموزشی، که راهنمایی برای دانشجویانی باشد که می‌خواهند هوشمندانه و با تکیه بر تحلیل، مسیر شغلی و حرفه‌ای خود را ترسیم کنند. قدردان تمامی دانشجویان دغدغه‌مندی هستم که با مشارکت و همفکری‌شان، به این نشریه اعتبار می‌بخشند. امیدوارم بوم برای شما، شروعی برای پرسش‌های عمیق‌تر و گامی به سوی تخصص پایدار باشد.

هدیه مکسائی

مدیرمسئول نشریه بوم



به شماره دوم نشریه «بوم» خوش آمدید.

وقتی در شماره نخست، سنگ بنای «بوم» را با هدف ایجاد پل میان دانشکده و بازارهای مالی بنا نهادیم، دغدغه‌مان فراتر از انتشار یک نشریه بود؛ ما به دنبال ایجاد جریانی بودیم که «سرمایه‌گذاری» را از یک فعالیت هیجانی و نوسان‌گیرانه، به یک حرفه‌ی مبتنی بر تحلیل و مدیریت ریسک تبدیل کنیم.

در این شماره، تلاش کردیم کمی عمیق‌تر شویم. از ریزساختارهای پیچیده بازار (Market Microstructure) تا هندسه فرصت‌ها در تخصیص دارایی‌ها، سعی ما بر این بوده که دانشجو را نه با وعده‌های شیرین سودهای نجومی، بلکه با واقعیت‌های سخت و البته شیرین دنیای اقتصاد آشتی دهیم. امروز، بازار سرمایه ایران بیش از هر زمان دیگری به تحلیل‌گرانی نیاز دارد که نه با تکیه بر شایعات، بلکه با شناخت مکانیسم‌های حاکم بر بازار (از حجم مبنا گرفته تا اثر آهنربایی)، تصمیم‌گیری می‌کنند.

این شماره از بوم، پیشکش است به تمام دانشجویانی که یادگیری را به «سودای یک‌شبه ره صدساله رفتن» ترجیح داده‌اند. ما در بوم، همچنان بر مسیر خود برای ترویج سرمایه‌گذاری هوشمندانه و عبور از توهّمات رایج پافشاری خواهیم کرد.

با احترام،

شورای سردبیری نشریه بوم
آناهیتا غلامی، سوگل محمدرضائی



ریزساختار و مکانیسم عملکرد بازار بورس

روایتی از معماری پنهان بازار سرمایه؛ از دفتر سفارشات و نقدشوندگی تا رفتار معامله‌گران، بازارگردان‌ها و سازوکار کشف قیمت

آناهیتا غلامی

دانشجوی کارشناسی مدیریت بازرگانی
دبیر انجمن بورس و بازارهای مالی



مقدمه: چرا ساختار داخلی بازار اهمیت دارد؟

بسیاری از معامله‌گران تازه‌کار، بازار سرمایه را یک جعبه سیاه می‌بینند که در آن اطلاعات وارد می‌شود و در خروجی، قیمت‌ها بالا یا پایین می‌روند. اما حوزه ریزساختار بازار (Market Microstructure) به ما می‌آموزد که «نحوه طراحی بازار» و «قوانین معاملاتی» مستقیماً بر کارایی، فرآیند کشف قیمت و هزینه‌های مبادلات اثر می‌گذارند.

به بیان دیگر، در ساختار بازار، چگونگی تبادل دارایی‌ها به اندازه خود دارایی‌ها اهمیت دارد. فهم ریزساختار بازار به شما کمک می‌کند درک کنید چرا در برخی روزها سهام در صف‌های خرید و فروش قفل می‌شوند، چگونه سفارش‌های بزرگ قیمت را جابه‌جا می‌کنند و چرا هزینه معاملات فقط به کارمزد کارگزاری محدود نمی‌شود.

فروشنده در آن‌ها سقف یا کف قیمت مدنظر خود را مشخص می‌کند. این سفارش‌ها در دفتر سفارشات باقی می‌مانند تا زمانی که سفارشی سازگار با آن‌ها وارد بازار شود. این سفارش‌ها به بازار عمق و نقدشوندگی می‌دهند.

نمونه ساختار دفتر سفارشات

دفتر سفارشات متمرکز	
سفارش‌های خرید	سفارش‌های فروش
۹۹۸۰ ریال (زمان: ۱۰:۰۱)	۱۰۰۰۰ ریال (زمان: ۱۰:۰۲)
۹۹۷۰ ریال (زمان: ۱۰:۰۳)	۱۰۰۱۰ ریال (زمان: ۱۰:۰۱)
۹۹۵۰ ریال (زمان: ۱۰:۰۴)	۱۰۰۲۰ ریال (زمان: ۱۰:۰۵)

تطبیق سفارش‌ها در هسته معاملات بر اساس الگوریتم اولویت قیمت-زمان (Price-Time Priority) انجام می‌شود. به این معنا که بالاترین پیشنهاد خرید و پایین‌ترین پیشنهاد فروش همواره اولویت اول اجرا هستند. در صورت برابر بودن قیمت‌ها، سفارشی که زودتر ثبت شده باشد، در اولویت اجرا قرار می‌گیرد.

ارجاع علمی

لری هریس در کتاب مرجع خود استدلال می‌کند که دفتر ثبت سفارشات، بازتاب‌دهنده نبرد مستمر میان ارائه‌دهندگان نقدشوندگی و مصرف‌کنندگان نقدشوندگی است. قیمت نهایی معاملات، برآیند توازن قدرت این دو گروه در بازه‌های ثانیه‌ای است (Harris, ۲۰۰۳).



۱. مکانیسم کشف قیمت و معماری هسته معاملات (Price Discovery)

کشف قیمت (Price Discovery) فرایند مستمر جمع‌آوری، پردازش و تبلور اطلاعات پراکنده در جامعه و تبدیل آن به یک نرخ تعادلی واحد برای دارایی است.

۱-۱. بازار مبتنی بر سفارش در برابر بازار مبتنی بر قیمت

– بازار مبتنی بر سفارش (Order-Driven Market):

ساختاری است که در بورس اوراق بهادار تهران و اکثر بورس‌های بزرگ دنیا جریان دارد. در این بازار، خریداران و فروشندگان سفارش‌های خود را به یک سیستم مرکزی ارسال می‌کنند و هسته معاملات (Matching Engine) آن‌ها را بر اساس قوانین از پیش تعیین‌شده تطبیق می‌دهد.

– بازار مبتنی بر قیمت (Quote-Driven Market):

در این ساختار، بازارسازان رسمی (Market Makers) نرخ خرید و فروش خود را اعلام می‌کنند و معامله‌گران مستقیماً با آن‌ها معامله می‌کنند.

۱-۲. مکانیسم دفتر ثبت سفارشات

در یک بازار مبتنی بر سفارش، تمام درخواست‌ها در دفتر ثبت سفارشات (Order Book) ذخیره می‌شوند. سفارش‌ها به دو دسته اصلی تقسیم می‌شوند:

– سفارش‌های بازار (Market Orders): سفارش‌هایی که بلافاصله در بهترین قیمت موجود در بازار اجرا می‌شوند. فرستنده این سفارش، سرعت اجرا را بر قیمت ترجیح می‌دهد.

– سفارش‌های محدود یا شرطی (Limit Orders):

سفارش‌هایی که خریدار یا

کارگزار یا بازارگردان نیست، بلکه از سه جزء اساسی تشکیل شده است:

- هزینه‌های پردازش سفارش (Order Processing Costs): هزینه‌های فنی، اداری و دفتری ثبت و تسویه معاملات.
- هزینه نگهداری موجودی (Inventory Holding Costs): ریسک ناشی از نوسان قیمت دارایی در زمانی که در سبد معامله‌گر یا بازارگردان باقی می‌ماند.
- هزینه انتخاب نامساعد (Adverse Selection Costs): ریسکی که بازارگردان یا معامله‌گر در مواجهه با معامله‌گران اطلاعاتی متحمل می‌شود. بازارگردان ناچار است اسپرد را عریض‌تر کند تا زیان ناشی از معامله با افراد آگاه را جبران کند.

ارجاع علمی

این تفکیک در آثار کلاسیک مربوط به هزینه معامله و اسپرد، از جمله Demsetz و سپس Copeland & Galai، به‌طور جدی بررسی شده است (Demsetz, ۱۹۶۸; Copeland & Galai, ۱۹۸۳).



۲. نقدشوندگی، عمق بازار و تشریح ریاضی اسپرد (Liquidity & Bid-Ask spread)

نقدشوندگی صرفاً به معنای بالا بودن حجم معاملات نیست؛ بلکه توانایی انجام معامله سریع، در حجم زیاد، با کمترین هزینه مبادلاتی و بدون ایجاد اثر نامطلوب بر قیمت است.

۲-۱. ابعاد چهارگانه نقدشوندگی

برای ارزیابی نقدشوندگی یک سهم، تحلیل‌گران ساختار بازار چهار بعد را بررسی می‌کنند:

۱. عرض (Width): هزینه تراکنش برای یک معامله با حجم استاندارد که با اسپرد سنجیده می‌شود.
۲. عمق (Depth): حجم سفارش‌های موجود در سطوح مختلف دفتر سفارشات.
۳. فوریت (Immediacy): سرعت اجرای سفارش‌ها.
۴. تاب‌آوری (Resiliency): سرعت بازگشت قیمت دارایی به ارزش ذاتی خود پس از وقوع یک معامله بزرگِ مخلِ قیمت.

۲-۲. تشریح ریاضی اسپرد

ساده‌ترین معیار سنجش نقدشوندگی، اسپرد خرید و فروش (Bid-Ask Spread) است که به دو صورت مطلق و نسبی محاسبه می‌شود:

$$\text{Absolute Spread} = P_{\text{ask}} - P_{\text{bid}}$$

$$\text{Relative Spread (\%)} = 100 * \frac{[P_{\text{ask}} - P_{\text{bid}}]}{[(P_{\text{ask}} + P_{\text{bid}}) / 2]}$$

در ادبیات مالی مدرن، اسپرد صرفاً سود

هشدار: توهم عمق بازار؛ گول صف‌ها را نخورید!

آیا می‌دانستید حجم سنگین در سطر اول سفارشات خرید لزوماً به معنای حمایت قوی نیست؟ در ریزساختار بازار، سفارش‌های کلان اغلب توسط الگوریتم‌ها و در چند میلی‌ثانیه قبل از رسیدن قیمت لغو می‌شوند (Spoofing). یک چالش رصدی: آیا تا به حال عمق بازار را در سطوح ۲ تا ۵ بررسی کرده‌اید یا تصمیمات خرید خود را صرفاً بر مبنای سرخط سطر اول می‌گیرید؟



شده و کارایی تخصیص سرمایه را در اقتصاد تقویت می‌کند.

۲-۳. معامله‌گران نویز یا هیجانی (Noise Traders)

در نقطه مقابل، معامله‌گران نویز بر اساس اطلاعاتی معامله می‌کنند که فاقد ارزش بنیادی واقعی است؛ مانند:

- شایعات فضای مجازی
- الگوهای بدون پشتوانه
- توصیه‌های غیرکارشناسی کانال‌ها
- رفتارهای واکنشی به نوسانات ثانیه‌ای

این معامله‌گران دچار سوگیری‌های رفتاری مانند:

- رفتارهای توده‌وار (Herd Behavior)
- بیش‌واکنشی (Overreaction)

هستند و در ایجاد حباب‌های قیمتی و سقوط‌های ناگهانی نقش دارند.

نکته علمی: حضور معامله‌گران نویز اگرچه کارایی بازار را مختل می‌کند، اما برای نقدشوندگی بازار نیز حیاتی است؛ زیرا بدون آن‌ها، معامله‌گران اطلاعاتی طرف مقابل لازم برای انجام معاملات خود را نخواهند داشت (Black, ۱۹۸۶).

۳-۳. بازارگردان‌ها و ارائه‌دهندگان نقد شوندگی

بازارگردان‌ها نهادهای مالی واسطی

۳. اکوسیستم بازیگران بازار از معامله‌گران اطلاعاتی تا نویز و بازارسازها

عملکرد بازار ناشی از برخورد استراتژی‌های متفاوت بازیگران آن است. این بازیگران بر اساس انگیزه‌ها و دسترسی به اطلاعات به سه دسته اصلی تفکیک می‌شوند:

۳-۱. معامله‌گران اطلاعاتی (Informed Traders)

این معامله‌گران زمان و هزینه زیادی را صرف کسب و تحلیل داده‌های بنیادی می‌کنند؛ مانند:

- صورت‌های مالی
- تحلیل زنجیره تأمین
- چشم‌انداز اقتصاد کلان
- متغیرهای صنعت
- ارزش‌گذاری دقیق

آن‌ها زمانی وارد معامله می‌شوند که قیمت بازار با ارزش ذاتی محاسبه‌شده فاصله داشته باشد:

- اگر قیمت بازار کمتر از ارزش ذاتی باشد، خرید می‌کنند.
- اگر قیمت بازار بیشتر از ارزش ذاتی باشد، فروش می‌کنند.

