



نوسان ممتد



صندوق طلای رز

تحت مدیریت مشاور سرمایه گذاری ترنج



صندوق سرمایه گذاری در
اوراق بهادار مبتنی بر طلای رز



خدمات جامع
بازار سرمایه

ترنج

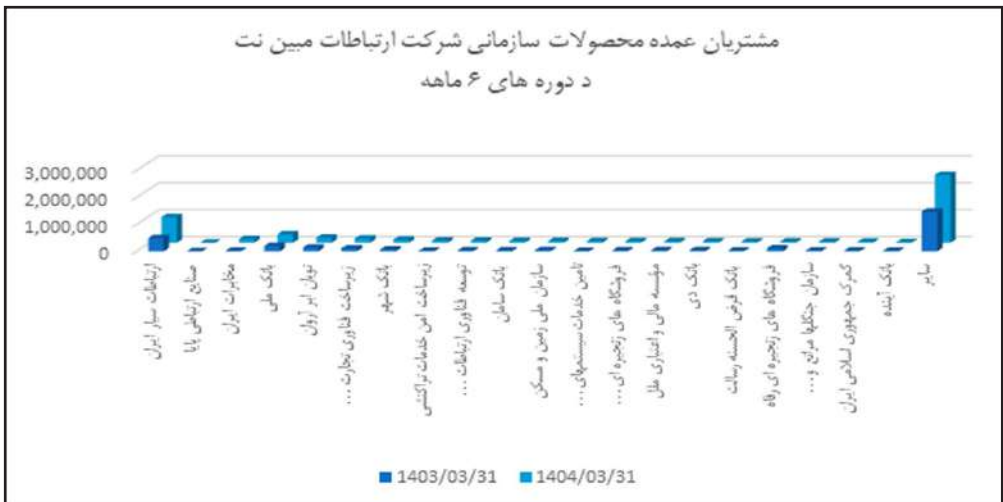
سودآوری پایدار در اکوسیستم همراه اول با تمرکز بر خدمات دیجیتال

رشد در آمدی با توسعه خدمات رسانی در گروه همراه

در شش ماهه منتهی به خرداد ۱۴۰۴، شرکت همراه کسبوکارهای هوشمند ۲۵٪ از درآمد خود را از شرکت ارتباطات سیار (۶،۵۹۰ میلیارد ریال) و ۷۰٪ را از سایر مشترکین اپراتورها (۱۸،۴۵۸ میلیارد ریال) کسب کرد. شرکت تحقق رویای بی‌نهایت کسبوکار پرنیان نیز ۱۴٪ سهم در تحقق درآمد داشت. ترکیب مشتریان نسبت به دوره مشابه سال قبل تغییر چشمگیری نداشته است. در شش ماهه منتهی به خرداد ۱۴۰۴، بیشترین درآمد شرکت همراه کسبوکارهای هوشمند از فروش بسته‌های اینترنتی و رمز شارژ الکترونیکی به مبلغ ۱۸،۹۸۳ میلیارد ریال حاصل شد. با این حال، به دلیل بالا بودن بهای تمام‌شده عملیاتی، سود ناخالص این بخش تنها ۶۸۷ میلیارد ریال بود که معادل ۳۶٪ از درآمد آن را تشکیل می‌دهد. در شش ماهه منتهی به خرداد ۱۴۰۴، شرکت همراه کسبوکارهای هوشمند از خدمات نرم‌افزارهای سفارشی سود ۱۰۴ میلیارد ریالی با حاشیه سود ۶۵.۷٪ و از کارمزد خدمات پلتفرمی و سرویس نرم‌افزاری سود ۱۹۵ میلیارد ریالی با حاشیه سود ۵۳٪ کسب کرد. این در حالی است که در سال گذشته، سود این خدمات ۱۵۱ میلیارد ریال با حاشیه سود ۷۵٪ بوده است.

ورود به اقتصاد دیجیتال با خرید دیجی کالا

شرکت همراه کسبوکارهای هوشمند با سرمایه‌گذاری ۱۲۸۴۴ میلیارد ریالی در سهام شرکت‌های دیجیتال، بیشترین سهم را به گروه تجارت الکترونیک دیجی کالا اختصاص داده و با خرید ۴۶ میلیارد سهم، مالک ۵٪ از این شرکت شده است. این اقدام، در راستای ورود همراه اول به حوزه اقتصاد دیجیتال و مطابق با سیاست‌های شرکت ارتباطات سیار انجام شده و نشان‌دهنده تمرکز بر رشد و توسعه در صنعت دیجیتال است. ارزش‌گذاری شرکت دیجی کالا با توافق سهامداران و تأیید سه کارشناس رسمی به مبلغ ۲۱۰ هزار میلیارد ریال انجام شده و شرکت همراه کسبوکارهای هوشمند با مالکیت ۵٪، بزرگ‌ترین سرمایه‌گذار آن در سبد دیجیتال خود است. همچنین این شرکت با خرید ۴۹.۹۹۸٪ از سهام شرکت خدمات هوشمند همراه لوتوس به ارزش ۱،۵۰۰ میلیارد ریال در آذر ۱۴۰۰، دومین سرمایه‌گذاری عمده خود را در حوزه دیجیتال ثبت کرده است. شرکت فن‌آوری شبکه آموزش دانش‌نو بان با ارزش ۵۴۹ میلیارد ریال، سومین سرمایه‌گذاری بزرگ شرکت همراه کسبوکارهای هوشمند محسوب می‌شود. این شرکت از زمان تأسیس در سال ۱۳۹۹، با مالکیت ۹۹.۹٪ توسط همراه کسبوکارهای هوشمند، به عنوان یکی از مؤسسين آن شناخته می‌شود.



شکاف میان شاخص کل و واقعیت سرمایه گذاران خرد

مانند دامنه نوسان و حجم مینا، به فضای بی‌اعتمادی دامنه زده است. تجربه‌های گذشته نشان داده که حمایت‌های مقطعی و نیمه‌کاره نه تنها باعث بازگشت اعتماد نمی‌شود بلکه در بلندمدت اثر معکوس دارد. همین شرایط سبب شده است اوراق همیار بیشتر به‌عنوان مسکنی موقت عمل کنند تا ابزاری پایدار برای تثبیت بازار. به‌ویژه آنکه تمرکز این اوراق بر سهام شاخص‌ساز بوده و سهام کوچک‌تر که سهم بیشتری در پرتفوی سرمایه‌گذاران خرد دارند، عملاً بی‌پشتوانه باقی مانده‌اند. در نتیجه، شکاف میان وضعیت شاخص کل و تجربه واقعی سرمایه‌گذاران بیشتر شده و فشار فروش در این بخش از بازار ادامه یافته است. افزون بر این، شرط نگهداری یک‌ساله سهام برای بهره‌مندی از بازدهی تضمینی، با کاهش نقدشوندگی همراه بوده و سرمایه‌گذاران ناچارند برای تأمین نقدینگی خود، در سایر نمادها فروخته شوند؛ موضوعی که خود به تشدید فشار عرضه در بازار منجر شده است. اکنون نیز بافت قابل توجه قیمت‌ها، اثر حمایتی اوراق همیار منتشر شده در تیرماه تا حد زیادی تضعیف شده و جذابیت روانی اولیه خود را از دست داده است. بنابراین حتی در صورت انتشار مجدد این اوراق، تأثیر آن محدود به کوتاهمدت خواهد بود و نمی‌تواند در ریسک‌های سیستماتیک که بنیان بازار را تحت الشعاع قرار داده‌اند غلبه کند. اگرچه اساسی در این شرایط، نگاه به‌ستاه‌ی و تکابزای به حمایت از بازار نیست بلکه نیاز به طراح‌ی و اجرای یک بسته جامع و مکمل وجود دارد. تقویت نقش بازارگردان‌ها در نماد‌های کوچک، تزریق هدفمند نقدینگی به صنایع استراتژیک، بازنگری در محدودیت‌های معاملاتی و ایجاد ثبات در سیاست‌های کلان اقتصادی می‌تواند به‌مرور فضای اعتماد را بازسازی کند. تنها با چنین رویکردی است که امکان کاهش اثر ریسک‌های سیستماتیک و ایجاد زمینه برای بازگشت پایدار بازار سرمایه فراهم خواهد شد.

محمد رضا علمی

کارشناس بازار سرمایه

انتشار اوراق همیار در تیرماه به‌عنوان یکی از ابزارهای نوین حمایتی بازار سرمایه اگرچه در ابتدا با هدف تقویت اعتماد عمومی و کاهش فشار فروش طراحی شد، اما واقعیت آن است که روند نزولی بازار متوقف نشد. دلیل اصلی این ناکامی را باید در ماهیت ریسک‌های سیستماتیک جست‌وجو کرد؛ ریسک‌هایی که نه ناشی از عملکرد شرکت‌ها بلکه حاصل شرایط کلان سیاسی و اقتصادی کشور هستند و بر کل بازار سرمایه می‌افکنند. بازار امروز در فضایی قرار دارد که همزمان با تداوم تورم بالا، رکود اقتصادی نیز به شکل جدی خود را نشان داده است و سیاست‌های انقباضی بانک مرکزی و نرخ‌های بهره بالا، جذابیت بازار پول را در مقایسه با بورس افزایش داده‌اند. در کنار این، نوسانات شدید نرخ ارز و بی‌ثباتی در سیاست‌های ارزی، امکان پیش‌بینی سود شرکت‌ها را دشوار کرده و بر انتظارات سرمایه‌گذاران اثر منفی گذاشته است.

از بعد سیاسی و ژئوپلیتیک نیز بازار با نااطمینانی‌های عمیقی مواجه است. فعال شدن مکانیزم ماشه و تشدید تحریم‌ها، همراه با تنش‌های منطقه‌ای، مستقیماً بر چشم‌انداز صادرات صنایع بزرگ و نرخ ارز تأثیر می‌گذارد. از سوی دیگر، بحران‌های زیرساختی همچون کمبود برق در تابستان، محدودیت گاز در زمستان و بحران آب‌وهوئه برای صنایع معدنی و فلزی، تهدید جدی برای تداوم تولید محسوب می‌شوند و ریسک عملیاتی بنگاه‌ها را به سطحی بالا رسانده‌اند. در حوزه سیاست‌گذاری داخلی نیز مداخلات دستوری، تصمیمات خلق الساعه درباره نرخ خوراک، تعرفه‌های انرژی، و قیمت‌گذاری محصولات، در کنار محدودیت‌های معاملاتی

رشد نامتوازن بازار؛ چالش‌های سهامداران خرد

اطمینان بخش در بازار، منطقی تر به نظر می رسد.

این علائم شامل کاهش معنادار تنش‌های سیاسی، اصلاح سیاست‌های دولت در زمینه قیمت‌گذاری دستوری و نظام ارز چندین رخ و همچنین کاهش نرخ بهره به‌عنوان یکی از قبای اصلی بازار سرمایه‌است. تحقق چنین شرایطی می‌تواند زمینه‌ساز بازگشت اعتماد و حضور دوباره سرمایه‌گذاران حقیقی شود و در نتیجه، تر کب متعادل همچون ۵۰-۸۰ مجدداً کارآمد گردد. به‌بیان دیگر، در وضعیت فعلی، رویکردی منعطف و مدیریت فعال پرتفوی نسبت به یک سیاست ثابت، می‌تواند ریسک را کاهش داده و فرصت ورود به‌وقت برای سرمایه‌گذار فراهم کند. در همین راستا، رشد شاخص کل در کنار ضعف شاخص هم‌وزن معمولاً دهانه‌دار شدن جریان نقدینگی به سمت سپه‌های بزرگ و شاخص‌ساز است. این روند اغلب در شرایطی رخ می‌دهد که بازار با محدودیت نقدینگی مواجه بوده و سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند منابع محدود خود را به سمت صنایع یا شرکت‌های هدایت کنند که از نظر بنیادی و حمایتی مطمئن تر به نظر می‌رسند. تمرکز نقدینگی بر سپه‌های بزرگ دو پیامد اصلی دارد: از یک‌سو می‌تواند تا حدی «ظاهر» بازار را مثبت نگه دارد و تصویری نسبی از رشد ایجاد کند؛ اما از سوی دیگر، سپه‌ام کوچک و متوسط با رکود معاملاتی، کاهش نقدشوندگی و حتی افت قیمت مواجه می‌شوند. برای سهامداران خرد که معمولاً بیشتر در گیر همین سپه‌های کوچک‌تر هستند، این وضعیت می‌تواند به معنای قفل شدن سرمایه، زیان‌های فرسایشی و کاهش انگیزه برای ماندن در بازار باشد. در صورت تداوم این روند، بازار به‌جای رشد فرایگیر، به سمت رکود نامتوازن حرکت خواهد کرد. چاهی که تنها بخش محدودی از نمادها مسیر صعودی را تجربه می‌کنند و بخش بزرگی از بازار در رکود باقی می‌ماند. این شکاف می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران خرد را تضعیف کرده و چرخه خروج پول حقیقی را تشدید کند.

بنابراین، اگرچه حرکت به سمت سهم‌های بزرگ در شرایط خاص اجتناب‌ناپذیر است، اما برای پایداری بازار باید سازوکاری طراحی شود که جریان نقدینگی به‌صورت متوازن‌تری بین صنایع و شرکت‌ها توزیع گردد. تحقق این هدف مستلزم گذار عدم‌قطعیت‌های سیاستی، تقویت شفافیت و برقراری قوانین چوک قیمت‌گذاری استواری است تا انگیزه سرمایه‌گذاران برای ورود به سهام کوچک نیز افزایش یابد.

علی آقائی

مدیر مطالعات و بررسی های اقتصادی گروه مالی
صبا تامین

حمایت حقوقی‌ها در شرایطی که روند خروج سرمایه حقیقی ادامه‌دار باشد، می‌تواند در کوتاه‌مدت نقش ضربه‌گیر را ایفا کرده و از شدت نوسانات منفی بکاهد. این حمایت‌ها عمدتاً جنبه روانی دارند و به‌بازار فرصت تنفس می‌دهند؛ با این حال، به‌تنهایی قادر به تغییر روند پایدار نیستند. آنچه در نهایت مسیر بازار را تعیین می‌کند، میزان اعتماد سرمایه‌گذاران حقیقی به آینده اقتصاد و بازار سرمایه است. هر چه سطح اعتمادسازی افزایش یابد؛ از طریق ثبات در سیاست‌های اقتصادی، شفافیت در صورت‌های مالی شرکت‌ها، پایش‌بینی‌پذیری تصمیمات سیاست‌گذار و پایبندی به اصول حاکمیت شرکتی - به همان میزان عمق بازار بیشتر شده و حضور سرمایه‌گذاران حقیقی پررنگ‌تر خواهد شد. در مقابل، تداوم سیاست‌های متناقضی مانند شفافیت، حتی با وجود حقوق‌های پر قدرت حقوقی‌ها، تنها اثر کوتاه‌مدت دارد و در بلندمدت خود حقوقی‌ها نیز با فشار مضاعف مواجه خواهند شد. بنابراین، اگر چه حمایت حقوقی‌ها برای جلوگیری از ریزش شدید ضروری می‌شود، اما رونق پایدار بازار سرمایه تنها با بازگشت اعتماد و مشارکت بیشتر در سرمایه‌گذاران حقیقی امکان‌پذیر خواهد بود.

در این میان، استراتژی ترکیبی ۵۰٪ نقد و ۵۰٪ سهام به‌طور کلی نوعی سیاست متعادل تلقی می‌شود که می‌تواند سرمایه‌گذار را تا حدی در برابر نوسانات بازار محافظت کند. با این حال، در شرایط فعلی که نشانه‌های ضعف تقاضا و تداوم خروج سرمایه حقیقی مشهود است، پایداری کامل به این ترکیب می‌تواند ریسک بیشتری به همراه داشته باشد.

منطق، سرمایه‌گذاری ایجاد می‌کند که نسبت نقدینگی و سهام در ترفوی، متناسب با شرایط محیطی و چشم‌انداز اقتصادی، به‌صورت پویا تنظیم شود. زمانی که قدرت تقاضا در بازار کاهش می‌یابد، نگهداری بیش از حد سهم ممکن است به قفل شدن سرمایه در صف‌های فروش یا زیان‌های کوتاه‌مدت منجر شود. از این رو، افزایش سهم نقدینگی تا زمان ظهور علائم

رشد فصلی «ومهان»: سیگنال اعتماد و سودآوری پایدار

❖ افزایش سرمایه "ومهان" به منظور رشد و توسعه مدیرعامل "ومهان"، در ادامه این مجمع با شرح دلایل افزایش سرمایه شرکت گروه توسعه مالی مهر بندگان از ۴۵۰۰ میلیارد تومان به ۶۰۰۰ میلیارد تومان، بر تانسیل بالای رشد و توسعه شرکت تاکید کرد.

وی با اشاره به اهمیت نسبت میانگین موزون هزینه سرمایه به بازدهی حقوق صاحبان سهام، اذعان داشت: در شرکت ما، میانگین موزون هزینه سرمایه به مراتب بازدهی حقوق صاحبان سهام کمتر بوده است. حتی با در نظر گرفتن صرف ریسک ۵ ساله، نیز شرایط بسیار خوبی را نسبت به بازدهی حقوق صاحبان سهام خود داشته‌ایم.

مؤمن زاده افزود: پول باید به شرکتی وارد شود که با هزینه کمتر، بازدهی بیشتری ایجاد کند و شرکت ما این توانایی را دارد. بازدهی حقوق صاحبان سهام ما در حال حاضر به گونه‌ای است که برای رسیدن به نقطه سر به سری، بازار نیازمند بازدهی ۴۲ درصدی است، در حالی که بازدهی حقوق صاحبان سهام ما بیشتر خواهد شد.

وی با تاکید بر شرایط رشدی شرکت، بیان کرد: «نیروی رقابتی بازار توان محدود کردن بازدهی ما را ندارد و ما همواره از آن پیشی خواهیم گرفت».

❖ چشم انداز «ومهان» برای تبدیل به گروه مالی
زرگ و خرید بانک

مدیر عامل «ومهان» همچنین با اشاره به تدوین یک برنامه استراتژی مفصل برای تبدیل شدن یک گروه خدمات مالی، اعلام کرد: به شدت به دنبال افزایش درآمدهای کارمندی و حرکت از مدیریت پورتفو به سمت ایجاد نهادهای مالی دیگر هستیم.

وی افزود، در تلاشیم تا یک گروه مالی بزرگ ایجاد کنیم و حتی در حال بررسی جدی برای خرید بانک هستیم، در صورت عرضه آن. وی در ادامه به تغییر ساختار سهامداری شرکت اشاره داشت و تأکید کرد: قصد داریم ساختار سهامداری جدیدی را مشابه بلندپایه‌های بزرگ ژاپنی مانند میتسوبیشی ایجاد کنیم تا رزش آفرینی بیشتری داشته باشیم و محدودیت‌های بازار سرمایه را کاهش دهیم.



۴۴ درصدی "ومهان" در سه سال گذشته

در ادامه مجمع عمومی فوق العاده گروه توسعه مالی مهر
پندگان، مؤمن زاده اعلام کرد: در سه سال گذشته، شاخص
کل ۷۶ درصد بازدهی داشته است، در حالی که شرکت
مهمان توانسته است بازدهی ۲۴۴ درصدی را به ثبت برساند.
این امر نشان دهنده موفقیت سیاست های مادر کنترل
ریسک و ایجاد یک پورتفوی متنوع است. وی با اشاره به
اهمیت شفافیت، گزارش دهی به موقع و انتشار اخبار مثبت
در سهم، افزود: در این بازار، ارتباط با سهامداران بسیار مهم
است. ارتباط بیشتر از طریق مجمع، کنفرانس های آنلاین و
سایر رسانه ها، باعث می شود سرمایه گذار شرکت را بهتر
شناساند. مؤمن زاده سادگی را یکی از اصول مهم در بازار
سرمایه دانست و گفت: اگر مدل کسب و کار شرکت ساده
باشد و اطلاعات به سادگی در اختیار سرمایه گذار قرار
گیرد، ارزش گذاری درست و در نتیجه بازدهی مناسبی مانند
۳ درصد یا ۱۸ درصد حاصل خواهد شد.

وی ضمن تشکر از حمایت بازارگردان شرکت، افزود: بازارگردان ما حمایت خوبی از سهام شرکت داشته است و بین امر در افزایش بازدهی سهام موثر بوده است.

امیدواریم امسال نیز این روند ادامه داشته باشد و رکوردی در این زمینه ثبت کنیم.

مدیر عامل "مهمان" با بیان تغییرات مثبت در پورتفوی شرکت، خاطر نشان کرد: سه سال گذشته سهم سنگ آهنی‌ها در پورتفوی ما بیشتر بود، اما امسال شیمیایی‌ها، پالایشی‌ها و پتروشیمی‌ها به آن اضافه شده‌اند. این تغییر، پورتفوی ما را متنوع‌تر و کارآمدتر کرده است.

وی از بازدهی ۳۱ درصدی سهام شرکت در شش ماهه گذشته اشاره کرد و افزود: با راهنمایی سهامداران و انجام سرمایه گذاری های مناسب، توانستیم عملکردی را داشته باشیم که در بازار قیمت گذاری شود. در سه ماهه اخیر، که شرایط بحرانی و دشواری بر کشور حاکم بود، فکر می کنم ما در صدر شرکت هایی قرار داریم که بازدهی مثبت داشته اند.

مؤمن زاده با اشاره به حمایت بازارگردان از سهام شرکت، تصریح کرد: پس از بازگشایی بازار سرمایه، سهام ما بین ۵ تا ۸ درصد افزایش قیمت داشت و در طول این هفته ها نیز بازدهی خوبی را برای سرمایه گذاران ایجاد کردیم.



محمد مهدی مؤمن زاد
مدیر عامل مهرآیندگان، در
مجمع فوق العاده افزایش
سرمایه این شرکت از
پور تقوی بورسی نزدیک به
۴۰ همتی، کارگزاری خبرگان،
واسپاری صنعت نفت

آیندگان، توسعه آرمان ومهان، تامین سرمایه سپهر و بیمه کارگزاری پارسیان نام برد و برنامه‌های توسعه‌ای این شرکت‌ها و افزایش سودآوری آنها برای سهامداران تاکید کرد.

وی با اشاره به پتانسیل بالای واسپاری صنعت نفت آیندگان برای تبدیل شدن به یکی از شرکت های بزرگ واسپاری کشور و سرمایه گذاری های استانی توسعه آرمان ومهان، ابراز امیدواری کرد با افزایش تعداد شرکت های زیرمجموعه و افزایش درآمد سود سهام، سود بیشتری به سهامداران تقدیم شود.

مدیر عامل "ومهان" با بیان اینکه شرکت در ۱۰ روز پایانی خردادماه سال جاری با شرایط بحرانی و تعطیلی بازار سرمایه مواجه شد، افزود: با وجود این چالش‌ها، درآمد مادر سه ماهه امسال تقریباً برابر با درآمد پارسال بوده است و در صورت برگزاری مجامع و فعال بودن بازار، می‌توانستیم عملکرد بهتری را کسب کنیم که این موضوع در طول سال جبران خواهد شد.

وی با تاکید بر رشد مستمر صورت مالی شرکت، اذعان داشت: صورت مالی ما نه تنها سالانه، بلکه فصلی نیز بزرگتر می‌شود و این یکی از نقاط قوت مهر آیندگان است که توسط سرمایه‌گذاران مورد توجه قرار گرفته است.

مؤمن زاده، با تاکید بر مناسب بودن تفاوت بهای تمامه شده و ارزش بازار سرمایه گذاری های شرکت، افزود: این موضوع ریسک را از سهامداران دور می کند و در پایداری پورتفوی شرکت سرمایه گذاری بسیار مهم است

وی با اشاره به عملکرد موفق در دریافت سود سهام، گفت: سال گذشته توانستیم ۱۲ درصد سود سهام از پور تقوی خود دریافت کنیم، در حالی که میانگین بازار ۷ تا ۸ درصد بود.

از اصلاح قیمتی تازون زمانی مهر؛ چشم انداز بازار در نیمه دوم سال

علی پور رمضان

تحلیلگر سبذگردان ایساتیس بویا

بازار سرمایه بعد از وقایع جنگ ۱۲ روزه دچار افت شدیدی شد به گونه ای که شاخص کل حدود ۲۰ درصد و اکثر نمادها و صنایع بین ۴۰ الی ۶۰ درصد افت را تجربه کردند. در طول این مدت همواره شاهد خروج پول حقیقی از بازار سرمایه بودیم و در طرف مقابل مقصد این پول های خارج شده از سهام، صندوق های طلا بودند که هر روز رکورد ورود پول و ارزش معاملات را جابجای می کردند. در طول این مدت بارش دلار و کاهش ارزش بورس، ارزش دلاری بازار سرمایه به محدوده ۸۰ میلیارد دلار رسید.

عددی که از سال ۱۳۹۸ تاکنون دیده نشده بود و با این کاهش، فاصله زیادی تا کف تاریخی ۵۵ میلیارد دلاری بازار سرمایه در سال ۹۷ وجود ندارد. نسبت P/E بازار نیز وضعیت مشابهی دارد و اکنون به محدوده ۵ واحد رسیده است؛ در حالی که کمترین مقداری که طی ۲۰ سال اخیر تجربه کرده است، محدوده ۴،۲ الی ۴،۷ در سال های ۸۸ و ۹۱ بوده است. نسبت ارزش بازار سرمایه به هر گرم طلا نیز یکی از پارامترهایی هست که شخصا به آن وزن زیادی میدهم و در طول سال های اخیر همواره از این روند استفاده کرده ام. ارزش بازار سرمایه بر حسب هر گرم طلا اکنون به ۱۰۰۰ تن طلای ۱۸ عیار رسیده است که کمترین مقدار در طول کل تاریخ بازار سرمایه است و میانگین ۲۰ سال اخیر این نسبت ۳۰۰۰ تن طلا می باشد، همین پارامتر نشان دهنده

کاهش ارزش بی سابقه بورس نسبت به طلا می باشد و شاید با کاهش ریسک های سیستماتیک شاهد به تعادل رسیدن این نسبت باشیم. در طول این موج ریزشی تنها نکته مثبت وضعیت نقدشوندگی بازار سرمایه بود، به گونه ای که کمتر روزی شاهد تشکیل شدن صفوف فروش و عدم جمع آوری صف فروش از سوی حقوقی ها یا صندوق توسعه بازار بودیم، به طور خلاصه هر سهامداری که قصد فروش و خروج از بازار یا نیاز به نقدینگی داشت می توانست از بازار خارج شده و در صف فروش های پیاپی منتظر فروش سهم خود نباشد، همین امر در کنار اصلاح زمانی و قیمتی باعث شد تا در هفته های اخیر کمی از ضرب ریزش کاسته شود یا حداقل امید به نوسانات مثبت در بازار افزایش یابد.

در حال حاضر از لحاظ بنیادی وضعیت بازار اگر نگوئیم خوب و مثبت است اما بد و ترسناک نیز نیست گرچه مکانیزم ماشه و اجرایی شدن آن میتواند بر شرکت های صادراتی اثراتی داشته باشد اما رشد دلار می تواند بخشی از این کاهش فروش را جبران نماید. از لحاظ تکنیکالی اما قیمت در نزدیکی سطوح حمایتی هفتگی قرار گرفته است و بنظر می رسد در این محدوده شاهد نوسانات مثبت باشیم، گرچه اعتقاد دارم مثبت های احتمالی از جنس نوسان بوده و احتمال تشکیل یک موج نزولی جدید دور از ذهن نیست. از لحاظ تحلیل زمانی در محدوده اواخر مهر و اوایل آبان یک محدوده و زون زمانی بسیار مهم داریم که امیدوارم این زون زمانی باعث بسته شدن کف بازار و عاملی برای پایان روند نزولی فعلی باشد.



وسالروز شهادت شهیدان
رجایی و باهنر، گرامی باد

از اصلاح همگانی تارشد همگن؛ آیا موج صعودی در راه است؟

امیرحسین نصر

مدیر سرمایه گذاری شرکت سبذگردان امید
نهایت نگر



البته با توجه به کسری بودجه دولت و فشار ناشی از تقاضاهای سرمایه ای، به صورت سنتی در نیمه دوم سال شاهد افزایش تقاضا برای ارز هستیم که معمولاً منجر به رشد نرخ آن می شود. در صورت تشدید ریسک های سیاسی، این روند می تواند با شدت بیشتری ادامه یابد و موجب نوسانات قابل توجه تری در بازار ارز گردد.

در صورت جهش نرخ دلار آزاد به سطوح بالاتر، افزایش شکاف میان نرخ دلار آزاد و نیما می تواند زمینه ساز رشد نرخ دلار نیمایی در نیمه دوم سال شود. این موضوع، همراه با افزایش رقابت در بورس کالا، ممکن است منجر به رشد ریالی بازار سرمایه گردد؛ هرچند این رشد لزوماً به معنای افزایش ارزش دلاری بازار نخواهد بود.

با توجه به اصلاح قابل توجه در اغلب نمادهای بازار، چه شاخص ساز و چه غیر شاخصی، در صورت وقوع یک رشد کوتاه مدت، انتظار می رود بازار به صورت همگن و فراگیر حرکت کند؛ به گونه ای که اکثر گروه ها و صنایع از این موج صعودی بهره مند شوند.

در خصوص سهام شاخص ساز که عمدتاً ماهیتی دلاری دارند، افزایش نرخ ارز می تواند منجر به رشد درآمدهای ریالی آن ها شود. با این حال، ناترازی های موجود در حوزه انرژی، به ویژه در تأمین پایدار و قیمت گذاری حامل ها، موجب ایجاد عدم النفع و محدود شدن ظرفیت سودآوری این شرکت ها شده است.

از سوی دیگر، به دلیل وزن بالای این نمادها در ترکیب دارایی صندوق های اهرمی و با توجه به ضریب اهرمی بالای این صندوق ها، در دوره های رشد بازار، به منظور تعدیل ریسک و کاهش اهرم، فشار فروش بیشتری از این محل به بازار وارد می شود که می تواند مانع از تداوم روند صعودی در این گروه ها گردد.

در خصوص سهام غیر شاخصی که عمدتاً ماهیتی ریالی دارند، با توجه به وابستگی بالای این شرکت ها به مواد اولیه وارداتی، احتمال رشد نرخ ارز در نیمه دوم سال، محدودیت های موجود در تخصیص ارز و همچنین رکود حاکم بر اقتصاد داخلی، این گروه از سهام با ریسک های جدی تری مواجه هستند. این عوامل می توانند بر هزینه های تولید، حاشیه سود و در نهایت عملکرد مالی این شرکت ها اثر منفی بگذارند.

در شرایط فعلی و با در نظر گرفتن عوامل یادشده از جمله ریسک های سیاسی، نوسانات نرخ ارز، وضعیت بازار سهام و نرخ های بهره، به نظر می رسد تشکیل یک پورتفوی متنوع شامل سهام، ابزارهای درآمد ثابت و طلا - ترجیحاً با تخصیص وزنی برابر - می تواند گزینه ای منطقی و متوازن برای مدیریت ریسک و حفظ ارزش دارایی ها باشد.

در پایان، به نظر نگارنده با وجود احتمال رشد ریالی بازار به دلایل پیش گفته، تحقق رشد دلاری آن منوط به کاهش ریسک های سیاسی است؛ ریسک هایی که خود نقش مؤثری در شکل گیری بخشی از چالش های اقتصادی ایفا می کنند.

روند خروج نقدینگی از بازار سرمایه از اواخر اردیبهشت ماه آغاز شد و از اواسط خرداد به طور محسوسی شدت گرفت؛ به طوری که از تاریخ ۱۳ خرداد تاکنون، تنها در پنج روز شاهد ورود پول حقیقی به بازار بوده ایم.

این آمار نشان دهنده خروج گسترده سرمایه گذاران حقیقی از بازار است. هم زمان با این روند، در همین بازه زمانی، شاهد ورود قابل توجه نقدینگی به صندوق های درآمد ثابت و طلا بوده ایم که بیانگر تغییر رویکرد سرمایه گذاران به سمت ابزارهای کم ریسک تر است.

ریشه های خروج نقدینگی از بازار سرمایه را می توان در عوامل سیاسی و اقتصادی جست و جو کرد. از منظر سیاسی، تشدید تنش ها میان ایران و اسرائیل که منجر به جنگ ۱۲ روزه شد، در کنار فعال سازی مکانیسم ماشه و بازگشت تحریم های سازمان ملل، موجب افزایش ریسک های سیستماتیک در فضای اقتصادی کشور گردید. این شرایط، با ایجاد فضای رکودی و افزایش نااطمینانی، باعث شد بسیاری از سرمایه گذاران نیازهای غیر اساسی خود را به تعویق انداخته و از حضور فعال در بازار سرمایه خودداری کنند.

