



صندوق سی ریسک



۶

سقف تاریخی بورس؛
مقاومت روانی یا بحران بنیادی؟

۱۱

مدیریت ریسک سقوط سهام با
شبکه‌های هوشمند

۱۶

هژمونی نمادهای شاخص ساز
و چالش مدیران صندوق‌ها



شادی هاتون به بلندای یلدا یلدا تون مبارک



واکاوی بازدهی بازارها در یک سال اخیر؛

سهامداران در حسرت؛ چرا بورس نتوانست پناهگاه سرمایه باشد؟

احسان یوسفی

تحلیلگر بازار سرمایه مشاور سرمایه گذاری ترنج

بررسی کارنامه بازارهای مالی در یک سال گذشته، تصویری واضح از کوچ سرمایه را به نمایش می‌گذارد. در حالی که تورم همچنان بر اقتصاد ایران سایه افکنده، بازار طلا و سکه با ثبت بازدهی‌های فراتر از ۱۰۰ درصد، گوی سبقت را از تمامی رقبا ربودند. در سوی دیگر میدان، بازار سرمایه با وجود ارزندگی بنیادین بسیاری از نمادهای شاخص‌ساز، در تله نرخ بهره بالا و ریسک‌های سیستماتیک گرفتار شد و با بازدهی اسمی اندک (و حقیقی منفی)، سالی سرد را برای سهامداران رقم زد.

❖ **روایت آمار: طلا می‌تازد، بورس نفس نفس می‌زند**
داده‌های آماری نشان می‌دهد که طی ۱۲ ماه گذشته، طلا بی‌رقیب‌ترین بازار برای سرمایه‌گذاران ایرانی بوده است. ترکیب افزایش نرخ ارز در داخل و جهش قیمت جهانی اونس، باعث شد تا انواع سکه و صندوق‌های طلا بازدهی‌هایی فراتر از ۱۲۰ درصد را ثبت کنند. این در حالی است که شاخص کل بورس تهران، در خوش‌بینانه‌ترین حالت، رشدی در محدوده ۲۰ تا ۲۵ درصد را تجربه کرده که با در نظر گرفتن نرخ تورم عمومی، به معنای آب رفتن قدرت خرید سهامداران است.

❖ **دلار؛ نایب‌قهرمان کنترل شده**
بازار ارز (دلار آزاد) اگرچه همچنان به عنوان دماسنج اقتصاد ایران شناخته می‌شود، اما در یک سال اخیر بازدهی کمتری نسبت به طلا داشته است. سیاست‌های کنترلی و بازارسازی بانک مرکزی



مانع از جهش‌های افسار گسیخته شد، اما با این حال دلار نیز با رشدی حدود ۵۰ تا ۶۰ درصد، توانست قدرت خرید صاحبان ارز را تاحدزیادی حفظ کند و در تبه دوم بازدهی بایستد.

❖ **بورس؛ ویتربین ارزان اما خاک‌خورده**
اما داستان بازار سرمایه متفاوت و غم‌انگیز است. نمادهای شاخص‌ساز (مانند فولاد مبارکه، فملی، فارس، شستا و وبملت) که استخوان‌بندی بورس را تشکیل می‌دهند، اگرچه به لحاظ سودسازی عملیاتی (P/E) در نقاط جذابی قرار داشتند، اما تحت فشار دو عامل اساسی قرار گرفتند:

نرخ بهره ۳۰ درصدی: انتشار اوراق گواهی سپرده با سود

۳۰ درصد، عملاً جذابیت سهام را برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز از بین برد.
شکاف دلار نیما و آزاد: سیاست تثبیت نرخ ارز نیمايي باعث شد سود شرکت‌های صادرکننده (پتروشیمی و فلزی) سرکوب شود و به جیب سهامدار نرسد. در نتیجه، شاخص کل بورس که متأثر از این نمادهای بزرگ است، نوسانات زیادی داشت اما در نهایت بازدهی آن (حدود ۲۰ درصد) حتی از نرخ سود بدون ریسک بانکی نیز کمتر شد. وضعیت برای شاخص هم‌وزن (نماینده شرکت‌های کوچک) از این هم بدتر بود و بسیاری از پرتفوهای سهامداران خرد، بازدهی منفی را تجربه کردند.

جدول مقایسه بازدهی بازارها (یک ساله)

بازار	بازدهی تقریبی (یک ساله)	وضعیت نسبت به تورم
سکه طلا و صندوق‌های طلا	۱۰۰٪ تا ۱۲۵٪+	بسیار جلوتر
دلار (بازار آزاد)	۵۵٪ تا ۶۵٪	همگام یا کمی جلوتر
شاخص کل بورس	۲۰٪ تا ۲۵٪	عقب‌تر (زیان واقعی)
سپرده بانکی درآمد ثابت	۲۸٪ تا ۳۰٪	عقب‌تر

❖ **چرا طلا برنده شد؟**

طلا در ایران خاصیت پناهگاه امن (SAFE HAVEN) دوچندان دارد. از یک سو با رشد دلار داخلی گران می‌شود و از سوی دیگر با ناآرامی‌های ژئوپلیتیک و رشد طلای جهانی، شتاب می‌گیرد. در سالی که گذشت، ریسک‌های سیاسی منطقه باعث شد پول‌های هوشمند به جای رفتن به سمت تولید و سهام، به سمت طلا و صندوق‌های مبتنی بر طلا فرار کنند. بر خلاف سال ۱۴۰۳ که سال رکود بورس بود، داده‌های اخیر نشان می‌دهد که بازار سرمایه در پاییز ۱۴۰۴ وارد یک فاز صعودی قدرتمند شده و شاخص کل سقف‌های تاریخی (بالای ۳۳ میلیون واحد) را شکسته است. بنابراین، روایت جاماندگی بورس حالا جای خود را به بازگشت طلایی بورس داده است.

❖ **بازگشت غول‌ها؛ بورس تهران چگونه عقب‌ماندگی خود را جبران کرد؟**

بررسی عملکرد ۶ نماد استراتژیک (فولاد، فملی، فارس، شستا، شپنا و خودرو) در یک سال منتهی به آبان ۱۴۰۴ اگر سال ۱۴۰۳ سال درخشش طلا بود، پاییز ۱۴۰۴ را باید فصل بیداری غول‌های بورس نامید. شاخص کل بورس تهران که مدت‌ها در کانال‌های پایین‌تر در جامی‌زد، طی ماه‌های اخیر با پیشرانی نمادهای بزرگ و شاخص‌ساز، سقف‌های تاریخی را پودر کرد و به ارتفاع بی‌سابقه ۳۳ میلیون واحد رسید. اما در دل این صعود، کدام نمادها بیشترین سود را به سهامداران رساندند و آیا توانستند تورم و بازدهی دلار را شکست دهند؟

❖ **تغییر زمین بازی: بورس از طلا سبقت گرفت؟**
داده‌های بازار در یک سال گذشته (آبان ۱۴۰۳ تا آبان ۱۴۰۴) نشان می‌دهد که استراتژی صبر در بازار سهام بالاخره جواب داده است. در حالی که بازار طلا و دلار پس از یک دوره

جهش خیره‌کننده، در ماه‌های اخیر وارد فاز ثبات نسبی یا اصلاح زمانی شده‌اند، بازار سرمایه با ثبت بازدهی حدود ۵۰ درصدی در ۱۵ ماه اخیر (طبق آمارهای رسمی)، توانسته است خود را به عنوان رقیبی جدی برای بازارهای موازی مطرح کند. این رالی صعودی بیش از هر چیز مدیون ۶ نماد بزرگی است که به بررسی دقیق آن‌ها می‌پردازیم:

۱. **فولاد مبارکه (فولاد): لنگر مطمئن بازار**

وضعیت: نماد «فولاد» به عنوان بزرگ‌ترین شرکت بورسی، در یک سال اخیر نقش پناهگاه امن را ایفا کرده است.
تحلیل عملکرد: با توجه به ثبات نرخ ارز نیما و رشد قیمت‌های جهانی، فولاد مبارکه توانسته حاشیه سود خود را حفظ کند. این سهم در رالی اخیر بازار (پاییز ۱۴۰۴) یکی از اصلی‌ترین موتورهای رشد شاخص بوده و بازدهی آن همپای تورم و حتی در مقطعی جلوتر از آن حرکت کرده است.

۲. **ملی صنایع مس (فملی): برنده نوسانات جهانی**

وضعیت: «فملی» دوقلوی قدرتمند فولاد، به لطف افزایش قیمت جهانی مس و تقاضای استراتژیک برای فلزات اساسی، عملکردی درخشان داشته است.

تحلیل عملکرد: این نماد نه تنها سود نقدی (DPS) مناسبی در مجمع تقسیم کرد، بلکه رشد قیمت سهام آن در ۶ ماهه اول ۱۴۰۴، بخش بزرگی از جاماندگی سال قبل را جبران نمود.

۳. **پالایش نفت اصفهان (شپنا): ستاره سودسازی**

وضعیت: «شپنا» با انتشار گزارش‌های مالی خیره‌کننده (از جمله رشد ۲۷۶ درصدی سود در گزارش‌های میان‌دوره)، توجه بازار را به خود جلب کرد.

تحلیل عملکرد: با وجود ریسک‌های همیشگی نرخ خوراک و فرمول‌های دولتی، شپنا به دلیل طرح‌های توسعه‌ای و تبدیل شدن به پتروپالایشگاه، یکی از بالاترین بازدهی‌ها را در گروه پالایشی ثبت کرده و اکنون در محدوده قیمتی جذابی (حدود ۵۵۰ تومان) معامله می‌شود که نسبت به سقف تاریخی خود فاصله اندکی دارد

۴. **هلدینگ خلیج فارس (فارس): غول خفته بیدار شد**

وضعیت: بزرگ‌ترین هلدینگ پتروشیمی کشور که تأثیر سنگینی بر شاخص کل دارد.

تحلیل عملکرد: هر چند گزارش‌های اخیر از کاهش درآمدهای عملیاتی خبر می‌دادند، اما وزن بالای این نماد باعث شد تا همسو با موج توری بازار حرکت کند. بازدهی «فارس» شاید به اندازه تک‌سهم‌های کوچک نباشد، اما به عنوان یک سهم بنیادین، سرمایه سهامداران را در برابر افت ارزش ریال بیمه کرده است.

۵. **شستا (سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی): آینه تمام‌نمای اقتصاد**

وضعیت: شستا به دلیل تنوع پرتفوی عجیب خود (از دارو و نفت تا سیمان)، همبستگی بالایی با کلیت شاخص بورس دارد.

تحلیل عملکرد: رشد اخیر شاخص به بالای ۳ میلیون واحد، مستقیماً در خالص ارزش دارایی‌های (NAV) شستا منعکس شده است. این سهم در یک سال اخیر از کف‌های قیمتی فاصله گرفته و بازدهی معقولی را برای سهامداران صبور خود به ارمغان آورده است.

۶. **ایران خودرو (خودرو): لیدر روانی و پریسک**

وضعیت: داستان «خودرو» کاملاً متفاوت است. این سهم با وجود زیان انباشته سنگین و صورت‌های مالی نامناسب، همچنان لیدر روانی بازار و پرتقاضاترین نماد (از نظر حجم) محسوب می‌شود.

تحلیل عملکرد: بازدهی «خودرو» بیشتر بر مبنای اخبار (تجدید ارزیابی دارایی‌ها، مجوز افزایش نرخ و شایعات واگذاری) بوده است تا سودسازی. نوسانات این سهم بسیار شدید بوده و مناسب نوسان‌گیران حرفه‌ای است تا سرمایه‌گذاران بلندمدت.

❖ **نتیجه‌گیری نهایی برای سرمایه‌گذاران**

در پاسخ به سوال آیا بورس از طلا عقب ماند؟ باید گفت: در بازه یک ساله (کل ۱۴۰۳)، طلا همچنان پیشتاز بود؛ اما در نیمه اول ۱۴۰۴ ورق برگشت. نمادهای شاخص‌ساز ما (به‌ویژه فولاد، فملی و شپنا) اکنون در حال جبران عقب‌ماندگی هستند و با توجه به شکستن سقف‌های تاریخی شاخص، انتظار می‌رود بازدهی بازار سرمایه در پایان سال ۱۴۰۴ از بازارهای موازی (طلا و دلار) پیشی بگیرد.

هلو
برند ملی
همراه
کسب و
کار شما

هلو
گروه فناوری اطلاعات



اسکن کنید

یک سال پر نوسان؛

رقابت دلار، طلا و بورس

توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند. رشد طلا ترکیبی از افزایش نرخ ارز، تحولات جهانی، تنش‌های ژئوپلیتیک و سیاست‌های پولی اقتصادهای بزرگ بود و بیش از آنکه صرفاً سرمایه‌گذاری باشد، نقش شاخصی برای مدیریت ریسک ایفا کرد.

در مقابل، شاخص کل بورس با بازدهی حدود ۴۵ درصد مسیر آرام‌تری طی کرد و رشد آن بیشتر ناشی از اثر نرخ ارز بر ارزش ریالی شرکت‌های صادرات‌محور بود تا بهبود بنیادهای اقتصادی یا اصلاحات ساختاری. بازار سهام در طول این یک سال تحت تأثیر ابهام‌ها، محدودیت‌ها و انتظارات تورمی قرار گرفت و بازدهی آن کمتر منعکس‌کننده عملکرد واقعی شرکت‌ها و اقتصاد بود. این تفاوت میان بورس و دارایی‌های پناهگاهی نشان‌دهنده اهمیت ثبات سیاستی و بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران است. در دل بازار سهام، برخی نمادها عملکرد برجسته‌ای داشتند. فملی با بازدهی چشمگیر نزدیک به ۱۰۰ درصد توانست از شرایط جهانی و نوسانات نرخ ارز بیشترین بهره را ببرد و نقش لیدر بازار را ایفا کند. گروه بانکی نیز مسیر نسبتاً موفقی داشت و نمادهایی مانند وبملت و خساپا جریان نقدی میان صنایع را به نمایش گذاشتند. فارس نیز رشد قابل توجهی ثبت کرد و جایگاه خود را تثبیت نمود. در سوی دیگر، برخی نمادها مانند فولاد، وصاد و شستا مسیر آرام‌تری داشتند و فخوز با بازدهی منفی نمایانگر فشارهای ساختاری و محدودیت‌های صنایع سنگین بود.

جمع‌بندی عملکرد این یک سال نشان می‌دهد که بازارهای پناهگاهی مانند دلار و طلا توانستند از شرایط تورمی و نوسانات نرخ ارز بهره‌مند شوند، اما بخش‌های دیگر بورس همچنان زیر سایه محدودیت‌ها و نااطمینانی‌ها باقی ماندند. این فاصله عملکرد، اهمیت ثبات سیاستی، تقویت شفافیت و بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران را برجسته می‌کند. بدون این پیش‌شرط‌ها، مسیر رشد بازارها نابرابر و تحت تأثیر ریسک‌های بیرونی خواهد بود. با این حال، بهبود سیاست‌های اقتصادی و بازگشت اعتماد سرمایه‌گذاران می‌تواند موتور حرکت بورس و خلق ارزش واقعی سرمایه‌گذاری را فعال کرده و ظرفیت بالقوه بازار سهام را به شکلی پایدار به نمایش بگذارد و افق امیدوارکننده‌ای برای آینده بازارها ایجاد کند.

سارینا حسینی

تحلیلگر کارگزاری پیشرو

در یک سال گذشته، سه بازار اصلی دارایی — طلا، بورس و دلار — هر یک مسیر متفاوتی را طی کردند، اما در عین حال رفتاری به هم پیوسته داشتند و تصویر روشنی از واقعیت‌های اقتصادی و نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ارائه دادند. طلا با بازدهی حدود ۱۶۸ درصدی بار دیگر جایگاه خود را به‌عنوان پناهگاهی امن تثبیت کرد. رشد طلا ترکیبی از جهش نرخ ارز، تحولات جهانی، تنش‌های ژئوپلیتیک و سیاست‌های پولی اقتصادهای بزرگ بود و بیش از آنکه صرفاً سرمایه‌گذاری باشد، نقش شاخصی برای سنجش نگرانی‌ها و مدیریت ریسک را ایفا کرد و سرمایه‌گذاران در این دوره نشان دادند که حتی در شرایط نااطمینانی، به دارایی‌هایی پناه می‌برند که ثبات نسبی و محافظت از ارزش را فراهم می‌کنند.

در این میان، طلا توانست همگام با انتظارات تورمی و نوسانات ارزی حرکت کند و جایگاه سنتی خود به‌عنوان دارایی امن را حفظ کند، امری که اهمیت آن در شرایط پرتنش اقتصادی بیش از پیش نمایان شد. در یک سال گذشته، سه بازار اصلی دارایی — دلار، طلا و بورس — رفتاری متفاوت اما در عین حال به هم پیوسته از خود نشان دادند و بازتاب‌دهنده واقعیت‌های اقتصادی و انتظارات سرمایه‌گذاران بودند. دلار با بازدهی حدود ۷۰ درصدی بیشترین رشد را در میان این بازارها داشت و بیش از آنکه فرصتی سرمایه‌گذاری باشد، نمایانگر تداوم نااطمینانی، فشارهای تورمی و بی‌ثباتی انتظارات در میان فعالان اقتصادی بود. در واقع دلار در این مدت بیشتر به‌عنوان شاخصی برای سنجش سطح نگرانی‌ها عمل کرد و مسیر سایر بازارها را نیز تحت تأثیر قرار داد. در کنار آن، طلا با بازدهی چشمگیر حدود ۱۶۳ درصد توانست جایگاه خود را به‌عنوان پناهگاهی امن تثبیت کند و نشان دهد حتی در شرایط پرتنش اقتصادی، دارایی‌هایی با ثبات نسبی و محافظت از ارزش مورد

سه بازار، سه روایت؛ پشتازی طلا و دلار،

بورس در سایه اصلاحات

محمدحسین نیاتی

مدیر سرمایه‌گذاری و تحلیل مشاور سرمایه‌گذاری فاین تک

تحولات سیاسی و اقتصادی کم‌نظیر بازه یک ساله منتهی به آذر ماه سال جاری بیش از هر چیز در روند بازارهای مالی نمود یافته است. مقایسه بین بازارهای یک سال گذشته حاکی از آن است که بازار سرمایه در رقابت با بازار طلا و ارز عملکرد به مراتب ضعیف‌تری را از خود ثبت نموده است. شاخص کل بورس در این بازه با رشد ۳۷،۲ درصدی همراه شده در حالی که طلای ۱۸ عیار و دلار با رشد ۱۶۸ درصد و ۷۰ درصدی مواجه گردیدند. بررسی عوامل شکاف بازدهی بین بازارها برای ایجاد چشم‌انداز سرمایه‌گذاری مناسب در ماه‌های باقیمانده سال ضرورت دارد.

پس از تغییر دولت در سال گذشته و پیاده‌سازی رویکرد متفاوت از سوی تیم اقتصادی دولت جدید، علی‌رغم رویدادهای سیاسی و امنیتی نظیر جنگ غزه، تحولات لبنان و ترور سران جبهه مقاومت، بازار سرمایه با بیم و امید نسبت به گشایش‌های محتمل سیاسی و آغاز مذاکرات بین ایران و ایالات متحده، روند رشد خود را آغاز نمود و تا اردیبهشت ماه سال جاری با بیش از ۵۰ درصد رشد موفق به ثبت قله جدید ۳،۱۷۸ میلیون واحدی گردید.

با توجه به برقراری مذاکرات سیاسی و احتمال توافق، بیشترین تأثیر در رشد شاخص را نمادهای بانکی و خودرویی از جمله وبملت با ۸۹ درصد، وپاسار با ۸۰ درصد و خودرو با ۷۴ درصد بازدهی به خود اختصاص دادند. هلدینگ خلیج فارس و شرکت ملی مس نیز با بازدهی ۵۴ و ۴۰ درصدی در رتبه‌های بعدی قرار داشتند.

خوش‌بینی فعالان اقتصادی به حصول توافق و رفع تحریم‌ها موجب شد که در همان بازه زمانی قیمت دلار با ۱۸ درصد رشد همراه گردد. با این حال، وقوع جنگ ۱۲ روزه کلیه مفروضات ذهنی سرمایه‌گذاران را به صورت بنیادین تحت تأثیر قرار داده و یکی از بعیدترین ریسک‌های

سیستماتیک بازار سرمایه را محقق نمود. ریزش بورس از تیر ماه تا نیمه شهریور ماه سال جاری با رشد افسارگسیخته قیمت دلار از یک سو و افزایش قیمت جهانی اونس طلا از سوی دیگر همگام شده و فضای محاسباتی سرمایه‌گذاران را به سمت و سوی تخصیص منابع به دارایی‌های امن و پوشش ریسک‌های سیستماتیک سوق داد.

با این حال، گذر از فضای جنگ و تهدید مکانیزم ماشه و مشاهده شدن نشانه‌های بهبود در فضای کسب و کار از جمله رفع محدودیت‌های انرژی صنایع، تقویت عوامل بنیادی نظیر کاهش قابل توجه نسبت قیمت به عایدی شرکت‌ها و افت ارزش دلاری بازار، زمزمه افزایش نرخ ارز در سامانه مبادلات ارزی، بهبود وضعیت قیمت‌های جهانی از جمله کرک اسپرید فرآورده‌های نفتی، فلزات پایه و محصولات شیمیایی، رقابت در بورس کالا و تعدیل قیمت فروش تولیدات شرکت‌ها با نرخ ارز بازار آزاد و خوش‌بینی نسبت به پارامترهای موثر بر صنایع در بودجه سال آینده دولت، زمینه‌ساز رشد بازار سرمایه تا امروز بوده و مسبب عبور بازار سقف پیشین شده است. بازدهی شاخص کل بورس، قیمت طلای ۱۸ عیار و قیمت دلار در بازه شهریور ماه تا آذر ماه به ترتیب برابر با ۳۸،۳ درصد، ۴۲ درصد و ۱۵ درصد بوده است. در رشد اخیر بازار بر خلاف روند صعودی پیشین، نمادهای بنیادی نقش اصلی را ایفا نمودند و نمادهای فملی با ۸۰ درصد، فارس با ۵۸ درصد، شپنا ۷۵ درصد، شبنر با ۷۰ درصد، وغدیر با ۶۱ درصد و فولاد با ۴۸ درصد بازدهی همراه بوده‌اند.

تحولات روزهای آینده سرنوشت بازار سرمایه را در رقابت با بازارهای موازی رقم خواهد زد. در صورت عدم وقوع تهدیدات امنیتی و تنش‌های نظامی و با توجه به رشد درآمد شرکت‌ها در گزارش‌های ماهانه فصل پاییز، افزایش نرخ ارز سامانه مبادلاتی، افزایش سطح سودآوری شرکت‌ها نسبت به مدت مشابه سال مالی قبل و قرارگیری نسبت P/E بازار در سطوح مناسب، انتظار می‌رود بازدهی بازار سرمایه تا پایان سال نسبت به بازارهای موازی نظیر ارز و مسکن در رتبه بالاتری قرار گیرد. بازار طلا با عنایت به چشم‌انداز رشد قیمت جهانی اونس طلا و پیش‌بینی نهادهای معتبر جهانی در خصوص روند صعودی آن در سال آتی میلادی، جدی‌ترین رقیب بازار سهام در ادامه مسیر خواهد بود.

افزایش ۱۶ درصدی مطالبات «وبصادر» از دولت در نیمه نخست ۱۴۰۴؛ سهم ۸ درصدی در دارایی‌ها

دولت، در حوزه تسهیلات تکلیفی نیز فعال بوده و بخشی از منابع خود را برای حمایت‌های اجتماعی و اقتصادی اختصاص داده است که نتیجه آن کسب درآمد ۶۶۲ هزار و ۶۰۹ میلیارد ریالی از محل اعطای تسهیلات اعطایی بوده است.

این تسهیلات که با نرخ سود متفاوتی اعطا شده‌اند، میزان درآمد متفاوتی را برای وصادر به ارمغان آوردند. به طوری که تسهیلات خرید دین با نرخ ۱۹ درصد درآمد ۲۱۶ هزار و ۶۰۵ میلیارد ریالی با رشد ۲۰۸ درصد نسبت به دوره مشابه سال گذشته و تسهیلات فروش اقساطی با نرخ ۱۸ درصد، درآمد ۴۷ هزار و ۱۸۴ میلیارد ریال را با رشد ۲۰ درصد نسبت به دوره مشابه سال گذشته ۲۰ درصد رشد برای بانک ایجاد کردند.

همچنین درآمد حاصل از بدهکاران بابت اعتبارات اسنادی پرداخت شده به ارزش ۴۴ هزار و ۴۸۳ میلیارد ریال رسید. از دیگر منابع عمده درآمد حاصل ارائه تسهیلات می‌توان به درآمد تسهیلات مشارکت مدنی اشاره کرد که با ارزش ۳۸ هزار و ۸۶۲ میلیارد ریال نسبت به دوره مشابه سال گذشته با افزایش ۱۰۱ درصدی همراه بوده است.

در پایان شش ماهه نخست سال جاری سهم ۸ درصدی از کل دارایی‌های شش ماهه بانک را داشته که نسبت به ابتدای دوره ۱۶ درصد افزایش داشته است.

در همین حال، بانک صادرات ایران در حوزه تسهیلات تکلیفی اقداماتی شامل پرداخت وام به اشخاص حقیقی براساس طرح‌های ارجاعی از سوی دولت همچون وام ازدواج، فرزندآوری، رفع نیازهای ضروری، ماده ۶۹ جوانی جمعیت و تسهیلات نهضت ملی مسکن را پرداخت نموده است که شامل ۸۶ میلیون و ۹۰۰ وام به ارزش ۱۸۲ هزار و ۸۸۹ میلیارد ریال بوده است.

همچنین، وصادر ۳۹۱ پرونده اعتباری مربوط به مصوبات صادره همچون عقود ریالی، اعتبارات اسنادی، ضمانتنامه‌ها به ارزش ۸۲۵ هزار و ۳۵۹ میلیارد ریال، ۸۶۷ پرونده مربوط به مصوبات ساده مریحه‌خرد به ارزش ۲ هزار و ۱۴ میلیارد ریال و ۶۵ پرونده تأیید نشده به ارزش ۲۸۷ هزار و ۳۲۳ میلیارد ریال را در شش ماهه نخست سال جاری بررسی نموده است.

بنابراین، بانک صادرات ایران در شش ماهه نخست سال جاری همزمان با دریافت بخشی از مطالبات خود از

تسهیلات تبصره‌ای به تعهد دولت نیز به رقم ۳۵۰ هزار و ۶۵۳ میلیارد ریال رسید.

لازم به ذکر است، در بخش تسهیلات به تضمین دولت ۴۷۸ هزار و ۸۳۸ میلیارد ریال مربوط به اصل و سود سالهای آتی و ۴۷۷ هزار و ۹۷۶ میلیارد ریال مربوط به مانده وجه التزام دریافتی می‌باشد. بخشی از تسهیلات به تعهد دولت نیز به ارزش ۳۰۶ هزار و ۴۲۷ میلیارد ریال مربوط به اصل و سود سالهای آتی، ۲۱۳ هزار و ۱۹ میلیارد ریال مانده سود و کارمزد دریافتی و ۹۸ هزار و ۹۹۲ میلیارد ریال مانده وجه التزام دریافتی بوده است که با توجه به پرداخت ۲۶۷ هزار و ۷۸۵ میلیارد ریال در شش ماهه امسال، خالص این تسهیلات به رقم ۳۵۰ هزار و ۶۵۳ میلیارد ریال رسید.

در کنار تسهیلات اعطایی، در خصوص اوراق مشارکت وصادر برای دولت، ۱۵ هزار و ۵۹۱ میلیارد ریال مربوط به اصل و سود سالهای آتی، ۱۲ هزار و ۴۷۴ میلیارد ریال مانده سود و کارمزد دریافتی و ۱۵۴ هزار و ۳۶۷ میلیارد ریال مربوط به مانده وجه التزام دریافتی بوده است. به طور کلی، حجم خالص مطالبات بانک صادرات از دولت

مجموع مطالبات بانک

صادرات ایران از دولت

در شش ماهه منتهی

به شهر یور ۱۴۰۴ به

رقم ۱،۴۷۳ هزار و ۲۴۳

میلیارد ریال رسید.

بخش عمده این مطالبات

مربوط به وام‌های

تضمین‌شده و تسهیلات تبصره‌ای بود که در

کنار اوراق مشارکت، سهمی ۸ درصدی از کل

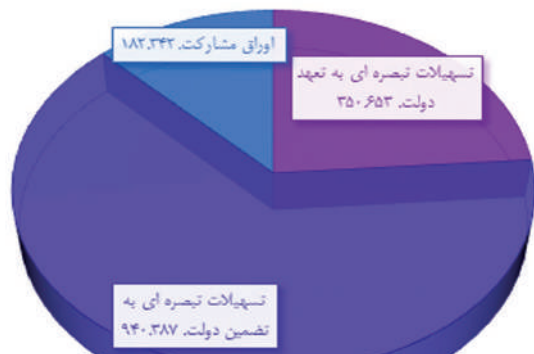
دارایی‌های بانک را تشکیل داد و نسبت به ابتدای

دوره ۱۶ درصد رشد نشان داد.



مجموع مطالبات بانک صادرات ایران در دوره شش ماهه منتهی به شهر یورماه ۱۴۰۴ از دولت شامل تسهیلات تبصره‌ای به تعهد و تضمین دولت و همچنین اوراق مشارکت، به رقم ۱،۴۷۳ هزار و ۳۸۱ میلیارد ریال رسیده است. بخش قابل توجهی از این مطالبات به ارزش ۹۴۰ هزار و ۳۸۷ میلیارد ریال مربوط به وام‌هایی است که به تضمین دولت بوده است. همچنین در این دوره،

مطالبات وصادر از دولت



سبد درآمد تسهیلاتی وصادر در شش ماهه نخست ۱۴۰۴



سقف تاریخی بورس؛ مقاومت روانی یا بحران بنیادی؟

علی خوش طینت

کارشناس بازار سرمایه



شاخص کل بورس تهران طی دو سال اخیر دو بار تا آستانه ۳.۳ میلیون واحد پیش رفته اما نتوانسته از این مرز عبور کند؛ مرزی که امروز بیش از آنکه یک مقاومت تکنیکال باشد، به نمادی از تردیدهای ساختاری بازار تبدیل شده است.

به باور من، واقعیت این است که شاخص نه با کمبود پول مواجه است و نه با کمبود شرکت های بزرگ؛ مشکل، نبود «اطمینان» است. بازار سرمایه زمانی از سقف های تاریخی عبور می کند که آینده سودآوری شرکت ها برای بازبگران بزرگ قابل پیش بینی باشد. موضوعی که طی سال های اخیر و با تغییرات پیاپی در سیاست های انرژی، نرخ خوراک، نرخ تسعیر و محدودیت های صادراتی، عملاً از بین رفته است.

امروز ۳.۳ میلیون واحد، سقفی نیست که بازار نتواند بشکند؛ سقفی است که سیاست گذاری مانع شکسته شدن آن شده است. از دید من، عبور نکردن شاخص از محدوده ۳.۳ میلیون واحد صرفاً یک مقاومت تکنیکال نیست؛ ترکیبی از فاکتورهای بنیادی، سیاستی و رفتاری است. شکاف بین رشد قیمت ها و سودآوری واقعی شرکت ها، ابهام در نرخ خوراک، قیمت گذاری انرژی و نرخ تسعیر، کم عمق شدن تقاضای حقیقی و رشد نرخ بهره و جذابیت ابزارهای درآمد ثابت و ابزارهای مبتنی بر طلا را می توان به عنوان عوامل این ناکامی برشمرد. نسبت P/E در حدود ۷ است.

یعنی بازده سودآوری شرکت ها و نه سود سرمایه آن ها در حدود عدد ۱۴ درصد است. از طرف دیگر بازدهی سرمایه که می تواند این نرخ را برای سرمایه گذاران جذاب کند، به شدت تحت تاثیر ریسک های سیاسی و روابط خارجی کشور است. بنابراین مقاومت ۳.۳ میلیون واحد بیشتر ریشه بنیادی دارد تا تکنیکال.

در این میان نقش صنعت پتروشیمی و هلدینگ های تابعه آن بیش از همیشه پررنگ است به طوری که بدون نقش آفرینی پتروشیمی ها، شکست پایدار سقف تاریخی عملاً ممکن نیست. این صنعت حدود یک چهارم ارزش بازار را در اختیار دارد و بار اصلی شاخص بر دوش همین گروه است. اگر ثبات در نرخ خوراک و انرژی برقرار شود، پتروشیمی ها می توانند به موتور EPS محور بازار تبدیل شوند؛ موتوری که هم از مسیر رشد عملیاتی و هم از

مسیر افزایش ارزش روز پرتفوی هلدینگ ها، شاخص را به حرکت درمی آورد. اما اگر سیاست گذار همچنان تصمیمات لحظه ای بگیرد، همین صنعت به بزرگترین مانع رشد بازار تبدیل می شود.

واقعیت این است که بورس بدون لیدری پتروشیمی ها از نظر وزنی، امکان عبور پایدار از سقف تاریخی را ندارد و این گزاره به اندازه ای روشن است که درک آن نیاز به تحلیل پیچیده ندارد. برای شکستن سقف تاریخی، صرفاً بیان وعده و پیش بینی کافی نیست. بازار تشنه تحقق است. به باور من سه شرط اصلی باید هم زمان برآورده شوند: نخست، ثبات در متغیرهای کلیدی و پایان دادن به ابهامات سیاسی که مثل سایه ای سنگین بر تصمیمات سرمایه گذاران افتاده است. دوم، ارائه گزارش های فصلی قوی از سوی صنایع بزرگ، گزارش هایی که نه تنها

انتظارات فعلی را تأیید کند، بلکه بازار را غافلگیر کند. و سوم، ورود نقدینگی تازه چه از سوی حقیقی ها و چه از سوی صندوق های بزرگ. شاخص تاریخی تنها زمانی شکسته می شود که پول جدید وجود داشته باشد، بدون آن، هر رشدی صرفاً جابه جایی پول بین نمادهاست. اما اگر بازار برای سومین بار به سقف برسد و باز هم نتواند عبور کند، پیامد آن بسیار فراتر از یک ناکامی تکنیکال است.

شکست نخوردن سقف یعنی سرمایه گذار باور نمی کند که ریسک های سیستماتیک کاهش یافته اند. یعنی درک می کند بازده بازار سهام قابل اتکا نیست و ابزارهای رقیب مثل اوراق درآمد ثابت و طلا نسبت ریسک بازده مطمئن تری ارائه می دهند. در چنین شرایطی، رفتار سرمایه گذاران کوتاه مدت تر، پرنوسان تر و محافظه کارانه تر می شود و این یعنی عمق بازار فرسوده می شود. شاید مهم تر از همه اینکه هر بار برخورد ناموفق با سقف، این مرز را به یک «مقاومت روانی سخت» تبدیل می کند و برای عبور از آن در آینده نیاز به انرژی و نقدینگی چندبرابری خواهد بود.

بورس تهران در نقطه ای ایستاده است که عبور از سقف ۳.۳ میلیون واحد تنها یک رویداد تکنیکال نیست، بلکه آزمونی برای اعتمادسازی است. اگر پیام اقتصاد به بازار شفاف باشد، اگر سیاست گذاری قابل پیش بینی شود و اگر سودآوری شرکت ها به جای شوک های سیاستی محور تصمیم گیری قرار گیرد، عبور از سقف تاریخی نه یک آرزو، که یک مسیر طبیعی خواهد بود. اما اگر این شرایط فراهم نشود، بازار نه تنها سقف را نمی شکند، بلکه اعتماد خود را از دست خواهد داد، اعتمادی که بازبایی اش بسیار سخت تر از شکستن هر مقاومتی است.

رشد پایدار «وآرمان مهان» با افزایش درآمد سرمایه گذاری



سرمایه گذاری
توسعه آرمان مهان
(سهامی خاص)

شرکت سرمایه گذاری توسعه آرمان مهان در نیمه نخست سال جاری با کسب درآمد عملیاتی ۵۲۵ میلیارد ریالی توانست مسیر سودآوری خود را تثبیت کند. بخش عمده این رشد ناشی از سود سهام ۳۷۹ میلیارد ریالی و فروش سرمایه گذاری ها در نمادهای بانکی و بیمه ای بوده است که بازدهی پرتفوی را تقویت کرده است.



شرکت سرمایه گذاری توسعه آرمان مهان در شش ماهه

نخست سال جاری درآمد عملیاتی ۵۲۵ میلیارد ریالی را کسب کرد که نسبت به دوره مشابه سال گذشته با رشد ۱۷۷ درصدی از زیان به سود رسیده است.

این شرکت از محل سود سهام درآمد ۳۷۹ میلیارد ریالی، از محل سود تضمین شده درآمد ۵۵۰ میلیون ریالی با رشد ۹۰۰ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته و از محل فروش سرمایه گذاری های خود سود ۴۳۷ میلیارد ریالی بدست آورد که مربوط به نمادهایی همچون بانک اقتصاد نوین به ارزش ۱۶۸ میلیارد ریال، بیمه البرز به ارزش ۶۴ میلیارد ریال و مبتنی بر کالای فارابی به ارزش ۵۴ میلیارد ریال بوده است.