فعالیت این افراد باعث هدایت تدریجی قیمت‌ها به سمت ارزش واقعی خود

است. اگر اطلاعات جدید به صورت تصادفی و غیرقابل پیش‌بینی وارد بازار شوند، قیمت‌ها نیز در پاسخ به این اطلاعات به صورت تصادفی تغییر جهت می‌دهند:

$$P_t = P_{t-1} + \epsilon_t$$

که در آن، ϵ_t یک متغیر تصادفی با میانگین صفر است و نشان‌دهنده شوک اطلاعاتی جدید است.

بنابراین، مسیر حرکت فردا قیمت مستقل از مسیر حرکت امروز آن است و پیش‌بینی روندهای آتی بر اساس داده‌های گذشته عملاً ناممکن خواهد بود (Fama, ۱۹۷۰).

۳-۴. ویژگی‌های خاص بازار ایران از منظر ریزساختار

- در بازار ایران، متغیرهایی مانند:
- دامنه نوسان (Price Limits)
- حجم مبنا (Base Volume)

مکانیسم طبیعی کشف قیمت را تحت تأثیر قرار می‌دهند. دامنه نوسان اگرچه با هدف کاهش نوسانات هیجانی طراحی شده، اما در زمان انتشار اخبار مهم، مانع از تعدیل سریع قیمت‌ها شده و با ایجاد اثر آهنربایی، معامله‌گران را به سمت صف‌نشینی در سقف یا کف قیمتی سوق می‌دهد. این پدیده، نقدشوندگی را موقتاً قطع کرده و کارایی اطلاعاتی بازار را کاهش می‌دهد.



هستند که با تعهد به خرید و فروش همزمان در نرخ‌های معین، نقدشوندگی بازار را تضمین می‌کنند. وظیفه آن‌ها تثبیت بازار و کاهش نوسانات ناشی از عدم همزمانی ورود خریداران و فروشندگان عادی است. بازارگردان‌ها با تأمین مداوم نقدشوندگی، مانع از قفل شدن بازار در صفوف معاملاتی طولانی می‌شوند.

۴. فرضیه بازار کارا Efficient Market Hypothesis – EMH

یکی از مهم‌ترین مباحث در ساختار بازار، سرعت و کیفیت انعکاس اطلاعات در قیمت‌هاست. یوجین فاما (Eugene Fama) در سال ۱۹۷۰ با ارائه فرضیه بازار کارا این مفهوم را فرموله کرد

۴-۱. سطوح سه‌گانه کارایی بازار

(۱) کارایی سطح ضعیف
قیمت‌های فعلی تمامی اطلاعات مربوط به معاملات و قیمت‌های گذشته را منعکس کرده‌اند؛ بنابراین تحلیل تکنیکال قادر به کسب بازدهی مازاد نیست.

(۲) کارایی سطح نیمه‌قوی
قیمت‌ها علاوه بر داده‌های گذشته، تمامی اطلاعات عمومی منتشرشده مانند گزارش‌های مالی و اخبار را نیز در خود جای داده‌اند؛ بنابراین تحلیل بنیادی نیز نمی‌تواند سود غیرعادی ایجاد کند.

(۳) کارایی سطح قوی
قیمت‌ها منعکس‌کننده تمام اطلاعات عمومی و حتی اطلاعات نهانی هستند؛ بنابراین هیچ معامله‌گری بازدهی مازاد مستمر کسب نمی‌کند.

۴-۲. گشت تصادفی

پایه ریاضی فرضیه بازار کارا بر مفهوم گشت تصادفی (Random Walk) استوار

اتاق فکر اقتصادی: «دامنه نوسان: ضربه گیر یا سد نقدشوندگی؟»

دامنه نوسان با هدف جلوگیری از هیجان سهامداران خرد وضع شده است، اما نتیجه معکوس آن تشکیل صف‌های طولانی و نقدناشوندگی در روزهای بحرانی است. سوال: اگر شما رگولاتور بازار سرمایه بودید، حذف تدریجی دامنه نوسان را ترجیح می‌دادید یا اعمال توقف‌های معاملاتی خودکار (Circuit Breakers) مثل بازارهای بین‌المللی؟ مزایا و معایب هر کدام برای سرمایه‌گذار خرد چیست؟



۵. جمع‌بندی

- پیام کلیدی این بخش:
- قیمت سهم‌ها حاصل فرمول‌های حسابداری نیست، بلکه خروجی پردازش اطلاعات در دفتر سفارشات است.
 - اسپرد خرید و فروش، هزینه پنهان معاملات شماست؛ سهم‌هایی با اسپرد بزرگ، هزینه‌های غیرمستقیم بیشتری دارند.
 - بدون معامله‌گران نويز، بازاری وجود نخواهد داشت، اما برای بقای بلندمدت، باید از یک معامله‌گر نويز به یک معامله‌گر اطلاعاتی تبدیل شد.

منابع و مراجع آکادمیک

References (APA)

- Black, F. (۱۹۸۶). Noise. The Journal of Finance, ۵۴۳-۵۲۸, (۳)۴۱.
- Copeland, T. E., & Galai, D. (۱۹۸۳). Information Effects on the Bid-Ask Spread. The Journal of Finance, ۱۴۶۹-۱۴۵۷, (۵)۳۸.
- Demsetz, H. (۱۹۶۸). The Cost of Transacting. The Quarterly Journal of Economics, ۵۳-۳۳, (۱)۸۲.
- Fama, E. F. (۱۹۷۰). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, ۴۱۷-۳۸۳, (۲)۲۵.
- Glosten, L. R., & Milgrom, P. R. (۱۹۸۵). Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders. Journal of Financial Economics, ۷۱, (۱)۱۴-۱۰۰.
- Harris, L. (۲۰۰۳). Market Microstructure for Practitioners. Oxford University Press.

از تماشای بازار تا تحلیل حرفه‌ای؛ ابزارهایی که هر فعال مالی باید بشناسد



سوگل محمدرضائی
دانشجوی کارشناسی مدیریت بازرگانی
دبیر انجمن مدیریت بازرگانی

یکی از مهمترین گام‌ها برای تبدیل شدن از یک تماشاگر به یک فعال بازار، آشنایی با سامانه‌های معاملاتی و کمک معاملاتی کارگزاری‌ها است. بسیاری از دانشجویان تصور میکنند برای تحلیل بازار به نرم‌افزارهای پیچیده و پولی نیاز دارند، در حالی که کارگزاری‌های معتبر کشور، ابزارهای قدرتمندی مانند «ایزی تریدر» (کارگزاری مفید)، «آساتریدر» (کارگزاری آگاه) و ... را به صورت رایگان در اختیار مشتریان خود قرار می‌دهند. این سامانه‌ها فراتر از یک پلتفرم ساده برای خرید و فروش هستند؛ آنها با ارائه نمودارهای پیشرفته (با قابلیت رسم خطوط روند، اندیکاتورها و الگوهای تکنیکال)، داشبوردهای تحلیل بنیادی (نسبتهای مالی، صورتهای جریان نقدینگی و مقایسه صنایع) و ابزارهای کمک معاملاتی مانند فیلترهای هوشمند و هشدارهای قیمتی، عملاً یک اتاق تحلیل کوچک را روی میز شما قرار می‌دهند.

پیشنهاد به دانشجویان: پیش از هرگونه معامله واقعی، حداقل یک ماه با این ابزارها کار کنید، تحلیل بنویسید و بازار را شبیه سازی کنید. این کار نه تنها هزینه اولیه شما را صفر می کند، بلکه مهارت «کار با داده های مالی زنده» را که در هیچ کلاس درسی به طور کامل آموزش داده نمی شود، به شما هدیه می دهد. یادتان باشد، در بازار ایران، آنکه بر ابزارهای تحلیلی مسلط است، نه آنکه سیگنال های لحظه ای را دنبال می کند، برنده نهایی است.

[illegible]

بازار طلا

با ره‌آورد تمام داده‌های بازار را به صورت لحظه‌ای رصد کنید.

دارایی‌های مبتنی بر طلا

۱۰ عیار



سکه امامی



سکه بهار آزادی



سکه ۱ گره

نمودار صندوق‌ها

ارزش بازار پرتفوی صندوق‌ها



مدیریت سبد دارایی

۲۳,۷۴۲,۰۰۰



۴/۷٪ | ۵۴,۳۲۸,۹۰۲

مقایسه شاخص‌ها

۲/۵٪ ↑



تتر

۳/۵٪ ↑



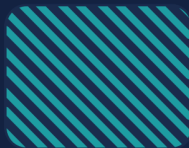
صندوق طلا

۱/۵٪ ↑



مسکن

۴/۵٪ ↑



طلا ۱۸ عیار



کل بورس

یکی از کاملترین و تخصصی‌ترین بسترهای تحلیل بازار سرمایه در ایران، وبسایت ره‌آورد ۳۶۵ است. این سامانه که توسط شرکت پردازش اطلاعات مالی مبنا و با مجوز سازمان بورس توسعه یافته، بیش از ۳۰۰ هزار کاربر فعال دارد و به‌عنوان یکی از مراجع اصلی تحلیل تکنیکال و بنیادی در کشور شناخته می‌شود. ره‌آورد با الهام از ساختار تریدینگ ویو طراحی شده و ابزارهای پیشرفته‌ای مانند نمودارهای پیشرفته با بیش از ۱۵ اندیکاتور تکنیکال، امکان رسم خطوط روند، فیبوناچی و الگوهای هارمونیک، فیلترهای هوشمند بنیادی و تکنیکال بدون نیاز به کدنویسی، نقشه بازار برای رصد بازدهی و حجم‌های مشکوک در یک نگاه، سیستم هشدار لحظه‌ای برای تغییرات قیمت و صفوف معاملاتی، و شبکه اجتماعی گفت و گو برای تبادل تحلیل میان معامله‌گران را در اختیار کاربران قرار می‌دهد. علاوه بر وبسایت، نسخه‌های دسکتاپ و موبایل این نرم افزار نیز قابل استفاده است و بخش بزرگی از امکانات آن به صورت رایگان در دسترس دانشجویان قرار دارد. پیشنهاد به دانشجویان: پس از آشنایی با سامانه‌های معاملاتی کارگزاری‌ها، حتماً یک حساب کاربری در ره‌آورد ایجاد کنند و تحلیل‌های تکنیکال و بنیادی خود را روی این پلتفرم پیاده‌سازی کنند. تسلط بر این ابزار، شکاف میان دانش تئوریک دانشگاهی و نیازهای عملی بازار را پر می‌کند و مهارتی است که در مصاحبه‌های کاری کارگزاری‌ها و سبدگردانی‌ها بسیار ارزشمند خواهد بود.

هندسه تخصیص دارایی

واکاوی تطبیقی بازارهای مالی؛ از تئوری تا واقعیت اقتصاد ایران

آناهیتا غلامی

دانشجوی کارشناسی مدیریت بازرگانی
دبیر انجمن بورس و بازارهای مالی



«دشوارترین کار در سرمایه گذاری، پیش بینی آینده نیست؛ بلکه درک این نکته است که هر کلاس دارایی، در کجای چرخه اقتصادی ایستاده است.»

هاوارد مارکس، مدیر صندوق
Oaktree سرمایه گذاری



مقدمه: پارادایم تخصیص دارایی (Asset Allocation)

یکی از بزرگ‌ترین خطاهای شناختی معامله‌گران و سرمایه‌گذاران تازه‌کار، تک‌بعدی‌نگری و تعصب نسبت به یک بازار خاص است. بسیاری از افراد می‌کوشند «بهترین بازار» را پیدا کنند، در حالی که در ادبیات مالی مدرن، موفقیت بلندمدت بیش از آن که حاصل انتخاب چند سهم خاص یا زمان‌بندی دقیق بازار باشد، به کیفیت فرآیند تخصیص دارایی (Asset Allocation) بستگی دارد. برآوردهای کلاسیک نشان می‌دهد که بخش عمده‌ای از واریانس بازدهی پورترفوی در افق بلندمدت، ناشی از نحوه توزیع سرمایه میان کلاس‌های مختلف دارایی است، نه صرفاً انتخاب ابزارها در داخل هر بازار.

برای تصمیم‌گیری عقلانی، باید بدانیم بازارهای موازی مانند بورس، مسکن، طلا، اوراق درآمد ثابت و نقدینگی چگونه عمل می‌کنند، چه نسبتی با تورم دارند، سرعت واکنش آن‌ها به شوک‌های اقتصادی چقدر است و از منظر نقدشوندگی، ریسک و آستانه ورود چه تفاوت‌هایی با یکدیگر دارند. درک این تفاوت‌ها، به‌ویژه در اقتصاد ایران که هم‌زمان با تورم ساختاری، نااطمینانی سیاسی و نوسانات ارزی روبه‌رو است، برای هر سرمایه‌گذار ضروری است.

۱. بازدهی واقعی در افق بلندمدت: تقابل دارایی‌های مولد و غیرمولد

دارایی‌های غیرمولد (Non-Productive Assets): دارایی‌هایی که ذاتاً جریان نقدی تولید نمی‌کنند و بازدهی آن‌ها عمدتاً بر تئوری «احمق بزرگ‌تر» (Greater Fool Theory) یا افزایش قیمت و حفظ ارزش در شرایط نااطمینانی تکیه دارد؛ مانند طلا، ارز و پول نقد. در نگاه نظری و تاریخی، این تمایز اهمیت زیادی دارد. دارایی‌های مولد در بلندمدت از محل رشد اقتصاد، سود مرکب و افزایش بهره‌وری تغذیه می‌شوند، در حالی که دارایی‌های غیرمولد عموماً نقش «حفاظت از ارزش» را بازی می‌کنند، نه «خلق ارزش».