از منظر اقتصادی، یکی از عوامل اصلی خروج سرمایه از بازار، نرخ بالای تأمین مالی شرکت هاست که ناشی از افزایش نرخ اوراق دولتی و در نتیجه معلول کسری بودجه شدید دولت و سیاست های انقباضی بانک مرکزی است. در کنار آن، ناترازی انرژی و رشد شدید نرخ حامل های انرژی موجب کاهش تولید، افت حاشیه سود و ایجاد عدم النفع برای بسیاری از شرکت ها شده است.

همچنین تثبیت نرخ دلار توافقی در محدوده ۷۰ هزار تومان، در حالی که نرخ دلار آزاد و تورم عمومی در حال افزایش است، باعث گسترش شکاف بین نرخ ها، توزیع رانت و کاهش حاشیه سود شرکت ها گردیده که همگی در مجموع فشار مضاعفی بر عملکرد بازار سرمایه وارد کرده اند.

در چنین شرایطی، طبیعی است که سرمایه گذاران تمایل به خروج از بازار یا حداقل عدم ورود به آن را داشته باشند؛ موضوعی که به طور مستقیم موجب افت قابل توجه قیمت سهام شده و بر روند کلی بازار تأثیر منفی گذاشته است.

با وجود شرایط فعلی بازار، قیمت بسیاری از سهام به سطوح جذابی رسیده اند. ارزش دلاری بازار سرمایه، با وجود عرضه های اولیه متعدد پس از سال ۱۳۹۹، اکنون در حدود ۸۵ میلیارد دلار برآورد می شود. همچنین نسبت قیمت به درآمد (P/E) تاریخی بازار به محدوده ۵،۲ واحد رسیده که آخرین بار در سال های ۱۳۹۳ و ۱۳۹۴ تجربه شده بود. مجموعه این عوامل نشان دهنده ارزندگی قابل توجه سهام در مقطع کنونی است و می تواند زمینه ساز بازگشت تدریجی اعتماد سرمایه گذاران به بازار باشد.

اکنون این پرسش مطرح است که آیا با وجود ارزندگی فعلی سهام، امکان تثبیت یا حتی رشد قیمت ها صرفاً از طریق حمایت حقوقی ها وجود دارد؟

به نظر نگارنده، با توجه به رشد نرخ های بدون ریسک در بازار که به عنوان مبنای ارزش گذاری سهام و رقیب مستقیم بازار سرمایه محسوب می شوند، و همچنین با در نظر گرفتن ریسک های سیاسی موجود، جذابیت فعلی قیمت ها می تواند زمینه ساز نوسانات کوتاه مدت شود. با این حال، در چنین فضایی، تحقق یک روند صعودی پایدار و بلندمدت برای سهام چندان محتمل به نظر نمی رسد.

از سهم‌های کوچک تا صندوق‌های بزرگ؛ تغییر مسیر سرمایه‌گذاران خرد



محمد مہاجر

تحلیلگر کارگزاری پیشرو

ادامه خروج پول حقیقی از بازار سهام، نشانه‌های روشن از کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران خرد به وضعیت کنونی بازار است. هر چند حمایت‌های حقوقی مانند انتشار اوراق تبعی یا تزریق نقدینگی می‌توانند در کوتاه‌مدت فضای بازار را مثبت نگه دارند، اما اثربخشی واقعی این اقدامات زمانی حاصل می‌شود که با اصلاحات ساختاری همراه باشند. در غیاب کاهش ریسک‌های سیستماتیک و بهبود شاخص‌های اقتصادی، این حمایت‌ها صرفاً نقش مسکن را ایفا کرده و توان معکوس‌سازی روند نزولی بازار را نخواهند داشت. کارشناسان معتقدند که ایجاد ثبات پایدار در بازار نیازمند اصلاحات بنیادین در حوزه‌های اقتصادی و کاهش ریسک‌های کلان است.

در چنین شرایطی، که بازار با ضعف تقاضا و خروج سرمایه مواجه است، استراتژی سرمایه گذاری متوازن با ترکیب ۵۰ درصد نقد و ۵۰ درصد سهم همچنان منطقی به نظر می‌رسد. با این حال، با توجه به نشانه‌های رکود فرسایشی و فشارهای تورمی، بسیاری از تحلیلگران توصیه می‌کنند که سهم نقدینگی در پرتفوی سرمایه گذاری به ۶۰ تا ۷۰ درصد افزایش یابد تا ریسک‌های احتمالی کاهش پیدا کند.

در این فضا، تنوع بخشی به پرتفوی اهمیت ویژه‌ای دارد و تمرکز بر سه‌م‌های بزرگ و بنیادی، به‌ویژه از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری، می‌تواند استراتژی مناسبی باشد. همچنین، انتظار برای دریافت سیگنال‌های مثبت

از مذاکرات سیاسی و تحولات خارجی، می‌تواند راهنمایی مؤثری برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری باشد. در کنار این موارد، دارایی‌های ضدتورمی مانند طلا نیز به‌عنوان گزینه‌ای مناسب برای پوشش ریسک‌های ناشی از تورم پیشنهاد می‌شوند.

روند فعلی بازار، که با رشد شاخص کل و افت شاخص هم‌وزن همراه شده، نشان‌دهنده تمرکز نقدینگی بر سهم‌های بزرگ و شاخص‌ساز مانند گروه‌های بانکی و فلزی است. این وضعیت برای سهامداران خرد

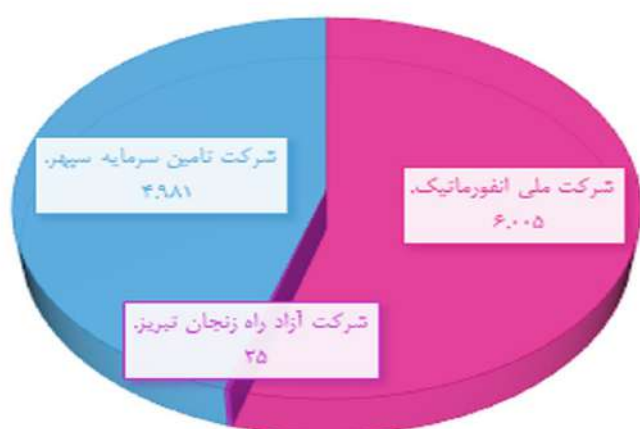
پیامدهایی به دنبال دارد، از جمله کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری در سهم‌های کوچک و افزایش ریسک نوسانات. در چنین فضایی، حرکت به سوی سهم‌های بنیادی و بزرگ می‌تواند راهکاری برای بهره‌مندی از حمایت‌های حقوقی و استراتژی‌های نهادهای بزرگ باشد؛ اقدامی که به حفظ ارزش سرمایه در شرایط پرریسک بازار کمک خواهد کرد.

از سوی دیگر، ورود نقدینگی به صندوق‌های درآمد ثابت نشان‌دهنده تمایل سرمایه‌گذاران به دارایی‌های کم‌ریسک

است. هرچند این جابجایی لزوماً به معنای منفی شدن بازار نیست، اما خروج سرمایه از بازار سهام و ورود به ابزارهای مالی با ریسک کمتر، می‌تواند سیگنالی هشداردهنده برای آینده بازار باشد. به‌ویژه زمانی که این روند با ضعف تقاضا در سایر بخش‌ها همراه شود، نشانه‌ای از بی‌اعتمادی به چشم‌انداز بازار و انتظار برای رکود بیشتر خواهد بود. در صورت تداوم این وضعیت، فشار فروش افزایش یافته و بازگشت سرمایه به بازار سهام با دشواری بیشتری همراه خواهد شد.

نقشه راه سرمایه‌گذاری بلندمدت و بصادر؛ از انرژی تا فناوری

سرمایه گذاری و بصادر در شرکت های وابسته
مبالغ به میلیارد ریال



سبد سرمایه گذاری بلندمدت وبصادر



بانک صادرات ایران در سال مالی ۱۴۰۳ تمرکز بر سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و لکیت مؤثر، ارزش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های خارج از بازار سرمایه را به بیش از ۹۳ هزار میلیارد ریال رساند؛ سهم ۱۰۰ درصدی شرکت‌هایی چون نیروگاه زواره و کارت‌اران نشان از راهبردی منسجم در توسعه رای‌های مولد دارد.

بانک صادرات ایران در سال مالی منتهی به یک
مستقیم در شرکت های وابسته را به مبلغ
۹۳ هزار و ۲۰۱ میلیارد ریال ثبت
می شود، و بصادر سهامدار ۲۱ درصد
۱۱ میلیارد سهم و ارزش ۶ هزار و ۶ میلیارد
۲۰ درصد سهام شرکت آزاد راه زنجان تبریز،
۲۵ میلیون سهم به بهای تمام شده ۲۵
سرمایه سپهر نیز، و بصادر مالکیت ۱۹،۵۵
۶۴۷ میلیون سهم و ارزش ۴ هزار و

ر سایر شرکت ها، بانک صادرات ایران در انرژی صادرات (نیروگاه زواره)، کارت ایران و سرمایه گذاری نموده است. در بین شرکت به شرکت مدیریت سپهر انرژی صادرات صادر با داشتن بیش از ۴۵ هزار میلیارد سهم بال، مالک ۱۰۰ درصد این شرکت است.

نمایند. این شرکت در سال ۱۳۹۷، ۲۱ هزار و ۴۲۸ میلیارد ریال سود خالص و ۸۷۸ هزار و ۵۰۰ سهم، بهای ۶ هزار و ۷۲۳ ریال و ۳۰ درصد آن است.

نندمدت و بصادر، سه شرکت نیتکو، مدیریت مالی کیت ۱۰۰ درصدی این بانک هستند و دو شرکت گروه توسعه کشت و صنعت آروین نند.



نبود بازار ثانویه برای اوراق تبعی؛ حلقه گمشده در حمایت از سرمایه گذاران



سارا انصاریان

کارشناس سرمایه گذاری شرکت
تدبیر انتخاب فردا

اوراق همیار نوعی اوراق اختیار فروش تبعی است که با هدف مدیریت ریسک پرتفوی سهام سرمایه گذاران خرد طراحی شده است. این اوراق از یک سو با سود تضمینی حداقل ۲۰ درصدی، ریسک زیان و تا حدی تورم را از دوش سهامداران برمی دارد و از سوی دیگر، با بلوکه کردن سهام در دوره مشخص، فشار فروش را کاهش داده و در نتیجه، با کاهش عرضه نقدشوندگی سهام در شرایط منفی بازار بهبود می یابد و رفتارهای هیجانی سرمایه گذاران کنترل می شود.

با این حال، تعداد اوراق همیار منتشر شده در مقایسه با کل بازار سهام بسیار محدود بوده و تأثیر قابل توجهی بر روند بازار نداشته است. کاهش اعتماد سهامداران و سایه سنگین ریسک های سیستماتیک بر بازار، بسیاری را به خروج از بازار ترغیب کرده است.

بعلاوه با نرخ بهره قریب به ۴۰ درصد، تضمین سود ۲۰ درصدی این اوراق جذاب نبوده و کمکی به سرمایه گذاری بلند مدت در بازار نخواهد کرد.

تمرکز این اوراق عمدتاً بر سهام بزرگ و شاخص ساز بوده و هدف ناشر، حمایت از شاخص کل است، نه همه سهام و نه حتی سود مستقیم سهامداران خرد. در نتیجه، بسیاری از سهام کوچک که از نقدشوندگی کمتری برخوردارند، همچنان بی حمایت مانده و بیش از گذشته به حمایت نهادهای مسئول نیاز دارند. از سوی دیگر، محدودیت فروش سهامی که اوراق

تبعی دارند، باعث می شود سهامداران برای تأمین نقدینگی مورد نیاز خود، سایر سهام خود را بفروشند؛ اتفاقی که فشار مضاعفی بر سهام کوچک وارد می کند.

ایجاد بازار ثانویه برای اوراق تبعی می تواند به افزایش سیالیت بازار و کاهش فشار فروش بر سهام فاقد اوراق کمک کند. در شرایط فعلی، سهامداران خرد اغلب باید دید کوتاه مدت و با هدف نقدشوندگی سریع، به فروش سهام کوچک اقدام می کنند و

در عمل در زمره نوسان گیران قرار می گیرند، نه سرمایه گذاران بلندمدت که خود به عدم ثبات بازار دامن خواهد زد.

در حال حاضر با توجه به شرایط خاص و بحرانی بازار سرمایه و سهامدارانی که اعتماد خود را به این بازار از دست داده اند، اوراق تبعی جدید نمی تواند به تنهایی جذابیت بالایی برای سرمایه گذاران داشته باشد؛ زیرا خرید آن ها به معنای بلوکه شدن نقدینگی برای حدود یک سال در بازاری است که سایه

سنگین جنگ و ریسک های کلان بر آن گسترده شده است. در حقیقت هیچ ابزار مالی به تنهایی نمی تواند ثبات و اعتماد را به بازار سرمایه بازگرداند. تنها با ترکیب ابزارهایی مانند بازارگردانی سهام کوچک، حمایت صندوق تثبیت از این نمادها و کاهش تمرکز صرف بر سهام شاخص ساز می توان امید داشت که اعتماد سرمایه گذاران احیا شود و بازار به ثبات نسبی برسد.

جهش ۱۳۷ درصدی درآمدهای عملیاتی خورشید سپهر

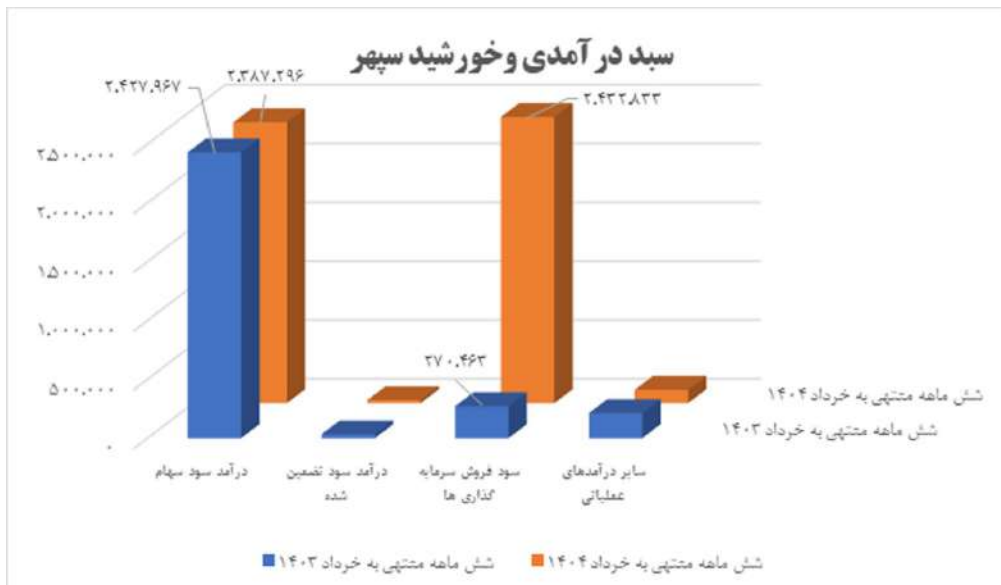
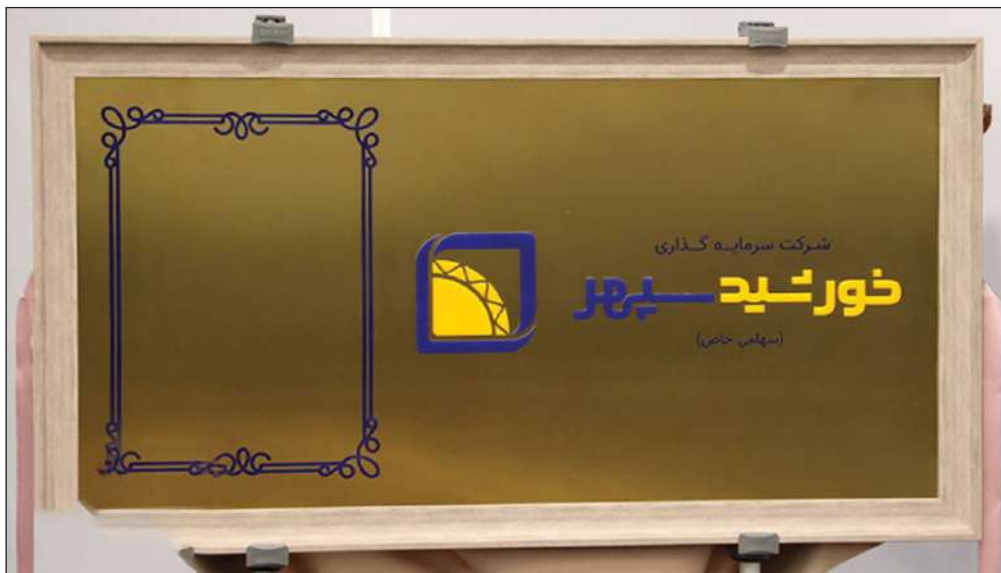
سود سپرده بانکی به مبلغ ۱۶۴ میلیون ریال بوده است. نتیجه این عملکرد، کسب سود ۴,۷۵۳ میلیارد ریالی همراه با رشد ۱۴۲ درصدی نسبت به دوره شش ماهه منتهی به خردادماه ۱۴۰۳ بوده است.

عملکرد فوق، سود خالص ۴,۶۸۲ میلیارد ریالی را به همراه داشت که سود انباشته را نیز با رشد ۱۶۱ درصدی به مبلغ ۵,۹۸۹ میلیارد ریال رساند. این شرکت در طی شش ماه موفق به تحقق سود پایه هر سهم ۱۰۶ ریال همراه با رشد ۱۴۲ درصدی را نسبت به دوره مشابه سال گذشته شد، در حالی که ارزش کل سرمایه شرکت همچنان ۴۵ هزار میلیارد ریال بوده است.

شرکت سرمایه گذاری خورشید سپهر در شش ماهه مذکور موفق گردید تا بهای تمام شده سرمایه گذاری های خود را از ۸۰,۳۸۶ میلیارد ریال، با رشدی ۸ درصدی به ۸۶,۷۰۷ میلیارد ریال برساند که بهای تمام شده سرمایه گذاری در سهام خارج از بورس ۲,۲۱۹ میلیارد ریال و بهای تمام شده سرمایه گذاری در سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس ۸۴,۴۸۸ میلیارد ریال از کل سبد را شامل می شود. قابل توجه است که شرکت سرمایه گذاری ۶۸,۰۴۳ میلیارد ریال از سبد خود را به سرمایه گذاری های کوتاه مدت بورسی، ۱۶,۸۷۰ میلیارد ریال را به سرمایه گذاری های بلندمدت بورسی و ۱,۷۹۳ میلیارد ریال را به سرمایه گذاری های بلندمدت غیربورسی اختصاص داده است.

این شرکت در ۶ ماهه نخست سال جاری، با توجه به استراتژی های اصلاح و بهینه سازی سبد سرمایه گذاری، اقدام به تحصیل ۱۷,۱۹۴ میلیارد ریال دارایی در بازار سرمایه و ۱,۱۴۹ میلیارد ریال دارایی سهام در بازار غیربورسی نمود. در حوزه واگذاری نیز، شرکت ۱۲,۰۲۱ میلیارد ریال سهام را طی ۶ ماهه منتهی به خردادماه سال جاری واگذار نموده است که سودی معادل ۲,۴۳۳ میلیارد ریال را محقق نموده است.

به گزارش مدیران و اعضای هیئت مدیره، بخش عمده ای از سود خالص شرکت سرمایه گذاری خورشید سپهر در نیمه دوم سال مالی محقق خواهد شد. همچنین برآوردها نشان می دهد سود خالص این شرکت در سال مالی منتهی به اسفندماه ۱۴۰۴ نسبت به سال مالی منتهی به اسفندماه ۱۴۰۳ با رشدی قابل توجه همراه خواهد بود.



درصدی همراه گردیده است.

سایر درآمدها از محل سود ناشی از تسویه اوراق اختیار و مشارکت در تأمین مالی جمعی به مبلغ ۱۱۳ میلیارد ریال و

لازم به ذکر است؛ سود ناشی از فروش سهام نسبت به دوره مشابه سال گذشته با افزایش ۱۳۰۰ درصدی و سود ناشی از فروش واحدهای صندوق های سرمایه گذاری با افزایش ۵۱

شرکت سرمایه گذاری



خورشید سپهر با تحقق
درآمد عملیاتی ۴,۹۵۹

میلیارد ریالی و سود

خالص ۴,۶۸۲ میلیارد ریالی در بازه زمانی شش ماهه منتهی به خردادماه ۱۴۰۴، رکورد رشد ۱۳۷ درصدی را ثبت کرد که عمده درآمدهای مزبور ناشی از فروش سرمایه گذاری و دریافت سود سهام سبد سرمایه گذاری شرکت حاصل شد.



شرکت سرمایه گذاری خورشید سپهر در طی بازه زمانی شش ماهه منتهی به خردادماه سال ۱۴۰۴ موفق به کسب درآمد عملیاتی ۴,۹۵۹ میلیارد ریالی گردید. که نسبت به بازه زمانی سال مالی اخیر، با افزایش ۱۳۷ درصدی همراه شد. همچنین مشاهده می شود، درآمدهای ناشی از فروش سرمایه گذاری ها ۲,۴۳۳ میلیارد ریال و درآمد سود سهام به ارزش ۲,۳۸۷ میلیارد ریال منجر به کسب این امر گردید.

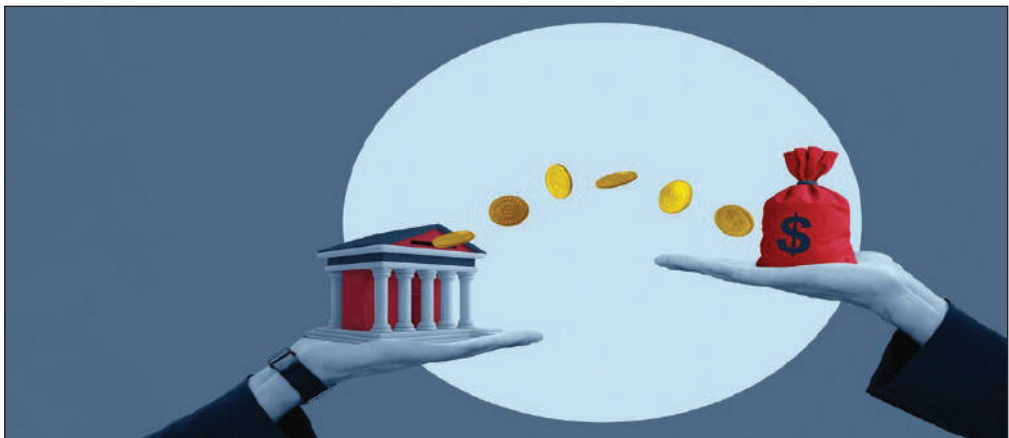
منابع اصلی درآمد شرکت از محل سود سهام و عواید ناشی از مصوبات مجامع شرکت های سرمایه پذیر تأمین می شود. بر پایه صورت های مالی منتشر شده، این درآمد در دوره شش ماهه منتهی به خردادماه ۱۴۰۳ معادل ۲,۴۲۸ میلیارد ریال ثبت شده است؛ رقمی که جایگاه شرکت را در بهره برداری از ظرفیت های پرتفوی سرمایه گذاری خود بیش از پیش برجسته می سازد.

درآمد سود تضمین شده شرکت از محل سرمایه گذاری در صندوق های با درآمد ثابت شامل «اندوخته پایدار سپهر»، «اسا الگوریتم»، «پیشگامان سرمایه نوآفرین» و «گنجینه مهر (آسان)» حاصل شده است. بر اساس صورت های مالی، این منبع درآمدی در دوره شش ماهه منتهی به خردادماه ۱۴۰۳ معادل ۳۲ میلیارد ریال بوده و در دوره مشابه سال جاری به ۲۶ میلیارد ریال رسیده است.

درآمدهای حاصل از فروش سرمایه گذاری ها، شامل سود فروش سهام به ارزش ۲,۲۵۰ میلیارد ریال، سود فروش واحدهای صندوق های سرمایه گذاری ۱۸۰ میلیارد ریال و سایر موارد به ارزش ۳ میلیارد ریال بوده است.

دستورالعمل جدید بانک مرکزی برای مرکز مبادله ارز؛

تسهیل بازگشت ارز یا تکرار رویه‌های گذشته؟



مصطفی محمدی

مدیر سرمایه‌گذاری شرکت سرمایه‌گذاری توسعه ملی

بانک مرکزی در مرداد ماه سال جاری، دستورالعملی را برای مرکز مبادله ارز به‌روزرسانی کرد. این دستورالعمل که پیش‌تر نیز وجود داشته، شرایط جدیدی را برای صادرکنندگان خرد در نظر گرفته و با هدف تسهیل مبادلات ارزی، «تالار دوم ارز توافقی» را راه‌اندازی کرده است. این تالار، بستری برای مبادله ارز بین صادرکنندگان و خریداران خاص، به‌ویژه صادرکنندگان خرد، فراهم می‌کند. بر اساس این دستورالعمل، صادرکنندگان می‌توانند ارز حاصل از صادرات خود را به دو طریق عرضه کنند: اول، فروش مستقیم ارز به خریداران از طریق مرکز مبادله و دوم، استفاده از ارز برای واردات کالاهای مجاز مورد تایید بانک مرکزی یا فروش به سایر واردکنندگان.

بانک مرکزی هدف از ایجاد این تالار دوم را تسهیل بازگشت ارز، افزایش شفافیت و بهبود تامین ارز برای کالاهای مجاز عنوان کرده است. در نگاهی کلی، این دستورالعمل می‌تواند مزایایی داشته باشد. بسیاری از تولیدکنندگان در حال حاضر با مشکل تخصیص ارز در تالار اول (نیمای سابق) مواجه هستند. کمبود ارز ناشی از تحریم‌ها و افزایش تقاضای واردات، باعث شده تا بسیاری از شرکت‌ها برای تامین مواد اولیه به بازار آزاد روی آورند که این امر به نوبه خود، قیمت دلار در بازار آزاد را افزایش می‌دهد.

راه‌اندازی تالار دوم می‌تواند با ایجاد یک پرمیوم و مازاد ارزشی، نرخ ارز را برای صادرکنندگان افزایش و در نتیجه، درآمد و سودآوری آن‌ها را افزایش دهد. این امر می‌تواند بخشی از تقاضا را از بازار آزاد به سمت این تالار جدید هدایت کرده و از

افزایش قیمت دلار جلوگیری کند. به عبارت دیگر، این بازار دوم می‌تواند بخشی از تقاضای ارز را از تالار اول به خود جذب کند و تخصیص ارز را تسهیل بخشد. با این حال، ابهامات مهمی نیز در این دستورالعمل وجود دارد. یکی از این ابهامات، نحوه انتخاب صادرکنندگان و واردکنندگان برای حضور در این تالار است. عدم شفافیت در این زمینه می‌تواند منجر به اعمال سلیقه‌ها و بازگشت فساد و رانت شود.

در سال‌های گذشته نیز تجربه‌های مشابهی در این زمینه داشته‌ایم که نتایج مثبتی به همراه نداشته‌اند. ساز و کار تالار اول نیز به همین شکل مبهم است و مشخص نیست چه کسانی ارز عرضه و دریافت می‌کنند و میزان آن چقدر است. به نظر می‌رسد در این میان، سلیقه و تصمیمات غیرشفاف نقش مهمی ایفا می‌کنند. در نهایت، اثربخشی این دستورالعمل جدید و تالار دوم ارز توافقی، نیازمند شفافیت در ساز و کارها و نظارت دقیق بر

فرآیندها است تا از تکرار رویه‌های گذشته جلوگیری شود.

❖ بررسی ابعاد مختلف دستورالعمل جدید بانک

مرکزی: از شفافیت معاملات تا تاثیر بر بازار سهام

دستورالعمل جدید بانک مرکزی برای مرکز مبادله ارز، با ایجاد «تالار دوم ارز توافقی»، می‌تواند مزایای متعددی را به همراه داشته باشد. یکی از این مزایا، کاهش معاملات غیررسمی و کوتاژفروشی ارز است. با انتقال مبادلات ارزی به این تالار جدید، انتظار می‌رود شفافیت و انضباط در معاملات افزایش یابد و رانت کاهش یابد، البته تحقق این امر منوط به شفافیت ساز و کار انتخاب شرکت‌های فعال در این تالار است.

کاهش کوتاژفروشی می‌تواند به کاهش تقاضا در بازار آزاد کمک کند. در حال حاضر، بسیاری از تولیدکنندگان به دلیل عدم تخصیص ارز در تالار اول، مجبور به خرید ارز از بازار آزاد با نرخ‌های

مبین در مسیر تحول؛

از چالش‌ها تا فرصت‌های سرمایه‌گذاری

● **مالیات سنواتی:** سهامداران خواستار بازگشت ۴ همت مالیات سنواتی شدند و مدیرعامل با تأیید پیش‌بینی معافیت تا ۱۴۰۷، اعلام کرد که برگ تشخیص صادر شده و ذخیره مالیاتی در صورت‌های مالی لحاظ شده است.

● **اطلاعات گاز مصرفی شرکت زاگرس:** سهامداران خواستار جزئیات هزینه گاز زاگرس شدند؛ مدیرعامل مجموع تخفیف‌ها را ۶ همت اعلام کرد. حسابرسان شرکت از وجود مطالبات مالیاتی ۹۰۳ همت و جریمه ۴۰۱ همت خبر داد و تأکید کرد که ذخایر احتیاطی باید بیشتر باشد.

● **گزارش فخرایی، مدیرعامل پتروشیمی آبادانا:** تولید و صادرات متانول: از نیمه اسفند ۱۴۰۳ تاکنون، ۲۵۰ هزار تن متانول تولید شده که ۲۲۵ هزار تن آن صادر شده است. قیمت هر تن متانول حدود ۲۷۰ دلار و قیمت تمام‌شده در ظرفیت کامل حدود ۲۰۸ دلار است.

● **چالش تأمین اکسیژن:** تأمین اکسیژن یکی از موانع اصلی افزایش تولید است. اتصال فازهای ۱ و ۲ به خط انتقال اکسیژن دماوند در حال اجراست و ظرف ۳ تا ۴ ماه آینده تکمیل می‌شود. در صورت عدم دسترسی، استفاده از اکسیژن منطقه در دو سال آینده در دستور کار قرار دارد.

● **تأثیر قیمت گاز و طرح MTG:** قیمت گاز در فصل سرد ۲۲ سنت و در فصل گرم ۱۴ سنت است؛ تأثیر زیادی بر هزینه تولید دارد. طرح MTG با بازدهی بالای ۲۵٪ و حمایت دولتی از بنزین، به‌عنوان گزینه جذاب توسعه‌ای مطرح شده است. همزمان با افتتاح آبادانا، کلنگ‌زنی طرح توسعه توسط هلدینگ خلیج فارس برنامه‌ریزی شده است.

● **قیمت گاز مهم‌ترین چالش مالی و تأمین برق مهم‌ترین چالش عملیاتی شرکت است.** ۵۰ میلیون دلار از ۱۵۰ میلیون دلار طرح توسعه در حال اجراست. پروژه خرید توربین‌های جدید به ارزش ۱۰۰ میلیون یورو در حال مذاکره برای جذب سرمایه‌گذاری مشترک است. زیرساخت‌ها و قرارداد EPC: پروژه تعویض لوله‌های GRP در دو فاز انجام شده و فاز سوم در آینده آغاز خواهد شد. قرارداد EPC با شرکت پی‌بک به دلیل تحریم‌ها با مشکل مواجه شده و ریزنی برای ادامه یا جایگزینی در جریان است.

در مجمع عمومی عادی سالیانه شرکت مبین انرژی خلیج فارس (سال مالی ۱۴۰۳) چالش‌های نرخ گاز، مالیات سنواتی، توقف نماد «چم پیلن» و طرح تبدیل متانول به بنزین مطرح شد. پتروشیمی آبادانا نیز از تولید و صادرات متانول، مشکلات اکسیژن و برنامه‌های توسعه‌ای خبر داد. برای بررسی دقیق‌تر محورهای مطرح‌شده در مجمع، به نکات زیر ارایه شده توسط مدیرعامل مهدی فرزانه توجه کنیم:



● **چالش‌های پتروشیمی آبادانا:** مشکلات تأمین اکسیژن و قیمت انرژی از موانع تولید عنوان شد. طرح MTG برای تبدیل متانول به مواد با ارزش‌تر و سرمایه‌گذاری در تولید برق از برنامه‌های توسعه‌ای شرکت است.

● **افزایش هزینه‌های گاز سوخت:** میانگین نرخ گاز سوخت در سه ماهه اخیر ۱۰,۷۰۰ تومان اعلام شد. با احتساب مالیات، عوارض و هزینه توزیع، حدود ۳۵٪ از هزینه گاز به شرکت ملی گاز پرداخت می‌شود که نرخ گاز سوخت را به نرخ گاز خوراک نزدیک‌تر کرده است.

