



## بورس (بخش دوم)

پادکست دایجست | قسمت ۳۱

شهریور ۱۳۹۹

فرشاد محمودی

گردآورنده: علی نصراللهی

ویرایش و تنظیم: شادی حسین‌نیا

### ساختار بازار بورس

به طور کلی بازار بورس از دو بخش بازار اولیه و بازار ثانویه تشکیل می‌شود. بازار اولیه (Primary Market) زمانی شکل می‌گیرد که سهام یا دارایی برای بار اول مورد معامله قرار می‌گیرد؛ به عبارت دیگر بازاری که در آن اوراق بهادار شرکت‌ها برای اولین بار عرضه و فروخته می‌شود، بازار اولیه نام دارد. در این بازار شرکت‌ها از طریق فروش سهام به مردم سرمایه‌ی مورد نیاز خود را به‌طور مستقیم تأمین می‌کنند. در این بازار فروشنده‌ی اوراق همیشه خود شرکتی است که سهامش در حال عرضه است. برای رسیدن به این مرحله شرکت ابتدا درخواست ورود به بورس را به سازمان بورس می‌دهد. این سازمان با ارزیابی قوانین کلی و شرایطی که برای ورود شرکت‌ها لحاظ کرده، می‌تواند شرکت را پذیرش کند یا نکند. در صورت پذیرش شرکت، سازمان بورس با بررسی یک سری از پارامترها - که مهمترین آن دارایی شرکت است - هر سهم را قیمت‌گذاری می‌کند و بعد سهام در بازار اولیه (معروف به عرضه‌ی اولیه) عرضه می‌شود. در واقع برای شرکت تازه‌وارد به بورس، آنچه که به عنوان سرمایه شکل می‌گیرد، در همین بازار اولیه ایجاد می‌شود. به عبارت دیگر، این بازار سرمایه‌ی لازم برای انجام فعالیت اقتصادی جدید را برای شرکت‌ها فراهم می‌کند و می‌تواند به ثروت‌آفرینی بیانجامد. پس از روز عرضه‌ی اولیه، سهام شرکت وارد بازار دیگری می‌شود که در ادامه به آن می‌پردازیم.

حال فرض کنید سهام شرکت در بورس عرضه شده و عده‌ای روی آن سرمایه‌گذاری کرده‌اند؛ اما زمانی پیش می‌آید که سهام‌داران یا همان سرمایه‌گذاران که در بازار اولیه اقدام به خرید سهام کرده بودند، به هر دلیلی (مثلاً کم‌سود بودن شرکت یا نیاز به پول) تصمیم می‌گیرند سهم خود را بفروشند. ولی این مسئله معمولاً به راحتی امکان‌پذیر نیست و شرکت‌ها تمایلی ندارند سرمایه‌ای که جذب کرده‌اند را به راحتی برگردانند. برای حل این مشکل یک بازار دیگر در بورس شکل گرفت تا سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند سهام خود را بفروشند، بتوانند آن را به سایر افراد و سرمایه‌گذاران واگذار کنند. به این بازار در اصلاح بازار ثانویه گفته می‌شود.

تعریف علمی‌تر بازار ثانویه (Secondary Markets) این است که بازار ثانویه بازاری است که سازمان بورس به وسیله‌ی آن مکانیزمی کاربردی را به وجود می‌آورد تا بعد از اینکه اوراق در بازار اولیه عرضه شد، سرمایه‌گذاران بتوانند آن‌ها را دوباره خرید و فروش کنند. در واقع بازارهای ثانویه این اطمینان را برای خریداران اوراق بهادار فراهم می‌سازند تا آن‌ها بتوانند در هر زمانی که بخواهند، اوراق بهادار خود را در این بازارها بفروشند. این بازار، محلی است که سرمایه‌گذاران، اوراق بهادار را به جای شرکت صادرکننده از دیگر سرمایه‌گذاران خریداری می‌کنند. حجم معاملات در بازار ثانویه، نسبت به بازارهای اولیه بسیار بیشتر است. این بازار با هدف ممکن‌سازی معامله‌ی اوراق منتشرشده در بازار اولیه و افزایش قابلیت نقدشوندگی آن‌ها ایجاد شده است. بازار ثانویه در واقع همان بخشی از بورس است که قیمت سهم در آن بالا و پایین می‌شود. البته بالا و پایین شدن قیمت سهم در بازارهای اصولی به سادگی میسر نیست و به اطلاعاتی بستگی دارد که از سوی شرکت ارائه می‌شود و به این فرآیند «افشای اطلاعات» می‌گویند. افشای اطلاعات می‌تواند مثبت یا منفی باشد. مثلاً شرکت اعلام می‌کند یک قرارداد جدید برای صادرات به فلان کشور به ارزش X تومان به امضا رسانده. این اطلاعات یک امتیاز مثبت است که نشان از افزایش فروش و سوددهی شرکت دارد، در نتیجه تقاضا برای خرید این سهم بیشتر و به همان نسبت قیمت سهم افزایش پیدا می‌کند. این اطلاعات می‌تواند منفی باشد و قیمت سهم را پایین بکشد. در اینجا مفهومی تحت عنوان بازار «کارا» و «ناکارا» مطرح می‌شود که نحوه‌ی تغییرات قیمت را به خوبی توضیح می‌دهد. در اصطلاح کلی بازاری کاراست که در آن اطلاعات با سرعت بالایی بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد و قیمت‌ها خود را با توجه به این اطلاعات کم یا زیاد می‌کنند. پس بازار کارا، بازاری است که بازتاب‌دهنده‌ی اطلاعات موجود در بازار است و سرمایه‌گذاران براساس آن خرید و فروش می‌کنند. در این بازارها قیمت سهام شاخص خوبی برای تعیین ارزش سرمایه‌گذاری است. با توجه به تعاریفی که ارائه شد، در بازار کارا نمی‌توان به سود غیرعادی و بالایی دست پیدا کرد، زیرا در بازار کارا قرار نیست قیمت سهام در بازه‌ی زمانی بلندمدت و میان‌مدت بالاتر از ارزش واقعی آن باشد. یعنی شاید در کوتاه‌مدت قیمت سهام پایین‌تر یا بالاتر از ارزش واقعی شرکت شود، اما نهایتاً با ارزش واقعی شرکت برابری می‌کند. مهمترین رکن بازار سرمایه‌ی کارا اطلاعات است که هر چه اطلاعات شفاف‌تر و سریع‌تر منتشر شود و در قیمت اثر بگذارد، بازار کاراتر خواهد بود. در بازاری که قیمت یک سهم بدون توجه به صورت مالی شرکت، اطلاعات افشا شده و شاخص‌هایی مثل کم و زیاد