برای رتبه‌بندی بازارها در بلندمدت، ابتدا باید مرز میان دو مفهوم بنیادی را مشخص کنیم: دارایی‌های مولد (Productive Assets): دارایی‌هایی که بر پایه فعالیت اقتصادی واقعی، ارزش‌آفرینی می‌کنند و دارای جریان نقدی درونی (Cash Flow) هستند. سهام شرکت‌ها از طریق سود تقسیمی، رشد سودآوری و سرمایه‌گذاری مجدد، و املاک و مستغلات از طریق اجاره‌بها، در این دسته قرار می‌گیرند.

فریم علمی: نظریه بازدهی بلندمدت جرمی سیگل

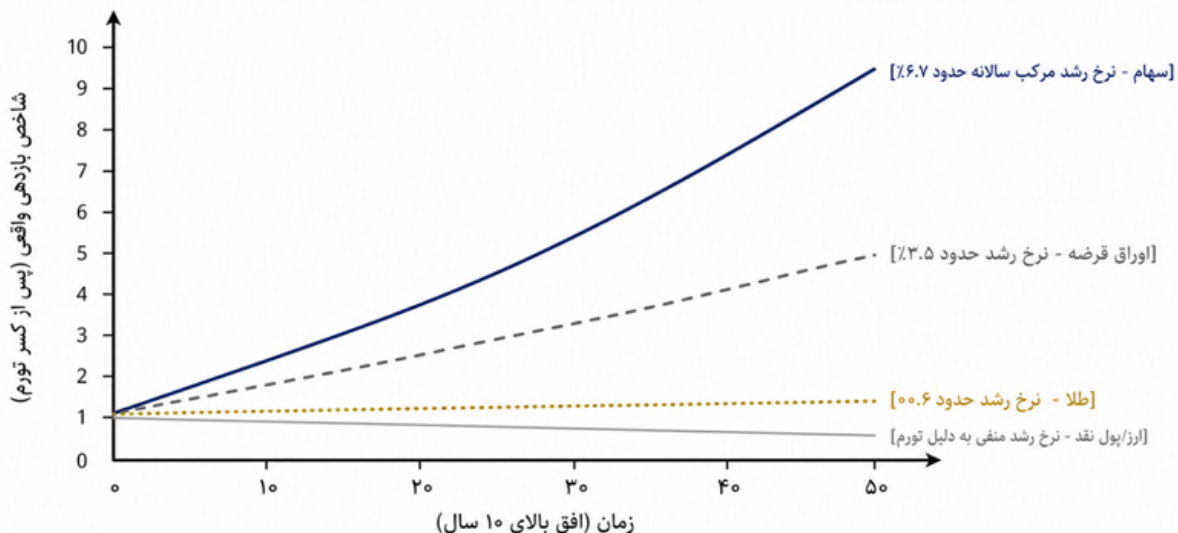
بررسی‌های آماری بلندمدت بر روی کلاس‌های مختلف دارایی نشان می‌دهد که سهام در افق‌های زمانی طولانی، به‌ویژه دوره‌های بیش از ۱۰ سال، به‌طور معناداری بازدهی واقعی بالاتری نسبت به اوراق بدهی، طلا و نقدینگی ثبت کرده است (Siegel, ۲۰۱۴). جرمی سیگل در اثر مرجع خود نشان می‌دهد که نوسانات کوتاه‌مدت بورس در بلندمدت مستهلک می‌شود و قدرت سود مرکب ناشی از بازسرمایه‌گذاری سودها، سهام را به برترین دارایی بلندمدت تبدیل می‌کند.

همچنین مطالعات بین‌المللی در بیش از ۲۰ کشور طی یک سده گذشته تأیید می‌کند که سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مولد، به‌ویژه در قالب پرتفوی متنوع، پایدارترین سازوکار برای حفظ قدرت خرید در برابر تورم و ریسک‌های کلان اقتصادی است (Dimson, Marsh & Staunton, ۲۰۲۰).

مقایسه تاریخی بازدهی واقعی دارایی‌ها در افق بسیار بلندمدت:

شبیه‌سازی رشد ثروت بر پایه تئوری بازارها - Siegel (2014)

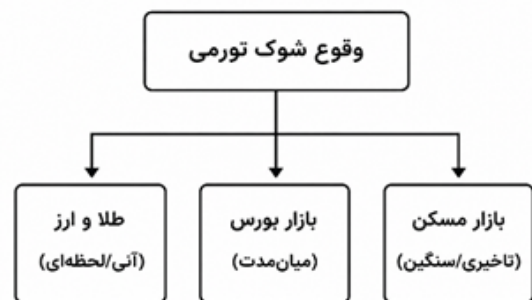
شاخص بازدهی واقعی پس از کسر تورم (سرمایه‌گذاری مستمر در افق بلندمدت)



نتیجه مهم این بخش آن است که در افق بلندمدت، سهام و سایر دارایی‌های مولد معمولاً از سایر بازارها پیشی می‌گیرند. طلا و ارز گرچه در دوره‌های بحران، نقش ضربه‌گیر دارند، اما در بلندمدت بیشتر ابزار حفظ ارزش‌اند تا موتور انباشت ثروت.

۲. پویایی واکنش بازارها به شوک‌های تورمی (Inflation Transmission Dynamics)

تورم به زبان ساده یعنی کاهش قدرت خرید پول ملی. اما همه بازارها با سرعت و شدت یکسانی به این پدیده واکنش نشان نمی‌دهند. تفاوت در سرعت انتقال شوک تورمی به قیمت دارایی‌ها، به میزان نقدشوندگی، چسبندگی قیمت، ساختار معاملات و سطح کارایی اطلاعاتی هر بازار بستگی دارد. به صورت شماتیک، مسیر انتقال شوک تورمی را می‌توان این‌گونه تصور کرد:



الف) بازار طلا و ارز (سپر آنی و لحظه‌ای - Instantaneous Hedge)

طلا و ارز به دلیل پیوند مستقیم با انتظارات تورمی، نرخ ارز و بازارهای جهانی، سریع‌ترین واکنش را به شوک‌های اقتصادی و سیاسی نشان می‌دهند. این بازارها فاقد چسبندگی قیمت‌اند؛

به این معنا که اطلاعات جدید تقریباً بلافاصله در قیمت‌ها منعکس می‌شود. در اقتصاد ایران، طلا عملاً به دماسنج انتظارات تورمی تبدیل شده و در مواجهه با تنش‌های ژئوپلیتیک، جهش‌های ارزی یا شوک‌های پولی، اولین بازاری است که واکنش نشان می‌دهد.

به همین دلیل، طلا و ارز در کوتاه‌مدت نقش «پناهگاه امن» (Safe Haven) را ایفا می‌کنند؛ اما همین سرعت واکنش، آن‌ها را مستعد نوسانات شدید و رفتارهای هیجانی نیز می‌سازد.

ب) بازار بورس (واکنش پیشرو و میان‌مدت - Leading Transmission)

بورس از منظر تورمی، بازاری پیشرو محسوب می‌شود. سهام شرکت‌ها نماینده دارایی‌های واقعی مانند زمین، ماشین‌آلات، موجودی کالا و همچنین جریان‌های درآمدی آتی آن‌هاست. در شرایط تورمی، ارزش جایگزینی دارایی‌ها بالا می‌رود و بسیاری از شرکت‌ها می‌توانند محصولات خود را با قیمت‌های جدید بفروشند. در نتیجه، بازار سهام معمولاً پیش از آن‌که آثار تورم به طور کامل در صورت‌های مالی و گزارش‌های سود و زیان ظاهر شود، بر مبنای انتظارات شروع به تعدیل قیمت‌ها می‌کند.

در اقتصاد ایران، این ویژگی باعث می‌شود بورس در بسیاری از مواقع زودتر از بخش واقعی اقتصاد حرکت کند. به بیان دیگر، طلا و ارز شوک را «فوری» منعکس می‌کنند، اما بورس آن را «تحلیل» و «قیمت‌گذاری پیش‌نگر» می‌کند.

ج) بازار مسکن (واکنش تأخیری اما عمیق - Lagging Real Asset)

مسکن سنگین‌ترین بازار دارایی است. نبود بازار متمرکز، زمان‌بر بودن معاملات،

با وقفه‌ای در حدود ۶ تا ۹ ماه، و گاه حتی بیشتر، به شوک‌های تورمی پاسخ می‌دهد. اما زمانی که وارد فاز رونق می‌شود، همین عقب‌ماندگی را با جهش‌های قابل‌توجه جبران می‌کند. از این منظر، مسکن را می‌توان یک پناهگاه تورمی دیرواکنش اما عمیق دانست.

هزینه‌های بالای نقل‌وانتقال، فرآیند ساخت و چسبندگی رفتاری فروشندگان باعث می‌شود این بازار معمولاً با تأخیر نسبت به تورم واکنش نشان دهد. در ادبیات اقتصادی، برای این تأخیر از مفهوم Time Lag استفاده می‌شود. در ساختار بازار ایران، مسکن معمولاً

چالش تحلیلی: «تله بازده اسمی در برابر بازده واقعی»



«اگر ملکی را ۳ سال پیش خریده‌اید و ارزش ریالی آن ۳ برابر شده است، آیا شما ثروتمندتر شده‌اید؟ محاسبه کنید: اگر تورم عمومی در این دوره ۲۰۰٪ و رشد قیمت دلار ۲۵۰٪ بوده باشد، بازده واقعی شما بعد از کسر استهلاک، خواب سرمایه و هزینه معاملات چقدر بوده است؟ آیا سود کرده‌اید یا فقط ارزش دارایی خود را حفظ کرده‌اید؟»

جعبه ابزار مالی: هزینه فرصت نقد نا شونده

هرچه یک دارایی سخت‌تر نقد شود، سرمایه‌گذار در شرایط نیاز فوری به پول نقد، ناچار می‌شود آن را با تخفیف بیشتری بفروشد. این تفاوت را می‌توان به صورت ساده چنین نمایش داد:

$$\text{Illiquidity Discount} = \frac{P_{\text{Fair Value}} - P_{\text{Fire Sale}}}{P_{\text{Fair Value}}} \times 100$$

یعنی:

ارزش منصفانه دارایی منهای قیمتی که در فروش اضطراری به دست می‌آید. در بازار مسکن، این شکاف در دوران رکود می‌تواند چشمگیر باشد؛ زیرا فروشندگان برای تأمین سریع نقدینگی، ناچار به ارائه تخفیف‌های سنگین می‌شود.

۳. دو فاکتور حیاتی: نقدشوندگی و آستانه ورود

سرمایه‌گذار هوشمند فقط به بازدهی اسمی روی کاغذ نگاه نمی‌کند. دو متغیر بسیار مهم دیگر نیز باید در تحلیل هر بازار لحاظ شوند:

- نقدشوندگی (Liquidity): سرعت و سهولت تبدیل دارایی به پول نقد بدون افت جدی قیمت
- آستانه ورود (Barrier to Entry): حداقل سرمایه لازم برای ورود مؤثر به آن بازار

نادیده گرفتن این دو عامل، می‌تواند ارزیابی بازدهی را کاملاً گمراه‌کننده کند. ممکن است بازاری در ظاهر سودآور باشد، اما اگر در زمان نیاز نتوان آن را سریع نقد کرد یا برای ورود به آن به سرمایه‌ای بسیار بالا نیاز باشد، برای بخش بزرگی از سرمایه‌گذاران عملاً نامناسب خواهد بود.

مقایسه تطبیقی بازارها از منظر نقدشوندگی و آستانه ورود:

کلاس دارایی	سرعت نقدشوندگی	حداقل سرمایه موردنیاز	متوسط کارمزد معاملاتی	رفتار در دوره رکود
بورس (سهام و صندوق ها)	بسیار بالا (چند ثانیه)	بسیار کم (حداقل مجاز ورود خرد)	بسیار کم (کمتر از ۱,۲۵٪)	نوسان قینتی مداوم ولی نقد شونده
طلا (فیزیکی و صندوق طلا)	بالا (ساعت معاملاتی)	کم (در صورت خرید صندوق طلا)	متوسط (هزینه ضرب و حباب در فیزیکی)	حفظ ارزش نسبی و نقد شوندگی بالا
مسکن و املاک	بسیار پایین (چند ماه)	بسیار زیاد (میلیاردی)	بسیار بالا (کمیسیون و مالیات انتقال)	قفل شدن معاملات و رکود فرسایشی
اوراق درآمد ثابت	بسیار بالا (آنی)	بسیار کم	نزدیک به صفر	بدون نوسان، پرداخت سود تضمینی

بر این اساس، بورس و صندوق های سرمایه گذاری از محدود بازارهایی هستند که همزمان سه مزیت مهم دارند: آستانه ورود پایین، نقدشوندگی بالا و امکان تنوع بخشی گسترده. این ویژگی برای دانشجویان و سرمایه گذاران خرد اهمیت ویژه ای دارد.

