



عشق جریان

۱۴

دو سناریوی سر نوشت ساز
برای بورس

۱۲

قفل ۴۲ نماد جنگ زده با کدام
کلید باز می شود؟

۸

کالبد شکافی
ذهن های ثروت ساز

مهرآیندگان از سود انباشته تا توسعه سرمایه

شرکت سرمایه گذاری گروه مالی مهرآیندگان در دوره ۹ ماهه منتهی به پایان آذرماه ۱۴۰۴، عملکردی رو به رشد و پویا از خود به نمایش گذاشت. سود خالص این دوره با رشدی مثبت به ۲۸،۴۶۲ میلیارد ریال رسید که در مقایسه با رقم ۲۷،۶۳۴ میلیارد ریال دوره مشابه سال قبل، افزایشی حدود ۳ درصدی را ثبت کرد. با وجود افزایش ۳۳،۳۳ درصدی سرمایه از محل سود انباشته در همین دوره که به توسعه پایدار و تقویت پایه سرمایه‌ای شرکت منجر شد، سود پایه هر سهم تعدیل شده دوره جاری معادل ۴۷۴ ریال محاسبه می‌شود که از رقم ۴۵۶ ریال دوره قبل بالاتر است. درآمد عملیاتی شرکت در این دوره با جهشی ۸۵ درصدی به ۴۴،۰۵۰ میلیارد ریال صعود کرده که نسبت به ۴۰،۵۹۸ میلیارد ریال دوره قبل، رشدی قابل توجه را رقم زد. این افزایش درآمد عمدتاً مرمون رشد چشمگیر ۶۰ درصدی سود فروش سرمایه‌گذاری‌ها بود. درآمد سود سهام نیز با رقم ۲۴،۶۷۳ میلیارد ریال، سهم پایدار و قابل اتکالی از درآمدهای شرکت را تشکیل می‌دهد. سود عملیاتی شرکت از ۳۹،۸۱۷ میلیارد ریال به ۴۲،۰۹۶ میلیارد ریال افزایش یافت. پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های شرکت در پایان دوره ۹ ماهه سال گذشته به ۱۹۶،۴۸۱ میلیارد ریال رسید که نسبت به ۱۷۸،۱۸۴ میلیارد ریال پایان سال ۱۴۰۳، رشدی ۱۰۰۳ درصدی را نشان می‌دهد. این رشد پرتفوی نشان‌دهنده اعتماد مدیریت به آینده بازار سرمایه و تلاش برای گسترش دارایی‌های درآمدزا است. سهم صندوق‌های سرمایه‌گذاری از کل پرتفوی با رشد از ۹ درصد به ۱۴ درصد افزایش یافت که بیانگر تنوع‌بخشی هوشمندانه و ورود به ابزارهای مالی نوین با نقدشوندگی بالاتر است. ارزش بازار کل پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ها در پایان فروردین ۱۴۰۵ به ۲۶۶،۴۳۵ میلیارد ریال رسید که نشان‌دهنده مازاد ارزش صنایع شیمیایی و فرآورده‌های نفتی به ترتیب با ۱۷ و ۱۶ می‌دهند که هر دو صنعت از ارزش بازار بالاتر از بهای تمام‌شده برخوردارند. همچنین استخراج کانه‌های فلزی نیز با ۱۷ درصد سهم و ارزش بازار ۳۶،۹۶۵ میلیارد ریال در مقابل بهای تمام‌شده ۳۰،۹۶۳ میلیارد ریال، عملکردی مناسب داشته است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله نیز با ارزش بازار ۳۵،۵۵۵ میلیارد ریال در مقابل بهای تمام‌شده ۱۳،۱۵۳ میلیارد ریال، بیش از ۲۰۷ برابر ارزش گذاری شده‌اند. در حوزه تسهیلات مالی، شرکت با اتخاذ استراتژی تأمین مالی فعال و چندوجهی، توانسته منابع مورد نیاز برای توسعه و گسترش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خود را تأمین کند. مانده تسهیلات دریافتی از بانک‌ها به ۳۱۶،۰۸ میلیارد ریال رسید که نسبت به سال قبل رشدی چشمگیر داشته است. شرکت همچنین تأمین مالی استراتژیک و بلندمدتی به مبلغ ۴۵،۰۰۰ میلیارد ریال از طریق انتشار اوراق اجاره انجام داده است. این اوراق با نرخ‌های اجاره رقابتی ۲۲،۵ و ۲۳ درصد و دوره‌های عمر ۴۸ ماهه، امکان برنامه‌ریزی مالی بلندمدت و پایدار را برای شرکت فراهم کرده‌اند. پرداخت اقساط هر سه ماه یکبار، انعطاف‌پذیری نقدینگی شرکت را حفظ می‌کند. سررسید اولین سری اوراق در همراه ۱۴۰۵ و دو سری دیگر در سال ۱۴۰۷ می‌باشد. سهم صندوق‌های سرمایه‌گذاری شرکت سرمایه‌گذاری گروه مالی مهرآیندگان از کل پرتفوی شرکت با رشد چشمگیری از ۹ درصد در پایان سال ۱۴۰۳ به ۱۴ درصد در پایان دوره نه‌ماهه ۱۴۰۴ رسیده است. بهای تمام‌شده صندوق‌ها در این دوره به ۲۶،۴۰۶ میلیارد ریال و ارزش بازار آنها به ۳۵،۵۵۵ میلیارد ریال در پایان فروردین ماه امسال بالغ شده که نشان‌دهنده مازاد ارزش ۹،۱۴۹ میلیارد ریالی و بازدهی مطلوب این بخش از دارایی‌هاست.



سودآوری در خشان «قچار»؛ نوسازی استراتژیک و چشم‌انداز جهش ۱۰۰ درصدی در بازار دوم بورس



شرکت فرآورده‌های غذایی و قند چهارمحال با نماد «قچار» به عنوان یکی از ارکان کلیدی صنعت قند و شکر کشور، هم‌زمان با ورود رسمی به فهرست نرخ‌های تابلو اصلی بازار دوم بورس تهران، کارنامه مالی و عملیاتی درخشانی را در دوره منتهی به ۲۹ اسفندماه ۱۴۰۴ به ثبت رسانده است. این مجموعه با اتکاب استراتژی نوسازی مستمر، زنجیره تأمین پایدار و مدیریت بهای تمام‌شده، توانسته است ضمن ارتقای شاخص‌های سودآوری، موقعیت مناسبی را در بازار سرمایه برای جامعه سهامداری خود ترسیم کند.

کالبدشکافی عملکرد ۱۴۰۴: جهش سودآوری در سایه رونق عملیاتی

بررسی ابعادی نماد «قچار» در سال ۱۴۰۴ در مقایسه با سال ۱۴۰۳، حکایت از یک جهش ساختاری در سودآوری شرکت دارد. سود ناخالص شرکت با رشدی خیره‌کننده از رقم ۵۰،۶۸۵،۱۳ میلیون ریال در سال ۱۴۰۳ به ۷۵،۴۰۴،۴۲۵ میلیون ریال در سال ۱۴۰۴ رسیده است. این روند صعودی در لایه سود عملیاتی نیز پایدار بود. خود را حفظ کرده و با عبور از رقم ۴۶۹۶،۲۱۲ میلیون ریال در سال گذشته، به رقم چشمگیر ۷،۰۱۴،۲۱۶ میلیون ریال در پایان سال ۱۴۰۴ بالغ شده است. در نهایت، «قچار» توانسته است با ثبت سود خالص ۶۰۳،۳۱۶ میلیون ریال در سال ۱۴۰۴ (در مقایسه با ۵۰۹۳،۸۱۱ میلیون ریال در سال ۱۴۰۳)، بازدهی ارزش‌دهی را از میان سید سهامداران خود کند. این موفقیت مالی، مستقیماً بر نتیجه در پویایی بخش تولید و فروش شرکت دارد. مجموع درآمدهای فروش در داخل کشور طی سال ۱۴۰۴ با رشدی معادل ۵۰ درصد، از ۲۲،۲۲۳،۸۲۰ میلیون ریال به ۳۳،۳۰۳،۹۸۸ میلیون ریال افزایش یافته است. در بخش تولید نیز، شکر سفید حاصل از چغندر قند به عنوان محصول استراتژیک شرکت، از ۵۴۰،۹۰۰ تن در سال ۱۴۰۳ به ۵۵۵،۴۱۴ تن در سال ۱۴۰۴ افزایش یافته است. همچنین شرکت در این دوره موفق به فروش بیش از ۳۱ هزار تن تفاله خشک و ۱۰ هزار تن ملامس گردیده که تنوع‌بخشی را به درآمدهای عملیاتی ارزانی داشته است.