شدن تولید کارخانه بالا یا پایین می‌شود، هم ریسک سرمایه‌گذاری بالا می‌رود هم کارایی لازم وجود ندارد. مثلاً گفته می‌شود امروزه ارزش یک شرکت خودروسازی داخلی از ارزش کل شرکت رنوی فرانسه بیشتر شده، در حالی که این شرکت طی ۲ سال گذشته با کاهش شدید تولید مواجه بوده و زبان بسیار سنگینی دارد، اما بدون توجه به این آمار قیمت سهمش رشد داشته که این یعنی بازار کارایی لازم را نداشته و به واقعیت‌هایی که در مورد این شرکت وجود داشته پاسخی نداده است.

## انواع بورس

پس از آشنایی با ساختار بازار بورس، نوبت آشنایی با انواع بورس‌های رایج مخصوصاً در ایران است. بسته به آنچه در بورس معامله می‌شود و همچنین میزان نظارتی که بر آن است، بورس به انواع مختلفی تقسیم بندی می‌شود.

بورس اوراق بهادار همان بورسی است که در آن سهام شرکت‌ها و انواع اوراقی که ارزش دارند معامله می‌شود. البته بورس اوراق بهادار مشتقاتی دارد که مهمترین آن فرابورس است. فرابورس هم مثل خود بورس محل معامله‌ی اوراق بهادار است که جلوتر با انواع آن بیشتر آشنا می‌شویم. فرق فرابورس با بورس در قوانین ورود به آن و همچنین میزان نظارت بر معاملات انجام شده در آن نسبت به بورس است. به طور کلی قوانین ورود به فرابورس ساده‌تر از بورس است؛ به همین دلیل شرکت‌هایی که نمی‌توانند استانداردهای بورس را کسب کنند، به فرابورس می‌روند.

در بعد نظارتی هم بیشتر مواقع سازمان بورس در بورس بین خرید و فروشنده حائل است و در واقع شما نمی‌توانید سهام را از شخص مشخصی بخرید یا به شخص مشخصی بفروشید، بلکه سازمان بورس سفارش خرید یا فروش شما را می‌گیرد و خودش برای شما خرید و فروش می‌کند. این کار برای جلوگیری از تبانی و بازی کردن با قیمت‌ها انجام می‌گیرد و در واقع خریدار و فروشنده باید مخفی بمانند. درحالی که این رویه در فرابورس وجود ندارد و شما می‌توانید بدون واسطه از هر کسی که بخواهید سهام بخرید یا به هر کس که بخواهید سهام بفروشید. البته در ایران فرابورس نیز زیر نظر سازمان فرابورس قرار دارد و این سازمان واسطه‌ی بین خریدار و فروشنده سهام است و تنها فرق آن با بورس در سهولت ورود شرکت‌ها به آن است.

مدل دیگر بورس که قدیمی‌تر از اوراق است، بورس-کالا نام دارد. در بورس-کالا، کالاهای مختلف اعم از مس، طلا، فولاد، محصولات پتروشیمی و حتی کشاورزی هم معامله می‌شود. فرق بورس-کالا با بازار عادی این است که در آن استانداردهای سازمان بورس چه در بحث قیمت گذاری و چه کیفیت و کمیت تحت نظارت سازمان بورس و براساس فرمول‌های آن انجام می‌شود و کالاهای معامله شده باید استانداردهای لازم را داشته باشند. فرق دیگری که بین بازار و بورس-کالا مطرح است، بحث مشخص نبودن فروشنده و خریدار است. از طرف دیگر در برخی کشورها مثل ایران بورس انرژی هم وجود دارد که در آن نفت، برق، گاز و سایر حامل‌های انرژی هم معامله می‌شود. مثلاً شرکت برق برق مورد نیازش را از نیروگاه‌ها می‌خرد. مثلاً ۵ مدل نیروگاه داریم: برقی، هسته‌ای، خورشیدی، زغال‌سنگ و گازی که هر کدام هر روز صبح اعلام می‌کنند که برای ۳ روز بعد چند کیلووات برق را به چه قیمتی به شرکت برق می‌فروشند. شرکت برق نیز با بهینه‌سازی یک ترکیب از آن‌ها، خرید خود را انجام می‌دهد. این شرکت‌ها موظفند همان میزان برقی که وعده داده بودند را در آن روز تأمین کنند.

## انواع روش‌های سرمایه‌گذاری

به طور کلی دو مدل سرمایه‌گذار در بازار بورس وجود دارد: مدل اول کسانی هستند که به دنبال سرمایه‌گذاری بلندمدت در بورس هستند. در این مدل از سرمایه‌گذاری فرد سهام یک شرکتی را می‌خرد و بدون توجه به بالا و پایین بازار حداقل ۶ ماه تا یک سال روی آن صبر می‌کند. در این مدل سرمایه‌گذاری فرد به بازار سرمایه به عنوان محلی برای سپرده کردن پول‌های خود و سرمایه‌گذاری نگاه می‌کند که در بلندمدت برای وی سودآور خواهد بود. مدل دیگر سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت است. در این مدل سرمایه‌گذار برای خودش در یک بازه‌ی زمانی حد سود و ضرر تعیین می‌کند؛ مثلاً می‌گوید من در فلان سهم در مدت دو هفته ۲۰٪ سود می‌کنم و بعد از آن خارج می‌شوم. در واقع این مدل از سرمایه‌گذاران از نوسانات قیمت سهام‌ها سود می‌برند و نه از سود اصلی سهام. بنابراین دائماً در حال خرید و فروش و نوسان‌گیری هستند. به طور کلی به کسانی که چنین نگاهی به بازار دارند «بورس‌باز» گفته می‌شود؛ یعنی این‌ها که شغل آن‌ها در بورس است و هدف آن‌ها فقط سرمایه‌گذاری نیست.