۴. چرخه های اقتصادی و استراتژی گردش پول (Sector Rotation)

حرکت پول در اقتصاد، ایستا و تصادفی نیست. نقدینگی مانند جریان آب، همواره به سمتی می رود که بازدهی مورد انتظار نسبت به ریسک، جذاب تر باشد. به همین دلیل، هر کلاس دارایی در مرحله ای خاص از چرخه اقتصادی عملکرد بهتری دارد.

دوران رونق اقتصادی (Expansion): در این مرحله، تولید، مصرف، سرمایه گذاری و سودآوری شرکت ها افزایش می یابد. طبیعی است که در چنین شرایطی، بازار سهام و به طور کلی دارایی های مولد بهترین عملکرد را ثبت کنند؛ زیرا رشد اقتصادی مستقیماً در سود شرکت ها منعکس می شود.

دوران رکود تورمی (Stagflation): در رکود تورمی، اقتصاد همزمان با تورم بالا و رشد ضعیف مواجه است. در این فضا،

دارایی های امن و ضدتورمی مانند طلا و برخی کالاها، مقصد اصلی نقدینگی می شوند. دلیل این موضوع روشن است: وقتی رشد واقعی اقتصاد متوقف می شود اما ارزش پول در حال کاهش است، سرمایه گذاران به دنبال پناهگاه حفظ قدرت خرید می گردند.

دوران انقباض پولی و بهره بالا (Contraction): در دوره هایی که سیاست گذار پولی برای مهار تورم نرخ بهره را افزایش می دهد و نقدینگی را جمع می کند، جذابیت دارایی های بدون ریسک بالا می رود. در این فضا، صندوق های درآمد ثابت، اوراق بدهی و سپرده های بانکی معمولاً جذب کننده اصلی منابع می شوند.

درک این چرخه ها به سرمایه گذار کمک می کند به جای تعصب روی یک بازار، منطق جابه جایی سرمایه میان بازارها را بفهمد و متناسب با فاز اقتصادی تصمیم بگیرد.

جمع‌بندی تحلیلی: هیچ بازاری همیشه بهترین نیست

مقایسه بازارهای مالی نشان می‌دهد که برتری هر بازار، وابسته به افق زمانی، شرایط کلان اقتصادی، سطح تورم، نیاز به نقدشوندگی و میزان سرمایه اولیه است. به طور خلاصه:

- اگر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت باشد، دارایی‌های مولد به‌ویژه سهام، در اغلب مطالعات تاریخی برنده نهایی‌اند.
 - اگر مسئله اصلی پوشش ریسک تورم و شوک‌های ناگهانی باشد، طلا و ارز معمولاً سریع‌ترین واکنش را دارند.
 - اگر هدف حفظ ارزش در دارایی فیزیکی و سنگین باشد، مسکن در بلندمدت می‌تواند مؤثر باشد، اما با هزینه ورود بالا و نقدشوندگی پایین.
 - اگر اولویت اصلی حفظ اصل سرمایه و دریافت بازدهی کم‌ریسک باشد، اوراق و صندوق‌های درآمد ثابت انتخاب منطقی‌تری هستند.
- به همین دلیل، پرسش درست برای سرمایه‌گذار این نیست که «کدام بازار بهترین است؟» بلکه این است که: «در این مرحله از چرخه اقتصادی، با این سطح از سرمایه، این افق زمانی و این درجه از تحمل ریسک، چه ترکیبی از دارایی‌ها منطقی‌تر است؟»

نکته کاربردی برای دانشجویان

برای شروع سرمایه‌گذاری، نیازی نیست منتظر جمع شدن سرمایه‌های بزرگ باشید. بازار بورس و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به‌ویژه صندوق‌های سهامی، مختلط، درآمد ثابت و طلا، این امکان را فراهم می‌کنند که حتی با مبالغ اندک نیز بتوان یک پورتهوی متنوع تشکیل داد. این مزیت، به‌خصوص برای دانشجویان، بسیار مهم است؛ زیرا بدون نیاز به ورود به بازارهای سنگین و کم‌نقدشونده‌ای مثل مسکن، می‌توان هم از ظرفیت رشد دارایی‌های مولد بهره برد و هم بخشی از سرمایه را در ابزارهای پوشش‌دهنده تورم قرار داد.



منابع و مراجع آکادمیک

References (APA)

- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (۲۰۲۰). Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook ۲۰۲۰. Credit Suisse Research Institute.
- Siegel, J. J. (۲۰۱۴). Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long-Term Investment Strategies (۵th ed.). McGraw-Hill Education.

از کلاس درس، تا تابلو بورس

گفت و گو با دکتر شمس الدینی،
استاد اقتصاد دانشگاه هرمزگان
و فعال بازارهای سرمایه



آناهیتا غلامی
دانشجوی کارشناسی مدیریت بازرگانی
دبیر انجمن بورس و بازارهای مالی

سردبیر نشریه

سلام استاد، خیلی ممنون که وقت گذاشتید. اولین سؤال شاید کلیشه‌ای باشد، اما دغدغه خیلی از دانشجویان است: آیا واقعاً می‌توان با بازارهای مالی در ایران به درآمد پایدار و خوب رسید یا این فقط یک رویای تبلیغاتی است؟

دکتر شمس الدینی

سلام. بگذارید صادقانه پاسخ بدهم؛ بله، می‌شود، اما نه به روشی که در شبکه‌های اجتماعی می‌بینید. درآمد پایدار در بازارهای مالی سه پیش‌نیاز دارد: ۱. سواد (نه اطلاعات سطحی)، ۲. سرمایه (هرچند کم اما واقعی)، ۳. کنترل روان‌شناختی (که سخت‌تر از دو مورد قبلی است). اگر دانشجویی فکر کند با ۵ میلیون تومان و سه روز تحلیل تکنیکال، میلیارد می‌شود، نه تنها به درآمد نمی‌رسد، بلکه سرمایه اولیه خود را هم از دست می‌دهد. اما اگر با نگاه «سرمایه‌گذاری بلندمدت» و «مدیریت ریسک» وارد شود، بازار بورس و طلا در ایران یکی از محدود مسیرهای شفاف برای فرار از تورم و حتی ساختن ثروت است.

خب، نقطه شروع را برای یک دانشجوی تازه کار دقیقاً کجا می‌دانید؟ به عنوان کسی که هم تدریس می‌کند و هم معامله می‌کند، چه توصیه‌ای دارید؟

دکتر شمس‌الدینی

نقطه شروع، خرید سهام نیست؛ خریدن کتاب است. من به دانشجویانم می‌گویم قبل از اینکه سرمایه‌گذاری کنید، این سه کار را انجام دهید:

۱. کتاب «سرمایه‌گذار هوشمند» بنجامین گراهام را بخوانید (حتی اگر در امتحانات هستید).

۲. حداقل ۲۰ صورت مالی شرکت‌ها را ورق بزنید تا با زبان گزارش‌های مالی آشنا شوید.

۳. به مدت یک ماه، بدون خرید، بازار را رصد کنید و تحلیل‌های خود را بنویسید.

بعد از آن، با حداقل مبلغ (مثلاً ۱ تا ۵ میلیون تومان) وارد شوید و هدف شما «یادگیری» باشد نه «سود» در ۳ ماه اول. این سرمایه آموزشی شماست. اگر اطلاعات زیادی ندارید از صندوق‌های سهامی یا صندوق‌های طلا شروع کنید، نه سهام مستقیم. این صندوق‌ها با مدیریت حرفه‌ای، خطای شما را به شدت کاهش می‌دهند.

سردبیر نشریه

خیلی از دانشجویان می‌گویند ما نه سرمایه اولیه داریم و نه وقت کافی برای تحلیل روزانه. آیا بازارهای مالی می‌تواند به عنوان یک «شغل دوم» برای دانشجوی معنا داشته باشد؟

دکتر شمس‌الدینی

کاملاً می‌تواند، اما با تغییر زاویه دید.

شغل دوم در بازار به معنای «ترید روزانه» (روزانه خرید و فروش کردن) نیست. ترید روزانه نیازمند پیش‌نیازهای چندانگانه، استرس بالا و تمرکز تمام‌وقت است که با زندگی دانشجویی سازگار نیست.

به جای آن، سرمایه‌گذاری غیرفعال یا میان‌مدت را انتخاب کنید. مثلاً ماهانه مبلغی ثابت (حتی ۵۰۰ هزار تومان یا کمتر) در یک صندوق طلا یا سهامی با ریسک متوسط بریزید و هر شش ماه یک‌بار ترکیب سبد خود را بررسی کنید.

این روش نه تنها وقت‌گیر نیست، بلکه به شما «انضباط مالی» یاد می‌دهد که خودش یک مهارت شغلی ارزشمند است. من خودم با دانشجویانی کار کرده‌ام که با همین روش، تا پایان تحصیلات کارشناسی، سرمایه‌ای معادل چند ده میلیون تومان جمع کرده‌اند.

یک سؤال چالشی، با توجه به نوسانات شدید بورس تهران و اثرپذیری از سیاست و تحریم، آیا همچنان بازار را برای دانشجویان توصیه می‌کنید؟

دکتر شمس‌الدینی

این دقیقاً همان نقطه‌ای است که اقتصاد مالی با علم اقتصاد کلان تلاقی می‌کند. بله، بازار ایران پر نوسان است، اما من این نوسان را فرصت می‌بینم، نه تهدید. چرا؟ چون در بازارهای با ثبات جهانی، بازدهی واقعی (پس از تورم) معمولاً ۴ تا ۶ درصد است، اما در ایران با قبول این نوسان، امکان کسب بازدهی واقعی بالای ۱۵ تا ۲۰ درصد (پس از تورم) وجود دارد.

من به دانشجویان می‌گویم «شما در بازار ایران مزیت بزرگتری نسبت به سرمایه‌گذاری خارجی دارید؛ شما زیست‌بوم خود را می‌شناسید. شما میدانید که فلان شرکت پتروشیمی با تغییر نرخ خوراک چه می‌شود، یا در آستانه نوروژ بازار طلا چه روندی دارد. این شناخت بومی، یک مزیت رقابتی است.»

فقط کافی است در کنار تحلیل فنی، اخبار کلان، سیاست‌های ارزی و صورت‌جلسات مجامع شرکت‌ها را دنبال کنید. بازار ما کوچک است، اما همین کوچکی باعث می‌شود اطلاعات معتبر زودتر به نتیجه برسد.



سردبیر نشریه

به نظر شما، یک دانشجوی اقتصاد یا مدیریت یا حسابداری چه مهارت‌هایی باید داشته باشد تا بتواند به یک تحلیلگر یا معامله‌گر موفق در ایران تبدیل شود؟ یعنی چه چیزی در دانشگاه نمی‌آموزد که باید خودش یاد بگیرد؟

دکتر شمس‌الدینی

سؤال فوق‌العاده‌ای است. دانشگاه به شما چارچوب تئوریک می‌دهد؛ مدل‌های ارزش‌گذاری، تئوری بازار کارا، فرمول‌های بتا و آلفا. اما سه شکاف عمده وجود دارد: ۱. دانشگاه به شما نمی‌آموزد که وقتی ۱۰ درصد ضرر کردید، چطور احساساتتان را مدیریت کنید (سواد رفتاری). من هر ترم یک جلسه به «اقتصاد رفتاری در معاملات» اختصاص می‌دهم و مثال‌های واقعی از اشتباهات معامله‌گران را بررسی می‌کنم.

۲. بازار با اکسل ساده تحلیل نمی‌شود. یک دانشجو باید حداقل با داده‌کاوی مالی آشنا باشد (مسلط شدن به نرم‌افزارهای تحلیلی).

۳. خیلی از نکات کاربردی مثل «تشخیص سفارش‌های سهامداران عمده از طریق تابلو خوانی» یا «تشخیص پول هوشمند» فقط در محیط کارآموزی در کارگزاری‌ها یا محیط‌های سرمایه‌گذاری یاد گرفته می‌شود (شبکه‌سازی و کارآموزی).

و در نهایت، یک پیام انگیزشی و در عین حال واقع‌بینانه برای دانشجویی که همین الان دارد این مصاحبه را می‌خواند و به فکر ورود به بازار است، چه دارید؟

دکتر شمس‌الدینی

دو راه پیش روی شماست: راه اول، اینکه بازار را مثل قمار ببینید و با امید به شانس یک شبه وارد شوید. این راه ۹۰٪ شکست است. راه دوم، اینکه بازار را مثل یک دانشکده عملی ببینید. جایی که هر روز به شما بازخورد می‌دهد، اشتباهاتتان را می‌گوید، صبرتان را آزمایش می‌کند و در نهایت به شما «بلوغ مالی» هدیه می‌دهد. اگر این مسیر را با صبر، مطالعه و فروتنی جلو بروید، در ۳۰ سالگی صاحب دو سرمایه می‌شوید: یک سرمایه مالی که از تورم فرار کرده، و یک سرمایه انسانی که هیچ دانشگاهی به شما نمی‌دهد؛ درک عمیق از ریسک و پاداش در زندگی. یادتان باشد بازارهای مالی در ایران مثل یک اسب سرکش هستند؛ اگر بلد باشید سوارش شوید، شما را به مقصد می‌رساند، اما اگر ترسو باشید، زمینتان می‌زند. از همین امروز، با خواندن یک گزارش مالی و باز کردن پلتفرم معاملاتی شروع کنید.