ارزش پرتفوی سرمایه گذاری و آرمان مهان دارای بهای تمام شده ۲۶ هزار و ۸۶ میلیارد ریال است که در طی دوره به طور

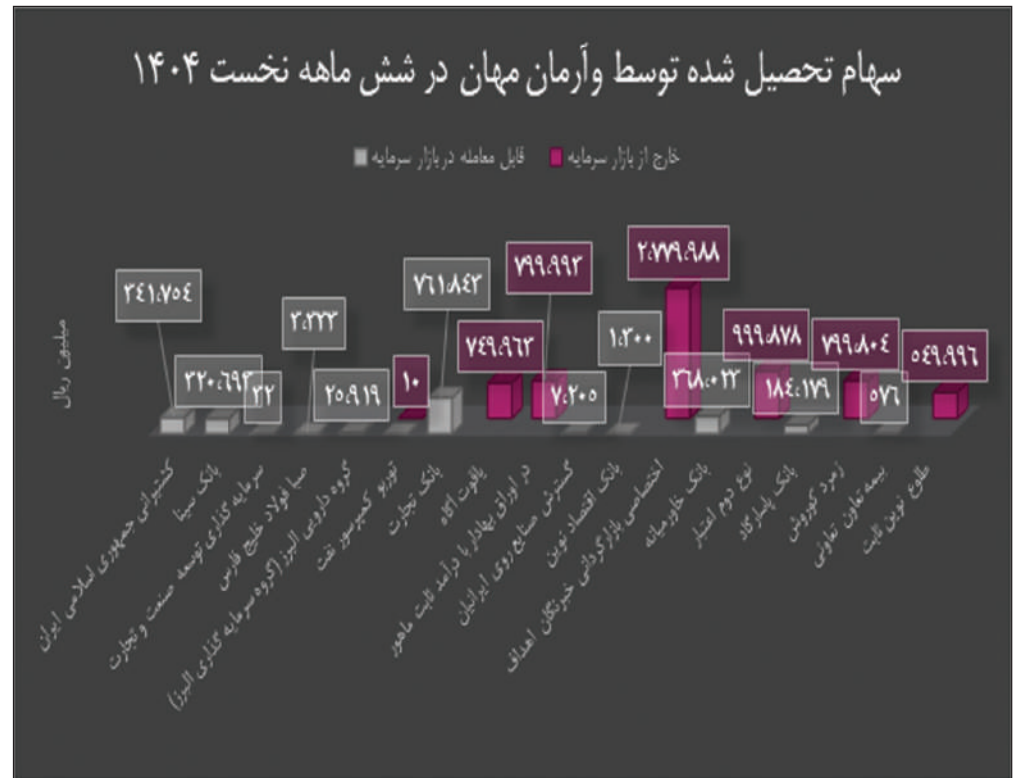
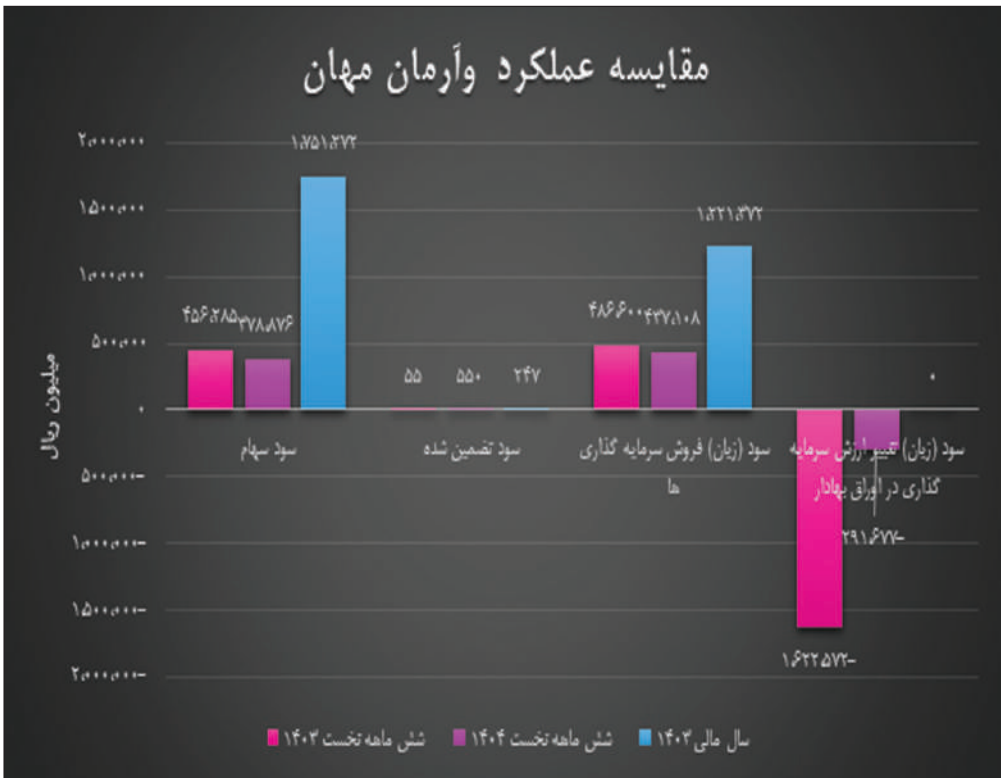
خالص ۳ هزار و ۲۳۷ میلیارد ریال افزایش یافت. این پرتفوی عمدتاً شامل ۱۹ هزار و ۱۳۹ میلیارد ریال سهام قابل معامله در بازار سرمایه و ۶ هزار و ۹۴۸ میلیارد ریال سهام خارج از بازار سرمایه بوده است.

در شش ماهه نخست سال جاری، ۲ هزار و ۱۵ میلیارد ریال سهام قابل معامله در بازار سرمایه و ۷ هزار و ۵۰۱ میلیارد ریال سهام خارج از بازار سرمایه را تحصیل کرد که در بخش سهام خارج از بورس، بیشترین ارزش مربوط به صندوق اختصاصی بازارگردانی خبرگان اهداف به ارزش ۲ هزار و ۸۰۰ میلیارد ریال و نوع دوم اعتبار به ارزش یک هزار میلیارد ریال بوده است.

در بازار سرمایه نیز، بیشترین ارزش سهام تحصیل شده مربوط به بانک تجارت به ارزش ۷۶۲ میلیارد ریال و بانک

خاورمیانه به بهای تمام شده ۳۶۸ میلیارد ریال بوده است. همچنین گفته شد و آرمان مهان در شش ماهه نخست سال جاری درآمد ۳۴۴ میلیارد ریال سود سهام و ۳۵ میلیارد ریال سود گواهی سپرده بانکی کسب کرد که بیشترین سود سهام شناسایی شده مربوط به سهام پالایش نفت اصفهان به ارزش ۱۱۳ میلیارد ریال و بیمه البرز به ارزش ۹۴ میلیارد ریال بوده است.

در این بین، بیشترین درآمدی نقدی هر سهم متعلق به شرکت سیمان فارس و خوزستان با ارزش دو هزار و ۷۰ ریال و شرکت سیمان خاش با ارزش ۷۵۰ ریال بوده است. لذا علت بیشترین کسب درآمد سود سهام از شرکت پالایش نفت اصفهان و بیمه البرز مربوط به تعداد سهام بالا در این دو نماد بوده است.



سکون بازار و بازی تازه اختیارها

می تواند نقش مهمی در کاهش ریسک داشته باشد. در بازار کم‌نوسان، با استفاده از موقعیت‌های پوششی، معامله‌گر می تواند از زیان‌های احتمالی جلوگیری کند و در عین حال از مبلغ دریافتی بابت فروش اختیارها بهره ببرد. این استراتژی‌ها شامل موقعیت‌های ترکیبی فروش اختیار همراه با نگهداری سهم یا استفاده از اختلاف قیمت میان اختیارها برای پوشش ریسک هستند که امکان کاهش نوسان و افزایش کارایی سرمایه را فراهم می‌کنند. در مقابل، در بازارهای پرنوسان، وضعیت کاملاً متفاوت است. افزایش نوسان پیش‌بینی‌شده، حتی بدون تغییر محسوس قیمت سهم، ارزش اختیارها را بالا می‌برد و خرید اختیار، به ویژه اختیار خرید، برای معامله‌گرانی که به دنبال افزایش اهرم سرمایه هستند، جذاب می‌شود. با این حال، فروش اختیار در چنین دوره‌هایی پریسک است، زیرا احتمال جهش ناگهانی قیمت سهم پایه بالا است و ممکن است زیان قابل توجه ایجاد شود. بنابراین، انتخاب ابزار مناسب و مدیریت ریسک در این شرایط اهمیت حیاتی دارد.

فاز اصلاح زمانی و قیمتی بخشی طبیعی و اجتناب‌ناپذیر از چرخه بازار سهام ایران است. این وضعیت چالش‌های جدی برای استفاده سسنتی از اختیار خرید ایجاد می‌کند، از جمله کاهش نوسان پیش‌بینی‌شده، کاهش ارزش زمانی و محدودیت‌های ناشی از کمبود نقدینگی. بسا این حال، معامله‌گران می توانند با اتخاذ استراتژی‌های محافظه‌کارانه و هوشمندانه، مانند نگه‌داشتن سهم و فروش اختیار خرید، فروش اختیار نزدیک به سررسید و هجینگ ملایم، از ابزارهای مشتقه برای کسب بازده و مدیریت ریسک بهره‌برداری کنند. در بازار کم‌نوسان، موفقیت نصیب کسانی است که بتوانند از سکون بازار درآمد کسب کنند و در بازار پرنوسان موفق کسی است که ابزار مناسب را برای همراهی با موج‌ها انتخاب کند و ریسک‌های مرتبط را به‌خوبی مدیریت نماید.



کند. یکی از مؤثرترین روش‌ها، به کارگیری استراتژی‌های محافظه‌کارانه مبتنی بر فروش اختیارها است. به عنوان مثال، نگه‌داشتن سهم پایه و همزمان فروش اختیار خرید با قیمت توافقی بالاتر از قیمت فعلی سهم، به معامله‌گران این امکان را می‌دهد که از مبلغ دریافتی برای فروش اختیارها درآمد کسب کنند. این روش در شرایط کم‌نوسان، ریسک کمتری دارد، زیرا احتمال جهش ناگهانی قیمت سهم پایین است و معامله‌گر می تواند از سکون بازار سود کسب کند.

روش دیگر، استفاده از فروش اختیارهای نزدیک به سررسید است. در شرایطی که نوسان پیش‌بینی‌شده کاهش یافته، فروش اختیار خرید با قیمت توافقی بالاتر می تواند درآمد ثابت ایجاد کند و ریسک کمتری نسبت به دوره‌های پرنوسان دارد. این رویکرد به ویژه برای معامله‌گرانی مناسب است که به دنبال کسب بازده از سکون بازار هستند و نیازی به رشد سریع قیمت سهم ندارند. علاوه بر این، هجینگ ملایم و مدیریت پرتفوی

حتی با تغییر اندک روند سهم، امکان خروج مناسب و کسب بازده را نداشته باشد. علاوه بر این، کمبود نقدینگی و عمق محدود بازار یکی دیگر از مشکلات این دوره است. کاهش جریان معاملات باعث می‌شود که بازیگران بزرگ بازار کمتر حرکت‌های جهت‌دار انجام دهند و نوسان بازار اختیارها بیش از پیش کاهش یابد. در نتیجه، حتی در صورت تلاش معامله‌گر برای کسب سود از حرکت جزئی قیمت سهم، فرصت کافی برای معامله یا سودگیری وجود ندارد.

به‌طور کلی، این چالش‌ها نشان می‌دهند که در فاز اصلاح زمانی و قیمتی، ابزارهای مشتقه، به ویژه اختیار خرید، توانایی سنتی خود در کسب بازده سریع از افزایش قیمت سهم را از دست می‌دهند و استفاده از آن‌ها بدون تغییر استراتژی، ریسک بالایی دارد.

با وجود چالش‌ها، دوره اصلاح زمانی و قیمتی می تواند فرصت‌هایی برای استفاده هوشمندانه از ابزارهای مشتقه ایجاد

سید میثم ایوبی

مدیرعامل کارگزاری بانک مسکن

بازار سهام ایران همانند بسیاری از بازارهای مالی، چرخه‌ای از نوسانات صعودی و نزولی را تجربه می‌کند. یکی از پدیده‌های مهم در این چرخه، فاز اصلاح زمانی و قیمتی است؛ دوره‌ای که در آن قیمت سهام به‌صورت تدریجی کاهش می‌یابد یا در یک محدوده قیمتی محدود نوسان می‌کند و رشد قابل توجهی مشاهده نمی‌شود. در این شرایط، ابزارهای مشتقه مانند اختیار معامله، به ویژه اختیار خرید، تحت تأثیر مستقیم این سکون بازار قرار می‌گیرند. برای معامله‌گران، درک دقیق اثرات این وضعیت بر ارزش اختیارها و استراتژی‌های معاملاتی، نقش حیاتی در مدیریت ریسک و کسب بازده دارد.

یکی از مهم‌ترین چالش‌ها در این دوره، کاهش نوسان پیش‌بینی‌شده یا ضمنی است. نوسان پیش‌بینی‌شده نقش تعیین‌کننده‌ای در ارزش‌گذاری اختیارها دارد و کاهش آن باعث کاهش قیمت اختیارهای خرید می‌شود. در چنین شرایطی، فاصله میان قیمت سهم و قیمت توافقی اختیار به سختی پُر می‌شود و اختیار خریدی که معمولاً برای کسب سود از افزایش قیمت سهم انتخاب می‌شود، احتمالاً بی‌ارزش سررسید خواهد شد. به بیان دیگر، حتی اگر سهم پایه تغییرات جزئی داشته باشد، این نوسان برای رسیدن به قیمت توافقی اختیار کافی نیست و دارنده اختیار قادر به کسب سود قابل توجه نخواهد بود. چالش دوم، کاهش ارزش زمانی اختیار است. در دوره‌های کم‌نوسان، با کاهش فعالیت معاملاتی و نبود موج تقاضای قدرتمند، ارزش زمانی اختیار خرید به سرعت تحلیل می‌رود. این امر در بازار ایران که عمق بازار اختیارها محدود است، ممکن است به گونه‌ای رخ دهد که دارنده موقعیت خرید

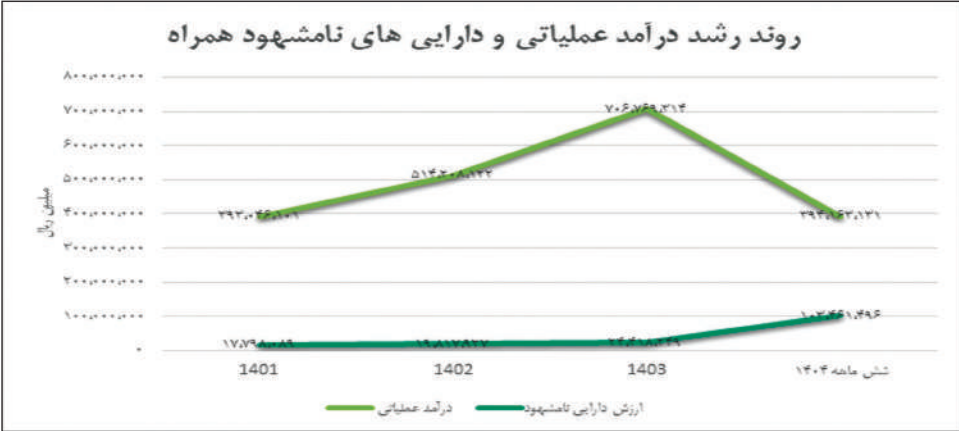
درآمد شش‌ماهه همراه اول با جهش ۲۲ درصدی به ۳۹۴ هزار میلیارد ریال رسید

درصد رشد و به رقم ۲۴ هزار و ۴۱۸ میلیارد ریال رساند که در این بین، بهره‌برداری از سایت‌های کر فیبر نوری ارزش حق امتیاز فیبر از ۱۳ هزار و ۸۰ میلیارد ریال به ۱۸ هزار و ۴۱۰ میلیارد ریال رسید و با همچنین دارایی نرم‌افزار رایانه از ۵ میلیارد ریال به ۹ میلیارد ریال افزایش یافت.

باتوجه به اینکه همراه از بخش دیگری از سایت‌های کر فیبر نوری در سال ۱۴۰۳ بهره‌برداری کرده است، بعد از تشریفات مزایده عمومی، حق بهره‌برداری از باند فرکانسی ۲۳۰۰ مگاهرتز را طبق مصوبه کمیسیون تنظیم مقررات ارتباطات و توافقنامه‌ها خریداری کرد و پهنای باند محدوده ۲۳۰۰ تا ۲۳۴۰ مگاهرتز به شرکت واگذار شد که اثر آن را می‌توان در رشد ۳۷ درصدی درآمد عملیاتی مشاهده کرد. در سال ۱۴۰۳ درآمد عملیاتی همراه با بهره‌برداری از کر فیبر نوری از ۵۱۴ هزار و ۲۰۸ میلیارد ریال به ۷۰۶ هزار و ۷۶۹ میلیارد ریال رشد یافت. همراه در شش ماهه نخست سال جاری شرکت ارتباطات سیار حق الامتیاز استفاده از فرکانس را افزایش و از مبلغ ۵ هزار و ۴۲۵ میلیارد ریال به ۸۵ هزار و ۴۵۸ میلیارد ریال رساند که نتیجه حضور در مزایده عمومی سازمان تنظیم مقررات ارتباطات رادیویی برای دریافت امتیاز باند فرکانسی در محدوده ۳۶۰۰ تا ۳۸۰۰ مگاهرتز بوده است. این امتیاز با ارزش ۸۰ هزار و ۵۰۰ میلیارد ریال به همراه واگذار شد که اثر آن در درآمد شش ماهه نخست سال جاری رشد ۲۲ درصدی درآمد عملیاتی می‌توان مشاهده کرد. شرکت ارتباطات سیار در شش ماهه نخست سال جاری با افزایش امتیاز فرکانس خود توانست درآمد عملیاتی را از ۲۲۳ هزار و ۷۸۶ میلیارد ریال دوره مشابه سال گذشته به ۳۹۴ هزار و ۱۶۳ میلیارد ریال رساند.

رشد ۲۲ درصدی درآمد همراه اول نتیجه دریافت امتیاز باند فرکانسی ۳۶۰۰ تا ۳۸۰۰ مگاهرتز و افزایش حق امتیاز فرکانس به ۸۵ هزار میلیارد ریال است که ظرفیت شبکه را به‌طور چشمگیری ارتقا داده است.

شرکت ارتباطات سیار ایران در سال ۱۴۰۱ موفق به کسب درآمد ۳۹۳ هزار و ۴۶ میلیارد ریالی با رشد ۳۲ درصدی نسبت به سال مالی ۱۴۰۰ شد؛ درحالی‌که ارزش دارایی‌های نامشهود این شرکت نیز در طی دوره مورد بررسی با رشد ۱۳ درصدی به رقم ۱۷ هزار و ۷۹۸ میلیارد ریال رسید. در این دوره، شرکت ارتباطات سیار ایران حق الامتیاز فیبر را از ۶ هزار و ۷۹۸ میلیارد ریال به ۱۰ هزار و ۱۶۲ میلیارد ریال رساند که نتیجه انعقاد قرارداد ایجاد کر فیبر نوری خاص شرکت مخابرات ایران بوده است تا به پایداری شبکه باند پهن بپردازد. از مجموع ۱۲ هزار و ۲۵۴ سایت در نظر گرفته شده برای ایجاد کر فیبر نوری، تا پایان سال ۱۴۰۱ حدود ۱۱ هزار و ۷۴۷ سایت به بهره‌برداری رسید که بر درآمد همراه اول اثر گذار بود. در سال ۱۴۰۲ نیز شرکت ارتباطات سیار ایران تعداد سایت‌های بهره‌برداری شده را به ۱۱ هزار و ۸۷۴ سایت رساند که با پایداری شبکه توانست ضمن رشد ۱۱ درصدی دارایی‌های نامشهود خود، درآمد عملیاتی یکسال ۱۴۰۲ را نیز ۳۱ درصد بهبود بخشیده و به رقم ۵۱۴ هزار و ۲۰۸ میلیارد ریال برساند. در سال ۱۴۰۳ شرکت ارتباطات سیار ایران، با تکمیل سایت‌های کر فیبر نوری، ارزش دارایی‌های نامشهود خود را ۲۳



انتخاب کارت از دنیای ملت کارت

انتخاب و سفارش کارت‌های متنوع بانک ملت
در همراه بانک، مگا بانک و دیما

بانک ملت
bank mellat



حرکت روزانه معامله گران

از صندوق های اهرمی به سهام بزرگ

مهدی باغبان

مدیر سرمایه گذاری سبدگردان کاریزما

در شرایط پریسک و پرنوسان بازار، معامله گران روزانه ترجیح می دهند به سمت سهام بزرگ و پرتراکنش حرکت کنند. دلیل اصلی این تغییر رفتار، کاهش نقدشوندگی صندوق های اهرمی در دوره های رکودی است. قوانین مربوط به صدور و ابطال این صندوق ها، همراه با ماهیت اهرمی آن ها، باعث شد در شرایط نزولی زیان بیشتری متوجه واحدهای ممتاز شود. در نتیجه، بسیاری از صندوق های اهرمی باقیمتی کمتر از ارزش واقعی خود (بیش از ۱۰ درصد) در صف فروش قفل شدند و حمایت مدیران صندوق ها نیز نتوانست فشار فروش را مهار کند. در مقابل، سهام بزرگ در صنایع فلزی، پالایشی، پتروشیمی و بانکی با حمایت های مناسب توانستند عملکرد بهتری داشته باشند. همین امر موجب شد نقدینگی به سمت این نمادها حرکت کند. علاوه بر این، افزایش نوسانات بازار و تغییر رفتار بازارساز، که نقدینگی خود را بیشتر بر نمادهای شاخص ساز متمرکز می کند، باعث شد توجه معامله گران روزانه به سهام بزرگ افزایش یابد.

● شکاف میان NAV و قیمت واحدهای صندوق های اهرمی

یکی از مهم ترین چالش های صندوق های اهرمی، تفاوت میان ارزش خالص دارایی ها (NAV) و قیمت واحدهای معاملاتی آن ها است. این شکاف ناشی از ساختار «بازار دوگانه» است که در آن قیمت واحدها بر اساس عرضه و تقاضا تعیین می شود، نه NAV. سه عامل اصلی این تفاوت عبارتند از:

- عدم تعادل عرضه و تقاضا: کاهش تقاضا و غیر فعال بودن بازارگردان موجب معامله واحدها زیر NAV می شود.
- رفتار هیجانی معامله گران: در شرایط ریزشی، معامله گران برای خروج سریع حاضرند واحدها را با قیمت پایین تر بفروشند.
- ماهیت اهرمی صندوق ها: ضریب اهرم باعث می شود فشار فروش و کاهش قیمت سریع تر از افت NAV رخ دهد.

● تفاوت حمایت از شاخص کل و صندوق های اهرمی

سیاست گذار برای مدیریت بازار، تمرکز خود را بر نمادهای شاخص ساز قرار می دهد؛ زیرا شاخص کل با چند سهم بزرگ حرکت می کند و حمایت از آن ها سیگنال اعتماد به سرمایه گذاران می دهد. در مقابل، صندوق های اهرمی در محاسبه شاخص لحاظ نمی شوند و تزریق نقدینگی به آن ها تأثیری بر شاخص ندارد. از سوی دیگر، حمایت از صندوق های اهرمی از طریق باز خرید واحدهای ممتاز می تواند ریسک واحدهای باقی مانده را افزایش دهد، زیرا ضریب اهرم صندوق بالا می رود. به همین دلیل، بازارگردان ها در شرایط نزولی با چالش «شمشیر دولبه» مواجه اند و نمی توانند حمایت جامع و کافی ارائه دهند.

● جمع بندی

رفتار معامله گران روزانه در شرایط پرنوسان نشان می دهد که نقدینگی به سمت سهام بزرگ و شاخص ساز حرکت می کند؛ جایی که حمایت نهادی و نقدشوندگی بالاتر وجود دارد. صندوق های اهرمی اگر چه در دوره های صعودی بازدهی مناسبی دارند، اما در شرایط رکودی با چالش نقدشوندگی و شکاف میان NAV و قیمت مواجه اند. سیاست گذار نیز ترجیح می دهد برای حفظ ثبات بازار، تمرکز خود را بر حمایت از نمادهای بزرگ قرار دهد.

اصلاح کارمزد معاملات؛

تغییر قواعد بازی در بازار سرمایه

سجاد میرزایی

کارشناس صندوق های سرمایه گذاری

بر اساس مصوبه مهرماه امسال هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، کارمزد معاملات صندوق های سرمایه گذاری و سایر اوراق بهادار به شرح زیر تغییراتی داشتند:

۱. سقف کارمزد خرید و فروش شرکت بورس اوراق بهادار تهران، شرکت فرابورس ایران، شرکت مدیریت فناوری بورس تهران، شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه و شرکت های کارگزاری از معاملات اوراق بهادار توسط تمامی صندوق های سرمایه گذاری (به استثنای صندوق های سرمایه گذاری اختصاصی بازارگردانی که مشمول مصوبه خردادماه سال ۱۳۹۳ هیئت مدیره سازمان می باشند)؛ معادل ۷۵ درصد کارمزد معاملات معمول اوراق بهادار مذکور در هر معامله تعیین شد.

۲. سقف کارمزد خرید و فروش شرکت بورس اوراق بهادار تهران شرکت فرابورس ایران شرکت مدیریت فناوری بورس تهران شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه و شرکت های کارگزاری از معاملات واحدهای صندوق های سرمایه گذاری قابل معامله، معادل ۵۰ درصد کارمزد معاملات معمول واحدهای مذکور، در هر معامله تعیین شد. بر این اساس مقرر گردید در معاملات تمامی صندوق های سرمایه گذاری به استثنای صندوق های سرمایه گذاری اختصاصی بازارگردانی، در واحدهای صندوق های سرمایه گذاری قابل معامله، صرفاً همان تخفیف موضوع ردیف ۲ فوق ذکر یعنی به عبارتی یک مرحله تخفیف لحاظ گردد و تخفیف مضاعف محاسبه نشود.

۳. طبق مصوبه در خصوص تخفیف کارمزد ۲۵ درصدی اعطایی به نهادهای مالی دارای مجوز سواگردانی از معاملات سهام و حق تقدم سهام برای سبدهای اختصاصی نسخ گردید.

۴. همچنین برخی اصلاحات کارمزد معاملات در معاملات عمده و عرضه یکجا و بلوک سهام و حق تقدم سهام و کارمزد حق پذیرش هر شرکت در بورس اوراق بهادار و فرابورس

ایران بر مبنای آخرین سرمایه ثبت شده شرکت ها به صورت طبقه ای شده و کارمزد حق درج سالانه شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران بر مبنای میانگین ارزش بازاری آنها طی سال قبل و به صورت طبقه ای اصلاح گردید. همچنین سقف کارمزد معاملات در بازار توافقی شرکت فرابورس ایران و سقف کارمزد معاملات سهام و تقاضام سهام شرکت پروژه در بازار سرمایه گذاری حرفه ای بورس اوراق بهادار تهران نیز اصلاح گردید.

۵. در تمامی اوراق بهادار موضوع بازارگردانی همه نهادهای مالی از جمله صندوق توسعه بازار سرمایه صندوق های بازارگردانی و سایر نهادهای مالی که مجوز بازارگردانی اوراق بهادار قابل معامله را در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران طبق مقررات مربوط دریافت دارند، سقف کارمزد معاملات شرکت های مربوطه معادل ۲۰ درصد کارمزد معاملات معمول اوراق بهادار مذکور در هر معامله تعیین گردید. شایان ذکر است اجرای این اصلاح کارمزدها از ۲۱ آبان ماه امسال انجام پذیرفت.

● نتیجه گیری

بر اساس اصلاحات مذکور، افزایش کارمزد معاملات صندوق های سرمایه گذاری و اوراق بهادار صورت پذیرفت که به صورت خلاصه می شود اگر اختصاصاً تغییرات اساسی را در نظر بگیریم، معاملات سهام و حق تقدم توسط صندوق های سرمایه گذاری که قبلاً شامل ۷۵ تخفیف کارمزد معاملات بود الان ۲۵ درصد تخفیف کارمزد معاملات دارند و همچنین معاملات صندوق های سرمایه گذاری توسط اشخاص که قبلاً مشمول ۷۵ درصد تخفیف از کارمزد معاملات معمول بود به ۵۰ درصد کارمزد معاملات معمول واحدهای مذکور تغییر یافت.

در نتیجه به نسبت قبل معاملات صندوق ها و کارمزدهای پرداختی افزایش یافته و شاهد افزایش درآمد کارمزد معاملات در شرکت های سپرده گذاری تسویه وجوه، شرکت های کارگزاری، شرکت بورس تهران، شرکت فرابورس ایران و شرکت مدیریت فناوری بورس تهران خواهیم بود.

بازار سرمایه

در برابر وسوسه اوراق خزانه

دهد، به ویژه در صنایعی که برای رشد به سرمایه در گردش متکی هستند.

در این میان، صندوق های سرمایه گذاری درآمد ثابت، به ویژه صندوق های کوچک و تازه تأسیس، فرصت جدیدی برای جذب سرمایه پیدا کرده اند. در شرایطی که نرخ اوراق خزانه بالا رفته، رقابت میان صندوق ها برای ارائه بازدهی جذاب تر شدت یافته و صندوق هایی که قادر به ارائه نرخ های نزدیک به بازدهی اوراق دولت باشند، شانس بیشتری برای جلب سرمایه گذاران دارند. این امر می تواند باعث تغییر رفتار سرمایه گذاران شود و بخشی از جریان نقدینگی را از صندوق های قدیمی و بزرگ تر به سمت صندوق های نوظهور هدایت کند.

در واقع، نرخ بالای اوراق، بستر رقابت و نوآوری در طراحی محصولات درآمد ثابت را فراهم می آورد و صندوق های تازه تأسیس می توانند با بهره گیری از این فرصت، سهم خود از بازار را افزایش دهند.

در مجموع، افزایش نرخ بازدهی اوراق خزانه، علاوه بر جذابیت سرمایه گذاری بدون ریسک، اثرات گسترده ای بر ساختار بازار سرمایه و رفتار سرمایه گذاران دارد. این اتفاق می تواند موجب کاهش تقاضا در بازارهای پریسک، افزایش هزینه تأمین مالی شرکت ها و فرصت یابی صندوق های درآمد ثابت کوچک شود.

سرمایه گذاران، مدیران صندوق ها و سیاستگذاران بازار باید ضمن توجه به جذابیت این ابزار، اثرات جانبی آن بر تولید، سرمایه گذاری و جریان نقدینگی را نیز مد نظر قرار دهند تا تعادل میان جذابیت سرمایه گذاری و حمایت از بخش واقعی اقتصاد حفظ شود.

حنانه تفرشی

تحلیلگر بازار سرمایه

در تاریخ اخیر، نرخ بازدهی اوراق خزانه به ۳۸٪ رسید که این سطح، جذابیت سرمایه گذاری بدون ریسک را به میزان قابل توجهی افزایش داده است.

چنین رویدادی پیامدهای مهمی برای بازارهای مالی و جریان سرمایه دارد و می تواند ترجیحات سرمایه گذاران را به سمت دارایی های کم ریسک سوق دهد. سرمایه گذارانی که پیش تر تمایل داشتند بخشی از دارایی خود را در سهام یا سایر ابزارهای پریسک تر نگه دارند، اکنون با ارائه بازدهی رقابتی اوراق خزانه، انگیزه کمتری برای ورود به بازار سهام خواهند داشت.

به عبارتی، این نرخ بالای بدون ریسک باعث ایجاد جاذبه ای جدی برای حفظ نقدینگی در اوراق دولت شده و جریان سرمایه از دارایی های پریسک به سمت اوراق ایمن سوق می یابد.

از سوی دیگر، افزایش نرخ بازدهی اوراق خزانه، مستقیماً بر هزینه تأمین مالی شرکت ها اثر گذار است. شرکت هایی که نیاز به جذب سرمایه از طریق انتشار اوراق یا تسهیلات بانکی دارند، با فشار مضاعفی مواجه می شوند، زیرا نرخ بالاتر بدون ریسک، سطح بازدهی مورد انتظار سرمایه گذاران را افزایش می دهد و سرمایه گذاران را به دنبال ابزارهای کم ریسک تر می کشاند.

این موضوع در کوتاه مدت هزینه تأمین مالی شرکت ها را بالا برده و می تواند فشار بر تولید و توسعه پروژه ها را افزایش

رشد ۳۲ درصدی درآمد عملیاتی پتروشیمی

بوعلی سینا در نیمه نخست سال

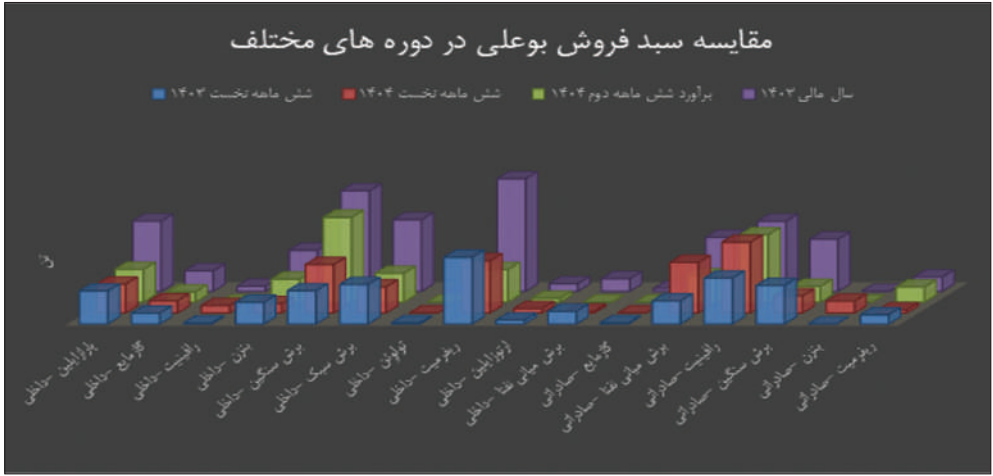
جاری به دلیل عدم برداشت حواله های پورسی صادره کاهش یافت. همچنین فروش برش سبک به دلیل تبدیل این محصول به محصولات با ارزش افزوده بالاتر کمتر از دوره مشابه سال قبل بود و با وجود رشد تولید ۱۷ درصدی برش سنگین در این دوره، عدم تقاضای محصول مذکور موجب کاهش ۸ درصدی مقدار فروش آن شد. سود ناخالص شرکت پتروشیمی بوعلی سینا در شش ماهه نخست سال جاری به دلیل رشد ۴۴ درصدی بهای تمام شده محصولات معادل با مبلغ ۷۳ هزار و ۱۳۱ میلیارد ریال بود که با رشد ۱۱۰ درصدی هزینه های فروش، اداری و عمومی با وجود کسب ۳ هزار و ۵۴۷ میلیارد ریالی سایر درآمدهای عملیاتی، در نهایت این شرکت به سود عملیاتی ۲۵ هزار و ۶۶۶ میلیارد ریال رسید. افزایش ۱۱۰ درصدی هزینه های فروش، اداری و عمومی ناشی از رشد ۱۱۳ درصدی هزینه های جانبی توزیع و فروش به مبلغ ۲۰۱ همت نسبت به دوره مشابه سال گذشته بود که این هزینه با افزایش ۳۵ درصدی هزینه های ارزی «اجاره مخازن و لجستیک» و افزایش ۵۱ درصدی نرخ تسعیر ارز نسبت به دوره مشابه سال قبل رخ داد. این افزایش هزینه ها در ادامه با تحت تأثیر قرار دادن سود عملیاتی، رقم سود خالص را نیز به ۲۰ هزار و ۲۹ میلیارد ریال رساندند. لذا در این دوره، بوعلی با سرمایه ۱۴ هزار و ۳۵۰ میلیارد ریالی، برای هر سهم، سود یک هزار و ۳۹۶ ریالی را شناسایی کرد.

این شرکت با فروش بیش از یک میلیون تن محصول در بازارهای داخلی و صادراتی توانست درآمد عملیاتی ۴۶۱ هزار میلیارد ریالی محقق کند.

شرکت پتروشیمی بوعلی سینا در دوره شش ماهه منتهی به شهر یور ماه سال جاری با فروش یک میلیون و ۹۶ هزار و ۹۲۴ تن محصول در بازارهای داخلی و صادراتی درآمد عملیاتی ۴۶۱ هزار و ۸۹۵ میلیارد ریالی را با رشد ۳۲ درصدی نسبت به دوره مشابه کسب کرد.

در شش ماهه نخست سال جاری، حجم فروش رافینیت در بازار داخلی با رشد ۶۴۸ درصدی از ۳ هزار و ۲۰۲ تن به ۲۳ هزار و ۹۵۵ تن رسید و فروش برش سنگین در این بازار نیز با افزایش ۴۶ درصدی از ۱۰۵ هزار و ۶۶۲ تن به ۱۵۴ هزار و ۲۱۲ تن رشد یافت. بوعلی در بازار صادراتی نیز فروش برش میانی نفتا را ۱۱۹ درصد افزایش داد و ۱۶۰ هزار و ۷۶۵ تن را عرضه نمود. همچنین حجم فروش صادراتی رافینیت نیز با افزایش ۵۴ درصدی به ۲۲۵ هزار و ۱۸۲ تن رسید. این در حالی است که حجم فروش برخی محصولات بوعلی در شش ماهه نخست سال جاری با تغییراتی همراه بوده است.

فروش محصول بنزن این شرکت در شش ماهه نخست سال



راه حل رفع ناترازی بانک‌ها؟ گزیر یا اصلاح

- ۳- افزایش اندوخته‌ها و ذخایر
- ۴- کاهش شعب یا محدودیت در توسعه آن
- ۵- فروش شرکت‌های تابعه
- ۶- تبدیل مطالبات حال شده سهامداران به سرمایه
- ۷- تبدیل بدهی‌های تبعی غیر سپرده‌ای به سهام
- ۸- تغییر سهامداران مؤثر از طریق الزام ایشان به کاهش سهام خود با تصویب هیأت عالی

در صورت استنکاف از اعمال برنامه‌های اصلاحی یاد شده بانک مرکزی هیأت سرپرستی تعیین خواهد کرد تا حسب مورد اقدامات اصلاحی مورد نیاز را انجام دهد.

بررسی فرایندهای فوق و در کنار مروری بر شرایط بانک‌های ناتراز نشان دهنده آن است که سر و سامان دادن به وضعیت هر یک از بانک‌های ناتراز نهایتاً (در صورت عدم تمکین مدیران به اجرای اقدامات اصلاحی)، تا مرحله تعیین هیأت سرپرستی می‌تواند به سرانجام رسیده و ورود به فرایند گزیر به هیچ عنوان توجیه پذیر نیست. بسیاری از صاحب‌نظران در مورد فرایند گزیر بانک آینده نیز این نظر را داشته و معتقد بودند در صورت انجام درست وظایف از سوی بانک مرکزی و همچنین هیأت سرپرستی منصوب شده از سوی این بانک در بانک آینده (همچون فروش دارایی‌ها و ...)، نیازی به ورود به فرایند گزیر در بانک آینده نبود. هر چند وجود برخی از محدودیت‌های قانونی، اعمال فشارها و ... را در زمینه عدم موفقیت بانک مرکزی نمی‌توان منکر شد.