## چه روش‌هایی برای خرید سهام و اوراق در این بازار رایج است؟

سرمایه‌گذاران برای ورود به بازار بورس و سرمایه‌گذاری روی شرکت‌های مختلف راه‌های مختلفی دارند. اولین راه این است که سرمایه‌گذار مستقیماً سهام شرکت مورد نظر را بخرد.

راه بعدی خرید اوراق مشارکت یا همان قرضه است. این اوراق در واقع سندی است که شرکت‌ها در ازای آن از سرمایه‌گذاران پول قرض می‌گیرند و متعهد می‌شوند بعد از طی شدن مدت زمان مشخص شده (مثلاً ۲ سال) اصل پول را با میزان سود تعیین شده برگردانند. البته این سود تحت عناوینی است که با بانکداری اسلامی منافات نداشته باشد. بعدها یک قسمت راجع به بانکداری و بانکداری اسلامی خواهیم ساخت. اگر سرمایه‌گذاران بخواهند متحمل ریسک کمتری شوند، می‌توانند پول خود را به صندوق‌ها بسپارند. صندوق مجموعه‌ای از سهام چند شرکت است که در قالب یک سهم در آمده و سرمایه‌گذار به جای خرید سهام‌های مختلف، از پکیج آن صندوق استفاده می‌کند تا ریسک سرمایه‌گذاری را کمتر کند. مثلاً ممکن است سهام یک صندوق از ۲ بانک، ۱ بیمه، ۱ خودروساز و چند صنعت دیگر تشکیل شده باشد. حالا اگر دو سهم منفی باشد و دو سهم مثبت، برآیند آن باعث می‌شود قیمت صندوق خیلی تغییر نکند و ریسک کمتر می‌شود. این صندوق‌ها ممکن است قابل معامله باشند؛ یعنی خود سهام صندوق نیز در بورس معامله شود که در این صورت به آن‌ها ETF یا صندوق‌های قابل معامله

گفته می‌شود. شاید اسم این صندوق‌ها را در اخبار این مدت شنیده باشید. مثلاً صندوق دارایکم در حقیقت سهام‌های باقی‌مانده‌ی دولت در بانک‌های تجارت، ملت، صادرات و بیمه‌های البرز و اتکاست که وزارت اقتصاد به نمایندگی دولت با ۲۰٪ تخفیف عرضه کرد. راه دیگر سرمایه‌گذاری برای کسانی که نمی‌خواهند خودشان خرید و فروش داشته باشند، روی آوردن به سبدهای آنهاست. در این روش، سرمایه‌گذار به یک نفر یا یک شرکت که بورس را بلد است و می‌شناسد این اختیار را می‌دهد که جای او خرید و فروش کند و در ازای آن بخشی از سود را برای خود بردارد. در واقع پول از سرمایه‌گذار و کار از سبدهای آنهاست و سود به تناسبی بین آنها تقسیم می‌شود.

## تحلیل در بازار بورس

سهام‌داران برای این که سهمی را بخرند یا بفروشند، به تحلیل اطلاعات نیاز دارند. به طور کلی دو مدل تحلیل در بازار بورس وجود دارد که دو راه کاملاً متفاوت را به ما نشان می‌دهد: تحلیل بنیادی و تکنیکال.

تحلیل بنیادی، روشی برای آنالیز کردن سهام یا اوراق بهادار به واسطه‌ی محاسبه‌ی ارزش ذاتی آن است. این تحلیل، با مطالعه‌ی تمامی موارد تأثیرگذار بر ارزش سهم، نظیر وضعیت مالی و مدیریت شرکت، صنعت و شرایط اقتصادی کلان انجام می‌شود. هدف اصلی این تحلیل کشف ارزش فعلی سهم است تا بتوانند آن را با قیمت فعلی مقایسه کنند. اگر قیمت فعلی از ارزش واقعی کمتر باشد، آن را می‌خرند و اگر از ارزش واقعی سهم قیمت بیشتری داشته باشد، آن را می‌فروشند.

در «تحلیل بنیادی» اطلاعات مالی شرکت‌ها برای تحلیلگران بسیار مهم است و آن‌ها با در نظر گرفتن عواملی مانند درآمد شرکت، عواید کوتاه‌مدت، حاشیه سود، ترازنامه‌ی یک شرکت، وضعیت جریان نقدی، وضعیت درآمد، رشد آینده‌ی شرکت و صنعت تحلیل را انجام می‌دهند. مثلاً یک تحلیلگر ۲۰ سال قبل تشخیص می‌دهد سهام شرکت‌های حوزه‌ی فناوری اطلاعات مثل مایکروسافت و فیس‌بوک در آینده رشد خوبی خواهند داشت، زیرا می‌داند این صنعت در آینده اهمیت بیشتری می‌یابد. برخی دیگر از تحلیلگران یا فراتر از این می‌گذارند و برای تحلیل یک سهم حتی به تیم مدیریتی آن نیز دقت می‌کنند. در این پارامتر سوابق قبلی تیم مدیریتی شرکت مورد نظر نیز بررسی می‌شود؛ مثلاً این که این تیم برای رشد شرکت‌های پیشین خود چه اقداماتی داشتند. البته گستردگی تحلیل بنیادین فراتر از این‌هاست، اما توضیح بیشتر آن در حوصله‌ی این پادکست نمی‌گنجد.

مدل دوم تحلیل‌های بورسی «تحلیل تکنیکال» نام دارد. نخستین بار یک فرد آمریکایی به نام «چارلز داو» به وجود این تحلیل پی برد. آقای داو در ابتدا یک مجله‌ی محلی داشت که در آن سهام شرکت‌های مختلف را برای مشترکانش تحلیل می‌کرد. این تحلیلگر پس از مدتی بسیار معروف شد و در سال ۱۸۸۰ مجله‌ی او با ۲۰۰ هزار اشتراک به بزرگترین مجله‌ی اقتصادی آمریکا تبدیل شد. این مجله «وال استریت ژورنال» نام گرفت که اکنون بزرگترین روزنامه‌ی اقتصادی جهان است. چارلز داو متوجه شد که سه قانون اصلی همیشه در بازار برقرارند:

- ۱- همه چیز در قیمت نهفته است. یعنی اگر قیمت را تحلیل کنیم، مانند این است که همه چیز را تحلیل کرده‌ایم و دیگر لازم نیست درباره‌ی دلایل بنیادی تحقیق کرده یا پیگیر اخبار باشیم و... از اخبار گرفته تا تصمیمات مدیران شرکت، خیلی سریع اثر خود را روی قیمت نشان می‌دهند.