سردبیر نشریه

خیلی ممنون از وقتی که گذاشتید استاد.

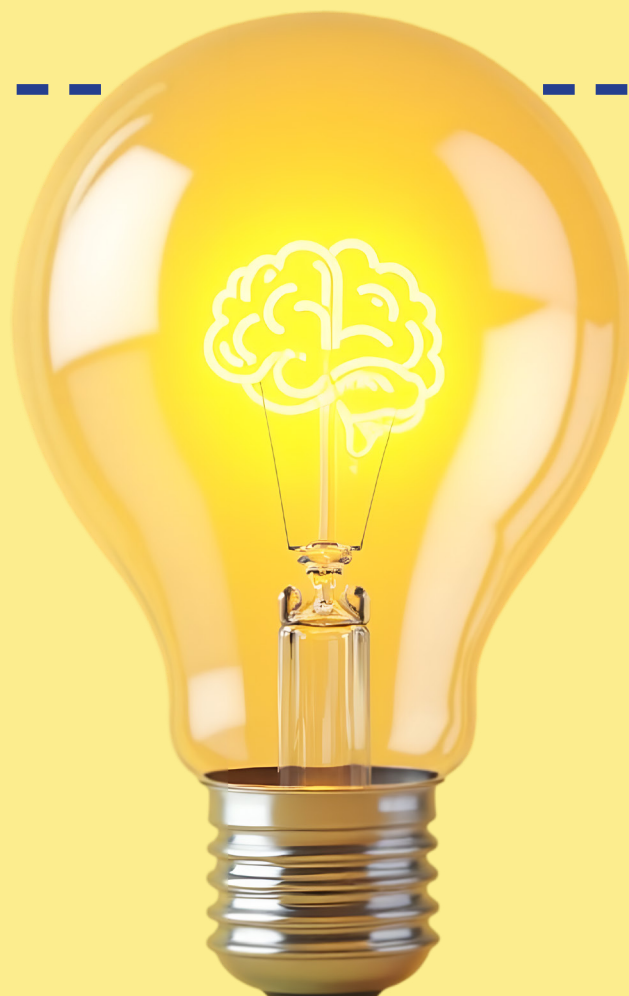
دکتر شمس‌الدینی

موفق باشید. یادتان باشد: «بهترین سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری روی دانش خودتان است.» این را وارن بافت گفته، نه من!



«آزمون واقعیت: تحلیل گر، یا ناظر هیجان؟»

«فرض کنید طبق تمام مدل‌های ارزش‌گذاری مالی (Valuation)، سهمی ۵۰٪ کمتر از ارزش ذاتی در حال معامله است؛ اما بازار به دلیل اخبار سیاسی در صف فروش قفل شده است. پاسخ به خودتان: در این لحظه شما بر اساس فرمول‌های آکادمیک و ارزش ذاتی خرید پله‌ای انجام می‌دهید یا تسلیم فشار روانی تابلوی سفارشات می‌شوید؟ مرز دانش تئوریک و مهارت معامله‌گری دقیقاً در همین ثانیه‌ها مشخص می‌شود.»





مهندسی ریسک و هندسه فرصت‌ها در بازارهای مالی

**کالبدشکافی ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک؛
از تئوری مدرن پرتفوی تا واقعیت اقتصاد ایران**



سوگل محمدرضائی

دانشجوی کارشناسی مدیریت بازرگانی

دبیر انجمن مدیریت بازرگانی

«بسیاری از مردم فکر می‌کنند سرمایه‌گذاری یعنی پیدا کردن دارایی‌هایی با بیشترین بازدهی؛ اما حقیقت این است که سرمایه‌گذاری حرفه‌ای، هنر مدیریت ریسک است. اگر بتوانید در فازهای نزولی بازار بقای خود را حفظ کنید، فازهای صعودی خودبه‌خود ثروت شما را خواهند ساخت.»

ری دالیو، بنیان‌گذار Bridgewater Associates

مقدمه: بازتعریف ریسک؛ فراتر از ترس، به مثابه ابزار سنجش

در زبان روزمره، واژه «ریسک» اغلب مترادف با ترس، باخت، ناامنی و از دست رفتن سرمایه به کار می‌رود. اما در ادبیات مالی مدرن، ریسک مفهومی کاملاً علمی، کمی و قابل اندازه‌گیری است. به بیان دقیق، ریسک را می‌توان میزان انحراف بازدهی واقعی یک دارایی از بازدهی مورد انتظار آن دانست؛ مفهومی که معمولاً با انحراف معیار بازدهی‌ها نمایش داده می‌شود. هرچه دامنه نوسان بازدهی یک دارایی بیشتر باشد، پیش‌بینی رفتار آینده آن دشوارتر و در نتیجه آن دارایی ریسکی‌تر تلقی می‌شود. از این منظر، تفاوت اصلی یک سرمایه‌گذار حرفه‌ای با یک معامله‌گر هیجانی در این نیست که چه کسی بازدهی بیشتری در یک مقطع کوتاه مدت کسب می‌کند؛ بلکه در این است که چه کسی ریسک‌ها را بهتر می‌شناسد، آن‌ها را تفکیک می‌کند، برایشان وزن قائل می‌شود و به صورت فعال مدیریتشان می‌کند. بدون فهم ریسک، هرگونه سودآوری در بازارها بیش از آنکه محصول تحلیل باشد، شبیه یک تصادف موقتی است.

در اقتصاد ایران، این موضوع حتی اهمیت بیشتری پیدا می‌کند. تورم مزمن، نوسان نرخ ارز، شوک‌های سیاست‌گذاری، تغییرات ناگهانی مقررات، تحریم‌ها و نااطمینانی‌های سیاسی باعث می‌شوند که تحلیل صرف «بازدهی اسمی» برای تصمیم‌گیری کافی نباشد. در چنین فضایی، شناخت پروفایل ریسک و فرصت هر بازار، پیش‌شرط هر نوع سرمایه‌گذاری عقلانی است.

۱. تفکیک علمی ریسک: کالبدشکافی ساختار ریسک کل

یعنی:

ریسک کل = ریسک سیستماتیک + ریسک غیرسیستماتیک

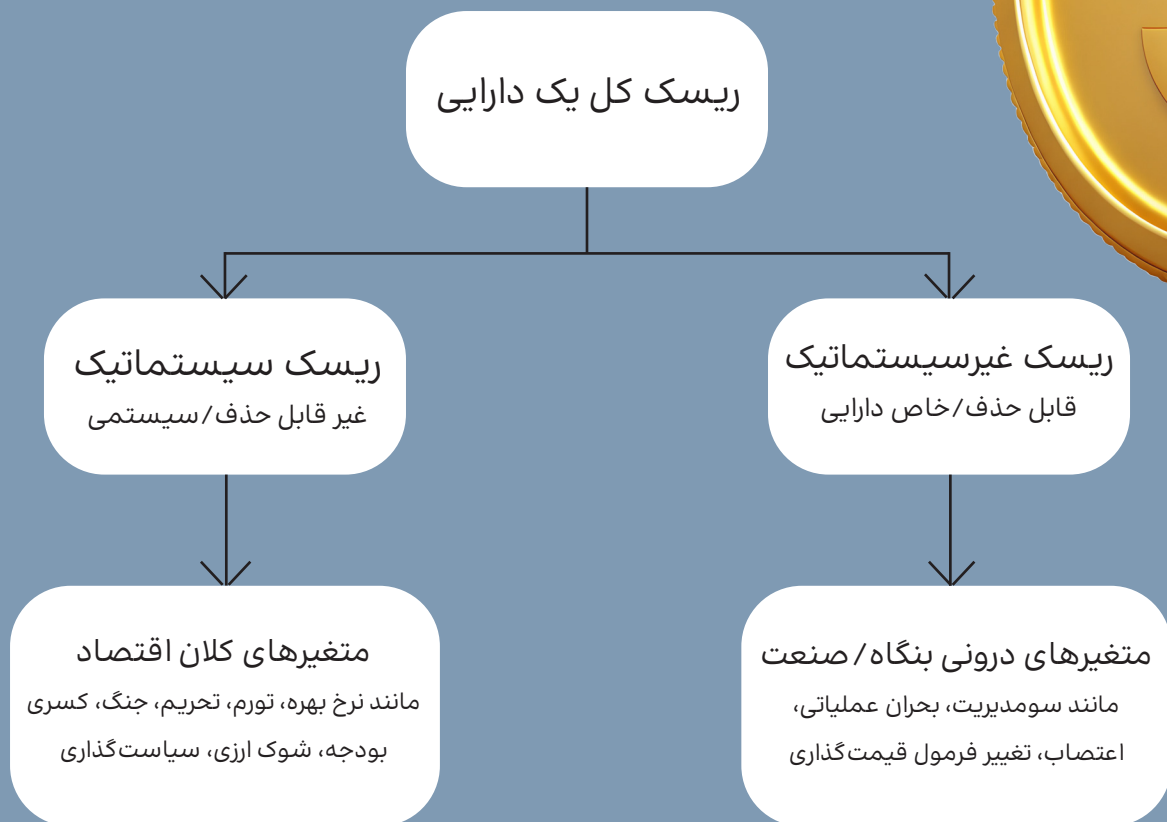
به بیان شهودی، تمام نوساناتی که یک سرمایه‌گذار تجربه می‌کند یا از دل نیروهای کلان اقتصادی و سیاسی ناشی می‌شود، یا به شرایط خاص همان دارایی، شرکت یا صنعت مربوط است.

بر اساس نظریه مدرن پرتفوی (Modern Portfolio Theory - MPT) که بنیان آن را هری مارکوویتز بنا گذاشت، ریسک کل یک دارایی را می‌توان به دو جزء اصلی تقسیم کرد: ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک. این تفکیک، یکی از بنیادی‌ترین مفاهیم در علم سرمایه‌گذاری است؛ زیرا به ما نشان می‌دهد کدام بخش از ریسک قابل کنترل است و کدام بخش از کنترل مستقیم سرمایه‌گذار خارج است.

رابطه ساده این ساختار به صورت زیر بیان می‌شود:

$$\sigma_{\text{Total}}^2 = \sigma_{\text{Systematic}}^2 + \sigma_{\text{Unsystematic}}^2$$





۲۵ شرکت مختلف را بخرد، همچنان در برابر شوک‌هایی مانند رشد تورم، رکود اقتصادی، جهش نرخ بهره یا بحران سیاسی آسیب‌پذیر خواهد بود. این ریسک از جنس «ساختار کل اقتصاد» است.

در نظریه‌های مالی، شدت حساسیت یک دارایی نسبت به حرکات کل بازار با شاخصی به نام بتا (Beta) سنجیده می‌شود. هرچه بتای یک دارایی بالاتر باشد، آن دارایی نسبت به نوسانات کل بازار حساس‌تر است.

ارجاع علمی

ادبیات مالی و مطالعات کلان نشان می‌دهد که چرخه‌های پولی، بدهی، نرخ بهره و سیاست‌های انبساطی یا انقباضی، از مهم‌ترین محرک‌های ریسک سیستماتیک هستند و سطح عمومی قیمت دارایی‌ها را جابه‌جا می‌کنند (Dalio, ۲۰۱۸).

الف) ریسک سیستماتیک: ریسکی که همه را درگیر می‌کند

ریسک سیستماتیک (Systematic Risk) که با نام‌های «ریسک بازار» یا «ریسک غیرقابل حذف» نیز شناخته می‌شود، از عوامل کلان و فراگیر ناشی می‌شود؛ عواملی که نه فقط یک شرکت یا صنعت، بلکه کل بازار و اغلب همه کلاس‌های دارایی را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

برای مثال، وقتی بانک مرکزی نرخ بهره را به طور ناگهانی افزایش می‌دهد، هزینه تأمین مالی برای اغلب شرکت‌ها بالا می‌رود، ارزش‌گذاری دارایی‌های ریسکی تحت فشار قرار می‌گیرد و سرمایه‌گذاران به سمت ابزارهای کم‌ریسک‌تر حرکت می‌کنند. یا زمانی که تنش‌های ژئوپلیتیک، جنگ، تحریم‌های شدید یا جهش نرخ ارز رخ می‌دهد، انتظارات تورمی در کل جامعه تغییر می‌کند و تقریباً همه بازارها واکنش نشان می‌دهند.

ویژگی بنیادی این نوع ریسک آن است که با تنوع‌بخشی ساده در داخل یک بازار از بین نمی‌رود. یعنی اگر یک سرمایه‌گذار به جای خرید سهام یک شرکت، سهام

ضرورتاً کاهش دادن بازدهی مورد انتظار،
نوسان و ریسک کل سبد را کم کنیم.

برای یک پرتفوی دو دارایی ریسک سبد از
رابطه زیر به دست می‌آید:

$$\sigma_p = \sqrt{w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2w_A w_B \sigma_A \sigma_B \rho_{A,B}}$$

که در آن:

- w_A و w_B وزن هر دارایی در سبد هستند
- σ_A و σ_B انحراف معیار بازدهی هر دارایی اند
- ρ_A و ρ_B ضریب همبستگی بین بازدهی دو دارایی است

نکته کلیدی این فرمول در جمله آخر
نهفته است: ضریب همبستگی.