در ابعاد اجتماعی نیز اقدام به گزیر یک بانک می‌تواند اعتبار شبکه بانکی و راس آن بانک مرکزی را کاهش دهد. آنچه مسلم است مردم به پشتوانه مجوز و نظارت مستمر از سوی بانک مرکزی اقدام به سپرده‌گذاری در یک بانک و یا خرید سهام آن می‌نمایند. حال آن‌که اعمال فرایند گزیر می‌تواند به شدت این اعتماد را خدشه دار نماید. لذا به نظر می‌رسد بانک مرکزی نیز چندان تمایلی به انجام فرایند گزیر در هیچ یک از بانک‌ها ندارد و در تلاش است که با اعمال اقدامات اصلاحی و یا نهایتاً تعیین هیأت سرپرستی تا حد امکان وضعیت بانک‌های ناتراز را به سامان رساند.



فرایند گزیر آخرین مرحله و آخرین نقطه اعمال نظارت بانک مرکزی بر بانک‌ها و موسسات مالی و اعتباری است. انجام مرحله گزیر به این معناست که مراحل نظارتی قبل از این مرحله به درستی انجام نشده که در این زمینه یا کم‌کاری از سوی بانک مرکزی و یا از سوی بانک یا موسسه تحت نظارت صورت گرفته است. لیست منتشر شده از بانک‌های ناتراز و بررسی صورت‌های مالی آنها نشان دهنده آن است که با توجه به ناترازی رخ داده، اعمال نظارت بر آن‌ها از مرحله اقدامات اکتشافی و پیشگیرانه گذشته و در بهترین حالت می‌بایست بانک مرکزی سازوکارهای در نظر گرفته شده در مرحله اقدامات اصلاحی را برای آن‌ها به اجرا درآورد. طبق قانون بانک مرکزی، در این مرحله معاون تنظیم‌گری و نظارت بانک مرکزی می‌بایست مؤسسه اعتباری را ملزم کند تا ظرف یک ماه برنامه بازسازی خود را پس از اخذ مجوزهای لازم به اجرا درآورد. برنامه بازسازی می‌تواند مشتمل بر تمام یا بخشی از اقدامات زیر باشد:

- ۱- فروش بخشی از دارایی‌ها
- ۲- افزایش سرمایه با سلب حق تقدم از سهامداران یا بدون آن با تصویب هیأت عالی

حسن خضوعی

مدیر تحلیل کارگزاری صباتامین

بیش از یک ماه از فرایند گزیر بانک آینده گذشته و بخش عمده‌ای از تحلیلگران و صاحب‌نظران در زمینه اقتصاد کلان و بازار پولی، این اقدام را هر چند دیر هنگام اما بسیار لازم و ضروری قلمداد کرده‌اند.

در حال حاضر بسیاری در حال لیست کردن بانک‌های بعدی برای انجام فرایند گزیر هستند و معتقدند انجام این فرایند می‌تواند بخشی از مشکلات نظام بانکی در حوزه ناترازی را تا حد زیادی جبران کرده جلوی رشد نقدینگی از این محل را تا حد زیادی بگیرد. این موضوع باعث بروز نگرانی‌هایی در بین سپرده‌گذاران و سهامداران برخی از بانک‌ها شده است. حال سوال اینجاست که آیا تنها راه برون رفت از چالش موجود و رفع ناترازی بانک‌ها فرایند گزیر است؟

بررسی سازوکارهای نظارتی بانک مرکزی در «قانون بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران» نشان از آن دارد که این بانک فرایندهای مختلفی برای اعمال نظارت و جلوگیری از تخلف در بانک‌ها دارد که فرایند گزیر آخرین مرحله از آن است. بر اساس فصل پنجم قانون یاد شده، با موضوع افزایش توان نظارتی بانک مرکزی، مراحل نظارتی بانک مرکزی بر بانک‌ها به ترتیب زیر است:

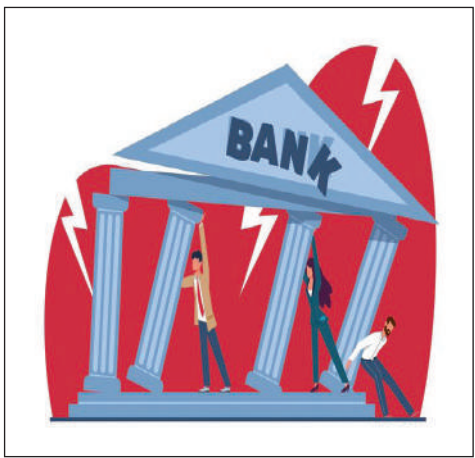
- اقدامات اکتشافی (ماده ۲۷)
- اقدامات پیشگیرانه (ماده ۲۸)
- اقدامات اصلاحی (ماده ۲۹)
- تعیین هیأت سرپرستی موقت برای مؤسسه اعتباری (مواد ۳۰، ۳۱ و ۳۲)
- گزیر (ماده ۳۳)

هر یک از مراحل یاد شده در این قانون جزئیاتی داشته و بانک مرکزی موظف است در اجرای وظایف نظارتی خود این جزئیات را رعایت نماید. بانک‌های تحت نظارت نیز می‌بایست با بانک مرکزی در این زمینه همکاری نموده و در غیر اینصورت جرایمی برای آن‌ها در نظر گرفته شده است. بر این اساس،

تعیین تکلیف بانک آینده؛ الگویی نو برای ساماندهی بانک‌های ناتراز

پدرام رضائی

تحلیلگر بازار سرمایه



سالم، تعیین تکلیف شوند. این روش، امنیت سپرده‌گذاران خرد را تضمین کرده و امکان بازپس‌گیری منابع از دارایی‌های ناسالم را فراهم ساخت.

تعیین تکلیف بانک آینده تأثیر مثبتی بر بازار سرمایه داشت. نماد معاملاتی این بانک بسته شد تا از نوسانات شدید جلوگیری شود و سهامداران خرد بتوانند سهام خود را با تضمین قیمت‌های سال گذشته به صندوق بفروشند. این اقدام، نگرانی‌ها را کاهش داد و انتظارات بازار برای اصلاح سایر بانک‌های ناتراز را افزایش داد. سایر بانک‌ها و موسسات اعتباری با ناترازی مشابه، زیر ذره‌بین فعالان بازار قرار گرفتند و انتظار می‌رود برنامه‌های مشابهی برای شفاف‌سازی وضعیت آن‌ها ارائه شود.

واکنش‌ها به این اقدام عمدتاً مثبت بود و کارشناسان آن را گامی مهم در اصلاح نظام بانکی ارزیابی کردند. نمایندگان مجلس و اقتصاددانان بر لزوم تسریع در تعیین تکلیف سایر بانک‌های مشکل‌دار تأکید کردند و سیاست‌گذاران بانکی را موظف دانستند با شفافیت و قاطعیت، روند اصلاحات را ادامه دهند. این تجربه، علاوه بر تضمین امنیت سپرده‌گذاران، مقدمه‌ای برای اصلاحات ساختاری عمیق در نظام بانکی و بازسازی اعتماد عمومی به سیستم بانکی قلمداد می‌شود.

بانک آینده پس از نزدیک به دو دهه ناترازی مزمن، از آبان ۱۴۰۴ تحت مداخله قرار گرفت. از اول آبان، مجوز این بانک لغو و فرایند تعیین تکلیف آن آغاز شد. بر اساس تصمیم بانک مرکزی، سپرده‌گذاران بانک آینده به بانک ملی منتقل شدند و تمامی شعب این بانک تابلوهای خود را تغییر دادند تا خدمات بانکی بدون وقفه به مشتریان ارائه شود. دارایی‌های نقد و ضمانت قانونی بانک آینده نیز برای پاسخگویی به سپرده‌ها در اختیار بانک ملی قرار گرفت، در حالی که دارایی‌های غیر نقد به صندوق ضمانت سپرده‌ها واگذار شد تا به تدریج تعیین تکلیف شوند و زیان انباشته به بانک سالم منتقل نشود.

این رویکرد با تجارب پیشین مقایسه شد. موسسه اعتباری نور در سال ۱۴۰۲ به‌طور کامل به بانک ملی منتقل شد و دارایی‌های غیر نقد آن به صندوق ضمانت سپرده‌ها واگذار گردید. مؤسسه ملل و بانک سرمایه نیز تحت نظارت ویژه و هیأت سرپرستی قرار گرفتند تا ساختار داخلی اصلاح شود و افزایش سرمایه یا فروش دارایی‌های مازاد انجام گیرد. بانک دی نیز پس از اصلاحات ساختاری، از جمله حذف اضافه برداشت از بانک مرکزی و تقویت سرمایه، عملکرد بهتری در نسبت کفایت سرمایه و سودآوری نشان داد. این تجربیات نشان می‌دهد سیاستگذار، همزمان با پاکسازی بانک آینده، الگوهای مختلفی برای ساماندهی بانک‌های دیگر در نظر گرفته است؛ از بازسازی درون بانکی و نظارت ویژه گرفته تا ادغام محدود یا انحلال مدیریت شده.

مقامات بانک مرکزی تأکید کرده‌اند وضعیت بانک آینده نه ادغام ساده و نه ورشکستگی کامل بود، بلکه رویکرد انحلال مدیریت شده یا گزیر و فیصله اتخاذ شد. دارایی‌های نقد و با کیفیت به بانک ملی منتقل شد تا خدمات بانکی حفظ شود، در حالی که دارایی‌های کم‌کیفیت به صندوق ضمانت سپرده‌ها سپرده شد تا بدون انتقال زیان به بانک

پتروشیمی خارک قرارداد ۱۶ میلیون یورویی برای توسعه متانول سنتزی امضا کرد

قرارداد با شرکت خارجی حاضر در کشور چین بود. این قرارداد شامل در اختیار گذاشتن تکنولوژی تولید اسید استیک و اتانول سنتزی به همراه بسته طراحی فرایند و بسته مهندسی پایه بوده است تا فرایند ساخت و راه‌اندازی واحد اتانول سنتزی در مجتمع پتروشیمی خارک با ظرفیت ۳۰۰ هزار تن انجام شود. شخارک قرارداد مذکور را در ۷ مهر ماه با شرکت خارجی منعقد نمود که با توجه اینکه فرایند پرداخت به دلیل شرایط بین‌المللی زمانبر بود، تاریخ مؤثر شدن قرارداد با دریافت مبلغ پیش پرداخت توسط شرکت چینی و تأیید مدرک WARRANTY LETTER توسط کارفرما ۱۸ آبان ماه ۱۴۰۴ تعیین شد.

بدین ترتیب شخارک بخشی کل مبلغ قرارداد به ارزش مبلغ ۱۶ میلیون و ۲۸۰ هزار یورو را به شرکت طرف قرارداد واریز نمود. لازم به ذکر است، این مبلغ هزینه خرید لایسنس‌های اسید استیک و اتانول سنتزی به ارزش ۶ میلیون یورو، خرید بسته طراحی فرایند (PDP) به ارزش ۴ میلیون و ۵۰۰ هزار یورو و خرید بسته مهندسی پایه (BED) به ارزش ۵ میلیون و ۷۸۰ هزار یورو را در بر میگیرد که براساس مقاطع زمانی تعیین شده در قرارداد و پیشرفت کار به شرکت خارجی پرداخت خواهد شد.

این شرکت با هدف تولید اسید استیک و اتانول سنتزی، قرارداد انتقال دانش فنی و بسته‌های طراحی فرایند و مهندسی پایه را با یک شرکت چینی منعقد کرد.



شرکت پتروشیمی خارک در سال جاری به بررسی ریسک‌های طرح توسعه متانول ۲ همچون عدم قطعیت در تامین خوراک مورد نیاز، تأثیر افزایش قیمت خوراک و کاهش قیمت جهانی متانول پرداخت و ترکیبات زنجیره متانول همچون اسید استیک، اتانول سنتزی، DME، MTP، VAM و MTG برنامه تولید متانول سنتزی را مورد مطالعه قرار داد.

پس از بررسی‌های کارشناسی که با انعقاد قرارداد شخارک با شرکت مهندسين مشاور مورد تأیید شرکت ملی صنایع پتروشیمی صورت گرفت، نرخ بازده داخلی طرح متانول سنزی با محصول واسطه اسید استیک ۲۴ درصد و دوره بازگشت ۴ ساله برآورد شد. در این راستا، پتروشیمی خارک اقدامات لازم برای انعقاد قرارداد اخذ دانش فنی و انجام مهندسی پایه را در دستور کار قرار داد که نتیجه آن انعقاد



بازار سرمایه در سایه سیاست‌های سوختی

مهرداد حقگو

مدیر تحلیل کارگزاری بانک صنعت و معدن

در سال‌های گذشته شاهد چندین مرحله جهش قیمت بنزین بوده ایم که به طور مشخص سال‌های ۱۳۸۷، ۱۳۸۹، ۱۳۹۳ و ۱۳۹۸ نمونه‌هایی از این تغییرات هستند. بازدهی بازار سرمایه در همان سال‌ها به ترتیب حدود ۵۰ درصد، ۸۶ درصد، منفی ۲۱ درصد و ۱۸۶ درصد بوده است.

این ارقام نشان می‌دهند که افزایش قیمت بنزین به طور مستقیم تأثیر معناداری بر بازار سرمایه ندارد و متغیرهای کلان اقتصادی مانند سیاست‌های پولی، نرخ ارز، ریسک‌های سیستماتیک و ...، تعیین‌کننده بازدهی بازار هستند. بنابراین نمی‌توان افزایش نرخ بنزین را عامل اصلی رشد یا افت بورس معرفی کرد.

با این حال، واقعی شدن قیمت بنزین پیامدهای اقتصادی مشخصی دارد. در وهله اول، بخشی از منابع یارانه‌ای که پیش‌تر صرف تأمین بنزین ارزان شده بود، با کاهش سوبسید به مردم، آزاد می‌شود. اگر این منابع در مسیر سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های انرژی صرف شوند، می‌توانند ناترازی‌های بخش برق و گاز را کاهش دهند و امکان تأمین کافی انرژی برای صنایع بر ظرفیت مانند فولاد و پتروشیمی فراهم شود. برطرف شدن این ناترازی‌ها باعث می‌شود تولید بدون قطعی و توقف مکرر ادامه پیدا کند و ظرفیت تولید به شکل بهینه استفاده شود.

نتیجه این کار افزایش سودآوری شرکت‌ها و اثر مثبت بلندمدت بر رشد اقتصادی و بازار سرمایه است. در غیر این صورت، افزایش قیمت بنزین بدون سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها توجیه اقتصادی ندارد و صرفاً یک اقدام مقطعی برای کاهش فشار مالی بر دولت خواهد بود. از طرفی اشتباه

رایج در میان مردم این است که افزایش قیمت بنزین باعث افزایش سود پالایشگاه‌ها می‌شود. در واقع، پالایشگاه‌ها بنزین را به قیمت واقعی (میانگین قیمت فوب برخی مناطق و با دلار نیمایی) به دولت تحویل می‌دهند و دولت با پرداخت یارانه آن را در جایگاه‌ها به مردم عرضه می‌کند. بنابراین افزایش قیمت بنزین در جایگاه‌ها ناشی از کاهش سوبسید دولت به مردم است و اثر مستقیمی بر سود پالایشگاه‌ها ندارد؛ هرچند در بلندمدت و با تغییر الگوی مصرف، اثر غیرمستقیم بر تولید و عملکرد این شرکت‌ها ممکن است ظاهر شود.

تعدیل قیمت بنزین در کوتاه‌مدت باعث افزایش اندک انتظارات تورمی و افزایش هزینه تولید کالاها می‌شود، اما تجربه تاریخی نشان می‌دهد که اثر آن بر شاخص کلی تورم، قابل توجه نیست. به عبارت دیگر، تورم ناشی از این افزایش محدود است و فشار شدیدی به اقتصاد وارد نمی‌کند.

در مقابل، منابع آزاد شده از کاهش سوبسید می‌تواند برای سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های انرژی و رفع ناترازی‌ها استفاده شود، امری که تولید بهینه، بهره‌وری بیشتر و رشد بلندمدت اقتصادی را تضمین می‌کند. بنابراین، با وجود افزایش محدود هزینه‌ها، این اقدام از نظر اقتصادی ارزشمند است و اگر منابع حاصل در مسیر درست صرف شوند، مزایای بلندمدت آن به مراتب بیشتر از آثار کوتاه‌مدت تورمی خواهد بود.

در مجموع، افزایش نرخ بنزین به خودی خود عامل تغییرات بازدهی بازار سرمایه نیست، اصلاحات اقتصادی بنیادین را آغاز نمی‌کند و کسری بودجه عظیم دولت را به شکل اساسی کاهش نمی‌دهد. این اقدام بیشتر یک سیاست مقطعی برای مدیریت منابع دولت و یک سیگنال مثبت به اقتصاد است. با این حال، اگر همراه با سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های انرژی و اصلاحات ساختاری گسترده اجرا شود، می‌تواند به بهبود بهره‌وری، کاهش فشار مالی دولت و اثرات مثبت غیرمستقیم بر بازار و اقتصاد منجر شود.

بهره‌وری؛ حلقه گمشده مدیریت در صنعت فولاد ایران

سیدابوتراب فاضل

رئیس هیات مدیره آهن و فولاد غدیر ایرانیان

صنعت فولاد ایران سال‌هاست با چالش‌های متعددی در حوزه انرژی، آب، برق و گاز دست‌وپنجه نرم می‌کند. اما آنچه کمتر مورد توجه قرار گرفته، ضعف در مدیریت بهره‌وری است؛ حلقه‌ای گمشده که می‌تواند بیش از هر بحران دیگری آینده این صنعت را تهدید کند.

تصور اینکه یک صنعت همواره مسیر صعودی دارد، خطایی رایج است. واقعیت این است که تکنولوژی با سرعتی سرسام‌آور در حال تغییر است و اگر مدیریت نتواند خود را با این جریان هماهنگ کند، حتی صنایع بزرگ نیز به سرعت دچار فرسایش خواهند شد.

بازار فولاد نمونه‌ای روشن از این تحول است. تنها پنج سال پیش ورق‌های فولادی با ضخامت‌های مشخص تولید می‌شدند، اما امروز بازار با ورق‌های نازک‌تر و فولادهای آلیاژی متنوع روبه‌روست. این تغییر نشان می‌دهد که عمر ترندهای صنعتی و سرمایه‌گذاری دیگر ۲۰ ساله نیست، بلکه به پنج سال یا حتی کمتر کاهش یافته است. در چنین شرایطی، مدیریت بهره‌وری باید به عنوان اولویت اصلی مطرح شود؛ زیرا بحران‌های انرژی اگرچه جدی‌اند، اما بدون مدیریت کارآمد قابل کنترل نخواهند بود.

تجربه گذشته نشان می‌دهد که زمانی که اقتصاد کشور در وضعیت مطلوب‌تری قرار داشت و تکنوکرات‌ها در مقام کارگزاری حضور داشتند، شاخص بهره‌وری رو به رشد بود. استفاده از مدیران متخصص و کارآمد توانست هزینه‌ها را

کاهش دهد و کارایی را افزایش دهد؛ چیزی که امروز بیش از هر زمان دیگری به آن نیاز داریم. کاهش کارایی به‌طور مستقیم هزینه‌های اداری را بالا می‌برد و این چرخه معیوب باید با مدیریت علمی شکسته شود.

راهکارهای عملی نیز وجود دارند. صنعت فولاد در سال‌های اخیر توانسته با کاهش مصرف آب گران‌قیمت به سمت استفاده از پساب و بازچرخانی آب حرکت کند. با این حال، تصمیم‌های پرهزینه همچون انتقال آب خلیج فارس به اصفهان، آن هم با صرف میلیاردها تومان، نشان می‌دهد که مدیریت منابع همچنان گرفتار نگاه‌های غیر بهره‌ورانه است.

در حالی که پساب شهری می‌تواند منبعی دائمی و کم‌هزینه باشد، ترجیح داده شده است به جای آن پروژه‌های پرهزینه و غیرکارآمد اجرا شود.

این وضعیت زمانی نگران‌کننده‌تر می‌شود که در سطح کلان، همایش‌هایی مانند «فولاد سبز» برگزار می‌شوند، در حالی که فناوری لازم برای تحقق آن در کشور وجود ندارد. چنین اقداماتی بیش از آنکه راهگشا باشند، به نمایش‌های نمادین شباهت دارند.

در شرایطی که اقتصاد ایران با چالش‌های آب، برق، گاز، قیمت و سود مواجه است، تمرکز باید بر کاهش هزینه‌های جانبی و ارتقای بهره‌وری باشد.

در نهایت، باید پذیرفت که بحران اصلی صنعت فولاد ایران نه کمبود انرژی، بلکه ضعف در مدیریت بهره‌وری است. اگر این حلقه گمشده دوباره در مرکز توجه قرار گیرد، می‌توان امیدوار بود که صنعت فولاد نه تنها از بحران‌های جاری عبور کند، بلکه در مسیر توسعه پایدار قرار گیرد.

رشد ۶۵ درصدی سود هر سهم

سود خالص و مدیر به ۹,۹۰۴ میلیارد ریال رسید

برخوردار بود. و مدیر در این دوره، ۶۰ درصد درآمد عملیاتی خود را از محل فروش سرمایه‌گذاری ها به ارزش ۶,۴۹۸ میلیارد ریال و ۳۹ درصد از سود سهام دریافتی به ارزش ۴,۱۷۷ میلیارد ریال محقق نمود. درآمد سایر موارد نیز ۹۶ میلیارد ریال بوده است. طی دوره مذکور درآمد حاصل از فروش سرمایه‌گذاری ها به میزان ۳۸۸ درصد نسبت به دوره مشابه سال گذشته افزایش داد.

این شرکت با ثبت سود عملیاتی ۱۰,۱۱۷ میلیارد ریالی و سود خالص ۹,۹۰۴ میلیارد ریالی موفق شد سود هر سهم را ظرف نه ماه به رقم ۳۸۱ ریال برساند که نسبت به دوره مشابه سال گذشته بدست آورد. این درآمد نسبت به سال مالی منتهی به آذر ماه ۱۴۰۴ از نسبت ۸۲ درصدی

و مدیر در ۹ ماهه

نخست سال جاری

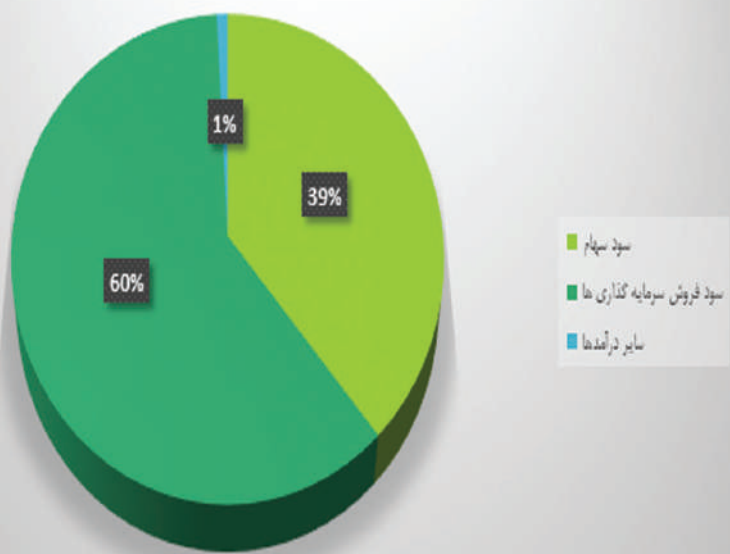
با ثبت سود خالص

۹,۹۰۴ میلیارد ریالی، موفق شد سود هر سهم را به ۳۸۱ ریال برساند. این رقم نسبت به دوره مشابه سال گذشته ۶۵ درصد افزایش داشته و ۷۹ درصد سود سال مالی قبل را پوشش داده است.

شرکت مدیریت ارزش سرمایه صندوق بازنشستگی کشوری در نه ماهه نخست سال جاری درآمد عملیاتی ۱۰,۷۷۱ میلیارد ریالی با رشد ۶۸ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته بدست آورد. این درآمد نسبت به سال مالی منتهی به آذر ماه ۱۴۰۴ از نسبت ۸۲ درصدی

گروه مالی
صندوق بازنشستگی کشوری

سبد درآمدی ۹ ماهه و مدیر در سال ۱۴۰۴



پیش‌بینی فروش ۶.۴ میلیون تن محصول

در پتروشیمی زاگرس

این شرکت با برآورد درآمد عملیاتی ۴۴۷ هزار میلیارد ریالی در سال جاری، برنامه افزایش ظرفیت فروش متانول و بخار را در دستور کار دارد.

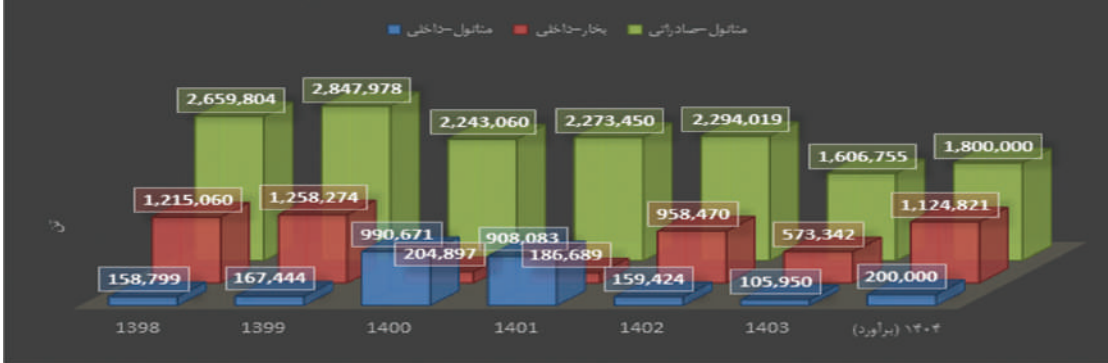
شرکت پتروشیمی زاگرس در پنج سال گذشته حجم فروش متفاوتی را تجربه کرد. این شرکت که در سال ۱۳۹۸ با فروش ۴ میلیون و ۳۳ هزار و ۶۶۳ محصول در بازارهای داخلی و صادراتی به درآمد ۷۸ هزار و ۳۲ میلیارد ریالی رسید، در سال ۱۳۹۹ با افزایش مقدار فروش به رقم ۴ میلیون و ۲۷۳ هزار و ۶۹۶ تن در دو بازار توانست به درآمد ۱۴۳ هزار و ۲۳۵ میلیارد ریالی رسید و سود ناخالص خود را به ۸۱ هزار و ۸۹۰ میلیارد ریال رشد داد.

در سال ۱۴۰۰، مقدار فروش محصولات زاگرس به ۳ میلیون و ۴۳۸ هزار و ۶۲۸ تن تغییر کرد اما درآمد عملیاتی به ۱۹۲ هزار و ۶۲۸ میلیارد ریال رسید و سود ناخالص ۴۶ هزار و ۳۸۲ میلیارد ریالی را محقق کرد. این شرکت در سال ۱۴۰۱ نیز میزان فروش خود را به ۳ میلیون و ۳۶۸ هزار و ۲۲۲ تن تغییر داد در حالی که درآمد عملیاتی به ۲۱۴ هزار و ۲۱۴ میلیارد ریال رشد یافت و سود ناخالص ۶۹ هزار و ۱۰۵ میلیارد ریالی را به همراه داشت. مقدار فروش زاگرس در سال ۱۴۰۲ با افزایش ۲ درصدی به ۳ میلیون و ۴۱۱ هزار و ۹۱۳ تن رسید و درآمد عملیاتی ۲۵۸ هزار و ۷۳۵ میلیارد ریالی با سود ناخالص ۶۶ هزار و ۷۱۴ میلیارد ریالی را خلق کرد. این شرکت در سال مالی گذشته با فروش ۲ میلیون و ۲۸۶ هزار و ۴۷ تن محصول درآمد عملیاتی ۲۳۹ هزار و ۷۱۱ میلیارد ریالی و سود ناخالص ۷۶ هزار و ۶۲۰ میلیارد ریالی را خلق کرد و برای سال جاری با برآورد حجم فروش ۶ میلیون و ۴۶۶ هزار و ۲۵۶ تن محصول، درآمد عملیاتی ۴۴۷ هزار و ۳۱۰ میلیارد ریالی را پیش‌بینی کرده است. شرکت پتروشیمی



شرکت پتروشیمی زاگرس

مقایسه مقدار فروش محصولات زاگرس در پنج سال گذشته



مدیریت ریسک سقوط سهام با شبکه‌های هوشمند

محاسباتی به موجودی «یادگیرنده» که می تواند با هر بار دریافت داده‌های جدید، هوشمندتر شود. این قابلیت باعث می شود شبکه‌ها در حوزه‌های مختلف از جمله بازارهای مالی، مدیریت ریسک و پیش‌بینی رفتار دارایی‌ها کاربرد گسترده‌ای داشته باشند.

❖ نقش شبکه‌های هوشمند و عوامل شرکتي در کاهش ریسک سقوط سهام

شبکه‌های هوشمند توانایی بالایی در پیش‌بینی دقیق دارند و برخلاف روش‌های کلاسیک، با مشکلاتی مانند پایایی یا ناپایایی سری‌های زمانی مواجه نمی‌شوند. این روش‌ها نیازی به آماده‌سازی پیچیده داده‌های مالی برای رفع مشکلاتی چون خودهمبستگی، همخطی یا ناهمسانی واریانس ندارند. عملکرد مناسب آن‌ها در مقایسه با روش‌های متداول نشان‌دهنده وجود روابط غیر خطی میان متغیرهای مالی است. عوامل مختلفی می‌توانند در پیش‌بینی احتمال سقوط قیمت سهام مؤثر باشند. از جمله کیفیت حسابرسي، اندازه شرکت، بازده دارایی، درمادگی مالی، محدودیت‌های مالی، نسبت اهرمی، تقارن جریان اطلاعات، نقدشوندگی سهام، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، بیش‌پیش‌بینی مدیریت، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، استقلال هیئت‌مدیره و اندازه هیئت‌مدیره.

وجود سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند انگیزه مدیریت برای پنهان‌سازی یا تأخیر در انتشار اخبار منفی را کاهش دهد. این موضوع همراه با مزایای دیگر مانند کاهش مدیریت سود و افزایش شفافیت اطلاعاتی، از ایجاد حباب قیمتی در سهام جلوگیری کرده و احتمال سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، بررسی عوامل تعیین‌کننده سقوط بازار سهام و تحلیل خطر سقوط سهام‌های فردی اهمیت دارد. یکی از عوامل کلیدی در این زمینه، نقدشوندگی دارایی‌هاست. ذهنیت سرمایه‌گذاران نسبت به دشواری نقد کردن دارایی می‌تواند موجب انصراف آن‌ها از سرمایه‌گذاری شود و در نتیجه بر ارزش‌گذاری دارایی‌ها اثر بگذارد.

سقوط قیمت سهام همیشه روشن نیست. بازارهای مالی به‌عنوان سیستم‌های پیچیده، شامل بخش‌های متعددی هستند که با یکدیگر و محیط تعامل دارند. ویژگی اصلی چنین سیستم‌هایی، امکان بروز رفتارهای جمعی در مقیاس بزرگ است؛ رفتاری که از تعاملات کوچک و تکرار شونده میان اجزای بازار شکل می‌گیرد و می‌تواند به فروپاشی گسترده منجر شود. در این شرایط، همبستگی‌های مکانی و زمانی بازارها نه‌از یک مرکز واحد، بلکه از فرآیندهای مشارکتی و تعاملات گسترده میان عوامل مختلف بازار ناشی می‌شوند.

❖ هوشمندسازی شبکه و نقش متغیرهای کلیدی در پیش‌بینی سقوط سهام

هوشمندسازی شبکه به معنای توانایی یک سیستم برای یادگیری از داده‌ها، تشخیص الگوها و بهبود عملکرد خود در طول زمان است. در این فرآیند، شبکه به جای آنکه تنها بر اساس قواعد ثابت عمل کند، می‌تواند با دریافت داده‌های جدید، روابط پیچیده و غیر خطی میان متغیرها را شناسایی کرده و پیش‌بینی‌های دقیق‌تری ارائه دهد.

ویژگی‌های اصلی هوشمندسازی شبکه عبارتند از:

- ❖ **یادگیری از تجربه:** شبکه با دریافت داده‌های بیشتر، خطاهای گذشته را کاهش داده و عملکرد خود را بهبود می‌بخشد.
- ❖ **تشخیص الگوهای پنهان:** بسیاری از روابط میان متغیرهای مالی یا اقتصادی ساده و خطی نیستند. شبکه‌های هوشمند قادرند این روابط پیچیده را شناسایی کنند.
- ❖ **انعطاف‌پذیری بالا:** برخلاف مدل‌های سنتی که نیازمند آماده‌سازی گسترده داده‌ها هستند، شبکه‌های هوشمند می‌توانند با داده‌های خام نیز کار کنند.
- ❖ **کاهش خطا:** هدف اصلی هوشمندسازی شبکه، افزایش دقت پیش‌بینی و کاهش هزینه ناشی از خطاهای محاسباتی است. به زبان ساده، هوشمندسازی شبکه یعنی تبدیل یک سیستم

استفاده از روش‌های نوین تحلیل و مدل‌سازی می‌تواند به شناسایی احتمال وقوع سقوط و کاهش اثرات منفی آن کمک کند. در این چارچوب، توجه به متغیرهای شرکتی و عوامل کلان اقتصادی نقش مهمی در ارزیابی ریسک و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری دارد.

❖ سقوط بازار سهام؛ از وحشت سرمایه‌گذاران تا پیچیدگی سیستم‌های مالی

از نظر تاریخی، سقوط بازار سهام اغلب پس از یک دوره طولانی رشد اقتصادی یا رونق بازار رخ می‌دهد. اعتماد به نفس در اقتصاد، سود سهام ثابت و نرخ بیکاری پایین از جمله محرک‌های اصلی رشد بورس هستند. با افزایش تقاضا برای خرید سهام، قیمت‌ها بالا می‌رود؛ اما در نهایت این روند نمی‌تواند بی‌پایان ادامه یابد و بازارها تنها تا مدتی توان حفظ این وضعیت را دارند. گاهی سقوط ناشی از تغییر کلی در احساسات بازار است و گاهی نیز حوادث و تغییرات ناگهانی آن را رقم می‌زنند.

دلایل متعددی می‌توانند باعث سقوط بازار سهام شوند، از جمله **❖ وحشت سرمایه‌گذاران:** هنگامی که سهامداران ارزش سرمایه‌گذاری‌های خود را در معرض خطر می‌بینند، اقدام به فروش می‌کنند. این فروش گسترده باعث کاهش بیشتر قیمت‌ها شده و ترس را در بازار گسترش می‌دهد.

❖ **بحران‌های اقتصادی:** مشکلات در یک صنعت یا بخش اقتصادی می‌تواند اثر موجی داشته باشد و کل بازار را تحت تأثیر قرار دهد.

❖ **گمانه‌زنی و ارزش‌گذاری بیش از حد:** زمانی که عملکرد مورد انتظار از سرمایه‌گذاری محقق نشود، حباب قیمتی منفجر شده و فروش انبوه رخ می‌دهد.

❖ **بلاایای طبیعی یا انسانی:** رویدادهایی مانند جنگ، بیماری‌های همه‌گیر یا بحران‌های جهانی می‌توانند چشم‌انداز اقتصادی را تیره کرده و موجب سقوط بازار شوند.

با وجود این عوامل، تحلیل‌های دقیق‌تر نشان می‌دهند که منشأ

📊 شهرام واحدی

پژوهشگر پسادکتری مدیریت مالی دانشگاه تربیت مدرس

سقوط قیمت سهام رخدادی نامطلوب است که به شکل بازده منفی شدید تعریف می‌شود. چنین اتفاقی می‌تواند زیان قابل توجهی برای سرمایه‌گذاران و سهامداران به همراه داشته و اعتماد آن‌ها به بازار سرمایه را کاهش دهد.

این پدیده سه ویژگی اصلی دارد:

- ❖ تغییر بسیار بزرگ و غیر معمول در قیمت سهام که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد.
- ❖ ایجاد چولگی منفی در بازدهی که منجر به افزایش نوسان‌های منفی می‌شود.
- ❖ ماهیت واگیردار در سطح بازار، به گونه‌ای که کاهش قیمت

تنها به یک سهم خاص محدود نمی‌شود و کل بازار را در بر می‌گیرد در مجموع، سقوط قیمت سهام زبانی چشمگیر در ارزش کلی بازار ایجاد می‌کند و معمولاً در یک دوره کوتاه رخ می‌دهد. این وضعیت زمانی اتفاق می‌افتد که اعتماد یا ارزش دارایی‌های معامله‌شده به شدت کاهش یافته و سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند دارایی‌های خود را بفروشند و نقدینگی یا دارایی‌های امن‌تری نگهداری کنند. تأثیر سقوط قیمت سهام می‌تواند محدود یا گسترده باشد. در برخی موارد، کاهش شدید قیمت‌ها تنها در کوتاه‌مدت اثرگذار است، اما در موارد دیگر آثار آن بلندمدت بوده و حتی می‌تواند به بحران‌های اقتصادی منجر شود. نمونه‌های تاریخی نشان داده‌اند که چنین سقوط‌هایی گاه باعث از دست رفتن بخش بزرگی از ارزش بازار و ایجاد رکودهای طولانی شده‌اند با توجه به اهمیت این پدیده، پیش‌بینی و مدیریت آن برای سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران بازارهای مالی ضروری است.

یادگیری ماشینی و ابزارهای نوین؛

مسیر تازه تحلیل بازار سرمایه



به سرمایه‌گذاران خارجی مطرح شده است. با این حال، هزینه‌های بالای تراکنش‌های بین‌المللی، محدودیت‌های ارزی، نبود توافقاتی برای تسویه و ریسک‌های ناشی از تحریم‌ها همچنان موانع جدی محسوب می‌شوند. تنها با ایجاد کانال‌های پرداخت مطمئن، تضمین‌های قانونی شفاف و معافیت‌های مالیاتی بلندمدت می‌توان جذابیت این بورس را برای سرمایه‌گذاران خارجی افزایش داد.

❖ جمع‌بندی

بازار سرمایه ایران در حال تجربه ورود ابزارهای نوین مالی است. توکنایز کردن دارایی‌ها می‌تواند در صورت اصلاح هم‌زمان قوانین و زیرساخت‌ها به یک تحول بنیادین منجر شود. پذیرش ریسک‌های فنی و حقوقی نیازمند تکمیل زیرساخت‌ها و آموزش فعالان بازار است. بورس بین‌المللی در کیش نیز فرصتی برای جذب سرمایه‌گذار خارجی فراهم می‌کند، اما موفقیت آن وابسته به رفع موانع اجرایی و تحریمی خواهد بود.