● **توقف نماد «چم پیلن»:** به دلیل مشکلات خطوط GRP، نماد معاملاتی متوقف شده است. پروژه تعویض خطوط برای پنج شرکت انجام شده و پتروشیمی چم نیز در دستور کار قرار دارد.

● **ابهام در نرخ گاز:** فرزانه به پیچیدگی فرمول محاسبه نرخ گاز اشاره کرد و اعلام کرد که شرکت مبین دسترسی دقیقی به محاسبات ندارد. نرخ‌هایی وابسته به عوامل متعددی از جمله دارایی‌ها و تورم است.

● **طرح MTG:** طرح تبدیل متانول به بنزین یا مواد با ارزش‌تر در مرحله امکان‌سنجی است. سناریوهای مختلفی برای تبدیل ۲۰ تا ۶۲۵ هزار تن متانول در حال بررسی است. هزینه سرمایه‌گذاری بین ۱۰۰ تا ۳۰۰ میلیون دلار برآورد شده اما زمان‌بندی بهره‌برداری هنوز مشخص نیست.

پتروشیمی خارک؛

از تنوع محصول تا تمرکز درآمدی

پروپان به میزان ۱۲۰ هزار تن در جایگاه دوم قرار دارد. محصول متانول با وجود سهم بالای درآمدی، از نظر نرخ برای هر تن محصول سهم پایینی داشته است؛ به طوری که محصول پنتان پلاس، بوتان و پروپان به ترتیب در طی دو سال گذشته بیشترین نرخ را در سبد درآمدی به خود اختصاص دادند. پیش‌بینی می‌شود برای سال ۱۴۰۴ محصول متانول ۶۳۲ هزار و ۹۴۰ تن که ۴۱۰ هزار تن با ترم CFR توسط شخارک عرضه شود که با فرض قیمت هر فوب متانول صادراتی ۲۲۶ دلار و نرخ ۷۵۰,۰۰۰ ریال، درآمد این شرکت از محل متانول ۱۲۶ هزار و ۹۶۳ میلیارد ریال خواهد بود.

شرکت پتروشیمی خارک در سال ۱۴۰۳ موفق به کسب درآمد عملیاتی ۱۶۸ هزار میلیارد ریالی شد که نسبت به دوره مشابه سال گذشته با افزایش ۲۰ درصدی همراه بوده است. این درآمد که از فروش محصولات پروپان، بوتان، پنتان پلاس، متانول و گوگرد کسب شده است، بیشترین سهم را از محل عرضه متانول به مبلغ ۹۳ هزار میلیارد ریال بدست آورد. محصول متانول با میزان ۶۷۸ هزار تن بیشترین سهم حجم فروش را به خود اختصاص داده است و محصول



دستورالعمل جدید بانک مرکزی برای مرکز مبادله ارز؛

تسهیل بازگشت ارز یا تکرار رویه‌های گذشته؟



ادامه از صفحه ۸

❖❖ دستورالعمل جدید بانک مرکزی و تاثیر احتمالی بر بورس: نگاهی به صنایع و رفتار سرمایه‌گذاران

دستورالعمل جدید بانک مرکزی برای مرکز مبادله ارز، در شرايطی ارائه شده که تخصیص ارز در تالار اول با محدودیت‌هایی مواجه است. بانک مرکزی سقفی برای میزان تخصیص ارز به هر صنعت تعیین کرده و این موضوع باعث شده تا صنایعی مانند لاستیک و دارو برای تامین ارز مورد نیاز خود به بازار آزاد روی آورند. این امر، نوسانات بازار آزاد را افزایش داده و به تورم دامن می‌زند.

تالار دوم ارز توافقی می‌تواند با فراهم کردن دسترسی آسان‌تر به ارز برای صادرکنندگان خرد، این مشکل را تا حدودی حل کند. با افزایش نرخ تسعیر ارز برای این شرکت‌ها، درآمد و سودآوری آن‌ها افزایش یافته و از این طریق، می‌توان بخشی از تقاضا را از بازار آزاد به سمت این تالار جدید هدایت کرد.

این موضوع می‌تواند تاثیر مثبتی بر شاخص بورس داشته باشد، اما مشخص نیست کدام صنایع بیشترین بهره‌ر از این دستورالعمل خواهند برد. بانک مرکزی باید ساز و کار شفافی را برای انتخاب شرکت‌های فعال در این تالار ارائه دهد. در گذشته، شرکت‌هایی مانند صنایع دوده (شصدف و شدوس) امکان فروش ارز با نرخ کوتاژی (بالا‌تر از نرخ توافقی) را داشتند، اما این امکان برای شرکت‌های کوچک‌تر با صادرات محدود فراهم نبود.

ابهام در نحوه انتخاب شرکت‌ها و احتمال اعمال سلیقه و نفوذ، انتقادی است که به سیستم‌های اقتصادی کشور وارد است. با این حال، دستورالعمل جدید بر امکان بهره‌مندی

شرکت‌های با صادرات خرد تاکید دارد. صنایعی مانند لاستیک، دوده و دارو می‌توانند از این محل منتفع شوند، اما جزئیات و نحوه اجرای این موضوع هنوز مشخص نیست.

از سوی دیگر، دستورالعمل جدید می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در بورس تاثیر گذار. شاخص بورس ایران عمدتاً صادرات محور است و شرکت‌های فعال در این حوزه از محل نرخ ارز تاثیر می‌گیرند. اگرچه در سال‌های اخیر همبستگی شاخص بورس با دلار آزاد کاهش یافته و به دلار نیما وابسته شده است، اما افزایش درآمد و سودآوری شرکت‌ها از طریق تسعیر ارز با نرخ بالاتر، می‌تواند اقبال سرمایه‌گذاران را به این صنایع افزایش دهد.

در شرايطی که بسیاری از صنایع بزرگ با مشکل ناترازی انرژی مواجه هستند، شرکت‌های با صادرات خرد می‌توانند

فرصت مناسبی برای رشد و توسعه داشته باشند. با انتشار گزارش‌های مالی شرکت‌ها در کدال، می‌توان تاثیر این دستورالعمل را بر عملکرد آن‌ها مشاهده کرد و واکنش سرمایه‌گذاران را ارزیابی کرد. به طور کلی، انتظار می‌رود که افزایش درآمد و سودآوری شرکت‌ها، منجر به افزایش تقاضا برای سهام آن‌ها و در نتیجه، رشد شاخص بورس شود.

❖❖ بررسی اثر دستورالعمل جدید بر بازار سرمایه: چشم‌اندازی محتاطانه

با وجود پتانسیل مثبت دستورالعمل جدید برای تحریک ورود نقدینگی به سهام شرکت‌های مشمول، شرایط فعلی بازار به دلیل ریسک‌های ژئوپلیتیکی و نرخ بهره بالا، مانع از تحقق این امر است.

در حالی که در گذشته، آیین‌نامه‌ها و مقررات مثبت، با اقبال

بازار و افزایش نقدینگی در سهام شرکت‌ها همراه بوده است، در حال حاضر ابهامات سیاسی و اقتصادی، سرمایه‌گذاران را در سردرگمی قرار داده و تصمیم‌گیری را دشوار کرده است. حتی اخبار مثبت نیز در سایه ریسک‌های موجود، تاثیر چندانی بر بازار نمی‌گذارد.

یکی از متغیرهای مهم بازار، نسبت قیمت به درآمد (P/E) است. با وجود اینکه P/E پایین‌تر معمولاً نشان‌دهنده ارزانی سهام است، در شرایط کنونی، بسیاری از سهام با رسیدن P/E به کف تاریخی خود، همچنان با عدم اقبال بازار مواجه هستند. دلیل این امر، اوج ریسک‌های ژئوپلیتیکی و نرخ بهره است که سرمایه‌گذاران را از ورود به بازار باز می‌دارد.

نگرانی از احتمال وقوع جنگ و تاثیرات آن بر شرکت‌ها، همراه با نرخ بهره بالا، ریسک سرمایه‌گذاری در بازار سهام را افزایش داده است. در این شرایط، بازار به سهم‌هایی که P/E پایین دارند، ارزش بیشتری نمی‌دهد.

در مورد نظام چند ارزی در شرایط تحریم، این موضوع در اقتصادهای تحت تحریم رایج است. با این حال، برای ارزیابی دقیق تاثیر این دستورالعمل، باید چند ماه صبر کرد و نتایج آن را بررسی کرد. به نظر می‌رسد بانک مرکزی علاوه بر تسهیل ارز، به دنبال کنترل و شفاف‌سازی بازار ارز و افزایش قدرت تصمیم‌گیری خود باشد.

به طور کلی، با وجود مزایای بالقوه دستورالعمل جدید، رفع ابهامات سیاسی و اقتصادی و کاهش ریسک‌های موجود، پیش‌شرط اصلی برای تاثیرگذاری مثبت آن بر بازار سرمایه است. در غیر این صورت، این دستورالعمل تنها به عنوان یک خبر موقت تلقی خواهد شد و تاثیر قابل توجهی بر روند بازار نخواهد داشت.

اقتصاد چرخشی در صنعت فولاد؛ مسیر فولاد

مبارکه به‌سوی تولید پایدار

همراه داشته است. اولاً کاهش انتشار دی‌اکسید کربن در پی دارد. به عبارت دیگر، باز یافت هر کیلو گرم ضایعات فولادی منجر به کاهش حدود ۱۵ کیلو گرم CO₂ می‌شود. همچنین به صرفه‌جویی در مصرف انرژی انجامد؛ به‌طور متوسط، باز یافت فولاد باعث صرفه‌جویی ۱۲.۴ مگاژول انرژی در هر کیلو گرم می‌شود. از سوی دیگر، این اقدام کاهش هزینه‌های تولید را در پی دارد همچنانکه استفاده مجدد از ضایعات داخلی، وابستگی به مواد اولیه خارجی را کاهش داده و هزینه‌های تأمین را به حداقل رسانده است. همچنین به ایجاد ارزش افزوده بیشتر منجر می‌شود؛ به عبارت دیگر تبدیل پسماندها به محصولات قابل فروش مانند مصالح ساختمانی، درآمد جدیدی برای شرکت ایجاد کرده است. این اقدام همچنین میتواند تقویت زنجیره تأمین صنایع دیگر را دی پی داشته باشد همچنانکه مواد باز یافتی فولاد مبارکه در صنایع سیمان، راه‌سازی و حتی کشاورزی مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

❖❖ شتاب فولاد مبارکه در پیاده‌سازی اقتصاد چرخشی فولاد مبارکه با تدوین نقشه راه اقتصاد چرخشی، برنامه‌ای جامع در هفت محور کلیدی طراحی کرده است: باز یافت و پسماند، آب، انرژی، گازهای گلخانه‌ای، زنجیره تأمین سبز، محصولات فولادی سبز، و فرهنگ سازمانی. این نقشه راه به‌صورت پویا بازبینی می‌شود تا با استانداردهای جهانی و نیازهای روز هم‌راستا باقی بماند. در حوزه فرهنگ‌سازی، این شرکت برنامه‌های آموزشی گسترده‌ای برای کارکنان، ذی‌نفعان و جامعه اجرا کرده تا مفهوم اقتصاد چرخشی به‌صورت عملیاتی در رفتار سازمانی نهادینه شود. همچنین، روابط عمومی فولاد مبارکه نقش فعالی در ترویج این فرهنگ ایفا کرده است. از منظر عملیاتی، ارتقاء بازده کیفی تولید از ۸۸٪ به ۹۵٪ طی سال‌های اخیر، نشان‌دهنده موفقیت در کاهش ضایعات فرایندی و بهینه‌سازی تولید است. این پیشرفت حاصل سرمایه‌گذاری در تکنولوژی‌های نوین، همکاری با شرکت‌های دانش‌بنیان و اجرای پروژه‌های تحقیقاتی مشترک با دانشگاه‌ها بوده است. اقتصاد چرخشی در صنعت فولاد، نه تنها یک رویکرد زیست‌محیطی بلکه یک استراتژی اقتصادی هوشمندانه است. فولاد مبارکه با اجرای برنامه‌های جامع در حوزه باز یافت، استفاده مجدد از ضایعات، و فرهنگ‌سازی سازمانی، توانسته الگویی موفق از تولید پایدار در صنعت فولاد ایران ارائه دهد. این مسیر، اگرچه نیازمند سرمایه‌گذاری و تغییر نگرش است، اما در بلندمدت منجر به کاهش هزینه‌ها، افزایش بهره‌وری، و حفظ منابع طبیعی خواهد شد.

فولاد مبارکه با اجرای اقتصاد چرخشی، ضایعات تولید را به منابع ارزشمند تبدیل کرده و گامی مؤثر در مسیر تولید پایدار و کاهش آلودگی برداشته است.

در عصر بحران‌های زیست‌محیطی و محدودیت منابع طبیعی، مدل‌های سنتی تولید و مصرف دیگر پاسخ‌گوی نیازهای توسعه پایدار نیستند. اقتصاد چرخشی (CIRCULAR ECONOMY) به‌عنوان جایگزینی برای اقتصاد خطی، بر باز چرخانی منابع، کاهش ضایعات و استفاده مجدد از مواد تمرکز دارد. صنعت فولاد، به‌ویژه در ایران، با حجم بالای تولید و مصرف انرژی، یکی از حوزه‌هایی است که پیاده‌سازی اقتصاد چرخشی در آن می‌تواند تأثیرات عمیق اقتصادی و زیست‌محیطی داشته باشد. شرکت فولاد مبارکه به‌عنوان بزرگ‌ترین تولیدکننده فولاد تخت در کشور، گام‌های مهمی در این مسیر برداشته است.

❖❖ تکنولوژی‌های باز یافت فولاد و استفاده مجدد از ضایعات در فولاد مبارکه

فولاد به‌طور طبیعی یکی از قابل‌باز یافت‌ترین مواد صنعتی است. در فولاد مبارکه، ضایعات تولیدی به دودسته اصلی تقسیم می‌شوند: ضایعات فلزی (مانند قراضه‌های آهنی) و ضایعات غیر فلزی (مانند سرباره‌ها، پسماندهای اکسیدی و گردوغبارهای صنعتی). این شرکت با طراحی اطلس جامع پسماندها، موفق شده بیش از ۹۵٪ از انواع پسماندهای تولیدی را شناسایی، تفکیک و طبقه‌بندی کند. یکی از اقدامات برجسته، فرآوری سرباره‌های حاصل از ذوب و ریخته‌گری است. این مواد که پیش‌تر به‌عنوان ضایعات دور ریخته می‌محسوب می‌شدند، اکنون به مواد اولیه برای تولید آسفالت، سیمان و مصالح ساختمانی تبدیل شده‌اند. همچنین، پروژه‌هایی برای بازگردانی پسماندهای اکسیدی به چرخه تولید تعریف شده‌اند تا از هدر رفت منابع جلوگیری شود. در حوزه ضایعات فلزی، قراضه‌های داخلی به‌صورت کامل جمع‌آوری و در فرآیند ذوب مجدد استفاده می‌شوند. این کار نه تنها مصرف انرژی را کاهش می‌دهد بلکه باعث کاهش انتشار گازهای گلخانه‌ای نیز می‌شود.

❖❖ کاهش آلودگی محیط زیست با باز یافت فولاد اجرای اقتصاد چرخشی در فولاد مبارکه مزایای چندگانه‌ای به

معامله کن، امتیاز بگیر، ستاره باش!
باشگاه مشتریان کارگزاری بانک سامان



بازار سرمایه در شرایط جدید؛ بررسی مسیرهای امن سرمایه گذاری

احسان حاجی علی اکبری

عضو هیات مدیره مشاور سرمایه گذاری دارازی

تخفیف های بالا از ایران نفت و کالا خریداری می کردند، دیگر قادر به پذیرش این ریسک نخواهند بود. در نتیجه، فروش نفت ایران به شدت کاهش یافته و ممکن است به کمتر از یک میلیون بشکه در روز رسد. در شرایط عادی، با فرض فروش روزانه دو میلیون بشکه نفت، ایران با کسری بودجه ای حدود ۸۰۰ هزار میلیارد تومان مواجه بود. کاهش فروش نفت، این کسری را تشدید کرده و به تبع آن، تورم، نرخ ارز و بیکاری افزایش خواهد یافت. همچنین، با فعال سازی مکانیسم ماشه و مسدود شدن حساب های بانکی ایران در سایر کشورها، هزینه های جابجایی و دریافت پول حاصل از فروش نفت افزایش می یابد. در مجموع، با توجه به بحران های موجود در حوزه برق، گاز و آب، و کسری بودجه شدید دولت، فعال سازی مکانیسم ماشه شرایط بنگاه های اقتصادی، به ویژه شرکت های صادرات محور را به شدت بحرانی خواهد کرد. این شرکت ها با مشکلاتی نظیر کاهش دسترسی به مواد اولیه وارداتی، کمبود خریدار برای محصولات صادراتی، افزایش هزینه های حمل و نقل و بیمه، و دشواری در دریافت وجه فروش مواجه خواهند شد. در چنین شرایطی، بازدهی بازار سرمایه، به ویژه صنایع صادرات محور، کمتر از بازدهی بازار ارز خواهد بود. با وجود آنکه بازار بورس طی دو تا سه ماه گذشته، ریسک های ناشی از مکانیسم ماشه و احتمال درگیری نظامی را پیش خور کرده و به قیمت های جذابی رسیده است، نمی توان واقعیت بی ثباتی سیاسی و اقتصادی کشور را نادیده گرفت. تا زمان مشخص شدن شرایط سیاسی و ایجاد ثبات نسبی، توصیه ای به سرمایه گذاری گسترده در بازار سهام نمی توان داشت. با این حال، در صورت ضرورت حضور در بازار، تمرکز باید بر صنایعی باشد که با نیازهای روزمره مردم در ارتباط هستند و در شرایط بحرانی، تولید و فروش آن ها کمتر تحت تأثیر قرار می گیرد؛ صنایعی مانند غذایی ها، دارویی ها و سایر حوزه های مصرفی.

شاخص در تله سیاست

نادر خوش کردار

مدیر سرمایه گذاری کارگزاری بانک مسکن



از تغییرات نرخ ارز و فاصله آن با نرخ بازار آزاد خواهد بود.

در حال حاضر، بازار سرمایه یکی از مبهم ترین و دشوارترین دوره های خود پس از جنگ ۱۲ روزه را تجربه می کند. نوسانات ناشی از ابهام در توافق یا عدم توافق، احتمال درگیری نظامی یا اجرای مکانیسم ماشه، فضای تصمیم گیری را پیچیده کرده است. در این میان، صنایع ارز آور و استراتژیک کشور-از جمله پتروشیمی، فولاد و کانی های فلزی و غیرفلزی-بیشترین آسیب را از تداوم تحریم ها خواهند دید.

در صورت اجرای مکانیسم ماشه، صف های خرید موقتی در بازار شکل خواهد گرفت. اما اگر تمدید این مکانیسم در دستور کار نباشد، اصلاح شاخص چندان عمیق نخواهد بود. با این حال، باید توجه داشت که مکانیسم ماشه بیش از آن که اثر واقعی داشته باشد، یک بازی روانی در بازار سرمایه است که رفتار سرمایه گذاران را تحت تأثیر قرار می دهد.

مکانیسم ماشه یا «اسنپ بک» به کشور های عضو برجام اجازه می دهد در صورت نقض تعهدات از سوی ایران، روند بازگردانی تحریم های پیشین را فعال کنند. در صورت اجرای این مکانیسم، بازار سرمایه در کوتاه مدت با اصلاح شاخص مواجه خواهد شد.

در میان مدت، با توجه به احتمال چاپ پول توسط دولت برای جبران کسری بودجه، رشد شاخص حداقل به میزان تورم قابل انتظار است. اما در صورت دستیابی به توافق سیاسی، کاهش تورم، افت ریسک سیستماتیک و افزایش اطمینان نسبت به آینده اقتصاد، زمینه ساز رشد عملکرد شرکت ها خواهد شد. در چنین شرایطی، رشد شاخص کل تابیش از ۵۰ درصد نیز پیش بینی می شود.

از جمله اثرات مکانیسم ماشه بر بورس می توان به موارد زیر اشاره کرد:

- کاهش شاخص کل
- افزایش نوسانات و هیجانات رفتاری
- خروج نقدینگی
- تشدید ریسک سیستماتیک

اگرچه فعال سازی این مکانیسم ممکن است اثراتی جزئی بر عرضه و تقاضای ارز داشته باشد، اما تأثیر اصلی آن بر بازار سرمایه، ناشی



هزاران جایزه برای ملت نیکوکار

جشنواره حساب های قرض الحسنه پس انداز بانک ملت

۱۴۰۴ جایزه ۲۵۰ میلیون تومانی

۴۴۰۴ جایزه ۲۵ میلیون تومانی

وهزاران جایزه نقدی دیگر

بانک ملت
bank mellat

تا پایان شهریور ماه

سبد سرمایه گذاری بیمه های زندگی طلایی شد

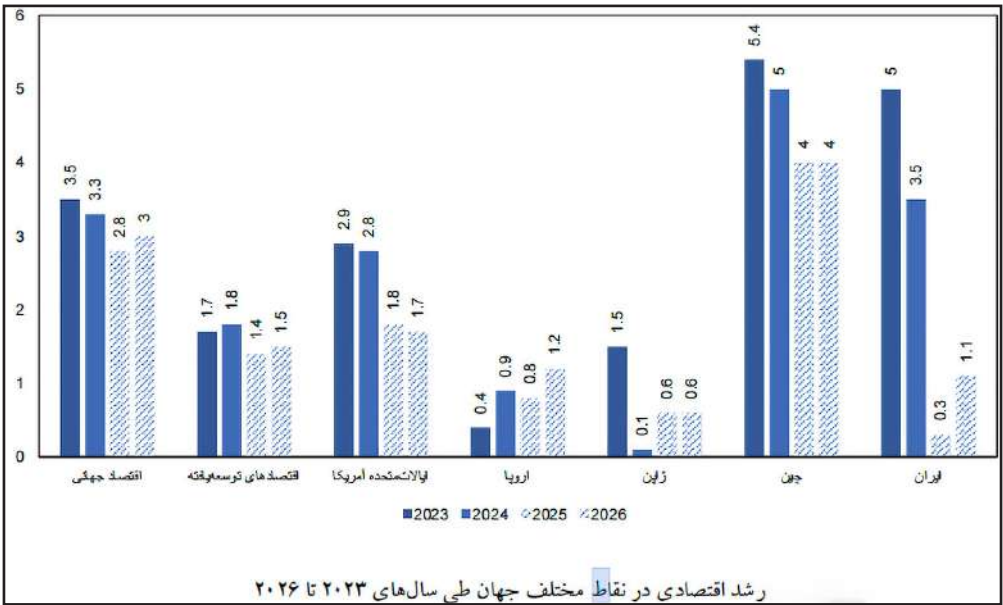


بیمه یاسارگاد



از تهران تا واشنگتن

تحلیل هم‌زمان تحولات پولی ایران و مسیر پرریسک اقتصاد جهانی



حدود ۳.۶ درصد پیش‌بینی شده است. این ارقام نشان‌دهنده افزایش قابل توجه تورم در اقتصادهای پیشرفته و کاهش اندک آن در اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه هستند.

چشم‌انداز اقتصاد جهانی تحت تأثیر ریسک‌های نزولی قرار دارد. تشدید جنگ‌های تجاری، تداوم عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی، نوسانات بازارهای مالی و فشار بر نرخ‌های ارز-به‌ویژه در کشورهایی با سطح بالای بدهی-از مهم‌ترین مخاطرات پیش‌رو به‌شمار می‌روند. افزون بر این، چالش‌های ساختاری نظیر تغییرات جمعیتی، کاهش نیروی کار مهاجر، محدودیت منابع مالی در کشورهای کم‌درآمد، و خطر ناآرامی‌های اجتماعی ناشی از بحران هزینه‌های زندگی، تهدیداتی بلندمدت برای رشد و ثبات اقتصادی محسوب می‌شوند.

در مقابل، کاهش تنش‌های تجاری و دستیابی به توافق‌های چندجانبه می‌تواند فضای سیاست‌گذاری را بهبود بخشیده و زمینه‌ساز رشد اقتصادی بالاتر در سطح جهانی شود.

در ادامه، روند رشد اقتصادی جهان و کشورهای منتخب از سال ۲۰۲۰ تا ۲۰۲۴ مورد بررسی قرار گرفته و پیش‌بینی درصد رشد برای سال‌های ۲۰۲۵ و ۲۰۲۶ ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، نرخ رشد اقتصادی پیش‌بینی شده برای ایران در سال ۲۰۲۵ برابر با ۰.۳ درصد و در سال ۲۰۲۶ برابر با ۱.۱ درصد است؛ ارقامی که نشان‌دهنده کاهش قابل توجه رشد اقتصادی کشور نسبت به سال‌های اخیر هستند.

علاوه بر این، تبعات جنگ تحمیلی ۱۲ روزه با اسرائیل و همچنین اثرات احتمالی مکانیسم «اسنپ‌بک»، در صورت

مجموعه‌ای از شوک‌های بی‌سابقه در سال‌های اخیر، اقتصاد جهانی را به شدت تحت تأثیر قرار داده است. از جمله مهم‌ترین این شوک‌ها می‌توان به شیوع ویروس کرونا اشاره کرد که منجر به اتخاذ سیاست‌های انبساطی از سوی بانک‌های مرکزی جهان برای مقابله با رکود احتمالی شد. در ادامه، اختلالات گسترده در زنجیره تأمین باعث افزایش نرخ تورم جهانی گردید. در واکنش به این تورم، بسیاری از اقتصادهای توسعه یافته به سمت اجرای سیاست‌های انقباضی حرکت کردند تا بتوانند کنترل مؤثرتری بر تورم اعمال کنند.



♦♦ روند نزولی رشد اقتصادی جهان؛ از کرونا تا تعرفه‌های قرن

بر اساس گزارش اخیر صندوق بین‌المللی پول، رشد اقتصاد جهانی در سال ۲۰۲۴ باثبات اما پایین‌تر از سطح مورد انتظار بوده است. با این حال، در نیمه نخست سال ۲۰۲۵، چشم‌انداز اقتصادی با ریسک‌های قابل توجهی مواجه شده که عمدتاً ناشی از تغییرات اساسی در اولویت‌های سیاست‌گذاری کشورها و تشدید تنش‌های تجاری جهانی است. یکی از مهم‌ترین تحولات در این دوره، اجرای تعرفه‌های فراگیر از سوی ایالات متحده آمریکا در دوم آوریل ۲۰۲۵ و واکنش‌های تلافی‌جویانه شرکای تجاری آن بوده است. این اقدامات موجب افزایش نرخ مؤثر تعرفه‌ها به بالاترین سطح در یک قرن گذشته شده و شوک منفی قابل توجهی به رشد اقتصادی جهانی وارد کرده‌اند. علاوه بر اثرات مستقیم این سیاست‌ها، افزایش عدم قطعیت در حوزه سیاست‌گذاری نیز تأثیر منفی بر فعالیت‌های اقتصادی جهانی و پیش‌بینی‌های آینده گذاشته است.

در این شرایط، صندوق بین‌المللی پول پیش‌بینی‌های جدید خود را درباره رشد اقتصاد جهانی، بر اساس اطلاعات منتهی به تاریخ ۴ آوریل ۲۰۲۵ منتشر کرده است. طبق این گزارش، رشد اقتصاد جهانی در سال ۲۰۲۵ به ۲.۸ درصد و در سال ۲۰۲۶ به ۳ درصد کاهش یافته است؛ رقمی که نسبت به پیش‌بینی ژانویه ۲۰۲۵، کاهش ۰.۸ واحد درصدی را نشان می‌دهد. این سطح از رشد، به‌طور قابل توجهی پایین‌تر از متوسط بلندمدت ۳.۷ درصدی در دوره ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۹ است.

رشد اقتصادی در اقتصادهای پیشرفته برای سال ۲۰۲۵ به‌طور میانگین ۱.۴ درصد برآورد شده است. در ایالات متحده، رشد مورد انتظار به ۱.۸ درصد کاهش یافته که نسبت به پیش‌بینی قبلی، افتی معادل ۰.۹ واحد درصدی را نشان می‌دهد. این کاهش عمدتاً ناشی از تضعیف تقاضا، افزایش عدم قطعیت و تشدید تنش‌های تجاری است. در منطقه یورو نیز نرخ رشد به ۰.۸ درصد رسیده است.

از سوی دیگر، رشد اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه در سال ۲۰۲۵ معادل ۳.۷ درصد و در سال ۲۰۲۶ برابر با ۳.۹ درصد پیش‌بینی شده است. کشورهایی مانند چین که بیشترین تأثیر را از سیاست‌های تجاری اخیر پذیرفته‌اند، با کاهش قابل توجهی در نرخ رشد مواجه شده‌اند

در حوزه تورم، روند کاهش نرخ تورم جهانی با شیبی کندتر از پیش‌بینی‌های قبلی همراه بوده است. بر اساس برآوردها، نرخ تورم جهانی در سال ۲۰۲۵ حدود ۴.۳ درصد و در سال ۲۰۲۶

سرعت گردش پول نیز افزایش یافته است.

از منظر سیاست‌گذاری پولی، چنین تغییری می‌تواند زنگ خطری برای تشدید فشارهای تورمی در آینده نزدیک تلقی شود. همچنین رشد سالیانه شبهه پول در دوازده‌ماهه منتهی به سال ۱۴۰۳ برابر با ۲۶.۴ درصد بوده که نسبت به مدت مشابه در سال ۱۴۰۲ کاهش جزئی ۰.۳ واحد درصدی را تجربه کرده است.

بر اساس آمارهای منتشرشده از سوی بانک مرکزی، سپرده‌های کوتاه‌مدت و قرض‌الحسنه در دسته شبهه پول طبقه‌بندی می‌شوند، در حالی که از نظر ماهیت، به دلیل قابلیت دسترسی سریع، ویژگی‌های پول را دارا هستند. در پایان سال ۱۴۰۳، سهم سپرده‌های قرض‌الحسنه و کوتاه‌مدت از نقدینگی به ترتیب برابر با ۱۱.۳ و ۲۰.۸ درصد بوده است.

در همین دوره، نسبت پول به حجم نقدینگی معادل ۲۵.۹ درصد گزارش شده که نسبت به اسفندماه ۱۴۰۲ رشد ۲.۶ واحد درصدی را نشان می‌دهد. به عبارت دیگر، در پایان سال ۱۴۰۳، حدود ۵۸ درصد از نقدینگی کشور ماهیت پولی داشته است. همچنین، رشد متوسط ماهانه نقدینگی در سال ۱۴۰۲ برابر با ۱.۸۳ درصد بوده که این رقم در سال ۱۴۰۳ به ۲.۱۵ درصد افزایش یافته است.

نرخ تورم نقطه‌به‌نقطه در خردادماه ۱۴۰۴ به ۳۹.۴ درصد رسیده است؛ به عبارت دیگر، خانوارهای کشور به‌طور میانگین ۳۹.۴ درصد بیشتر از خردادماه ۱۴۰۳ برای خرید یک مجموعه کالا و خدمات یکسان هزینه کرده‌اند. همچنین، تورم نقطه‌به‌نقطه خردادماه ۱۴۰۴ نسبت به ماه قبل با افزایش ۰.۸ واحد درصدی همراه بوده است.

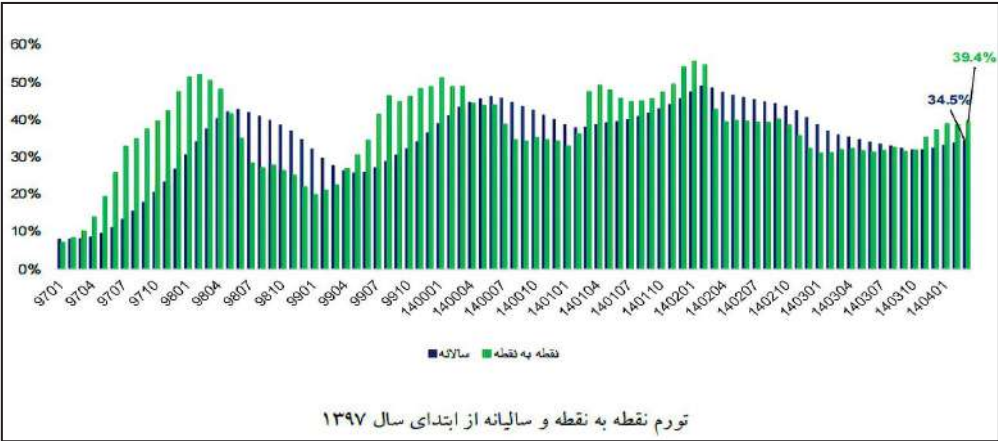
بر اساس آخرین گزارش مرکز آمار ایران، نرخ تورم سالیانه منتهی به خردادماه ۱۴۰۴ برابر با ۳۴.۵ درصد بوده که نسبت به ماه قبل ۰.۷ واحد درصد افزایش یافته است. در شرایط فعلی نرخ تورم نقطه‌به‌نقطه بالاتر از تورم سالیانه است و انتظار می‌رود در صورت استمرار روند فعلی، نرخ تورم سالیانه نیز به تدریج به کانال ۴۰ درصد نزدیک شود.