جعبه ابزار مالی: چرا همبستگی مهم است؟

ضریب همبستگی عددی بین +1 و -1 است و
نشان می‌دهد دو دارایی تا چه حد هم‌جهت یا
خلاف‌جهت با هم حرکت می‌کنند.

اگر برابر با +1 باشد: دو دارایی کاملاً همسو
هستند و با هم بالا و پایین می‌روند؛ در این
حالت تنوع‌بخشی تقریباً کمکی به کاهش
ریسک نمی‌کند.

اگر برابر با 0 باشد: بین حرکات دو دارایی رابطه
معناداری وجود ندارد؛ در این حالت ریسک
سبد کاهش می‌یابد.

اگر برابر با -1 باشد: دو دارایی کاملاً خلاف
جهت هم حرکت می‌کنند؛ در این وضعیت،
امکان ساخت سبدی با حداقل نوسان فراهم
می‌شود.

همین نکته توضیح می‌دهد که چرا تنوع‌بخشی
واقعی فقط به «تعداد دارایی‌ها» مربوط نیست،
بلکه به «تفاوت رفتار آن‌ها» وابسته است.
خرید 10 سهم از یک صنعت واحد، تنوع‌بخشی
واقعی نیست؛ اما ترکیب سهام، صندوق طلا
و صندوق درآمد ثابت می‌تواند همبستگی کل
سبد را به مراتب پایین‌تر بیاورد.

ب) ریسک غیرسیستماتیک: ریسکی که می‌توان حذف کرد

ریسک غیرسیستماتیک (Unsystematic Risk) یا ریسک خاص، به عواملی مربوط
می‌شود که به یک شرکت، صنعت، پروژه
یا دارایی معین محدود هستند و ارتباط
مستقیمی با کل اقتصاد ندارند.

برای مثال:

• آتش‌سوزی در انبار یک شرکت

• تغییر مدیریت یا سوءمدیریت

هیئت مدیره

• اعتصاب کارگران در یک صنعت خاص

• از دست رفتن یک مشتری بزرگ

• تغییر فرمول قیمت‌گذاری خوراک در

صنعت پتروشیمی

• بروز نقص فنی در خط تولید یک کارخانه

این نوع ریسک از آن جهت مهم است که
برخلاف ریسک سیستماتیک، قابل‌کاهش
و حتی تا حد زیادی قابل‌حذف است. اگر
سرمایه‌گذار به جای تمرکز کل سرمایه
خود بر یک سهم، آن را میان چند سهم،
چند صنعت یا حتی چند کلاس دارایی
توزیع کند، اثر این قبیل شوک‌های خاص
به شدت کاهش می‌یابد.

به همین دلیل، یکی از پایه‌ای‌ترین اصول
سرمایه‌گذاری حرفه‌ای این است:

سرمایه‌گذار نباید بابت پذیرش ریسک
غیرسیستماتیک، پاداشی مطالبه کند؛
چون این ریسک را می‌توان با یک طراحی
صحیح سبد دارایی حذف کرد.

۲. تنوع‌بخشی: هندسه ریاضی کاهش ریسک

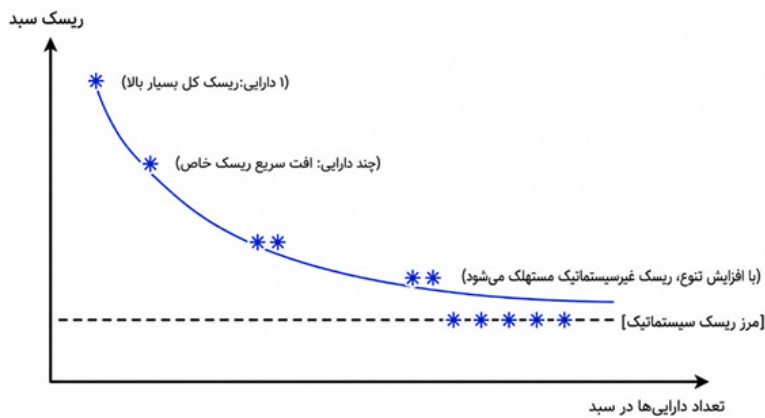
در ادبیات مالی، جمله معروفی وجود
دارد:

«تنوع‌بخشی، تنها ناهار رایگان در دنیای
سرمایه‌گذاری است.»

بسیاری از افراد نسخه عامیانه این اصل را
با عبارت «همه تخم مرغ‌ها را در یک سبد
نگذار» می‌شناسند، اما پشت این گزاره
ساده، منطق ریاضی مهمی نهفته است.
هدف تنوع‌بخشی آن است که بدون

در بسیاری از دوره‌های نااطمینانی در اقتصاد ایران، بازار سهام و صندوق‌های طلا همبستگی پایین یا حتی منفی داشته‌اند. در زمان‌هایی که ترس سیاسی یا ارزی بالا می‌رود، بخشی از پول از بورس خارج و وارد طلا می‌شود. بنابراین، نگهداری هم‌زمان این دو دارایی می‌تواند نوسانات کل ثروت را تعدیل کند.

[اثر تنوع بخشی بر کاهش ریسک سبد]



تحقیقات تجربی نشان می‌دهد که با داشتن مجموعه‌ای از ۱۵ تا ۳۰ دارایی با همبستگی نه‌چندان بالا، بخش بزرگی از ریسک غیرسیستماتیک حذف می‌شود (Bodie, Kane & Marcus, ۲۰۲۱). از آن نقطه به بعد، بخش غالب ریسک پرتفوی همان ریسک سیستماتیک است که نیازمند مدیریت کلان‌تر و تخصیص دارایی هوشمندانه است.

معمای همبستگی: «تنوع بخشی یا توهم تنوع بخشی؟»

داشتن ۱۵ سهم از یک صنعت (مثلاً صنایع پتروشیمی یا خودرویی) در پرتفوی، ریسک غیرسیستماتیک شما را کاهش نمی‌دهد! علت چیست؟ زیرا ضریب همبستگی بین آنها نزدیک به مثبت یک است و همگی به یک متغیر کلان (مثل نرخ ارز نیما یا قیمت‌گذاری دستوری) وابسته هستند. یک بازنگری فوری: هم‌اکنون به پرتفوی خود نگاه کنید؛ دارایی‌هایی دارید که هنگام ریزش بازار، عملکرد معکوس نشان دهند (مانند صندوق‌های مبتنی بر طلا یا اوراق با درآمد ثابت)؟



۳. نیمرخ ریسک و فرصت در بازارهای مختلف

برای آنکه اصل تنوع بخشی را در عمل اجرا کنیم، باید بدانیم هر بازار دقیقاً چه نوع فرصت و چه نوع ریسکی را با خود حمل می کند. در ادامه، چهار بازار مهم را از این منظر بررسی می کنیم.

الف) بازار پول و سپرده های بانکی

بازار پول در نگاه اول امن ترین و آرام ترین بازار به نظر می رسد. سپرده بانکی یا صندوق های بسیار کم ریسک معمولاً نوسان روزانه ندارند، اصل سرمایه اسماً حفظ می شود و سرمایه گذار هر روز با تغییرات شدید قیمت مواجه نیست.

فرصت ها:

- بازدهی اسمی نسبتاً قابل پیش بینی
- نوسان قیمتی نزدیک به صفر
- نقدشوندگی بسیار بالا
- مناسب برای ذخیره نقدینگی کوتاه مدت و وجوه اضطراری

اما این بازار یک ریسک بسیار جدی و پنهان دارد: ریسک نرخ بهره واقعی منفی. اگر تورم سالانه ۴۵ درصد باشد و سود بانکی ۲۵ درصد، سرمایه گذار در ظاهر سود گرفته است؛ اما در واقعیت، ۲۰ درصد از قدرت خرید خود را از دست داده است. به صورت ساده:

$$\text{Real Interest rate} = \text{Nominal Rate} - \text{Inflation Rate}$$

مثلاً:

$$-20\% = 25\% - 45\%$$

این همان چیزی است که در اقتصاد رفتاری و مالی به «توهم پولی» (Money Illusion) نزدیک می شود: فرد از دیدن رشد عددی موجودی حسابش خوشحال است، اما متوجه نمی شود که ارزش واقعی آن موجودی در حال کاهش است.

جمع بندی این بازار:

بازار پول برای پارک کوتاه مدت سرمایه، حفظ نقدینگی لازم و کاهش نوسان سبب مناسب است، اما در اقتصادهای تورمی معمولاً ابزار ثروت آفرینی بلندمدت نیست.

ب) بازار مسکن و مستغلات

مسکن در ذهن بسیاری از خانوارهای ایرانی، نماد امنیت و پناهگاه تورمی است. این تصور بی دلیل نیست. در اقتصادهای تورمی و دارای ضعف ساختاری در پول ملی، دارایی های فیزیکی مانند زمین و ساختمان معمولاً در بلندمدت توان بالایی برای حفظ ارزش دارند.

فرصت ها:

- مقاومت بالا در برابر تورم های ساختاری
 - دارایی فیزیکی و ملموس
 - امکان ایجاد جریان درآمدی از محل اجاره
 - نوسان روزانه پایین و آرامش روانی برای مالک
 - جذابیت فرهنگی و اجتماعی بالا در اقتصاد ایران
- اما ریسک اصلی بازار مسکن، نه نوسان روزانه، بلکه نقدشوندگی پایین و آستانه ورود بالاست.

خطرات و محدودیت ها:

- فروش زمان بر، به ویژه در دوران رکود
 - هزینه معاملاتی بالا شامل مالیات، کمیسیون و هزینه های نقل و انتقال
 - نیاز به سرمایه اولیه سنگین
 - دشواری تنوع بخشی برای سرمایه گذار خرد
 - ریسک تمرکز شدید سرمایه در یک دارایی واحد
 - احتمال رکودهای طولانی مدت منطقه ای
- در واقع، سرمایه گذار خردی که تمام سرمایه خود را صرف خرید یک ملک می کند، عملاً امکان تنوع بخشی را از دست می دهد و در برابر شوک های محلی، رکود منطقه ای یا نیاز فوری به نقدینگی آسیب پذیر می شود.

جمع‌بندی این بازار:

مسکن ابزار مناسبی برای حفظ ارزش در افق بلندمدت است، اما برای سرمایه‌گذار خرد به دلیل نیاز سرمایه بالا و نقدشوندگی ضعیف، همیشه بهترین انتخاب نیست.

بازارهاست.

ریسک‌ها:

- نوسان قیمتی بسیار شدید
- ریزش‌های ناگهانی و عمیق در بازارهای نزولی

- ریسک هک، سرقت و از بین رفتن کلید خصوصی

- نبود نهاد ناظر کلاسیک برای احقاق حق

- ریسک‌های نظارتی و ممنوعیت‌های قانونی

- ریسک تحریم، بلوکه‌شدن حساب‌ها یا محدودیت دسترسی برای کاربران ایرانی

- دشواری ارزش‌گذاری بنیادی در بسیاری از پروژه‌ها

برای سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای، مشکل اصلی رمزارزها فقط نوسان نیست؛ بلکه ترکیب نوسان با نبود پشتوانه تحلیلی کافی، فضای شایعه‌محور، هیجان جمعی و ضعف سازوکارهای حمایتی است.

جمع‌بندی این بازار:

رمزارزها می‌توانند بخشی کوچک و کنترل‌شده از یک سبد ریسک‌پذیر باشند، اما برای سرمایه‌گذاران مبتدی، اتکای اصلی به این بازار می‌تواند بسیار خطرناک باشد.

ج) بازار رمزارزها

بازار رمزارزها یکی از جذاب‌ترین و در عین حال پیچیده‌ترین بازارهای دهه اخیر است. این بازار با مفاهیمی چون تمرکززدایی، بلاکچین، معاملات ۲۴ ساعته و امکان بازدهی‌های بسیار بالا شناخته می‌شود. برای بسیاری از جوانان و دانشجویان نیز به دلیل سهولت دسترسی و هیجان بالا، جذابیت ویژه‌ای دارد.

فرصت‌ها:

- امکان بازدهی‌های بسیار بالا در دوره‌های کوتاه

- دسترسی ۲۴ ساعته و جهانی

- زیرساخت فناوریانه نوآورانه

- قابلیت خرید با مبالغ کم

- عدم وابستگی کامل به ساختارهای سنتی مالی

اما این بازار هم‌زمان یکی از پریسک‌ترین



برای دانشجویان، مناسبترین نقطه شروع سرمایه‌گذاری حرفه‌ای است.



د) بازار بورس و صندوق‌های سرمایه‌گذاری

بازار سرمایه مهم‌ترین بستر دسترسی عمومی به دارایی‌های مولد است. سهام شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری این امکان را فراهم می‌کنند که حتی با سرمایه‌های کوچک نیز بتوان در رشد بخش واقعی اقتصاد شریک شد.