📊 حمیدرضا علیزاده

معاون توسعه سرمایه انسانی و پشتیبانی بیمه آسیا

توکنایز کردن دارایی‌ها و ابزارهایی مانند «TAD» ظرفیت ایجاد تغییرات بنیادی در بازار سرمایه را دارند. این فناوری می‌تواند نقدشوندگی را افزایش دهد، امکان بخش‌پذیری دارایی‌ها را فراهم کند و طبقات سرمایه‌گذاری جدیدی ایجاد نماید. چنین ویژگی‌هایی در بلندمدت می‌توانند ساختار بازار را متحول کنند. با این حال، روند فعلی در ایران بیشتر تدریجی و کنترل شده است. نهادهای رسمی در گام نخست به رسمیت‌شناسی و قانون‌گذاری پرداخته‌اند و تمرکز بر قابل اتکا بودن دارایی‌ها دارند. بنابراین، آنچه امروز مشاهده می‌شود بیشتر اصلاحات مرحله‌ای است تا یک انقلاب ناگهانی. تحقق تحول بنیادین نیازمند چارچوب‌های شفاف حقوقی، سازوکارهای تسویه، استانداردهای حسابداری و پذیرش گسترده بازیگران خواهد بود.

بازار سرمایه ایران در مسیر آماده‌سازی برای پذیرش ابزارهای نوین مالی قرار دارد، اما هنوز به آمادگی کامل نرسیده است. اقدامات مثبتی مانند ورود سازمان بورس و کمیته‌های تخصصی به موضوع توکن‌سازی انجام شده، اما زیرساخت‌های تسویه و نگهداری دیجیتال، استانداردهای امنیتی، پوشش حقوقی در برابر تقلب و هک و ظرفیت نظارتی برای بررسی قراردادهای هوشمند همچنان نیازمند توسعه‌اند. علاوه بر این، آموزش فعالان بازار برای درک ریسک‌های فناوری ضروری است. ریسک‌های حقوقی و شرعی نیز مطرح‌اند و می‌توانند اجرای قراردادهای جدید را پیچیده کنند. برای مدیریت این چالش‌ها، تدوین چارچوب قانونی مشخص، ایجاد استانداردهای فنی و امنیتی، شفافیت مالیاتی و ارزی و برنامه آموزشی جامع برای فعالان بازار ضروری است.

ایجاد بورس بین‌المللی در کیش می‌تواند فرصتی برای جذب سرمایه‌گذاران خارجی باشد، اما موفقیت آن وابسته به رفع موانع اجرایی و تحریمی است. منطقه آزاد کیش آمادگی خود را برای راه‌اندازی چنین بازاری اعلام کرده و مشوق‌هایی مانند معافیت‌ها و اختصاص سهم قابل توجهی

زمین بازی بی‌ثبات؛

چرا ابزارهای جدید معجزه نمی‌کنند؟

📊 محمد بیژنی

مدیر تحلیل کارگزاری بانک ملت

تحولات اخیر مانند توکنایز کردن دارایی‌ها و معاملات TAL، هرچند در ظاهر مدرن و نوآورانه‌اند، هنوز به سطح یک «انقلاب ساختاری» در بازار سرمایه نرسیده‌اند. این تغییرات بیشتر شبیه به یک به‌روزرسانی فنی و تکنیکی هستند تا دگرگونی بنیادهای بازار. واقعیت آن است که بازار سرمایه زمانی وارد یک تحول واقعی می‌شود که قوانین و مقررات ثبات پیدا کنند، نهاد ناظر مستقل عمل کند، دولت بازار را صرفاً ابزار تأمین مالی فوری نبیند، شفافیت اطلاعاتی در شرکت‌ها تقویت شود و اعتماد عمومی بازپایی گردد. تا زمانی که این پایه‌ها شکل نگرفته، ابزارهای جدید تنها ظاهر بازار را مدرن‌تر می‌کنند، بدون آنکه مشکلات اصلی مانند بی‌ثباتی تصمیمات، ریسک سیاسی و اقتصاد تورمی را حل کنند.

البته این اقدامات بی‌اثر هم نیستند. می‌توانند فرصت‌های تازه‌ای برای فعالان حرفه‌ای ایجاد کنند، نقدشوندگی برخی دارایی‌ها را افزایش دهند و در آینده، در صورت بهبود شرایط کلان، به پایه‌ای برای توسعه‌های بزرگ‌تر تبدیل شوند. اما در وضعیت فعلی، نمی‌توان نام «تحول ساختاری» بر آن‌ها گذاشت. به تعبیر ساده، تا زمانی که زمین بازی کیفیت لازم را نداشته باشد، توپ جدید هم معجزه نمی‌کند.

❖ **آمادگی بازار سرمایه برای پذیرش ابزارهای نوین مالی:** بازار سرمایه ایران هنوز به‌طور کامل آماده پذیرش ریسک‌های ناشی از ابزارهای نوین مالی نیست. سه عامل اصلی این وضعیت عبارت‌اند از:

❖ **چالش‌های حقوقی:** در شرایطی که حتی در قراردادهای ساده اختلافات جدی وجود دارد، ابزارهای چندلایه و پیچیده نیازمند چارچوب حقوقی شفاف‌تری هستند؛ چارچوبی که هنوز کامل نشده است.

❖ **ظرفیت نظارتی و زیرساختی ناکافی:** ابزارهای پیچیده نیازمند نظارت حرفه‌ای، تحلیل دقیق و سازوکارهای ارزش‌گذاری قوی‌اند، در حالی که بازار هنوز در موضوعاتی مانند بازارگردانی و افشای اطلاعات با



چالش‌های جدی مواجه است.

❖ **رفتار هیجانی و سطح دانش مالی جامعه:** بازاری با رفتار تودم‌ای و هیجانی، در مواجهه با ابزارهای پیچیده، ممکن است به جای افزایش کارایی، با بحران‌ها و سوءبرداشت‌ها روبه‌رو شود. بنابراین، افزودن ابزارهای جدید بدون تقویت زیرساخت‌ها و آموزش فعالان بازار، بیشتر به تشدید ریسک‌ها منجر خواهد شد تا مدیریت آن‌ها.

❖ جمع‌بندی

تحولات اخیر در بازار سرمایه ایران، از توکنایز دارایی‌ها تا طرح بورس بین‌المللی کیش، بیشتر نشانه‌هایی از اصلاحات تدریجی‌اند تا یک انقلاب ساختاری. ابزارهای نوین می‌توانند فرصت‌های تازه‌ای ایجاد کنند، اما بدون ثبات قوانین، تقویت زیرساخت‌ها و اعتمادسازی، اثر آن‌ها محدود خواهد بود. در نهایت، مسیر توسعه پایدار بازار سرمایه نه در ابزارهای جدید، بلکه در اصلاحات نهادی، شفافیت و اعتماد عمومی نهفته است.

بازارهای مالی ایران؛ از سرریز نوسانات تا راهکارهای مدیریت



مجید آقایی

دانشیار اقتصاد مالی دانشگاه مازندران



امین رضی نتاج

دانشجوی دکتری اقتصاد مالی دانشگاه مازندران

وجود بازارهای مالی قوی و کارآمد همراه با سازمان‌های فعال در این حوزه، از عوامل مهم در افزایش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی محسوب می‌شود. در سال‌های اخیر، توجه بسیاری از فعالان و پژوهشگران به بررسی روابط میان بازارهای مختلف جلب شده است. مطالعه این روابط برای انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، پوشش ریسک و متنوع‌سازی سبد دارایی اهمیت زیادی دارد. اگر دو بازار ارتباط ضعیفی با یکدیگر داشته باشند، شوک‌های ناشی از یک بازار تأثیر کمتری بر بازار دیگر خواهد داشت. در چنین شرایطی سرمایه‌گذاران می‌توانند با تنوع‌بخشی به دارایی‌های خود، ریسک را کاهش دهند. قیمت دارایی‌ها در بازارهای مالی همواره تحت تأثیر تحولات اقتصادی، اجتماعی و سیاسی داخلی و جهانی دچار نوسان می‌شود. این نوسانات سرمایه‌گذاران را وادار می‌کند تا ترکیب دارایی‌های خود را تغییر دهند.

پدیده‌ای که به «سرریز نوسان» شناخته می‌شود، می‌تواند از یک سو آشفتگی بازار بحران‌زده را تشدید کند و از سوی دیگر نوسانات را به سایر بازارها منتقل نماید. بنابراین، اندازه نوسان قیمت در یک بازار نه تنها تحت تأثیر نوسانات گذشته خود قرار دارد، بلکه از نوسانات بازارهای دیگر نیز اثر می‌پذیرد. این موضوع با گسترش ارتباطات و وابستگی متقابل بازارهای مالی اهمیت بیشتری یافته است. وابستگی و سرریز میان بازده و نوسان دارایی‌ها به دلایل مختلفی همچون شناسایی کارایی بازار، مدیریت ریسک، تنظیم بازار و انتخاب سبد دارایی مناسب اهمیت دارد. برای تخصیص بهینه منابع و پیش‌بینی نوسانات آینده، تشخیص درست رفتار بازدهی و ارتباط میان بازارها ضروری است.

همچنین شرایط مختلف بازار، مانند دوره‌های صعودی و نزولی، می‌تواند بر ارتباط میان بازدهی و نوسانات اثر گذارد. به همین دلیل بررسی این روابط در شرایط متفاوت بازار اهمیت ویژه‌ای دارد. بررسی روند بازارهای سهام، ارز، طلا و مسکن در ایران نشان‌دهنده تغییرات ناگهانی و قابل توجه قیمت این دارایی‌ها و تلاطم‌های مربوط به آن‌هاست. با توجه به رکود اقتصادی و تورم بالا، ورود به بورس، بازار ارز و بازار طلا به عنوان جایگزین‌های سرمایه‌گذاری مطرح شده است. درک صحیح رفتار تلاطم و بازدهی قیمت در این بازارها نقش مهمی در انتخاب سبد دارایی و اتخاذ سیاست‌های کنترلی دارد.

در این چارچوب، هدف بررسی ارتباط متقابل ریسک و بازدهی و سرریز آن‌ها میان بازار سهام و بازارهای رقیب شامل ارز، مسکن و طلا در شرایط مختلف بازار است. عامل زمان نیز اهمیت زیادی دارد، زیرا رویدادهای مهم می‌توانند در طول دوره‌های مختلف بر عملکرد بازارهای مالی اثر گذار باشند.

❖ سرایت نوسانات و رفتار بازارهای مالی

امروزه شواهد زیادی وجود دارد که نشان می‌دهد نوسانات و بازدهی دارایی‌های مالی به سایر دارایی‌ها و بازارها سرایت می‌کند. دامنه این سرایت‌ها با گسترش سیستم‌های ارتباطی و اطلاعاتی و وابستگی روزافزون بازارهای مالی به یکدیگر افزایش یافته است. شناسایی مکانیزم‌های سرایت بازده و نوسانات میان بازارهای مختلف اهمیت زیادی دارد، زیرا این پدیده اطلاعات ارزشمندی در خصوص کارایی بازارها ارائه می‌دهد. در یک بازار کارا، قیمت یک دارایی نباید بر اساس قیمت‌های گذشته دارایی‌های دیگر قابل پیش‌بینی باشد.

وجود سرایت میان متغیرهای مالی و بازارهای مختلف می‌تواند زمینه‌ساز استفاده از استراتژی‌های معاملاتی سودآور باشد. اگر سود حاصل از چنین استراتژی‌هایی بیش از هزینه‌های عملیاتی باشد، این امر نشان‌دهنده‌ای از عدم کارایی بازار خواهد بود. علاوه بر این، شناسایی مکانیزم‌های سرایت در مدیریت سبد دارایی نقش مهمی ایفا می‌کند، زیرا می‌توان از آن برای انتخاب ترکیب مناسب دارایی‌ها و کاهش ریسک استفاده کرد. همچنین سرایت نوسانات به پیش‌بینی تغییرات آینده کمک کرده و در حوزه‌هایی مانند قیمت‌گذاری ابزارهای مالی، بهینه‌سازی سبد سهام، محاسبه ارزش در معرض خطر و مدیریت ریسک کاربرد دارد. دلایل سرریز میان بازارهای مختلف را می‌توان در دو دسته کلی جای داد:

● الف- عوامل بنیادین:

این نوع سرریز ناشی از همبستگی طبیعی میان بازارهای اقتصادی است. شوک‌ها یا تلاطم‌های جهانی و محلی، به دلیل وجود پیوندهای مالی در اقتصاد جهانی، می‌توانند میان کشورهای



بنیادهای واسطه‌ای شده و در نتیجه قیمت سهام آن‌ها کاهش می‌یابد. اثر تغییرات نرخ ارز بر قیمت سهام را می‌توان از دو رویکرد بررسی کرد:

● رویکرد سنتی

در این دیدگاه، نرخ ارز تحت تأثیر عوامل واقعی اقتصاد مانند تراز تجاری، تولید و درآمد قرار دارد. کاهش ارزش پول داخلی (افزایش نرخ ارز) توان رقابتی شرکت‌های داخلی را افزایش داده و صادرات آن‌ها را در مقایسه با رقبای خارجی ارزان‌تر می‌سازد. این مزیت نسبی موجب افزایش صادرات، درآمد و در نهایت رشد قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود. بنابراین در این رویکرد، رابطه‌ای مثبت میان نرخ ارز و قیمت سهام وجود دارد.

● رویکرد پرتفوی

در این دیدگاه، نرخ ارز بیشتر تحت تأثیر حساب سرمایه و جریان‌های مالی قرار دارد. کاهش قیمت سهام باعث کاهش ثروت سرمایه‌گذاران داخلی شده و تقاضای پول و نرخ بهره کاهش می‌یابد. در چنین شرایطی، کاهش ارزش پول داخلی و افزایش نرخ ارز می‌تواند موجب خروج سرمایه از کشور شود و در نتیجه فشار منفی بر قیمت سهام شرکت‌ها وارد کند. بنابراین در این رویکرد، رابطه‌ای منفی میان نرخ ارز و قیمت سهام مطرح می‌شود.

❖ سایر عوامل مؤثر

خریداران سهام علاوه بر سود تقسیمی، به تغییرات ارزش ذاتی شرکت نیز توجه دارند. صنایعی که برای راهاندازی نیازمند واردات ماشین‌آلات و تجهیزات هستند، به شدت تحت تأثیر تغییرات نرخ ارز قرار می‌گیرند. افزایش نرخ ارز می‌تواند ارزش ذاتی این شرکت‌ها را کاهش دهد و در نتیجه تقاضا برای سهام آن‌ها افت کند. همچنین ترکیب دارایی‌ها و بدهی‌های ارزی شرکت‌ها نقش مهمی در قیمت سهام دارد. اگر دارایی‌های ارزی شرکت بیش از بدهی‌های آن باشد، افزایش نرخ ارز موجب سود ناشی از تسعیر ارز شده و قیمت سهام رشد می‌کند؛ در غیر این صورت، اثر منفی خواهد داشت.

❖ نقش طلا در مدیریت ریسک و تنوع سبد سهام

سرمایه‌گذاران با افزودن طلا به پرتفوی سهام خود می‌توانند از طریق متنوع‌سازی، ریسک را کاهش داده و بازدهی سبد دارایی را افزایش دهند. قیمت طلا بازتابی از تعامل عرضه و تقاضا در بازار است که خریداران و فروشندگان بسیاری در آن حضور دارند و جریان اطلاعات نسبتاً آزاد برقرار است.

از آنجا که قیمت طلا شاخصی مناسب برای نشان دادن فشارهای تورمی محسوب می‌شود، معمولاً در دوره‌های تورمی، آشفته‌گی بازار ارز یا بی‌ثباتی سیاسی افزایش می‌یابد. این امر باعث می‌شود افراد تمایل بیشتری به نگهداری طلا در سبد دارایی‌های خود داشته باشند تا ارزش دارایی‌شان حفظ شود. علاوه بر این، انگیزه‌های سفته‌بازی نیز یکی از عوامل تأثیرگذار بر تقاضای طلا هستند و بخش قابل توجهی از نوسانات کوتاه‌مدت قیمت در این بازار ناشی از همین نوع تقاضا است. بر اساس نظریه سبد دارایی، قیمت طلا می‌تواند بر شاخص قیمت سهام اثر گذار باشد. سرمایه‌گذاران همواره به دنبال ترکیب بهینه‌ای از دارایی‌های مالی هستند تا به بازده مورد انتظار دست یابند. در صورتی که بازده یک دارایی کاهش یابد، ترکیب پرتفوی تغییر کرده و دارایی‌های بازده بالاتر جایگزین می‌شوند. از این رو می‌توان نتیجه گرفت که میان بازده سهام و قیمت طلا رابطه‌ای منفی وجود دارد.

با بازارهای داخلی منتقل شوند. وقوع بحران مالی یا کاهش شدید ارزش پول، بر اصول اقتصادی سایر کشورها اثر گذاشته و باعث کاهش سرمایه‌گذاری، محدود شدن جریان‌های مالی و انتقال بحران به دیگر بازارها می‌شود. در چنین شرایطی، شرکای تجاری یا بازارهای مرتبط نیز با کاهش قیمت دارایی و خروج سرمایه مواجه خواهند شد.

● ب- رفتار سرمایه‌گذاران:

این نوع سرریز ناشی از واکنش‌های رفتاری و گاه غیرمنطقی سرمایه‌گذاران است. عواملی مانند هراس مالی، رفتار گروهی، نبود اعتماد و افزایش ریسک‌گریزی می‌توانند بحران را تشدید کنند. بسیاری از سرمایه‌گذاران تصویر کاملی از وضعیت همه بازارها ندارند؛ بنابراین کاهش شدید ارزش پول یا سهام می‌تواند زیان‌هایی ایجاد کند و در شرایط عدم تقارن اطلاعات، رفتار گروهی را تقویت نماید. برای نمونه، ورشکستگی یک بانک بزرگ ممکن است سپرده‌گذاران را دچار نگرانی کرده و آنان را به خروج گسترده سپرده‌هایشان از سیستم بانکی وادارد. این رفتار می‌تواند بحران تازه‌ای ایجاد کند یا بحران موجود را شدت بخشد. در چنین شرایطی، تصمیمات سرمایه‌گذاران به شدت تحت تأثیر رفتار دیگران قرار می‌گیرد و نبود اعتماد به بازار، خروج سرمایه و تلاطم‌های مالی را افزایش می‌دهد.

❖ پیامدهای سرریز نوسان و شوک در بازارهای مالی

سرریزهای نوسان و شوک‌های وارد بر بازارها، بسته به میزان انعطاف‌پذیری و نحوه تعامل و ارتباط میان آن‌ها، می‌توانند سه پیامد متفاوت داشته باشند:

● حالت اول: بازارهای مقاوم و منعطف

زمانی که بازارها مقاوم و انعطاف‌پذیر باشند و ارتباط میان آن‌ها منسجم و قوی باشد، اثر شوک منفی قیمتی در یک بازار میان بازارهای مرتبط توزیع می‌شود. در این شرایط، آسیب خاصی به یک بازار وارد نمی‌شود و اثر شوک به‌طور مؤثر میان مشارکت‌کنندگان پخش و تعدیل می‌گردد. این وضعیت همانند فنری است که پس از ضربه از حالت تعادل خارج شده و پس از مدتی دوباره به وضعیت اولیه بازمی‌گردد..

● حالت دوم: بازارهای آسیب‌پذیر با ارتباط ضعیف

زمانی که بازارها آسیب‌پذیر و نامنعطف باشند و ارتباط میان آن‌ها ضعیف باشد، شوک منفی تنها به همان بازار وارد می‌شود و بازارهای دیگر آسیبی نمی‌بینند. این حالت مشابه پرتاب سنگی به یک سبد تخم‌مرغ است که فقط تخم‌مرغ‌های در معرض ضربه می‌شکنند و سایر تخم‌مرغ‌ها سالم باقی می‌مانند.

● حالت سوم: بازارهای آسیب‌پذیر با ارتباط قوی

زمانی که بازارها آسیب‌پذیر و نامنعطف باشند اما ارتباط میان آن‌ها منسجم و قوی باشد، شوک منفی نه تنها به یک بازار آسیب جدی وارد می‌کند، بلکه سایر بازارهای مرتبط نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرند. این وضعیت همانند پرتاب سنگی به شیشه‌ای است که نه تنها محل اصابت می‌شکند، بلکه اطراف آن نیز ترک برمی‌دارد و آسیب می‌بیند.

❖ تأثیر نرخ ارز بر بازار سهام

تغییرات در بازار ارز می‌تواند از دو مسیر اصلی بر قیمت سهام و در نتیجه بر کل بازار سهام اثر گذار باشد. از یک سو، افزایش نرخ ارز در بعد تقاضا موجب افزایش درآمد شرکت‌های صادرکننده کالا و رشد قیمت سهام آن‌ها می‌شود. از سوی دیگر، در بعد عرضه، افزایش نرخ ارز باعث کاهش سود شرکت‌های واردکننده

❖ بازار مسکن و سهام؛ دوروی یک سکه اقتصادی

بخش مسکن به دلیل ارتباط گسترده با سایر بخش‌های اقتصادی، نقش مهمی در اقتصاد هر کشور ایفا می‌کند. این بازار علاوه بر تأثیرگذاری در بخش‌های واقعی اقتصاد، بر بازارهای مالی از جمله بازار سهام نیز اثر گذار است. مسکن در اقتصاد به عنوان یک کالای ضروری شناخته می‌شود و در سبد مصرفی هر خانوار، چه به شکل مالکیت و چه اجاره، جایگاه قابل توجهی دارد. سهم بالای هزینه‌های مسکن در مخارج خانوار نشان‌دهنده اهمیت این بخش در اقتصاد است. مطالعات مختلف نشان داده‌اند که رابطه میان بازار مسکن و بازار سهام بسته به شرایط و ساختار اقتصادی هر کشور متفاوت است. در برخی موارد، این رابطه مستقیم و مثبت بوده و در برخی دیگر منفی یا حتی بی‌ارتباط گزارش شده است. به طور کلی دو دیدگاه اصلی در مورد ارتباط میان بازار مسکن و بازار سهام وجود دارد:

● ۱. اثر ثروت

این دیدگاه بیان می‌کند که درآمد جاری و ثروت کل خانوار (شامل دارایی‌های مالی، مسکن و سرمایه انسانی) اثر مثبت بر مخارج مصرفی دارند. در این چارچوب، مسکن می‌تواند هم کالای مصرفی و هم کالای سرمایه‌ای تلقی شود. خانوارها در صورت کسب سود غیرمنتظره در بازار سهام، معمولاً بخشی از پرتفوی خود را به سمت بازار مسکن منتقل می‌کنند. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران با فروش سهام و سرمایه‌گذاری در مسکن، ترکیب دارایی‌های خود را مجدداً تنظیم می‌کنند.

● ۲. اثر قیمت-اعتبار

این دیدگاه بر نقش ارزش مسکن در وضعیت ترازنامه بنگاه‌ها تأکید دارد. افزایش قیمت زمین و ملک باعث افزایش ارزش وثیقه‌ها شده و هزینه وام‌گیری را کاهش می‌دهد. این امر به عنوان یک روش ساده تأمین مالی برای بنگاه‌ها و خانوارها عمل می‌کند. در نتیجه، با افزایش سود مورد انتظار سرمایه‌گذاری، ارزش سهام شرکت‌ها نیز رشد می‌کند. از سوی دیگر، نیاز بنگاه‌ها به زمین و ملک بیشتر برای توسعه فعالیت‌ها، موجب افزایش بیشتر قیمت‌های مسکن و ایجاد چرخه‌ای رو به بالا در هر دو بازار می‌شود.

❖ جمع‌بندی:

در شرایط صعودی و نزولی، ارتباط میان بازارهای ارز و سهام به گونه‌ای است که تغییرات و نوسانات یکی به دیگری منتقل می‌شود. این وابستگی متقابل نشان می‌دهد که شوک‌های مثبت یا منفی در یک بازار می‌توانند به سرعت بر بازار دیگر اثر بگذارند. در شرایط عادی اما چنین سرریزی دیده نمی‌شود و بازارها مستقل‌تر عمل می‌کنند.

میان بازار سهام و طلا نیز رابطه‌ای قابل توجه وجود دارد. در حالی که تغییرات سهام به‌طور مستقیم به طلا منتقل نمی‌شود، نوسانات بازار طلا می‌تواند بر سهام اثر گذار باشد. این موضوع با توجه به همبستگی بالای طلا و ارز در ایران منطقی به نظر می‌رسد؛ زیرا شوک‌های ارزی معمولاً به بازار طلا سرایت کرده و سپس اثر آن به بازار سهام منتقل می‌شود.

بازار مسکن اما رفتاری متفاوت دارد. در شرایط صعودی یا نزولی، نوسانات این بازار به سهام منتقل نمی‌شود. دلیل آن را می‌توان در نوع سرمایه‌گذاران دانست؛ فعالان بازار مسکن معمولاً بلندمدت هستند و حتی در شرایط نوسانی، کمتر بازار را ترک می‌کنند. علاوه بر این، نقدینگی پایین‌تر در معاملات مسکن باعث می‌شود ارتباط آن با بازار سهام محدودتر باشد. با این حال، در دوره‌های نزولی سهام، سرمایه‌گذاران تمایل دارند به سمت مسکن حرکت کنند، زیرا این بازار در بلندمدت بازدهی بالاتری داشته است.

❖ نکات کلیدی برای مدیریت بازارها

● **ثبات اقتصادی و سیاسی:** آرامش در فضای اقتصادی و سیاسی می‌تواند از شدت نوسانات و انتقال آن‌ها بین بازارها بکاهد.

● **کنترل بازار ارز:** مدیریت نوسانات ارزی اهمیت زیادی دارد، زیرا این بازار بیشترین اثر را بر سایر بازارها دارد.

● **توجه به ارتباط طلا و ارز:** سیاست‌های پولی و ارزی باید با در نظر گرفتن همبستگی این دو بازار تدوین شوند.

● **افزایش نقدینگی در بازار مسکن:** تسهیل معاملات می‌تواند ارتباط این بازار با سایر بازارها را تقویت کند.

● **حمایت از سرمایه‌گذاران سهام:** ایجاد مشوق‌ها و حمایت‌ها می‌تواند مانع خروج سرمایه از بازار سهام شود.

● **رصد و پیش‌بینی بازارها:** توسعه ابزارهای پیش‌بینی و تحلیل نوسانات به تصمیم‌گیری بهتر کمک می‌کند.

هوش مصنوعی در خدمت پیش‌بینی دقیق تر بازار سهام

حمیدرضا امیری

کارشناس ارشد اقتصاد دانشگاه خاتم

یکی از گزاره‌های مهم در نظریه‌های قیمت‌گذاری دارایی این است که بازده سهام تحت تأثیر مجموعه‌ای از عوامل ریسکی قرار دارد. در سال‌های اخیر، جست‌وجو برای یافتن مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر بازده انتظاری شدت گرفته و بخش بزرگی از ادبیات مالی به این موضوع اختصاص یافته است. پس از شکل‌گیری نظریه پرتفوی مدرن، مدل‌های متعددی برای توضیح ارتباط میان بازده اضافی و شرایط بازار توسعه یافتند. با افزایش تعداد این عوامل، موضوع انتخاب مهم‌ترین متغیرها اهمیت بیشتری پیدا کرد؛ زیرا پیش‌بینی بازده دارایی‌ها در محیطی پر از اغوجاج و پیچیدگی، کار ساده‌ای نیست. مدل‌های سنتی اقتصاد مالی تلاش کرده‌اند ارتباطی منسجم میان عوامل پیش‌بینی‌کننده و بازده‌های آینده ایجاد کنند، اما به دلیل حضور روابط غیرخطی و پیچیده، دقت کافی به دست نیامده است. همین موضوع باعث شد توجه به روش‌های نوین مانند یادگیری ماشینی افزایش یابد.

یادگیری ماشینی که در حوزه‌هایی مانند پردازش زبان طبیعی و تحلیل داده‌های پیچیده موفقیت‌های چشمگیری داشته، می‌تواند برای تحلیل داده‌های مالی نیز به کار گرفته شود. قیمت و بازده سهام به صورت سری‌های زمانی غیرخطی هستند و ویژگی‌هایی مانند اغوجاج، ابعاد بالا و شکست‌های ساختاری دارند؛ بنابراین مدل‌های ساده مالی توان کافی برای پردازش و پیش‌بینی آن‌ها را ندارند.

روش‌های یادگیری ماشینی با قابلیت شناسایی الگوهای پیچیده، امکان پیش‌بینی دقیق تر رفتار بازار سهام را فراهم می‌کنند. برخی از این مدل‌ها بر پایه رگرسیون و برخی دیگر بر اساس دسته‌بندی عمل می‌کنند. حتی ساده‌ترین نمونه‌ها مانند رگرسیون خطی می‌توانند در ترکیب با سایر روش‌ها نتایج بهتری ارائه دهند. در میان این رویکردها، مدل‌های یادگیری عمیق توانسته‌اند عملکرد بسیار مناسبی در مقایسه با روش‌های متداول نشان دهند.

نکته مهم در استفاده از این مدل‌ها، پایش دقیق شرایط شبیه‌سازی و داده‌هاست تا از بروز خطاهای بزرگ و نتایج اشتباه جلوگیری شود. در نهایت، ترکیب روش‌های مختلف یادگیری ماشینی می‌تواند راهی مؤثر برای تحلیل و پیش‌بینی بازارهای مالی باشد.

پیش‌بینی قیمت‌ها در بازار سهام با رویکردهای نوین

پیش‌بینی قیمت‌ها در بازار سهام همواره یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران بوده است. برای این کار، روش‌های متنوعی وجود دارد که می‌توان آن‌ها را به دو دسته کلی تقسیم کرد:

● **روش‌های گذشته‌نگر:** این رویکردها با پیروی از الگوهای قیمتی گذشته تلاش می‌کنند روند آینده بازار را حدس بزنند.

● **روش‌های آینده‌نگر:** این دسته با تحلیل سناریوهای مختلف و شرایط احتمالی آینده، مسیر بازار را پیش‌بینی می‌کنند.

در سال‌های اخیر، یادگیری ماشینی به عنوان یکی از ابزارهای قدرتمند در این حوزه مطرح شده است. این روش‌ها بر پایه تخمین روابط پیچیده میان متغیرها عمل می‌کنند و هدف آن‌ها کاهش خطای پیش‌بینی است. یادگیری ماشینی به‌ویژه در شرایطی که با مجموعه بزرگی از متغیرها روبه‌رو هستیم، توانایی بالایی در انتخاب بهترین مدل‌ها و توضیح دقیق تر داده‌ها دارد. کاربردهای یادگیری ماشینی در حوزه مالی بسیار گسترده شده است؛ از پیش‌بینی بازپرداخت وام و ارزیابی اعتبار گرفته تا انتخاب سبد دارایی و تخمین ریسک. این روش‌ها نشان داده‌اند که می‌توانند عملکردی بهتر از مدل‌های سنتی داشته باشند، به‌ویژه در بازارهایی که با اغوجاج، نوسان و روابط



غیرخطی پیچیده مواجه‌اند. مدل‌های یادگیری عمیق و شبکه‌های عصبی چندلایه توانسته‌اند در مقایسه با سایر روش‌ها نتایج قابل توجهی ارائه دهند.

این مدل‌ها قادرند الگوهای پنهان در داده‌های مالی را شناسایی کرده و پیش‌بینی‌های دقیق‌تری از روند بازار ارائه کنند. همچنین ترکیب روش‌های مختلف مانند رگرسیون، دسته‌بندی و الگوریتم‌های بهینه‌سازی، دقت پیش‌بینی را افزایش داده است.

در بازار سهام ایران نیز استفاده از این رویکردها مورد توجه قرار گرفته است. برخی مدل‌ها با ترکیب تحلیل تکنیکال و الگوریتم‌های یادگیری ماشینی توانسته‌اند روند شاخص کل را با دقت بالایی پیش‌بینی کنند.

همچنین استفاده از متغیرهای تکنیکال مانند امواج الیوت یا شاخص قدرت نسبی در کنار الگوریتم‌های پیشرفته، نتایج قابل توجهی به همراه داشته است.

به طور کلی، اهمیت پیش‌بینی روند قیمت‌ها در بازار سهام به دلیل وجود دامنه نوسان و رفتار غیرخطی داده‌ها بسیار بالاست.

روش‌های نوین یادگیری ماشینی با توانایی درک این پیچیدگی‌ها، ابزار ارزشمندی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند و می‌توانند در تصمیم‌گیری‌های مالی نقش کلیدی ایفا کنند.

جنگل تصادفی؛ روشی ساده برای پیش‌بینی

اهمیت پیش‌بینی روند قیمت‌ها در بازار سهام به دلیل وجود دامنه نوسان و رفتار

غیرخطی داده‌ها بسیار بالاست. روش‌های نوین یادگیری ماشینی با توانایی درک این

پیچیدگی‌ها، ابزار ارزشمندی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند و می‌توانند در

تصمیم‌گیری‌های مالی نقش کلیدی ایفا کنند

می‌نامند و اگر تعداد لایه‌ها زیاد باشد، شبکه «عمیق» محسوب می‌شود. شبکه‌های عمیق معمولاً برای داده‌های بزرگ و پیچیده مناسب‌تر هستند، در حالی که شبکه‌های کم‌عمق برای مسائل ساده‌تر کاربرد دارند.

به‌طور شهودی می‌دانیم که هرچه شبکه عمیق‌تر باشد، توانایی بیشتری در شناسایی الگوهای پیچیده دارد. اما این موضوع همیشه به معنای پیش‌بینی بهتر نیست؛ گاهی شبکه‌های ساده‌تر عملکرد مناسبی دارند و سریع‌تر آموزش داده می‌شوند.

● **مدل حافظه طولانی کوتاه‌مدت (LSTM)**
شبکه‌های حافظه طولانی کوتاه‌مدت یا همان LSTM یکی از انواع شبکه‌های عصبی هستند که برای کار با داده‌های ترتیبی و سری‌های زمانی طراحی شده‌اند. این مدل‌ها در سال‌های اخیر باعث افزایش چشمگیر دقت در پیش‌بینی‌ها شده‌اند و به‌ویژه در حوزه‌هایی مثل زبان، صدا و حتی بازارهای مالی کاربرد زیادی پیدا کرده‌اند.

● ساختار کلی LSTM

این شبکه مانند سایر شبکه‌های عصبی از سه بخش اصلی تشکیل شده است:

- **لایه ورودی:** داده‌ها وارد شبکه می‌شوند.
- **لایه‌های پنهان:** جایی که محاسبات اصلی انجام می‌شود. در این بخش سلول‌های حافظه وجود دارند که می‌توانند اطلاعات را برای مدت طولانی نگه دارند یا فراموش کنند.
- **لایه خروجی:** نتیجه نهایی شبکه تولید می‌شود، مثلاً پیش‌بینی یک عدد یا روند آینده.

● ویژگی خاص LSTM

برخلاف مدل‌های ساده‌تر، LSTM دارای سه درگاه اصلی در سلول‌های حافظه است:

- **درگاه فراموشی:** مشخص می‌کند کدام اطلاعات باید حذف شوند.
- **درگاه ورودی:** تعیین می‌کند چه اطلاعات جدید وارد حافظه شود.

● **درگاه خروجی:** مشخص می‌کند چه اطلاعاتی به عنوان خروجی ارائه شود.

این ساختار باعث می‌شود شبکه بتواند الگوهای پیچیده و روابط غیرخطی را بهتر درک کند. به همین دلیل LSTM برای داده‌هایی که وابستگی زمانی دارند (مثل قیمت سهام در روزهای مختلف یا متن یک جمله) بسیار مناسب است.

● کاربرد ساده

فرض کنید می‌خواهیم روند قیمت یک سهم را پیش‌بینی کنیم. داده‌های گذشته به شبکه داده می‌شوند، سلول‌های حافظه تصمیم می‌گیرند چه اطلاعاتی نگه دارند و چه چیزهایی را فراموش کنند، و در نهایت خروجی شبکه پیش‌بینی قیمت روز بعد خواهد بود.

از داده‌های پیچیده تا تصمیم‌های هوشمند در بازار مالی

استفاده از روش‌های یادگیری ماشینی در پیش‌بینی داده‌ها، به‌ویژه در حوزه مالی و بازار سهام، روزبه‌روز گسترده‌تر می‌شود. ویژگی‌های خاص بازار سهام ایران، مانند وجود دامنه نوسان و تفاوت میان معاملات حقیقی و حقوقی، باعث شده این روش‌ها توجه زیادی را به خود جلب کنند.

مقایسه مدل‌های مختلف نشان می‌دهد که روش‌های غیرخطی مانند شبکه‌های عصبی و مدل‌های حافظه طولانی کوتاه‌مدت (LSTM) عملکرد بهتری نسبت به مدل‌های خطی دارند. این مدل‌ها توانسته‌اند روابط پیچیده و غیرخطی میان داده‌ها را بهتر شناسایی کنند. نکته جالب این است که شبکه‌های عصبی با عمق کمتر، در بسیاری مواقع دقت بیشتری نسبت به شبکه‌های بسیار عمیق دارند. همچنین مشاهده شده که پیش‌بینی‌ها در روزهای منفی بازار سهام معمولاً دقیق‌تر از روزهای مثبت هستند.

با این حال، هیچ‌یک از این مدل‌ها تضمینی برای ارائه یک استراتژی سودآور ندارند. بهتر این دقت‌ها هنوز کمتر از ۸۰ درصد است و همین موضوع نشان می‌دهد که همچنان جای کار زیادی وجود دارد. برای بهبود نتایج، استفاده از داده‌های بیشتری مانند اطلاعات مربوط به سودآوری، فروش و عملکرد شرکت‌ها می‌تواند مفید باشد.

علاوه بر این، در مدل‌هایی که تعداد متغیرهای ورودی زیاد است، استفاده از روش‌های کاهش ابعاد می‌تواند مانع بیش‌برازش شود و دقت پیش‌بینی را افزایش دهد.

در نهایت، می‌توان گفت یادگیری ماشینی ابزار قدرتمندی برای تحلیل و پیش‌بینی در بازارهای مالی است. هرچه داده‌های بیشتری در دسترس باشد و مدل‌ها دقیق‌تر تنظیم شوند، نتایج قابل اعتمادتر خواهند بود و کاربرد این روش‌ها در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی و مالی گسترده‌تر خواهد شد.