ترسیم افق ۱۴۰۵: پیش‌بینی افق‌های جدید ثروت آفرینی

نگاه مدیریتی قند چهارمحال به سال مالی ۱۴۰۵، نگاهی توسعه‌محور، واقع‌بینانه و توأم با رشد آینده است. بر اساس برآوردهای رسمی و برنامه‌ریزی‌های انجام‌شده برای دوره ۱۲ ماهه منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۵، درآمدهای عملیاتی شرکت با جهشی کم‌نظیر به رقم ۵۴،۳۱۲،۶۰۰ میلیون ریال برآورد شده است که رشد بسیار

بالایی را نسبت به درآمد ۳۳،۳۰۳ هزار میلیارد ریالی سال ۱۴۰۴ نشان می‌دهد. در این پیش‌بینی راهبردی، بهای تمام‌شده کلای فروش رفته ۴۰،۷۴۲،۳۰۸ میلیون ریال برآورد شده که بخش اعظم آن به تأمین مواد مستقیم مصرفی اختصاص یافته است. برآیند این پیش‌بینی عملیاتی، ثبت سود ناخالص ۱۳،۵۷۱،۲۹۲ میلیون ریال را در افق ۱۴۰۵ نوید می‌دهد که تقریباً دو برابر سود ناخالص سال ۱۴۰۴ خواهد بود. همچنین، سود عملیاتی شرکت برای سال ۱۴۰۵ رقم ۱۲،۹۳۹،۸۴۵ میلیون ریال و سود خالص نهایی با رشدی معادل ۱۰۰ درصد نسبت به سال ۱۴۰۴، برابر با ۱۲،۱۹۷،۸۲۰ میلیون ریال برآورد شده است؛ امری که نشان‌دهنده عزم راسخ مجموعه برای ارتقای ارزش ذاتی نماد «قچار» در بازار سرمایه است.

چشم‌انداز توسعه، پویایی فنی و مدیریت هوشمندانه ریسک‌ها

مدیریت «قچار» با وقوف کامل بر ضرورت‌های ساختاری، استراتژی بازاریابی و بهبود زنجیره تولید را با جدیت دنبال می‌کند. در همین راستا، خرید و نصب دو دستگاه فیلتر دکانتور جدید در خط تولید، به عنوان یک اقدام کلیدی فنی صورت گرفته است. این امر نه تنها فرآیند تولید شربت چغندر را از تقادده و کیفیت محصول نهایی را تضمین می‌کند، بلکه ریسک توقف‌های ناخواسته ناشی از فرسودگی ماشین‌آلات را به طور کامل مهار می‌سازد. با این حال، حرکت در مسیر این چشم‌انداز روشن، نیازمند پایش و مدیریت مستمر متغیرهای محیطی است. هزینه تولید شرکت مستقیماً تحت تأثیر ریسک نوسانات نرخ ارز و بازارهای جهانی قرار دارد. علاوه بر این، در پی جهش نرخ مصوب خرید چغندر قند به ازای هر کیلو (با معیار ۱۶) به رقم ۹۳،۷۰۰ ریال در سال ۱۴۰۵، مدیریت زنجیره تأمین و بهینه‌سازی مصرف مواد اولیه استراتژیک (نظیر چغندر قند و شکر خام) به عنوان یکی از مهم‌ترین سرفصل‌های ریسک و البته ابزارهای کنترلی شرکت تعریف شده است. «قچار» قصد دارد با تکیه بر مزیت نرخ مصوب فروش شکر سفید که بر مبنای ۸۵۰،۰۰۰ ریال به ازای هر کیلو گرم در سال ۱۴۰۵ پیش‌بینی شده است و هم‌افزایی با کشاورزان کلیدی، اثرات فرایند هزینه‌ها را خنثی کند. ورود مقتدرانه به بازار دوم بورس تهران، شفافیت بالای اطلاعاتی، ارتقای تکنولوژیکی خطوط تولید و پیش‌بینی سودآوری دوپلری، همگی نشان از آن دارند که قند چهارمحال پایگاهی مستحکم، پاسخگو و آینده‌دار برای اهداف سرمایه‌گذاری بلندمدت فعالان بازار بورس خواهد بود.

صندوق تاراز؛ پرتفوی برنده صندوق‌های سهامی با بازدهی سه ماهه ۲۱ درصدی

در سال‌هایی که نوسان در بازارهای مالی به بخشی جدایی‌ناپذیر از تصمیم‌های اقتصادی خانوارها تبدیل شده، انتخاب ابزار مناسب سرمایه‌گذاری اهمیت بیشتری پیدا کرده است. بسیاری از افراد از یک‌سوی به دنبال حفظ ارزش دارایی خود در برابر تورم هستند و از سوی دیگر زمان دانش تخصصی یا تجربه کافی برای تحلیل روزانه بازار سرمایه و خرید و فروش مستقیم سهام را ندارند در چنین شرایطی صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی می‌توانند راهکاری میانه و حرفه‌ای باشند؛ راهکاری که امکان بهره‌مندی از ظرفیت رشد بورس را فراهم می‌کند اما مدیریت آن بر عهده تیمی متخصص قرار دارد. در میان صندوق‌های سهامی فعال در بازار سرمایه صندوق سهامی «تاراز» طی یک سال گذشته عملکرد قابل توجهی از خود به نمایش گذاشته است. این صندوق با خالص ارزش‌گذاری حدود چهار هزار میلیارد ریال و بازدهی سه ماهه نزدیک به ۲۱ درصد توانسته جایگاه خود را در میان گزینه‌های مورد توجه سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر تثبیت کند. البته مانند هر ابزار سهامی دیگر سرمایه‌گذاری در تاراز نیز با نوسان همراه است و بازدهی گذشته نمی‌تواند تضمینی برای آینده باشد؛ اما بررسی ترکیب دارایی‌ها شیوه مدیریت و تعداد سرمایه‌گذاران این صندوق تصویری روشن‌تر از جایگاه آن ارائه می‌دهد. یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های صندوق تاراز مدیریت حرفه‌ای آن توسط سیدگردان زاگرس است. مدیریت در بازار سهام صرفاً به انتخاب چند سهم پربازده محدود نمی‌شود؛ بلکه نیازمند تحلیل مستمر شرایط اقتصاد کلان بررسی صنایع مختلف ارزیابی وضعیت شرکت‌ها کنترل ریسک و تصمیم‌گیری به موقع در دوره‌های رونق و رکود بازار است. در صندوق تاراز تلاش شده است پرتفوی متنوع از صنایع اثرگذار و بنیادی اقتصاد کشور تشکیل شود تا سرمایه‌گذاران به جای اتکا به عملکرد یک سهم یا یک صنعت خاص از مجموعه‌ای از فرصت‌های بازار بهره‌مند شوند. تنوع‌سازی یکی از اصول مهم در مدیریت سرمایه‌گذاری است و در صندوق تاراز نیز جایگاه ویژه‌ای دارد؛ تاراز دارایی‌های خود را در صنایع بنیادی و اثرگذار کشور از جمله پتروشیمی فرآورده‌های نفتی فلزات اساسی بانک‌ها معادن سیمان دارو و صنایع غذایی گسترش داده است. این چنین متنوع و هوشمندانه پرتفوی به‌ویژه در شرایط پریسک و متاثر از تحولات اخیر اهمیت بیشتری پیدا می‌کند؛ چرا که تنها حدود ۱٪ از دارایی‌های پرتفوی صندوق در صنایعی قرار داشته که در جریان شرایط جنگی آسیب‌پذیری بیشتری داشته‌اند و همین موضوع باعث شده اثر این ریسک‌ها بر بازدهی کلی صندوق محدود باشد. حضور در صنایع بنیادی و متنوع از یک سو امکان استفاده از ظرفیت رشد بخش‌های مهم اقتصاد ایران را فراهم می‌کند و از سوی دیگر می‌تواند اثر ریسک‌های مقطعی یک صنعت خاص را تا حدی کاهش دهد؛ به بیان ساده‌تر سرمایه‌گذار با خرید واحدهای صندوق تاراز به‌صورت غیرمستقیم در سبدهی از شرکت‌ها و صنایع اثرگذار کشور سهام می‌شود؛ سبدهی که با رویکرد تحلیلی و کنترل مستمر ریسک تلاش می‌کند تعادل مناسبی میان بازدهی و پایداری سرمایه‌گذاری ایجاد کند. این موضوع برای افرادی که قصد ورود به بازار سرمایه را دارند اما نمی‌خواهند درگیر پیچیدگی‌های انتخاب سهم زمان خرید و فروش تحلیل صورت‌های مالی و پیگیری روزانه اخبار بازار شوند اهمیت زیادی دارد. سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام می‌تواند جذاب باشد اما برای بسیاری از افراد با ریسک تصمیم‌گیری هیجانی یا انتخاب‌های غیرکارشناسی همراه است. صندوق‌های سهامی مانند تاراز این امکان را ایجاد می‌کنند که سرمایه‌گذار مدیریت تخصصی را جایگزین