فرصت‌ها:

- آستانه ورود بسیار پایین
- نقدشوندگی نسبتاً بالا
- شفافیت حقوقی و نظارتی بالاتر نسبت به بسیاری از بازارهای غیررسمی
- امکان تنوع‌بخشی بین صنایع و ابزارها
- دسترسی به رشد سودآوری شرکت‌ها و دارایی‌های مولد
- قابلیت استفاده از ابزارهای غیرمستقیم مانند صندوق‌های سهامی، مختلط، طلا و درآمد ثابت
- در عین حال، بورس نیز خالی از ریسک نیست.

ریسک‌ها:

- نوسان کوتاه‌مدت و رفتارهای هیجانی
- اثرپذیری از تصمیمات سیاست‌گذار
- حساسیت به نرخ بهره، نرخ ارز و تورم
- ریسک تحلیل اشتباه صورت‌های مالی یا ارزش‌گذاری
- ریسک شایعه، رفتار توده‌ای و موج‌های سفته‌بازانه
- فشار روانی بالا برای سرمایه‌گذارانی که افق کوتاه‌مدت دارند
- نکته کلیدی این است که بورس برای کسی که با نگاه کوتاه‌مدت، هیجانی و بدون استراتژی وارد می‌شود، می‌تواند بسیار پرتنش باشد؛ اما برای سرمایه‌گذاری که افق میان‌مدت تا بلندمدت دارد و از ابزارهای مناسب مثل صندوق‌های حرفه‌ای استفاده می‌کند، یکی از کارآمدترین مسیرهای ثروت‌آفرینی است.

جمع‌بندی این بازار:

بورس در عین نوسان‌پذیری، بهترین دسترسی را برای سرمایه‌های خرد به رشد دارایی‌های مولد فراهم می‌کند و به‌ویژه

۴. ریسک در اقتصاد ایران: چرا باید بومی فکر کنیم؟

یکی از خطاهای رایج در آموزش مالی، استفاده از نسخه‌های کاملاً ترجمه‌ای و غیربومی است. اگرچه نظریه‌های مالی جهانی، چارچوب‌های بسیار مهمی به ما می‌دهند، اما کاربرد آن‌ها در ایران بدون در نظر گرفتن اقتضائات بومی ناقص خواهد بود.

در اقتصاد ایران، چند متغیر کلیدی نقش پررنگ‌تری در شکل‌دهی ریسک‌ها دارند:

- تورم مزمن و چندلایه
- جهش‌های دوره‌ای نرخ ارز
- شوک‌های ناشی از تحریم و ریسک‌های ژئوپلیتیک
- بی‌ثباتی نسبی در برخی سیاست‌گذاری‌ها
- تغییرات ناگهانی مقررات مالی، صنعتی و تجاری
- نرخ‌های بهره حقیقی منفی در برخی دوره‌ها

● عمق نه‌چندان زیاد بعضی بازارها و غلبه رفتارهای هیجانی به همین دلیل، ممکن است دارایی‌ای که در یک اقتصاد باثبات صرفاً «محافظه‌کارانه» محسوب می‌شود، در ایران عملاً به ابزار فرسایش قدرت خرید تبدیل شود؛ یا بازاری که در ظاهر پرریسک است، در عمل نقش پوشش‌دهنده تورم را بازی کند. بنابراین، ارزیابی ریسک و فرصت باید هم‌زمان هم مبتنی بر تئوری باشد و هم سازگار با واقعیت نهادی و کلان کشور.

۵. منطق عملی مدیریت ریسک: از دانستن تا اجرا

هدف از شناخت ریسک صرفاً حفظ اطلاعات تئوریک نیست؛ بلکه باید این شناخت به تصمیم سرمایه‌گذاری تبدیل شود. چند اصل عملی در این زمینه اهمیت ویژه دارد:

اصل اول: بازدهی واقعی را معیار قرار دهید

همیشه بازدهی را پس از کسر تورم بسنجید، نه صرفاً بر اساس اعداد اسمی. سود بانکی، اجاره، رشد قیمت دارایی و حتی سود سهام باید در قیاس با کاهش قدرت خرید تحلیل شوند.

اصل دوم: میان بازارها تنوع ایجاد کنید
تنوع‌بخشی فقط زیاد کردن تعداد دارایی‌ها نیست. بهتر است کلاس‌های دارایی متفاوت با رفتارهای متفاوت را در کنار هم قرار دهید؛ مثل سهام، صندوق طلا و صندوق درآمد ثابت.

اصل سوم: با افق زمانی خود سرمایه‌گذاری کنید

بسیاری از ضررهای سرمایه‌گذاران، نه از بد بودن دارایی، بلکه از ناسازگاری دارایی با افق زمانی آن‌ها ناشی می‌شود. پول کوتاه‌مدت نباید وارد دارایی‌های بلندمدت و پرنوسان شود.

اصل چهارم: توان تحلیل خود را بشناسید
اگر زمان، دانش یا مهارت کافی برای تحلیل شرکت‌ها، اقتصاد کلان یا مدیریت هیجان ندارید، استفاده از صندوق‌های سرمایه‌گذاری حرفه‌ای به مراتب منطقی‌تر از معامله مستقیم است.

اصل پنجم: نقدشوندگی را دست‌کم نگیرید
دارایی خوب، فقط دارایی پربازده نیست؛ دارایی‌ای است که در زمان نیاز بتوان آن را با کمترین هزینه و کمترین افت قیمت نقد کرد.

جعبه ابزار دانشجو

چک‌لیست کاربردی مدیریت ریسک

- همیشه بازدهی واقعی را بعد از کسر تورم حساب کنید.
- تمام سرمایه را در یک بازار یا یک دارایی متمرکز نکنید.
- بین دارایی‌های با همبستگی پایین ترکیب بسازید.
- برای اهداف کوتاه‌مدت، از دارایی‌های پرنوسان استفاده نکنید.
- اگر تحلیل‌گر حرفه‌ای نیستید، صندوق‌های سرمایه‌گذاری را جدی بگیرید.
- قبل از هر سرمایه‌گذاری، از خود بپرسید: اگر فردا به پولم نیاز داشتم، چقدر سریع می‌توانم آن را نقد کنم؟

۶. جمع‌بندی تحلیلی: سرمایه‌گذاری حرفه‌ای یعنی معماری ریسک

در نهایت، سرمایه‌گذاری موفق بیش از آنکه مسابقه یافتن «پربازده‌ترین» بازار باشد، فرایند طراحی هوشمندانه یک سبد متناسب با شرایط فرد و اقتصاد است. هر بازار ترکیبی از فرصت و تهدید را در خود دارد:

- بازار پول: امن در ظاهر، اما آسیب‌پذیر در برابر تورم
- مسکن: پناهگاه تورمی خوب، اما کم‌نقدشونده و گران‌ورود
- رمزارز: فرصت بازدهی بالا، اما با نوسان و ریسک ساختاری شدید
- بورس: پرنوسان در کوتاه‌مدت، اما قدرتمند برای ثروت‌آفرینی بلندمدت

بنابراین، سؤال اصلی سرمایه‌گذار حرفه‌ای این نیست که «کدام بازار بیشترین سود را می‌دهد؟»

بلکه این است:

«کدام ترکیب از دارایی‌ها، با توجه به افق زمانی، سطح تحمل ریسک، شرایط اقتصاد کلان و نیاز نقدینگی من، بهترین توازن بین ریسک و فرصت را ایجاد می‌کند؟»



منابع و مراجع آکادمیک

References (APA)

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (۲۰۲۱). Investments (۱۲th ed.). McGraw–Hill Education.
- Dalio, R. (۲۰۱۸). Principles for Navigating Big Debt Crises. Bridgewater.

سرمایه‌گذار هوشمند

نوشته بنجامین گراهام

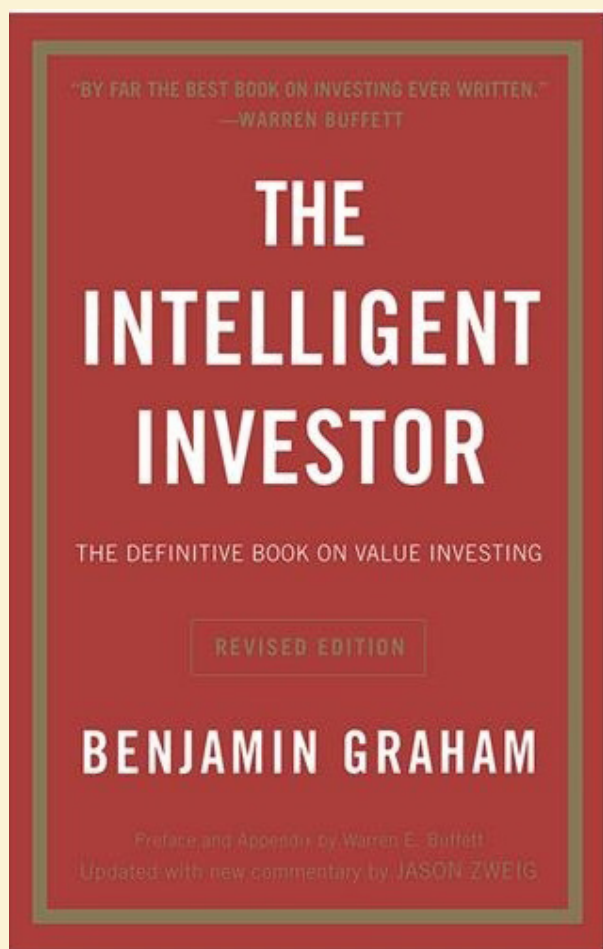


هدیه مکسائی

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت استراتژیک

بنجامین گراهام:

«هدف سرمایه‌گذاری هوشمند، ثروتمندتر شدن نیست؛ بلکه جلوگیری از فقیرتر شدن و کاهش نوسانات عاطفی در مواجهه با بازار است».



اگر بخواهیم یک کتاب عالی به دانشجویان و سرمایه‌گذاران تازه کار معرفی کنیم، بدون شک «سرمایه‌گذار هوشمند» را انتخاب میکنیم. نه به این دلیل که فرمول‌های پیچیده‌ای دارد یا نقشه راه عملیاتی دقیقی ارائه میدهد، بلکه به این دلیل که طرز فکر شما را درباره بازارهای مالی متحول می‌کند.

بنجامین گراهام، استاد بزرگ وارن بافت، در اواسط قرن بیستم این کتاب را نوشت، اما نکته شگفت‌انگیز این است که ۹۰٪ مفاهیم آن امروز نیز در بازار پرنوسان ایران کاملاً کاربرد دارد. چرا؟ چون گراهام به جای پیش‌بینی آینده، به «مدیریت ریسک» و «رفتار سرمایه‌گذار» پرداخته است؛ دو مولفه‌ای که در بورس تهران هر روز با آنها دست‌به‌گریبانیم.

سه پیام کلیدی کتاب:

۱. تفکیک قاطع سرمایه گذاری از سفته بازی

کاربرد در ایران: چند بار دیده‌ایم که سهمی بدون تغییر بنیادی، تنها به خاطر شایعه یا موج احساسی، ۲۰ درصد رشد کرده و سپس سقوط کرده است؟ این کتاب به شما یاد می‌دهد که در چنین فضاها، مثل یک سرمایه‌گذار رفتار کنید، نه مانند یک قمارباز.

۲. معرفی دو شخصیت کلیدی «آقای بازار» و «داماد باهوش»

کاربرد در ایران: در بازار ما که گاهی با یک خبر سیاسی، شاخص ۵ درصد ریزش میکند و گاهی با یک اظهارنظر، ۱۰ درصد رشد، این تمثیل بیش از هر کتاب دیگری به کار می‌آید. آقای بازار در تهران بسیار فعال‌تر و هیجانی‌تر از وال استریت است!

۳. اصل «حاشیه ایمنی»

کاربرد در ایران: با توجه به دامنه نوسان و صف‌های طولانی خرید و فروش، تشخیص «قیمت مناسب» سخت است، اما اصل «نخریدن در قیمتهای حبابی» و «صبر کردن برای ورود در کف‌های منطقی» دقیقاً همان چیزی است که سرمایه‌گذاران با تجربه از آن بهره‌مند میشوند.

چرا این کتاب برای دانشجویان ضروری است؟

دانشجویان معمولاً دو اشتباه بزرگ در شروع کار دارند:

- اشتباه اول: فکر میکنند باید سریع پولدار شوند (این کتاب به شما صبر می‌آموزد).
- اشتباه دوم: فکر میکنند باید تمام مفاهیم پیچیده مالی را بلد باشند تا بتوانند سرمایه‌گذاری کنند (این کتاب به شما نشان می‌دهد که با چند اصل ساده هم میتوان موفق بود).

گراهام در این کتاب به «سرمایه‌گذار تدافعی» (کسی که وقت کم دارد و میخواهد با ریسک پایین سرمایه‌گذاری کند) و «سرمایه‌گذار تهاجمی» (کسی که وقت و تخصص کافی برای تحلیل عمیق دارد) هر دو پرداخته است. بنابراین، هر دانشجویی با هر سطح از دانش و فرصت، نسخه خود را در این کتاب پیدا میکند.

نقشه راه عملیاتی ورود به جهان حرفه‌ای مالی

از تفکر سرمایه‌گذاری تا کسب استانداردهای طلایی صنعت مالی



هدیه مکسائی

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت استراتژیک



«بهترین سرمایه‌گذاری که می‌توانید انجام دهید، سرمایه‌گذاری روی توانمندی‌های خودتان است. هرچه بیشتر یاد بگیرید، بیشتر کسب خواهید کرد.»