حاکمیت شرکتی در عصر دیجیتال؛ از دارایی‌های فیزیکی تا داده‌های نامشهود

بینا مشایخی

استاد حسابداری دانشگاه تهران

حاکمیت شرکتی چارچوبی برای هدایت و کنترل شرکت‌هاست که هدف آن اطمینان از پاسخگویی، شفافیت، رعایت حقوق ذی‌نفعان و مدیریت اثربخش ریسک است. در این چارچوب، هیئت‌مدیره مسئول نهایی عملکرد سازمان بوده و باید اطمینان یابد که تصمیمات مدیریتی در راستای منافع سهامداران و پایداری سازمان اتخاذ می‌شوند. در عصر دیجیتال امروز، دارایی‌های سازمانی عمدتاً نامشهود و فناورانه‌اند؛ داده، نرم‌افزار و برنامه‌های کاربردی جایگزین دارایی‌های فیزیکی شده‌اند. بنابراین، حاکمیت شرکتی بدون کنترل و نظارت بر داده و فناوری اطلاعات ناقص خواهد بود.

بر اساس گزارش سال ۲۰۲۴ شرکت IBM، میانگین هزینه نقض داده برای سازمان‌ها به بیش از ۴٫۸۸ میلیون دلار رسیده است. این واقعیت نشان می‌دهد که قدرت دیگر صرفاً در اختیار کسانی نیست که منابع مالی بیشتری دارند، بلکه در دست کسانی است که داده را بهتر می‌فهمند، بهتر مدیریت می‌کنند و بر پایه آن تصمیمات دقیق‌تری می‌گیرند. اگر در گذشته دارایی‌های فیزیکی تعیین‌کننده ارزش شرکت‌ها بودند، امروز داده و اطلاعات تفاوت بین رشد و فروپاشی را رقم می‌زنند. داده‌ها از پلانیز ارزشمندترند، اما برخلاف طلا می‌توان آن‌ها را بی‌نهایت کپی، دستکاری یا حتی گم کرد. سازمان‌هایی که فاقد ساختارهای مؤثر برای حاکمیت داده و فناوری اطلاعات هستند، نه تنها در رقابت عقب می‌مانند بلکه بقای آن‌ها نیز به خطر می‌افتد.

بیش از ۶۰ درصد آسیب‌های ناشی از نقض داده به دلیل

ضعف در ساختار حاکمیت داده و فناوری اطلاعات رخ می‌دهد، نه صرفاً ضعف فنی. تهدید اصلی امروز ویروس یا هکر نیست، بلکه فقدان ساختار مناسب است. نمونه بارز آن، شرکت EQUIFAX در آمریکا بود که در سال ۲۰۱۷ قربانی نقض داده شد و اطلاعات شخصی ۱۴۷ میلیون نفر فاش گردید. مشکل اصلی، نبود مسئولیت پاسخگویی بود و نتیجه آن میلیاردها دلار خسارت. پرسش کلیدی اینجاست: در سازمان شما چه کسی مسئولیت حکمرانی داده‌ها را بر عهده دارد؟ هیئت‌مدیره، مدیرعامل، واحد فناوری اطلاعات، حسابرس داخلی یا شاید هیچ‌کس؟ اگر پاسخ روشنی وجود ندارد، دقیقاً همین نقطه آغاز خطر است.

در جهان کسب‌وکار به سرعت در حال تغییر، شرکت‌هایی که تصمیم‌های خود را بر پایه داده و شواهد نمی‌گیرند، در معرض ریسک‌های عملیاتی، فناورانه، مالی و اعتباری قرار دارند. همین واقعیت باعث شده مفهوم جدیدی در ادبیات حکمرانی مطرح شود: «حاکمیت داده‌محور». بر اساس چارچوب سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD)، حاکمیت داده‌محور یعنی سیاست‌گذاری، تصمیم‌گیری و کنترل در سازمان بر پایه داده‌های معتبر، تحلیل و شواهد انجام شود، نه بر اساس سلیقه یا حدس. ویژگی‌های این رویکرد شامل تصمیم‌گیری مبتنی بر تحلیل داده، استفاده از داده برای طراحی سیاست‌ها و خدمات، نظارت و بهبود عملیات و ایجاد فرهنگ داده‌محور است؛ فرهنگی که فراتر از فناوری اطلاعات بوده و حوزه‌هایی چون مدیریت، سیاست‌گذاری، اقتصاد و رفتار سازمانی را نیز در بر می‌گیرد.

برای تحقق تصمیم‌گیری داده‌محور، سه زیرساخت کلیدی لازم است: حاکمیت داده، حاکمیت فناوری اطلاعات و مدیریت اطلاعات. حاکمیت داده به معنای

مدیریت سازمان یافته داده به عنوان یک دارایی سازمانی است. این سازوکار شامل مالکیت داده، کیفیت داده، امنیت و دسترسی و خط‌مشی‌ها و استانداردهاست. هر داده باید صاحب مشخص داشته باشد تا تعاریف متفاوت در واحدهای مختلف موجب خطا در تصمیم‌گیری نشود. کیفیت داده نیز حیاتی است؛ داده‌های نادرست یا ناقص، حتی بهترین مدیران را به تصمیمات اشتباه سوق می‌دهند. امنیت و دسترسی باید دقیقاً مشخص کند چه کسی به چه داده‌ای دسترسی دارد، زیرا هرگونه ابهام در این زمینه خطر نفوذ و افشای اطلاعات را افزایش می‌دهد. همچنین وجود خط‌مشی‌ها و استانداردهایی مانند ISO ۳۸۵۰ یا ISO ۲۷۰۱۰ ضروری است، اما این استانداردها باید در عمل پیاده شوند نه صرفاً روی کاغذ.

کنترل‌های داخلی فناوری اطلاعات در این میان نقشی حیاتی دارند. این کنترل‌ها مجموعه‌ای از سیاست‌ها و رویه‌ها هستند که اطمینان می‌دهند سیستم‌های اطلاعاتی سازمان به درستی طراحی، اجرا، نگهداری و پایش می‌شوند. کنترل‌های فناوری اطلاعات به دو دسته اصلی تقسیم می‌شوند: کنترل‌های عمومی (IT GENERAL CONTROLS) و کنترل‌های برنامه‌های کاربردی (APPLICATION CONTROLS). کنترل‌های عمومی زیرساخت کلی فناوری اطلاعات سازمان را امن، قابل اعتماد و پایدار نگه می‌دارند و شامل مدیریت دسترسی‌ها، تغییرات نرم‌افزار و سیستم‌ها، پشتیبان‌گیری و بازیابی اطلاعات، امنیت شبکه و سرورها و مدیریت نسخه‌ها و به‌روزرسانی‌ها هستند. در مقابل، کنترل‌های برنامه‌های کاربردی در داخل نرم‌افزارها و سامانه‌ها فعال‌اند و برای جلوگیری از خطا، تقلب یا ثبت نادرست داده به کار می‌روند؛ مانند اعتبارسنجی داده‌ها، کنترل کامل بودن ثبت‌ها، محدودیت‌های منطقی و تطابق خودکار. وجود هر دو

جمع‌بندی

نوع کنترل ضروری است؛ زیرا اگر کنترل‌های عمومی برقرار نباشند، کنترل‌های برنامه‌های کاربردی نیز قابل اعتماد نخواهند بود. با این حال، ریسک‌های داده و فناوری اطلاعات در ایران امروز چندلایه و ترکیبی از عوامل ژئوپولیتیکی، اقتصادی، قانونی و فنی هستند. قطعی‌های مکرر اینترنت، محدودیت‌های ناشی از تحریم در دسترسی به فناوری‌های پیشرفته امنیت سایبری، حملات سایبری هدفمند به زیرساخت‌های بانکی و صرافی‌های رمز ارزی، ضعف حاکمیت داده و فقدان حساسی فناوری اطلاعات، نوسانات اقتصادی و کمبود نیروی انسانی متخصص، همگی تهدیدهای جدی برای سازمان‌ها محسوب می‌شوند. نمونه‌های اخیر مانند حمله گروه IRLEAKS به ۲۰ بانک ایرانی و حمله خرداد ۱۴۰۴ به صرافی نوبیتکس نشان دادند که ضعف در کنترل‌ها و حساسی می‌تواند به بحران‌های مالی و اعتباری گسترده منجر شود.

حاکمیت شرکتی در عصر دیجیتال بدون حاکمیت داده و فناوری اطلاعات ناقص است. بقای سازمان‌ها امروز وابسته به اعتماد دیجیتال، کیفیت داده و نظارت هوشمند بر فناوری اطلاعات است. حساسی فناوری اطلاعات همان چشم سوم مدیریت است که اطمینان بخشی مستقل فراهم می‌کند، ضعف‌ها را شناسایی می‌نماید و مسیر داده‌محور شدن تصمیم‌ها را تضمین می‌کند. در نیایی که هر کلیک یک تصمیم و هر داده یک ریسک است، بقای سازمان‌ها متعلق به آن‌هایی است که بر داده حکومت می‌کنند، نه آن‌هایی که داده بر آن‌ها حکومت می‌کند. این بقا تنها با کنترل‌های داخلی فناوری اطلاعات و ساختارهای حساسی مؤثر تضمین خواهد شد.

از سیلیکون‌ولی تا بازار سرمایه ایران؛ درس‌هایی از اکوسیستم‌های موفق

داوود مسگریان حقیقی

مشاور استراتژیک کسب و کار

شرایط، اهمیت رقابت سالم بیش از پیش آشکار می‌شود؛ زیرا رقابت شفاف و طبیعی می‌تواند ناکارآمدی حکمرانی داخلی را آشکار کرده و شرکت‌های ضعیف را از چرخه خارج کند. حمایت بی‌دلیل از شرکت‌های ناکام تنها هزینه سوءمدیریت را به جامعه تحمیل می‌کند و مکانیزم بازار را مختل می‌سازد. یکی از ابزارهای کلیدی برای حکمرانی مطلوب، قوانین ورشکستگی کارآمد است. در اقتصادهای پیشرفته، این قوانین با هدف حفظ سرمایه ملی و حمایت از کارآفرینان در شرایط اعسار طراحی شده‌اند. ورشکستگی فرایندی قانونی است که فعالیت شرکت‌های غیرقابل نجات را متوقف می‌کند و ائتلاف بیشتر منابع جلوگیری می‌نماید. در ایران اما قوانین تجارت و ورشکستگی دهه‌هاست اصلاح نشده و همین خلأ موجب تداوم فعالیت بنگاه‌های زیان‌ده و ائتلاف منابع ملی شده است.

در شرایط رکود نیز سیاست‌های مالی و پولی نقش تعیین‌کننده دارند. کاهش مالیات و عوارض، سیاست‌های پولی انبساطی و افزایش سرمایه‌گذاری دولت می‌تواند کسب‌وکارها را فعال کند، در حالی که فشار مالیاتی و مصرف منابع بانکی برای هزینه‌های غیرمولد رکود را تشدید می‌کند. در کنار این تحولات، الزام صدور فاکتور الکترونیک در اتحادیه اروپا نشان می‌دهد که حکمرانی بیرونی در سطح جهانی به سمت شفافیت و کنترل دقیق‌تر حرکت کرده است؛ موضوعی که در ایران نیز باید با توجه به شرایط کسب‌وکارهای کوچک و متوسط طراحی شود.

در نهایت، نهادهای بیرونی تنها زمانی می‌توانند حکمرانی شرکتی را تقویت کنند که به عنوان اعضای یک اکوسیستم منسجم و هدفمند عمل کنند؛ شبکه‌ای پویا با هدف مشترک رشد پایدار، برخورداری از کفایت و استقلال عمل، و توانمند در خلق فضای کسب‌وکار مناسب. این نهادها باید بهترین عملکردها را ترویج دهند و پیش از بروز بحران، عوامل ایجادکننده را شناسایی و اصلاح کنند. تنها در چنین شرایطی است که حکمرانی شرکتی می‌تواند به عنوان بخشی از اکوسیستم ملی، مسیر توسعه پایدار و رقابت سالم را هموار سازد.

اکوسیستم‌ها در طبیعت مجموعه‌ای از موجودات زنده و غیرزنده‌اند که در تعامل پایدار و در محیطی مساعد، هدف مشترکی به نام بقا را دنبال می‌کنند. تجربه نشان داده است که این نظام‌ها تا زمانی که نظم طبیعی‌شان مختل نشود، قادرند قرن‌ها به حیات پایدار ادامه دهند. همین مفهوم در حوزه اقتصاد و کسب‌وکار نیز کاربرد یافته است؛ کشورها و شرکت‌ها زمانی به توسعه متوازن و موفقیت دست می‌یابند که در اکوسیستم‌های ملی و بین‌المللی کارآمد قرار گیرند. نمونه بارز آن سیلیکون‌ولی است که با شبکه‌ای از دانشگاه‌ها، موسسات مالی، شرکت‌های نوپا و حتی رقبا، زمینه‌ساز ظهور غول‌های فناوری چون اپل و گوگل شد.

در این میان، نقش حکمرانی ملی بسیار کلیدی است. سیاست‌های خردمندانه و باثبات دولت‌ها می‌تواند محیطی مساعد برای نوآوری و ریسک‌پذیری ایجاد کند و اکوسیستم‌های کسب‌وکار را به سمت رشد پایدار هدایت نماید. حکمرانی شرکتی نیز به عنوان زیرسیستمی از حکمرانی ملی، شبکه‌ای از مدیران، سهامداران، کارکنان، نهادهای نظارتی، شرکای تجاری، رقبا، رسانه‌ها و موسسات رتبه‌سنجی را در بر می‌گیرد که با روابط پویا و متقابل، فضای کسب‌وکار را شکل می‌دهند. در این چارچوب، حکمرانی شرکتی بیرونی با قوانین و چارچوب‌های نظارتی تلاش می‌کند از شکست بنگاه‌ها جلوگیری کند و عملکرد آن‌ها را در مسیر درست هدایت نماید.

با این حال، نبود نگاه اکوسیستمی موجب رفتارهای متناقض و مخرب نهادهای بیرونی شده است. دستورالعمل‌های بورس بدون توجه به واقعیت‌های محیطی، ترجمه صرف استانداردهای حسابداری بدون بومی‌سازی، یا حمایت از موسسات ناسالم نمونه‌هایی از این چالش‌ها هستند. نتیجه چنین رویکردی بحران‌های بانکی، تداوم فعالیت بنگاه‌های زیان‌ده و ائتلاف منابع ملی است. در این

۱۳ آذر، روز بیمه مبارک



Pasargadinsurance.ir

بانک‌ها در آستانه فروپاشی؛ حکمرانی شرکتی سپر فراموش شده

دکتر ابوالفضل نجار زاده

مدیر عامل بانک ملی ایران

یکی از مسائل بنیادین نظام بانکی کشور، عدم انطباق برخی قوانین موجود با اصول اصلی حاکمیت شرکتی است. این عدم تطبیق نه تنها موجب ضعف در شفافیت و پاسخگویی می شود، بلکه مدیریت ریسک را نیز مختل کرده و در نهایت اعتماد عمومی به شبکه بانکی را کاهش می دهد. حاکمیت شرکتی در ذات خود بر پایه اصولی چون شفافیت اطلاعاتی، پاسخگویی نهادی، رعایت حقوق سهامداران و مدیریت ریسک استوار است. هر گاه قوانین و مقررات بانکی با این اصول همسو نباشند، نتیجه آن بروز چالش هایی ساختاری و نهادی خواهد بود که سلامت مالی و اعتبار اجتماعی بانک ها را تهدید می کند.

نخستین چالش، نبود تشکل واحد بانکی است. پس از انقلاب، کانون بانک ها که تنها تشکل قانونی سیستم بانکی بود منحل شد و این خلأ نهادی تاکنون جبران نشده است. نبود چنین نهادی موجب پراکندگی نظرات، ضعف در فرآیندهای مشورتی و قانون گذاری بانکی و کاهش انسجام در سیاست گذاری شده است. راهکار پیشنهادی، تشکیل شورای مشورتی حقوق بانکی و لغو مصوبه انحلال کانون بانک ها است تا هماهنگی نهادی و انسجام در سیاست گذاری تقویت شود و بانک ها بتوانند با یک صدای واحد در برابر چالش های نظارتی و قانونی عمل کنند.

چالش دوم، فقدان قانون ورشکستگی بانکی است. بانک ها در حال حاضر مشمول قوانین عام شرکت ها هستند و طبق ماده ۱۴۱ قانون تجارت، در صورت زیان انباشته بیش از ۵۰ درصد سرمایه موظف به افزایش سرمایه یا اعلام



ورشکستگی اند. این رویکرد برای بانک ها که نقش حیاتی در ثبات مالی دارند ناکافی است، زیرا ورشکستگی بانکی پیامدهای گسترده ای بر اعتماد عمومی و سلامت اقتصاد دارد. تدوین قانون اختصاصی ورشکستگی بانکی می تواند چارچوبی روشن برای مدیریت بحران های مالی ایجاد کند و از بروز بی اعتمادی عمومی جلوگیری نماید.

چالش سوم، بنگاهداری بانک ها است. ماده ۸ قانون عملیات بانکی بدون ربا به بانک ها اجازه سرمایه گذاری مستقیم در پروژه های تولیدی و عمرانی داده است. در عمل، این ماده موجب انباشت دارایی های غیرمولد و ورود بانک ها به عرصه بنگاهداری شده است. این وضعیت نه تنها منابع بانکی را از وظیفه اصلی خود یعنی تأمین مالی زنجیره تولید منحرف کرده، بلکه موجب انجماد دارایی ها و کاهش کارایی شبکه بانکی نیز شده است. تغییر رویکرد از بنگاهداری به بنگه یاری

و استفاده از ابزارهایی مانند مشارکت یا اجاره به شرط تملیک می تواند منابع بانکی را به سمت تأمین مالی مولد هدایت کند و از انباشت دارایی های غیرمولد جلوگیری نماید.

چالش چهارم، الزام ماده ۳۴ اصلاحی است که بانک ها را موظف می کند در صورت عدم خرید وثیقه در مزایده، آن را به قیمت کارشناسی خریداری کنند. این الزام موجب افزایش دارایی های منجمد و زیان احتمالی بانک ها می شود، زیرا ارزش کارشناسی در بسیاری موارد کمتر از ارزش واقعی بازار است. راهکار پیشنهادی، اعطای اختیار به بانک ها برای خرید وثیقه بر اساس قیمت بازاری است تا از زیان ناشی از تفاوت ارزش کارشناسی و واقعی جلوگیری شود و انعطاف بیشتری در مدیریت دارایی ها ایجاد گردد.

چالش پنجم، سهم بالای تأمین مالی اقتصاد بر دوش سیستم بانکی است. طبق برنامه های توسعه، منابع مالی باید از طریق

زنان، اقلیت ها و هوش مصنوعی؛ چهره تازه حاکمیت شرکتی

محمد مهدی مومن زاده

مدیر عامل گروه مالی توسعه مهر آیندگان

در سال های اخیر، حاکمیت شرکتی با حضور پررنگ تر زنان و اقلیت ها و تمرکز بر فناوری های نوین مانند هوش مصنوعی، به سمت ترکیب متنوع تر و پاسخگویی بیشتر حرکت کرده است. این تغییرات نه تنها ساختار هیئت مدیره ها را متحول کرده بلکه شیوه تعامل با سهامداران و مدیریت ریسک های نوظهور را نیز بازتعریف کرده است.



در دهه اخیر حاکمیت شرکتی در شرکت های بزرگ عضو شاخص S&P ۵۰۰ دستخوش تغییرات گسترده ای شده است، تغییراتی که نه تنها ترکیب هیئت مدیره ها را متحول کرده بلکه الگوهای جریان خدمات، فرآیندهای ارزیابی، تعامل با سهامداران و پاسخ به چالش های نوظهور را نیز بازتعریف کرده است. میانگین اندازه هیئت مدیره ها تقریباً ثابت مانده و حدود ۱۰ تا ۱۱ عضو دارد، اما ترکیب آن ها تغییر چشمگیری داشته است، به گونه ای که حضور زنان از ۲۰ درصد در سال ۲۰۱۵ به ۳۵ درصد در سال ۲۰۲۵ رسیده و اکنون تمامی هیئت مدیره ها حداقل یک زن را در ترکیب خود دارند. همچنین حضور اقلیت های قومی و نژادی از ۸۶ درصد در سال ۲۰۱۵ به ۹۹ درصد در سال ۲۰۲۵ افزایش یافته است. در مقابل میانگین جلسات هیئت مدیره کاهش یافته و از ۸.۱ جلسه در سال ۲۰۱۵ به ۷.۱ جلسه در سال ۲۰۲۵ رسیده است.

تعداد مدیران مستقل تقریباً ثابت مانده و حدود ۹ نفر است، اما میانگین دوره خدمت آنان کاهش یافته و از ۸.۵ سال در ۲۰۱۵ به ۷.۸ سال در ۲۰۲۵ رسیده است و میانگین سن مدیران مستقل حدود ۶۳ سال گزارش شده است. حدود یک سوم مدیران جدید برای نخستین بار وارد هیئت مدیره ها شده اند و میانگین سن آنان نزدیک به ۵۹ سال است، سهم زنان در میان مدیران تازه وارد افزایش یافته هر چند با نوسان در سال های مختلف و درصد مدیران جدید با سابقه مالی از ۲۲ درصد در ۲۰۱۵ به ۲۹ درصد در ۲۰۲۵ رسیده است. تعداد مدیرعامل های زن طی ده سال بیش از دو برابر شده



گزارش ها، تقویت فرآیند آشنایی اعضای جدید، بازتوزیع حوزه های نظارتی میان کمیته ها، عدم معرفی مجدد برخی اعضا، بازنگری در ساختار رهبری، تعیین انتظارات روشن تر برای عملکرد مدیران و استفاده از مشاوران خارجی را در پیش گرفته اند، هر چند در برخی موارد هیچ تغییر خاصی ایجاد نشده است. دلایل اصلی جایگزینی اعضا شامل مشارکت کم در بحث ها، طولانی شدن دوره عضویت و کاهش عملکرد، فقدان تخصص لازم، سبک تعامل منفی، عدم تمایل به چالش کشیدن مدیریت، عدم آمادگی برای جلسات و فراتر رفتن از حدود اختیارات نظارتی بوده است. در مقابل، مهارت های مورد نیاز آینده شامل تخصص در صنعت، مالی، عملیات، فناوری، هوش مصنوعی و نسل جدید آن، ریسک های سایبری، منابع انسانی، محیط زیست و پایداری و همچنین تنوع سنی، جنسیتی و قومی عنوان شده است. در زمینه مشوق های مدیرعامل، سهام میان مدت و بلندمدت به عنوان مؤثرترین ابزار شناخته شده اند، در حالی که پاداش نقدی و مشوق های غیرمالی سهم کمتری دارند. برای بهبود اثربخشی هیئت مدیره، اقداماتی چون آموزش بیشتر، تقویت روابط، تشویق به طرح دیدگاه های متنوع، کاهش سوگیری ها و آمادگی بیشتر برای جلسات پیشنهاد شده است.

بخش قابل توجهی از اعضای هیئت مدیره طی ۱۲ ماه گذشته مستقیماً با سهامداران تعامل داشته اند و این تعامل منجر به افزایش بحث های هیئت مدیره درباره موضوعات

بازار سرمایه، سرمایه گذاری خارجی و ابزارهای متنوع تأمین شود. با این حال، بیش از ۹۰ درصد تأمین مالی کشور بر عهده شبکه بانکی است که موجب فشار مضاعف و انحراف در مسیر تسهیلات دهی شده است. این تمرکز بیش از حد بر منابع بانکی، ریسک نقدینگی و اعتباری را افزایش داده و کارایی نظام مالی را کاهش داده است. راهکار، تنوع بخشی به روش های تأمین مالی و استفاده از بازار سرمایه و ابزارهای نوین برای کاهش بار سنگین بر سیستم بانکی است.

در کنار اصلاحات قانونی، راهکارهای نوین عملیاتی نیز اهمیت دارند. پژوهش ها نشان داده اند که اجرای درست حاکمیت شرکتی در کنار فناوری های مالی (Fintech) می تواند کارایی بانک ها را افزایش دهد و رقابت پذیری آن ها را تقویت کند. استفاده از هوش مصنوعی و تحلیل کلان داده ها ابزار کلیدی برای نظارت هوشمند هستند. ایجاد سامانه های پایش لحظه ای تراکنش های مشکوک نیز می تواند در مبارزه با پولشویی و تخلفات مالی مؤثر باشد و نظام بانکی را از انطباق سنتی به سمت نظارت داده محور سوق دهد.

بازسازی اعتماد عمومی نیز ضرورتی اساسی است. اعتماد زمانی شکل می گیرد که مردم صورت های مالی شفاف، گزارش های حسابرسی منظم و رفتار مسئولانه از بانک ها مشاهده کنند. در این صورت، بانک ها نه صرفاً واسطه گر پول بلکه شریک توسعه تلقی خواهند شد. استقرار شاخص «بانکداری پاسخگو و مردمی» می تواند مکمل ارزیابی سلامت نهادی باشد و موجب کاهش شکاف اعتماد، ارتقای شفافیت و مسئولیت پذیری مدیریتی و بهبود سرمایه اجتماعی شبکه بانکی شود. شفافیت نیز تنها ارائه ارقام خام نیست، بلکه ارائه تفسیر مدیریتی از عملکرد، ریسک ها و برنامه های آتی است تا سرمایه گذاران بتوانند تصمیمات آگاهانه اتخاذ کنند.

خاص، بهبود افشای عمومی و بازنگری در سیاست های حاکمیت شرکتی شده است. هیئت مدیره ها در سال های اخیر تمرین های شبیه سازی متعددی انجام داده اند از جمله پاسخ به حملات سایبری، مدیریت بحران ناشی از تغییر اضطراری مدیرعامل، کاهش اثرات اختلال در زنجیره تأمین و بلایای طبیعی. هیئت مدیره ها تأکید کرده اند که باید زمان بیشتری صرف موضوعاتی چون هوش مصنوعی، فضای سیاسی، تحول دیجیتال، تغییرات مقرراتی و ریسک های ژئوپلیتیک کنند و نگرانی اصلی شرکت ها درباره هوش مصنوعی و هوش مصنوعی مولد همگام بودن با تحولات سریع، مدیریت مسئولانه ریسک ها، امنیت سایبری و حریم خصوصی است.

بررسی ها نشان می دهد هیئت مدیره های اروپایی به طور متوسط کوچک تر، جوان تر و متنوع تر از هم تایان آمریکایی هستند، سهم زنان در اروپا طی هفت سال گذشته از ۲۰ درصد به بیش از ۴۰ درصد رسیده و ترکیب ملیتی اعضا نیز گسترده تر است، در مقابل هیئت مدیره های آمریکایی سابقه حضور طولانی تر و استقلال بیشتری دارند. میانگین سن اعضای هیئت مدیره در اروپا حدود ۵۹ سال است در حالی که در آمریکا نزدیک به ۶۳ سال است، میانگین سابقه حضور اعضای هیئت مدیره در اروپا ۶ سال و در آمریکا ۸ سال گزارش شده است، میانگین تعداد کمیته های هیئت مدیره در اروپا بین ۳ تا ۵ متغیر است و جبران خدمات اعضای غیرموظف در اروپا نیز با تفاوت های قابل توجه میان کشورها همراه است.

در مقایسه میان مدیرعامل های منصوب شده از بیرون و ارتقاها داخلی، داده ها نشان می دهد مدیران بیرونی گرایش بیشتری به اقدامات تحول آفرین دارند، اما بسیاری از مدیران داخلی موفق نیز ویژگی «خودی برون نگر» دارند که آن ها را از دیگران متمایز می کند. این افراد داخلی با وجود تعلق سازمانی، دیدگاهی تازه و جسورانه به تحولات دارند و در میان برترین عملکردها سهم بالایی دارند. در نهایت تصویر امروز شرکت های S&P ۵۰۰ نشان می دهد که حاکمیت شرکتی در مسیر شمول بیشتر، تخصص متنوع تر و پاسخگویی بالاتر حرکت می کند و این تغییرات نه تنها ترکیب هیئت مدیره ها را متحول کرده بلکه شیوه تعامل آنان با سهامداران، مدیریت بحران ها و پاسخ به چالش های نوظهور همچون هوش مصنوعی و پایداری را نیز دگرگون ساخته است.

محافظه کاری مدیریتی؛

تیغ دولبه در عملکرد صندوق ها

رسول جاویدی

مدیر سرمایه گذاری سبدگردان داریوش

هر چند تاریخچه صندوق های سرمایه گذاری در ایران به اواخر دهه ۸۰ برمی گردد اما از سال ۱۳۹۹ و بعد از اتفاقات رخ داده در بازار بورس، سرمایه گذاری غیرمستقیم بیشتر مورد توجه قرار گرفت. در کنار اخذ مجوز شرکت های تامین سرمایه، شرکت های سبدگردان و مشاوران سرمایه گذاری، با راه اندازی صندوق های سرمایه گذاری، سبب گسترش سرمایه گذاری غیرمستقیم شدند.

هر چند در ابتدا تنوع در این صندوق ها اندک بود اما رفته رفته شاهد راه اندازی صندوق های جدید از جمله اهرمی، شاخصی و بخشی بودیم تا نیازهای طیف وسیع تری از سرمایه گذاران را پوشش دهد. هر چند صندوق های اهرمی مورد استقبال خوبی قرار گرفت اما سایر صندوق ها آنگونه که باید مورد توجه قرار نرفتند.

در مجموع دلایل متفاوتی وجود دارد که علاقه به صندوق های سرمایه گذاری کمتر شده است. از جمله این عوامل می توان اشاره داشت که صندوق ها نتوانسته اند بازدهی هم راستا با رشد کلی «شاخص کل» ارائه دهند. این موضوع سئوالات متعددی را درباره علل این وضعیت و راهکارهای بهبود عملکرد مطرح می کند. شاید اولین مورد بتوان به این موضوع اشاره داشت که ساختار مدیریتی و سیاست های سرمایه گذاری صندوق ها معمولاً محافظه کارانه و ریسک گریز است که باعث می شود بخش قابل توجهی از دارایی ها به صورت نقد یا در ابزارهای کم ریسک تر نگهداری

شود (معمولاً افراد ریسک پذیرتر به خرید صندوق های اهرمی اقدام می کنند). این امر به کاهش بازدهی صندوق ها نسبت به رشد شاخص کل می انجامد.

مورد دوم در خصوص محدودیت های قانونی و مقرراتی خاصی است که بر صندوق ها اعمال می شود، مانند سقف سرمایه گذاری در برخی صنایع یا سهام خاص، باعث می شود صندوق ها نتوانند به صورت کامل از فرصت های بازار بهره ببرند (یا در زمان افت بازار باز هم باید حداقل ۷۰٪ سهام داشت). هر چند به عقیده برخی سرمایه گذاران، کارمزدهای صندوق های سرمایه گذاری هم یکی از علل کاهش بازدهی آن ها می باشد اما در واقع کارمزدهای این صندوق ها حدود ۱٪ در سال می باشد و کارمزدهای بیشتر منوط به کسب بازدهی بهتر نسبت به شاخص کل (یا شاخص صنایع) می باشد که در این صورت نشان از بازدهی مطلوب (بیشتر از شاخص) صندوق مورد نظر می دهد. صندوق ها نیز همانند شرکت ها اقدام به انتشار گزارشات ماهانه می کنند که موجب بررسی و تحلیل مناسب تر سرمایه گذاران شده و شفافیت آن ها را نیز بالا می برد. اما در مجموع عواملی همچون مدیریت ضعیف، عدم تطابق استراتژی های صندوق با نیازها و توقعات سرمایه گذاران و همچنین فضای کلی بازار و سیاست های کلان اقتصادی سبب این کاهش اعتماد شده است.

همچنین، سابقه عملکرد نامطلوب برخی صندوق ها و تبلیغات ناکافی در معرفی مزایا و محدودیت های صندوق ها، باعث شده تا اعتماد عمومی به آنها کاهش یابد یا اینکه طیف وسیعی از احاد جامعه با این صندوق ها آشنایی کافی نداشته باشند و در نتیجه اقدام به سرمایه گذاری نیز نکنند (عدم استقبال مناسب از صندوق های صدور و ابطالی)



اشکان چهره نگار

عضو هیات مدیره سبدگردان نوین نگر آسیا

صندوق های سرمایه گذاری در ایران همواره با این پرسش مواجه بوده اند که چرا بازدهی آن ها هم راستا با رشد سهام نیست. در نگاه نخست، مقایسه بازدهی صندوق ها با شاخص کل چنین تصویری را ایجاد می کند که صندوق ها از رشد بازار عقب مانده اند. اما باید توجه داشت که شاخص کل معیار دقیقی برای سنجش عملکرد صندوق ها یا حتی سبد سهام افراد نیست؛ زیرا وزن دهی آن مبتنی بر ارزش بازار است و عمده اثر خود را از تعداد محدودی سهم بزرگ و شاخص ساز می گیرد، نه از عملکرد کلی بازار. در مقابل، شاخص هم وزن معیار مناسب تری برای ارزیابی عملکرد صندوق هاست، زیرا رفتار آن نزدیک تر به میانگین عملکرد کل بازار و به ویژه پرتفوی صندوق های سهامی است. بررسی ها نشان می دهد که میانگین و اکثریت صندوق های سهامی در سال های اخیر عملکردی بهتر یا حداقل هم سطح شاخص هم وزن داشته اند. تنها بخش کوچکی از صندوق ها عقب مانده اند که دلیل آن بیشتر به کیفیت مدیریت و تصمیمات سرمایه گذاری برمی گردد و ضرورت تقویت تخصص، ابزارهای تحلیلی و فرآیندهای مدیریت ریسک را آشکار می سازد.

پرسش دیگر این است که چه سازوکارهایی می تواند شکاف اعتماد میان سهامداران و صندوق ها را کاهش دهد. پاسخ را باید در مجموعه ای از اقدامات ساختاری و اطلاع رسانی جستجو کرد. نخست، ارتقای آگاهی و تبلیغات هدفمند اهمیت دارد؛ سازمان بورس و نهادهای مالی باید کمپین های حرفه ای اجرا کنند تا سرمایه گذاران تازه وارد با مزایای سرمایه گذاری غیرمستقیم و تفاوت میان انواع صندوق ها آشنا شوند. دوم، کاهش هزینه های

هژمونی نمادهای شاخص ساز و چالش مدیران صندوق ها

صندوق نسبت به نوسانات بازار است. در روندهای صعودی، سیاست گذاری بر روی صنایع بزرگ با بتای مثبت (بیشتر از یک) ارجحیت دارد تا سرمایه گذار از رشد بازار منتفع شود. در مقابل، در شرایط نزولی یا رکودی، هنر مدیر صندوق در کاهش بتا (کمتر از یک) و اتخاذ استراتژی های دفاعی نمایان می شود.

● **ضریب آلفا (ALPHA):** مهم تر از بتا، ضریب آلفاست که نشان دهنده «بازده تعدیل شده با ریسک» است. آلفای مثبت و بالا به این معناست که مدیر صندوق توانسته است با مهارت خود، بازدهی مزاد بر شاخص کل را به صورت مستمر خلق کند.

❖ پایش مستمر و ثبات مدیریتی

نکته ظریفی که نباید از آن غافل شد، ثبات تیم مدیریتی است. بازدهی گذشته یک صندوق، حاصل تصمیمات افرادی مشخص است. سرمایه گذاران باید بررسی کنند که آیا تیم تحلیلی و مدیرانی که آن بازدهی درخشان را رقم زده اند، کماکان در آن نهاد فعال هستند یا خیر؟ جابجایی مدیران کلیدی می تواند استراتژی و در نتیجه عملکرد آتی صندوق را دگرگون سازد.

همچنین در خصوص صندوق های قابل معامله (ETF)، علاوه بر عملکرد مدیریت، نقش «بازارگردان» و میزان «نقدشوندگی» نماد بسیار حائز اهمیت است تا سرمایه گذار در زمان خروج با چالش مواجه نشود.

❖ سخن پایانی؛ نظارت کارآمد، ضامن توسعه

اگرچه تخلفات معدود و رفتارهای غیرحرفه ای ناشی از تضاد منافع در برخی موارد به اعتماد عمومی آسیب زده است، اما راهکار این مسئله در حذف صورت مسئله نیست. افزایش نظارت هوشمندانه توسط نهاد ناظر — به گونه ای که مخل استقلال و چابکی مدیران سرمایه گذاری نشود — و ارتقای استانداردهای رفتار حرفه ای بازارگردان ها، می تواند مسیر را برای توسعه این صنعت هموار کند. بی تردید، با بلوغ بیشتر نهادهای مالی و نظارتی، شاهد افزایش تعداد صندوق هایی خواهیم بود که توانایی خلق ثروت فراتر از شاخص کل را دارند.



سعید آخوندی

مدیر سرمایه گذاری سبدگردان البرز

در اتمسفر پرنوسان اقتصاد ایران، صندوق های سرمایه گذاری سهامی (EQUITY FUNDS) همواره به عنوان یکی از اصلی ترین ابزارهای مدیریت دارایی شناخته می شوند.

عملکرد این صندوق ها، بسته به نوع چینش پرتفوی و استراتژی مدیران، می تواند نوسانی کمتر یا بیشتر از «شاخص کل» را برای سرمایه گذاران به ارمغان آورد. با این حال، واکاوی دقیق تر عملکرد این نهادهای مالی، نیازمند بررسی لایه های عمیق تری از ساختار بازار، محدودیت های مقرراتی و مولفه های تکنیکال نظیر ضرایب «آلفا» و «بتا» است.

❖ هژمونی نمادهای شاخص ساز و جریان پول

یکی از واقعیت های انکارناپذیر بازار سرمایه ایران، تمرکز بازارگردان ها و نهادهای تاثیرگذار بر سهام بزرگ و بنیادی (LARGE CAP) است. دلیل این اقبال، شفافیت بالاتر این شرکت ها و قابلیت پیش بینی پذیری متغیرهای اثرگذار بر آن هاست؛ متغیرهایی نظیر نرخ ارز، تعرفه های انرژی و سایر ریسک های سیستماتیک در صنایع بزرگ، غالباً شفاف تر از شرکت های کوچک هستند.

از منظر سیاست گذار و دولت، ثبات در این نمادها به معنای ثبات در کلیت بازار است. از این رو، جریان اصلی نقدینگی غالباً به سمت این صنایع هدایت می شود.

در این میان، مدیران صندوق های سهامی با یک چالش استراتژیک مواجه اند: تلاش برای شناسایی شرکت های کوچک با پتانسیل رشد بالا (ALPHA GENERATION) در مقابل جریان قدرتمند پولی که به سمت سهام شاخص ساز هدایت می شود.

تجربه نشان داده است که حتی اگر تحلیل بنیادین یک شرکت کوچک صحیح باشد، در نهایت این «جریان پول» است که سمت و سوی بازدهی را تعیین می کند.