- ۲- تاریخ تکرار می‌شود. یعنی هر اتفاقی که قبلاً در قیمت افتاده، باز هم می‌افتد. مثلاً قیمت سکه ۳ سال زیر قیمت ۱ میلیون و ۲۰۰ هزار تومان گیر کرده بود؛ پس هر بار سکه به این قیمت برسد، از این قیمت ریزش می‌کند و همین‌طور، هر وقت پایین آمده و به ۱ میلیون تومان می‌رسید، دوباره اوج می‌گرفت. پس هر بار سکه به قیمت یک میلیون تومان برسد، اوج می‌گیرد و هر بار به ۱ میلیون و ۲۰۰ هزار تومان برسد کاهش می‌یابد.

با این استراتژی می‌توان به دو روش سرمایه‌گذاری کرد؛ اول اینکه هرگاه سکه به یک میلیون برسد باید سکه خرید و آن را در قیمت یک میلیون و دویست هزار تومان فروخت. نوع دوم سرمایه‌گذاری نیز بدین شکل است که هر وقت تاریخ نقض شد، یعنی اتفاق مهمی افتاده و باید سرمایه‌گذاری کرد. یعنی هنگامی که سکه از یک میلیون ۲۰۰ هزار تومان بالاتر رفت و سقف تاریخی خود را شکست و تاریخ این بار تکرار نشد، به این معنی است که اتفاق مهمی افتاده، پس باید سکه خرید.

- ۳- قیمت در روند حرکت می‌کند. یعنی قیمت روی خط صاف حرکت نمی‌کند، بلکه هنگامی که می‌خواهد مسیری را طی کند، حرکت نوسانی خواهد داشت. مثلاً اکنون که قیمت تمام کالاها در ایران به دلیل تورم روند صعودی دارد، سکه از ۱ میلیون به ۲ میلیون می‌رسد، بعد کمی ارزان شده و به ۱.۸۰۰.۰۰۰ می‌رسد. سپس دوباره گران شده و ۳ میلیون تومان می‌شود. باز به ۲.۸۰۰.۰۰۰ رسیده و بعد ۴ میلیون تومان می‌شود و...

به این سلسله‌مراتب «روند» می‌گویند و قیمت ذاتاً تمایل دارد در روند حرکت کند. حال با استفاده از این قانون می‌توان فهمید که همیشه باید روی سهم‌هایی سرمایه‌گذاری کرد که روند صعودی دارند و تا وقتی این روند را از دست نداده‌اند، به راه خود ادامه می‌دهند. می‌توان از این قانون نتیجه گرفت که تورم در ایران صعودی می‌ماند، مگر این که تغییر مهمی اتفاق بیافتد، مثلاً صلح با آمریکا یا هر اتفاق مهم دیگری. پس تا هنگامی که سکه‌ی طلا روند صعودی خود را ادامه می‌دهد، به این معناست که تغییری در اقتصاد ایران اتفاق نیفتاده و هرکس سکه دارد، باید سکه‌اش را حفظ کند.

چارلز داو به این ۳ قانون پی برد و اولین قدم‌های تحلیل تکنیکال را برداشت. از آن زمان تا کنون افراد زیادی تحلیل تکنیکال را کامل کرده و شیوه‌های مختلفی را بر اساس داده‌های ریاضی ساختند که امروزه به آن تحلیل تکنیکال می‌گوییم.

## شاخص بورس

و اما در آخرین قسمت از آشنایی با ساختارهای بورس لازم است که با برخی واژه‌ها مثل «شاخص‌های بورس» آشنا شویم. «شاخص»

در معنی عام یعنی معیاری که به وسیله‌ی آن می‌توانیم چیزی را تشخیص بدهیم. در بورس نیز شاخص معیاری است که وضعیت حال، گذشته، تغییرات بازار و حتی آینده‌ی بورس را به ما نشان می‌دهد. شاخص بورس انواع مختلفی دارد. اولین شاخصی که در بورس بسیار تکرار می‌شود، «شاخص کل» است که سطح عمومی قیمت تمام سهام‌های موجود در بازار و سود سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس است. به بیان ساده‌تر تغییرات شاخص کل در واقع میانگین بازدهی سرمایه‌گذاران در بازار بورس را به ما نشان می‌دهد.

مثلاً فرض کنید شما سهام یک شرکت را در زمان ورود به بورس ۱۵۰ تومان خریدید. حالا با گذشت یک سال قیمت سهم به ۱۸۰ تومان رسیده و شرکت نیز به ازای سهام به شما ۱۵ تومان سود نقدی داده است. به این ترتیب ۱۵۰ تومان شما بعد از یک سال به ۱۹۵ تومان افزایش یافته و این یعنی شما ۳۰٪ سود کرده‌اید؛ پس بازدهی این سهم ۳۰٪ بوده است. اگر میانگین بازدهی تمام شرکت‌های فعال در بورس را با فرمول‌های خاصی که وجود دارد محاسبه کنیم، به میزان تغییرات شاخص کل می‌رسیم که دقیقاً میانگین بازدهی بورس را به ما نشان می‌دهد. با این توضیح وقتی می‌شنویم بورس امروز ۲٪ رشد داشته، یعنی میانگین بازدهی سهام‌هایی که در بورس هستند طی امروز ۲٪ بوده است. یا وقتی می‌شنویم تغییرات شاخص در طول سال ۹۸ بیشتر از ۳۰۰٪ بوده، یعنی میانگین سهام تمام شرکت‌های موجود در بورس ۳۰۰٪ بوده و بورس ۳۰۰٪ رشد داشته است. پس تغییرات شاخص کل شامل تغییرات قیمت سهام و سودی است که اگر شرکت‌ها در آن سال سود کرده باشند، بعد از تنظیم صورت‌های مالی، بین سهام‌داران تقسیم می‌کند.