بر اساس آخرین گزارش بانک مرکزی، عملکرد تولید ناخالص داخلی کشور در سال ۱۴۰۳ (به قیمت‌های ثابت سال ۱۴۰۰) با احتساب نفت و بدون احتساب نفت به ترتیب با رشد ۳.۱ و ۳.۰ درصدی همراه بوده است. همچنین، رشد اقتصادی به قیمت بازار در سال ۱۴۰۳ نسبت به سال قبل معادل ۳.۷ درصد افزایش یافته است.

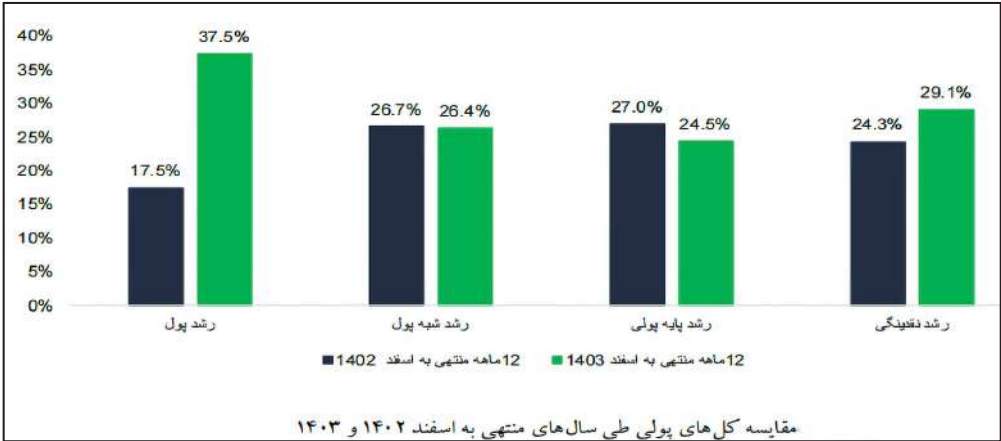
تحقق رشد اقتصادی ۳.۱ درصدی در سال ۱۴۰۳، در امتداد رشد ۵.۰ درصدی سال ۱۴۰۲، نشان‌دهنده تداوم روند مثبت رشد اقتصادی کشور است. در همین سال، تشکیل سرمایه ثابت ناخالص نیز نسبت به سال قبل با رشد ۳.۸ درصدی مواجه بوده است.

شایان ذکر است تولید ناخالص داخلی ایران به قیمت‌های ثابت سال پایه ۱۴۰۰ طی سال‌های ۱۴۰۲ و ۱۴۰۳ به ترتیب با رشد‌های ۵.۰ و ۳.۱ درصد همراه بوده است. این رشد در سال ۱۴۰۳ به تفکیک فصول به شرح زیر بوده است:

- بهار: ۲.۹ درصد
- تابستان: ۲.۶ درصد
- پاییز: ۳.۹ درصد
- زمستان: ۳.۲ درصد



رشد اقتصادی جهان و کشورهای منتخب در سال‌های اخیر						
شرح	تحقیق یافته					
	۲۰۲۰	۲۰۲۱	۲۰۲۲	۲۰۲۳	۲۰۲۴	پیش‌بینی ۲۰۲۵
اقتصاد جهانی	-۲.۷	۶.۶	۳.۶	۳.۵	۳.۳	۳
اقتصادهای توسعه یافته	-۴	۶	۲.۹	۱.۷	۱.۸	۱.۵
ایالات متحده آمریکا	-۲.۲	۶.۱	۲.۵	۲.۹	۲.۸	۱.۷
اروپا	-۶	۶.۳	۳.۵	۰.۴	۰.۹	۱.۲
ژاپن	-۴.۲	۲.۷	۰.۹	۱.۵	۰.۱	۰.۶
کشورهای در حال توسعه و بازارهای نوظهور	-۱.۷	۷	۴.۱	۴.۷	۴.۳	۳.۷
چین	۲.۳	۸.۶	۳.۱	۵.۴	۵	۴
هند	-۵.۸	۹.۷	۷.۶	۹.۲	۶.۵	۶.۳
روسیه	-۲.۷	-۵.۹	-۱.۴	۴.۱	۴.۱	۱.۵
خاورمیانه و آسیای مرکزی	-۲.۲	۴.۴	۵.۵	۲.۲	۲.۴	۳.۵
ایران	۳.۳	۴.۷	۳.۸	۵	۳.۵	۰.۳



۱۴۰۳					۱۴۰۲		دوره ۹ ماهه	سال
فصل اول	فصل دوم	فصل سوم	فصل چهارم	سال	فصل اول	فصل دوم		
۳	۱۶.۶	۴.۱	۲.۸	۰.۸	۷.۵	۲.۸	گروه کشاورزی	۲۶.۶
۷.۵	۶.۱	۰.۱	۴.۶	۱۸.۸	۲.۳	۲.۸	گروه نفت	۲۶.۶
۱۶.۷	۰.۹	۴	۲	۵.۱	۴.۴	۲.۳	گروه صنایع و معادن	۲۶.۶
۱۶.۳	۲.۸	۶.۴	۳.۹	۴	۴	۲.۳	گروه خدمات	۲۶.۳
۲.۸	۱۶.۶	۳.۸	۳.۲	۵	۴.۸	۲.۳	تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه	۳۸
۲.۵	۱۶.۳	۲.۲	۳.۱	۴	۱۶.۷	۲.۳	تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه (بدون نفت)	۳

تولید ناخالص داخلی

بازار سرمایه در تنگنای ساختاری و سیاستی؛ از فرار نقدینگی تا افت سودآوری شرکت‌ها

موجب تعمیق رکود در بازار سهام و کاهش بیشتر ارزش دلاری بازار شود.

❖ کاهش جذابیت سهام تولیدی با افزایش هزینه‌های عملیاتی

در سال‌های اخیر، حاشیه سود شرکت‌های تولیدی فعال در بازار سهام ایران باروندی نزولی مواجه بوده که نشان‌دهنده فشار فزاینده بر ساختار هزینه‌ای و سودآوری این بنگاه‌هاست. نمودار زیر به روشنی این روند را از سال ۱۳۹۹ تا پایان سال ۱۴۰۳ به تصویر می‌کشد و سه شاخص کلیدی را بررسی می‌کند: حاشیه سود ناخالص، عملیاتی و خالص.

در سال ۱۳۹۹، حاشیه سود ناخالص شرکت‌های تولیدی حدود ۲۴ درصد بود؛ عددی که در سال ۱۴۰۰ به ۲۳ درصد کاهش یافت و در سال‌های بعد نیز به ترتیب به ۱۹،۲۰ و نهایتاً ۱۷ درصد در سال ۱۴۰۳ رسید. این افت تدریجی نشان می‌دهد که هزینه‌های تولید به صورت نسبی افزایش یافته و شرکت‌ها نتوانسته‌اند به همان نسبت درآمد خود را رشد دهند.

حاشیه سود عملیاتی نیز از ۲۷ درصد در سال ۱۳۹۹ به ۲۱ درصد در سال ۱۴۰۰، سپس به ۱۸ درصد در ۱۴۰۱، ۱۷ درصد در ۱۴۰۲ و نهایتاً ۱۶ درصد در سال ۱۴۰۳ کاهش یافته است. این شاخص بیانگر آن است که هزینه‌های عملیاتی مانند حقوق، حمل و نقل، انرژی و سایر هزینه‌های جاری، سهم بیشتری از درآمد شرکت‌ها را به خود اختصاص داده‌اند.

❖ کاهش حاشیه سود خالص صنایع تولیدی از ۲۶ درصد به ۱۵ درصد

در همین راستا، حاشیه سود خالص نیز از ۲۶ درصد در سال ۱۳۹۹ به ۲۰ درصد در سال ۱۴۰۰، سپس به ۱۶،۱۹ و نهایتاً ۱۵ درصد در سال ۱۴۰۳ رسیده است. کاهش سود خالص، علاوه بر افزایش هزینه‌های عملیاتی، تحت تأثیر عوامل دیگری مانند مالیات، هزینه‌های مالی و کاهش درآمدهای غیر عملیاتی بوده است.

نکته مهم دیگر در این نمودار، رشد نسبت هزینه‌های عملیاتی به سود عملیاتی است که از ۹ درصد در سال ۱۳۹۹ به ۲۶ درصد در سال ۱۴۰۳ افزایش یافته است. این افزایش نشان‌دهنده آن است که بخش قابل توجهی از سود عملیاتی شرکت‌ها صرف پوشش هزینه‌های جاری شده و فضای مانور مالی آن‌ها محدودتر شده است.

همچنین، نسبت مالیات عملکرد به سود عملیاتی نیز از ۱۲ درصد در سال ۱۳۹۹ به ۱۴ درصد در سال‌های ۱۴۰۲ و ۱۴۰۳ رسیده است. این موضوع بیانگر آن است که فشار مالیاتی بر شرکت‌ها در سال‌های اخیر افزایش یافته و بخشی از سود آن‌ها به جای سرمایه‌گذاری مجدد یا توزیع میان سهام‌داران، صرف پرداخت مالیات شده است.

در مجموع، سودآوری شرکت‌های تولیدی در بازار سرمایه ایران طی پنج سال گذشته به طور پیوسته کاهش یافته و ساختار هزینه‌ای آن‌ها با چالش‌های جدی مواجه شده است. این روند، در کنار سایر عوامل کلان اقتصادی، می‌تواند موجب کاهش جذابیت سرمایه‌گذاری در سهام تولیدی و تغییر رفتار سرمایه‌گذاران به سمت دارایی‌های کم‌ریسک‌تر شود.

ادامه در صفحه ۱۳

فرار نقدینگی



افت سودآوری شرکت‌ها

۱۴۰۴، تا مردادماه، این نرخ به سطح ۳۸،۱ درصد نزدیک شد. این افزایش مداوم، نشان‌دهنده رشد نرخ بهره واقعی در اقتصاد و رقابت‌پذیری بالای اوراق بدهی نسبت به بازار سهام است. در چنین شرایطی، سرمایه‌گذاران خرد و نهادی ترجیح می‌دهند منابع خود را به سمت ابزارهای با درآمد ثابت و ریسک پایین‌تر هدایت کنند؛ تصمیمی که منجر به خروج نقدینگی از بازار سهام و کاهش تقاضا برای خرید سهام شده است.

این افزایش که به صورت دوره‌ای ادامه داشت در دی ماه ۱۴۰۲ با انتشار گواهی سپرده خاص بانرخ ۳۰ درصد اوج گرفت و شتاب صعود YTM این اوراق بیش از پیش شد تا جایی که در مردادماه امسال به ۳۸،۱ درصد رسید.

بررسی این نرخ نشان می‌دهد، نرخ بازده تا سررسید اوراق اسناد خزانه اسلامی (اخزا) با سررسید بیش از یک سال، روندی صعودی و مستمری را با وجود نوسانات کوتاه‌مدتی تجربه کرده است. این نرخ که به عنوان شاخصی مهم در سنجش جذابیت

اوراق اسناد خزانه اسلامی که در مردادماه ۱۳۹۹ به کمترین میزان خود رسیده بود، پس از آن باروند صعودی همراه شد و ظرف یک سال به بیش از ۲۵ درصد (در مردادماه ۱۴۰۰) رسید.

این افزایش که به صورت دوره‌ای ادامه داشت در دی ماه ۱۴۰۲ با انتشار گواهی سپرده خاص بانرخ ۳۰ درصد اوج گرفت و شتاب صعود YTM این اوراق بیش از پیش شد تا جایی که در

مردادماه امسال به ۳۸،۱ درصد رسید

افزایش نرخ YTM همچنین فشار مضاعفی بر شرکت‌های بورسی وارد کرده است، چرا که تأمین مالی از طریق بازار بدهی برای آن‌ها گران‌تر شده و هزینه سرمایه افزایش یافته است. این موضوع در کنار سایر عوامل مانند ناترازی انرژی، قیمت‌گذاری دستوری و مطالبات سنواتی، موجب شده سودآوری شرکت‌ها کاهش یابد و نسبت قیمت به درآمد (P/E) بازار نیز روندی نزولی یابد.

در مجموع، نرخ بازده اوراق اخزا به عنوان یک شاخص کلیدی، نه تنها مسیر سرمایه‌گذاری را تغییر داده، بلکه به طور مستقیم بر ساختار بازار سرمایه، رفتار سرمایه‌گذاران و عملکرد شرکت‌ها اثر گذاشته است. ادامه این روند، در صورت عدم اصلاح سیاست‌های پولی و مالی، می‌تواند

ابزارهای درآمد ثابت شناخته می‌شود، از سال ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۴ به طور قابل توجهی افزایش یافته و تأثیرات عمیقی بر رفتار سرمایه‌گذاران و وضعیت بازار سهام گذاشته است.

در سال ۱۳۹۹، میانگین نرخ YTM اوراق اخزا حدود ۱۹ درصد بود؛ نرخ‌هایی که در آن زمان با توجه به شرایط تورمی و نرخ سود بانکی، جذابیت نسبی داشت. اما در سال ۱۴۰۰، این نرخ به حدود ۲۲ درصد رسید و نشانه‌هایی از تغییر ترجیحات سرمایه‌گذاران به سمت ابزارهای کم‌ریسک‌تر ظاهر شد. در سال ۱۴۰۱، نرخ بازده تا سررسید با جهشی محسوس به حدود ۲۹،۷ درصد افزایش یافت و این روند در سال ۱۴۰۲ با تثبیت در سطح بالای ۳۲ درصد ادامه پیدا کرد.

در سال ۱۴۰۳، نرخ YTM به ۳۵،۸ درصد رسید و در سال

بازار سرمایه ایران طی سال‌های اخیر با فشار هم‌زمان عوامل ساختاری و سیاست‌های پولی و تحولات بیرونی مواجه بوده است؛ از نرخ‌های بهره بالا و فاصله ارزی تا قیمت‌گذاری دستوری و ناترازی انرژی. در این میان، افزایش نرخ بازده اوراق بدهی (YTM) به بالای ۳۸ درصد، موجب تغییر مسیر سرمایه‌گذاری به سمت ابزارهای کم‌ریسک‌تر شده و نسبت قیمت به درآمد (P/E) بازار را به پایین‌ترین سطح خود رسانده است.

❖ ❖ ❖

بازار سرمایه ایران در سال‌های اخیر با مجموعه‌ای از چالش‌های ساختاری و بیرونی مواجه بوده که روند عملکرد آن را تحت تأثیر قرار داده است. از جمله مهم‌ترین عوامل مؤثر بر وضعیت بازار می‌توان به ریسک‌های سیستماتیک ناشی از تحولات کلان اقتصادی، سیاست‌های خارجی، تحریم‌های اقتصادی و تنش‌های نظامی و ژئوپلیتیکی اشاره کرد. این عوامل، به‌ویژه در شرایطی که نرخ سود بانکی در سطح بالایی قرار دارد و فاصله قابل توجهی میان نرخ ارز توافقی و نرخ بازار آزاد وجود دارد، موجب کاهش جذابیت سرمایه‌گذاری در بازار سهام شده‌اند.

یکی از مسائل مهم، قیمت‌گذاری دستوری در صنایع مختلف است که باعث شده شرکت‌ها نتوانند سود واقعی خود را محقق کنند. در کنار آن، مطالبات سنواتی شرکت‌ها از دولت-به‌ویژه در حوزه‌های نیروگاهی، دارویی و پیمانکاری-به عنوان مانعی جدی در گردش نقدینگی و تراز مالی آن‌ها عمل کرده است. همچنین، ناترازی انرژی و قطعی برق و گاز صنایع در فصل‌های گرم و سرد سال، به کاهش تولید و افت سودآوری شرکت‌ها منجر شده که اثر مستقیم بر شاخص‌های بازار دارد.

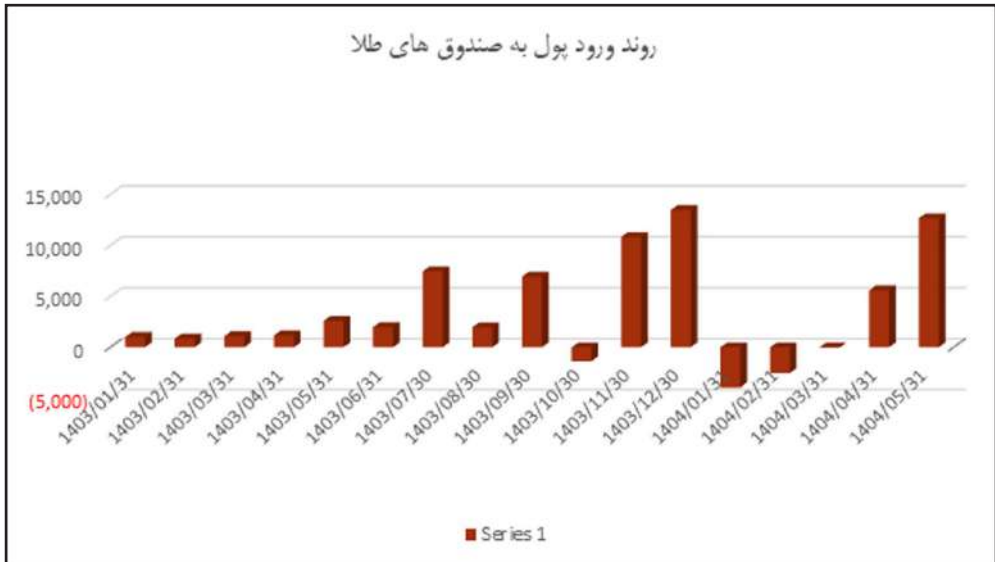
در سطح ساختار بازار، برخی از ریزساختارها مانند دامنه نوسان و نحوه حمایت صندوق‌های تثبیت و توسعه در مواقع اضطراری، نیازمند بازنگری جدی هستند. تورم، مقررات، دستورالعمل‌ها و آیین‌نامه‌های متعدد نیز فضای تصمیم‌گیری را برای فعالان بازار پیچیده کرده و ضرورت مقررات‌زدایی را بیش از پیش نمایان ساخته است.

❖ جذب نقدینگی با افزایش YTM اوراق اخزا

از منظر آماری، بررسی روند نرخ بازده تا سررسید اوراق اسناد خزانه اسلامی (اخزا) نشان می‌دهد که نرخ YTM این اوراق در ابتدای سال ۱۴۰۲ حدود ۴۰ درصد بود اما در ماه‌های پایانی ۱۴۰۲ رشد قابل توجهی داشته و در اردیبهشت ماه ۱۴۰۳ به بالاترین حد خود یعنی ۶۶،۴ درصد رسید. اگرچه در ادامه روند کاهشی را به ظاهر دنبال کرد اما مجدداً در چندین دوره صعود چشمگیری را تجربه کرده است. این اوراق در ماه‌های اخیر روندی صعودی داشته و در مردادماه ۱۴۰۴ به میانگین‌هایی بالاتر از ۳۵ درصد رسیده است. این موضوع، در کنار انتشار اوراق اسناد خزانه اسلامی با نماد اخزا بانرخ‌های بالا، موجب شده سرمایه‌گذاران به سمت ابزارهای کم‌ریسک‌تر سوق یابند و از بازار سهام فاصله بگیرند.

اوراق اسناد خزانه اسلامی که در مردادماه ۱۳۹۹ به کمترین میزان خود رسیده بود، پس از آن باروند صعودی همراه شد و ظرف یک سال به بیش از ۲۵ درصد (در مردادماه ۱۴۰۰) رسید.

حاشیه سود صنایع تولیدی حاضر در بازار سرمایه ایران



بازار سرمایه در تنگنای ساختاری و سیاستی؛ از فرار نقدینگی تا افت سودآوری شرکت ها

ادامه از صفحه ۱۲

❖ رابطه معکوس YTM اوراق و P/E صنایع بورسی

در اقتصاد مالی، دو شاخص مهم وجود دارند که رفتار سرمایه‌گذاران را به شدت تحت تأثیر قرار می‌دهند: نرخ بازده تا سررسید اوراق بدهی (که به آن YTM گفته می‌شود) و نسبت قیمت به درآمد بازار سهام (P/E). این دو شاخص معمولاً رابطه‌ای معکوس با یکدیگر دارند، یعنی وقتی یکی بالا می‌رود، دیگری پایین می‌آید.

نرخ YTM نشان می‌دهد که اگر کسی یک اوراق بدهی مثل اسناد خزانه اسلامی را تا پایان دوره نگه دارد، چه میزان سود دریافت خواهد کرد. هرچه این نرخ بالاتر باشد، آن اوراق برای سرمایه‌گذاران جذاب‌تر می‌شود، چون با ریسک پایین، بازدهی قابل‌قبولی دارند. حال با افزایش این نرخ، سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند نقدینگی خود را به جای خرید سهام، در این اوراق سرمایه‌گذاری کنند. نتیجه آن کاهش تقاضا برای سهام و افت قیمت‌ها و پایین آمدن نسبت P/E بازار است.

نسبت P/E خود شاخصی است که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران حاضرند چند برابر سود سالانه یک شرکت را برای خرید سهام آن پرداخت کنند. وقتی این نسبت بالا باشد، یعنی بازار به آینده شرکت‌ها خوش‌بین است. اما با بالا رفتن بهره و نرخ YTM، این خوش‌بینی کاهش می‌یابد و نسبت P/E افت می‌کند.

در سال‌های اخیر، به‌ویژه از ۱۴۰۱ به بعد، نرخ YTM اوراق بدهی در ایران به‌طور قابل‌توجهی افزایش یافته و به بیش از ۳۵ درصد رسیده است. در همین دوره، نسبت P/E بازار سهام به زیر ۶ واحد کاهش یافته که نشان‌دهنده افت انتظارات سودآوری و کاهش جذابیت بازار سهام برای سرمایه‌گذاران است.

این رابطه معکوس بین YTM و P/E یک هشدار مهم است؛ اگر نرخ‌های بهره و بازدهی اوراق بدهی بیش از حد بالا نگه داشته شوند، سرمایه‌از بازار سهام خارج می‌شود، شرکت‌ها با کمبود نقدینگی مواجه می‌شوند، و در نهایت رشد اقتصادی آسیب می‌بیند. بنابراین، برای حفظ تعادل در بازارهای مالی، باید سیاست‌های پولی به‌گونه‌ای تنظیم شوند که نه تنها تورم کنترل شود، بلکه جذابیت بازار سهام نیز حفظ گردد.

❖ افت قابل توجه شاخص‌های بورسی در ۱۴۰۴

در سال ۱۴۰۴، بازار سهام ایران با افت قابل‌توجهی در شاخص‌های اصلی مواجه بوده است؛ افتی که نه تنها از ابتدای سال تا پایان مرداد ادامه داشته، بلکه پس از ثبت سقف تاریخی در اردیبهشت‌ماه، شدت بیشتری نیز پیدا کرده است. شاخص کل بورس در این دوره با کاهش ۹.۷ درصدی مواجه شد، در حالی که شاخص هم‌وزن تنها ۲.۱ درصد افت داشت. شاخص قیمت با کاهش ۱۴.۴ درصدی، بیشترین افت را در میان شاخص‌های اصلی ثبت کرد و شاخص‌های آزاد شناور، ۵۰ شرکت فعال‌تر و ۳۰ شرکت بزرگ نیز به ترتیب با کاهش‌هایی معادل ۸.۷، ۱۲.۵ و ۱۲.۸ درصد روبه‌رو شدند.

اما آنچه بیش از همه نگران‌کننده است، افت شاخص‌ها از سقف تاریخی ثبت‌شده در ۲۸ اردیبهشت تا پایان مردادماه است. در این بازه، شاخص کل ۲۳.۹ درصد کاهش یافته، شاخص هم‌وزن ۲۱.۳ درصد افت کرده و شاخص قیمت با سقوط ۲۷.۰۶ درصدی، بیشترین کاهش را تجربه کرده است. شاخص آزاد شناور نیز ۲۲.۸ درصد افت داشته، در حالی که شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر ۲۲.۶ درصد و شاخص ۳۰ شرکت بزرگ ۹.۲۵ درصد کاهش را ثبت کرده‌اند.

هم‌زمان با این افت شاخص‌ها، ارزش دلاری بازار سهام نیز کاهش چشمگیری داشته است. در مرداد ۱۳۹۹، مجموع ارزش ۴۸۵ شرکت بورسی و فرابورسی حدود ۹۱۸۷ هزار میلیارد تومان بود که با نرخ ارز آن زمان، معادل ۴۲۰ میلیارد دلار برآورد می‌شد. اما در پایان مرداد ۱۴۰۳، این رقم به حدود ۸۳ میلیارد دلار کاهش یافته است. این افت بیش از ۸۰ درصدی در ارزش دلاری بازار، نشان‌دهنده کاهش قیمت سهام، افت ارزش ریالی شرکت‌ها و تأثیر مستقیم نرخ ارز بر ارزش‌گذاری دارایی‌هاست.

❖ صندوق‌های طلا؛ جایگاهی امن برای حفظ بازدهی سرمایه‌گذاران

بررسی دقیق روند ورود پول حقیقی به صندوق‌های طلا در بازار سرمایه ایران طی ۱۷ ماه گذشته نشان می‌دهد که تغییر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در مواجهه با نوسانات بازار سهام و افزایش جذابیت دارایی‌های امن‌تر مانند طلاست. بر این



اساس، از ابتدای سال ۱۴۰۳ تا پایان مرداد ۱۴۰۴، مجموعاً ۵۹.۸ هزار میلیارد تومان پول حقیقی وارد صندوق‌های طلا شده است. این رقم قابل‌توجه نشان‌دهنده رشد مستمر تقاضا برای سرمایه‌گذاری در ابزارهای مبتنی بر طلاست؛ ابزاری که در شرایط تورمی و نوسانات ارزی، به‌عنوان پناهگاه امن سرمایه شناخته می‌شود.

بررسی این روند نشان می‌دهد در ماه‌های ابتدایی سال ۱۴۰۳، ورود پول حقیقی به صندوق‌های طلا با شیب ملایمی آغاز شده و در ماه‌های بعدی، به‌ویژه در نیمه دوم سال، شتاب بیشتری گرفته است. به طوری که در فصل بهار و تابستان ورود پول حقیقی از ۱۰۱۶ میلیارد تومان به ۱۰۹۹۲ میلیارد تومان

رسان شده است. این روند نشان‌دهنده تغییر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در مواجهه با نوسانات بازار سهام و افزایش جذابیت طلا به عنوان یک جایگزین امن برای سرمایه‌گذاری است.

آنج‌ه بیش از همه نگران‌کننده است، افت شاخص‌ها از سقف تاریخی ثبت‌شده در ۲۸ اردیبهشت تا پایان مردادماه است. در این بازه، شاخص کل ۲۳.۹ درصد کاهش یافته، شاخص هم‌وزن ۲۱.۳ درصد افت کرده و شاخص قیمت با سقوط ۲۷.۰۶ درصدی، بیشترین کاهش را تجربه کرده است. شاخص آزاد شناور نیز ۲۲.۸ درصد افت داشته، در حالی که شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر ۲۲.۶ درصد و شاخص ۳۰ شرکت بزرگ ۹.۲۵ درصد کاهش را ثبت کرده‌اند.

یکی از مقاصد اصلی سرمایه‌گذاران حقیقی تبدیل شده‌اند.

❖ **کاهش جذابیت دارایی‌های پرریسک در ۱۴۰۴**
بررسی روند ورود پول حقیقی به صندوق‌های با درآمد ثابت قابل معامله در بازار سرمایه ایران طی ۱۷ ماه گذشته نشان می‌دهد نشان‌دهنده تغییر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در مواجهه با نوسانات بازار سهام، افزایش نرخ بهره و کاهش جذابیت دارایی‌های پرریسک است. بر این اساس، از ابتدای سال ۱۴۰۳ تا پایان مرداد ۱۴۰۴، مجموعاً حدود ۷۹.۳ هزار میلیارد تومان پول حقیقی وارد صندوق‌های با درآمد ثابت شده است. این رقم قابل‌توجه نشان‌دهنده رشد مستمر تقاضا برای سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی کم‌ریسک و با بازدهی تضمین‌شده است؛ ابزاری که در

شرایط تورمی و بی‌ثباتی بازار سهام، به‌عنوان پناهگاه امن سرمایه شناخته می‌شود.

در ماه‌های ابتدایی سال ۱۴۰۳، ورود پول حقیقی به این صندوق‌ها با شیب ملایمی آغاز شده و در ماه‌های بعدی، به‌ویژه در نیمه دوم سال، شتاب بیشتری گرفته است. به عبارت دیگر، در فروردین ماه ۱۴۰۳ مبلغ ۱،۲۰۶ میلیارد تومان پول حقیقی به صندوق‌های با درآمد ثابت وارد شده که در اردیبهشت ماه به رقم ۲،۷۱۱ میلیارد تومان و در خرداد ماه به مبلغ ۴،۱۲۷ میلیارد تومان رسیده است. در تابستان ۱۴۰۳ نیز روند ورود پول حقیقی تشدید شد به طوری که تیر ماه شاهد ورود ۱،۱۴۷ میلیارد تومان، در مرداد ماه ۱،۷۰۹ میلیارد تومان و در شهریور ماه ۶،۹۱۸ میلیارد تومان بودیم.

در مهر ماه نیز مبلغ ۴،۵۰۵ میلیارد تومان و در آبان ماه مبلغ ۳،۴۵۰ میلیارد تومان به صندوق‌های با درآمد ثابت وارد شد که در مقابل طی آخر ماه ۶،۷۷۰ میلیارد ریال خارج شد. با این حال، نیمه دوم سال این خروج طی یک ماه جبران و دی ماه شاهد ورود ۷،۷۳۹ میلیارد تومانی به صندوق‌های با درآمد ثابت بود. این افزایش در بهمن و اسفند نیز با ثبت رقم‌های ۴،۲۱۷ و ۴،۱۲۹ میلیارد تومانی ادامه یافت.

در ۱۴۰۴ نیز در برخی مقاطع، مانند اردیبهشت و تیر ۱۴۰۴، ورود سرمایه به این صندوق‌ها به اوج خود رسیده و نشان‌دهنده واکنش مستقیم سرمایه‌گذاران به تحولات بازار سهام و نرخ سود بانکی بوده است. به طوری که اردیبهشت ۱۴۰۴ شاهد ورود ۱۹،۲۷۷ میلیارد تومان و در تیر ماه ۱۲،۱۶۰ میلیارد تومان وارد صندوق‌های با درآمد ثابت شد. در مرداد ۱۴۰۴ نیز همچون تیر ماه ورود سرمایه به صندوق‌های درآمد ثابت به بیش از ۱۲ هزار میلیارد تومان در ماه رسید.

این روند نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران حقیقی، در مواجهه با افت شاخص‌های بازار سهام، کاهش سودآوری شرکت‌ها، و افزایش نرخ بهره، ترجیح داده‌اند منابع خود را به سمت دارایی‌هایی با ماهیت محافظه‌کارانه‌تر و مقاوم‌تر در برابر ریسک‌های سیستماتیک سوق دهند. صندوق‌های با درآمد ثابت، به دلیل ساختار تضمینی و شفافیت در بازدهی، توانسته‌اند بخش قابل‌توجهی از سرمایه خارج‌شده از بازار سهام را جذب کنند.

در مجموع، ورود پول به صندوق‌های با درآمد ثابت و صندوق‌های طلا در بازار سرمایه ایران طی ۱۷ ماه گذشته از جمله مقاصد اصلی سرمایه‌گذاران حقیقی تبدیل شده‌اند. این تغییر رفتار، نه تنها بازتابی از شرایط اقتصادی و مالی کشور است، بلکه هشدار برای سیاست‌گذاران است که باید به بازسازی اعتماد عمومی به بازار سهام و تقویت جذابیت آن توجه ویژه داشته باشند. اگر بازار سهام نتواند در برابر ابزارهای کم‌ریسک رقابت کند، جریان نقدینگی به‌طور پایدار از آن خارج خواهد شد و این موضوع می‌تواند پیامدهای بلندمدتی برای رشد اقتصادی و تأمین مالی شرکت‌ها داشته باشد.