معامله‌گری مستقیم کنند و در عین حال از ظرفیت بازدهی بازار سهام دور نمانند. آمار سرمایه‌گذاران صندوق نیز نشان می‌دهد تاراز توانسته مورد توجه طیف متنوعی از فعالان بازار قرار گیرد. تعداد یونیت‌داران این صندوق بیش از ۶ هزار و ۲۰۰ نفر است که شامل ۲۱ یونیت‌دار حقوقی و هزاران سرمایه‌گذار حقیقی می‌شود. حضور سرمایه‌گذاران حقیقی در کنار سرمایه‌گذاران حقوقی نشان‌دهنده اعتماد نسبی بازار به ساختار مدیریتی و عملکرد صندوق است. این اعتماد البته در بازار سرمایه همواره باید با بررسی آگاهی و شناخت ریسک همراه باشد؛ زیرا اهمیت صندوق‌های سهامی با نوسان همراه است. بازدهی نزدیک به ۲۱ درصدی تاراز در سه ماه گذشته در مقایسه با بسیاری از گزینه‌های کم‌ریسک‌تر مانند سپرده‌های بانکی یا صندوق‌های درآمد ثابت عددی قابل توجه به شمار می‌آید. با این حال تفاوت مهمی میان این ابزارها وجود دارد. سپرده بانکی و صندوق درآمد ثابت معمولاً نوسان کمتری دارند و برای افراد محافظه‌کار مناسب‌ترند؛ اما صندوق سهامی به دلیل سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها می‌تواند بازدهی بالاتری ایجاد کند و هم‌زمان با افت و خیز بیشتری نیز روبه‌رو شود. بنابراین تاراز بیشتر برای سرمایه‌گذارانی قابل بررسی است که افق سرمایه‌گذاری میان‌مدت تا بلندمدت دارند و می‌پذیرند در مسیر دستیابی به بازدهی بالاتر نوسان‌های بازار را نیز تجربه کنند. یکی دیگر از نکات قابل توجه درباره صندوق تاراز قابلیت خرید و فروش آن از طریق بازار سرمایه است. سرمایه‌گذاران می‌توانند با جست‌وجوی نماد «تاراز» در سامانه‌های معاملاتی واحدهای این صندوق را مانند سایر صندوق‌های قابل معامله خریداری کنند. این ویژگی باعث می‌شود ورود و خروج سرمایه‌گذار با سهولت بیشتری انجام شود و نیازی به فرآیندهای پیچیده یا مراجعه حضوری وجود نداشته باشد. در نهایت صندوق تاراز را می‌توان یکی از گزینه‌های قابل توجه برای افرادی دانست که به آینده بازار سرمایه نگاه مثبت دارند؛ اما ترجیح می‌دهند سرمایه خود را به شکل حرفه‌ای‌تر و متنوع‌تر مدیریت کنند. ترکیب دارایی در صنایع بنیادی مدیریت تخصصی تعداد قابل توجه سرمایه‌گذاران و بازدهی یک‌ساله مطلوب عواملی هستند که این صندوق را در کانون توجه بخشی از سرمایه‌گذاران قرار داده‌اند. با این حال تصمیم نهایی باید بر اساس شناخت کامل از اهداف مالی میزان ریسک‌پذیری و افق زمانی هر فرد انجام شود. سرمایه‌گذاری موفق بیش از آنکه نتیجه تصمیم‌های لحظه‌ای باشد حاصل انتخاب آگاهانه و صبر در مسیر درست است برای کسانی که به دنبال مشارکت در رشد بازار سهام هستند و در عین حال نمی‌خواهند تمام بار تحلیل و مدیریت دارایی را خود به دوش بکشند. صندوق سهامی تاراز می‌تواند گزینه‌ای شایسته بررسی باشد؛ گزینه‌ای که تلاش می‌کند با تکیه بر تنوع تحلیل و مدیریت حرفه‌ای مسیری متعادل‌تر برای حضور در بازار سرمایه فراهم کند. برای سرمایه‌گذاری در صندوق تاراز کافی است از طریق پلتفرم معاملاتی نماد «تاراز» را جست‌وجو کرده و پس از بررسی اطلاعات صندوق نسبت به خرید واحدهای آن اقدام کنید. همچنین افرادی که پیش از سرمایه‌گذاری نیاز به دریافت راهنمایی بیشتر یا مشاوره تخصصی دارند می‌توانند با مراجعه به سایت ZAGROASAMCOM و یا تماس با شماره‌های زیر با آگاهی کامل‌تری درباره شرایط سرمایه‌گذاری سطح ریسک و تناسب این صندوق با اهداف مالی خود تصمیم‌گیری کنند:

- ۰۲۱-۸۸۷۳۳۴۳
- ۰۲۱-۸۸۷۳۳۴۲
- ۰۲۱-۹۱۰۰۷۱۶۲

تاراز

نماد سرمایه‌گذاری متنوع

صندوق سهامی تاراز زاگرس

سندگروان زاگرس

www.zagrosam.com

سایه و روشن‌های بازار سهام در تلاقی ریسک‌های ژئوپلیتیک و چالش‌های ساختاری اقتصاد

مصطفی امید قائمی

مدیر عامل شرکت تأمین سرمایه کاردان

محیط اقتصادی معاصر، هم در ابعاد بین‌المللی و هم در لایه‌های داخلی، فرآیندی پویا، پرشتاب و توأم با نااطمینانی‌های فزاینده را تجربه می‌کند. وقوع تنش‌های حاد ژئوپلیتیک اخیر در منطقه و بروز درگیری‌ها، در کنار تغییرات ساختاری اقتصاد جهانی و ناترازی‌های کهنه داخلی، فرضیات قبلی فعالان بازار را دگرگون ساخته است. از آنجا که عملکرد، حاشیه سود و ارزش ذاتی دارایی‌بنگاه‌ها به صورت مستقیم به دایره بازدهی و اتمسفر کلان اقتصاد گره خورده است، کالبدشکافی ابعاد این تکان‌ها جهت ترسیم چشم‌انداز پیش‌رو، ضرورتی انکارناپذیر برای جامعه سهامداری به شمار می‌رود.

۱. مکانیزم سه‌گانه شوک‌های نظامی بر بدنه صنایع و رفتارهای بازار

وقوع درگیری‌های نظامی اخیر، پایه‌های مالی و عملیاتی شرکت‌ها را با سه تکانه اساسی مواجه ساخته است که اثرات لایه‌ای آن‌ها در میان‌مدت ملموس خواهد بود:

● **شوک عملیاتی؛ گسست در زنجیره ارزش صنایع:** این تکانه مستقیماً بخش واقعی اقتصاد یعنی عملیات تولیدی شرکت‌ها و صنایع بزرگ را هدف قرار می‌دهد. آسیب به بسترهای زیرساختی، علاوه بر افت آبی درآمد و سودآوری بنگاه‌های مادر در ماه‌های آینده، به صورت غیرمستقیم به زنجیره تأمین شرکت‌های کوچک‌تر سرریز کرده و با ایجاد اختلال در چرخه‌های فرعی، روند بازگشت تولید به سطح عادی را زمان‌بر و دشوار می‌کند.

● **شوک اقتصادی؛ بازآفرینی سیاست‌های ارزی و مالی:** تسریع در تغییر سیاست‌های ارزی و پولی، نوسانات شدید قیمت‌ها، تعدیل نیرو در برخی بنگاه‌ها و افزایش بالقوه بیکاری از پیامدهای این لایه است. در قاب بازار سرمایه، این شوک خود را در قالب حذف ارزش زنجیره‌ای، رشد نرخ دلار توافقی و افزایش قیمت اسمی کالاها نشان داد؛ روندی که در ابتدا جهش شاخص کل بورس از محدوده ۲.۴ میلیون واحد به ۴.۵ میلیون واحد را رقم زد، اما با تشدید دوباره تنش‌ها، بازار با ریزش و در نهایت توقف موقت فعالیت‌ها مواجه شد.

● **شوک رفتاری؛ نااطمینانی و سردرگمی معامله‌گران:** در فضای برآمده از بحران، قدرت پیش‌بینی و تشخیص مسیر برای فعالان بازار به شدت مخدوش می‌شود. نتیجه عینی این پدیده، افزایش مفرط سطح احتیاط، رفتارهای هیجانی و هجوم نقدینگی به سمت

پناهگاه‌های امن دارایی - از جمله صندوق‌های طلا و ابزارهای درآمد ثابت - است که پایداری بازار سهام و صنایع را تحت‌شعاع قرار می‌دهد.