❖ تیغ دولبه مقررات؛ مدیریت ریسک یا محدودیت بازده؟

یکی دیگر از پارامترهای اثرگذار بر کارنامه مدیران سرمایه گذاری، الزام به رعایت «نصاب های سرمایه گذاری» (QUORUMS) است. سقف های تعیین شده برای سرمایه گذاری در هر صنعت یا شرکت، اگرچه دست مدیران را برای مانورهای تهاجمی می بندد، اما از منظر کلان، مکانیسمی حیاتی برای کنترل ریسک و ارتقای شفافیت در سیستم مالی کشور محسوب می شود. این محدودیت ها مانع از رفتارهای هیجانی و پذیرش ریسک های غیرمعمول توسط مدیران می شود. البته وجود صندوق های بخشی (SECTOR FUNDS) در حوزه هایی نظیر پتروشیمی، فلزات اساسی و خودرو، تا حد زیادی این خلاء را پوشش داده و امکان تمرکز بر صنایع پیشرو را فراهم کرده است. هنر مدیر سرمایه گذاری در این چارچوب، استفاده بهینه از بخش نقدینگی صندوق و چینش هوشمندانه دارایی ها برای کسب بازدهی فراتر از میانگین صنعت است.

از پمپ بنزین تا تالار بورس؛ اثرات مستقیم و غیر مستقیم افزایش نرخ

دارد که آن را به‌عنوان سر آغاز اصلاحات معرفی می‌کند؛ چرا که هدفمندی یارانه‌ها سیاستی ساختاری و بلندمدت در قانون بودجه است و افزایش قیمت بنزین می‌تواند مقدمه‌ای برای آزادسازی تدریجی قیمت سایر حامل‌های انرژی باشد. چنین اقدامی فشار مالی بزرگی را از دوش دولت برمی‌دارد و امکان تخصیص منابع به بخش‌های مولدتر را فراهم می‌کند. در مقابل، اگر این افزایش قیمت بدون اقدامات مکملی همچون اصلاح نظام مالیاتی، مقابله با قاچاق و شفافیت در هزینه‌کرد همراه باشد، تنها به‌عنوان منبع درآمدی جدید برای دولت عمل خواهد کرد و ذهنیت مقطعی بودن آن تقویت می‌شود. بنابراین، تبدیل شدن این سیاست به اصلاح ساختاری نیازمند عزم جدی دولت و اجرای بسته‌های تکمیلی است.

از منظر مالی، برآوردها نشان می‌دهد افزایش نرخ بنزین می‌تواند حدود ۳۰ هزار میلیارد تومان در سال برای دولت درآمد جدید ایجاد کند. طبق آمار وزارت نفت، روزانه به‌طور میانگین ۵۳ میلیون لیتر بنزین با کارت جایگاه مصرف می‌شود. با تفاوت قیمت ایجادشده، احتمالاً مصرف بنزین جایگاه یا همان نرخ ۵ هزار تومانی به حدود ۴۰ میلیون لیتر در روز کاهش خواهد یافت. این تغییر در یک سال حدود ۳۰ هزار میلیارد تومان درآمد ایجاد می‌کند. با این حال، در برابر کسری بودجه برآوردی امسال که بیش از ۱۰۰۰ همت تخمین زده می‌شود، این رقم کمتر از ۳ درصد را پوشش می‌دهد و در مقیاس کلی بسیار ناکافی است. بنابراین، هرچند این سیاست بخشی از بار مالی دولت را کاهش می‌دهد، اما نمی‌تواند راه‌حل اصلی برای مدیریت کسری بودجه باشد.

جمع‌بندی

افزایش نرخ بنزین تجربه‌ای است که آثار کوتاه‌مدت آن در بازار سرمایه با فشار فروش و نگرانی آغاز می‌شود، اما در بلندمدت بسته به نحوه مدیریت درآمدها می‌تواند مثبت یا منفی باشد. این اقدام ظرفیت آن را دارد که آغازگر اصلاحات اقتصادی باشد، اما بدون اقدامات مکمل به سیاستی مقطعی تقلیل خواهد یافت. از منظر مالی نیز درآمد حاصل از این افزایش در برابر کسری بودجه عظیم دولت بسیار ناچیز است و تنها نقش محدودی در کاهش فشار مالی ایفا می‌کند.

محمد مهدی دژدار

مدیر تحلیل شرکت تأمین سرمایه بانک مسکن

افزایش نرخ بنزین همواره یکی از موضوعات حساس در اقتصاد ایران بوده است. تجربه تاریخی آبان و آذر ۱۳۹۸ نشان داد که بازار سرمایه در روزها و هفته‌های نخست پس از چنین تصمیمی با ابهام و فشار فروش مواجه می‌شود. نگرانی اصلی در این دوره کاهش قدرت خرید مردم و اثر منفی بر سودآوری شرکت‌هایی است که هزینه‌های حمل‌ونقل سهم بالایی در بهای تمام‌شده آن‌ها دارد. صنایع فولاد و سیمان نمونه بارز این گروه هستند که به دلیل کنش پایین محصولاتشان امکان انتقال هزینه‌ها به مشتریان را ندارند. در مقابل، شرکت‌هایی که به واسطه فرمول نرخ‌گذاری و ارتباط با دولت از این تغییر منتفع می‌شوند، مانند صنعت فرآورده‌های نفتی، می‌توانند شاهد بهبود سرمایه در گردش باشند. همچنین شرکت‌های پتروشیمی که مواد اولیه خود را از طریق خطوط لوله تأمین می‌کنند، از این سیاست تأثیر منفی نمی‌پذیرند. شرکت‌های دارویی و غذایی با برند قوی نیز معمولاً قدرت چانه‌زنی بیشتری برای حفظ حاشیه سود دارند و صنایع خدماتی با سهم اندک هزینه حمل‌ونقل در بهای تمام‌شده، از تورم انتظاری ایجادشده بهره‌مند می‌شوند.

اینکه آیا این بار هم می‌توان انتظار آثار بلندمدت مثبت داشت، به مدیریت درآمدهای حاصل از افزایش نرخ بستگی دارد. در صورتی که منابع جدید به‌طور شفاف صرف سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها، بهبود تولید داخلی و حمایت هدفمند از اقشار آسیب‌پذیر شود، می‌تواند به افزایش بهره‌وری، کنترل تورم و رشد پایدار بازار سرمایه منجر گردد. اما اگر این درآمدها صرف هزینه‌های جاری و جبران کسری بودجه بدون ایجاد ارزش افزوده پایدار شود، اثر توری می‌آن غالب خواهد شد و در بلندمدت به اقتصاد و بازار سرمایه آسیب می‌زند.

افزایش نرخ بنزین همچنین این پرسش را پیش می‌آورد که آیا این اقدام آغاز اصلاحات اقتصادی است یا صرفاً سیاستی مقطعی. نشانه‌هایی وجود

صنعت پالایش در ایران؛ بین انحصار دولتی و الزامات توسعه‌ای بر نامه هفتم

محمد مهدی حاجی آقائی

کارشناس ارشد تحلیل گروه سرمایه‌گذاری امیر

صنعت پالایش در ایران، صنعتی مبتنی بر مقررات دولتی و ساختاری انحصاری است. تأمین خوراک پالایشگاه‌ها شامل نفت خام و میعانات گازی، به‌صورت انحصاری توسط شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده‌های نفتی انجام می‌پذیرد. همچنین، فرآورده‌های اصلی شامل بنزین، نفت‌گاز، نفت‌کوره، نفت‌سفید و گاز مایع نیز به‌طور انحصاری توسط همین شرکت خریداری می‌شود.

نرخ‌گذاری نفت خام، میعانات و فرآورده‌های اصلی از طریق ابلاغیه‌های رسمی شرکت ملی پالایش و پخش صورت می‌گیرد. آخرین دستورالعمل مربوط به دی‌ماه ۱۴۰۳، نحوه محاسبه قیمت‌ها برای سال‌های ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴ را مشخص کرده است. این ابلاغیه با انتقادات گسترده‌ای از سوی فعالان بازار سرمایه و صنعت پالایش مواجه شد؛ چرا که کاهش نرخ بنزین، به‌ویژه در صورت افت کیفیت، به‌طور محسوسی در آن لحاظ شده بود.

با این حال، پالایشگاه‌هایی نظیر اصفهان، تبریز و بندرعباس که بنزین با استاندارد یورو و اکتان بالا تولید می‌کنند، افت قیمتی کمتری را تجربه کردند. این دستورالعمل، در عین حال، محرکی برای ارتقاء کیفیت تولید بنزین در پالایشگاه‌ها نیز محسوب می‌شود. در تحلیل عملکرد پالایشگاه‌ها، مفهوم «کرک اسپرد» از اهمیت بالایی برخوردار است. کرک اسپرد به معنای تفاوت میانگین وزنی قیمت سبد محصولات پالایشگاه و قیمت خوراک دریافتی (نفت خام، میعانات و افزودنی‌ها) تعریف می‌شود. این شاخص در سال‌های ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲، به‌دلیل اختلال در عرضه جهانی فرآورده‌های پالایشی ناشی از

از یارانه پنهان تا مکانیزم بازار؛ پیام سیاستی نرخ سوم بنزین



سعید حاج حیدری

مدیر سرمایه‌گذاری سبدگردان همراه

افزودن نرخ سوم بنزین و اجرای رسمی آن تا ۱۵ آذرماه امسال، همراه با تصمیم مجلس برای تعدیل فصلی قیمت، در عمل قفل اصلاح حامل‌های انرژی در اقتصاد ایران را پس از سال‌ها شکسته است. این تحول، در فضایی رخ می‌دهد که خاطره جمعی جامعه و بازار سرمایه از تجربه آبان ۱۳۹۸ همچنان زنده است؛ تجربه‌ای که با تصمیم ناگهانی، بدون اطلاع‌رسانی قبلی و با پیامدهای اقتصادی و اجتماعی سنگین همراه بود. با این حال، الگوی اجرایی دولت در سال جاری تفاوت‌های بنیادینی با آن دوره دارد. دولت به‌جای افزایش قیمت از مسیر کارت‌های سوخت شخصی، تنها نرخ فروش کارت سوخت جایگاه‌داران را تعدیل کرده است. هدف نیز نه کسب درآمد فوری، بلکه کاهش قاچاق سوخت، اصلاح الگوی مصرف و نزدیک‌سازی تدریجی قیمت‌ها به سطح بهینه اقتصادی است. از همین رو، با توجه به زمان‌بندی اجرا و سهم محدود نرخ سوم در حجم مصرف، این سیاست در سه‌ماهه باقی‌مانده تا پایان سال تأثیر معناداری بر کسری بودجه نخواهد داشت. مقایسه شرایط کنونی با سال ۱۳۹۸ نشان می‌دهد که مشابهِت‌های ظاهری نباید تحلیلگران را به نتیجه‌گیری‌های یکسان برساند. در آبان ۹۸، بازار سرمایه در هفته‌های نخست پس از افزایش قیمت سوخت واکنش چندانی نشان نداد و حتی بازدهی منفی یک‌درصدی را ثبت کرد.

دلیل این موضوع هم آشفتگی کوتاه‌مدت و فضای اعتراضی بود. با این حال، در ادامه و تحت فشارهای ناشی از کسری بودجه، تحریم‌های نفتی و سیاست فشار حداکثری دولت وقت آمریکا، بازار سرمایه در مسیری متفاوت قرار گرفت و ظرف ۱۰ ماه بازدهی خیره‌کننده‌ای را به ثبت رساند. اما باید توجه داشت که محرک‌های اصلی رشد آن دوره، بیشتر ماهیت پولی، بودجه‌ای و انتظاراتی داشتند تا اثر مستقیم افزایش قیمت بنزین.

در سال جاری، با وجود برخی مشابهِت‌های محیطی (از جمله تشدید فشارهای خارجی و محدودیت‌های صادراتی)، ساختار کلان اقتصاد و ابزارهای مالی به‌طور محسوسی متفاوت‌اند. نخست اینکه نرخ تأمین مالی در اقتصاد امروز به‌مراتب بالاتر از سال ۹۸ است و در سطوح بالای ۴۰ درصد قرار دارد. این نرخ بالا عملاً مانع شکل‌گیری موج‌های سفته‌بازی پرشتاب در بازار دارایی‌ها می‌شود و هزینه خلق رشدهای هیجانی را بالا می‌برد. دوم اینکه ابزارهای بازار سرمایه، هم از نظر عمق و هم از حیث تنوع، نسبت به پنج سال قبل توسعه قابل توجهی یافته‌اند. گسترش بازار مشتقه سهام و کالا، توسعه صندوق‌های کالایی، گواهی‌های کالایی و ابزارهای درآمد ثابت، ظرفیت تحلیل و پوشش ریسک را ارتقا داده و رفتار بازار را منظم‌تر کرده است. سوم اینکه شکاف نرخ نیما و دلار آزاد اکنون به‌مراتب بیشتر از آبان ۹۸ است. این موضوع باعث می‌شود بازارها نسبت به تکانه‌های داخلی

واکنش خطی نشان ندهند و انتظارات توری بیشتر توسط نرخ ارز هدایت شود تا قیمت بنزین.

این مجموعه تفاوت‌ها نشان می‌دهد که حتی اگر بازار سرمایه از افزایش نرخ سوخت متأثر نشود، این اثر نه به شکل بی‌قاعده و هیجانی، بلکه در قالب حرکت‌های تحلیلی‌تر و صنعت‌محور رخ خواهد داد. محتمل‌ترین اثر کوتاه‌مدت، افزایش هزینه حمل‌ونقل و تورم بخشی در حوزه حمل‌ونقل کالا به‌ویژه کالاهای اساسی است؛ هرچند تورم اصلی در این حوزه نه از ناحیه بنزین، بلکه از محل نرخ گازوئیل شکل می‌گیرد. هنوز سیاست دولت در مورد اصلاح احتمالی قیمت گازوئیل شفاف نشده است و بخش بزرگی از انتظارات تورمی و رفتار فعالان اقتصادی نیز به این متغیر وابسته است. از این منظر، افزایش نرخ سوم بنزین را باید یک گام مقدماتی و محدود در مسیری بزرگ‌تر دانست، نه نقطه پایان یا عامل تعیین‌کننده تورم.

در زمینه مالی و بودجه‌ای نیز باید با واقع‌بینی به موضوع نگر بست. کسری بودجه سال جاری که در برآوردهای مختلف بین ۵۰۰ تا ۸۰۰ هزار میلیارد تومان تخمین زده می‌شود، به گونه‌ای است که درآمدهای حاصل از نرخ سوم بنزین در سه ماه پایانی سال حتی در بهترین حالت، معادل «قطره‌ای در دریا» است. حجم مصرفی که مشمول نرخ جدید می‌شود محدود است و نه دولت و نه مجلس، بنایی بر طراحی این سیاست به‌عنوان ابزار اصلی تأمین کسری نداشته‌اند. بنابراین، اثر مالی نرخ سوم در بازه زمانی کوتاه‌مدت بیشتر جنبه رفتاری و اصلاحی دارد تا بودجه‌ای.

با این حال، اهمیت واقعی این اقدام در جای دیگری نهفته است: آغاز برداشته شدن سد اصلاح قیمت انرژی. اقتصاد ایران طی سال‌های متمادی با قیمت‌گذاری دستوری، یارانه‌های سنگین پنهان و نبود مکانیزم بازار در حوزه انرژی مواجه بوده است. در چنین محیطی، اصلاح قیمت‌ها همواره سلیقه‌ای و ناهماهنگ اجرا شده و هیچ‌گاه یک بسته منسجم و پایدار سیاستی شکل نگرفته است. اجرای افزایش نرخ سوم و ایجاد سازوکار تعدیل فصلی قیمت، اگر به‌طور پیوسته ادامه یابد، می‌تواند اولین حلقه یک زنجیره اصلاحات ساختاری باشد. حلقه‌های بعدی این زنجیره شامل شفاف‌سازی یارانه‌های انرژی، کاهش رانت مصرف‌بی‌رویه، حذف تدریجی قیمت‌گذاری دستوری، اصلاح ساختار بودجه، انضباط پولی و حرکت به سوی نظام مبتنی بر مکانیزم بازار است.

در مجموع، افزایش نرخ سوم بنزین به‌خودی‌خود نه تهدید کلان‌تورمی جدی است، نه موتور محرک جهش بورس، و نه ابزار رفع کسری بودجه. اهمیت آن در «سیگنال‌سیاستی» نهفته است: شکسته شدن قفل اصلاح حامل‌های انرژی. اگر این مسیر ادامه پیدا کند و با اصلاحات بودجه‌ای و نهادی همراه شود، می‌توان انتظار داشت که در میان‌مدت بخشی از ناکارآمدی‌های ساختاری اقتصاد کاهش یابد و دولت در مسیر پایداری مالی قرار گیرد. در غیر این صورت، افزایش نرخ سوم صرفاً یک اقدام مقطعی باقی خواهد ماند که آثار آن به تدریج خنثی می‌شود و شکاف‌های مالی و ساختاری اقتصاد همچنان پابرجا خواهند ماند.

چرا عدد پمپ بنزین فقط نوک کوه یخ است؟



لیلا عبداللهی

تحلیلگر کارگزاری پیشرو

فروش نفت خام با تخفیف، هزینه خوراک را به‌صورت غیرواقعی تقسیم می‌کند و قیمت فروش پالایشگاه به‌صورت تکلیفی پایین نگه داشته می‌شود.

علاوه بر این، بخشی از صرفه‌جویی ناشی از افزایش قیمت بنزین معمولاً صرف پرداخت‌های حمایتی جدید، افزایش هزینه‌های جاری دولت و تأمین فشار تورمی می‌شود. به عبارتی، هر واحد کاهش یارانه در نقطه مصرف‌کننده معمولاً در جای دیگری از بودجه دوباره ظاهر می‌شود و اثر نهایی آن بر کسری بودجه محدود باقی می‌ماند.

در کنار تمام این موارد، اثرات تورمی افزایش قیمت بنزین نیز قابل توجه است. افزایش قیمت سوخت، هم از کانال هزینه حمل‌ونقل و لجستیک و هم از کانال انتظارات تورمی، فشار مشخصی بر سطح عمومی قیمت‌ها وارد می‌کند. بخشی از هزینه حمل‌ونقل مستقیماً وارد قیمت کالاهای مصرفی می‌شود و بخش دیگر از طریق اثرات روانی بر رفتار قیمت‌گذاری بنگاه‌ها عمل می‌کند.

از منظر بازار سرمایه، صنایع حمل‌ونقل، لجستیک، خرده‌فروشی، غذایی، دارویی و سیمانی با افزایش هزینه حمل‌ونقل و رشد هزینه‌های عملیاتی مواجه می‌شوند؛ همین اتفاق باعث کاهش حاشیه سود در کوتاه‌مدت می‌شود. اما در بلندمدت، خودروسازها، قطعه‌سازها و شرکت‌های حوزه CNG و نوسازی ناوگان از تغییر الگوی مصرف و افزایش تمایل به خودروهای کم‌مصرف یا دوگانه‌سوز منتفع می‌شوند.

جمع‌بندی این تحلیل روشن است: عددی که روی تابلوی پمپ‌بنزین مشاهده می‌شود تنها کوچک‌ترین بخش داستان انرژی در ایران است. تازمانی که ساختار قیمت‌گذاری، الگوی تخصیص هزینه خوراک، مدل حمایت اجتماعی و وضعیت شرکت‌های دولتی اصلاح نشود، افزایش قیمت بنزین اثر محدودی بر بودجه دولت خواهد داشت؛ اما اثر آن بر تورم و صنایع بورسی، گسترده و در بسیاری موارد پایدار خواهد بود.

طی روزهای اخیر، بررسی صورت‌های مالی پالایش نفت اصفهان و تحلیل تغییر قیمت بنزین زاویه دید دقیق‌تری درباره ساختار قیمت‌گذاری انرژی در ایران به من داد.

در گزارش میان‌دوره‌ای این پالایشگاه، نفت خام سبک با فرمول «فوب خلیج فارس منهای پنج درصد» و با نرخ ارز مینا به‌عنوان خوراک خریداری شده است.

در مقایسه هزینه کل نفت خام مصرف‌شده نسبت به حجم بنزین تولیدی، عددی مهم به‌دست می‌آید:

هزینه واقعی نفت خام مصرف‌شده برای تولید هر لیتر بنزین حدود ۱۳۰ هزار تومان است. دلیل این موضوع ساده و کاملاً فنی است: نرخ تبدیل نفت خام به بنزین معمولاً در حدود ۲۰ درصد است.

با وجود این واقعیت فنی، در صورت‌های مالی پالایشگاه، «بهای تمام‌شده حسابداری» بنزین تنها

حدود ۲۸ هزار تومان ثبت شده است؛ چرا که در مدل حسابداری، هزینه خوراک بین تمام فرآورده‌ها سرشکن می‌شود و سهم بنزین از این تقسیم‌بندی صرفاً بخشی از هزینه کل است.

قیمت فروش بنزین به شرکت پخش نیز در محدوده ۲۲ هزار تومان قرار دارد. به همین دلیل است که کل بهای تمام‌شده بنزین فقط حدود یک‌پنجم هزینه‌ای است که صرف خرید نفت خام شده و همین شکاف بزرگ، بخش اصلی یارانه پنهان انرژی در کشور را رقم می‌زند.

این اختلاف میان هزینه واقعی و قیمت تکلیفی باعث می‌شود که افزایش قیمت بنزین از سه به پنج هزار تومان، صرفاً لایه‌نهایی زنجیره یارانه را تحت تأثیر قرار دهد. به همین دلیل انتظار کاهش چشمگیر کسری بودجه با چنین اقدامی واقع‌بینانه نیست.

کسری عمده در سطوح بالادستی شکل می‌گیرد؛

شناوری مدیریت شده؛ نسخه جدید ارز ترجیحی

بهناز اکبرپور

مدیر سرمایه گذاری صندوق بورسیران

سیاست ارز ترجیحی در ایران طی سال‌های اخیر به یکی از چالش برانگیزترین موضوعات اقتصادی کشور تبدیل شده است. جهش نرخ ارز آزاد، محدودیت منابع ارزی، کسری بودجه، رشد نقدینگی و وابستگی شدید قیمت کالاهای اساسی به واردات، باعث شده است که تصمیم‌گیری درباره ادامه یا حذف ارز ۲۸،۵۰۰ تومانی اهمیت بیشتری پیدا کند. تحلیل این سیاست نیازمند بررسی هم‌زمان آثار حذف آن، ظرفیت نظارتی، ضرورت هدفمندی، و نسبت بین اولویت واردات کالاهای اساسی و انرژی است.

حذف ارز ترجیحی به معنی انتقال قیمت واردات از نرخ ۲۸،۵۰۰ به نرخ‌های بالاتر است که شایعاتی در خصوص نرخ ۳۸،۰۰۰ تومانی در بودجه سال ۱۴۰۵ مطرح شده است. اگر این انتقال بدون مدیریت صورت گیرد، می‌تواند تورم غذایی، دارویی و نهاده‌های قابل توجهی ایجاد کند. اما ابزارهایی وجود دارند که می‌توانند شدت این جهش را کاهش دهند. اولین سازوکار، پرداخت یارانه مستقیم و نقدی یا کالا برگ الکترونیک است. تجربه سال ۱۴۰۱ نشان داد که اگر افزایش قیمت واردات به مصرف‌کننده منتقل شود اما هم‌زمان یارانه هدفمند به دهک‌های نیازمند پرداخت شود، اثر تورمی قابل مدیریت‌تر می‌شود. کالا برگ به‌ویژه در کنترل رفتار مصرف و جلوگیری از تبدیل یارانه به دارایی کارآمد است. دومین سازوکار، تخصیص یارانه به واردکننده در قالب «سازوکار جبران پویا» است. این روش به‌جای تثبیت نرخ ارز، به دولت اجازه می‌دهد بخشی از اختلاف نرخ آزاد و نیمایی را برای برخی کالاهای خاص پرداخت کند اما این پرداختی به‌صورت ثابت نمی‌باشد بلکه وابسته به منابع ارزی و شرایط بازار متغیر می‌باشد که این سازوکار انعطاف‌پذیرتر است و از ایجاد شوک ناگهانی جلوگیری می‌کند. سومین سازوکار، کنترل سود خرده‌فروشی و عمده‌فروشی در کوتاه‌مدت است. زمانی که سیاست ارزی تغییر می‌کند، برخی واسطه‌ها حتی قبل از تغییر رسمی قیمت، دست به افزایش مصنوعی قیمت می‌زنند. نظارت مقطعی در دوره گذار می‌تواند از جهش غیرواقعی قیمت جلوگیری کند. در نهایت چهارمین ابزار



نیر کاهش تعرفه واردات برای دوره گذار است که کاهش موقت تعرفه‌ها به کاهش شوک قیمتی کمک می‌کند. در مجموع، حذف ارز ترجیحی لزوماً به معنای جهش قیمتی نیست، به شرطی که ابزارهای حمایتی و تنظیم‌گری به‌صورت یک بسته واحد و نه پراکنده اجرا شوند.

تثبیت نرخ ارز ترجیحی در اقتصادی که نرخ بازار آزاد آن چند برابر نرخ ترجیحی است، همواره رانت‌زا و ناپایدار است. اختلاف شدید قیمتی بین ارز ۲۸،۵۰۰ و نرخ آزاد طی این سال‌ها منجر به افزایش قاچاق معکوس کالاهای یارانه‌ای و فشار مضاعف بر منابع ارزی دولت شده است. اما از سمتی دیگر، نرخ شناور نیز نیازمند پیش‌شرط‌هایی است. اگر نرخ شناور بدون مکانیزم حمایتی اجرا شود، فشار آن مستقیماً بر مصرف‌کننده منتقل می‌شود و می‌تواند رفاه مصرف‌کنندگان کم‌درآمد را به شدت کاهش دهد. راهکار میانی، شناوری مدیریت‌شده و هدفمند است. در این مدل، برای برخی کالاهای خاص و ضروری، دولت بخشی از مابه‌التفاوت را جبران می‌کند، اما نرخ ارز به‌طور کامل تثبیت نمی‌شود و امکان تعدیل وجود دارد. در این روش ارز ترجیحی شناور براساس ظرفیت ارزی کشور و وضعیت بازار تعیین می‌شود. این رویکرد از یک‌سو جلوی جهش قیمتی را می‌گیرد و از سوی دیگر رانت را کاهش می‌دهد. بنابراین از نظر اقتصادی و ارزی، ادامه مدل نرخ ثابت غیرمنطقی

شتاب بی‌سابقه در پروژه‌های کیفی سازی RHU و RFCC پالایشگاه اصفهان

مسیر تولید سوخت پاک در شرکت پالایش نفت اصفهان هموارتر شد



در بازدید خبرنگاران از روند اجرای دو پروژه کلیدی کیفی‌سازی شامل واحدهای هیدروتریتینگ ته‌مانده نفت سنگین (RHU) و شکست کاتالیستی با بستر سیال (RFCC) مطرح شد: این دو پروژه که در چارچوب طرح جامع ارتقاء کیفیت فرآورده‌ها و دستیابی به سوخت‌های کم‌گوگرد، نقش راهبردی در کاهش آلاینده‌های زیست‌محیطی و افزایش بهره‌وری پالایشگاه ایفا می‌کنند، با شتابی بی‌سابقه در حال پیشرفت است.



❖ **کاهش ۸ ماهه از برنامه زمان‌بندی RHU**
مجری طرح در فرایند این بازدید از شرکت پالایش نفت اصفهان توضیحاتی در خصوص دو پروژه RHU و RFCC داد. پروژه (RHU) با هدف گوگردزایی و تصفیه روزانه ۸۱ هزار بشکه نفت کوره پرگوگرد از برج‌های تقطیر، تاکنون به ۷۴ درصد پیشرفت فیزیکی واقعی رسیده است. با اعمال تغییر در سناریوی نصب تجهیزات سنگین و بازطراحی روش نصب راکتورها، باعث گردیده تا فاز نخست این پروژه حداقل هشت ماه زودتر و در نیمه دوم سال ۱۴۰۵ آماده راه‌اندازی گردد. از مجموع ۱۰ راکتور اصلی پروژه، تاکنون ۲،۵ دستگاه از گمرک ترخیص و در حال حمل به سایت هستند و مابقی نیز طبق برنامه طی شش ماه آینده حمل و تحویل خواهند شد.

❖ **نفت کوره کم‌گوگرد؛ سوخت میان‌مرحله‌ای نیروگاه‌ها**

تا پیش از بهره‌برداری واحد RFCC، محصول کم‌گوگرد RHU به عنوان سوخت پاک و سبز در نیروگاه‌ها استفاده می‌شود. پس از راه‌اندازی RFCC، این برش به عنوان خوراک اصلی واحد شکست کاتالیستی به کار گرفته شده و به‌بنزین، گازوئیل و پروپیلن تبدیل می‌شود. این رویکرد، ضمن افزایش ارزش افزوده نفت کوره، سهم مهمی در تولید سوخت‌های سبک و پاک‌فیت دارد.

❖ **پیشرفت هم‌زمان در جبهه‌های کاری**
بنابر اظهار مدیر پروژه شرکت طراحی و ساختمان نفت (پیمانکار پروژه) در حال حاضر بیش از ۱۵۰۰ نفر روز در پروژه‌های RHU و RFCC مشغول فعالیت هستند. در پروژه RHU جبهه‌های کاری

در ساخت فندانسیون‌های جدید، سازه‌های فلزی، مکانیک، لوله‌کشی، برق و ابزار دقیق به صورت هم‌زمان فعال‌اند. این هم‌زمانی فعالیت‌ها موجب افزایش سرعت اجرایی و بهره‌گیری بهینه از ظرفیت نیروی انسانی و تجهیزات شده است.

❖ **روند توسعه RFCC؛ حرکت به سوی تولید سوخت‌های سبک و ارزشمند و سودآوری پالایشگاه**
در پروژه RFCC نیز عملیات احداث فندانسیون تجهیزات فرآیندی، پایپرک‌ها و نصب تجهیزات وارد شده به سایت با سرعت ادامه دارد. پیمانکار پروژه (شرکت طراحی و ساختمان نفت) با همکاری تأمین‌کنندگان داخلی در حال گسترش فرآیند تدارکات و تأمین کالای پروژه می‌باشد.

❖ **تحقق اهداف زیست‌محیطی در مسیر تحریم‌ها**
با وجود محدودیت‌های ناشی از تحریم و دشواری تأمین برخی تجهیزات، شرکت پالایش نفت اصفهان با تکیه بر توان مهندسان داخلی و مدیریت یکپارچه پروژه‌ها، موفق به ایجاد شتاب قابل توجه در روند اجرای طرح‌های کیفی‌سازی شده است. این پروژه‌ها نقش تعیین‌کننده‌ای در تحقق اهداف ملی کاهش گوگرد در سوخت، تولید فرآورده‌های منطبق با استاندارد یورو ۵ و بهبود کیفیت هوای کشور خواهند داشت. تداوم این روند اجرایی و هم‌افزایی میان واحدهای فنی، مهندسی و اجرایی، نویدبخش دستیابی به اهداف تعیین شده و راه‌اندازی واحدهای RHU و RFCC مطابق برنامه زمان‌بندی است؛ تاگامی مؤثر در مسیر تولید سوخت پاک، ارتقای شاخص‌های زیست‌محیطی و افزایش ارزش افزوده در پالایشگاه اصفهان گردد.

پیشرفت پروژه‌های توسعه‌ای پتروشیمی پارس؛ آغاز عملیات اجرایی طرح‌های PDH و پلی‌پروپیلن



خرداد ماه ۱۴۰۷ آن را به بهره‌برداری برساند.

در کنار پروژه‌های توسعه زنجیره‌های ارزش، پارس برای تأمین یوتیلیتی فرایندی نیز برنامه جدیدی از خرداد ماه سال گذشته در دستور کار قرار داده است تا بتواند آب RO، بخار، گاز طبیعی، نیتروژن و سایر یوتیلیتی بخش‌های فرایندی را تأمین کند. لازم به ذکر است، تمامی سرویس‌های جانبی مورد نیاز مجتمع از طریق شرکت پتروشیمی دماوند تأمین خواهد شد. شرکت پتروشیمی پارس با توجه به پیشینه فعالیت و ریسک‌های عملکردی پروژه اصلاح سیستم اطفاء حریق و پروژه سردسازی و سیرکالاسیون را در دستور کار قرار داده است. این شرکت به منظور اصلاح سیستم اطفاء توربین‌های گازی سایت استحصال از تیر ماه سال جاری پروژه‌ای را طراحی کرده تا بتواند چالش عدم دسترسی مناسب به تجهیزات مربوط به GTها در زمان وقوع آتش‌سوزی را با عملی مناسب و مقرون به صرفه و حداکثر ایمنی و مطابق تکنولوژی روز دنیا برطرف نماید. پروژه مذکور تاکنون ۸،۲ درصد تکمیل شده و پارس برای بهره‌برداری از آن در تیر ماه سال آینده به ۱۰۶ میلیارد ریال نیاز دارد. پروژه خطوط سردسازی و سیرکولاسیون پروپان و بوتان به اسکله نیز از مرداد ماه سال جاری، بررسی‌های آن آغاز شد تا با اجرای این طرح تجهیزات و حامل‌های انرژی که در گذشته برای جهت سردسازی خطوط بارگیری (از مخازن تا اسکله) انجام می‌شد را کاهش داده و پارس بتواند از هدر محصول تولید شده ناشی از بخارات سردسازی جلوگیری نماید. بهره‌برداری از این طرح برای مرداد ماه سال آینده برنامه‌ریزی شده است و هزینه پیش‌بین شده ۴۵۰ میلیارد ریال می‌باشد.

پتروشیمی پارس در شش ماهه نخست سال جاری با تکمیل مطالعات اولیه و آغاز عملیات خاکی، پروژه ۶۰۰ هزار تنی PDH را ۱۷ درصد و طرح پلی‌پروپیلن را ۱۸ درصد پیش برده و مجموعاً بیش از ۱۷ هزار میلیارد ریال

هزینه کرده است. شرکت پتروشیمی پارس در سال در شش ماهه نخست سال جاری پروژه‌های متعددی را به منظور توسعه زنجیره پتروشیمی، تأمین زیرساخت‌ها و بهبود عملکرد به پیش برده است. پروژه احداث تاسیسات تبدیل پروپان به PDH که به منظور تکمیل زنجیره ارزش از آبان ماه ۱۴۰۲ در دستور کار قرار گرفته است، پس از کسب مجوز اصولی وزارت نفت برای ظرفیت ۶۰۰ هزار تنی و واگذاری زمین طرح، مطالعات آن آغاز شد. این پروژه برای بهره‌برداری در تیر ماه ۱۴۰۶ برنامه‌ریزی شده است و تاکنون شرکت با تکمیل مطالعات اولیه و ساماندهی اولیه زمین، به عملیات خاکی پروژه و فعالیت‌های مهندسی پرداخته است که نتیجه آن تکمیل ۱،۷ درصدی کل طرح است.

پارس برای رسیدن به این مرحله ۱۵ هزار و ۷۴۸ میلیارد ریال هزینه کرده و برای تکمیل آن ۳۴۶ هزار و ۹۷۴ میلیارد ریال دیگر پیش‌بینی نموده است. شرکت پتروشیمی پارس برای تأمین نقدینگی پروژه PDH درآمدهای آتی در بودجه و تسهیلات بانکی را در نظر گرفته است.

در کنار پروژه پروپیلن، این شرکت برای توسعه حلقه‌های تولید، برنامه احداث پلی‌پروپیلن با ظرفیت ۳۰۰ هزار تنی را طراحی کرده است که در ادامه زنجیره ارزش پروپیلن تعریف و بهره‌برداری آن انجام خواهد شد؛ چراکه مجوز اصولی آن هم زمان با طرح پروپیلن از وزارت نفت اخذ شده و زمین مورد نیاز نیز واگذار شده است. پارس برای اجرای این طرح، با شرکت مهندسی و ساختمان بونیز سازه در مهر ماه سال گذشته قراردادی منعقد کرده است که عملیات مهندسی آن را اجرا نمایند. این فرایند تاکنون یک هزار و ۲۲۵ میلیارد ریال برای پارس هزینه داشته و نتیجه آن تکمیل ۱،۸ درصد پروژه است. شرکت پتروشیمی برای احداث پلی‌پروپیلن به ۱۷۷ هزار و ۱۸۴ میلیارد ریال دیگر نیاز دارد تا بتواند پس از واحد پروپیلن، در



از نرخ ثابت تا نرخ شناور؛ مسیر منطقی سیاست ارزی

این حمایت باید محدود، شفاف و هدفمند باشد تا از فشار بر ذخایر ارزی جلوگیری شود.

نقش نظارت در اثربخشی ارز ترجیحی نیز پرسشی کلیدی است. اگر مسیر ورود کالا تا رسیدن به مصرف‌کننده نهایی کنترل نشود، ارز ترجیحی به جای کاهش قیمت، به رانت و سود غیرواقعی تبدیل خواهد شد. ایجاد سامانه‌های یکپارچه برای ثبت اطلاعات تخصیص ارز، ثبت سفارش، ترخیص کالا و قیمت‌گذاری، همراه با گزارش‌دهی عمومی و برخورد سریع با تخلفات، می‌تواند کارآمدی این سیاست را افزایش دهد. با این حال، ساختار نظارتی فعلی به دلیل نبود هماهنگی بین نهادها و محدودیت ظرفیت انسانی، توان کامل مقابله با تخلفات گسترده را ندارد و نیازمند اصلاحات جدی و بهره‌گیری از فناوری‌های نوین است.

در نهایت، با توجه به واردات سنگین بنزین و کاهش منابع ارزی، این پرسش مطرح می‌شود که آیا ادامه تخصیص ارز ترجیحی برای دارو و کالاهای اساسی اولویت دارد یا باید به واردات انرژی اختصاص یابد؟ پاسخ روشن است: دارو و کالاهای اساسی به دلیل ارتباط مستقیم با سلامت و امنیت غذایی جامعه، حساسیت بالاتری دارند و هرگونه افزایش قیمت در این حوزه فشار سنگینی بر خانوارها وارد می‌کند. واردات بنزین باید صرفاً جنبه موقتی و اضطراری داشته باشد و راه پایدار، مدیریت مصرف، اصلاح قیمت انرژی، سوآپ منطقه‌ای و توسعه ظرفیت پالایشی است. بنابراین حمایت ارزی برای کالاهای اساسی باید با دقت و هدفمندی ادامه یابد، در حالی که وابستگی به واردات سوخت باید کاهش پیدا کند تا منابع ارزی کشور در مسیر درست و پایدار مصرف شود.