❖ خروج پول حقیقی از بازار با کاهش جذابیت و افزایش ریسک سهام

تحلیل روند جریان ورود پول حقیقی به بازار سهام ایران از ابتدای سال ۱۳۹۶ تا پایان مرداد ۱۴۰۴ بر پایه داده‌های تجمعی نشان می‌دهد که طی این دوره، بازار سهام با خروج قابل‌توجهی از سرمایه حقیقی مواجه بوده است؛ روندی که به‌وضوح بیانگر کاهش اعتماد عمومی به بازار و تغییر ترجیحات سرمایه‌گذاران است.

بر این اساس، از ابتدای سال ۱۳۹۶ تا پایان مرداد ۱۴۰۴، بیش از ۱۳۱ هزار میلیارد تومان پول حقیقی از بازار سهام خارج شده است. این خروج سرمایه به‌صورت تدریجی اما پیوسته رخ داده و در مقاطع خاصی -مانند پس از ریزش‌های شدید شاخص کل یا انتشار اوراق با نرخ‌های بالا- شتاب بیشتری گرفته است. این روند خروج از حوالی سال ۱۳۹۹ شدت گرفته و در سال‌های ۱۴۰۲ و ۱۴۰۳ به اوج خود رسیده است.

نکته قابل‌توجه دیگر این است که مقایسه جریان تجمعی پول حقیقی در ماه‌های نشان می‌دهد در ماه‌های منتهی به مرداد ۱۴۰۴، ورود پول حقیقی به سهام تقریباً متوقف شده و حتی در برخی مقاطع منفی شده است. این روند نشان می‌دهد که بازار سهام نتوانسته جذابیت خود را برای سرمایه‌گذاران حقیقی بازبایی کند و ابزارهای مالی با ریسک پایین‌تر، جایگزین آن شده‌اند. در مجموع، بررسی روند ورود پول حقیقی به‌روشنی نشان می‌دهد که بازار سهام ایران طی هشت سال گذشته با خروج گسترده سرمایه حقیقی مواجه بوده و این روند در سال‌های اخیر تشدید شده است.

جهش صادراتی و سودآوری زاگرس؛ پتروشیمی پشتاز ایران در بازار جهانی متانول

شرکت پتروشیمی زاگرس با تثبیت جایگاه خود در میان پنج تولیدکننده بزرگ متانول جهان و کسب سهم ۶ درصدی از تجارت جهانی این محصول، در سال های اخیر عملکردی درخشان از خود به جا گذاشته است. رشد ۱۱۴ درصدی درآمد عملیاتی در سه ماهه نخست سال ۱۴۰۴، افزایش ۳۴ درصدی سود هر سهم، و ثبت فروش ۱۲۴ هزار میلیارد ریالی تنها در همین دوره، نشان از استراتژی موفق صادراتی و بهره‌وری عملیاتی دارد. با پیش‌بینی فروش ۳۲۱ هزار میلیارد ریالی تا پایان سال، زاگرس در مسیر تثبیت جایگاه خود به عنوان بازیگر کلیدی بازار جهانی متانول گام برمی‌دارد. شرکت پتروشیمی زاگرس یکی از شرکت های تولیدکننده متانول در جهان است که سهم ۲ درصدی از ظرفیت تولید اسمی متانول جهان و سهم ۶ درصدی از تجارت متانول را به همراه سهم ۲ درصدی از تولید واقعی جهانی متانول به خود اختصاص داده است. این شرکت که جزو ۵ تولیدکننده بزرگ متانول جهان و در جایگاه نخست شرکت های فعال متانولی کشور می باشد، در ۵ سال گذشته موفق به کسب سود مناسبی از محل فروش محصولات خود شده



است. این شرکت در سال ۱۳۹۹ توانست فروش ۱۴۳ هزار میلیارد ریالی را در مقابل بهای تمام شده ۶۱ هزار میلیارد ریالی به ثبت برساند که در سال ۱۴۰۰ با افزایش ۳۵ درصدی همراه و به رقم ۱۹۳ هزار میلیارد ریال رسید.

زاگرس در سال ۱۴۰۱ نیز ارزش فروش محصولات خود را به مبلغ ۲۱۶ هزار میلیارد ریال با افزایش ۱۲ درصدی رساند و طی یک سال این مبلغ را به ۲۶۰ هزار میلیارد ریال افزایش داد. شرکت پتروشیمی زاگرس که در سال ۱۴۰۳ توانست فروش خود را به رقم ۲۳۹ هزار میلیارد ریال رشد دهد، طی ۳ ماهه نخست سال جاری ارزش فروش خود را ۱۲۶ هزار میلیارد ریال اعلام کرد که ۵۳ درصدی از کل فروش سال گذشته را به خود اختصاص می دهد. براساس برآوردهای انجام شده از روند رشد و استراتژی فروش شرکت با فرض آنکه شرکت حدود ۲ میلیون تن متانول تولید و به فروش رسانده و نرخ خوراک ۱۰۰ هزار ریال و نرخ سوخت ۶۰ درصد هزینه خوراک باشد باتوجه به اینکه نرخ فروش صادراتی بر مبنای نرخ های جهانی و نشریات بین المللی می باشد، در ۹ ماهه منتهی به اسفند ۱۴۰۴ میتوان انتظار فروش ۳۲۱ هزار میلیارد ریالی در مقابل هزینه بهای تمام شده ۲۲۰ هزار میلیارد ریالی را برای این شرکت متصور

بود که در آن نرخ یوتیلیتی نیز پیش بینی شده است. همان طور که گفته شد، نتیجه عملکرد ۳ ماهه زاگرس در دوره منتهی به خرداد سال ۱۴۰۴، کسب درآمد عملیاتی ۱۲۶ هزار میلیارد ریالی بارشد ۱۱۴ درصدی نسبت به دوره مشابه سال ۱۴۰۳ بوده است که سود ناخالص ۴۲ هزار میلیارد ریالی را بارشد ۱۱۴ درصدی نسبت به سه ماهه نخست ۱۴۰۳ به همراه داشته است. زاگرس در ۳ ماهه نخست سال جاری، سود هر سهم را با سرمایه ۲ هزار و ۴۰۰ میلیارد ریالی، به رقم ۳ هزار و ۵۷۵ ریال رساند که نسبت به دوره مشابه با افزایش ۳۴ درصدی همراه بود.

این شرکت در ۳ ماهه نخست امسال فروش مذکور را با عرضه ۲۳،۲۲۳ تن در بازار داخلی رساند که سهم ۲۰،۷ درصدی از کل عرضه متانول را شامل می شود، در حالی که در دوره مشابه سال گذشته میزان فروش داخلی شرکت ۲۵،۱۳۲ تن با سهم ۲۲،۹ از کل بازار متانول داخل بوده است. این شرکت در ۳ ماهه نخست امسال، فروش صادراتی را به رقم ۶۵۳،۴۱۳ تن ثبت کرد که رشد ۴۸ درصدی نسبت به مقدار صادرات دوره مشابه سال ۱۴۰۳ داشته است.

شرکت پتروشیمی زاگرس فروش صادراتی خود را با ترم CFR بر پایه منابع معتبر بین المللی انجام داده است؛ به طوری که در ۳ ماهه

مذکور نرخ فروش محصولات حدود ۲۶۷ دلار بوده و آخرین نرخ فروش صادراتی ۲۶۲ دلار بر تن بوده است. این شرکت در بازار داخلی نیز محصولات خود را بر پایه نرخ های اعلامی صنایع پایین دستی پتروشیمی تعیین می کند که در ۳ ماهه امسال به طور متوسط نرخ فروش داخلی ۱۴۵،۸ میلیون ریال بر تن و آخرین نرخ فروش داخلی حدود ۱۳۵،۸ میلیون ریال بر تن بوده است.

نتیجه قیمت گذاری مذکور و عرضه متانول در دو بازار داخلی و صادراتی، فروش ۱۲۴ هزار میلیارد ریال متانول در ۳ ماهه نخست سال جاری بوده است که با رشد ۱۱۶ درصدی همراه بود. مابقی درآمد ۳ ماهه زاگرس از محل عرضه بخار به ارزش ۱ هزار و ۵۰۴ میلیارد ریال بوده است که نسبت به دوره مشابه سال گذشته ۲۷ درصد رشد نموده است.

زاگرس در سه ماهه نخست سال جاری از بودجه ۲ میلیون تنی سال ۱۴۰۴ توانست ۶۴۰ هزار و ۱۷۰ تن را تولید و ۶۷۶ هزار و ۶۳۶ تن را به فروش برساند که هر یک به ترتیب ۳۲ درصد و ۳۴ درصد بودجه مقداری سالانه ۱۴۰۴ بودند. باتوجه به مغروضات نرخ فروش داخلی و صادراتی برای سال ۱۴۰۴، عملکرد ۳ ماهه نخست ۱۴۰۴ زاگرس ۲۸ درصد مبلغ کل فروش متانول را محقق نمود.



از آزمایشگاه جهانی تانیر و گاه داخلی؛ پتروشیمی پارس در مسیر نوآوری و پایداری

کشور به واردات این محصولات عنوان کرد. مدیر مالی شرکت، نیز در خصوص ماده ۱۳۲ قانون مالیات های مستقیم، اعتراض به برگ تشخیص مالیاتی و پیگیری موضوع از طریق دیوان عدالت اداری را یادآور شد. امیری همچنین با اشاره به عملکرد موفق شرکت در سال ۱۴۰۳، آن را «طلایی ترین سال» پتروشیمی پارس توصیف کرد. میرحاجی با تاکید بر اهمیت صرفه جویی در انرژی، به کمک پتروشیمی پارس به تامین برق شبکه کشور از طریق نیروگاه های خود اشاره کرد.

❖ شفاف سازی پتروشیمی پارس در مورد فروش LPG و هزینه های حمل و نقل

مدیر عامل «پارس» در پاسخ به سوالات سهامداران در خصوص فروش LPG، اعلام کرد عمده فروش این محصول از طریق کارگزاری خلیج فارس انجام می شود. مدیران شرکت در خصوص دلیل واگذاری فروش LPG به کارگزاری تجارت صنعت، به پیچیدگی های لجستیکی و ریسک های مرتبط با حمل و نقل در دوران تحریم اشاره کردند و تاکید کردند این کار با رضایت سهامداران اصلی (از جمله پتروشیمی غدیر) انجام شده است. در خصوص افزایش هزینه های حمل و نقل، مدیر مالی «پارس»، با رد اطلاعات ارائه شده از سوی برخی سهامداران، افزایش هزینه ها را ناشی از تغییر نرخ ارز و تغییر نحوه فروش از FOB به CFR عنوان کرد. همچنین مدیر عامل پتروشیمی پارس با اشاره به حضور نمایندگان نهادهای امنیتی در کمیسیون مزایده ها به دلیل مسائل ارزی، تاکید کرد که در صورت امکان، از روش های ارزان تر حمل و نقل استفاده می شد.

❖ مجمع پتروشیمی پارس، سود نقدی ۱۶۰ ریالی را به ازای هر سهم تصویب کرد

در پایان مجمع عمومی سالیانه پتروشیمی پارس، با تعامل سازنده میان هیئت مدیره و سهامداران، سود نقدی ۱۶۰ ریال به ازای هر سهم تصویب شد. این تصمیم در راستای تأمین مالی پروژه های توسعه ای ۱۰۷ میلیارد دلاری شرکت و بهره مندی از معافیت های مالیاتی ماده ۱۴ اتخاذ شد. بخشی از سود انباشته نیز برای افزایش سرمایه آتی اختصاص یافت تا مسیر رشد و سرمایه گذاری های بلندمدت شرکت هموارتر شود.



❖ واردات استاتین ۱۵ در صد سود و تثبیت ضربب آ تا ۱۴۰۴

مدیران پتروشیمی پارس به سوالات سهامداران در خصوص واردات استاتین، نرخ خوراک، توسعه زنجیره ارزش و مسائل مالی پاسخ دادند. مدیر عامل «پارس»، از توافق برای واردات ۲۰۰ هزار تن استاتین با ۱۵ درصد سود خبر داد و این موضوع را در راستای جبران کسری تولید و با حمایت وزارت نفت عنوان کرد. وی همچنین به تثبیت ضربب آ (نرخ خوراک) در سال ۱۴۰۴ با عدد ۰.۷ اشاره کرد و افزود، پیگیری برای تمدید این ضربب برای ۴ سال آینده را در دستور کار قرار دارد. در خصوص نگرانی سهامداران به مصوبه شورای رقابت و الزام به فروش استاتین از طریق بورس کالا، میرحاجی گفت: شرکت در حال پیگیری نهایی شدن این موضوع است تا از ایجاد تعلیق در تامین نیاز بازار جلوگیری شود.

مدیر عامل پتروشیمی پارس همچنین، توسعه زنجیره ارزش پایین دست پروپیلن (PDH) و سرمایه گذاری در تولید محصولاتی مانند اکریلیک اسید، SIPE و سایر مشتقات پروپیلن را اعلام کرد و هدف از این اقدام را کاهش وابستگی

تن حدود ۱۰۱ تا ۱۰۲ دلار است و شرکت در حال پیگیری حذف عوارض گازرسانی غیر منطقی از صورتحساب ها است. وی همچنین نرخ خوراک را بر اساس ضربب ۰.۷ برای محصولات بنزن و اتیلن و با لحاظ نرخ های جهانی محاسبه شده اعلام کرد. در خصوص سهمیه استاتین، مدیر عامل «پارس»، با اشاره به تعدیل ۵۳۱ هزار تنی به شرکت ملی صنایع پتروشیمی (NPC)، از تصمیم برای جبران کسری نیاز کشور از طریق واردات ۲۰۰ هزار تن استاتین خبر داد و گفت اولین محموله ۲۰ هزار تنی در تابستان وارد کشور خواهد شد. این تصمیم با حمایت کمیته تخصصی پتروشیمی در وزارت نفت اتخاذ شده است. امیری همچنین با رد ادعای افزایش ۱۰۰ درصدی هزینه حمل و نقل، آن را ناشی از نوسانات ارز دانست و تاکید کرد هزینه حمل نسبت به سال گذشته کاهش یافته است. در بخش دیگری از مجمع، سهامداران نسبت به وجود کارگزار انحصاری در فروش محصولات و تاثیر آن بر قیمت ها انتقاد کردند. مدیر مالی «پارس» با رد این انتقاد، به جایگاه شرکت پتروشیمی پارس در بازار LPG اشاره کرد و گفت شرکت های دیگر نیز با هزینه های مشابه یا بیشتر فعالیت می کنند.

در مجمع عمومی عادی سالیانه پتروشیمی پارس، سیاوش میرحاجی، مدیر عامل شرکت، با اشاره به افزایش ۶ درصدی تولید و ۷۱ درصدی سودآوری شرکت در سال ۱۴۰۳، افزود، فروش شرکت نیز بارشد ۵۷ درصدی به ۱۰۱



همت رسید. میرحاجی با اشاره به نقش کلیدی شرکت در تامین نیاز های داخلی و صادرات محصولات پتروشیمی، بر اهمیت سرمایه گذاری در پایداری و دیجیتالی سازی تاکید کرد و هشدار داد که عدم توجه به این موارد می تواند منجر به رکود شرکت شود. مدیر عامل «پارس» رتبه دوم آزمایشگاه پتروشیمی پارس در بین ۱۲۰۰ آزمایشگاه جهان و برنامه های شرکت برای استفاده از هوش مصنوعی جهت افزایش بهره‌وری را یادآور شد و تاکید کرد، پتروشیمی پارس در حال توسعه پروژه PDH با ظرفیت تولید ۶۰۰ هزار تن پروپیلن و واحد PP با ظرفیت مشابه است. میرحاجی همچنین افزود، برنامه هایی برای تولید متیونین (یک افزودنی ضروری برای دام و طیور) با هدف خود کفایی در این زمینه در دست اجراست. وی پیش بینی کرد که با توسعه زنجیره ارزش، سود خالص شرکت در اقی ۱۴۰۷ تا ۱۶۰ میلیون دلار خواهد رسید. مدیر عامل «پارس» با بیان اینکه در صورت به تولید رسیدن این زنجیره در سال ۱۴۰۷، سود خالص شرکت حداقل ۱۶۰ تا ۱۷۰ میلیون دلار افزایش خواهد یافت، وعده داد در صورت تحقق این هدف، تیم اجرایی شرکت با یک هواپیمای چارتر به محل پروژه اعزام خواهند شد.

❖ ❖ ❖

❖ نگرانی سهامداران پتروشیمی پارس از هزینه ها و واردات استاتین

در جریان مجمع عمومی عادی سالیانه پتروشیمی پارس سهامداران با طرح سوالاتی در خصوص هزینه های صادرات، نرخ خوراک، سهمیه استاتین و واردات آن، خواستار شفاف سازی شدند. فریدون امیری، مدیر مالی «پارس»، در پاسخ به سوالات سهامداران اعلام کرد هزینه حمل و نقل محصولات به ازای هر

افزایش سرمایه در سایه ابهام؛ بازار چه چیزی را نمی‌بخشد؟

حمیده اثنی عشری

محمدحسین صفرزاده

شرکت‌ها به منظور تأمین نقدینگی مورد نیاز برای توسعه فعالیت‌ها می‌توانند اقدام به افزایش سرمایه کنند و از این رو ملزم به تهیه و تصویب گزارش توجیهی افزایش سرمایه هستند. سرمایه‌گذاران جهت تصمیم‌گیری در خصوص مشارکت در طرح افزایش سرمایه شرکت‌ها به نرخ بازده سهام توجه خاص می‌کنند. عوامل متعددی بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد که بررسی آنها می‌تواند جهت پیش‌بینی بازده سهام اثرگذار باشد.

پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییرات داراییهای غیر جاری عملیاتی در گزارش توجیهی افزایش سرمایه با بازده غیر عادی آتی سهام رابطه معکوس و معناداری دارد ضمن آن که تغییرات همه اجزای دارایی‌های غیر جاری عملیاتی برای بازار محتوای اطلاعاتی دارد که با کم‌واکنشی همراه است.

□□□□

❖ افزایش سرمایه، دارایی‌های غیر جاری و تفسیر بازار از انگیزه‌های مدیریتی

گسترش فعالیت‌های اقتصادی و تحول در معاملات بازرگانی، نیاز شرکت‌ها به منابع مالی برای توسعه و حفظ رقابت را افزایش داده است. بسیاری از شرکت‌ها برای تأمین نقدینگی و الزامات بورس، اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند. طبق ماده ۱۶۱ قانون تجارت، شرکت‌های سهامی موظف به تنظیم گزارش توجیهی افزایش سرمایه و ارائه آن به بازرس قانونی هستند و تصمیم‌گیری نهایی در مجمع عمومی فوق‌العاده انجام می‌شود. سرمایه‌گذاران با انگیزه سود، منابع مالی مورد نیاز واحدهای اقتصادی را تأمین می‌کنند.

افزایش سرمایه به سهامدارانی تعلق می‌گیرد که در زمان مجمع عمومی فوق‌العاده مالک سهام شرکت هستند. سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری در مورد مشارکت در افزایش سرمایه، نرخ بازده سهام را مورد توجه قرار می‌دهند و ابهام در مورد سودآوری حاصل از افزایش سرمایه وجود دارد.

بررسی رابطه محتوای اطلاعاتی گزارش توجیهی افزایش سرمایه، به ویژه پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییر در دارایی‌های غیر جاری، اهمیت دارد. پژوهش‌ها نشان می‌دهند رشد دارایی‌های ثابت از نظر سهامداران به عنوان اخبار بد تلقی می‌شود.

اخبار بد به این معناست که افزایش دارایی‌ها می‌تواند نشان‌دهنده انگیزه‌های شخصی مدیران برای نشان دادن سود بیشتر و افزایش مخارج سرمایه‌ای بدون پوشش هزینه فرصت سرمایه باشد.

در این شرایط، سرمایه‌گذاران آگاه با واکنش منفی، بازده آتی منفی را ایجاد می‌کنند. بنابراین، بین رشد دارایی‌ها و بازده آتی سهام یک رابطه منفی وجود دارد، اما اینکه این رابطه توسط کدام اجزای دارایی‌ها توضیح داده می‌شود و محل تأمین منابع این دارایی‌ها بر این ارتباط اثرگذار است یا خیر، هنوز مشخص نیست.

در این بررسی، واکنش سهامداران نسبت به پیش‌بینی‌های مدیریت درباره تغییرات دارایی‌های غیر جاری در گزارش توجیهی افزایش سرمایه مورد توجه قرار گرفته است. تمرکز اصلی بر این است که آیا افزایش دارایی‌های غیر جاری عملیاتی از محل تأمین مالی جدید، به عنوان نشانه‌ای منفی از سوی سرمایه‌گذاران تلقی می‌شود یا خیر.

واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اجزای مختلف افزایش در دارایی‌های غیر جاری عملیاتی نشان می‌دهد که تغییرات در دارایی‌های ثابت مشهود در مقایسه با سایر اقلام دارایی‌های غیر جاری، ممکن است حامل محتوای اطلاعاتی متفاوتی برای بازار سرمایه باشد. این تفاوت‌ها می‌تواند بازتابی از نحوه درک سرمایه‌گذاران نسبت به اهداف مدیریتی در فرآیند افزایش سرمایه تلقی شود.

❖ فرآیند قانونی افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی

ماده ۱۵۷ اصلاحیه قانون تجارت، دو روش اصلی برای



افزایش سرمایه را مشخص می‌کند: صدور سهام جدید و افزایش مبلغ اسمی سهام موجود. با این حال، ماده ۱۵۹ اصلاحیه قانون تجارت تصریح می‌کند که افزایش سرمایه از طریق بالا بردن مبلغ اسمی سهام موجود، تنها در صورت توافق تمامی صاحبان سهام امکان‌پذیر است، زیرا ممکن است برای آن‌ها تعهد ایجاد کند.

شرکت‌هایی که نزد سازمان بورس و اوراق بهادار ثبت شده‌اند، برای افزایش سرمایه ملزم به طی مراحل زیر هستند: تهیه گزارش توجیهی افزایش سرمایه و گزارش بازرس قانونی، افشای مستقیم گزارش‌ها در سامانه کدال بر اساس دستورالعمل مراحل زمانی افزایش سرمایه و اخذ مجوز افزایش سرمایه از سازمان بورس و اوراق بهادار. پس از آن، باید نسبت به برگزاری مجمع عمومی فوق‌العاده اقدام کنند.

گزارش توجیهی افزایش سرمایه باید شامل توجیه لزوم افزایش سرمایه و گزارشی از وضعیت شرکت از بدو سال مالی جاری باشد و در صورت عدم تصمیم‌گیری مجمع عمومی در مورد حساب‌های سال مالی قبل، گزارشی از وضعیت شرکت از ابتدای سال مالی قبل نیز در آن گنجانده شود. همچنین، گزارش بازرس یا بازرسان قانونی باید شامل اظهار نظر در مورد پیشنهاد هیئت مدیره باشد (تبصره ۲ ماده ۱۶۱ اصلاحیه قانون تجارت)

پس از دریافت مجوز افزایش سرمایه، مجمع عمومی فوق‌العاده می‌تواند به هیئت مدیره اجازه دهد تا ظرف مدت حداکثر پنج سال، سرمایه شرکت را تا میزان معینی به یکی از روش‌های قانونی افزایش دهد (ماده ۱۶۲ قانون تجارت).

❖ چالش‌های پیش روی سهامداران در روش‌های مختلف افزایش سرمایه

سهامداران برای تصمیم‌گیری در خصوص شرکت در افزایش سرمایه با چالش‌های مختلفی مواجه هستند که وابسته به روش افزایش سرمایه شرکت می‌باشد. افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات، زمان‌بر است و ممکن است تا شش ماه طول بکشد تا سهام منتشر شده به پرتفوی منتقل گردد. در روش مطالبات و آورده نقدی، از سهامداران فعلی شرکت خواسته می‌شود به حساب شرکت پول واریز کنند و با توجه به شرایط فعلی بازار، تصمیم‌گیری برای مشارکت یا عدم مشارکت دشوار است. در افزایش سرمایه از محل سود انباشته، تعداد سهام سهامداران افزایش و قیمت سهم کاهش می‌یابد، اما درصد مالکیت حفظ می‌شود که این امر جذابیت سهم را افزایش می‌دهد.

افزایش سرمایه از محل سود انباشته سبب می‌شود سودی بین سهامداران تقسیم نشود. در افزایش سرمایه از محل صرف سهام، تمایل سهامدار اصلی شرکت مهم‌ترین مؤلفه است. عمده‌ترین چالش پیش روی سهامداران عمده در افزایش سرمایه از محل صرف سهام، کاهش درصد مالکیت و در

نتیجه کاهش تأثیرگذاری در تصمیم‌گیری‌های آتی است. کاهش درصد مالکیت سهامداران عمده در افزایش سرمایه از محل صرف سهام، در صورت منجر شدن به از دست دادن کنترل شرکت، می‌تواند مانع عملیاتی شدن رشد ارزش دارایی‌ها برای شرکت‌ها و سهامداران جداگانه شود. مدیریت سرمایه از محل تجدید ارزیابی به دلیل تورم و رشد ارزش دارایی‌ها برای شرکت‌ها و سهامداران جداگانه پدید آمده است.

از جمله مزایای افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی می‌توان به امکان خروج از ماده ۱۴۱ قانون تجارت، افزایش کارایی اطلاعات، به روزرسانی صورت‌های مالی و تقویت ظرفیت تأمین مالی اشاره کرد. چرخه افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی زمان‌بر است و ممکن است بین ۱ تا ۲ ماه طول بکشد که در این مدت سهامداران قادر به فروش سهام خود نخواهند بود.

❖ ارتباط مخارج سرمایه‌ای و بازده سهام

افزایش دارایی‌های شرکت می‌تواند نشان‌دهنده مسیر سودآوری آتی باشد. شناخت اجزای رشد دارایی‌ها و منبع تأمین مالی آن‌ها، ادراک بهتری از رشد دارایی‌ها و اطلاعات دقیق‌تری در مورد بازده آتی شرکت فراهم می‌کند. شاخص رشد دارایی‌ها می‌تواند هم اخبار مثبت و هم اخبار منفی را منتقل کند. مخارج سرمایه‌ای معمولاً همبستگی مثبت و قابل توجهی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند. مخارج سرمایه‌ای همچنین نشان‌دهنده اعتماد تأمین‌کنندگان منابع به مدیر شرکت است.

❖ خالص دارایی‌های عملیاتی و ریسک‌های مرتبط با بازده سهام

❖ رشد دارایی‌ها به سه مؤلفه تقسیم می‌شود: رشد خالص دارایی‌های عملیاتی، رشد بدهی‌های عملیاتی و رشد وجه نقد و اوراق بهادار قابل فروش. تنها رشد خالص

دارایی‌های عملیاتی رابطه منفی با بازده سهام دارد.

❖ مدیریت سود فرصت طلبانه: خالص دارایی‌های عملیاتی بالا می‌تواند مورد سوء استفاده قرار گیرد. مدیران ممکن است سود را به سمت بالا دستکاری کنند با این که هزینه‌ها را به طور نامناسب به دارایی‌های مشهود و نامشهود منتسب کنند یا روش‌های استهلاکی نامناسبی انتخاب کنند. این مدیریت سود معکوس باعث ناامیدی بازار و واکنش منفی به افزایش خالص دارایی‌های عملیاتی می‌شود.

❖ سرمایه‌گذاری بیش از حد ناشی از مسئله نمایندگی: خالص دارایی‌های عملیاتی بالا ممکن است نتیجه سرمایه‌گذاری مدیران در پروژه‌هایی باشد که نه تنها ارزش‌زا نیستند، بلکه مخرب ارزش نیز هستند. زمانی که بازار متوجه این موضوع شود، قیمت سهام اصلاح شده و کاهش می‌یابد.

❖ تغییرات نامطلوب در شرایط کسب و کار:

خالص دارایی‌های عملیاتی بالا می‌تواند نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری زیاد در دارایی‌های ثابت با بازده پایین باشد. سرمایه‌گذاران معمولاً با تأخیر به اطلاعات موجود در صورت‌های مالی واکنش نشان می‌دهند. این امر می‌تواند منجر به ناهنجاری در واکنش به خالص دارایی‌های عملیاتی شود، زیرا بازار در ابتدا به اطلاعات نامطلوب در مورد شرایط تجاری شرکت کم‌واکنش نشان می‌دهد و سپس در طول زمان اصلاح می‌کند.

❖ خطاها در انتظارات در مورد رشد آتی: شرکت‌هایی که خالص دارایی‌های عملیاتی بالایی دارند، ویژگی‌هایی مشابه شرکت‌های رشدی دارند. این موضوع ممکن است باعث شود سرمایه‌گذاران بازدهی مورد انتظار آن‌ها را بیش از واقع ارزیابی کنند و در نتیجه در آینده بازدهی ناامیدکننده‌ای را تجربه کنند که واکنش منفی را در پی دارد.

به طور کلی، افزایش سرمایه اقدامی مطلوب برای تأمین منافع آتی سهامداران است، زیرا به بهبود وضعیت یا رشد تولید و سودآوری شرکت منجر می‌شود.

اما در شرایط کنونی اقتصاد کشور، بسیاری از شرکت‌ها تنها با هدف تأمین مخارج عادی خود اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند و افزایش سرمایه در شرکت‌ها موجب رشد سودآوری می‌شود.

در این شرایط، سهامداران در خصوص مشارکت در طرح‌های افزایش سرمایه تردید دارند و باید شرایط و بنیاد شرکت را بررسی کرده و به این نتیجه برسند که افزایش سرمایه منطقی و سودآور خواهد بود.

گزارش توجیهی افزایش سرمایه که شرکت‌های سهامی ملزم به تهیه آن هستند، می‌تواند اطلاعات مورد نیاز سهامداران را فراهم کند.

پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییر در دارایی‌های ثابت مشهود با بازده غیر عادی آتی سهام رابطه معکوس و معناداری دارد، زیرا رشد دارایی ثابت منجر به افزایش هزینه استهلاک و کاهش سود می‌شود.

واکنش منفی بازار به دارایی‌های ثابت مشهود در مقایسه با سایر اقلام دارایی‌های غیر جاری عملیاتی کمتر بوده و این موضوع با فرضیه ریسک پایین‌تر در تغییرات دارایی‌های ثابت هم‌راستا است. پیش‌بینی‌های مدیریت درباره تغییر در سایر دارایی‌های غیر جاری عملیاتی، پس از کنار گذاشتن دارایی‌های ثابت مشهود، با بازده غیر عادی آتی سهام همراه بوده است.

مدیریت باید در استفاده از منابع حاصل از افزایش سرمایه دقت کند و صرفاً تغییرات در دارایی‌ها را که در اثر افزایش سرمایه حاصل می‌شوند مدنظر قرار دهد.

سرمایه‌گذاران باید در واکنش به اطلاعات مندرج در گزارش افزایش سرمایه به ویژگی‌های رفتاری مدیریت نیز توجه کنند و به پیش‌بینی‌های مثبت یا خوش‌بینانه از مدیرانی که عملکرد مناسبی ندارند، وزن چندانی ندهند.

از آنجایی که گزارش‌های توجیهی افزایش سرمایه مبتنی بر اطلاعات مالی آتی است و قضاوت‌های مدیریت در آن بسیار اثرگذار است، پیشنهاد می‌شود نهاد ناظر اقدام به رتبه‌بندی مدیران یا شرکت‌ها از منظر قابلیت اتکا یا خوشنامی در ارائه قضاوت‌های کم‌ریسک یا کیفیت قضاوت نماید.

تجدید ارزیابی دارایی‌ها به عنوان یک الزام مدیریتی برای شفافیت مالی

از این سود، به جای توزیع بین سهامداران، در شرکت‌ها تحت عنوان‌های مختلف نگهداری می‌شود و گاهی نیز برای افزایش سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد. این موضوع می‌تواند به تعویق افتادن تقسیم سود منجر شود و در برخی موارد، افزایش سرمایه نیز به صورت تدریجی و طی چند سال انجام می‌پذیرد نکته قابل توجه این است که در دهه اخیر، نظارت کافی بر نحوه مصرف این افزایش سرمایه صورت نگرفته است. بازرسان قانونی در گزارش‌های خود، به تفکیک نحوه مصرف افزایش سرمایه (چه به صورت نقدی، چه از محل سود انباشته یا اندوخته) اشاره‌ای نمی‌کنند. متأسفانه، سازمان بورس و اوراق بهادار نیز تاکنون ساختار مشخصی برای پیگیری این موضوع ایجاد نکرده است.

در این شرایط، انتظار می‌رود سهامداران عمده که نفوذ قابل توجهی در شرکت‌ها دارند، از طریق نمایندگان خود در هیئت مدیره، نظارت دقیق‌تری بر نحوه مصرف این منابع داشته باشند. با این حال، در بسیاری از موارد، این نظارت به طور کامل انجام نشده است.