۲. فرود نرم همراه با چالش؛ تصویر اقتصاد جهانی در آینه شاخص‌ها

گزارش‌های معتبر بین‌المللی نشان می‌دهند که اقتصاد جهانی به رغم تاب‌آوری در برابر بحران‌های گذشته، اکنون با از دست دادن شتاب خود، مسیر کم‌سرعتی را می‌پیماید. نرخ رشد جهانی که در سال ۲۰۲۴ معادل ۳.۳ درصد بود، با روندی کاهشی به ۳.۲ درصد در سال ۲۰۲۵ و ۳.۱ درصد در افاق ۲۰۲۶ میلادی میل می‌کند.

● **قطب‌های پیشرفته و نوظهور:** رشد اقتصادی کشورهای پیشرفته در محدوده نازل ۱.۵ درصد تثبیت شده است؛ جایی که ایالات متحده با فروکش کردن اثر محرک‌های مالی با کندی رشد مواجه است و اروپا به تدریج از شوک انرژی فاصله می‌گیرد. در این میان، اقتصاد چین نیز به دلیل بحران عمیق در بخش مسکن و مستغلات و موازات آن پیری جمعیت، به زیر نرخ ۴.۵ درصد سقوط کرده و به دلیل عدم تقاضای کافی، با مازاد عرضه و فشار نزولی بر قیمت‌ها روبروست که این موضوع مستقیماً بر بازارهای صادراتی و قیمت کامودیتی‌ها اثرگذار است.

● **پارادوکس تورم و بدهی:** اگرچه تورم جهانی از ۵.۸ درصد به ۴.۲ درصد تقلیل یافته و بانک‌های مرکزی سیاست کاهش نرخ بهره را آغاز کرده‌اند، اما چسبندگی تورم در بخش خدمات، دست‌آنها را برای کاهش شتابان نرخ بهره بسته است. از سوی دیگر، رکورد شکن شدن بدهی‌های عمومی جهان و نزدیک شدن آن به مرز ۱۰۰ تریلیون دلار، فضای مالی دولتها برای مقابله با بحران‌های آتی را بسیار محدود کرده است. علاوه بر این، سیاست‌های تعرفه‌ای بین‌المللی و تنش‌های تجاری میان قطب‌های بزرگ (آمریکا، چین و اتحادیه اروپا) به تکه تکه شدن اقتصاد جهانی دامن می‌زند.

۳. مختصات اقتصاد داخلی؛ تلاقی پویایی ارزی و ناترازی‌های ساختاری

تحلیل جریان‌ات کلان، بازتاب عینی تکان‌های بین‌المللی و منطقه‌ای را بر متغیرهای ارزی و پولی کشور نمایان می‌سازد. بر اساس ارزیابی‌های نهاد‌های بین‌المللی، نرخ رشد اقتصادی ایران که در سال ۲۰۲۴ به پشتوانه افزایش تولید و صادرات نفت در محدوده ۲.۷ درصد قرار داشت، با روندی کاهشی به ۳.۱ درصد در سال ۲۰۲۵ و ۲.۷ درصد در سال ۲۰۲۶ پیش‌بینی می‌شود؛ امری که نشان‌دهنده سهم ناچیز بخش‌های صنعتی و خدمات از یک رشد اقتصادی است. در این چهارچوب، تولید و بازرگانی با چند متغیر استراتژیک دست‌وپنجه‌نرم می‌کند:

● **چسبندگی تورم و قدرت خرید:** نرخ تورم کشور که قله ۴۰ درصدی را پشت سر گذاشته، در محدوده ۳۲ تا ۳۵ درصد قرار دارد که این امر فرسایش مستمر قدرت خرید

توسعه آرمان‌مهان: سالی که سود نقدی ۹۰ درصد جهش کرد

شدن هستند و بدهی‌ها صرف‌هزینه‌های جاری نشده، بلکه در دارایی‌هایی سرمایه‌گذاری شده که بازدهی بالاتری دارند.

● چشم‌انداز؛ سبذگردانی در افاق، فرصت‌های استانی

در مسیر

برنامه‌های آتی شرکت بر توسعه خدمات مالی و ورود به حوزه سبذگردانی متمرکز است. تأسیس دو شرکت فرعی و بهره‌گیری از ابزارهای مالی نوین مانند گواهی سپرده مبتنی بر کالا، افاق‌های درآمدی جدیدی را می‌گشاید. این توسعه در شرایطی صورت می‌گیرد که شرکت ثابت کرده در بزنگاه‌های بحرانی می‌تواند با انعطاف‌پذیری و تصمیم‌گیری به‌موقع، نه تنها آسیب نبیند، بلکه فرصت‌سازی کند.

وابستگی ۶۴ درصدی سود نقدی به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی، در نگاه اول ریسک به نظر می‌رسد، اما در واقع نشان‌دهنده عمق استراتژیک شرکت در بزرگ‌ترین طرح مالیک مردمی کشور است. فرآیند آزادسازی سهام عدالت هر چند زمان‌بر بوده، اما در حال تکمیل است و با ورود شرکت‌های باقی‌مانده به بورس، ارزش این دارایی‌ها می‌تواند چند برابر شود. تغییر قوانین رأی‌دهی در مجامع شرکت‌های استانی نیز در بلندمدت به نفع ثبات این شرکت‌هاست.

هر چند در کوتاه‌مدت ممکن است قدرت نفوذ سهامداران عمده تعدیل شود، اما مشارکت گسترده‌تر سهامداران حقیقی، پایه‌های حاکمیت شرکتی را مستحکم‌تر می‌کند و ارزش سهام را در بلندمدت افزایش می‌دهد. رشد هزینه‌های عملیاتی در سال ۱۴۰۴، سرمایه‌گذاری برای آینده بود. توسعه نیروی انسانی و زیرساخت‌های فیزیکی، شرکت را برای فعالیت‌های جدید آماده می‌کند. با اجرای افزایش سرمایه ۴۰۰ درصدی، این هزینه‌ها به راحتی پوشش داده خواهد شد و حاشیه سود بهبود می‌یابد.

بدهی‌های روبه‌رشد نیز نه نشانه تنگنای مالی، بلکه ابزاری برای شتاب‌بخشی به رشد است. در محیطی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری جذاب وجود دارد، استفاده از اهرم مالی می‌تواند بازدهی سهامداران را به سطح بالاتری برساند. نسبت بدهی به حقوق مالکانه ۱.۱۱، هنوز در محدوده مدیریت‌شده و قابل کنترل قرار دارد. توسعه آرمان‌مهان در سال ۱۴۰۴ نشان داد که می‌تواند در شرایط دشوار، سودآوری خود را حفظ و حتی ارتقا دهد. سال ۱۴۰۵، سالی خواهد بود که شرکت با پشتوانه افزایش سرمایه، زیرساخت‌های توسعه‌ای و تجربه موفق مدیریت بحران، به سمت جایگاهی برتر در بازار سرمایه کشور حرکت خواهد کرد.

سهم توسعه آرمان‌مهان از سود این شرکت‌ها در سال ۱۴۰۴ با جهش ۹۰ درصدی به ۹۰۸ میلیارد ریال رسید.

فرآیند آزادسازی سهام عدالت که از سال ۱۳۸۵ آغاز شد، تاکنون ۲۸ شرکت استانی را به بازار سرمایه رسانده است. پنج شرکت باقی‌مانده شامل تهران، البرز، سمنان، قم و قزوین در حال تکمیل فرآیند پذیرش هستند. دو شرکت قم و قزوین هر چند هنوز مجمع عمومی برگزار نکرده‌اند، اما در لیست سهامی عام سازمان بورس قرار گرفته و گزارش‌گری منظم دارند. آخرین تصمیم شورای عالی بورس، مسیر پذیرش شرکت‌های باقی‌مانده را هموارتر کرده است. بر اساس این مصوبه، تعاونی‌های شهرستانی با تصویب صورت‌های مالی و حضور حداقل ۲۰ درصد اعضا، می‌توانند به عنوان نماینده سهامداران حقیقی در مجامع شرکت‌های استانی حضور یابند.

این سازوکار، زمینه مشارکت گسترده‌تر و تسریع در روند پذیرش را فراهم می‌کند. سودهای پرداختی شرکت‌های استانی روندی صعودی دارد. نمودار سودریالی هر سهم نشان می‌دهد که پرداخت‌ها در سال‌های اخیر در یک محدوده پایدار بوده، اما در سال ۱۴۰۴ با افزایش همراه بوده است. این روند با تکمیل آزادسازی و ورود همه شرکت‌ها به بورس، پتانسیل شتاب بیشتری دارد.