محمد رضا زاری

مدیر صندوق گروه خدمات بازار سرمایه پاسارگاد

حذف ارز ترجیحی همواره این نگرانی را ایجاد می‌کند که قیمت کالاهای اساسی با جهش ناگهانی مواجه شود. اما واقعیت آن است که اگر این سیاست به صورت تدریجی اجرا شود و منابع آزادشده به شکل مستقیم و هدفمند به خانوارهای آسیب‌پذیر منتقل گردد، می‌توان از فشار تورمی جلوگیری کرد. در چنین شرایطی، استفاده از ذخایر کالاهای اساسی و مداخله به‌موقع در عرضه، همراه با شفاف‌سازی قیمت‌ها و اعلام رسمی هزینه‌های تأمین، انتظارات تورمی را مهار کرده و مانع رفتارهای سوداگرانه خواهد شد. به همین دلیل، پاسخ به این پرسش که چه سازوکارهایی می‌توانند مانع جهش قیمت شوند، در ترکیب سیاست‌های حمایتی، مدیریت عرضه و کنترل نقدینگی نهفته است.

از سوی دیگر، وقتی فاصله میان نرخ ارز ترجیحی و نرخ بازار آزاد زیاد می‌شود، این سؤال مطرح می‌شود که آیا تخصیص ارز با نرخ ثابت منطقی است یا باید به سمت نرخ شناور حرکت کرد؟ تجربه نشان داده ادامه سیاست نرخ ثابت، زمینه‌ساز رانت و فساد و هدررفت منابع است. بنابراین حرکت تدریجی به سمت نرخ شناور یا دست‌کم نزدیک‌تر کردن نرخ ترجیحی به واقعیت بازار، منطقی‌تر است. البته این گذار باید با ابزارهای کنترل نوسان همراه باشد تا ثبات اقتصادی حفظ شود. حمایت ارزی برای کالاهای حیاتی مانند دارو یا مواد اولیه ضروری همچنان اهمیت دارد، اما

ارز ترجیحی، آزمون بزرگ اعتماد میان دولت و مردم

علی حبیبی

مدیرعامل کارگزاری ویستا

بحث حذف ارز ترجیحی همواره یکی از مهم‌ترین موضوعات اقتصادی کشور بوده است. پرسش اصلی این است که در صورت حذف ارز ترجیحی چه سازوکارهایی می‌توانند مانع از جهش قیمت کالاهای اساسی شوند. واقعیت آن است که بسیاری از کالاهای اساسی در حال حاضر نیز متناسب با نرخ ارز ترجیحی در اختیار مصرف‌کننده قرار نمی‌گیرند و قیمت برخی از آن‌ها حتی بر اساس ارز آزاد یا بالاتر تعیین می‌شود. با این حال، بهترین راهکار برای جلوگیری از فشار تورمی، تخصیص یارانه نقدی به همه متقاضیان است. تجربه موفق پرداخت نقدی یارانه‌ها نشان داده که این سیاست می‌تواند در آزادسازی قیمت‌ها و حذف ارز ترجیحی نقش حمایتی مؤثری ایفا کند، هرچند دولت تاکنون به دلایل نامشخص از اجرای کامل آن گریزان بوده است. از سوی دیگر، این پرسش مطرح می‌شود که با توجه به نرخ بالای دلار آزاد، آیا تخصیص ارز ترجیحی با نرخ ثابت منطقی است یا باید به سمت نرخ شناور و هدفمند حرکت کرد. تخصیص ارز با قیمت سی تا چهل درصد پایین‌تر از نرخ بازار آزاد، نه تنها ناکارآمد بلکه منشأ رانت برای افراد ذی‌نفع است. در شرایط تحریمی، منابع ارزی کمیاب باید هدفمند مصرف شوند و تخصیص ارز ارزان، حتی در صورت موفقیت کوتاه‌مدت، به بیش‌مصرفی و اتلاف منابع منجر می‌شود. بنابراین، حرکت به سمت نظام نرخ شناور و هدفمند، منطقی‌تر و کارآمدتر خواهد بود. نقش نظارت در اثربخشی ارز ترجیحی نیز موضوعی کلیدی است. تجربه نشان داده که در کشوری با وسعت ایران،

جمع‌بندی:

حذف ارز ترجیحی اگر با سیاست‌های مکمل همچون پرداخت نقدی یارانه، هدفمندسازی منابع ارزی و اصلاحات ساختاری همراه شود، می‌تواند به آزادسازی قیمت‌ها و کاهش رانت منجر گردد. در غیر این صورت، تداوم سیاست‌های ناکارآمد و نظارت غیر مؤثر تنها به تشدید فشار تورمی و اتلاف منابع خواهد انجامید.

قرار دادهای هوشمند:

معماری نوین اعتماد و گذار از عصر چک‌های سنتی

علی ملکی

تحلیل‌گر مالی بین‌الملل

در اکوسیستم مالی و تجاری مدرن، ابزارهای پرداخت و تضمین تعهدات، شریان‌های حیاتی اقتصاد به شمار می‌روند. برای سالیان متمادی، «چک» به عنوان اصلی‌ترین ابزار پرداخت مدت‌دار و تضمین تعهدات، نقشی بی‌بدیل ایفا کرده است. با این حال، با ظهور فناوری‌های دفترکل توزیع‌شده (DLT) و بلوغ مفهوم «قرار دادهای هوشمند» (SMART CONTRACTS) (به نظر می‌رسد زمان بازتعریف زیرساخت‌های اعتماد در معاملات فرا رسیده است. چک، علی‌رغم کارکرد تاریخی خود، ذاتاً مبتنی بر «وعده پرداخت» است و نه «تضمین قطعی پرداخت». این ابزار سنتی، حامل ریسک‌های سیستماتیک و هزینه‌های پنهان فراوانی است که بزرگ‌ترین آن‌ها، عدم قطعیت در نقدشوندگی و پدیده چک برگشتی است. این چالش نه تنها گردش نقدینگی در بازار را مختل می‌کند، بلکه با تحمیل هزینه‌های سنگین دادرسی و اتلاف زمان، کارایی اقتصادی این ابزار را به شدت کاهش می‌دهد. علاوه بر این، وابستگی به فرآیندهای کاغذی و دستی، همواره احتمال جعل، سرقت و خطای انسانی را به همراه دارد. در نقطه مقابل، قراردادهای هوشمند که بر بستر بلاک‌چین اجرا می‌شوند، پروتکل‌های کامپیوتری خوداجرایی هستند که مفاد توافقی را به صورت کد در خود جای داده‌اند. در این پارادایم، عبارت «کد، قانون است» (CODE IS LAW) به خوبی بیانگر ماهیت قطعی و خودکار این قراردادهاست. گذار از چک به قرارداد هوشمند، یک تحول ماهوی در مفهوم «اعتماد» است. در این سیستم نوین، به محض تحقق شروط از پیش تعیین‌شده، پرداخت به صورت خودکار و آنی انجام می‌شود و نیازی به واسطه‌هایی مانند بانک نیست. یکی از برجسته‌ترین ویژگی‌های قراردادهای هوشمند، تضمین نقدینگی از طریق قفل کردن دارایی در لحظه عقد قرارداد است که ریسک عدم موجودی یا



نکول تعهد را عملاً به صفر می‌رساند. شفافیت و امنیت از دیگر مزایای کلیدی این فناوری است؛ تمامی تراکنش‌ها در یک دفترکل توزیع‌شده و تغییرناپذیر ثبت می‌شوند که امکان دستکاری یا انکار را از بین می‌برد. جایگزینی چک با قراردادهای هوشمند، دستاوردهای ملموسی برای فعالان اقتصادی به همراه دارد. صرفه‌جویی چشمگیر در زمان از طریق حذف فرآیندهای کلرینگ بانکی و پیگیری‌های قضایی، کاهش هزینه‌های معاملاتی با حذف کارمزدهای سنتی و هزینه‌های دادرسی و تسهیل تجارت بین‌المللی به دلیل ماهیت فرامرزی این قراردادهای از جمله این مزایا هستند. در جمع‌بندی می‌توان گفت حرکت به سمت قراردادهای هوشمند، یک ضرورت استراتژیک برای چابک‌سازی و افزایش کارایی اقتصاد مدرن است. اگرچه تطبیق زیرساخت‌های حقوقی و نظارتی با این فناوری نوظهور همچنان یک چالش محسوب می‌شود، مزایای انکارناپذیر آن در حذف ریسک عدم اعتماد و کاهش هزینه‌های مبادله، قراردادهای هوشمند را به عنوان وارث بحق چک‌های سنتی در آینده نزدیک معرفی می‌کند.

شرکت توسعه آهن و فولاد گل‌گهر

توسعه باورماست

- 01 کسب عنوان «صادرکننده نمونه ملی» سال ۱۴۰۳
- 02 کسب عنوان «گروه کار نمونه ملی» در سی و ششمین جشنواره ملی امتنان از نخبگان جامعه کار و تولید
- 03 حائز تندیس بلورین از جایزه ملی تعالی سازمانی
- 04 کسب رتبه هفتم گروه شرکت‌های فلزات آهنی در بین ۵۰۰ شرکت برتر ایران در همایش IMI100
- 05 کسب مدال طلا در جشنواره بین‌المللی اختراعات نورمبرگ آلمان و جشنواره بین‌المللی اختراعات رومانی
- 06 ثبت دو اختراع و انتخاب آنها به عنوان طرح‌های منتخب در جشنواره نوآوری برتر ایرانی دانشگاه شریف
- 07 کسب تندیس «واحد برتر صنعتی» در گروه فلزات اساسی از بیست و دومین جشنواره ملی تولید ملی افتخار ملی
- 08 کسب تندیس زرین از جشنواره ملی صنعت سلامت محور
- 09 دریافت تندیس جایزه ملی فولاد ایران به خاطر اجرای طرح‌های فناورانه و بومی‌سازی در زنجیره تولید آهن و فولاد
- 10 کسب تندیس فناوری و نوآوری پیشرو در جشنواره کشوری حمایت از تولید ملی
- 11 دریافت تندیس زرین رضایتمندی در اجلاس ملی رضایتمندی مشتری
- 12 کسب تندیس جایزه ملی مدیریت انرژی
- 13 دریافت عنوان واحد صنعتی نمونه استان و واحد برتر تحقیق و توسعه استان
- 14 دریافت نشان درجه یک اقتصاد مقاومتی جشنواره استانی اقتصاد مقاومتی
- 15 دریافت نشان مسئولیت‌پذیری اجتماعی از اجلاس سراسری مسئولیت اجتماعی و فرهنگ سازمانی
- 16 دریافت لوح زرین از نهمین جشنواره نوآوری برتر ایرانی

شرکت توسعه آهن و فولاد گل‌گهر
GILGOLAH IRON & STEEL DEVELOPMENT CO
روابط عمومی و امور بین‌الملل

DEVELOPMENT is Our Belief

www.gisdee.com

از سفته‌بازی جهت‌دار تا مهندسی ریسک در بازار کم‌نوسان

امیر حسین بیطرفان

کارشناس تحلیل صورت‌های مالی و ارزش‌گذاری
اوراق بهادار



راهکارهای مؤثر استفاده از مشتقات در چنین محیطی شامل فروش کنترل‌شده نوسان، استراتژی‌های COVERED CALL و PROTECTIVE PUT، استفاده از VIX FUTURES برای مدیریت ریسک دم، و فروش اختیارهای OUT-OF-THE-MONEY جهت برداشت پرمیوم است.

در دوره‌های رکود یا اصلاح زمانی/قیمتی، هنگامی که نوسان تحقق‌یافته و نوسان ضمنی دارای پایه و اختیار معامله در سطح پایینی قرار دارند، کارکرد ابزارهای مشتقه از «سفته‌بازی جهت‌دار» به «مهندسی ریسک و استخراج پرمیوم نوسان» تغییر می‌کند. در این وضعیت، منبع اصلی بازده نه از جهش‌های قیمتی، بلکه از پرمیوم ریسک نوسان (VARIANCE RISK PREMIUM) و شیب ساختار زمانی نوسان حاصل می‌شود.

مطالعات اخیر روی سبدهای اختیار شاخص S&P500، اوراق نوسانی مانند VARIANCE SWAPS و VIX FUTURES نشان می‌دهد که حتی در شرایط نوسان پایین، استراتژی‌های سیستماتیک فروش نوسان — در صورت رعایت مدیریت اندازه موقعیت، کنترل ریسک گسندی (GAMMA RISK)، و محدودسازی CVAR — می‌توانند بازدهی تعدیل‌شده به ریسک بالاتری نسبت به استراتژی‌های خرید و نگهداری ایجاد کنند.

چالش کلیدی بازار در دوره‌های کم‌نوسان این است که دلتا و گای اختیار خرید بسیار کوچک می‌شود؛ در نتیجه، قدرت اهرمی معاملات جهت‌دار کاهش می‌یابد، کیفیت هج کردن در برابر حرکات جزئی قیمت پایین می‌آید و ارزش زمانی (THETA) با سرعت بیشتری مستهلک می‌شود.

نقش سرمایه‌گذاران نهادی در معاملات پیچیده مشتقات

محمد مهاجر

تحلیلگر کارگزاری پیشرو

شدید قیمت فراهم می‌کنند. محصولات ساختار یافته نیز با ترکیب دارایی پایه، اوراق قرضه و مشتقات طراحی می‌شوند تا ضمن تأمین اصل سرمایه، امکان کسب سود از تغییرات قیمت دارایی‌ها را فراهم کنند. برای نمونه، صندوقی که بخشی از سرمایه را در اوراق با درآمد ثابت و بخشی را در اختیار معامله شاخص سرمایه‌گذاری می‌کند، در دوره رکود اصل سرمایه را تضمین کرده و در صورت رشد اندک بازار، سود بیشتری را نصیب سرمایه‌گذار می‌کند. این ابزارها معمولاً پیچیده‌اند و نقدشوندگی پایینی دارند و برای سرمایه‌گذاران غیر حرفه‌ای مناسب نیستند.

با وجود افزایش آگاهی نسبت به ضرورت پوشش ریسک و استقبال بیشتر از ابزارهای مشتقه، به‌ویژه پس از افت شدید بازار، اکثر معاملات پیچیده در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی است و سرمایه‌گذاران خرد کمتر توانایی بهره‌برداری از فرصت‌های فروش اختیار را دارند.

هم‌زمان، صندوق‌ها و نهادهای سرمایه‌گذاری به دنبال استفاده از مشتقات برای کاهش ریسک پرتوی خود هستند و آموزش و فرهنگ‌سازی برای جذب سرمایه‌گذاران خرد نیز در حال گسترش است.

بازار مشتقه ایران همچنان با چالش‌هایی نظیر نقدشوندگی پایین، تعداد کم فعالان، ضعف سواد مالی، محدودیت‌های نظارتی و فقهی، زیرساخت فناوری ضعیف، نیاز به وجه تضمین و پیچیدگی مدیریت مارجین مواجه است. در صورت توسعه نیافتن صحیح، این بازار می‌تواند به محلی برای سفته‌بازی افراطی تبدیل شود و سرمایه‌گذاران کم‌تجربه را دچار زیان کند. بنابراین، توسعه پایدار و کارآمد بازار مشتقه نیازمند بهبود آموزش، زیرساخت‌ها و چارچوب نظارتی مناسب است.

ابزارهای مشتقه، شامل قراردادهای آتی و اختیار معامله، دارایی‌هایی هستند که ارزش خود را از یک دارایی پایه می‌گیرند و سه کارکرد اصلی دارند: پوشش ریسک، سفته‌بازی و آربیتراژ. در ایران، بازار مشتقه در سال‌های اخیر شکل گرفته و ابتدا معاملات آتی سکه در بورس کالای ایران و سپس قراردادهای اختیار معامله سهام در بورس اوراق بهادار تهران راه‌اندازی شده است.

حجم معاملات مشتقه در دنیا بسیار بزرگ است و این ابزارها پتانسیل بالایی برای مدیریت ریسک در اقتصاد ایران دارند؛ اما بازار مشتقه ایران هنوز مراحل ابتدایی توسعه را می‌گذراند. در دوره‌های رکود یا اصلاح بازار که قیمت سهام روندی یکنواخت یا کم‌نوسان دارد، مشتقات می‌توانند به سرمایه‌گذاران کمک کنند تا ضمن حفظ سرمایه، از فرصت‌های محدود سودآوری نیز بهره‌مند شوند.

برای مثال، سرمایه‌گذار می‌تواند با ترکیب خرید سهام و فروش اختیار خرید، در بازار کم‌نوسان درآمد ثابتی از طریق پرمیوم اختیار کسب کند یا با خرید اختیار فروش، اصل سرمایه خود را در برابر کاهش قیمت سهام بیمه کند. قرارداد آتی سهام نیز امکان پوشش نوسانات منفی بازار را فراهم می‌آورد و به جای فروش فیزیکی سهام در روند نزولی، اتخاذ موقعیت فروش آتی یا خرید اختیار فروش می‌تواند ارزش پرتوی را حفظ کند. حتی در بازارهای پر نوسان، ابزارهای مشتقه امکان اتخاذ موقعیت‌های هم‌زمان خرید و فروش اختیار را برای بهره‌برداری از جهش‌های

صرفه‌جویی انرژی و جهش تولید با پروژه‌های بومی‌سازی در فولادخوزستان

فولادسازی کشور بلااستفاده مانده و حاشیه سود شرکت‌های فولادی به زیر پنج درصد رسیده است. او همچنین به مشکلات ناشی از فعالیت کارت‌های بازرگانی یکبار مصرف اشاره کرد که با عرضه محصولات با تخفیف‌های غیرواقعی، موجب کاهش بازگشت ارزش صادراتی شده‌اند. و کیلی تأکید کرد که اصلاح نرخ تسعیر ارز و ساماندهی کارت‌های بازرگانی باید در اولویت سیاست‌گذاران قرار گیرد. وی هدف صادراتی فولادخوزستان را ۱.۲ میلیون تن اعلام کرد که تاکنون ۶۰۰ هزار تن آن محقق شده و عمده صادرات به کشورهای خاورمیانه، جنوب شرق آسیا و شمال آفریقا انجام شده است. در نشست دیگری، عطا تفضلی، معاون خرید فولادخوزستان، به تشریح چالش‌های زنجیره تأمین و مشکلات ارزی پرداخت. او مسیر طولانی و پیچیده ثبت سفارش برای تولیدکنندگان داخلی را یکی از موانع جدی دانست و به دوگانگی میان تولیدکنندگان و بازرگانان اشاره کرد. تفضلی همچنین از صادرات غیرشفاف کنسانتره و سوءاستفاده برخی صادرکنندگان از کارت‌های بازرگانی انتقاد کرد و خواستار بازنگری قوانین و فرایندهای اجرایی برای حمایت واقعی از تولیدکنندگان داخلی شد.

در سومین روز نمایشگاه، فولادخوزستان سه تفاهم‌نامه مهم با شرکت‌های هلندینگ امضا کرد. این تفاهم‌نامه‌ها شامل تشکیل کنسرسیوم «تاب» با هدف هم‌افزایی ظرفیت‌های فنی و مهندسی، همکاری با کنسرسیوم «تاپ» در طراحی و اجرای پروژه‌های صنعتی، و همکاری با شرکت تافکو در حوزه فنسآوری و نوآوری بود. این توافق‌ها نشان‌دهنده اراده فولادخوزستان برای ارتقای ظرفیت‌های صنعتی و فناوریانه و حضور مؤثر در پروژه‌های ملی و بین‌المللی است. همچنین در پنل تخصصی «بازایی آب شاخص هیدروسیکلون‌های تصفیه‌خانه آب»، این شرکت از یکی از مهم‌ترین طرح‌های مدیریت مصرف آب و بازچرخانی منابع رونمایی کرد. عماد مزینی توضیح داد که با اجرای این پروژه، میزان هدررفت حدود ۲۰۰ مترمکعب در ساعت کاهش یافته و با استفاده از فیلترهای نسل جدید، کیفیت آب بازچرخانی شده به سطح استاندارد صنعتی ارتقا یافته است. این اقدام موجب افزایش ۱۵۰ تا ۲۰۰ مترمکعبی تولید آب صنعتی و کاهش ۶ تا ۱۰ درصدی برداشت از رودخانه کارون شد. حضور فولادخوزستان در نمایشگاه متافو ۲۰۲۵ نه تنها فرصتی برای معرفی توانمندی‌ها و دستاوردهای فنی و صنعتی این شرکت بود، بلکه نشان داد که با اتکا به دانش داخلی و همکاری‌های فناوریانه می‌توان چالش‌های پیچیده صنعت فولاد را مدیریت کرد و مسیر توسعه پایدار را هموار ساخت.

شرکت فولادخوزستان با اجرای پروژه نسوز کوره آهک و بومی‌سازی آجر شاموتی، موفق به کاهش ۱۰ درصدی مصرف گاز، افزایش ۲۰ درصدی تولید و صرفه‌جویی ارزی سالانه شد. شرکت فولادخوزستان، بزرگ‌ترین عرضه‌کننده شمش صادراتی کشور، در بیست‌ودومین نمایشگاه بین‌المللی متالورژی (IRANMETAFO ۲۰۲۵) حضوری فعال و هدفمند داشت و از تمامی فعالان صنعت و علاقه‌مندان دعوت کرد تا با حضور در غرفه B38 از نزدیک با توانمندی‌ها و برنامه‌های توسعه‌ای این شرکت آشنا شوند. در حاشیه نمایشگاه، فولادخوزستان با برگزاری پنل تخصصی به تشریح پروژه نوآورانه تولید بریکت احیایی از لجن صنعتی پرداخت. داوود تقی‌پور، رئیس واحد باز یافت ضایعات صنعتی، توضیح داد که این پروژه با استفاده از روش کاملاً بومی توانسته پسماندهای کم‌ارزش را به محصولی قابل استفاده در فرایند احیای مستقیم تبدیل کند. نتایج آزمایش‌ها نشان داد که پس از فرایند احیا، میزان آهن کل به ۸۵ تا ۹۰ درصد، آهن فلزی به ۸۰ تا ۸۵ درصد و متالیزیشن به ۹۰ تا ۹۵ درصد افزایش یافته است. تولید روزانه این بریکت‌ها در حال حاضر ۴۰۰ تن است و برنامه توسعه برای افزایش ظرفیت ماهانه تا هزار تن پیش‌بینی شده است. این دستاورد بدون تحمیل هزینه‌های سنگین و با اتکا به دانش فنی داخلی محقق شد و اکنون لجن صنعتی به عنوان ماده اولیه با ارزش اقتصادی وارد چرخه تولید فولادخوزستان می‌شود.

همچنین این شرکت پروژه‌های مهم در حوزه نسوز کوره آهک اجرا کرد که شامل بومی‌سازی آجر نیمه‌سنگین شاموتی و بازطراحی آجر چینی کوره بود. عماد مزینی، رئیس تحقیق و توسعه، و علی محبی، رئیس بهره‌برداری واحد آهک، توضیح دادند که این اقدام موجب کاهش حدود ۱۰ درصدی مصرف گاز معادل ۴.۵ میلیون مترمکعب در سال، کاهش توقفات کوره تا ۱۵ درصد، افزایش تناژ تولید تا ۲۰ درصد و صرفه‌جویی ارزی سالانه حدود ۵۰ هزار دلار شد. این پروژه نمونه‌ای روشن از اتکا به توان داخلی برای حل چالش‌های بنیادین صنعت فولاد بود.

در دومین روز نمایشگاه، نشست خبری رضا کیلی، معاون فروش و بازاریابی فولادخوزستان، برگزار شد. وی با اشاره به تأثیر کمبود انرژی بر صنعت فولاد، اعلام کرد که حدود ۴۰ درصد ظرفیت

ریش باور، در دل کویر

GOLGOHAR MINING & INDUSTRIAL COMPANY

WWW.GEG.IR

مشتقه‌ها در بازاری تحرک: چالش‌ها و فرصت‌های پنهان اصلاح زمانی

خرید اختیار خرید بلندمدت می تواند امکان استفاده از «بازگشت نوسان» را فراهم کند. بازارهای مالی، از جمله بازار ایران، به طور تجربی نشان داده اند که دوره های آرام معمولاً طولانی نمی مانند و پس از یک دوره تراکم کم نوسان، حرکت های قابل توجهی رخ می دهد. خرید اختیار با سررسید بلندمدت، اثر منفی افت ارزش زمانی را تعدیل کرده و اجازه می دهد معامله گر از موج بعدی نوسان بهره مند شود.

رویکرد سوم، استفاده از مشتقه‌ها برای حفظ موقعیت‌های بلندمدت است. حتی اگر اختیار فروش به دلیل نبود نقدشوندگی قابل اتکا نباشد، می‌توان با ساختاردهی درست پرتفوی، ریسک سیستماتیک را کاهش داد. در چنین حالتی استفاده از اختیار خرید در سرسیدهای مختلف، مدیریت میانگین دلتا و تنظیم ترکیب سهم و مشتقه می‌تواند نقش یک نوع «پوشش ریسک فعال» را ایفا کند. این رویکرد به‌ویژه برای صندوق‌های بازار گردانی و سرمایه‌گذاران نهادی که نیازمند کنترل پرتفوی هستند، کاربرد دارد.

در نهایت باید تأکید کرد که در بازارهای بدون نوسان، معامله‌گرانی موفق ترند که بتوانند «زمان» را به عنوان منبع بازده درک کنند. ابزارهای مشتقه در ذات خود ابزارهایی زمان‌محورند و در دوره‌هایی که بازار حرکت شدیدی ندارد، نقش آن‌ها از ابزارهای جهت‌محور به ابزارهای مدیریت ریسک و استخراج پرمیوم تغییر می‌کند. چالش اصلی معامله‌گر در این دوره‌ها آن است که به جای تلاش برای پیش‌بینی حرکت قیمت، به تحلیلی دقیق از ساختار نوسان، رفتار زمان و نسبت ارزش زمانی به ارزش ذاتی بپردازد.

بازار که نوسان شاید در نگاه نخست جذاب نباشد، اما برای معامله‌گر حرفه‌ای، فرصتی است برای ایجاد بازدهی پایدار از طریق استراتژی‌هایی که بر پایه فهم عمیق از نوسان، زمان و رابطه میان سهم و مشتقه شکل می‌گیرند. چنانچه انتخاب ابزار، سررسید و ساختار معاملاتی با دقت انجام شود، مشتقه‌ها حتی در دوران رکود نیز می‌توانند به یکی از سودآورترین و کم‌ریسک‌ترین اجزای پرتفوی تبدیل شوند.

با این همه، مشتق‌ها در چنین دوره‌هایی نه تنها بی‌کار نیستند، بلکه می‌توانند نقش مهمی در مدیریت ریسک و کسب بازده ایفا کنند. نخستین رویکرد، حرکت از معاملات جهت‌محور به معاملات زمان‌محور است. در فضای کم‌نوسان، معامله‌گری که صرفاً به امید رشد سهم اقدام به خرید اختیار خرید می‌کند، عملاً در برابر تضعیف زمان قرار می‌گیرد. اما معامله‌گری که از ترکیب سهم و اختیار خرید استفاده می‌کند، می‌تواند این ضعف را به نقطه قوت تبدیل کند. یکی از نمونه‌های قابل‌انکاس، استراتژی **COVERED CALL** است. در این روش، معامله‌گر دارایی پایه را در اختیار دارد و در مقابل، اختیار خریدی با قیمت اعمال بالاتر می‌فروشد. این کار در بازار ایران به دلیل فعال بودن سمت خرید آپشن، هم از نظر نقدشوندگی قابل‌قبول است و هم از نظر کاهش ریسک، کارکردی مشخص دارد. در دوره‌های اصلاح زمانی، فروشنده اختیار خرید می‌تواند از ارزش زمانی به نفع خود استفاده کند و پرمیوم دریافتی را به عنوان یک جریان درآمدی پایدار ثبت کند. البته در صورت وقوع حرکت صعودی قوی و تاخلفانی، فروشنده **COVERED CALL** از بخشی از سود سهم محروم می‌شود و ممکن است مجبور به تحویل سهم با قیمت اعمال پایین‌تر شود؛ بنابراین انتخاب قیمت اعمال و مدیریت فعال موقعیت حیاتی است.

اتخاذ این رویکرد، علاوه بر ایجاد درآمد، موجب کاهش هزینه نگهداری سهم نیز می‌شود. بسیاری از سرمایه‌گذاران زمانی که در دوره‌های رکود بازار سهام رانگه می‌دارند، با مسئله خواب سرمایه مواجه می‌شوند. ترکیب سهم با فروش اختیار خرید، به‌ویژه در نمادهای بزرگ و ETF‌های کالایی، این مشکل را کاهش می‌دهد و اجازه می‌دهد سرمایه‌گذار حتی در زمان رکود بازار نیز بازدهی استخراج کند. نکته مهم در اجرای این روش، انتخاب دقیق قیمت اعمال، مدیریت موقعیت در سررسید و ارزیابی نوسان ضمنی در لحظه فروش اختیار است.

دومین رویکرد، بهره‌گیری از اختیارهای با سررسید بلندتر است. هنگامی که نوسان ضمنی در بازار به شکل غیرعادی کاهش یافته،

نکرده، پس اختیار نیز نباید زیاد کاهش یابد»، اما وقیعت آن است که بخش اعظم ارزش یک اختیار، نه از خود سهم بلکه از «امکان حرکت» سهم مشتق می‌شود. زمانی که این امکان به‌طور موقتی تقریباً از بین می‌رود، بازار به‌صورت روزانه بخشی از ارزش آپشن را می‌سوزاند. این پدیده که در ادبیات مالی با عنوان θ (THETA) δ (DECAY) شناخته می‌شود، در چنین دوره‌هایی می‌تواند حتی از اصلاح قیمت سهم نیز خطرناک‌تر باشد، زیرا بدون آنکه سهم روندی منفی داشته باشد، موقعیت خریداران کاملاً مستهلک می‌شود.

علاوه بر این، بازارهای کم نوسان معمولاً با افت محسوس حجم معاملات همراه اند. این مسئله در بازار مشتقه ایران پررنگ تر نیز می شود، زیرا عمق بازار نسبتاً محدود است و بازیگران بزرگ، بازارسازان و صندوق های پوشش ریسک در چنین دوره هایی محتاط تر عمل می کنند. کاهش حجم باعث افزایش اصطکاک معاملاتی، فاصله بیشتر میان قیمت خرید و فروش، دشواری در خروج از موقعیت و افزایش هزینه پوشش ریسک می شود. حتی زمانی که معامله گر دید مناسبی نسبت به جهت آینده بازار دارد، ممکن است به دلیل همین ملاحظات نتواند سودی قادر به اجرای موقعیت مناسب نباشد یا مجبور شود با قیمت های نامطلوب از آن خارج شود.

در کنار این چالش‌ها، نکته دیگری نیز باید در نظر گرفته شود: برخلاف بسیاری از بازارهای جهانی که اختیار فروش بخشی جدایی‌ناپذیر پوشش ریسک و ساختارهای درآمدی است، در بازار ایران اختیار فروش عملاً ابزار فعالی نیست. حجم معاملات پایین، نبود بازار ساز حرفه‌ای در سمت فروش، اسپردهای بسیار گسترده و دوره‌های طولانی عدم معامله، استفاده گسترده از این ابزار را غیر واقعی می‌کند. بنابراین در تحلیل و ارائه راهکار، نمی‌توان به طور کامل اسلیش‌زاد استراتژی‌هایی که در بازارهای توسعه‌یافته رایج است مانند **CASH - SECURED PUT** یا **PROTECTIVE PUT** نام برد. ساختار فعلی بازار ما چنین اجازه‌ای نمی‌دهد و اتکا به این ابزارها صرفاً در سطح تئوری امکان‌پذیر است.

محمد رضا بیات
مدیر صندوق بازارگردانی صباگستر

در دوره‌هایی که بازار سهام به جای حرکت‌های جهت‌دار، وارد فاز «اصلاح زمانی» یا «اصلاح قیمتی محدود» می‌شود، رفتار ابزارهای مشتقه نیز شکل متفاوتی پیدا می‌کند. در چنین شرایطی نکته‌ها تنها خود سهم نوسان قابل ملاحظه‌ای ندارد، بلکه قیمت اختیار خرید آن نیز دچار کود می‌شود. این وضعیت، ترکیبی از کاهش نوسان تاریخی، افت نوسان ضمنی، کاهش حجم معاملات و افزایش رفتار احتیاطی بازارسازان را به دنبال دارد. نتیجه، بازاری است که در ظاهر آرام است اما در زیر پوست آن، دشواری‌های قابل توجهی برای تحلیلگران و معامله‌گران مشتقه شکل می‌گیرد؛ به‌ویژه در بازاری مانند ایران که ساختار نقدشوندگی اختیار معامله با استانداردهای جهانی فاصله دارد و بیشتر معاملات بر روی اختیارهای خرید متمرکز است.

پایه‌ای‌ترین چالش در چنین فضای کم‌نوسانی، به‌فرآیند قیمت‌گذاری برمی‌گردد. اختیار معامله، برخلاف سهام، بیش از هر چیز وابسته به ورودی «نوسان» است؛ زمانی که بازار در فاز اصلاح قرار می‌گیرد، نوسان تاریخی به حداقل می‌رسد و معامله‌گران نیز به دلیل نبود حرکت‌های قدرتمند قیمتی، تمایلی به تزریق نوسان ضمنی به بازار نشان نمی‌دهند. مدل‌های قیمت‌گذاری، به‌ویژه مدل‌های مبتنی بر فرض نرمال بودن نوسان مانند بلک-شولز، در چنین فضایی معمولاً خروجی‌هایی تولید می‌کنند که از دید معامله‌گر حرفه‌ای «ارزان» به نظر می‌رسند، اما در واقع این ارزانی ناشی از کاهش ارزش زمانی و رکود در حرکتی دارای پایه است، نه لزوماً یک فرصت جذاب سودآوری.

مشکل دیگر آن است که در بازارهای اصلاحی، زمان علیه خریداران اختیار معاملات عمل می‌کند. ارزش زمانی اختیار خرید، زمانی که قیمت سهم در جامی‌زند، با سرعت بیشتری دچار افت می‌شود. خریدار آپشن ممکن است تصور کند «ارزش سهم افت

سهام فولاد مبارکه؛ چشم انداز رشد درآمدی

هر سهم ۲۰۱ ریال سود شناسایی شد.
در شش ماهه نخست سال جاری فولاد با فروش ۲,۶۲۴ هزار تن محصولات فولادی به ارزش ۱,۵۱۳,۳۴۶ ریالی به سود ناخالص ۳۳۷ هزار و ۴۴۴ میلیارد ریالی رسید و از فروش ۷۵۶ هزار تن در بازه صادراتی سال ۲۲۴ هزار و ۳۸۳ میلیارد ریال، به سود ناخالص ۵۷۹ هزار و ۱۶۳ میلیارد ریالی دست یافت.

شرکت فولاد مبارکه اصفهان برای شش ماهه دوم سال فروش ۴۵،۲۲۲ هزار تنی با ارزش ۱،۱۲۳،۴۶۱،۱۷۶ میلیون ریال پیش بینی کرده است که با توجه به درآمد محقق شده شش ماهه نخست سال می تواند به ارزش ۳،۳۴۲،۳۱۶ میلیارد ریال برای سال ۱۴۰۴ رشد نماید. در صورت تحقق این پیش بینی، درآمد عملیاتی فولاد در سال ۱۴۰۴ بالغ بر ۲۱ درصد، هم‌ا‌ه خواهد بود.

لازم به ذکر است، در مهر ماه سال جاری، این شرکت که موفق به فروش ۲۶۹ هزار و ۳۲۴ میلیارد ریال شد که سهم ۱۵ درصدی از فروش پیش بینی شده شش ماهه دوم سال ۱۴۰۴ داشته است. این فروش نتیجه عرضه ۵۰ هزار تن محصول فولادی در بازار داخلی به ارزش ۱۸۷ هزار و ۲۱۵ میلیارد ریال، عرضه ۸۲ هزار تن محصول در بازار صادراتی با ارزش ۲۵ هزار و ۳۴۰ میلیارد ریال و ارائه خدمات ۵۶ هزار و ۷۶۹ میلیارد ریالی بوده است. این عملکرد یک ماهه نشان دهنده حرکت فولاد در مسیر تحقق اهداف فروش نیمه دوم سال می باشد.

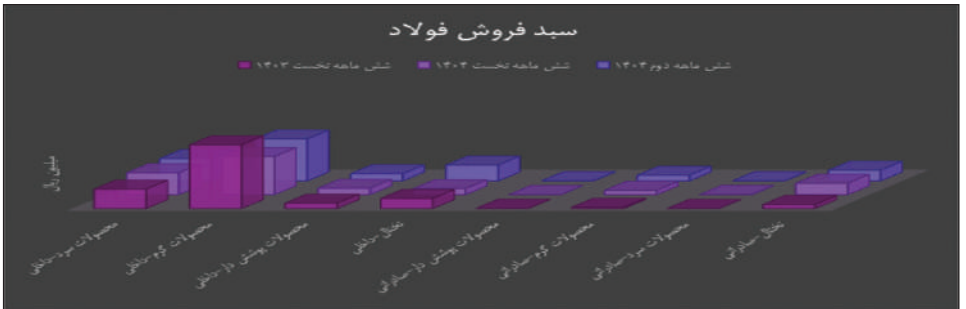
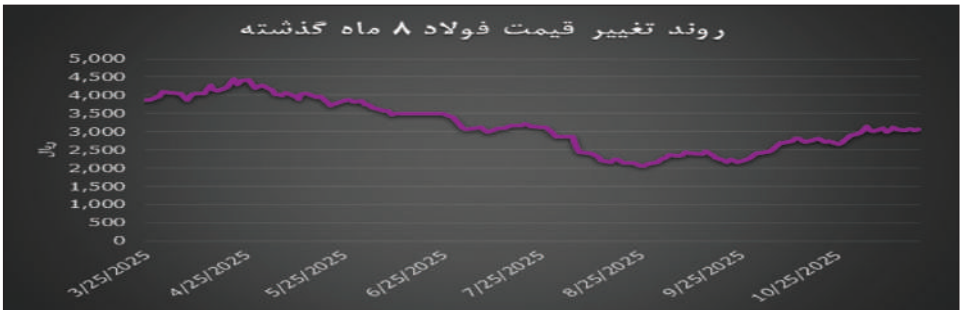
شرکت فولاد مبارکه
اصفهان با پیش‌بینی
افزایش ۲۱ درصدی درآمد
عملیاتی در سال ۱۴۰۴،

تصویری روشن از روند فعالیت خود را ارائه می دهد.