البته همان‌طور که گفتیم، شاخص کل میانگین بازدهی تمام سهام‌های موجود در بازار است که براساس فرمول‌های خاصی محاسبه می‌شود. در این بین ممکن است سهام یک شرکت منفی و یک شرکت مثبت باشد؛ اما آنچه مهم است تنها میانگین تمام این شرکت‌هاست. پس افزایش شاخص کل لزوماً به معنای مثبت شدن تمام سهام‌ها و منفی شدن آن هم لزوماً به معنای منفی شدن تمام سهام‌ها نیست. شاخص دیگری که در بورس ایران وجود دارد، شاخص ۵۰ شرکت فعال تر بورس است. این شاخص تغییرات سطح عمومی قیمت ۵۰ شرکت برتر را به ما نشان می‌دهد که سهامشان بیشتر از سایر شرکت‌ها در بورس خرید و فروش می‌شود. همچنین شاخص ۳۰ شرکت برتر نیز وجود دارد که شامل میانگین تغییر قیمت سهام ۳۰ شرکتی است که بیشترین تأثیر را روی شاخص کل دارند. شبیه همین مسئله در بورس آمریکا هم وجود دارد. مثلاً شاخص ۵۰۰ شرکت برتر معروف به اس اند پی ۵۰۰ (S&P 500) که در بورس نیویورک بسیار مورد توجه است. البته شاخص‌های دیگری هم وجود دارد که احتمالاً در اخبار بی‌بی‌سی و سی‌ان‌ان دیده باشید؛ مثلاً شاخص Dow Jones یا Nasdaq. ۳۰ شرکت بزرگ آمریکا در شاخصی به نام شاخص داوجنز مورد ارزیابی قرار می‌گیرند. این شاخص از سال ۱۸۸۵ توسط مجله وال استریت ژورنال ایجاد شد و آینده‌ی خوبی از وضعیت بازار بورس آمریکا و اقتصاد این کشور به حساب می‌آید، زیرا غول‌های اقتصادی آمریکا را در خود جای داده است. از جمله شرکت‌های حاضر در شاخص داوجنز می‌توان به شرکت اپل، بوئینگ، کوکا کولا، اینتل، مایکروسافت، والدت دیزنی، نایکی، مکدونالد و... اشاره کرد که هر کدام در صنایع و فعالیت‌های مربوط به خودشان جزء برترین‌ها هستند. داوجنز در اصل شاخص غول‌های صنعتی آمریکاست. شاخص دیگری نیز به نام Nasdaq وجود دارد. البته Nasdaq علاوه بر این که یک شاخص است، یک پلتفرم بورس هم به شمار می‌رود، مثل New York stock exchange. شاخص Nasdaq بیشتر شرکت‌های تک یا تکنولوژیک را شامل می‌شود.

### خلق ثروت یا بازتوزیع ثروت در بورس

یکی از مهمترین مفاهیمی که کمتر به آن پرداخته می‌شود آن است که اساساً بازار بورس می‌تواند خلق ثروت کند یا خیر؟ به عبارت دیگر، اگر اقتصاد را یک کیک در نظر بگیریم، آیا بورس باعث بزرگ‌تر شدن کیک اقتصاد می‌شود؟ به طور کلی اگر بورس باعث ایجاد سرمایه‌گذاری مولد شود و شرکت‌ها با پولی که از فروش سهامشان در بورس به دست می‌آورند کالا یا خدمات جدید تولید کنند، این مسئله می‌تواند به خلق ثروت جدید کمک کند. وقتی یک شرکت مسیر جذب سرمایه از بورس را درست طی کند، رشد درآمدها و ارزش افزوده‌ی تولیدشده توسط آن‌ها نیز در قیمت سهام و سودی که به سهام‌داران می‌دهد نمود پیدا می‌کند؛ در نتیجه بورس به محلی برای خلق ثروت تبدیل می‌شود. اما این مسئله تا زمانی است که سرمایه‌گذاران یا همان سهام‌داران در پی سود سرمایه‌گذاری یا افزایش سرمایه‌ی شرکت‌ها هستند. در واقع وقتی که سهام‌دار به دنبال کسب سود از خرید و فروش سهام است، دیگر بحث خلق ثروت مطرح نیست، بلکه وارد مرحله‌ی بازتوزیع پول یا ثروت می‌شویم.

برای پیشبرد بحث بورس و نقش آن در خلق ثروت یا بازتوزیع آن لازم است که نگاهی گذرا و کوتاه به نظریه‌ی بازی‌ها در اقتصاد داشته باشیم. نظریه‌ی بازی‌ها یک مدل ریاضی است که در علوم مختلف از علوم اجتماعی گرفته تا روابط بین‌الملل و اقتصاد کاربرد دارد. در این نظریه با استفاده از مدل‌های ریاضی به مدل‌های همکاری و یا رقابت بین موجودات هوشمند و منطقی پرداخته می‌شود. برای فهمیدن این مفهوم بهتر است یک بازی طراحی کنیم.

فرض کنید شما و دوستان از سارقان با سابقه هستید که بارها به سرقت رفته‌اید، اما در یکی از سرقت‌ها دستگیر می‌شوید. از آن جایی که پلیس از سرقت‌های قبلی شما مدارک کافی ندارد، برای شما و دوستان یک بازی طراحی می‌کند. مأمور بازجو به شما می‌گوید اگر شما به جرم قبلی خود اعتراف کنید و دوستان اعتراف نکنند، شما عفو می‌شوید و دوستان ۳ سال به زندان می‌روند. اما اگر شما اعتراف نکنید و او اعتراف کند، این شما می‌باید که باید ۳ سال زندانی بکشید. بازجو در ادامه می‌گوید که اگر هر دو اعتراف کنید، به خاطر همکاری با پلیس، هر کدام ۲ سال متحل زندان می‌شوید و این تخفیف اعتراف به جرم است.