● صورت‌های مالی؛ رشد دارایی‌ها با اهرم مالی هوشمندانه

ترازنامه شرکت در پایان سال ۱۴۰۴ تصویر یک رشد هدفمند و مدیریت‌شده را نشان می‌دهد. جمع دارایی‌ها با ۲۲ درصد رشد از ۲۳،۱۹۶ به ۲۸،۲۵۰ میلیارد ریال رسید. این رشد با افزایش ۳۹ درصدی بدهی‌ها از ۱۰،۶۸۰ به ۱۴،۸۴۸ میلیارد ریال همراه بود که نشان‌دهنده استفاده هوشمندانه از اهرم مالی برای توسعه فعالیت‌هاست. حقوق مالکانه ۷ درصد رشد کرد و از ۱۲،۵۱۶ به ۱۳،۴۰۲ میلیارد ریال رسید. نسبت بازده حقوق مالکانه (ROE) از ۱۷ درصد به ۱۸ درصد افزایش یافت؛ یعنی شرکت توانسته با بهره‌گیری از منابع مالی خارجی، بازدهی بالاتری برای سهامداران ایجاد کند. این استراتژی در محیطی که نرخ بهره سپرده‌های بانکی پایین است و فرصت‌های سرمایه‌گذاری جذاب وجود دارد، کاملاً منطقی است. خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) شرکت با ۴۵ درصد رشد قابل توجه، از ۱۲،۶۷۳ به ۱۸،۴۳۸ میلیارد ریال رسید. مازاد پر تقوی بورسی که در سال ۱۴۰۳ منفی ۴۴۰ میلیارد ریال بود، در سال ۱۴۰۴ به مثبت ۳،۴۹۱ میلیارد ریال جهش کرد. مازاد غیربورسی نیز از ۵۹۶ به ۱،۵۴۴ میلیارد ریال، بیش از ۲۵ برابر شد.

این ارقام نشان می‌دهد که دارایی‌های شرکت در حال ارزشمندتر

پرتفوی را نشان می‌دهد. در شرایطی که بازار سهام به دلیل التهابات منطقه‌ای و دوره‌های تعطیلی باریسک نقدشوندگی مواجه بود، شرکت با حرکت هوشمندانه به سمت صندوق‌های قابل معامله، توانست نقدینگی خود را حفظ کرده و از فرصت‌های کوتاه‌مدت کسب سود کند.

● سود نقدی ۲،۶۷۶ میلیارد ریالی؛ جهشی که صندوق‌ها در بزنگاه رقم زدند

درآمدهای عملیاتی سال ۱۴۰۴ با رقم ۳،۷۱۶ میلیارد ریال، نسبت به سال قبل ۲۵ درصد رشد کرد. اما آنچه این رشد را از یک افزایش معمولی به یک جهش تبدیل کرد، ترکیب درآمدها بود: ۷۲ درصد درآمدها از محل سود سهام دریافتی و ۲۸ درصد از فروش سرمایه‌گذاری‌ها حاصل شد.

سود نقدی سرمایه‌گذاری‌ها با ۵۳ درصد افزایش نسبت به سال ۱۴۰۳، به ۲،۶۷۶ میلیارد ریال رسید. ۶۴ درصد این سود از محل شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی و ۳۲ درصد از صندوق‌ها تأمین شد. این در حالی است که در سال قبل، سهم صندوق‌ها در سود نقدی بسیار ناچیز بود. این تغییر استراتژی از خرید سهام به سمت صندوق‌ها، پاسخی هوشمندانه به شرایط جنگی و تعطیلی‌های مکرر بورس بود. در دوره‌هایی که امکان معامله سهام به دلیل شرایط غیرعادی بازار محدود یا غیرممکن بود، صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله همچنان امکان نقدشوندگی داشتند و شرکت توانست بدون توقف فعالیت، سودآوری خود را ادامه دهد. در واقع، صندوق‌ها نه تنها زیان‌ده نبودند، بلکه ۳۲ درصد سود نقدی شرکت را تأمین کردند؛ یعنی در بزنگاه، این ابزار جای خالی سهام را پر کرد. اما در سمت فروش سرمایه‌گذاری‌ها، روند معکوس دیده می‌شود. سود فروش سرمایه‌گذاری‌ها با ۱۵ درصد کاهش از ۱،۲۲۱ به ۱،۰۴۰ میلیارد ریال رسید. در سال ۱۴۰۴، ۵۳ درصد این سود از فروش سهام و ۴۷ درصد از فروش صندوق‌ها بود، در حالی که در سال ۱۴۰۳، ۵۵ درصد از محل صندوق‌ها و ۴۵ درصد از سهام تأمین شده بود. این جابجایی نشان می‌دهد شرکت در سال ۱۴۰۴ بیشتر صندوق‌خریده و سهام فروخته است؛ یعنی حرکتی استراتژیک برای مدیریت ریسک در شرایط بحرانی.

● استانی‌ها؛ سنگ بنای سودآوری در آستانه تحول

شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی با ۲۹ درصد سهم پرتفوی و ۶۴ درصد سود نقدی، همچنان ستون اصلی درآمدی شرکت هستند.



سرمایه‌گذاری
توسعه آرمان‌مهان
(سهامی خاص)

شرکت سرمایه‌گذاری توسعه آرمان‌مهان در سال مالی ۱۴۰۴ با رشد ۲۵ درصدی درآمدهای عملیاتی و جهش ۹۰ درصدی سود نقدی در یافتی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی، یکی از پربازده‌ترین دوره‌های فعالیت خود را پشت سر گذاشت. این عملکرد در شرایطی رقم خورد که بازار سرمایه کشور با نوسانات شدید و دوره‌های تعطیلی مواجه بود.

● افزایش سرمایه ۴۰۰ درصدی؛ پشتوانه رشد و توسعه

یکی از مهم‌ترین اقدامات سال ۱۴۰۴، اخذ مجوز افزایش سرمایه ۴۰۰ درصدی از محل سود انباشته بود که پس از تأیید حسابرس، برای تصویب نهایی به سازمان بورس و اوراق بهادار ارسال شد. این اقدام در شرایطی صورت گرفت که سرمایه‌ثبت‌شده شرکت در پایان سال ۱۴۰۴ همچنان رقم یک‌هزار میلیارد ریال ثبت شده بود و هنوز در صورت‌های مالی منعکس نشده است.

این افزایش سرمایه، ظرفیت شرکت را برای توسعه فعالیت‌های جدید از جمله تأسیس شرکت سبذگردانی و دو شرکت فرعی با نام‌های «تجارت گستر مهرآیندگان» و «توسعه ترازو مهان» تقویت می‌کند. در این مسیر، توسعه سرمایه‌انسانی از ۱۸ به ۲۴ نفر و تغییر مرکز اصلی شرکت به مکان جدید، اقداماتی بود که زیرساخت‌های لازم برای فعالیت‌های توسعه‌ای آتی را فراهم آورد.

● پرتفوی که استانی‌ها را پس زد، صندوق‌ها را کشید

ترکیب پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت در سال ۱۴۰۴ تغییرات معناداری داشت. سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی با سهم ۲۹ درصدی از بهای تمام‌شده، همچنان بزرگ‌ترین بخش پرتفوی را تشکیل می‌دهند، اما این سهم نسبت به سال قبل ۵ درصد کاهش یافته است. دلیل این کاهش نه فروش، که افزایش ارزش کل سرمایه‌گذاری‌ها و ورود دارایی‌های جدید به پرتفوی بود. در مقابل، صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله با خریدهای گسترده، سهم خود را از تنها ۱ درصد به ۱۲ درصد افزایش دادند. صنعت شیمیایی با ۱۳ درصد در رتبه دوم و صندوق‌ها با ۱۲ درصد در رتبه سوم قرار گرفتند. سهم بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نیز ۴ درصد رشد کرد، در حالی که سهم صنعت شیمیایی یک درصد افت داشت. این تغییر ترکیب، انعطاف‌پذیری شرکت در مدیریت

واکاوی کارنامه بازار سرمایه: بیم‌ها و امیدهای حرکت در مرز تورم و واقعیت

مجید بهرامی

مدیرعامل شرکت سرمایه گذاری توسعه آرمان مهان

بازار سرمایه ایران در سال ۱۴۰۴، تصویر پاردو کسب‌وکاری از رشد اسمی و عقب‌نشینی حقیقی را به نمایش گذاشت. نگاهی به کارنامه این سال نشان می‌دهد که میانگین ارزش ماهانه بازار با ثبت افزایشی ۲۹ درصدی نسبت به سال گذشته، از رقم ۹۲ هزار و ۳۳۶ میلیارد ریال به حدود ۱۱۹ هزار و ۴۲۸ میلیارد ریال رسیده است.

با این حال، این صعود ریالی تمام واقعیت را بازگو نمی‌کند؛ چرا که ارزش دلاری بازار در همین بازه زمانی با افت ۱۶ درصدی مواجه شد تا مشخص شود بخشی از رشد ثبت‌شده، بیش از آنکه حاصل توسعه ساختاری باشد، بازتاب پناه گرفتن سرمایه‌ها در برابر تورم بوده است.