وارن بافت، رئیس هیئت‌مدیره Berkshire Hathaway

مقدمه: عبور از توهم ثروت سریع به سمت تخصص پایدار

یکی از آسیب‌های جدی در میان جامعه دانشجویی، نگاه سطحی و هیجان‌زده به بازارهای مالی است که اغلب تحت تأثیر تبلیغات زرد شبکه‌های اجتماعی شکل می‌گیرد. بسیاری از افراد ورود به بازار سرمایه را با «ثروتمند شدن یک‌شبه» هم‌معنی می‌دانند. اما واقعیت صنعت خدمات مالی، مدیریت ثروت و سرمایه‌گذاری کاملاً متفاوت است.

این بخش طراحی شده است تا به عنوان یک قطب‌نما، مرز بین رفتارهای غیرحرفه‌ای و علمی را مشخص کرده و مسیرهای واقعی، قانونی و استاندارد را برای تبدیل شدن به یک متخصص مالی یا یک سرمایه‌گذار هوشمند به شما نشان دهد.

۱. تفاوت بنیادی سرمایه‌گذاری (Investment) و سفته‌بازی (Speculation)

نخستین گام در تفکر مالی، مرزبندی دقیق میان دو مفهوم کلیدی است که غالباً توسط عموم مردم اشتباه گرفته می‌شوند:

[معیارهای مقایسه سرمایه‌گذاری واقعی در برابر سفته‌بازی هیجانی]

ویژگی	سرمایه‌گذاری (Investment)	سفته‌بازی (Speculation)
پایه تصمیم	تحلیل بنیادی، ارزش ذاتی دارایی	شایعات، تحلیل‌های صرفاً نموداری
افق زمانی	میان‌مدت و بلندمدت	بسیار کوتاه‌مدت (نوسان‌گیری)
رویکرد به ریسک	کنترل ریسک و حفظ اصل سرمایه	پذیرش ریسک‌های خارج از کنترل
منبع بازدهی	سودآوری واقعی کسب‌وکار	تغییرات قیمتی ناشی از تقاضا

الف) سرمایه‌گذاری واقعی چیست؟

سرمایه‌گذاری فرآیندی است که در آن دارایی با هدف خلق جریان نقدی (مانند سود تقسیمی یا اجاره‌بها) یا رشد ارزش مبتنی بر واقعیت‌های اقتصادی خریداری می‌شود. سرمایه‌گذار ارزش ذاتی (Intrinsic Value) یک دارایی را محاسبه کرده و آن را زمانی که زیر این ارزش قیمت‌گذاری شده باشد، خریداری می‌کند.

ارجاع علمی و نظریه مرجع

یک عملیات سرمایه‌گذاری واقعی، عملیاتی است که پس از تحلیل دقیق و همه‌جانبه، امنیت اصل سرمایه و بازدهی رضایت‌بخش را تضمین کند؛ اقداماتی که این معیارها را برآورده نکنند، سفته‌بازی و شرط‌بندی روی قیمت‌ها هستند (Graham, ۱۹۴۹).

ب) سفته‌بازی و نوسان‌گیری هیجانی

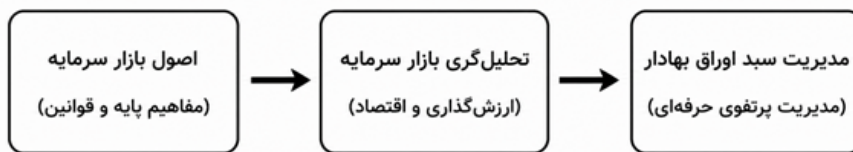
در سفته‌بازی، تمرکز فرد روی عملکرد واقعی دارایی نیست؛ بلکه او امیدوار است دارایی را در آینده نزدیک به قیمت بالاتری به شخص دیگری بفروشد (تکیه بر فرضیه بازار و تغییرات قیمت کوتاه‌مدت). سفته‌بازی اگرچه در بازارها نقدشوندگی ایجاد می‌کند، اما برای افراد ناآشنا معمولاً به معنای پذیرش ریسک‌های نابودکننده است.

۲. نقشه راه اخذ مدارک حرفه‌ای: گواهینامه‌های ملی و بین‌المللی

برای دانشجویانی که قصد دارند به عنوان معامله‌گر، تحلیل‌گر، مدیر پرتفوی یا مشاور سرمایه‌گذاری در نهادهای مالی رسمی (کارگزاری‌ها، سبدهای سرمایه‌گذاری و تامین سرمایه‌ها) فعالیت کنند، داشتن دانش دانشگاهی به تنهایی کافی نیست. صنعت مالی نیاز به مدارک حرفه‌ای دارد.

الف) گواهینامه‌های حرفه‌ای بازار سرمایه ایران (تحت نظارت سازمان بورس)
سازمان بورس و اوراق بهادار ایران برای استانداردسازی تخصص فعالان بازار، سلسله گواهینامه‌هایی را تعریف کرده است که گذرگاه اصلی ورود به مشاغل مالی در کشور است:

۱. اصول بازار سرمایه: دروازه ورود و پیش‌نیاز تمام آزمون‌های بعدی. مفاد آزمون شامل قوانین و مقررات بازار سرمایه، مقدمات تئوری‌های مالی و حسابداری است.
۲. تحلیل‌گری بازار سرمایه: متمرکز بر ارزش‌گذاری سهام، اقتصاد کلان، تحلیل صورت‌های مالی شرکت‌ها و ریاضیات مالی پیشرفته.
۳. مدیریت سبد اوراق بهادار: بالاترین سطح گواهینامه برای افرادی که می‌خواهند به عنوان مدیر صندوق یا سبدهای اختصاصی فعالیت کنند.



ب) مدرک بین‌المللی (CFA Chartered Financial Analyst)
بسیاری از متخصصان مالی مدرک CFA را معادل دکتری مالی تخصصی و «استاندارد طلایی» این رشته در سطح جهان می‌دانند. این دوره در سه سطح (Level I, II, III) برگزار می‌شود و توسط مؤسسه CFA ایالات متحده مدیریت می‌گردد.
سطح ۱: تمرکز بر ابزارهای مالی، استانداردهای حسابداری بین‌المللی (IFRS) و روش‌های مقداری.
سطح ۲: تمرکز بر روش‌های پیشرفته ارزش‌گذاری دارایی‌ها (سهام، اوراق قرضه، مشتقات و املاک).
سطح ۳: تمرکز بر مدیریت پورتفوی و برنامه‌ریزی جامع مالی برای افراد و نهادها.

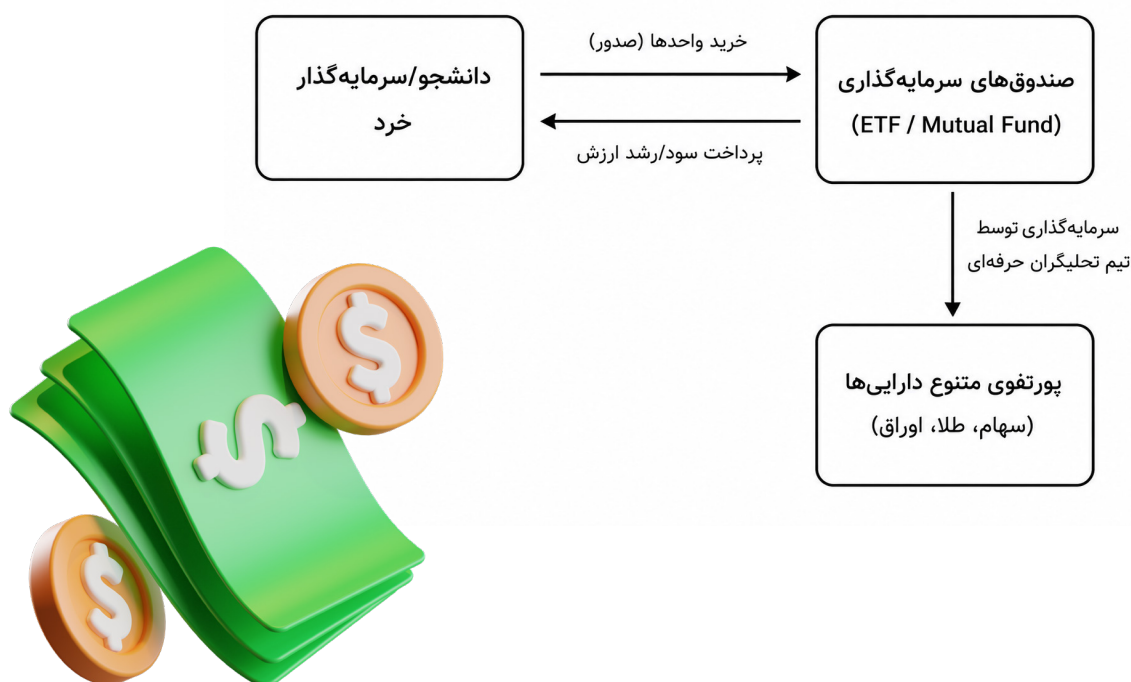
ارجاع علمی

استانداردهای جهانی آموزش مالی نشان می‌دهند که تسلط بر تحلیل صورت‌های مالی، روش‌های مقداری و اخلاق حرفه‌ای، پیش‌نیازهای ضروری برای ورود به عنوان یک کارشناس خبره به صنعت مدیریت دارایی است (CFA Institute, ۲۰۲۳).

۳. درگاه سرمایه‌گذاری غیرمستقیم: بهترین گزینه برای عموم دانشجویان

بسیاری از دانشجویان به دلیل تمرکز روی درس، پژوهش یا نداشتن تخصص تحلیل عمیق مالی، فرصت کافی برای رصد روزانه بازارها را ندارند. برای این دسته از افراد، سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار بورس خطرناک است. راهکار علمی در تمام دنیا، استفاده از ابزارهای سرمایه‌گذاری غیرمستقیم است.

[ساختار جریان پول در روش سرمایه‌گذاری غیرمستقیم]



۱) صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک (Mutual Funds)

نهادهای مالی واسطی هستند که مبالغ خرد سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری کرده و تشکیل یک پرتفوی بزرگ می‌دهند. این صندوق‌ها توسط تیمی از تحلیل‌گران خبره و دارندگان مدارک حرفه‌ای مدیریت می‌شوند. شما با خرید واحدهای این صندوق‌ها، در کل پرتفوی آن‌ها سهم می‌شوید.

۲) صندوق‌های قابل معامله (ETFs – Exchange Traded Funds)

این صندوق‌ها دقیقاً مانند سهام عادی در ساعت معاملات بازار بورس قابل خرید و فروش هستند.

صندوق‌های طلا (Gold ETFs): به جای خرید طلای فیزیکی و پذیرش ریسک سرقت یا حباب سکه، می‌توانید واحدهای صندوق طلا را روی تابلوی بورس بخرید که پشتوانه آن گواهی سپرده سکه طلاست.

صندوق‌های شاخصی (Index ETFs): سبد دارایی این صندوق‌ها به گونه‌ای چیده شده که رفتار شاخص کل بورس را شبیه‌سازی می‌کند.

صندوق‌های درآمد ثابت (Fixed Income ETFs): گزینه‌ای مناسب و بدون ریسک نوسان برای جایگزینی سپرده‌های بانکی با بازدهی روزشمار و معمولاً بالاتر از بانک.



نکته کلیدی / تیغ دو لبه

ریاضیات بی‌رحم اهرم مالی

اگر با اهرم ۲ وارد معامله شوید، با ۵۰٪ افت بازار سرمایه شما صفر نخواهد شد، بلکه به علت پدیده اثر فرسایش اهرم (Leverage Decay) در روندهای نوسانی فرسایشی، حتی بدون رسیدن به حد ضرر هم ارزش پرتفوی با سرعت بالتری تحلیل می‌رود. اصل طلایی: ابزار اهرمی برای سوار شدن روی روندهای پر قدرت کوتاه مدت است، نه سرمایه‌گذاری بلندمدت.

نقشه راه عملیاتی برای فردای شما

مطالعه را از اصول کلاسیک شروع کنید: قبل از خرید اولین سهم، کتاب «سرمایه‌گذار هوشمند» بنجامین گراهام را بخوانید تا ذهنیت درستی پیدا کنید.

رزومه خود را با گواهینامه‌ها بسازید: اگر به این رشته علاقه‌مند هستید، هدف خود را قبولی در آزمون «اصول بازار سرمایه» در سال جاری قرار دهید.

با صندوق‌ها شروع کنید: اولین پس‌اندازهای خود را در صندوق‌های قابل معامله (مانند صندوق طلا یا صندوق‌های سهامی بزرگ) سرمایه‌گذاری کنید تا به طور عملی با مفهوم پورتفوی و نوسان آشنا شوید.

منابع و مراجع آکادمیک

References (APA)

- CFA Institute. (۲۰۲۳). CFA Program Curriculum Volume ۱: Ethical and Professional Standards and Quantitative Methods. CFA Institute.
- Graham, B. (۱۹۴۹). The Intelligent Investor. Harper & Brothers.

بوم