اما این بازی طراحی شده حالت دیگری هم دارد: این که شما و دوستان اعتراف نکنید که در این حالت فقط به خاطر جرمی که در حین ارتکاب آن دستگیر شدید، مجازات می‌شوید. در این مثال مجازات این جرم یک سال در نظر گرفته می‌شود. در این حالت شما پیش خودتان فکر می‌کنید ممکن است دوستان اعتراف کرده باشد، پس بهتر است شما هم اعتراف کنید تا ۲ سال زندانی بکشید و اگر هم او اعتراف نکرده باشد که شما عفو می‌خورید و او ۳ سال زندانی می‌کشد. بنابراین در هر صورت به نفع شماست که اعتراف کنید. اما مشکل اینجاست که دوست

شما هم مثل شما فکر می‌کند و در نتیجه او نیز اعتراف می‌کند. در این حالت هر کدام از شما مجبور هستید ۲ سال حبس بکشید در حالی که اگر هیچ کدام اعتراف نمی‌کردید، مدت حبس شما ۱ سال بود و جرم‌های قبلی نیز اثبات نمی‌شدند. در واقع در این بازی دو طرف باید تصمیم می‌گرفتند، اما تصمیم یک بازیکن در نتیجه‌ای که هر کدام می‌گرفتند اثر داشت.

یک بازی استراتژیک به طور کلی از ۳ جزء تشکیل می‌شود: جزء اول بازیکن‌ها هستند، جزء دوم مجموعه‌ای از عمل‌ها است که باید برای هر بازیکن تعریف و مشخص شود (یعنی باید بررسی شود که هر بازیکن چه تصمیمات و واکنش‌هایی از خود بروز می‌دهد) و جزء سوم ترجیحات هر بازیکن نسبت به خروجی‌هایی است که هر بازی می‌تواند داشته باشد. مثلاً در مثال بالا دو سارق بازیکن‌ها بودند، مسئله‌ی اعتراف کردن یا نکردن هر کدام، مجموعه‌ای از عمل‌ها بود و ترجیحات نیز سنجیدن خروجی هر حالت و انتخاب یکی از آن‌ها بود که هر دو اعتراف کردن را انتخاب کردند، چون یا کلاً عفو می‌شدند یا تخفیف می‌گرفتند.

نظریه‌ی بازی‌ها تلاش می‌کند تا رفتار ریاضی حاکم بر یک موقعیت یا بازی را مدل‌سازی کند. این موقعیت زمانی پدید می‌آید که موفقیت یک فرد وابسته به تصمیمی است که دیگران می‌گیرند. هدف نهایی این دانش، یافتن بهترین راه برای هر یک از بازیکن‌هاست. یکی از معروف‌ترین بازی‌ها در این نظریه، خصوصاً در مورد مسائل اقتصادی، بازی با حاصل جمع صفر است. در این مدل سود و منفعت یکی از بازیکن‌ها در شکست سایرین نهفته است و بردن در آن به معنای باخت طرف مقابل است. در بازی «حاصل جمع صفر» یا بازی «مجموع صفر» برد یک شخص به باخت طرف مقابل گره خورده. در مقوله‌ی اقتصاد نیز ممکن است تحت شرایطی بازی با حاصل جمع صفر اتفاق بیافتد و سود یک نفر به ضرر یک فرد دیگر گره می‌خورد، خصوصاً اگر بحث تولید در میان نباشد و فقط یک اوراق یا کالایی بین افراد معامله شود. در نتیجه تغییر خالص ثروت یا سود در این مدل بازی صفر است. بازی مجموع صفر ممکن است بیش از دو بازیکن، یا میلیون‌ها شرکت کننده داشته باشد. بهترین مثال برای بازی‌های با حاصل جمع صفر، قمار است؛ زیرا حاصل جمع سود اشخاص برنده با مجموع مبالغ از دست رفته‌ی افراد بازنده برابر است و در واقع در این میان هیچ چیز جدیدی خلق نشده است.

طبق نظریه‌ی بازی‌ها در مورد معاملات در بازار ثانویه‌ی بورس نیز گفته می‌شود بازی با حاصل جمع صفر اتفاق می‌افتد، چون در نهایت قیمت سهام باید به ارزش واقعی سهم برگردد و قرار نیست ثروتی خلق شود. در این حالت فرد معامله‌گر فقط با هدف خرید و فروش برگه‌های سهام وارد بورس می‌شود و هدفش اصلاً سرمایه‌گذاری میان‌مدت و بلندمدت نیست. حتی در بسیاری از مواقع معامله‌گران بدون هیچ‌گونه تحلیل و تنها براساس حرف افراد دیگر سهام خرید و فروش می‌کنند که در این حالت بیشتر بازی با حاصل جمع صفر تداعی می‌شود. این دقیقاً به این معنی است که مثلاً من امروز سهامی را به قیمت A تومان می‌خرم و ممکن است فردا با قیمت بالاتری بفروشم. مسلماً کسی که دیروز این سهام را به من فروخته، ناراحت است و من خوشحالم که سود کرده‌ام. برعکس این حالت هم وجود دارد و ممکن است من سهم را با قیمت پایین‌تر بفروشم و ضرر کنم، اما کسی که دیروز سهام را به من فروخته از این معامله سود کرده است. این یعنی به ازای سود کردن و خوشحال شدن شخصی، شخص دیگری ناراحت شده و ضرر کرده است. در این حالت خرید و فروش که در اصطلاح «بورس‌بازی» نامیده می‌شود، نه سهام‌داری و سرمایه‌گذاری، در واقع هیچ ثروتی خلق نمی‌شود بلکه از جیب شخص (اشخاص) دیگری درصدی به پول من اضافه شده یا من به این صورت پولی را از دست داده‌م. نکته‌ی مهم این ماجرا این است که در این بین هیچ ثروتی خلق نشده، بلکه پول میان افراد جابه‌جا شده است.