در این میان، محرک‌های اصلی ثبت قله‌های تاریخی جدید برای شاخص کل، جهش نرخ ارز و فشارهای تورمی بودند. اگرچه بنگاه‌های صادرات محور بیشترین بازدهی را از این وضعیت کسب کردند، اما نگاهی عمیق‌تر به صورت‌های مالی شرکت‌ها فاش می‌کند که این بهبود عملکرد، عمدتاً ناشی از نوسانات پولی و ارزی بوده و ریشه استواری در افزایش واقعی ظرفیت‌های تولیدی یا اجرای طرح‌های توسعه‌ای ندارد.

پویایی مشروط نقدینگی و بلوغ ناپیوسته ابزارهای مالی

در بخش معاملات، جریان نقدینگی اگرچه با تردید، اما با پویایی قابل توجهی به بازار بازگشت. میانگین ماهانه ارزش معاملات در سال ۱۴۰۴ با رشدی دو برابری نسبت به سال قبل به حدود ۴۹ هزار و ۲۲۰ میلیارد ریال رسید و بورس را به یکی از مقاصد اصلی تخصیص سرمایه تبدیل کرد. این بازار در طول سال دو اوج معاملاتی بی‌سابقه را از سال ۱۳۹۷ به این سو تجربه کرد؛ نخست

در اردیبهشت‌ماه و در بستر فرا بورس با ثبت رقم ۶۱ هزار و ۶۳۲ میلیارد ریال، و سپس در دی‌ماه و در تالار شیشه‌ای بورس تهران با رقم ۶ هزار و ۷۰۷ میلیارد ریال. پایداری صعودی بازار حتی پس از تنش‌های ژئوپلیتیکی موسوم به «جنگ ۱۲ روزه»، گواهی بر این پویایی بود؛ هرچند تداوم محدودیت در دامنه نوسان قیمتی به عنوان یک مانع ساختاری، سرعت تعمیق کارایی بازار و فرآیند منطقی کشف قیمت را کند کرد.

هم‌زمان، بازار اوراق مشتقه شاهد جهشی بی‌سابقه بود و میانگین ماهانه ارزش معاملات قرارداد‌های اختیار خرید و فروش با رشدی نزدیک به سه برابر نسبت به سال گذشته، به رقم ۱۳۳ هزار و ۱۶۴ میلیارد ریال دست یافت. این استقبال چشمگیر که با تکیه بر توسعه زیرساخت‌های معاملاتی و بهبود سامانه‌های نظارتی محقق شد، نشان‌دهنده افزایش نیاز فعالان بازار به ابزارهای پوشش ریسک در مواجهه با ناطمینانی‌های سیاسی و اقتصادی بود.

با این وجود، کمبود بازارگردان‌های فعال، عمق نسبتاً پایین و تمرکز شدید معاملات بر چند نماد خاص، همچنان مانع از دستیابی این بازار به جایگاه واقعی‌اش در ساختار مالی کشور می‌شود.

کالیبراسیون نسبت‌های مالی و تغییر ذائقه سرمایه‌گذاران

از منظر نسبت‌های تحلیلی، بازار سرمایه در سال ۱۴۰۴ به سمت سطوح منطقی‌تر و متعادل‌تری حرکت کرد. نسبت P/E بازار که در سال ۱۳۹۹ قله ۱۹۰۷ را فتح کرده بود، پس از ریزش‌های متوالی در نهایت در حوالی ۱۶۰۸ آرام گرفت. نسبت P/S نیز با افتی ۷۳ درصدی نسبت به اوج ۵۹ در سال ۱۳۹۹، به رقم ۱۶ در پایان سال ۱۴۰۴ رسید که این کاهش می‌تواند نشان‌دهنده تعدیل انتظارات از درآمدهای آتی یا بهبود در آمار فروش شرکت‌ها بدون رشد همگام قیمت سهام باشد.

در این میان، نسبت سود تقسیمی (D/E) به حدود ۵۵ درصد

کاهش یافت که حکایت از جاماندن نرخ رشد سودهای نقدی تقسیم‌شده از سرعت رشد سودآوری کل شرکت‌ها دارد. با این حال، افت ۶۹ درصدی نسبت P/D نسبت به سقف غیر واقعی سال ۱۳۹۹، گویای بازگشت تدریجی نماگرهای مالی به ثبات است. در پهنه بازارهای موازی، صندوق‌های طلا با ثبت بازدهی خیره‌کننده ۱۶۵ درصدی، در صدر طبقات دارایی ایستادند و پس از آن‌ها، دلار و صندوق‌های درآمد ثابت در رتبه‌های بعدی قرار گرفتند.

این درخشش که بخشی از آن وام‌دار صعود جهانی انس طلا در پی ناآرامی‌های منطقه‌ای بود، توجه سرمایه‌گذاران را به خود جلب کرد. در همین حال، تمرکز فرصت‌های سودآور در شرکت‌های بزرگ شاخص‌ساز سبب شد که شاخص هم‌وزن عملکرد ضعیف‌تری رانسیب به شاخص کل ثبت کند و شرکت‌های کوچک‌تر از این رالی جا بمانند. در سمت دیگر، بازار مسکن تهران نیز با افت حجم معاملات روبرو شد و ارزش دلاری آن با افتی ۲۱ درصدی، از ۱۲۶۴ دلار در سال ۱۴۰۳ به ۹۹۸ دلار در هر متر مربع در سال ۱۴۰۴ کاهش یافت؛ رقمی که ۱۳۰۷ درصد پایین‌تر از میانگین بلندمدت یازده‌ساله (۱۳۹۳ تا ۱۴۰۴) یعنی ۱۱۵۴ دلار قرار دارد.

این نوسانات، ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری را نیز دستخوش تغییر کرد. در پایان سال ۱۴۰۴، تعداد کل صندوق‌ها به ۵۵۷ عدد رسید که ۲۵۶ واحد آن قابل معامله (ETF) بوده و خالص ارزش دارایی‌های آن‌ها رقم ۱۳ هزار و ۵۱۹ میلیارد ریال را ثبت کرد. بررسی سهم بازار نشان می‌دهد که ۴۵ درصد از خالص ارزش دارایی‌ها در اختیار صندوق‌های درآمد ثابت، ۴۰ درصد در صندوق‌های کالایی و ۱۳ درصد در صندوق‌های سهامی قرار گرفته است. نکته تامل‌برانگیز، جهش سهم صندوق‌های کالایی (عمدتاً طلا) از ۳۰ درصد در سال ۱۴۰۳ به ۴۰ درصد در سال ۱۴۰۴ بود که تایید‌کننده پناه گرفتن سنگین نقدینگی در دارایی‌های امن است؛ جریانی که البته در صورت رونق پایدار بازار سهام، مستعد معکوس شدن است.

افق ۱۴۰۵: تلاقی ارزش‌گذاری ساختاری و محرک‌های ناپایدار

ترسیم چشم‌انداز سال ۱۴۰۵ نیازمند تفکیک دقیق فرصت‌های پیش‌رو از ریسک‌های سیستماتیک است.

فرصت‌های پیش‌رو: قرارگیری نسبت‌های P/E و P/S در سطوحی پایین‌تر از میانگین تاریخی، ارزش‌گذاری نسبی بازار سهام را در مقایسه با بازارهای موازی تقویت می‌کند.

اگرچه صندوق‌های درآمد ثابت با افزایش نرخ بهره به رقیبی سرسخت برای سهام تبدیل شده‌اند، اما تثبیت یا کاهش این نرخ در کنار فروکش کردن ریسک‌های سیستماتیک، می‌تواند سیل نقدینگی را مجدداً به سمت تالار شیشه‌ای هدایت کند.

بازارهای موازی نظیر مسکن به دلیل قرارگیری در قیمت‌های دلاری پایین‌تر از میانگین بلندمدت، پتانسیل جذب سرمایه دارند و بازار اوراق مشتقه نیز در صورت رفع محدودیت‌های ساختاری، آماده جهش اساسی است.

ریسک‌های پیش‌رو: تداوم رشد نرخ ارز و تورم اگرچه در کوتاه‌مدت محرک صعود اسمی صورت‌های مالی است، اما پایداری و کیفیت سودآوری صنایع را به شدت تهدید می‌کند.

ریسک‌های ژئوپلیتیکی و ناطمینانی‌های سیاسی همواره می‌توانند به ناگاه مسیر نقدینگی را منحرف کنند.

عدم اصلاح محدودیت دامنه نوسان، کارایی بازار را در سطح پایینی نگه می‌دارد و وابستگی سود شرکت‌ها به متغیرهای کلان پولی به جای بهره‌وری واقعی، آسیب‌پذیری اقتصاد کلان بازار را حفظ می‌کند.

همچنین کمبود بازارگردان‌های فعال در حوزه ابزارهای نوین، مانعی جدی برای تعمیق بازار خواهد بود.