علاوه بر این، پروژه‌های متعددی در داخل شرکت‌ها تعریف می‌شوند که برخی از آن‌ها رها شده، برخی به سرانجام نمی‌رسند و برخی نیز به دلیل موانعی مانند عدم تخصیص ارز یا افزایش قیمت‌ها، طولانی می‌شوند. این مسائل، کنترل و نظارت بر نحوه مصرف افزایش سرمایه را دشوارتر می‌کند، به ویژه در شرایط تحریم و محدودیت‌های ارزی.

❖ نگاهی به کارکرد افزایش سرمایه در شرکت‌های بورسی

به عنوان مثال شرکت فولاد مبارکه اصفهان، شرکتی که در سال ۱۳۸۵ با سرمایه‌ای معادل ۱,۷ همت وارد بورس شد، امروزه با سرمایه‌ای بالغ بر ۱۵۰ همت، رشدی صدبرابری را تجربه کرده است. این افزایش سرمایه، که بخش عمده آن از محل سود انباشته حاصل شده، سوالاتی را در مورد نحوه به‌کارگیری این منابع و انطباق آن با ذات اصلی فعالیت شرکت مطرح می‌کند.

فولاد مبارکه، برخلاف تمرکز بر توسعه و افزایش ظرفیت تولیدی در داخل، بخش قابل توجهی از این سرمایه را صرف خرید سهام فولاد هرمزگان، معادن فلزات و توسعه واحدهای جانبی مرتبط با محصولات خود کرده است. به عبارت دیگر، این شرکت به جای تقویت بنیان تولیدی خود، به سمت تبدیل شدن به یک هلدینگ مالی گام برداشته است.

این رویکرد در سایر شرکت‌های بورسی نیز قابل مشاهده است. در صنعت پالایشگاهی، با وجود الزام قانونی به تخصیص ۴۰ درصد سود به افزایش ظرفیت تولید، شاهد سرمایه‌گذاری‌های ناموفق و خروج از حوزه اصلی فعالیت هستیم. برای مثال، شرکت پالایش تهران با سرمایه‌گذاری در پتروشیمی شازند، نه تنها نتوانسته است بازدهی مورد انتظار را کسب کند، بلکه این واحد نیز از سودآوری به زیان‌دهی رسیده است.

این موارد نشان می‌دهد که منابع مالی جمع‌آوری شده از سهامداران، در برخی موارد در پروژه‌هایی با بازدهی پایین یا حتی زیان‌ده سرمایه‌گذاری شده‌اند. در چنین شرایطی، حفظ ارزش سرمایه سهامداران از طریق سپرده‌گذاری در بانک یا توزیع سود، می‌توانست گزینه بهتری باشد. این نوع افزایش سرمایه‌ها نیازمند نظارت دقیق‌تر و کارآمدتر از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار است. پیشنهاد می‌شود پیش از تصویب افزایش سرمایه، علاوه بر تایید حسابرس، از کارشناسان فنی نیز برای ارزیابی بازدهی اقتصادی پروژه‌های مورد نظر، تاییدیه گرفته شود. این گزارش باید در اختیار سازمان بورس قرار گیرد تا کارشناسان مالی و فنی این سازمان، با بررسی دقیق، امکان‌سنجی و توجیه اقتصادی پروژه را ارزیابی کنند.

همچنین، لازم است در مجمع عمومی صاحبان سهام، نظارت بیشتری بر فرآیند تصمیم‌گیری اعمال شود، به‌ویژه از سوی سهامداران با نفوذ و اهمیت. در حال حاضر، قانون تجارت به بازرسان اجازه می‌دهد حتی با وجود نظر منفی، افزایش سرمایه را تایید کند که این موضوع جای نگرانی دارد در نهایت، حسابرسان نیز باید موظف شوند در گزارش‌های مالی سالیانه، نحوه به‌کارگیری منابع حاصل از افزایش سرمایه را به طور شفاف گزارش دهند. با تقویت نظارت‌ها و افزایش شفافیت، می‌توان از هدر رفتن سرمایه سهامداران خرد و حفظ ارزش دارایی‌های آن‌ها در بازار سرمایه مطمئن حاصل کرد.

ادامه در صفحه ۱۷



به طور خلاصه، عدم تجدید ارزیابی دارایی‌ها می‌تواند تصویری غیرواقعی از وضعیت مالی شرکت‌ها ارائه دهد و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را با مشکل مواجه کند. افزایش شفافیت از طریق تجدید ارزیابی، گامی مهم در جهت بهبود کیفیت گزارشگری مالی و ارتقای اعتماد سرمایه‌گذاران است.

❖ نقش حسابرس مستقل و ضرورت اصلاح استانداردهای حسابداری در تجدید ارزیابی دارایی‌ها

● **بورس امروز: نقش حسابرس مستقل در الزام شرکت‌ها به تجدید ارزیابی چیست؟ آیا استانداردهای حسابداری فعلی کافی هستند یا نیاز به اصلاح دارند؟**

● **علیرضا عسگری مارانی:** حسابرسان مستقل، با وجود اعتقاد به اهمیت تجدید ارزیابی دارایی‌ها، در حال حاضر فاقد اختیار قانونی برای الزام شرکت‌ها به این کار هستند. به بیان دیگر، حسابرسان می‌توانند ضرورت تجدید ارزیابی را به شرکت‌ها گوشزد کنند و در گزارش‌های خود به این موضوع اشاره نمایند، اما نمی‌توانند به طور قانونی آن‌ها را به انجام آن ملزم کنند.

راه حل اساسی، تدوین یک قانون جامع در سطح ملی است. پیشنهاد می‌شود در بودجه سال ۱۴۰۵، فرصت چند سال‌های (مثلاً پنج سال) به تمامی بنگاه‌ها، اعم از بورسی، غیربورسی و دستگاه‌های دولتی، برای انجام تجدید ارزیابی دارایی‌ها داده شود. پس از اتمام این دوره زمانی، حسابرسان مستقل می‌توانند بر اساس قانون جدید، عدم انجام تجدید ارزیابی را به عنوان یک مغایرت گزارش دهند.

در خصوص کفایت استانداردهای حسابداری فعلی، به نظر می‌رسد نیاز به بازنگری و اصلاح وجود دارد. استانداردهای فعلی، چارچوب کلی تجدید ارزیابی را مشخص می‌کنند، اما فاقد جزئیات کافی برای اجرای عملی آن هستند. همچنین، عدم وجود یک قانون الزام‌آور، مانع از اجرای گسترده‌ی تجدید ارزیابی و دستیابی به شفافیت مالی مورد نظر می‌شود.

به طور خلاصه، برای تحقق کامل مزایای تجدید ارزیابی دارایی‌ها، نیازمند ترکیبی از قانون‌گذاری، اصلاح استانداردهای حسابداری و نظارت دقیق حسابرسان مستقل هستیم.

❖ افزایش سرمایه از محل سود انباشته بدون ارتقای ظرفیت تولید

● **بورس امروز: آیا افزایش سرمایه از محل سود انباشته، در حالی که هیچ ارتقایی در ظرفیت تولید ایجاد نمی‌شود، به منزله‌ی بلوکه کردن سود سهامداران نیست؟**

● **علیرضا عسگری مارانی:** سود انباشته، طبق قانون تجارت، در مجمع عادی سالیانه از طریق جمع‌آوری سود سال جاری و سود (یا زیان) سال‌های گذشته، به عنوان مبنای تقسیم سود محاسبه می‌شود. بنابراین، این سود در واقع متعلق به سهامداران است و آن‌ها حق دریافت آن را دارند. متأسفانه، در عمل مشاهده می‌شود که بخش قابل توجهی

شرکت‌های بورسی به دلیل ترکیبی از ملاحظات مالیاتی، چالش‌های ارزیابی، محدودیت‌های ساختاری و نگرانی‌های مربوط به سودآوری، از تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌پذیر خودداری می‌کنند. علیرضا عسگری مارانی، کارشناس ارشد بازار سرمایه در گفت و گو با خبرنگار بورس امروز به بررسی ابعاد و دلایل این موضوع پرداخته که مشروح آن در ذیل آمده است.

❖ ❖ ❖

❖ چرایی عدم تمایل شرکت‌ها به تجدید ارزیابی دارایی‌های ثابت استهلاک‌پذیر

● **بورس امروز: چرا شرکت‌ها معمولاً تجدید ارزیابی دارایی‌های ثابت خود را انجام نمی‌دهند؟**

علیرضا عسگری مارانی: در دسته‌بندی دارایی‌های شرکت‌ها، دو گروه اصلی وجود دارد: دارایی‌های استهلاک‌پذیر و دارایی‌های غیر استهلاک‌پذیر. تاکنون، بیشتر شرکت‌هایی که اقدام به تجدید ارزیابی دارایی‌ها کرده‌اند، بر روی دارایی‌های غیر استهلاک‌پذیر مانند زمین یا سرمایه‌گذاری‌ها تمرکز داشته‌اند و کمتر به تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌پذیر مانند ماشین‌آلات، تجهیزات و ساختمان‌ها مبادرت ورزیده‌اند.

دلیل اصلی این رویکرد، ملاحظات مالیاتی است. در صورتی که شرکت‌ها بخواهند مازاد ارزش حاصل از تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌پذیر را به عنوان افزایش سرمایه ثبت کنند، مشمول مالیات خواهند شد. این موضوع، انگیزه شرکت‌ها را برای انجام این نوع تجدید ارزیابی کاهش داده است.

علاوه بر این، ارزیابی دقیق دارایی‌های استهلاک‌پذیر، به ویژه ماشین‌آلات و تجهیزات قدیمی در صنایع با سابقه، می‌تواند چالش‌برانگیز باشد. تعیین ارزش روز این دارایی‌ها، به دلیل فرسودگی و احتمال منسوخ شدن فناوری، نیازمند تخصص و صرف زمان و هزینه است.

با این حال، در راستای افزایش شفافیت مالی و بهبود کنترل‌های داخلی، مدیریت شرکت‌ها ملزم به شناخت دقیق و به‌روز دارایی‌های خود و ارزش آن‌ها هستند. اگرچه در حال حاضر هیچ الزام قانونی مشخصی برای تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌پذیر وجود ندارد، اما این موضوع به عنوان یک الزام مدیریتی و در جهت ارتقای کیفیت گزارشگری مالی مورد توجه قرار می‌گیرد. به بیان دیگر، آگاهی از ارزش واقعی دارایی‌ها، ابزاری ضروری برای تصمیم‌گیری‌های صحیح و نظارت موثر بر عملکرد شرکت است.

❖ موانع و ملاحظات تجدید ارزیابی دارایی‌های ثابت: نگاهی عمیق‌تر

● **بورس امروز: آیا شرکت‌ها به درستی از دارایی‌های خود استفاده می‌کنند و بازده مناسبی از آن‌ها کسب می‌کنند؟**

● **علیرضا عسگری مارانی:** ارزیابی نحوه استفاده از دارایی‌ها و میزان بازدهی آن‌ها، جزء اصول اساسی کنترل‌های داخلی و حاکمیت شرکتی است. در این راستا، اداره بنگاه‌ها موظف به نظارت دقیق بر دارایی‌های خود هستند. همانطور که در جلسات سازمان بورس مطرح شد، هیچ محدودیتی از نظر استانداردهای حسابداری برای انجام تجدید ارزیابی دارایی‌ها وجود ندارد و این اقدام باید در تمامی شرکت‌ها، اعم از بورسی، دولتی و خصوصی، صورت پذیرد. هدف از این کار، آگاهی کامل مدیران از نحوه مدیریت دارایی‌ها و پوشش بیمه‌ای مناسب آن‌ها است.

با این حال، چند نکته کلیدی مانع از اجرای گسترده‌ی تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌پذیر شده است. علاوه بر ملاحظات مالیاتی و دشواری ارزیابی دقیق ماشین‌آلات و تجهیزات قدیمی، دو عامل مهم دیگر نیز وجود دارد:

نخست، ساختار سرمایه‌ای و ارزش بازار شرکت‌ها. در شرایط فعلی، افزایش سرمایه از طریق تجدید ارزیابی دارایی‌ها با محدودیت‌هایی مواجه است. استانداردهای حسابداری اجازه نمی‌دهند مازاد ارزش حاصل از تجدید ارزیابی به عنوان افزایش سرمایه ثبت شود، بلکه باید در «اندوخته تجدید ارزیابی» منظور گردد. این در حالی است که بسیاری از شرکت‌ها تمایل دارند از افزایش سرمایه برای جبران زیان انباشته (بیش از ۵۰٪ سرمایه) و ارتقای رتبه اعتباری خود استفاده کنند تا بتوانند از طریق دریافت وام یا

فرمول تورمی و پایان

زبان دهی؛ آینده‌ای متفاوت

برای صنعت خودرو

بهناز اکبرپور

تحلیلگر بازار سرمایه

در صنعت خودرو در کشور ایران، همواره نحوه قیمت‌گذاری خودرو محل چالش بوده است و به جرات می‌توان گفت که بیشترین ضرر از قیمت‌گذاری دستتوری طی سالیان اخیر را شرکت‌های خودروساز و سهامداران این شرکت‌ها و بیشترین منفعت را نیز مافیای خودرو برده است. اخیرا شرکت ایران خودرو اقدام به انتشار شفاف‌سازی کرده است که در آن بیان شده دستورالعمل تنظیم بازار خودروی توسط شورای رقابت تغییراتی داشته است که مهم‌ترین آن «اعمال نرخ‌های فروش در چارچوب رعایت ضوابط قیمت‌گذاری هیئت تعیین و تثبیت قیمت توسط هیئت‌مدیره و سپس ارسال کلیه مستندات قیمت جهت سازمان حمایت و رسیدگی و نظارت پسین آن سازمان» می‌باشد. اگر مصوبه مذکور حالت اجرایی پیدا کند، از این پس هیئت‌مدیره شرکت‌های خودروساز می‌توانند با توجه به هزینه‌های تولید و سود متعارفی، قیمت خودرو را تعیین کنند و حتی شرایط پذیرش مجدد خودرو در بورس کالا نیز فراهم خواهد گردید. تاکنون به‌دلیل زیان‌ده بودن بیشتر شرکت‌های خودروسازی، روش‌های ارزش‌گذاری همچون P/E و یا تنزیل سودهای نقدی آتی در این شرکت‌ها کاربردی نداشته و تحلیل‌گران از روش‌های جایگزین همچون خالص ارزش دارایی‌ها، ارزش جایگزینی و نسبت P/S برای ارزش‌گذاری این شرکت‌ها استفاده می‌کرده‌اند. حال با تغییرات احتمالی، در صورتی که این شرکت‌ها طی سال‌های آتی سودآور شوند، نسبت P/E نیز می‌تواند به روش‌های ارزش‌گذاری این صنعت اضافه شود و حتی میانگین تحلیلی نسبت P/S این صنعت نیز به‌دلیل حذف قیمت‌گذاری دستوری می‌تواند در تحلیل‌ها افزایش پیدا کند که این موضوع در بلندمدت می‌تواند منجر به افزایش ارزش ذاتی شرکت‌های خودروساز گردد و قابلیت تحلیل‌پذیری این صنعت را افزایش دهد. در خصوص افزایش شفافیت مالی و اعتماد سرمایه‌گذاران با اعمال نرخ‌های جدید، باید اذعان داشت که تاکنون این صنعت از قابلیت تحلیل‌پذیری پایینی برخوردار بوده است و قیمت فروش خودرو همگام با هزینه‌های سالیانه خودروسازها نبوده است ولی با مرور زمان و اعمال نرخ‌های جدید، سرمایه‌گذاران می‌توانند سیاست‌های هیئت‌مدیره شرکت‌ها را در خصوص سود متعارف فروش هر خودرو بهتر از گذشته رصد نمایند و با توجه به تورم سالیانه و سناریوهای افزایش نرخ آزاد و نیمایی، در تحلیل‌ها و بررسی‌های خود ابتدا بهای تمام‌شده هر خودرو را در سناریوهای مختلف برآورد نمایند و سپس اقدام به پیش‌بینی فروش و سود خالص شرکت‌ها نمایند و این موضوع قطعاً شرایط شفافیت مالی این صنعت را افزایش چشم‌گیری خواهد داد. در تحلیل بنیادی سهام خودروسازان، ریسک تغییرات سیاست قیمت‌گذاری جزو ریسک‌های کلیدی صنعت است و باید به‌طور جدی در مدل ارزش‌گذاری لحاظ شود. این کار معمولاً با دو روش مرسوم انجام می‌شود. در روش اول که سناریوسازی می‌باشد، تحلیلگر می‌تواند به‌طور مثال از سه سناریوی بدبینانه (قیمت‌گذاری دستوری)، سناریوی میانه (مبتنی بر تورم) و سناریوی خوش‌بینانه (عرضه در بورس کالا و یا آزادسازی کامل قیمت خودرو) استفاده نماید که تاکنون در کمتر تحلیلی دو سناریو میانه و خوش‌بینانه مورد استفاده قرار می‌گرفت. روش دوم نیز، تحلیل حساسیت می‌باشد که سرمایه‌گذاران می‌توانند بررسی نمایند که با توجه به تغییرات طیف مختلف تورمی و افزایش قیمت فروش خودرو، سود هر سهم، نسبت P/E و P/S خودروسازها چه تغییری می‌نماید و استفاده از این دو روش می‌تواند ریسک‌های ناشی از قیمت‌گذاری دستوری را در تحلیل‌های مورد بررسی بیشتری قرار دهد. در ادامه باید دقت داشت که واقعی‌سازی قیمت فروش خودرو در کل زنجیره‌ی صنعت خودرو و تأثیر مثبت خواهد داشت و شرکت‌های قطعه‌سازی نیز از این تغییرات قیمتی منتفع خواهند شد. در این خصوص باید اذعان داشت که قطعه‌سازها در آمد خود را از فروش به خودروسازان به‌دست می‌آورند و وقتی قیمت خودرو دستتوری باشد و خودروساز زیان بدهد، معمولاً پرداخت مطالبات قطعه‌سازها با تأخیر یا به‌صورت تسویه غیرنقدی (تهاتر یا اوراق) انجام می‌شود و این امر در بلندمدت فشار نقدینگی به قطعه‌سازها می‌آورد و این شرکت‌ها روی به تأمین مالی بانکی آورده و حاشیه سود خالص آن‌ها کاهش می‌یابد. همچنین از آن جایی که مالک بسیاری از شرکت‌های قطعه‌سازی، شرکت‌های خودروساز می‌باشند، در شرایط قیمت‌گذاری دستوری، خودروسازها معمولاً سعی می‌کنند قیمت خرید قطعه را پایین نگه دارند تا بخشی از زیان آن‌ها جبران شود، پس در نتیجه بهبود شرایط فروش و عملیاتی خودروسازها، شرایط بنیادی شرکت‌های قطعه‌سازی را نیز بهبود می‌بخشد. در نهایت باید اذعان داشت که تغییر فرمول قیمت‌گذاری خودرو به سمت شفافیت و واقع‌گرایی، می‌تواند هم ارزش‌گذاری سهام خودروسازان را بهبود دهد و هم اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش دهد. همچنین بهبود نقدینگی خودروسازان اثر مثبت زنجیره‌ای روی قطعه‌سازان خواهد داشت. با این حال سرمایه‌گذاران باید ریسک سیاست‌گذاری را در تحلیل‌های خود از طریق سناریوسازی لحاظ نمایند.



حسن خضوعی

تحلیل‌گر کارگزاری صبا‌تامین

موضوع قیمت‌گذاری خودرو در سال‌های اخیر همواره در زمره خبرسازترین موضوعات اقتصادی کشور بود. کشمکش خودروسازان با شورای رقابت در خصوص نحوه قیمت‌گذاری خودرو و درخواست خودروسازان برای رشد قیمت‌ها و مخالفت‌های شورای رقابت با این موضوع، داستان تکراری سال‌های اخیر صنعت خودروسازی است.

به گفته مدیران خودروسازان شناسایی زبان ناخالص و زبان خالص در صورت‌های مالی این شرکت‌ها به دلیل قیمت‌گذاری دستوری و عدم آزادسازی نرخ فروش بوده و در صورت آزادسازی قیمت فروش خودروها، ایران خودرو و سایپا می‌توانند سودده شوند. با این وجود، شورای رقابت همواره به دلایلی همچون انحصاری بودن تولید خودرو در کشور و تعرفه بالای واردات خودرو، از آزادسازی قیمت و در بسیاری از موارد از رشد قیمت فروش کارخانه خودروها جلوگیری نموده است.

مراجعه به صورت‌های مالی دو خودروساز بزرگ کشور یعنی ایران خودرو و سایپا نشان از وجود زیان دهی سنگین این دو شرکت دارد. در بخش عملیاتی هر دو شرکت زیان خالص گزارش نموده‌اند. بررسی‌ها گفته مدیران خودروساز در خصوص علت زیان دهی شرکت‌ها را تا حد زیادی تایید می‌کند. زیرا بخش عمده‌ای از مواد اولیه و قطعات مورد استفاده در خودروها، نرخ‌گذاری آزاد داشته و قیمت آن‌ها متناسب با تورم و نوسانات قیمت مواد اولیه رشد می‌کند. حال آن که قیمت خودرو با آهنگ بسیار ملایم تری نسبت به مواد اولیه و قطعات مصرفی افزایش می‌یابد.

با این حال، این ادعا که تنها دلیل گزارش زیان ناخالص خودروسازان عدم رشد قیمت فروش خودروهاست به هیچ عنوان وارد نیست. بررسی‌ها نشان می‌دهد و جود ظرفیت‌های خالی تولید در شرکت‌های گروه، خرید قطعات وارداتی با قیمت اصلی (بدلیل تحریم)، وجود کارکنان مازاد در گروه و... همگی از عواملی است که هزینه‌های عملیاتی مجموعه را بالا برده و در نهایت موجبات شناسایی زیان عملیاتی در این دو خودروساز را فراهم آورده است.

بررسی صورت‌های مالی ایران خودرو و سایپا نشان می‌دهد بخش عمده‌ای از زیانده‌ی آن‌ها مربوط به چالش‌های نقدینگی و شناسایی هزینه‌های مالی هنگفت



سعید حاج حیدری

مدیر پرتفوی سبدگردان همراه

با اجرای فرمول جدید قیمت‌گذاری خودرو، صنعت خودروسازی کشور وارد مرحله‌ای تازه و متفاوت شده است. این فرمول که بر مبنای نرخ تورم و صورت‌های مالی شش‌ماهه شرکت‌ها تدوین شده، پیوندی مؤثر میان واقعیت‌های اقتصادی کشور و سیاست‌های فروش خودروسازان ایجاد می‌کند. در سال‌های گذشته، یکی از چالش‌های اساسی این صنعت، فاصله قابل توجه میان قیمت کارخانه و بازار آزاد بود؛ موضوعی که به زیان انباشته شرکت‌ها و کاهش توان رقابتی آن‌ها در بازار منجر شد. اکنون با فاصله‌گیری از نظام قیمت‌گذاری دستوری و حرکت به‌سوی سازوکارهای مبتنی بر بازار، زمینه‌ای فراهم شده تا خودروسازان با انگیزه بیشتری به تولید محصولات به‌روز، باکیفیت و سودآور روی آورند. در شرایط کنونی، خودروسازان نه‌تنها فرصت جبران زیان‌های انباشته گذشته را دارند، بلکه می‌توانند با بازنگری در ترکیب محصولات، سسید تولید خود را بهینه کرده و محصولات کم‌بازده را حذف کنند. از این منظر، اجرای فرمول جدید قیمت‌گذاری را باید یک تحول مثبت و مهم دانست؛ تحولی که شاید در ۱۵ سال اخیر بی‌سابقه بوده باشد. انتظار می‌رود در گام نخست، این اصلاحات منجر به کاهش زیان‌دهی شرکت‌های خودروسازی شود و در مراحل بعد، زمینه‌ساز سودآوری پایدار و افزایش ارزش ذاتی سهام آن‌ها گردد. البته تحقق کامل این مزایا مشروط به آن است که شرکت‌ها، علاوه بر اصلاح نظام قیمت‌گذاری، مدیریت هزینه‌های مالی، سربار و سایر هزینه‌های جانبی را نیز در اولویت راهبردی خود قرار دهند.

❖❖❖

❖ **مصوبه جدید و آغاز فصل تازه‌ای از شفافیت مالی؛ گامی مؤثر در بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران**

مصوبه اخیر را می‌توان نقطه‌عطفی در مسیر ارتقای شفافیت مالی صنعت خودروسازی کشور دانست. با اجرای این مصوبه، شکاف میان قیمت کارخانه و بازار آزاد کاهش یافته و فروش‌های زیان‌ده مبتنی بر نرخ‌های دستوری جای خود را به سازوکارهای منطقی‌تر می‌دهند. در نتیجه، حاشیه سود شرکت‌ها به واقعیت‌های اقتصادی نزدیک‌تر شده و زمینه برای تدوین استراتژی‌های توسعه‌محور، بهینه‌سازی سید محصولات و افزایش بهره‌وری فراهم می‌شود.

آثار اجرای این مصوبه به‌صورت مستقیم در صورت‌های مالی شرکت‌های خودروسازی قابل مشاهده خواهد بود. اصلاح ترکیب محصولات، کاهش زیان انباشته و بهبود جریان نقدینگی از جمله عواملی هستند که می‌توانند نگاه سرمایه‌گذاران را نسبت به این صنعت تغییر دهند. هر چه صورت‌های مالی شفاف‌تر و قابل‌اتکا تر باشند، اعتماد به داده‌های

معضل خودروسازان، آزادسازی قیمت‌ها و یا مدیریت؟

است. طبق صورت‌های مالی منتشر شده، گروه ایران خودرو و سایپا در سال ۱۴۰۳ هر یک حدود ۲۳ هزار میلیارد تومان هزینه مالی شناسایی کرده‌اند. این چالش نقدینگی و این هزینه‌های مالی در حالی است که به گواه صورت‌های مالی، دو شرکت دارائی‌های غیرعملیاتی و غیرمولد زیادی در سبد دارائی خود دارند که نگهداری این دارائی‌ها در کنار وجود چنین چالش مالی عمیقی جای سؤال و تعجب است. به صورت نمونه، در بخش سرمایه‌گذاری‌ها، گروه ایران خودرو در پایان سال ۱۴۰۳، تعداد ۹۴ شرکت فرعی (دارای کنترل) داشته است. هر چند که بخش قابل توجهی از این شرکت‌ها مرتبط با حوزه خودروسازی (تولید قطعه و ...) بوده‌اند اما بررسی‌ها نشان می‌دهد تعداد زیادی از آن‌ها ارتباط چندانی با صنعت خودروسازی نداشته‌اند. در اختیار داشتن بلوک کنترلی شرکت تولیدی قند ثابت خراسان، دو باشگاه فرهنگی و ورزشی، چندین شرکت بازرگانی با فعالیت‌های مشابه و چندین شرکت سرمایه‌گذاری با فعالیت مشابه از این نمونه است. علاوه بر این، ایران خودرو در بخش شرکت‌های وابسته، تملک ۴۰ درصد از سهام بانک پارسیان را در اختیار دارد که با توجه به زیان‌دهی این بانک در سال‌های اخیر، این تملک هیچگونه عایدی برای این شرکت فراهم نساخته است.

گروه سایپا نیز در این حوزه شرایط مشابهی دارد. بر اساس صورت‌های مالی، گروه سایپا تعداد ۹۶ شرکت فرعی (دارای کنترل) در سبد دارائی‌های خود دارد که اگر چه بخش عمده آن‌ها در حوزه‌های مرتبط با صنعت فعالیت می‌کنند اما تعداد شرکت نامرتبط نیز در آنها کم نیست. وجود شرکت‌های سرمایه‌گذاری متعدد و با فعالیت کاملاً مشابه دلیل بر این ادعاست. به علاوه در بخش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های وابسته، گروه سایپا بلوک ۱۵درصدی تامین سرمایه لوتوس پارسیان را در اختیار دارد.

علاوه بر سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های نامرتبط، گروه‌های ایران خودرو و سایپا هر یک املاک و مستغلات پر شمار و بعضاً بسیار باارزشی را در اختیار دارند که فروش هریک از آنها می‌تواند موجبات کاهش مشکلات نقدینگی و تبع آن کاهش هزینه‌های مالی و کاهش زیان‌دهی شرکت را فراهم آورد.

از این روی، عقیده نگارنده آن است که هر چند قیمت‌گذاری دستوری تیشه به ریشه صنعت خودروسازی کشور به عنوان یک صنعت بسیار موثر در اقتصاد زده اما پنهان شدن مدیران خودروسازی در پشت این تصمیم بسیار غلط دولتی نیز به همان اندازه اشتباه و برای صنعت خودرو زیان بار است. لذا به نظر می‌رسد صنعت خودروسازی کشور به آزادسازی قیمت‌ها و تغییر دید مدیران به مدیریت شرکت‌ها به یک اندازه محتاج است.

بازتعریف آینده صنعت خودرو؛

قطعه‌سازان، خودروسازان و سرمایه‌گذاران در یک مسیر تازه

بنیادی شرکت‌ها افزایش یافته و احتمال جذب سرمایه‌های جدید به سمت صنعت خودرو بیشتر خواهد شد. به‌بیان دیگر، این مصوبه علاوه بر تقویت سودآوری، می‌تواند نقش مؤثری در بهبود فضای روانی بازار سرمایه ایفا کند.

❖❖ **مدیریت ریسک و سناریوسازی در تحلیل بنیادی**

برای تحلیل صنعت خودرو در شرایط جدید، سرمایه‌گذاران باید از رویکرد سناریومحور بهره بگیرند. در این چارچوب، ترسیم حداقل سه سناریوی خوش‌بینانه، متعادل و بدبینانه ضروری است تا بتوان چشم‌اندازهای مختلف را به‌درستی ارزیابی کرد و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را بر پایه تحلیل‌های دقیق‌تری انجام داد. در سناریوی خوش‌بینانه، فرض بر این است که نظام قیمت‌گذاری به‌طور کامل آزاد شده و خودروسازان قادرند محصولات خود را با حاشیه سود مطلوب عرضه کنند. این شرایط می‌تواند زمینه‌ساز افزایش بهره‌وری، بهبود کیفیت محصولات و رشد پایدار سودآوری در صنعت خودرو باشد. در سناریوی متعادل، نظام قیمت‌گذاری به‌صورت ترکیبی اعمال خواهد شد؛ به‌گونه‌ای که بخشی از قیمت‌ها بر اساس مکانیزم عرضه و تقاضای بازار تعیین می‌شود و بخش دیگر تحت نظارت و کنترل نهادهای دولتی باقی می‌ماند. این مدل می‌تواند تعادلی نسبی میان منافع تولیدکنندگان و دغدغه‌های مصرف‌کنندگان ایجاد کند. در سناریوی بدبینانه، ممکن است کشور بار دیگر به سیاست‌های سخت‌گیرانه و کنترل شدید دولتی بازگردد. افزون بر این، سرمایه‌گذاران باید ریسک‌های کلان‌تری نظیر فعال شدن مکانیزم ماشه، تغییرات در سیاست‌های ارزی، و نوسانات هزینه‌های واردات قطعات را نیز در تحلیل‌های خود لحاظ کنند. اتخاذ چنین رویکردی موجب می‌شود تصمیم‌گیری‌ها بر پایه واقعیت‌ها و احتمالات صورت گیرد و احتمال غافل‌گیری سرمایه‌گذاران کاهش یابد

❖❖ **پیامدهای اقتصادی و عملیاتی برای شرکت‌های قطعه‌سازی**

نباید از نظر دور داشت که صنعت قطعه‌سازی به‌طور مستقیم با وضعیت مالی خودروسازان نیز ارتباط است. در صورتی که قیمت‌گذاری خودرو به سمت واقعی‌تر شدن حرکت کند و شرکت‌های خودروسازی از فروش‌های زیان‌ده فاصله بگیرند، جریان نقدینگی آن‌ها تقویت خواهد شد. این بهبود در وضعیت مالی، امکان تسویه سریع‌تر مطالبات قطعه‌سازان را فراهم می‌سازد و به پایداری زنجیره تأمین کمک می‌کند.

نتیجه طبیعی این تحول، کاهش هزینه‌های مالی شرکت‌های قطعه‌سازی و افزایش ظرفیت تولیدی آن‌ها خواهد بود. در ادامه، با سودآور شدن محصولات خودروسازان، قطعه‌سازان نیز از افزایش حاشیه سود و رشد ارزش بازار بهره‌مند خواهند شد. در واقع، اصلاح نظام قیمت‌گذاری خودرو به ایجاد یک زنجیره مثبت منجر می‌شود که از خودروسازان آغاز شده و به‌تدریج به تمامی اجزای اکوسیستم صنعت خودرو، از جمله قطعه‌سازان، تسری می‌یابد.