به این مسئله در علم اقتصاد نوعی بازتوزیع ثروت گفته می‌شود. یعنی مقدار ثروت و سرمایه فرقی نکرده، بلکه فقط نوع توزیع آن تفاوت کرده است. این اتفاق در بازارهای ثانویه‌ای که در آن کارایی وجود ندارد و قیمت سهام تا چند برابر ارزش واقعی شرکت رشد می‌کند، اتفاق کاملاً مشهودی است؛ زیرا ثروت - که همان دارایی‌های شرکت است - هیچ تغییری نکرده، اما قیمت‌ها دائماً جابه‌جا شده است. این بالا پایین شدن‌ها در نهایت به جایی ختم می‌شود که قیمت سهم به ارزش واقعی خود برمی‌گردد. یعنی ممکن است در اثر هجوم خریداران شما سهمی را با قیمت بالا بخرید. ممکن است این قیمت حتی خیلی بالاتر هم برود، اما در نهایت باید به ارزش واقعی سهم برگردد.

بازار سهام به خودی خود منبع تولید ارزش در اقتصاد نیست و فقط نقش واسطه‌گری مالی را بازی می‌کند و قرار نیست خود خالق ثروتی باشد. در نتیجه اگر این جابه‌جایی و رشد قیمت‌ها با خلق ثروت توسط شرکت‌ها همراه نباشد، برمی‌گردد. در واقع سود مازاد (یعنی ورای سودی که شرکت در اثر فعالیت مولد اقتصادی به سهام‌داران می‌دهد) در بازار سهام از جنس «بازی جمع صفر» است: یک عده برنده و یک عده بازنده خواهد داشت. برنده‌ی این بازی کسانی هستند که قبل از بروز تورم در قیمت‌های سهم وارد می‌شوند و زودتر هم می‌روند و بازنده‌ها کسانی هستند که دیرتر از همه می‌آیند و ورود آن‌ها با ترکیدن حباب همزمان می‌شود که این یعنی بازگشت قیمت به ارزش واقعی سهم.

### مؤلفه‌های اثرگذار در رشد بورس

مهمترین محرک بازار بورس، رشد اقتصادی یک کشور است که پیشتر در مورد آن حرف زدیم. وقتی رشد اقتصادی یک کشور مثبت می‌شود، یعنی تولید کالا و خدمات در اقتصاد این کشور بیشتر شده و این بدان معنی است که شرکت‌ها کار بیشتری کرده و سود بیشتری برده‌اند. در نتیجه این فعالیت شرکت‌ها و افزایش تولیدات آن‌ها در بورس نمود پیدا می‌کند. این محرک روی دیگری هم دارد و اگر رشد اقتصادی منفی باشد، طبیعتاً سود و تولیدات شرکت‌ها دچار مشکل شده و بورس نیز دچار افت می‌شود؛ زیرا ارزش واقعی شرکت‌ها و اقتصاد در حال کوچک‌تر شدن است. البته ممکن است رشد اقتصادی در حالت کلی روند نزولی بگیرد، اما وضع برخی شرکت‌ها رو به رشد شود؛ مثل وضعیت امروز دنیا که کرونا اقتصاد را دچار رکود و بحران کرده و بسیاری از شرکت‌ها بازاریشان را از دست داده‌اند، اما شرکت‌هایی که خدمات دور کاری ارائه می‌دادند یا حتی شرکت فیلم‌سازی نت‌فلیکس رشد بالایی داشت؛ چون ابزار روزهای قرنطینه را به مردم ارائه می‌کرد. با این حال بحث ما به کلیت بازار بورس و مؤلفه‌های اثرگذار در رشد یا سقوط آن مربوط می‌شود که تا این‌جا مسئله‌ی رشد اقتصادی را بیان کرده‌ایم. محرک بعدی بورس در یک اقتصاد، نقدینگی و تورم است. وقتی اقتصاد یک کشور دچار تورم می‌شود، اولین کاری که مردم می‌کنند این

است که سعی می‌کنند پول‌های نقد (نقدینگی) خود را تبدیل به دارایی کنند؛ زیرا قیمت کالا، خدمات و دارایی‌ها روز به روز در حال افزایش است و تنها راه حفظ ارزش این نقدینگی‌ها، تبدیل آن به دارایی‌ست. در شرایط تورم و رشد نقدینگی، مردم و سرمایه‌داران برای حفظ ارزش پولشان - که روز به روز در حال سقوط است - به سمت دارایی‌هایی مثل ماشین، مسکن، طلا، ارز و بورس می‌روند که این افزایش ناگهانی تقاضا باعث افزایش قیمت‌ها می‌شود.

به این پول‌ها اصطلاحاً «پول‌های داغ» گفته می‌شود که برای کسب سود بیشتر و یا حفظ ارزش خود، به شکل سرگردان از این بازار به آن بازار حرکت می‌کند و به هر بازاری که می‌رسد، ممکن است در آن تورم یا افزایش قیمت ایجاد کند. پول‌های داغ یک اصلاح بین‌المللی برای پول‌هایی بود که برای کسب سود بیشتر از کشوری به کشور دیگر حرکت می‌کردند و به جایی می‌رفتند که بازارهای پرسودتری داشته باشد و بانک‌ها بهره‌ی بیشتری بدهند. اما بعدتر عنوان پول داغ به پول‌های داخلی هم اطلاق شد که به شکل سرگردان در پی حفظ ارزش خود یا کسب سود می‌روند.

با سرازیر شدن نقدینگی و تورم به سمت بازارهای خودرو، مسکن، طلا و ارز تا حدود زیادی آشنا هستیم، زیرا کشور ما تقریباً هر چند سال یک‌بار با این پدیده مواجه شده و تک تک ما با چشم خود دیده‌ایم که نقدینگی و هجوم پول‌ها به سمت این بازارها چگونه باعث تورم در آن‌ها می‌شود. اما تأثیر هجوم نقدینگی و به تبع آن، تورم در بورس را حس نکرده‌ایم.