در نهایت، سال ۱۴۰۵ برای بازار سرمایه سال آزمون اصالت خواهد بود؛ دوره‌ای که در آن مشخص می‌شود آیا رشد ۲۹ درصدی ارزش بازار و دو برابر شدن ارزش معاملات، پایه‌ای مستحکم و بنیادی دارد یا بورس همچنان به عنوان گروگان متغیرهای پولی و ارزی خارج از کنترل خود، به حرکت ادامه می‌دهد.



هدف حافظ
مشاور سرمایه‌گذاری



گاهی فقط
یک قطعه لازم است

با انواع راهکارهای تخصصی تامین مالی، در کنار شما هستیم

اجرای موفق بیش از ۵۰,۰۰۰ میلیارد ریال پروژه تامین مالی

آخرین پروژه‌های هدف حافظ در سال ۱۴۰۵:

- گروه صنعتی انتخاب (۷,۰۰۰ میلیارد ریال)
- شرکت صنعتی دوده فام (۳,۰۰۰ میلیارد ریال)

راه ارتباطی: ۰۲۱-۹۱۰۰۲۲۰۰ (داخلی ۳۱۰-۲۲۳)

صدر نشین بازار طلا هستیم!

رتبه ۱ معاملات گواهی سپرده شمش طلا



کارگزاری
بانک سامان

www.samanbourse.ir @samantahlil ۰۲۱-۹۱۰۰۳۴۷ ۰۲۱-۴۳۰۲۴۰۰۰

از شوک سیستماتیک تا تاب آوری استراتژیک:

تحلیل فرآیندی زنجیره چالش‌ها در بنگاه‌های اقتصادی

حالی که کانال‌های تأمین مالی بانکی و اعتباری با محدودیت‌های انقباضی روبرو هستند.

● **کاهش نقدشوندگی دارایی‌ها:** نوسانات و رکود مقطعی بازار سرمایه، امکان نقد کردن دارایی‌ها از محل پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذار را با محدودیت مواجه می‌کند. طولانی شدن دوره وصول مطالبات: کاهش سودآوری شرکت‌های سرمایه‌پذیر، پرداخت سود مصوب مجامع را به تأخیر انداخته و با تورم حساب‌های دریافتی، جریان نقدینگی ورودی بنگاه‌ها را تضعیف می‌کند.

● **صنعت پالایش: الگوی پیشگام در مواجهه با عدم قطعیت‌های مقرراتی** نمود عینی و هوشمندانه مواجهه با این زنجیره عدم قطعیت را می‌توان در صنعت پالایشگاهی کشور رصد کرد؛ جایی که تطبیق «واقعیت‌های اقتصادی جهان» با «سیاست‌های حمایتی و مقررات اضطراری دولت» نیازمند انعطاف‌پذیری بالایی است و اگرایی نرخ‌های جهانی و ابلاغیه‌های داخلی: در شرایطی که بحران‌های بین‌المللی کرکاسپردها و قیمت جهانی نفت را صعودی کرده است، ابلاغیه‌های نظارتی (مانند ابلاغیه شماره ۱۸۷ مدیر بازرگانی شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده‌های نفتی در ششم فروردین ماه ۱۴۰۵)، پالایشگاه‌ها را مکلف به محاسبه قیمت فرآورده‌های مصرف داخلی بر اساس آخرین نرخ‌های قبل از اسفند ۱۴۰۴ کرده است.

● **رویکرد محتاطانه مالی در فضای مبهم محاسباتی:** وجود ابهام محاسباتی میان نرخ بهمن‌ماه یا روزهای ابتدایی اسفند، شرکت‌های فعال در این صنعت را بر آن داشته تا جهت رعایت اصل احتیاط در گزارشگری مالی، میانگین نرخ‌های بهمن‌ماه را مبنای قرار دهند.

● **افق مقرراتی و ضرورت شیوه‌نامه‌های پایدار (مصوبه ۱۴ اردیبهشت ۱۴۰۵ هیئت وزیران):**

طبق این مصوبه، مبنای محاسبات فعلی حداکثر تا پایان تیرماه ۱۴۰۵ بر اساس ابلاغیه‌های سال گذشته تثبیت شده و نهادهای متولی مکلف به تدوین شیوه‌نامه جدید قیمت‌گذاری با همکاری کارشناسی انجمن صنفی کارفرمای صنعت پالایش تا اواسط خردادماه شده‌اند. این تحولات نشان می‌دهد که مبالغ درج‌شده در صورت‌های مالی کنونی واجد خصلت «علی‌الحساب» بوده و حاوی عدم قطعیت بالایی هستند؛ موضوعی که ضرورت تسریع در ابلاغ فرآیندهای نهایی قیمت‌گذاری را برای شفافیت بیشتر این صنعت استراتژیک دوچندان می‌کند.

و وقوع تنش‌های نظامی و تثبیت شرایط اضطراری در اقتصاد کلان، مصداق بارز ریسک سیستماتیک است؛ بحرانی خارج از چارچوب کنترل مدیریت که افق تصمیم‌گیری‌های میان‌مدت و بلندمدت بنگاه‌های اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. ارزیابی استراتژیک وضعیت موجود نشان می‌دهد که این تحولات محیطی، اثری زنجیره‌وار دارند: از چالش‌های فیزیکی و لجستیکی آغاز شده و در نهایت به شکل انقباض نقدینگی، لزوم بازنگری در مدل‌های قیمت‌گذاری و پیچیدگی تدوین صورت‌های مالی نمایان می‌شوند. هدف این یادداشت، تبیین پیوسته این چالش‌ها و بررسی مکانیزم‌های دفاعی کلان جهت تعدیل و مهار اثرات آنهاست.

● **۱. فاز اول: دگرگونی در فرآیندهای لجستیک و تجارت خارجی** شوک اول بحران، پایداری زنجیره تأمین و بازارهای هدف را متأثر می‌سازد: **تغییرات در خطوط ترانزیتی و محدودیت‌های مرزی:** فرایند تأمین به موقع مواد اولیه و تجهیزات وارداتی را با کندی و اختلال مواجه می‌کند.

● **تمرکز بر نیازهای بازار داخلی:** الزامات تنظیم بازار و اولویت یافتن نیازهای درون‌مرزی، به طور طبیعی حجم درآمد صادراتی بنگاه‌ها و پتانسیل منافع حاصل از تسعیر نرخ ارز را تحت شعاع قرار می‌دهد.

● **۲. فاز دوم: نوسانات خطوط تولید و چالش صیانت از سرمایه انسانی** در سطح بعدی، ریسک‌های زیرساختی و انسانی، پتانسیل تولید صنایع را تحت الشعاع قرار می‌دهند:

● **محدودیت‌های حامل‌های انرژی:** با توجه به الزامات قانونی مبنی بر اولویت تخصیص انرژی به بخش خانگی در شرایط اضطرار، خطوط تولید صنایع بزرگ و کارخانجات با قطع مکرر جریان انرژی و در نتیجه توقف‌های ناخواسته روبرو می‌شوند

● **ریسک فرسایش بدنه کارشناسی:** نااطمینانی‌های محیطی، نرخ جابجایی و مهاجرت سرمایه انسانی متخصص را افزایش می‌دهد. هزینه‌های زمانی و مالی جایگزینی این نیروها، حفظ کارایی بهینه سیستم‌های مدیریتی را با چالش مواجه می‌کند.

● **۳. فاز سوم: انقباض جریان نقدینگی و محدودیت منابع مالی**

● **تلاقی چالش‌های لجستیکی، تولیدی و انسانی، فشار مضاعفی را بر سرمایه در گردش شرکت‌ها وارد می‌سازد:** رشد صعودی هزینه‌های جاری: مخارج خرید مواد اولیه، دستمزد و حامل‌های انرژی به شدت افزایش می‌یابد؛ در

سلاح بیولوژیک در برابر تهدید هسته‌ای و موجودیت یک کشور

علی ملکی

ایجاد رنج کور و غیرقابل کنترل، هر دو به یکسان ممنوع و منفور اخلاقی دانسته شده‌اند. با این حال، هنگامی که یک کشور ضعیف مانند کوبا در معرض نابودی کامل قرار می‌گیرد، هنگامی که هیچ سازوکار حقوقی در جهان از موجودیت آن حمایت نمی‌کند و خود را تنها در میان قوانین جنگل می‌یابد، آن‌گاه منطق بقا سخنی دیگر می‌گوید.

در چنین وضعیتی، نمی‌توان از کشوری که حیاتش هدف قرار گرفته، انتظار داشت دست‌بسته نظاره‌گر پایان خود باشد. صادقانه باید گفت: اگر قرار باشد ملتی محو شود، این حق طبیعی و غیرقابل سلب اوست که با هر ابزار در دسترس، از جمله سلاح بیولوژیک، معادله را به باخت-باخت بدل سازد؛ نه از سر تجاوز، که از سر اضطرار مطلق برای بازدارندگی. واقعیت‌های میدانی این سناریو را کاملاً باورپذیر می‌سازد. کوبا امروز با سرمایه‌گذاری هفتمند در بیوتکنولوژی، در زمره برترین کشورهای جهان قرار دارد و توانمندی‌های چشمگیر آن در این حوزه بارها حتی از سوی محافل علمی غربی تصدیق شده است. این کشور تنها ۱۴۴ کیلومتر با سواحل فلوریدا فاصله دارد؛ فاصله‌ای که در عصر زیست مهندسی، به معنای آسیب‌پذیری شگرف خاک اصلی ایالات متحده در برابر پاسخی نامتعارف است.