قطعه‌سازی در مدار صعود

احسان یوسفی

تحلیلگر بازار سرمایه

صنعت خودرو و قطعه‌سازی ایران به‌عنوان یکی از صنایع مادر و اشتغال‌زا، پیوندی عمیق و ساختاری با یکدیگر دارند. بیش از ۶۰ درصد ارزش افزوده زنجیره خودرو به صنعت قطعه‌سازی اختصاص دارد و این صنعت با حدود ۱۰۰ هزار میلیارد تومان فروش سالانه (۱۴۰۳) و هزاران نیروی کار، از ارکان کلیدی بازار سرمایه و اقتصاد ملی است. بخش قابل توجهی از شرکت‌های قطعه‌سازی نیز در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده‌اند و صورت‌های مالی آن‌ها به شدت از وضعیت خودروسازان تأثیر می‌پذیرد. یکی از متغیرهای بنیادین که بر کل این زنجیره سایه می‌اندازد، نحوه قیمت‌گذاری خودرو است. در سال‌های گذشته (۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳)، سیاست قیمت‌گذاری دستوری با تعیین سقف‌های غیرواقعی، موجب ایجاد شکاف بین قیمت کارخانه و بازار آزاد شد؛ شکافی که پیامدهایی همچون کاهش نقدینگی خودروساز، انباشت مطالبات قطعه‌سازان، افت سرمایه‌گذاری و کاهش کیفیت محصولات را به همراه داشت.

در ۲۸ مرداد ۱۴۰۴، شورای رقابت سیاست جدیدی اعلام کرد: قیمت‌گذاری خودرو به خودروسازان واگذار شده و بر اساس فرمول کاست پلاس (COST-PLUS) تعیین خواهد شد؛ بدین معنا که بهای تمام‌شده واقعی خودرو به‌علاوه درصدی سود هدف مبنای قیمت‌گذاری قرار می‌گیرد. سازمان حمایت نیز صرفاً بر صحت محاسبات نظارت می‌کند. این تغییر، نقطه عطفی در سیاست‌گذاری این صنعت محسوب می‌شود و به‌طور مستقیم بر قطعه‌سازان بورسی نیز اثرگذار است.

کانال‌های اثرگذاری تغییر قیمت‌گذاری بر قطعه‌سازان

(۱) عبور قیمت و سازوکار قراردادهای

یکی از مهم‌ترین پیامدهای آزادسازی نسبی قیمت خودرو، امکان انتقال افزایش هزینه‌ها به قراردادهای قطعه‌سازی است. در

سال‌های قبل، قطعه‌سازان با رشد قیمت فولاد، پلیمر، آلومینیوم یا نرخ ارز مواجه بودند اما به دلیل مقاومت خودروساز در فضای دستوری، نمی‌توانستند این هزینه‌ها را به قرارداد منتقل کنند. با اجرای کاست پلاس، افزایش قیمت خودرو زمینه را برای پذیرش بندهای تعدیل (INDEXATION) در قراردادها فراهم می‌کند. بدین ترتیب، حاشیه سود ناخالص قطعه‌سازان کمتر در معرض فشار قرار می‌گیرد. فرمول تقریبی اثرگذاری چنین است:

$$\Delta P \approx \Delta P_c \cdot \theta + \Delta P_m \cdot \beta + \Delta P_r \cdot \varphi$$

ΔP_c : قیمت قطعه

ΔP_m : قیمت خودرو

θ : ضریب تعدیل هزینه‌ها (مواد اولیه/ارز/دستمزد)

β : بسامد بازنگری قرارداد

φ : قدرت چانه‌زنی قطعه‌ساز

هرچه بسامد بازنگری و قدرت چانه‌زنی بیشتر باشد، عبور هزینه‌ها به قیمت قطعه سریع‌تر و کامل‌تر اتفاق می‌افتد.

(۲) حجم تولید و سفارش قطعه (Q)

قیمت‌گذاری دستوری سبب شد خودروسازان انگیزه کافی برای افزایش تولید نداشته باشند. نتیجه این وضعیت، کاهش حجم

(۳) چرخه نقدینگی و مطالبات (DSO)

یکی از مشکلات مزمن صنعت قطعه‌سازی طی سال‌های ۱۴۰۱ تا ۱۴۰۳، انباشت مطالبات معوق از خودروسازان بود که در مقاطعی به چند ده هزار میلیارد تومان رسید. این مشکل ناشی از عدم توان مالی خودروساز در شرایط قیمت‌گذاری دستوری بود.

با اجرای کاست پلاس، نقدینگی خودروساز بهبود می‌یابد و توان تسویه حساب منظم‌تر ایجاد می‌شود. پیامد مستقیم این تغییر:

● کاهش روزهای وصول مطالبات (DSO)

● کاهش نیاز به تسهیلات بانکی و تنزیل اسناد

● کاهش هزینه مالی (که در برخی قطعه‌سازان به بیش از ۲۰٪ فروش رسیده بود)

● بهبود سود خالص و جریان نقدی عملیاتی

(۴) سرمایه‌گذاری و ارتقای کیفیت

سناریوهای سیاستی و اثرات بر قطعه‌سازی

سناریو	قیمت قطعه (PS)	حجم سفارش (Q)	مطالبات / DSO	ریسک اعتباری	جمع‌بندی اثر
کاست پلاس (از ۲۸ مرداد ۱۴۰۴)	↑ (با بندهای تعدیل)	↔ یا ↑	↓	↓	مثبت و پایدار
قیمت‌گذاری دستوری (۱۳۹۷-۱۴۰۳)	↓ یا چسبیده	↔ یا ↓	↑	↑	منفی
عرضه خودرو در بورس کالا (۱۴۰۲-۱۴۰۳)	هم‌راستا با بازار	وابسته به کشش تقاضا	شفاف‌تر	↓	عمدتاً مثبت

فرمول‌های قیمتی جدید؛

امید کوتاه‌مدت یا بحران بلندمدت؟

تولید داخل که مصرف سوخت بالایی دارند، ترکیب این دو عامل، موجب اسراف گسترده در مصرف سوخت شده است.

بسیاری از کارشناسان معتقدند اصلاح رفتار مصرف‌کننده ضروری است، اما تازمانی که خودروهای داخلی همچنان پرمصرف باشند، تلاش‌های مردم برای کاهش مصرف سوخت، نتیجه ملموسی نخواهد داشت. بنابراین، نخستین و ضروری‌ترین گام در مسیر اصلاح الگوی مصرف، تولید خودروهای کم‌مصرف و باکیفیت است؛ اقدامی که می‌تواند زمینه‌ساز تحول واقعی در مصرف انرژی کشور باشد.

یکی از مسائل کلیدی در صنعت خودروسازی، موضوع مالکیت و مدیریت شرکت‌هاست. تا زمانی که این شرکت‌ها تحت کنترل نهادهای دولتی یا مدیران انتصابی باقی بمانند، انگیزه‌ای واقعی برای کاهش هزینه‌ها و ارتقای بهره‌وری شکل نخواهد گرفت. خصوصی‌سازی مؤثر زمانی محقق می‌شود که مدیریت به بخش خصوصی واگذار شده و سازوکارهای پاسخ‌گویی و شفافیت اجرایی شوند. تنها در چنین شرایطی، مدیران ناچار خواهند بود برای حفظ رقابت‌پذیری، کیفیت محصولات را افزایش دهند، هزینه‌ها را کنترل کنند و راهکارهای عملی برای بقای شرکت ارائه دهند.

تغییر فرمول قیمت‌گذاری در صنعت خودرو ممکن است در کوتاه‌مدت امیدیهایی برای کاهش زبان‌ها و بهبود صورت‌های مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایجاد کند، اما این امید مشروط و محدود خواهد بود. در صورتی که حمایت‌های تعرفه‌ای همچنان ادامه یابد، فضای سودآوری مصنوعی حفظ می‌شود و با هرگونه تغییر در سیاست‌های حمایتی، تعادل بازار ممکن است به‌طور ناگهانی برهم بخورد. از سوی دیگر، اصلاح فرمول قیمت‌گذاری می‌تواند موجب افزایش نقدینگی در شرکت‌های خودروساز شود؛ موضوعی که به‌طور بالقوه به نفع قطعه‌سازان نیز خواهد بود. با این حال، اگر فشار کاهش قیمت به زنجیره تأمین منتقل شود یا تولید کاهش یابد، قطعه‌سازان نخستین گروهی خواهند بود که آسیب می‌بینند. بنابراین، هرگونه اصلاح در سیاست‌های قیمت‌گذاری باید در نظر گرفتن پایداری زنجیره تأمین و حفظ تعادل در بازار انجام شود.

راهکارهای اساسی برای اصلاح صنعت خودرو کاملاً روشن‌اند:

- تمرکز بر تولید خودروهای باکیفیت و کم‌مصرف باید در اولویت قرار گیرد.
- مالکیت و مدیریت شرکت‌ها باید به‌سمت خصوصی‌سازی واقعی و پاسخ‌گو سوق داده شود.

- کاهش مرحله‌ای تعرفه واردات با جدول زمانی مشخص، حداکثر طی چهار سال، اجرا گردد.
- سیاست‌های حمایتی نیز هم‌زمان باید از حمایت‌های غیرهدفمند به سمت توسعه فناوری و افزایش بهره‌وری تغییر مسیر دهند.

- تنها با اجرای هم‌زمان این مجموعه اقدامات می‌توان از چرخه معیوب ناکارآمدی و رانت خارج شد، رفاة عمومی را ارتقا داد و مصرف بی‌رویه سوخت را به‌طور مؤثر کنترل کرد.

مهرداد حقگو

مدیر تحلیل کارگزاری بانک صنعت و معدن

قیمت‌گذاری خودرو در ایران سال‌هاست که به یکی از موضوعات جنجالی و پرچالش تبدیل شده است. هر بار نهادهای ناظر فرمولی تازه برای تعیین قیمت اعلام می‌کنند و بازار سهام و افکار عمومی واکنش نشان می‌دهند، اما کمتر کسی به ریشه‌های واقعی این بحران توجه می‌کند. مسئله اصلی نه در محل تنظیم قیمت، بلکه در ساختار ناکارآمد تولید خودرو در کشور نهفته است. خطوط تولید فرسوده، فناوری‌های قدیمی و نیروی انسانی مازاد، هزینه تولید را به‌شدت افزایش داده‌اند. در کنار این عوامل، تحریم‌ها نیز مانع ورود تکنولوژی‌های نوین شده‌اند و نتیجه آن تولید خودروهایی با کیفیت پایین و هزینه بالا است. در چنین شرایطی، هر فرمول قیمتی که بر پایه هزینه بنا نشود، ناگزیر به قیمت‌های بالا منتهی می‌شود و مصرف‌کننده مجبور به خرید خودرویی گران و بی‌کیفیت می‌شود؛ وضعیتی که در نهایت ناکارآمدی را پاداش می‌دهد، نه اصلاح را.

از زاویه‌ای دیگر، نقش تعرفه‌های واردات در شکل‌گیری وضعیت فعلی بازار خودرو و ایران بسیار مهم و تأثیرگذار است. سال‌هاست که این بازار پشت دیوار بلند تعرفه‌ها قرار گرفته و همین امر، رقابت با تولیدکنندگان خارجی را به‌شدت محدود کرده است. در چنین شرایطی، اگر کاهش تعرفه‌ها به‌صورت مرحله‌ای و با زمان‌بندی مشخص انجام شود، خودروسازان داخلی فرصت خواهند داشت تا خطوط تولید خود را نوسازی کرده، بهره‌وری را افزایش دهند و در دوره گذار، توان رقابت با برندهای خارجی را به‌دست آورند. اما اگر این کاهش به‌صورت ناگهانی و بدون فرصت تطبیق صورت گیرد، بسیاری از نگاه‌های تولیدی تاب رقابت نخواهند آورد و با خطر ورشکستگی مواجه خواهند شد. بنابراین، کاهش تعرفه واردات باید تدریجی و همراه با یک بازه زمانی مشخص – حداکثر چهار سال – اجرا شود تا خودروسازان بتوانند با به‌روزرسانی فناوری و بهینه‌سازی هزینه‌ها، به سطحی از رقابت‌پذیری واقعی برسند؛ نه اینکه صرفاً با افزایش قیمت فروش، بقای خود را تضمین کنند.

نباید از پیامدهای اجتماعی و اقتصادی ادامه وضعیت فعلی بازار خودرو غافل شد. سازوکارهای فروش، به‌ویژه قرعه‌کشی و تخصیص‌های رانتهی، زمینه‌ساز سودهای کلان برای گروه‌های خاص شده‌اند؛ وضعیتی که نه تنها عدالت اقتصادی را زیر سؤال می‌برد، بلکه انگیزه اصلاحات دروسازمانی را نیز تضعیف می‌کند. اگر سیاست‌گذاری‌ها به‌گونه‌ای باشد که تنها راه جبران زبان، افزایش قیمت باشد، خودروسازان هیچ فشاری برای کاهش هزینه‌ها یا ارتقای کیفیت احساس نخواهند کرد و در نهایت، رفاة عمومی قربانی این چرخه ناکارآمد خواهد شد. یکی دیگر از بحران‌های ملی مرتبط با صنعت خودرو، ناترازی بنزین است. این ناترازی عمدتاً ناشی از دو عامل اصلی است: نخست، قیمت پایین بنزین به دلیل بارانه‌های گسترده که منجر به تشویق مصرف بی‌رویه شده؛ و دوم، خودروهای

بازار سرمایه و صنعت خودرو؛

هم‌افزایی یا واگرایی؟

پدرام رضایی

تحلیلگر بازار سرمایه



توصیه می‌شود. این رویکرد به تحلیلگران کمک می‌کند تا ارزش ذاتی شرکت‌ها را با دقت و احتیاط بیشتری برآورد کرده و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را با در نظر گرفتن ریسک‌های واقعی انجام دهند.

افزایش سودآوری خودروسازان می‌تواند به بهبود نقدینگی و کاهش زبان‌های انباشته قطعه‌سازان منجر شود. با این حال، در کوتاه‌مدت، نوسانات ارزی و مشکلات نقدینگی ممکن است مانع از انتقال کامل منافع به این بخش شوند. در بلندمدت، اجرای پایدار و مستمر فرمول جدید قیمت‌گذاری، به‌ویژه در صورت حفظ تعادل در زنجیره تأمین، می‌تواند وضعیت مالی قطعه‌سازان را نیز بهبود بخشد. با این وجود، ریسک رکود تقاضا و نوسانات اقتصادی همچنان تهدیدی جدی برای این صنعت باقی خواهد ماند.

اصلاح فرمول قیمت‌گذاری خودرو، در کنار الزامات شفافیت مالی، می‌تواند نقطه عطفی در تحول صنعت خودرو و بازار سرمایه باشد. این تغییرات، اگر با نظارت مستمر و سیاست‌گذاری هوشمندانه همراه شوند، ظرفیت بالایی برای افزایش سودآوری، جذب سرمایه و ارتقاء رقابت‌پذیری شرکت‌ها دارند. با این حال، توجه به ریسک‌های ساختاری و اقتصادی همچنان ضروری است تا این اصلاحات به نتایج پایدار و مؤثر منجر شوند.

تغییر فرمول قیمت‌گذاری خودرو به روش «بهای تمام‌شده به‌علاوه سود منطقی»، گامی مهم در جهت اصلاح ساختار مالی خودروسازان محسوب می‌شود. این رویکرد به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا هزینه‌های تولید خود را به‌طور کامل پوشش داده و بخشی از زبان‌های انباشته گذشته را جبران کنند. در نتیجه، نقدینگی و سودآوری شرکت‌ها بهبود یافته و ارزش ذاتی سهام آن‌ها افزایش می‌یابد؛ موضوعی که می‌تواند نسبت P/E را نیز بهبود بخشد. هرچند در کوتاه‌مدت، افزایش قیمت‌ها ممکن است منجر به کاهش تقاضا شود، اما در بلندمدت، با تثبیت سودآوری و ایجاد تعادل در قیمت‌ها، زمینه رشد پایدار سهام خودروسازان فراهم خواهد شد.

از دیگر آثار مثبت این اصلاحات، الزام شرکت‌ها به ارائه مستندات دقیق در خصوص قیمت‌گذاری و انتشار صورت‌های مالی حسابرسی‌شده است. این اقدام موجب ارتقاء شفافیت مالی و فراهم شدن دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات دقیق و قابل اتکا می‌شود. در نتیجه، ارزیابی هزینه‌ها و سودآوری واقعی شرکت‌ها با دقت بیشتری انجام خواهد شد و اعتماد عمومی به بازار سرمایه تقویت می‌گردد؛ عاملی کلیدی در جذب سرمایه و بهبود شرایط اقتصادی شرکت‌ها و بازار سهام.

در مواجهه با تغییرات قیمت‌گذاری، سرمایه‌گذاران می‌توانند از سناریوسازی برای ارزیابی اثرات آن بر جریان نقدی و سودآوری شرکت‌ها استفاده کنند. همچنین، برای پوشش ریسک‌های ناشی از نوسانات ارزی، تغییرات هزینه‌های مواد اولیه و سیاست‌های قیمتی، به کارگیری نرخ تنزیل بالاتر در مدل‌های مالی

✦ امیر حسین بیطرفان

کارشناس تحلیل صورت های مالی و ارزش گذاری اوراق بهادار

بازارهای مالی در دهه‌های اخیر همواره به دنبال سازوکارهایی بوده‌اند که علاوه بر افزایش کارایی، سطح شفافیت را نیز ارتقا دهند. یکی از ابزارهای محوری در این مسیر، صندوق‌های سرمایه‌گذاری کالایی است؛ صندوق‌هایی که امکان حضور غیرمستقیم سرمایه‌گذاران در بازار کالا را فراهم می‌کنند. با این حال، تکیه صرف بر شاخص «خالص ارزش دارایی» (NAV) در صندوق‌های سنتی، محدودیتی اساسی ایجاد کرده است. شاخصی که اگرچه نمایی کلی از ارزش صندوق ارائه می‌دهد، اما افت‌وخیز هر بخش از دارایی‌ها را در پس میانگینی یکسان پنهان می‌سازد.

برای رفع این کاستی، ساختاری نوین با عنوان MULTI-NAV در بازارهای مالی پیشرفته معرفی شده است.

✦ ✦ ✦

✦ ۱. مبانی و فلسفه MULTI-NAV

در صندوق‌های سنتی، یک NAV کلی به‌عنوان شاخص عملکرد معرفی می‌شود. این شاخص در ذات خود میانگینی است که ارزش کل دارایی‌ها را بدون تفکیک اجزای پرتفوی نشان می‌دهد. در مقابل، MULTI-NAV به جای یک عدد واحد، برای هر زیرپرتفوی – اعم از طلا، نقره، انرژی، فلزات صنعتی یا محصولات کشاورزی – یک NAV مستقل محاسبه و منتشر می‌کند. این تغییر ظاهر ساده، در عمل تحولی بنیادین به شمار می‌آید. چرا که سرمایه‌گذار دیگر با یک تصویر مبهم مواجه نیست، بلکه می‌تواند عملکرد دقیق هر بخش را ارزیابی کند و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود را بر مبنای اطلاعات جزئی‌تر سامان دهد.

✦ ۲. تجربه جهانی

مرورنمونه‌های بین‌المللی نشان می‌دهد که MULTI-NAV نه صرفاً یک ابتکار محاسباتی، بلکه پاسخی عملی به نیاز روزافزون برای شفافیت است.

● **ایالات متحده:** صندوق‌های چندکالایی مانند INVESCO DBC با وجود برخورداری از یک NAV کلی، در گزارش‌های دوره‌ای عملکرد هر گروه کالایی – انرژی، کشاورزی و فلزات – را

ساختار Multi-NAV؛

چشم‌اندازی نو در صندوق‌های کالایی



به‌صورت جداگانه منتشر می‌کنند. این رویه عملاً فلسفه MULTI-NAV را محقق می‌سازد.

● **بورس لندن:** به کمک همین سازوکار، فلزات نوظهوری چون لیتیوم – که با رشد صنعت خودروهای برقی اهمیتی استراتژیک یافته‌اند – وارد فضای سرمایه‌گذاری شدند.

● **هنگ کنگ:** در این بازار، حتی اعتبارهای کربنی (CARBON CREDITS) به‌عنوان طبقه‌ای مستقل از دارایی در چارچوب MULTI-NAV معرفی شده‌اند؛ اقدامی که سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به بازارهای سبز را جذب کرده است.

● **شانگهای:** این بورس نیز با عرضه صندوق‌های مرکب از فلزات و محصولات کشاورزی، توانسته تصویری شفاف‌تر از عملکرد واقعی دارایی‌ها در برابر نهادهای حرفه‌ای ارائه دهد.

این تجارب نشان می‌دهد MULTI-NAV زمینه‌ساز ورود دارایی‌های نوین، جذب سرمایه‌گذاران متنوع و تقویت بازارهای کالایی شده است.

✦ ۴. گستره دارایی‌ها در صندوق‌های MULTI-NAV

تنوع دارایی‌های قابل پوشش در MULTI-NAV از نقاط قوت اصلی این ساختار است. سید آن می‌تواند شامل موارد زیر باشد:

- **فلزات گرانبها:** طلا، نقره، پلاتین، پالادیوم
- **منابع انرژی:** نفت خام، گاز طبیعی
- **فلزات صنعتی:** مس، آلومینیوم
- **محصولات کشاورزی:** گندم، قهوه، سویا
- **دارایی‌های نوظهور:** لیتیوم، اعتبارهای کربنی

هر یک از این دارایی‌ها با NAV مستقل خود، امکان ردیابی و تحلیل جداگانه را برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کنند؛ امکانی که در صندوق‌های سنتی وجود ندارد.

✦ ۵. چشم‌انداز پیاده‌سازی در ایران

بازار سرمایه ایران تاکنون تجربه محدود صندوق‌های مبتنی بر طلا را داشته است. ورود به عرصه MULTI-NAV می‌تواند گامی مهم در راستای توسعه بازارهای مالی داخلی باشد. این تحول از چند منظر حائز اهمیت است:

- **افزایش شفافیت:** سرمایه‌گذاران می‌توانند سود و زیان هر بخش را به‌صورت مستقل مشاهده کنند.
 - **جذب سرمایه‌گذاران نهادی:** نهادهای مالی داخلی و خارجی با شفافیت بیشتر، رغبت بیشتری به حضور خواهند داشت.
 - **امکان طراحی ابزارهای نوین:** ترکیب متنوع دارایی‌ها به توسعه ETFهای چندبخشی منجر خواهد شد.
 - **همسویی با استانداردهای جهانی:** بازار ایران از یک‌بعدی بودن فاصله گرفته و به معیارهای پذیرفته‌شده جهانی نزدیک می‌شود.
- ساختار MULTI-NAV را نباید صرفاً یک تغییر فنی در محاسبات دانست. این رویکرد نشانه‌ای از بلوغ بازار مالی و گامی به سوی ارتقای شفافیت و کارآمدی است. سرمایه‌گذار با این سازوکار دیگر ناگزیر به اعتماد کور گورانه به میانگین‌ها نیست، بلکه می‌تواند بر پایه جزئیات واقعی تصمیم‌گیری کند.
- برای بازار ایران، پذیرش MULTI-NAV فرصتی استراتژیک است؛ فرصتی برای تحول صندوق‌های کالایی، جذب سرمایه‌های جدید و قرار گرفتن در مسیر توسعه‌ای هم‌گام با بازارهای پیشرفته جهان.

وقتی طلا تنها نیست؛

صندوق‌هایی با چند چهره



✦ محمدرضا زارعی

مدیر صندوق گروه خدمات بازار سرمایه پاسارگاد

در ساختار MULTI-NAV، خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) برای هر زیرپرتفوی یا کالای پایه به‌صورت جداگانه محاسبه می‌شود و مجموع آن‌ها، ارزش کل صندوق را شکل می‌دهد. این روش به سرمایه‌گذار امکان می‌دهد دقیقاً بداند چه بخشی از بازده یا ریسک به کدام دارایی تعلق دارد. در حالی که در NAV سنتی فقط یک عدد کلی ارائه می‌شود و تفکیکی بین دارایی‌ها وجود ندارد، ساختار MULTI-NAV شفافیت بیشتری در تحلیل و مدیریت ریسک ایجاد می‌کند.

برای مثال، در صندوق‌های طلای فعال در بورس کالا مانند «صندوق لوتوس»، تنها یک NAV کلی اعلام می‌شود؛ اما در صورت وجود ساختار MULTI-NAV، ارزش جداگانه سکه و اوراق مشتقه طلا به‌طور مستقل گزارش می‌شد.

سطح ریسک در این ساختار به ترکیب کالاها بستگی دارد، اما در مجموع، MULTI-NAV می‌تواند ریسک کلی را کاهش دهد؛ زیرا امکان تنوع‌بخشی میان دارایی‌های غیرهمبسته فراهم می‌شود. برای نمونه، ترکیب طلا با کالاهای صنعتی یا انرژی باعث می‌شود شوک قیمتی در یک بازار، اثر محدودی بر کل صندوق داشته باشد. البته به دلیل پیچیدگی تحلیل و مدیریت، این ساختار ممکن است برای سرمایه‌گذاران کم‌تجربه پرریسک‌تر به نظر برسد. مشابه تجربه «صندوق‌های طلا» در ایران که در دوره‌های رکود بورس عملکرد مناسبی داشتند، اگر این صندوق‌ها کالاهایی مانند مس یا نفت را نیز اضافه کنند، ریسک پرتفوی متعادل‌تر خواهد شد. علاوه بر فلزات گرانبها، می‌توان کالاهای صنعتی مانند مس و آلومینیوم، محصولات انرژی نظیر نفت و گاز، و حتی کالاهای کشاورزی مثل گندم و ذرت را وارد پرتفوی این صندوق‌ها کرد. انتخاب این کالاها به مقررات سازمان بورس، عمق بازار آتی و میزان نقدشوندگی هر دارایی بستگی دارد. ترکیب متنوع دارایی‌ها، مقاومت صندوق را در برابر چرخه‌های اقتصادی مختلف افزایش می‌دهد.

در حال حاضر تمرکز صندوق‌های کالایی در ایران بر طلاست، اما با توسعه قراردادهای آتی در بورس کالا (مانند مس یا زعفران)، امکان راه‌اندازی صندوق‌های چندکالایی متنوع فراهم خواهد شد.

در ساختار MULTI-NAV، عملکرد هر شاخه بر اساس NAV اختصاصی همان دارایی بررسی می‌شود. این NAV جداگانه به مدیر صندوق و سرمایه‌گذار اجازه می‌دهد بازده، نوسان و ریسک هر بخش را به‌طور مستقل رصد کنند. ابزارهایی مانند نسبت شارپ، بتا و همبستگی بازدهی نیز برای تحلیل جداگانه هر شاخه قابل استفاده‌اند و تصمیم‌گیری برای ورود یا خروج از هر دارایی را دقیق‌تر می‌کنند.

فرض کنید یک صندوق چندکالایی شامل طلا و زعفران باشد؛ سرمایه‌گذار می‌تواند NAV طلا را با قیمت جهانی فلزات مقایسه کرده و هم‌زمان بازده زعفران را با شرایط صادراتی کشور تحلیل کند.

این صندوق‌ها به‌دلیل تنوع بالای دارایی‌ها و شفافیت ساختار MULTI-NAV، می‌توانند ابزار مناسبی برای سرمایه‌گذاران خرد باشند؛ چرا که امکان ورود با سرمایه کم و بهره‌مندی از مدیریت حرفه‌ای وجود دارد. با این حال، تحلیل دقیق و مقایسه بین شاخه‌های کالایی نیازمند دانش بیشتری است و برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای جذاب‌تر خواهد بود. بنابراین، این صندوق‌ها برای هر دو گروه مناسب‌اند، اما میزان انتفاع بستگی به درک فرد از سازوکار MULTI-NAV دارد. برای نمونه، سرمایه‌گذار خردی که واحدهای «صندوق طلای کیان» را خریداری می‌کند، با مبلغی اندک در معرض نوسانات طلا قرار می‌گیرد؛ در ساختار MULTI-NAV همین فرد می‌تواند هم‌زمان از رشد سایر کالاها نیز منتفع شود.

سرمایه‌گذاری هدفمند در بازار کالا؛

پایان اجبار در خرید سبدهای پیچیده

✦ شهاب خدابخشیان

معاون سرمایه‌گذاری شرکت مشاور سرمایه‌گذاری فاین تک

ساختار MULTI-NAV با ورود صندوق‌های بخشی به بازار سرمایه ایران معرفی شد. در این مدل، برای هر بخش یا صنعت، خالص ارزش دارایی (NAV) به‌صورت جداگانه محاسبه می‌شود. به‌عنوان مثال، در صندوق‌های بخشی صنایع، NAV مربوط به هر صنعت مانند فلزات، پتروشیمی یا معادن به‌طور مستقل محاسبه شده و برای هر بخش، نماد معاملاتی اختصاصی تعریف می‌گردد. این تفکیک به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهد تا بر اساس علاقه یا تحلیل خود، در بخش مورد نظر سرمایه‌گذاری کرده و نماد مرتبط با آن را خریداری کنند. در ساختار MULTI-NAV کالایی نیز، برای هر شاخه از کالاها مانند طلا، نقره یا کالاهای پایه، NAV به‌صورت مستقل محاسبه می‌شود. هر شاخه کالایی دارای نماد معاملاتی جداگانه است؛ بنابراین سرمایه‌گذار می‌تواند دقیقاً در همان بخش مورد نظر سرمایه‌گذاری کند، نه در کل سبدی که ترکیبی از چندین کالای مختلف است. این تفکیک، امکان انتخاب هدفمند و دقیق‌تری را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌سازد. رمدل سنتی NAV، تنها یک خالص ارزش دارایی کلی برای کل صندوق محاسبه می‌شود و سرمایه‌گذار صرفاً می‌تواند ترکیب دارایی‌های موجود را به‌صورت یکجا خریداری کند. اما در مدل MULTI-NAV، امکان انتخاب و سرمایه‌گذاری در بخش دلخواه فراهم شده است؛ به‌طوری‌که هر بخش دارای NAV مستقل و نماد معاملاتی جداگانه است

✦ ریسک‌های پنهان در انتخاب تک کالا؛ نگاهی به ساختار MULTI-NAV کالایی

سرمایه‌گذاری با تمرکز بر یک بخش دارایی، اصل تنوع‌بخشی برای مدیریت و کاهش ریسک را نادیده می‌گیرد. به همین دلیل، صندوق‌های چندکالایی که برای هر کالا نماد معاملاتی جداگانه تعریف کرده‌اند، در صورت سرمایه‌گذاری صرفاً در یک شاخه، ریسک‌پذیرتر خواهند بود. این وضعیت مشابه سرمایه‌گذاری در یک صنعت خاص است؛ جایی که سرمایه‌گذار ممکن است تحت تأثیر ریسک‌های مختص همان صنعت قرار گیرد. با این حال، باید توجه داشت که در بازار کامودیتی‌ها، همگرایی قابل توجهی میان دارایی‌ها وجود دارد و قیمت‌ها تحت تأثیر مجموعه‌ای از متغیرهای مشترک دچار نوسان می‌شوند. این همگرایی به‌ویژه میان طلا و نقره بسیار مشهود است؛ به‌طوری‌که این دو فلز گرانبها معمولاً روندهای قیمتی مشابهی را تجربه می‌کنند. با این حال، بررسی‌های تاریخی نشان می‌دهد که نقره نسبت به طلا نوسانات قیمتی بیشتری دارد و از حساسیت بالاتری نسبت به تغییرات بازار برخوردار است.

✦ گواهی سپرده و توسعه ترکیب صندوق‌ها

هر کالایی که دارای گواهی سپرده باشد، امکان خرید آن توسط صندوق‌های

کالایی وجود دارد. به‌عنوان مثال، طلا و نقره در گروه فلزات گرانبها، زعفران در گروه محصولات کشاورزی، و سایر کالاهایی که گواهی سپرده آن‌ها در بازار موجود است، می‌توانند در ترکیب دارایی‌های صندوق‌های چندکالایی قرار گیرند. هر چه تمایل سرمایه‌گذاران به ورود در شاخه‌های کالایی مختلف بیشتر شود، عمق معاملات گواهی سپرده آن کالا نیز افزایش خواهد یافت. در نتیجه، ترکیب این صندوق‌ها به تدریج می‌تواند متنوع‌تر شده و زمینه صدور مجوزهای جدید از سوی نهاد ناظر را فراهم کند.

✦ شفافیت عملکرد و تحلیل‌پذیری هر شاخه

از آن‌جا که هر شاخه کالایی دارای نماد معاملاتی مستقل و NAV قابل محاسبه و مشاهده به‌صورت لحظه‌ای است، عملکرد هر بخش بر اساس قیمت‌های جهانی و نرخ تبدیل ارز قابل تحلیل و بررسی خواهد بود. بنابراین، با بررسی نمودار قیمت و بازدهی هر نماد که NAV مستقل دارد، می‌توان تحلیل دقیقی از کالای مورد نظر ارائه داد. وجود داده‌های جداگانه برای هر شاخه کالایی، شفافیت اطلاعات را افزایش داده و امکان تحلیل تخصصی را فراهم می‌سازد.