شرکت فولاد مبارکه اصفهان در شش ماهه نخست سال جاری موفق به کسب درآمد عملیاتی ۱,۵۲۸,۹۵۴ میلیارد ریالی با رشد ۶ درصدی نسبت به دوره مشابه شده است که حاصل فروش ۸۴۸ هزار تن محصول بود.

این شرکت در پایان شهریور ماه ۱۴۰۴ سود ناخالص ۳۹۳ هزار و ۴۴۷ میلیارد ریالی را تجربه و با کسب درآمد ۱۹ هزار و ۱۶۹ میلیارد ریالی از محل فروش ضایعات (به ارزش ۱۴ هزار و ۹۴۹ میلیارد ریال)، تفاوت هزینه های خرید سمنوات قبل (به ارزش ۴ هزار و ۷۵۵ میلیارد ریال) و خالص تعدیلات انبارها (به ارزش ۱۴۵ میلیارد ریال) توانست سود عملیاتی خود را به رقم ۳۳۶ هزار و ۴۳۳ میلیارد ریال برساند.

باتوجه به اینکه در این دوره فولاداز محل سرمایه گذاری های خود ۱۰ هزار و ۵۹۳ میلیارد ریال و از محل سایر نیز ۸۶ هزار و ۴۲۲ میلیارد ریالی کسب کرد، سود خالص این شرکت در پایان شش ماهه نخست سال جاری به رقم ۳۰۱ هزار و ۲۱ میلیارد ریال رسید و برای



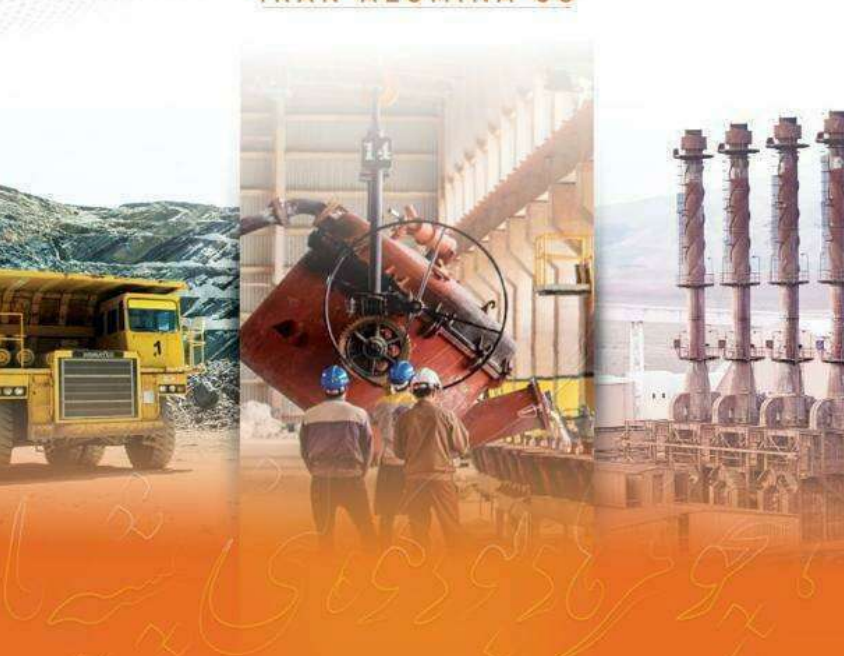




سازمان توسعه و عمران
معاونت و صنایع معدنی ایران

شرکت آلومینای ایران

IRAN ALUMINA CO









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

www.IRANALUMINA.ir
info@iranalumina.ir

+۹۸ ۵۸ ۳۲۲۷۳۰۸۱-۵

تولید کننده محصولات

- هیدروکسید آلومینیوم
- آلومینای متال گرید
- آلومینا
- هیدرات ویژه
- شمش آلومینیوم




مسعود حاجیلو

کارشناس ارشد پولی و بانکی

ایران در یکی از پیچیده‌ترین بحران‌های خشکسالی چند دهه اخیر به سر می‌برد و کاهش منابع آبی، تهدیدی مستقیم برای کشاورزی، صنعت، محیط زیست و امنیت غذایی کشور ایجاد کرده است. در چنین شرایطی، صنعت لیزینگ می‌تواند به‌عنوان یک ابزار مالی و عملکردمحور، سرمایه‌بخش خصوصی را جذب و پروژه‌های آبیاری مدرن، بازچرخانی آب، تصفیه آب و مدیریت تقاضا را بدون فشار بر بودجه عمومی کشور تأمین کند. کاهش بارش، افت سطح آب‌های زیرزمینی، فرسودگی سامانه‌های انتقال و ذخیره آب و ناکارآمدی سیستم‌های سنتی آبیاری، زنجیرهای بحران‌ها را ایجاد کرده است و تجربه جهانی نشان می‌دهد که اتکا صرف به بودجه دولتی یا تسهیلات بانکی سنتی، قادر به مدیریت این بحران‌ها نیست. لیزینگ با ماهیت انعطاف‌پذیر خود امکان هدایت سرمایه‌بخش خصوصی به پروژه‌های پایدار آبی و توزیع ریسک سرمایه‌گذاری میان تأمین‌کننده، بهره‌بردار و نهادهای ناظر را فراهم می‌آورد و نقدینگی عمومی را برای پروژه‌های گسترده‌تر آزاد می‌کند. هنگامی که لیزینگ به‌عنوان ابزاری صرفاً برای تأمین ماشین‌آلات دیده شود، سهم بالقوه آن در مدیریت آب و مقابله با خشکسالی محدود خواهد بود، اما اگر در چارچوب مالی مدولار با اتصال به ابزارهای مالی ترکیبی و تضمین‌های عملکردی طراحی شود، می‌تواند نقشی محوری در تجهیز شبکه‌های آبیاری هوشمند، واحدهای نم‌زدایی، سامانه‌های جمع‌آوری بارش و مدیریت تقاضا ایفا کند. خشکسالی در ایران دیگر یک پدیده موقتی نیست بلکه بحران ساختاری در توسعه اقتصادی و امنیت ملی کشور است. بیش از ۸۵ درصد از منابع آب کشور در بخش کشاورزی مصرف می‌شود و راندمان آبیاری سنتی کمتر از ۴۰ درصد است، وضعیتی که نشان می‌دهد مدیریت سنتی ناکارآمد است و نیازمند ابزارهای مالی نوین و انعطاف‌پذیر است. لیزینگ با ویژگی تأمین‌داری بدون انتقال مالکیت فوری و پرداخت تدریجی، ظرفیت بالایی برای حمایت از پروژه‌های آبیاری هوشمند، تصفیه و بازچرخانی آب دارد

نقش لیزینگ در مقابله با خشکسالی ایران:

حکمرانی مالی نوین برای تاب‌آوری منابع آب

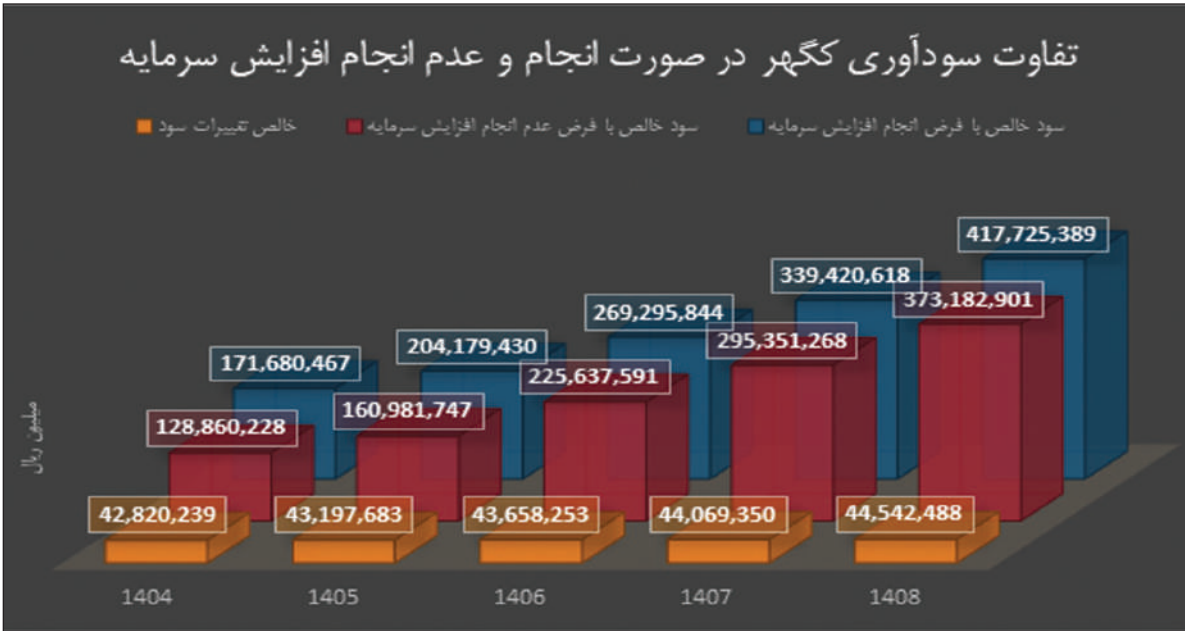
و امکان انتقال ریسک سرمایه‌گذاری از کشاورزان و دولت به شرکت‌های تخصصی را فراهم می‌آورد. لیزینگ آب‌محور باید فراتر از تقسیم‌بندی مرسوم مالی و عملیاتی دیده شود و به‌عنوان سازوکاری عمل کند که علاوه بر تأمین تجهیز، شاخص‌های صرفه‌جویی آب و عملکرد محیط‌زیستی را تضمین کند. قراردادهای PERFORMANCE-BASED LEASING با شاخص‌های کلیدی عملکرد مانند کاهش مصرف آب به‌ازای واحد محصول، افزایش راندمان انتقال آب، کاهش تلفات شبکه و پایداری هیدرولوژیک باعث ایجاد انگیزه در تأمین‌کنندگان برای تضمین عملکرد واقعی می‌شوند. ترکیب این مدل با بیمه عملکرد اقلیمی (CLIMATE PERFORMANCE INSURANCE) و ضمانت بازخريد (RESIDUAL VALUE GUARANTEE) ریسک‌های ناشی از نوسانات اقلیمی و فرسودگی تجهیزات را کاهش می‌دهد و امکان سرمایه‌گذاری طولانی‌مدت و امن را فراهم می‌آورد.

در ایران متوسط عمر تجهیزات آبیاری سنتی بیش از ۲۰ سال است و جایگزینی آن‌ها نیازمند منابع کلان است، در حالی که لیزینگ با مدل LEASE-TO-OWN یا PAY-FOR-PERFORMANCE به کشاورزان امکان می‌دهد تجهیزات پیشرفته را دریافت کرده و اقساط آن را از محل صرفه‌جویی آب یا افزایش عملکرد محصولات بپردازند. برای نمونه، نصب سامانه‌های آبیاری قطره‌ای در یک مزرعه ۱۰ هکتاری می‌تواند مصرف آب را حدود ۳۰ درصد کاهش دهد، در حالی که بازده محصول تا ۲۰ درصد افزایش می‌یابد. تجربه کشورهای آسیانیا، استرالیا و منطقه نشان می‌دهد که این رویکرد علاوه بر کاهش ریسک مالی، بهره‌وری و پایداری منابع آب را افزایش می‌دهد و

امکان گسترش فناوری‌های نوین در سطح ملی را فراهم می‌کند. BLENDED FINANCE یا تأمین مالی ترکیبی یکی از مکمل‌های کلیدی لیزینگ است. در این مدل منابع دولتی، سرمایه‌بخش خصوصی و ضمانت نهادهای توسعه‌ای در یک چارچوب واحد جمع‌آوری می‌شوند و شرکت‌های لیزینگ نقش محوری در اتصال سرمایه به پروژه‌های عملکردمحور دارند. در استرالیا، برنامه SMART IRRIGATION LEASING با مشارکت صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های خصوصی، تجهیزات آبیاری هوشمند را در اختیار کشاورزان قرار می‌دهد و بازپرداخت اقساط بر اساس افزایش بهره‌وری محصول تنظیم می‌شود. در برخی از کشورهای منطقه، مدل BUILD-OWN-LEASE-TRANSFER موجب مدیریت بیش از ۶۵ درصد منابع آب کشور شده و هزینه‌های عملیاتی را به شدت کاهش داده است. در هند، پروژه‌های جمع‌آوری آب باران با حمایت نهادهای توسعه‌ای و شرکت‌های لیزینگ موجب اشتغال‌زایی و کاهش فشار بر منابع زیرزمینی شده است. با وجود ظرفیت‌های نظری، اجرای مدل‌های لیزینگ آب‌محور در ایران با چالش‌هایی روبه‌رو است که شامل فقدان چارچوب حقوقی ویژه برای لیزینگ محیط‌زیستی، ریسک بازپرداخت کشاورزان تحت تأثیر نوسانات اقلیمی، کمبود سامانه‌های پایش دیجیتال برای اندازه‌گیری صرفه‌جویی واقعی و نرخ‌های بهره غیر رقابتی است. راهکارهای ممکن شامل ایجاد چارچوب سیاستی لیزینگ سبز، توسعه صندوق‌های ضمانت اقلیمی، بیمه‌های شاخص‌محور و سامانه‌های داده‌محور برای پایش عملکرد تجهیزات است. لیزینگ قادر است مسیر نوسازی سامانه‌های آبیاری، تصفیه‌خانه‌های صنعتی و شهری و پروژه‌های بازچرخانی آب را هموار کند. اقساط پرداختی بر اساس کاهش

مصرف آب و افزایش عملکرد محصول می‌تواند جریان نقدی پایدار برای تأمین‌کنندگان ایجاد کند و ریسک سرمایه‌گذاری را کنترل نماید. تجربه کشورهای پیشرفته نشان می‌دهد که تلفیق لیزینگ با حکمرانی مالی نوین، سرمایه‌گذاری خصوصی و فناوری‌های دیجیتال موجب می‌شود پروژه‌ها با حداقل ریسک و حداکثر بهره‌وری عملیاتی اجرا شوند. بازطراحی ساختارهای مالی و قراردادهای لیزینگ الزامی است و قراردادهای مبتنی بر عملکرد، تضمین‌های زیست‌محیطی، ترکیب با بیمه و ضمانت اقلیمی و بهره‌گیری از فناوری‌های پایش دیجیتال اطمینان حاصل می‌کند که لیزینگ نه فقط ابزار تأمین مالی بلکه اهرمی برای تحقق تاب‌آوری منابع آب و توسعه پایدار کشور باشد. تجربه ریسک‌های سیستمیک و بهبود بهره‌وری منابع می‌شود. افزون بر این، داده‌های عددی و تحلیل‌های کمی نشان می‌دهد که اگر تنها ۵۰ درصد از زمین‌های کشاورزی ایران مجهز به سامانه‌های آبیاری قطره‌ای با لیزینگ PERFORMANCE-BASED شوند، می‌توان صرفه‌جویی حدود ۲ میلیارد مترمکعب آب در سال را محقق کرد که معادل ذخیره یک سد متوسط در کشور است. این میزان کاهش مصرف آب نه تنها فشار بر سفره‌های زیرزمینی را کاهش می‌دهد بلکه باعث افزایش بازده محصول و کاهش هزینه‌های عملیاتی کشاورزان خواهد شد. با توجه به اینکه بودجه عمومی کشور محدود و رقابتی است، استفاده از سرمایه‌بخش خصوصی و سازوکارهای لیزینگ عملکردمحور، امکان اجرای پروژه‌های بزرگ ملی با بازده محیط‌زیستی بالا را فراهم می‌آورد. در نهایت، لیزینگ به‌عنوان ابزاری نوین مالی، ظرفیت بالقوه‌ای برای مقابله با خشکسالی ایران دارد، مشروط بر آنکه چارچوب حقوقی و حکمرانی مناسب ایجاد شود، قراردادها و سازوکارهای مالی با هدف بهره‌وری، بازدهی واقعی و کاهش ریسک طراحی گردد و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به صورت هدفمند در پروژه‌های تاب‌آوری منابع آب هدایت شود. تلفیق تجربه کشورهای موفق با ویژگی‌های اقلیمی و اقتصادی ایران مسیر توسعه پایدار و مقاوم در برابر خشکسالی را هموار می‌کند و لیزینگ را از یک ابزار مالی سنتی به یک عامل راهبردی در مدیریت منابع آب تبدیل می‌نماید.

سرمایه‌گذاری ۱۹۳ هزار میلیارد ریالی گهر زمین در پروژه‌های توسعه‌ای



های خود را به ۱۹۳ هزار و ۲۲ میلیارد ریال افزایش داد که عمدتاً مربوط به پروژه احیا آهن اسفنجی به ارزش ۱۵۴ هزار و ۲۰۶ میلیارد ریال می‌باشد.

برنامه جبران هزینه‌های انجام شده از محل سود انباشته به ارزش ۱۰ هزار میلیارد ریال و از محل مطالبات حال شده به ارزش ۶۰ هزار میلیارد ریال بخشی در دستور کار قرار دارد. در صورتی که نرخ افزایش درآمدها و هزینه‌های عملیاتی و غیرعملیاتی طی ۵ سال آتی را ۲۰ درصدی فرض نماییم، می‌توان انتظار بازده ۴۰ درصدی با دوره ۳ سال و ۶ ماه برای این افزایش سرمایه داشت که ارزش برابری کنونی آن ۲۴ هزار و ۷۱۷ میلیارد ریال می‌باشد.

به بیانی دیگر، این افزایش سرمایه در صورت تحقق می‌تواند سود خالص شرکت را از مبلغ ۱۷۱ هزار و ۶۸۰ میلیارد ریال سال ۱۴۰۴ به رقم ۴۱۷ هزار و ۷۲۵ میلیارد ریال در سال ۱۴۰۸ برساند که نسبت به حالت عدم انجام افزایش سرمایه که شرکت ملزم به اخذ تسهیلات ۱۰۰ هزار میلیارد ریالی با نرخ سود ۴۱٫۵ درصدی خواهد بود، مبلغ ۴۴ هزار و ۵۴۲ میلیارد ریال تفاوت دارد.

این افزایش سودآوری پیش‌بینی شده با بهره برداری از طرح تولید آهن اسفنجی با انجام این افزایش سرمایه احتمال تحقق دارد که در نتیجه بهره‌برداری از این طرح، در سال جدید به میزان ۱۵ درصد ظرفیت اسمی و در سال ۱۴۰۵ به میزان ۵۰ درصد تولید انجام خواهد شد و در سال‌های آتی به ۱۰۰ درصد خواهد رسید.

در صورت تولید ۵۰ درصد ظرفیت اسمی در سال ۱۴۰۵، می‌توان به نرخ فروش یک میلیون و ۳۵۱ هزار ریال در سال ۱۴۰۵ به درآمد ۱۷۵ هزار و ۱۰ میلیارد ریالی دست یافت و در سال‌های آتی با افزایش ۲۰ درصدی نرخ فروش و تولید ۱۰۰ درصدی ظرفیت اسمی (معادل ۳ میلیون و ۴۴۰ تن در سال) به درآمد بیش از ۲۱۰ هزار میلیارد ریالی دست یافت.



شرکت معدنی و صنعتی گهر زمین
سهامی عام

این شرکت تا خرداد سال جاری مخارج پروژه‌های خود را به ۱۹۳ هزار میلیارد ریال رسانده که عمدتاً مربوط به طرح احیای آهن اسفنجی با ارزش ۱۵۴ هزار میلیارد ریال است.

شرکت معدنی و صنعتی گهر زمین در فروردین ماه سال جاری آخرین افزایش سرمایه خود را از محل سلب حق تقدم از سهامداران فعلی و فروش آن در بازار سرمایه طی دو مرحله انجام و به ثبت رساند تا ضمن افزایش شنواری سهام و استفاده از معافیت مالیاتی، در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر مشارکت نموده و مخارج سرمایه‌گذاری بلندمدت و خرید دارایی‌های ثابت را جبران نماید.

این شرکت در آبان ماه برنامه افزایش سرمایه دیگری از محل سود انباشته و مطالبات حال شده پیشنهاد داده است تا به جبران مخارج انجام شده بابت اجرای پروژه‌های توسعه‌ای شرکت در کنار اصلاح ساختار مالی و بهبود نسبت مالکانه پرداخته شود. باتوجه به مخارج انجام شده بابت خرید دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش ۱۹۹ هزار و ۳۰۳ میلیارد ریال، با انجام افزایش سرمایه گذشته ۷۵ هزار میلیارد ریال جبران و همچنان مخارج ۱۲۴ هزار و ۳۰۳ میلیارد ریالی باقی مانده است.

شرکت معدنی و صنعتی گهر زمین که تا آذر ماه ۱۴۰۳ برای تکمیل پروژه‌های خود ۱۱۵ هزار و ۳۹۶ میلیارد ریال سرمایه‌گذاری و ۶۵ هزار و ۲۹۱ میلیارد ریال به عنوان پیش‌پرداخت به پروژه‌های مختلف پرداخت نموده بود، تا خرداد ماه سال جاری با پیشبرد پروژه و پرداخت مجدد پیش‌پرداخت سرمایه‌ای، ارزش پیش‌پرداخت‌ها را به ۷۵ هزار و ۲۸۸ میلیارد ریال رساند و مخارج پروژه

عملکرد درخشان جهان فولاد سیرجان در آبان ماه و هشت ماهه نخست سال ۱۴۰۴



شرکت جهان فولاد سیرجان (سامی عام)
Sirjan Jahan Steel Company (SJSCO)

شرکت جهان فولاد سیرجان در هشت ماهه نخست سال ۱۴۰۴ با وجود محدودیت‌های انرژی و سایر چالش‌های تولید، عملکردی درخشان به ثبت رسانده و موفقیت‌های قابل توجهی را در حوزه تولید و فروش رقم زده است. حجم کل تولیدات این شرکت طی این دوره به ۲ میلیون و ۹۲۶ هزار و ۹۷۷ تن رسیده که بیانگر رشد چشمگیر ۵۴ درصدی نسبت به مدت مشابه سال گذشته است. بخش تولید آهن اسفنجی بیشترین سهم را در این جهش تولید داشته و جهان فولاد سیرجان با ثبت ۱ میلیون و ۹۶۶ هزار و ۲۵۱ تن، رشد ۱۰۴ درصدی را نسبت به سال گذشته تجربه کرده است. تولید شمش فولادی نیز با وجود محدودیت‌های برق، به ۶۶۴ هزار و ۹۸۷ تن رسیده که نشان‌دهنده افزایش ۱۱۵ درصدی است.

حجم کل فروش جهان فولاد سیرجان با ثبت یک میلیون و ۳۸۹ هزار و ۴۹۵ تن، رشدی ۵۷ درصدی را نشان می‌دهد. درآمد فروش شرکت در هشت ماهه نخست سال ۱۴۰۴ به ۳۲ هزار و ۷۶ میلیارد تومان رسیده و افزایش ۸۲ درصدی را به ثبت رسانده است.

عملکرد آبان ماه ۱۴۰۴

حجم تولید ماهانه شرکت در آبان ماه با ثبت

در شش ماهه نخست امسال ۱۴۰۴ با رشد ۳۲ درصدی تولید و ۴۸ درصدی فروش محقق شد؛

جهش بلند فولاد هرمزگان از دیوار محدودیت‌های انرژی



رادر بازارهای داخلی به فروش برساند و این میزان در مقایسه با مدت مشابه سال پیش رشد ۴۹ درصدی را نشان می‌دهد. همچنین این شرکت از ابتدای سال جاری تا پایان شهریورماه موفق به فروش ۲۷۴ هزار و ۶۰۹ تن تختال در بازارهای بین‌المللی شده که یک هزار و ۴۴۴ تن بیشتر از سال گذشته است. مجموع فروش داخلی و صادراتی فولاد هرمزگان در شش ماهه نخست امسال به ۷۴۰ هزار و ۶۲۱ تن رسیده و این میزان در مقایسه با مدت مشابه سال پیش رشد بیش از ۲۶ درصدی را نشان می‌دهد.

رکورد شکنی فولاد هرمزگان در هر دو واحد تولیدی

در شش ماه اول امسال که شاهد محدودیت‌های شدیدتر و گسترده‌تری نسبت به سال‌های قبل بودیم، باز هم فولاد هرمزگان موفق به ثبت رکوردهای تولیدی شده است. میزان تولید تختال فولاد هرمزگان در نیمه نخست امسال نیز به ۷۴۱ هزار و ۲۷۴ تن رسید و در این حوزه نیز شاهد ثبت رکورد جدیدی از سوی این شرکت بوده‌ایم که از ابتدای بهره‌برداری آن سابقه نداشته است. تولید شش ماه نخست امسال رشد بیش از ۳۲ درصدی را نشان می‌دهد. در واحد احیا مستقیم نیز طی شش ماه نخست امسال تولید ۹۹۸ هزار و ۲۶۰ تن ثبت شده است و در این حوزه، تولید امسال ۵ هزار تن بیشتر از سال قبل بوده و خوشبختانه فولاد هرمزگان از ظرفیت اسمی عبور کرده است.

سخن آخر...

نکته مهم دیگری که می‌توان به آن اشاره کرد، درخصوص روند فعالیت شرکت و تصمیم‌گیری برای چگونگی مقابله با محدودیت‌های شدید انرژی بود که در نهایت با تأمین برق از بورس انرژی، شاهد رشد تولید در فولاد هرمزگان بودیم. سالی که از ماه‌های ابتدایی آن، بسیاری از صنایع از جمله فولادسازان با مشکل بی‌برقی مواجه بودند و روند تولیدشان با مشکل مواجه شد.

گزارش عملکرد شرکت فولاد هرمزگان (هرمز) برای دوره منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۴ منتشر شد و با برنامه‌ریزی مناسب جهت تأمین انرژی در نیمه نخست امسال، رشد ۴۸ درصدی فروش و ۳۲ درصدی تولید در شش ماه نخست سال ۱۴۰۴ نسبت به دوره مشابه در سال گذشته رخ داد.

به گزارش روابط عمومی شرکت فولاد هرمزگان، طی شهریور ماه ۱۴۰۴، میزان درآمد حاصل از فروش محصول ۴۰ هزار و ۲۵۲ میلیارد ریال بوده است که بخشی از آن از فروش در بازارهای صادراتی به مقدار ۸ هزار و ۵۰۶ میلیارد ریال و عمده آن به میزان ۳۱ هزار و ۷۴۵ میلیارد ریال از فروش محصول در بازار داخلی به دست آمده است. این در حالی است که فولاد هرمزگان در شهریور ماه سال قبل تنها ۱۰ هزار و ۷۵۳ میلیارد ریال از فروش محصول در بازارهای داخلی و صادراتی کسب کرده بود. به این ترتیب با مقایسه یک ماهه شهریور امسال نسبت به شهریور سال قبل می‌توان دریافت که رشد ۲۷۴ درصدی در درآمد رخ داده است.

کسب در آمد ۲۲ هزار و ۵۴۲ میلیارد تومانی در نیمه نخست ۱۴۰۴

در شش ماهه اول امسال فولاد هرمزگان فولاد هرمزگان موفق شد به روند عالی و رو به رشد خود در کسب درآمد ادامه دهد. به طوریکه موفق به کسب ۱۴۷ هزار و ۹۷۳ میلیارد ریال درآمد از فروش محصول در بازار داخلی شد تا رشد ۹۸ درصدی را ثبت کند. در بازارهای جهانی در شش ماهه نخست امسال ۷۷ هزار و ۴۴۷ میلیارد ریال از صادرات محصول خود به دست آورد که این میزان در مقایسه با مدت مشابه سال پیش رشد بیش از ۴۴ درصدی را نشان می‌دهد. در شش ماهه نخست سال ۱۴۰۴ مجموع درآمد حاصل شده فولاد هرمزگان در بازارهای داخلی و صادراتی برابر با ۲۲۵ هزار و ۴۲۱ میلیارد ریال بوده که در مقایسه با مدت مشابه در سال گذشته با رشد ۴۸ درصدی همراه شده است.

رشد فروش در بازارهای داخلی همراه با صادرات پایدار محصول فولاد هرمزگان

فولاد هرمزگان در شش ماهه نخست امسال توانست ۴۶۶ هزار و ۱۲ تن تختال



پیش‌بینی رشد ۵۶ درصدی در آمد سالانه فولاد خراسان در سال ۱۴۰۴

هزار و ۶۲۲ میلیارد و ۴۳ میلیون ریالی را در نیمه دوم سال می‌توان متصور بود. در شش ماهه نخست سال جاری، فخاس ضمن تولید و فروش، از محل تسعیر ارز و فروش ضایعات نیز به ترتیب درآمد ۲ هزار و ۱۱۷ میلیارد و ۷۴۹ میلیون ریالی و درآمد ۱ هزار و ۴۰۷ میلیارد ریالی کسب کرد. این شرکت از محل سپرده بانکی سود ۱۷۳ میلیارد و ۶۴۱ میلیون ریالی و از کارمزد فروش اعتباری مبلغ ۳ هزار و ۸۸۱ میلیارد و ۸۹۰ میلیون ریالی بدست آورد تا در نهایت سود خالص شش ماهه به ارزش ۹ هزار و ۵۲۲ میلیارد ریال برسد.

فخاس در این دوره، اقدام به افزایش سرمایه گذاری‌های بلندمدت و کوتاه مدت نیز نمود؛ به طوری که با تحصیل ۴ هزار و ۱۷ میلیارد ریال سرمایه گذاری مذکور را نسبت به پایان سال ۱۴۰۳ حدود ۱۹ درصد افزایش داد و با تحصیل ۱ هزار و ۹۹۷ میلیارد ریال سرمایه گذاری کوتاه مدت، ارزش این سرمایه گذاری را نسبت به پایان سال ۱۴۰۳ به رقم ۴ هزار و ۱۱۹ میلیارد ریال با رشد ۹۴ درصدی نسبت به پایان سال مالی ۱۴۰۳ رساند.

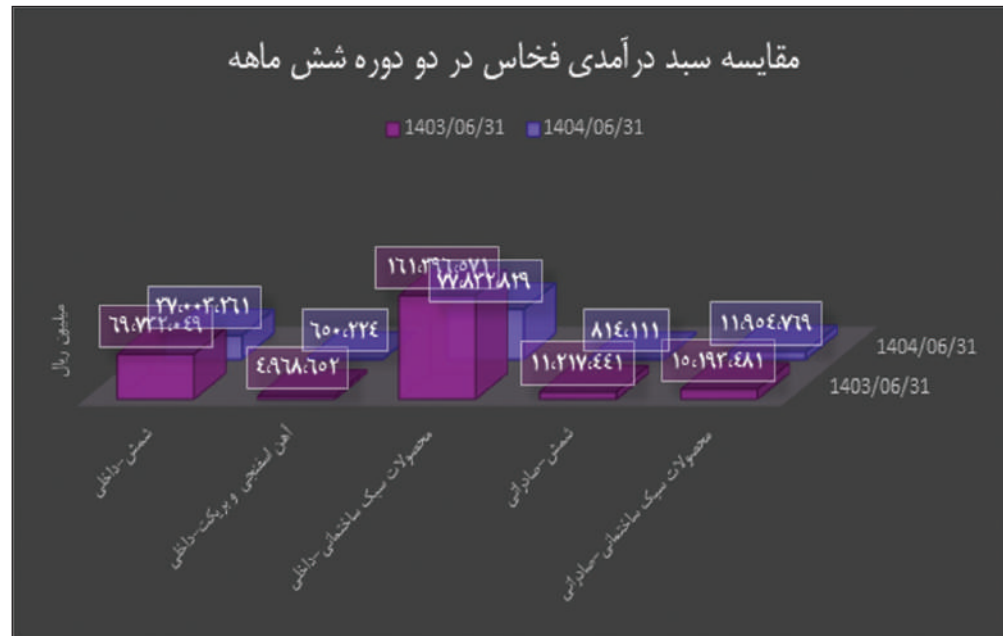
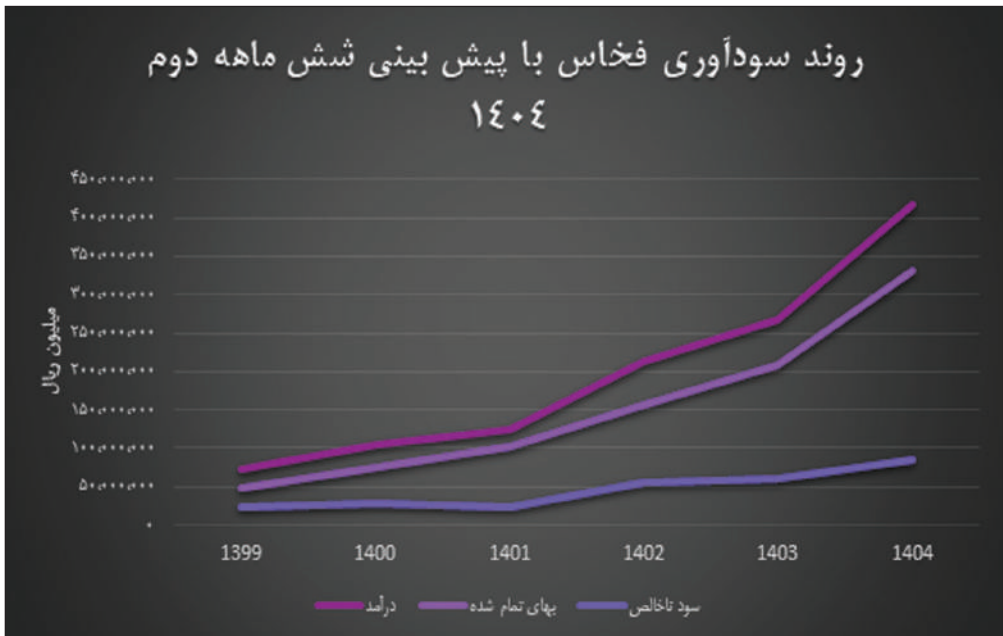
باتوجه به پیش‌بینی‌های صورت گرفته برای نیمه دوم سال، انتظار تولید ۲ میلیون و ۸۷۳ هزار و ۳۶۹ تن محصول توسط فخاس وجود دارد که نسبت به شش ماهه نخست با افزایش ۱۸,۸ درصدی همراه خواهد بود. در این بین، پیش‌بینی فروش ۷۷۲ هزار و ۲۷۵ تن نسبت به دوره شش ماهه اول سال با ۸۷ درصد رشد همراه خواهد بود که می‌تواند درآمد ۲۸۹ هزار و ۵۲ میلیارد ریالی را برای شرکت به ارمغان آورد. با این پیش‌بینی، روند افزایشی درآمد و سودآوری فخاس پایدار خواهد بود؛ باتوجه به اینکه این شرکت در سال ۱۴۰۲ درآمد ۲۱۲ هزار و ۱۱۸ میلیارد ریالی کسب کرد و در سال ۱۴۰۳ با افزایش ۲۶ درصدی به رقم ۲۶۷ هزار و ۱۵ میلیارد و ۵۱۲ میلیون ریال رسید، با پیش‌بینی شش ماهه دوم ۱۴۰۴، می‌توان انتظار رشد ۵۶ درصدی را برای درآمد یک ساله فخاس داشت. از عرضه محصولات در شش ماهه نخست سال جاری، شرکت فولاد خراسان سود ناخالص ۱۲ هزار و ۵۶۵ میلیارد و ۹۰۱ میلیون ریالی بدست آورد که باتوجه به برآورد شش ماهه دوم مطابق بودجه سال ۱۴۰۴، انتظار کسب سود ۸۴

داشته و در واحدهای دیگر مورد استفاده قرار گرفت. در میان محصولات نهایی، بیشترین سهم به محصول آهن اسفنجی به میزان ۶۷۹ هزار و ۷۴۱ تن اختصاص داشت. شرکت فولاد خراسان در این دوره، ۴۱۲ هزار و ۶۷۶ تن محصول عرضه نمود که سهم ۷۹,۹ درصدی از کل فروش شش ماهه نخست ۱۴۰۳ و سهم ۳۹ درصدی از فروش ۱۲ ماهه ۱۴۰۳ داشته است. عمده این عرضه در بازار داخلی شامل ۱۳۰ هزار و ۲۳۶ تن شمش، ۶ هزار و ۳۰۲ تن آهن اسفنجی و بریک و ۲۳۳ هزار و ۷۴ تن محصولات سبک ساختمانی بود. فخاس ۲ هزار و ۹۹۹ تن شمش رابه همراه ۴۰ هزار و ۶۶ تن محصولات سبک ساختمانی رانیز در بازار صادراتی عرضه نمود.

از حجم عرضه محصولات در دو بازار داخلی و صادراتی، فخاس درآمد ۱۱۵ هزار و ۴۸۶ میلیارد ریالی از بازار داخل با سهم ۹۰ درصدی از کل درآمد شش ماهه و ۱۲ هزار و ۷۶۸ میلیارد و ۸۷۹ میلیون ریال از بازار صادراتی کسب کرد که در هر دو این بازار، درآمد حاصل از عرضه محصولات سبک ساختمانی بیشترین سهم را داشت.

با پیش‌بینی فروش ۷۷۲ هزار تن محصول و افزایش نرخ فروش داخلی و صادراتی، درآمد سالانه فولاد خراسان در سال ۱۴۰۴ به ۳۰۷ و ۴۱۷ میلیارد ریال خواهد رسید که نسبت به سال ۱۴۰۳ رشد ۵۶ درصدی را

نشان می‌دهد. درآمد عملیاتی شرکت فولاد خراسان در شش ماهه نخست سال جاری با رشد ۱۱,۱ درصدی به رقم ۱۲۸ هزار و ۲۵۵ میلیارد ریال رسید درحالی که این درآمد سهم ۴۸ درصدی از درآمد یک ساله ۱۴۰۳ داشته است. فخاس در این دوره با عرضه محصولات شمش، آهن اسفنجی و بریک و محصولات ساختمانی در دو بازار داخلی و صادراتی به این درآمد دست یافت. این شرکت در شش ماهه نخست سال جاری ۲ میلیون و ۴۱۴ هزار و ۲۲۶ تن محصول تولید کرد که ۵۶ درصد کل تولید سال ۱۴۰۳ بوده است و محصول گندله به میزان ۹۵۷ هزار و ۴۹۸ تن سهم ۵۹ درصدی از حجم تولید



تسهیلات کاربردی بانک ایران زمین

تا سقف یک میلیارد تومان

متناسب با نیاز شما



طرح تسهیلاتی

ایران یار



۰۲۱ ۲۴۸۰۹

مرکز تماس بانک ایران زمین



www.lzbank.ir