### نقدینگی و تورم چه تأثیری روی بورس می‌گذارد؟

برای پی بردن به این رابطه مختصراً دلیل ایجاد تورم را بررسی می‌کنیم. تورم در شرایطی ایجاد می‌شود که پول موجود در اقتصاد از میزان کالا و خدماتی که در بازار وجود دارد، پیشی بگیرد. مثلاً فرض کنید اقتصاد ایران تا دیروز به اندازه‌ی ۱۰ هزار تومان پول داشته و تولیدات آن هم ۵ عدد سیب بوده، اما امروز پول جاری در اقتصاد ۲۰ هزار تومان شده در حالی که تولیدات اقتصادی رشدی نداشته و همان ۵ سیب بوده و یا حتی کم‌تر شده‌ات. در این شرایط به ازای هر کالا، پول بیشتری وجود دارد و طبیعتاً قیمت‌ها دچار تورم می‌شوند. نخستین واکنشی که مردم به تورم دارند، هجوم آن‌ها برای تبدیل پول‌های نقد به دارایی است. این نقدینگی یک به یک بازارها را در می‌نوردد و ممکن است در برهه‌ای به بازار بورس نیز وارد شود. این ورود نقدینگی مانند ماجرای دلار و... رشد بازار را به همراه خواهد داشت؛ چون تا پیش از این اگر به ازای هر سهم ۲ درخواست وجود داشت، اما اکنون تعداد این تقاضاها به دلیل سرازیر شدن نقدینگی به ۱۰ درخواست رسیده و همین باعث می‌شود بازار با رونق بیشتری به جلو حرکت کند.

تورم تأثیر دیگری نیز در بورس دارد. یک شرکت خودروسازی را در نظر بگیرید که در بورس فعالیت دارد. وقتی تورم ایجاد می‌شود احتمالاً قیمت محصولات این شرکت نیز دچار افزایش قیمت می‌شود؛ در نتیجه درآمد این شرکت نیز به صورت تک‌بعدی دچار افزایش می‌شود که دست آخر باید نمود این مسئله در قیمت سهام آن شرکت منعکس شود. مثلاً پراید تا دیروز ۶ میلیون تومان بوده، اما حالا شرکت آن را ۱۰۰ میلیون می‌فروشد. این یعنی به ازای هر پراید درآمد بیشتری نصیب سایپا شده و این افزایش قیمت باید در سهام دیده شود. اتفاقی که در اقتصادهای تورمی می‌افتد این است که همزمان با قیمت کالاها و خدمات، سهام شرکت‌هایی که این کالا و خدمات را ارائه می‌کنند نیز بالا برود. از طرف دیگر وقتی تورم در اقتصاد ایجاد می‌شود، همزمان با بالا رفتن قیمت مسکن، زمین و دلار، ارزش دارایی‌های این شرکت‌ها نیز افزایش پیدا می‌کند. مثلاً تا دیروز قیمت املاک ایرانخودرو ۱۰۰ میلیون بود، حالا که قیمت زمین و مسکن گران شده؛ ارزش آن به ۱ میلیارد رسیده که این یعنی ارزش واقعی سهم نیز باید مورد تجدید نظر قرار بگیرد؛ چون تا پیش از آن ارزش واقعی هر سهم براساس قیمت قدیمی دارایی‌ها ارزیابی شده بود، اما اکنون دارایی‌ها قیمت جدید دارند و این باید در ارزش سهم نمایان شود. پس تا اینجا دیدیم که به جز رشد و افزایش فعالیت اقتصادی، تورم و نقدینگی هم در قیمت سهم اثرگذار است.

البته رشد بورس برای این که اثر مثبت داشته باشد، باید با رشد اقتصادی همراه باشد؛ یعنی افزایش قیمت سهام‌ها و سرمایه‌های مردم با افزایش تولید کالا و خدمات همزمان باشد تا خود بورس تورم‌زا نشود. هر چند گاهی زور سایر محرک‌ها به رشد اقتصادی می‌چربد و درحالی که رشد اقتصادی منفی است، تورم و نقدینگی زیادی که وارد اقتصاد شده اجازه نمی‌دهد بورس با کلیت اقتصاد هماهنگ شود و در نتیجه بورس رشد می‌کند. اما این رشد مولد نیست و فقط ارزش پول شما را حفظ می‌کند. به محض این که این پول از بورس خارج شود، باعث تورم مجدد در سایر بخش‌ها می‌شود؛ زیرا بازار پاسخگوی این حجم پول نیست و تقاضا از بورس به سمت بازارهای موازی حرکت می‌کند. بدین ترتیب چرخه‌ی بیمار ناشی از حرکت پول داغ و تورمی روز به روز بیشتر می‌شود. و مردم برای عقب نیفتادن از این چرخه، به تورم دامن می‌زنند. همچنین این سودهای عجیب و غریب به عادت تبدیل می‌شود. یعنی اگر روزگاری اوضاع اقتصاد بهبود یابد و تورم تکریمی داشته باشیم، سود سالانه‌ی ۱۰٪ از یک بازار برایمان خوشایند نخواهد بود، درحالی که این مقدار سود منطقی و درست است.

### منابع

ناگفته‌های بورس ایران، علی صالح‌آبادی  
اقتصاد بازار سرمایه، محمود نجفی‌نژاد  
بورس راهی برای توسعه، آرش کتابفروش بدری  
مدیریت سرمایه‌گذاری، چارلی پی جونز  
اقتصاد بازار سرمایه

معمای سرمستی بورس و کساد اقتصادی، دکتر مسعود نیلی، دنیای اقتصاد

تجربه بورس ونزوئلا، دنیای اقتصاد  
مقاله اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران

Technical Analysis of the Financial Markets

<https://www.economist.com/news/united-states/21595973-voters-think-both-parties-are-telling-truth-about-how-aw-ful-other-lot-are-zero-sum>

<http://www.archive.org/stream/theoryofgamesand030098mbp#page/n70/mode/1up/search/reduce>

<https://archive.org/details/digitalphoenixwh00abra>

[https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://m.youtube.com/watch%3Fv%3DQpG4abB-myoc&ved=2ahUKEwib9dWduM\\_qAhXMKewKHbeZB9k4ChCjtAEwC3oECAYQAQ&usg=AOv-Vaw17HT-EHYk1zpj5HDOsuuBf](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://m.youtube.com/watch%3Fv%3DQpG4abB-myoc&ved=2ahUKEwib9dWduM_qAhXMKewKHbeZB9k4ChCjtAEwC3oECAYQAQ&usg=AOv-Vaw17HT-EHYk1zpj5HDOsuuBf)

<https://bebusinessed.com/history/history-of-the-stock-market/>

Digesttt