✦ مناسب برای سرمایه‌گذاران خرد و حرفه‌ای

این ساختار برای سرمایه‌گذاران خرد بسیار مناسب است؛ چرا که بسیاری از آن‌ها به‌دنبال حفظ ارزش پول خود و سرمایه‌گذاری در طبقات دارایی‌ای هستند که ضمن بهره‌مندی از سود ناشی از تغییرات جهانی قیمت دارایی پایه، در برابر کاهش ارزش ریال نیز مقاوم باشند. همچنین، این گروه می‌توانند تنها بر یک کالا (مانند نقره) تمرکز کنند، بدون آن‌که ناچار به ورود در ترکیب‌های پیچیده باشند. شفافیت ناشی از NAV مستقل هر شاخه نیز تصمیم‌گیری را برای آن‌ها ساده‌تر و دقیق‌تر می‌سازد. از سوی دیگر، این ساختار برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای نیز بسیار جذاب است؛ زیرا امکان ساخت پرتفوی ترکیبی از شاخه‌های مختلف کالایی را فراهم می‌کند. این ویژگی به آن‌ها اجازه می‌دهد تا محصولات سرمایه‌گذاری متنوع‌تری را به مشتریان خود ارائه دهند و با توجه به سطح ریسک‌پذیری و ترجیحات هر مشتری، سبدی منعطف و هدفمند طراحی کنند

✦ جمع‌بندی

مدل MULTI-NAV در واقع نوعی صندوق چندکالایی است که عملکردی مشابه چند صندوق مستقل دارد. در این ساختار، سرمایه‌گذار الزامی به خرید کل سبد دارایی ندارد و می‌تواند صرفاً شاخه مورد نظر خود – برای مثال طلا یا نقره – را انتخاب و خریداری کند. این ویژگی موجب افزایش شفافیت و انعطاف‌پذیری در فرآیند سرمایه‌گذاری می‌شود و برای طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران، اعم از خرد و حرفه‌ای، جذابیت بالایی دارد. همچنین، به‌دلیل ارتباط مستقیم با قیمت‌های جهانی، این نوع سرمایه‌گذاری را می‌توان معادل دلاری تلقی کرد که در برابر کاهش ارزش ریال نیز مقاوم‌تر است.

راهبرد نوین چین برای تحول نظام پولی جهانی:

فرصتی استراتژیک برای کاهش وابستگی به دلار



۲،۷ سال، جذابیت اقتصادی این طرح را نشان می دهد. مهم تر از منافع اقتصادی، دستاوردهای استراتژیک این راهبرد است. کاهش وابستگی به دلار، چین را در برابر تحریم های آینده مصون خواهد کرد و استقلال کامل در سیاست گذاری پولی را تضمین می کند. ایجاد شبکه ای از ۴۰ کشور وابسته به یوان، نفوذ ژئوپلیتیک چین را به طور قابل توجهی افزایش خواهد داد و جایگاه این کشور در مجامع بین المللی را تقویت خواهد کرد. برای تضمین موفقیت، اجرای مرحله ای ضروری است. شروع با پروژه آزمایشی شامل ۵-۷ کشور با بالاترین امتیاز در پارامترهای انتخاب، امکان آزمایش مکانیزم ها را فراهم می کند. کشورهایی مانند پاکستان، ایران، و کازاخستان کاندیدای مناسبی برای مرحله آزمایشی هستند. پس از موفقیت، برنامه می تواند به کشورهای بزرگ تر مانند برزیل، هند، و عربستان سعودی گسترش یابد. تقویت دیپلماسی و ائتلاف سازی برای کاهش ریسک های سیاسی نیز ضروری است.

همکاری نزدیک با کشورهای BRICS، اتحادیه اروپا و سایر قدرت های میانی می تواند فشار آمریکا را کاهش دهد و مشروعیت بین المللی این راهبرد را تقویت کند. ایجاد سازمان همکاری یوان به عنوان نهادی بین المللی، چارچوب نهادی لازم برای هماهنگی سیاست ها را فراهم خواهد کرد. تجربه موفق روسیه در ایجاد سیستم های جایگزین پس از تحریم های ۲۰۲۲ و پیشرفت ایران در توسعه مکانیزم های مقاوم در برابر تحریم، نشان می دهد که ایجاد سیستم های مالی مستقل نه تنها امکان پذیر است، بلکه ضروری نیز محسوب می شود. در نهایت، این راهبرد فرصتی تاریخی برای چین فراهم می کند تا رهبری تحول نظام پولی بین المللی را بر عهده گیرد و جایگاه خود به عنوان ابرقدرت اقتصادی جهان را تثبیت کند. موفقیت در این راهبرد نه تنها منافع اقتصادی قابل توجهی برای چین خواهد داشت، بلکه الگویی برای سایر کشورها خواهد بود و نقش مهمی در شکل دهی به آینده اقتصاد جهانی ایفا خواهد کرد. زمان عمل فرا رسیده و چین باید از این فرصت استراتژیک بهره برداری کند.

برنامه را تضمین می کند. بر اساس این پارامترها، کشورهای هدف در چهار دسته طبقه بندی می شوند. دسته اول شامل کشورهایی مانند ایران، روسیه و ونزوئلا است که تحت تحریم های آمریکا قرار دارند. دسته دوم شامل کشورهای عضو BRICS مانند برزیل، هند و عربستان سعودی است که حجم تجارت بالا و موقعیت استراتژیک مهمی دارند. دسته سوم کشورهای کمربند و جاده مانند پاکستان، اندونزی و ترکیه هستند که روابط استراتژیک نزدیک دارند. دسته چهارم شامل کشورهای آفریقایی با پتانسیل رشد بالا مانند نیجریه، کنیا و مصر است. مکانیزم اجرایی این راهبرد بر سه رکن اساسی استوار است.

نخست، توسعه کامل سیستم CIPS به گونه ای که کاملاً مستقل از SWIFT عمل کند. دوم، گسترش یوان دیجیتال که امکان تراکنش مستقیم بدون واسطه بانکی را فراهم می کند. سوم، ایجاد شبکه بانکی منطقه ای مستقل که خدمات کاملی بدون وابستگی به سیستم مالی آمریکا ارائه دهد. کمک های بلاعوض در چهار شکل

این ارز برای تبدیل شدن به رقیب جدی دلار است. برای تحقق این هدف استراتژیک، راهبردی جامع و هوشمندانه ضروری است. راهبرد پیشنهادی بر اساس ارائه کمک های بلاعوض هدفمند به کشورهای کلیدی طراحی شده است. این راهبرد بر اصول برد-برد و احترام متقابل استوار است و سرمایه گذاری ۷۷۵،۵ میلیارد یوان در طول پنج سال را شامل می شود که معادل تنها ۴،۴ درصد از تولید ناخالص داخلی سالانه چین است، اما می تواند تحولی بنیادین در جایگاه بین المللی یوان ایجاد کند. انتخاب کشورهای هدف بر اساس چهار پارامتر علمی انجام شده است. نخست، میزان آسیب پذیری در برابر تحریم های آمریکا که کشورهای تحت تحریم فعلی یا احتمال تحریم آینده را شامل می شود. دوم، حجم تجارت با چین که نشان دهنده پتانسیل استفاده از یوان است. سوم، موقعیت ژئوپلیتیک و استراتژیک که شامل کشورهای واقع در مناطق حساس یا دارای نقش کلیدی در زنجیره های تأمین جهانی است. چهارم، ثبات سیاسی و اقتصادی که احتمال موفقیت در اجرای

شیرکت فولاد خراسان در سال مالی منتهی به خرداد ۱۴۰۴ با هدف گذاری تولید بیش از ۶۰۲ میلیون تن محصول، سرمایه گذاری در پروژه های کلیدی، توسعه زنجیره ارزش، و گسترش بازار داخلی و خارجی را در دستور کار قرار داد.



شرکت فولاد خراسان در سال مالی منتهی به خرداد ۱۴۰۴ با هدف گذاری تولید بیش از ۶۰۲ میلیون تن محصول، سرمایه گذاری در پروژه های کلیدی، توسعه زنجیره ارزش، و گسترش بازار داخلی و خارجی را در دستور کار قرار داد.



شرکت فولاد خراسان در سال مالی منتهی به ۳۱ خرداد ۱۴۰۴ تولید ۲ میلیون و ۱۰۰ هزار تن گندله، ۱ میلیون و ۳۸۰ هزار تن آهن اسفنجی، ۱ میلیون و ۲۰۰ هزار تن شمش و ۶۱۰ هزار تن محصولات سبک ساختمانی با کیفیت را هدف قرار داد که به منظور تحقق آن برنامه تأمین پایدار کنسانتره، الکترو، فرومگنز و قراضه ابرنامه ریزی کرد. این شرکت برای دستیابی به اهداف تولیدی در زمینه REVAMP برای کارخانه گندله سازی سرمایه گذاری نمود تا ظرفیت این واحد را از ۲،۵ میلیون تن به ۳،۴ میلیون تن افزایش دهد. فخاس همچنین در راستای تحقق برنامه تولید سالانه در پروژه مگامدول ۱،۵ میلیون تنی به عنوان واحد سوم احیا مستقیم، پروژه ۱،۳ میلیون تنی واحد فولادسازی و ریخته گری و پروژه ۱،۲ میلیون تنی احداث نورد گرم ورق فولادسازی سرمایه گذاری کرد. علاوه بر این، با مشارکت در افزایش سرمایه شرکت کنسانتره سازی فولاد شرق (سنگان) به تکمیل زنجیره تولید خود پرداخت. این شرکت برای سال مالی منتهی به خرداد ۱۴۰۴ قصد داشت تا بومی سازی قطعات و تجهیزات را توسعه بخشیده و اقلام استراتژیک تولید را از نوع اقلام با کیفیت و اقتصادی به صورت پایدار تأمین نماید که در این راستا به سرمایه گذاری در شرکت آهک و شرکت تولید الکترو گرافیکی پرداخت. فخاس در حوزه فروش محصولات، برنامه بازاریابی و فروش ۵۱۸ هزار و ۵۰۰ تن میلگرد در بازار داخلی، ۹۱ هزار و ۵۰۰ تن میلگرد در بازار خارجی، ۳۹۸ هزار و ۵۵۰ تن شمش در بازار داخلی و ۱۷۰ هزار و ۵۹۵ تن شمش در بازار خارجی را هدف قرار دارد تا به این ترتیب با مدیریت برند و ارزیابی آن نقشه تجربه مشتریان را تدوین کرده و بازار فروش خود را توسعه بخشد. این افزایش فروش که در ادامه افزایش رضایت مشتری از محصولات با کیفیت و توسعه روابط با مشتریان صورت خواهد

شتاب فولاد خراسان در توسعه زیر ساخت

تولید و بازار با هدف گذاری ۶۰۲ میلیون تن



مقام معظم رهبری

۱۴۰۴/۰۶/۰۲

باید از خدمتگزاران کشور به ویژه رئیس جمهور پرکار و پرتلاش حمایت شود.

هفته دولت گرامی باد

۱۲ ماه تلاش، ۱۲ روز دفاع

دوازده ماه خدمت صادقانه برای مردم

دوازده روز پاسداری از امنیت و عزت مردم ایران



افزایش بی سابقه قیمت شکر و چغندر قند در یک دهه اخیر

در یک دهه اخیر، قیمت چغندر قند و شکر سفید در ایران بارشدهی بیش از ۱۷۰۰ درصد، روند صعودی را تجربه کرده است. بررسی آمار مربوط به نرخ خرید چغندر قند و فروش شکر سفید در یک دهه اخیر (از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۴) نشان دهنده نوسانات قابل توجهی در این بازار است. این نوسانات در حالی رخ داده که کشور ایران برای تامین نیاز داخلی خود به شکر، همزمان بر تولید داخلی و هم واردات شکر خام متکی است.

نوسانات نرخ شکر و چغندر قند در یک دهه اخیر

بر اساس داده‌های موجود، نرخ خرید چغندر قند (به ازای هر کیلو با عیار ۱۶) و نرخ مصوب فروش شکر سفید (به ازای هر کیلو) طی دهه گذشته در نمودار زیر آمده است. شایان ذکر است طی ۱۰ سال گذشته، بیشترین رشد نرخ چغندر قند و شکر سفید، مربوط به سال ۱۴۰۰ بوده و کمترین رشد مربوط به سال ۱۳۹۷ بوده است.



صنعت در ساحل؛

جهش اقتصادی ایران از دل آب‌های آزاد

بوشهر از نظر اقتصادی کمتر توسعه یافته‌اند. استقرار صنایع بزرگ در این مناطق می‌تواند به ایجاد فرصت‌های شغلی، توسعه زیرساخت‌ها و بهبود کیفیت زندگی منجر شود.

صنایعی که بیشترین بهره‌ر از استقرار در کنار دریا می‌برند شامل فولاد، پتروشیمی، نیروگاه‌های حرارتی، پالایشگاه نفت و صنایع معدنی هستند. این صنایع به آب فراوان، حمل‌ونقل دریایی و نزدیکی به منابع انرژی نیاز دارند. برای مثال، صنعت فولاد نیازمند حجم عظیمی از آب برای خنک‌سازی و فراوری است و همچنین برای واردات سنگ آهن و صادرات فولاد، نزدیکی به بندر یک مزیت راهبردی محسوب می‌شود. صنعت پتروشیمی نیز با توجه به وابستگی به گاز طبیعی و نیاز به صادرات گسترده، در کنار دریا عملکرد بهتری خواهد داشت. برای تحقق توسعه دریامحور، باید زیرساخت‌های بندری و حمل‌ونقل دریایی نیز تقویت شوند. توسعه بندر تجاری و صنعتی مانند بندر شهید رجایی، بندر چابهار و بندر بوشهر باید با ایجاد ترمینال‌های تخصصی برای صنایع مختلف همراه باشد. همچنین ایجاد مناطق ویژه اقتصادی دریایی با ارائه مشوق‌های مالیاتی، زیرساخت‌های آماده و تسهیل صادرات، می‌تواند سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی را جذب کند. تقویت صنعت کشتی‌سازی و تعمیرات دریایی نیز از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، چرا که حمل‌ونقل دریایی نقش کلیدی در زنجیره تامین صنایع دارد توسعه صنایع در کنار دریا فقط یک انتخاب اقتصادی نیست، بلکه یک راهبرد ملی است. این مسیر می‌تواند به افزایش درآمدهای ارزی از طریق صادرات مستقیم، کاهش وابستگی به مسیرهای زمینی، تقویت موقعیت ژئوپلیتیکی ایران در منطقه، ایجاد توازن توسعه بین مناطق مرکزی و ساحلی کشور و افزایش تاب‌آوری اقتصادی در برابر بحران‌های داخلی و خارجی منجر شود.

در نهایت، توسعه صنایع در کنار دریا، به‌ویژه در سواحل جنوبی ایران، یک ضرورت راهبردی برای آینده اقتصادی کشور است. این مسیر نه تنها به بهره‌برداری بهینه از منابع طبیعی منجر می‌شود، بلکه می‌تواند ایران را به یک قدرت صنعتی و صادراتی در منطقه تبدیل کند. با برنامه‌ریزی دقیق، سرمایه‌گذاری هوشمندانه و حمایت‌های دولتی، می‌توان این ظرفیت عظیم را به موتور محرک اقتصاد ملی تبدیل کرد.

با وجود هزاران کیلومتر خط ساحلی در جنوب کشور، توسعه صنایع آب‌محور در کنار دریا می‌تواند ایران را به قطب صادراتی منطقه تبدیل کند. استقرار کارخانه‌های فولاد، پتروشیمی و نیروگاه‌ها در سواحل خلیج فارس و دریای عمان، نه تنها هزینه‌ها را کاهش می‌دهد، بلکه راهی برای عبور از بحران آب، رونق مناطق محروم و اتصال مستقیم به بازارهای جهانی فراهم می‌سازد. ایران با برخورداری از بیش از ۵۸۰۰ کیلومتر خط ساحلی، به‌ویژه در جنوب کشور در امتداد خلیج فارس و دریای عمان، ظرفیت‌های بی‌نظیری برای توسعه صنایع در کنار دریا دارد. این مناطق، به‌عنوان دروازه‌ای به آب‌های آزاد جهان، می‌توانند نقش کلیدی در تحول اقتصادی کشور ایفا کنند. توسعه صنایع در کنار دریا نه تنها مزایای فنی و اقتصادی برای خود صنایع دارد، بلکه می‌تواند به رشد صادرات، اشتغال‌زایی، کاهش فشار بر منابع داخلی و ارتقاء جایگاه ژئوپلیتیکی ایران منجر شود.

صنایعی مانند فولاد، پتروشیمی، پالایشگاه‌ها، نیروگاه‌های حرارتی و صنایع معدنی، به‌طور مستقیم وابسته به آب هستند. استقرار این صنایع در کنار دریا مزایای متعددی دارد. نخست آنکه دسترسی مستقیم به منابع آبی فراوان، امکان استفاده از آب شور دریا برای خنک‌سازی، فراوری مواد و تولید بخار را فراهم می‌کند. این موضوع باعث کاهش فشار بر منابع آب شیرین داخلی می‌شود که در مناطق مرکزی کشور با بحران مواجه‌اند.

دومین مزیت مهم، کاهش چشمگیر هزینه‌های حمل‌ونقل مواد اولیه و محصولات نهایی است. نزدیکی به بندر و مسیرهای دریایی باعث می‌شود مواد اولیه مانند سنگ آهن، نفت خام یا گاز طبیعی به‌راحتی وارد شده و محصولات نهایی مانند فولاد، کود شیمیایی یا فرآورده‌های نفتی به‌سرعت صادر شوند. این امر نه تنها هزینه‌ها را کاهش می‌دهد، بلکه زمان انتقال را نیز به حداقل می‌رساند. سومین مزیت، دسترسی مستقیم به بازارهای جهانی از طریق آب‌های آزاد است. سواحل جنوبی ایران به آب‌های آزاد جهان متصل‌اند و این موقعیت استراتژیک امکان صادرات مستقیم به کشورهای آسیایی، آفریقایی و اروپایی را فراهم می‌کند، بدون نیاز به عبور از مرزهای زمینی یا مسیرهای پر هزینه و تحریم‌پذیر.

چهارمین مزیت، توسعه مناطق محروم و ایجاد اشتغال پایدار در جنوب کشور است. بسیاری از مناطق ساحلی مانند چابهار، جاسک، بندرعباس و

هفته دولت



هفته دولت و یاد و خاطره شهیدان رجایی، باهنر و رئیسی گرامی باد



toso.e_ahan_foolad

شرکت توسعه آهن و فولاد گل گهر
GOLDHAR IRON & STEEL DEVELOPMENT CO.
روابط عمومی و امور بین الملل



www.gisdco.com

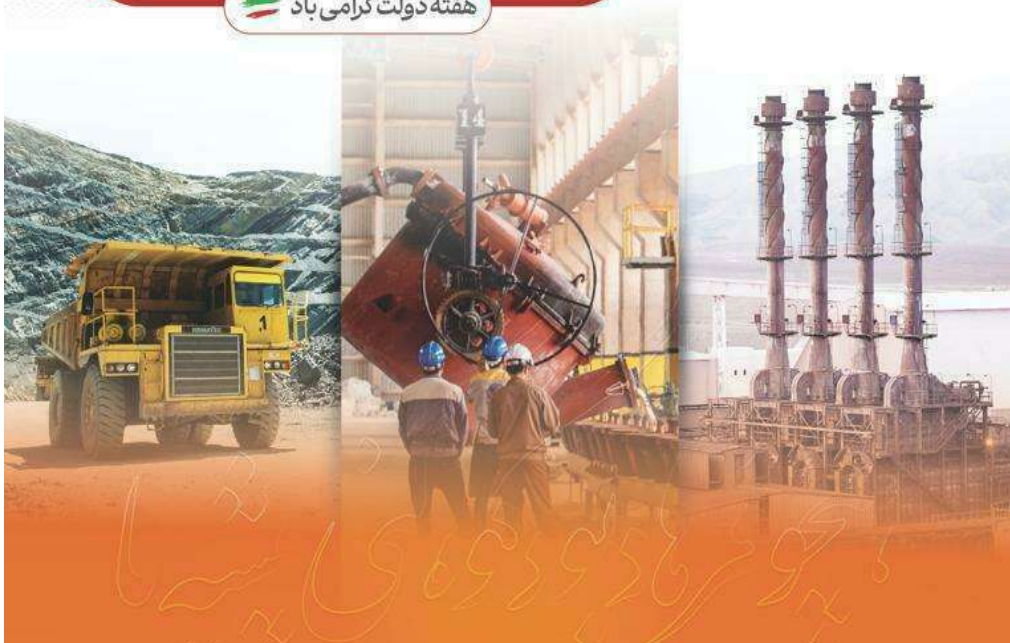
دولت گرامی مردم

۱۳ ماه تلاش ۱۳ روز دفاع

هفته دولت گرامی باد



شرکت آلومینای ایران
IRAN ALUMINA CO



خراسان شمالی، جاجرم
کیلومتر ۷ جاده سنخواست
کد پستی: ۹۴۴۱۱۱۱۳۷

www.IRANALUMINA.ir

info@iranalumina.ir

۵-۳۲۲۷۳۰۸۱+۹۸ ۵۸

تولید کننده محصولات

هیدروکسید آلومینیوم

آلومینای متال گرید

آلومینا

هیدرات ویژه

شمش آلومینیوم



کاتالوگ



CATALOG

از ۲۰۰ میلیارد تا ۲۴ هزار میلیارد؛

جهش سرمایه فولاد خوزستان در دو دهه



❖ افزایش ضریب بهره‌برداری و سرمایه‌گذاری گسترده در توسعه مدیرعامل «فخوز» اظهار داشت: فولاد خوزستان در فروردین ۱۴۰۴ به ضریب بهره‌برداری ۱۰۷ درصد دست یافت که در صورت تامین انرژی کافی، امکان تولید ۴.۲ میلیون تن در سال را فراهم می‌کند. این در حالی است که میانگین بهره‌برداری صنعت فولاد کشور بین ۶۶ تا ۷۰ درصد است. وی افزایش بهای تمام‌شده راناشی از افزایش ۵۰ تا ۹۰ درصدی قیمت انرژی عنوان کرد و با اشاره به کاهش سهم آهن اسفنجی و سنگین، از افزایش ۱۵۰ درصدی فروش صادراتی به ۳۷۴ میلیون دلار در سال ۱۴۰۳ خبر داد. ابراهیمی اذعان داشت، در حال حاضر ۱۳ پروژه به سرمایه‌گذاری ۱۴۸۸ میلیارد تومان در دست اجراست و ۱۵۵ پروژه توسعه‌ای در دستور کار قرار دارد که از جمله آن‌ها می‌توان به پروژه‌های مرتبط با تامین برق اشاره کرد. وی افزود، با وجود موانع مالی در اجرای پروژه نیروگاه سبزوآر، فولاد خوزستان همچنان پیگیر تحقق آن است و فاز اول نیروگاه خورشیدی نیز به زودی به مرحله اجرا خواهد رسید. مدیرعامل شرکت تاکید کرد که با وجود افزایش ۷ برابری در آمد، هزینه‌ها ۷.۸ برابر افزایش یافته‌اند که منجر به کاهش سود خالص به زیر ۱۰ درصد شده است. با این حال، اقدامات مدیریتی انجام شده در ۱۰ سال گذشته، منجر به افزایش ۴۴ درصدی و کاهش ۵۵ درصدی برخی شاخص‌ها شده است.

❖ ۱۱۰ میلیارد تومان سود تقسیمی فولاد خوزستان

در پایان مجمع عادی سالیانه شرکت فولاد خوزستان، بحث اصلی بر سر نحوه محاسبه سهام سهام عدالت متمرکز بود. نماینده سازمان امیدرو با اشاره به سهم ۲۸ درصدی سهام عدالت در این شرکت، پیشنهاد دو چرخه انتخاب برای سهامداران را مطرح کرد. رئیس مجمع، فروتن، با توضیح تقسیم‌بندی سهام عدالت به دو بخش مستقیم و غیر مستقیم، تاکید کرد که تنها ۱۸ درصد سهام عدالت که توسط کانون سهام عدالت مدیریت می‌شود، مبنای رای‌گیری خواهد بود. حدود ۱۰ تا ۱۱ درصد دیگر سهام عدالت که به صورت مستقیم به افراد واگذار شده، به دلیل عدم وجود نماینده قانونی، به عنوان سهام سیال در نظر گرفته می‌شود. در پایان، مجمع با رای‌گیری بر سر مبنای ۱۸ درصد سهام غیر مستقیم سهام عدالت به کار خود ادامه داد. همچنین، ۱۱۰ میلیارد تومان سود تقسیمی برای سال جاری، با هدف حفظ سطح حمایت از سهامداران بین سهامداران تقسیم شد.

امین ابراهیمی مدیرعامل شرکت فولاد خوزستان، در مجمع عمومی عادی سالیانه شرکت از ظرفیت بالای تولید و امکان دو برابر شدن صادرات این شرکت خبر داد. وی اذعان داشت، با وجود موانعی مانند تحریم‌ها و دستورالعمل‌های جدید، افزایش نرخ ارز می‌تواند به طور چشمگیری سود هر سهم را افزایش دهد. ابراهیمی تصریح کرد، در صورت رسیدن نرخ دلار به ۷۰ هزار تومان، سود هر سهم به ۲۹۲ ریال می‌رسد و با افزایش ۱۰ هزار تومانی نرخ ارز به ۸۰ هزار تومان، این سود ۱۵۸ ریال دیگر افزایش خواهد یافت. وی اظهار داشت، فولاد خوزستان با وجود قیمت‌گذاری دستوری، کمترین کاهش سود را در میان شرکت‌های هم‌خانواده خود تجربه کرده است. سرمایه‌گذاری‌ها و انعطاف‌پذیری در بازار صادرات محصولات مختلف، از جمله دلایل این موفقیت بوده است. مدیرعامل «فخوز» گفت، این شرکت وارد حوزه صنایع غیر فلزی شده و در زمینه پسماند شهری در کشورهای همسایه نیز مطالعاتی را آغاز کرده است. چالش اصلی پیش روی شرکت، تامین سنگ آهن و ارتقای فناوری تولید است.

❖ رشد چشمگیر دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری در توسعه فناوری «فخوز»

مدیرعامل فولاد خوزستان از برنامه‌های توسعه در حوزه‌های حمل‌ونقل و فناوری خبر داد و بر حفاظت از زیرساخت‌ها در برابر حملات سایبری تاکید کرد. وی با اشاره به افزایش سرمایه شرکت از ۲۰۰ میلیارد تومان در سال ۱۳۸۱ به ۲۴ هزار میلیارد تومان در حال حاضر، از ارزیابی سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های زیرمجموعه برای افزایش بیشتر سرمایه خبر داد. ابراهیمی افزود، ارزش کل دارایی‌های گروه از ۳۱ همت در سال‌های ۱۳۹۹-۱۴۰۰ به ارزش دفتری فعلی رسیده و دارایی‌های شرکت مادر نیز از ۲۵ همت به ۸۴ همت افزایش یافته است. همچنین تولید شرکت در سال گذشته یک میلیون تن بوده است و با وجود ناترازی‌های موجود، برنامه‌های توسعه با جدیت دنبال می‌شوند.

سرمایه‌گذاری ۳۶۰ میلیارد ریالی فولاد سرمد ابرکوه در

«فروآلیاژ شیروان» برای عمودی‌سازی زنجیره تامین



خراسان شمالی، در حال احداث کارخانه تولید فروسیلیکو منگنز است که تا پایان سال ۱۴۰۳، بیش از ۱.۲ میلیارد ریال جذب سرمایه داشته است. مشارکت‌کنندگان در این پروژه، شرکت‌های مهندسی رامپکو، فرازین و ارکان تدبیر هستند.

تا پایان سال ۱۴۰۳، پیشرفت بخش غیر صنعتی شامل نظارت کارگاهی و عالی به ۷۳ درصد و پیشرفت اجرای بخش غیر صنعتی توسعه بنای خیام به ۵۰ درصد رسیده است. برای تکمیل این واحد تولیدی، حدود ۱۸.۴۷۴ میلیارد و ۸۲۰ میلیون ریال سرمایه دیگر نیاز است تا هزینه‌های انتقال خط پست برق، مهندسی خرید و اجرای بخش صنعتی تامین شود. بر این اساس، برنامه افزایش سرمایه و تامین نقدینگی توسط سهامداران در دستور کار قرار گرفت که در اسفندماه ۱۴۰۳، هیئت مدیره طرح افزایش سرمایه را تصویب و گواهی حق تقدم سهامداران را صادر کرد. پس از تامین از محل مطالبات و موافقت سهامداران، این افزایش سرمایه در روزهای نخست اردیبهشت‌ماه ۱۴۰۴ به ثبت رسید تا به این ترتیب بخشی از نقدینگی لازم برای توسعه پروژه تامین گردد.

براین اساس، شرکت فولاد سرمد ابرکوه با سرمایه‌گذاری در این شرکت عملاً حلقه تامین داخلی مواد آلیاژی را برای خود مستحکم نموده است تا با دسترسی به فروآلیاژهای ویژه و به تبع آن ترکیبات عناصر نادر خاکی، امکان تولید فولاد با خواص مکانیکی و مقاومتی بالاتر را فراهم سازد. از سوی دیگر، هزینه‌های تامین خارجی آن کاهش و ثبات کیفیت محصولات نهایی فولاد سرمد ابرکوه تضمین می‌شود. به این ترتیب، فولاد سرمد ابرکوه از مزیت عمودی شدن زنجیره تامین برخوردار شده و ضمن کنترل بهتر بهای تمام شده، توان خود را بر بهبود مستمر کیفیت و توسعه محصولات خاص متمرکز می‌کند.

شرکت صنایع آهن و فولاد سرمد ابرکوه با کسب ۱۸ درصد سهام شرکت صنایع فروآلیاژ شیروان و تزریق ۳۶۰ میلیارد ریال سرمایه به این شرکت، ضمن تامین داخلی فروسیلیکو منگنز و

عناصر نادر خاکی، هزینه‌های خارجی تامین مواد آلیاژی را کاهش داده و زیرساخت‌های تولید پیشرفته فولاد با خواص مکانیکی و مقاومتی بالاتر را مستحکم کرده است.

شرکت صنایع آهن و فولاد سرمد ابرکوه برای توسعه زنجیره تولید محصولات معدنی در شرکت صنایع فروآلیاژ شیروان سرمایه‌گذاری ۳۶۰ میلیارد و ۱۸ میلیون ریالی (معادل ۳۶۰ میلیون سهم) انجام داده است. این سرمایه‌گذاری که ۱۸ درصد از سرمایه فروآلیاژ شیروان را شامل می‌شود، پس از افزایش سرمایه این شرکت در مجمع عمومی فوق‌العاده اردیبهشت‌ماه پارسال - از ۱۰۰ میلیون ریال به ۲ میلیارد ریال - به این مبلغ تغییر یافت.

شرکت صنایع فروآلیاژ شیروان در سال ۱۴۰۰ با نام «شرکت تولید و توسعه مواد معدنی نادر خاکی ایرانیان» تأسیس و ثبت شد و در بهمن‌ماه ۱۴۰۳ به نام فعلی تغییر نام یافت. سهامداران اصلی آن عبارت‌اند از شرکت سرمایه‌گذاری توسعه معادن و فلزات (۴ درصد)، شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات (۲۶ درصد) و شرکت صنایع آهن و فولاد سرمد ابرکوه (۱۸ درصد). این شرکت به عنوان واحد وابسته به سرمایه‌گذاری توسعه معادن و فلزات و تحت کنترل نهایی شرکت فولاد مبارکه اصفهان فعالیت می‌کند.

فروآلیاژ شیروان در حوزه اکتشاف، استخراج و بهره‌برداری از مواد معدنی فلزی و غیر فلزی و تولید فرآورده‌های معدنی فعال است. این شرکت در شهرک صنعتی شیروان استان

گهرزمین؛ قطب صنعت و معدن ایران زمین

The Powerhouse of Iran's Industrial and Mining Sector

THE POWERHOUSE OF IRAN'S INDUSTRIAL AND MINING SECTOR



تالانو درخشان ارزش آفرین از سنگ آهن تا فولاد

The Gleaming Path of Value Creation From Ore to Steel





طرح تسهیلاتی ایران یار

تسهیلات کاربردی تا سقف ۱۰.۰۰۰.۰۰۰.۰۰۰ ریال



☎
۰۲۱ ۲۴۸۵۹
مرکز تماس بانک ایران زمین

🌐
www.lzbank.ir