اشاره به این واقعیت‌های تلخ، ضروری است. اگر جامعه بین‌المللی نخواهد شاهد گشوده شدن جعبه پاندورا و تسلیحات ممنوعه باشد، چاره‌ای جز بازگشت به حاکمیت قانون و مهار زیاده‌خواهی قدرتهای زورگو ندارد. در غیر این صورت، قربانیان بالقوه، خود دست به کار خواهند شد و تمدن بشری بهای سنگینی خواهد پرداخت.

نظم شکننده بین‌المللی در سال‌های اخیر با سلسله رفتارهایی روبه‌رو شده است که نه تنها مرزهای حقوق بین‌الملل، که بنیان‌های حداقلی همزیستی میان دولت‌ها را هدف گرفته است. در صدر این رفتارها، دولت دونالد ترامپ با صراحتی بی‌سابقه قواعد بنیادین منشور ملل متحد را نادیده گرفت؛ از تهدید علنی به نابودی کشورهای مستقل گرفته تا آشکار ساختن سودای کشور گشایی و توسعه سرزمینی به بهانه‌های واهی. این رویکرد، جهان را به جنگلی بدل کرده که در آن قدرت، جای قانون را می‌گیرد. آنچه این تصویر را هولناک‌تر می‌سازد، تداوم عملی این دکترین است. حمله نظامی مستقیم به ایران، ربایش رئیس‌جمهور قانونی ونزوئلا در اقدامی بی‌سابقه علیه حاکمیت یک دولت عضو ملل متحد، تهدید آشکار به نابودی کوبا و اعمال محاصره دریایی علیه این کشور، همگی بدون کمترین توجیه حقوقی و در غیاب مجوز شورای امنیت صورت پذیرفته یا برنامهریزی شده‌اند. در همان حال، حمایت بی‌قیدوشرط واشنگتن از آنچه افکار عمومی جهان و مراجع بین‌المللی «نسل‌کشی» در غزه می‌خوانند، علی‌رغم اعتراض‌های گسترده جهانی ادامه یافته است. مجموع این کنش‌ها نشان می‌دهد که قدرتی خودخوانده، خود را فراتر از هر گونه تقیح یا پاسخگویی می‌پندارد.

جامعه بین‌المللی به درستی به کارگیری سلاح‌های هسته‌ای و بیولوژیک را تقیح می‌کند. سلاح هسته‌ای توانایی نابودسازی تمدن، و سلاح بیولوژیک با قابلیت

آثار ابلاغیه ارزی بانک مرکزی بر ترانزنامه «وبصادر»؛ پیش‌بینی درآمد ۲۱۶ هزار میلیارد ریالی بانک صادرات ایران از محل نرخ‌های جدید تسعیر



معاون مالی و اقتصادی بانک صادرات ایران در نامه‌ای رسمی به سازمان بورس و اوراق بهادار، جزئیات تکانه مثبت ارزی و تأثیر تغییر نرخ تسعیر اقلام پولی دارایی‌ها و بدهی‌های ارزی بر ترانزنامه پایان سال مالی ۱۴۰۴ را افشا کرد.



پیرو ابلاغیه کلان نظارتی و در راستای رعایت مفاد دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس، سیدمجتبی صالحی، معاون مالی و اقتصادی بانک صادرات ایران، ابعاد مالی و محاسباتی ناشی از آخرین تکالیف ارزی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران را اعلام کرد.

مطابق با بخشنامه ۱۳ اردیبهشت‌ماه ۱۴۰۵ بانک مرکزی با موضوع تعیین نرخ تسعیر اقلام پولی دارایی‌ها و بدهی‌های ارزی شبکه بانکی کشور، مبنای محاسبات ارزی برای گزارشگری مالی منتهی به پایان اسفندماه سال ۱۴۰۴ به طور کامل مشخص شده است.

بر پایه این تکالیف ابلاغی، مقرر گردیده است که مبنای تسعیر اقلام پولی دارایی‌ها و بدهی‌های ارزی بر اساس نرخ خرید حواله مرکز مبادله ارز و طلای ایران برای هر ارز در تاریخ ۲۸ اسفندماه ۱۴۰۴ استوار باشد.

با این حساب، نرخ تسعیر برای هر یورو معادل ۱،۵۶۸،۷۶۲ ریال و برای هر دلار آمریکا معادل ۱،۳۶۲،۳۵۸ ریال مبنای عمل قرار گرفته و نرخ محاسباتی سایر اسعار جهان نیز بر پایه نرخ برابری متقاطع آن‌ها به یورو در همان مقطع زمانی پایانی سال تعیین شده است.

سیدمجتبی صالحی با تشریح جزئیات پوزیشن ارزی این بانک تأیید کرد که بانک صادرات ایران در حال حاضر از یک وضعیت باز ارزی مثبت و سنگین در محدوده حدود ۵۰۰ میلیون یورو برخوردار است.

به گفته معاون مالی و اقتصادی بانک صادرات، در این تراز ارزی مثبت، سپرده‌های ارزی مرتبط با اعتبارات اسنادی ریفاینانس شعب خارج از کشور در عملیات ارز خارجی نیز به طور کامل منظور شده است.

برآیند این پوزیشن مثبت ارزی با نرخ‌های ابلاغی جدید منیفست می‌کند که اعمال فرآیند تسعیر، با احتساب و کسر ذخیره ارزی

مناسب و الزامی، اثر درآمدی ناخالصی در حدود ۲۱۶ هزار میلیارد ریال (معادل ۲۱۶ همت) برای بانک صادرات ایران به همراه خواهد داشت.

در بخش پایانی این مکاتبه ارزی، معاون مالی و اقتصادی بانک صادرات یادآور شده است که تعیین دقیق، قطعی و کامل آثار این تکانه ارزی بر صورت سود و زیان نهایی بانک، مستلزم رعایت کامل تمامی بندهای بخشنامه مذکور، تکمیل نهایی فرآیند حسابرسی ترازنامه پایان سال و در نهایت منوط به اظهار نظر صریح و شفاف حسابرسان مستقل نسبت به ارقام خواهد بود.

صالحی همچنین با پاسخ به دغدغه فعالان بازار در خصوص سیاست‌های انقباضی پولی تصریح کرد که چالش ناشی از افزایش نرخ سپرده قانونی که در راستای تکالیف سیاست‌گذار پولی بانک مرکزی وضع شده است، با اتکا به تدابیر درون‌سازمانی و مدیریت بهینه نقدینگی در بانک صادرات قابل تعدیل و کنترل خواهد بود.

بر اساس اعلام رسمی معاون مالی و اقتصادی بانک، صورت‌های مالی مقطع ۲۹ اسفندماه ۱۴۰۴ با سرعت در حال آماده‌سازی است و به محض نهایی شدن، جهت اطلاع عموم سهامداران بر روی سامانه کدال افشا می‌گردد.

بورس ایران در نقطه تلاقی

تورم اسمی و واقعیت‌های اقتصادی

مهرداد حقگو

مدیر تحلیل کارگزاری بانک صنعت و معدن

بازار سرمایه ایران پس از یکی از پرتنش‌ترین دوره‌های تاریخ معاصر خود، اکنون در نقطه‌ای قرار گرفته که تحلیل آن صرفاً با ابزارهای مرسوم مالی امکان‌پذیر نیست. جنگ و تبعات آن نه تنها فضای سیاسی و اقتصادی کشور را تحت تأثیر قرار داد، بلکه رفتار سرمایه‌گذاران، انتظارات تورمی و حتی چشم‌انداز سودآوری شرکت‌ها را نیز دستخوش تغییر کرد. در چنین شرایطی طبیعی بود که فعالان بازار پیش از بازگشایی معاملات، سناریوهای متفاوتی را برای آینده بورس متصور باشند؛ سناریوهایی که از ریزش‌های سنگین تا بازگشت تدریجی اعتماد را در بر می‌گرفت. واقعیت این است که پیش از بازگشایی بازار، با توجه به شرایط جنگی کشور، افزایش ریسک‌های سیاسی و اقتصادی و همچنین توقف طولانی مدت معاملات، انتظار فشار فروش قابل توجهی وجود داشت. بیش از دو ماه توقف بخش مهمی از معاملات، عملاً به معنای انباشت تقاضای خروج و نوعی حبس نقدینگی بود. از این رو بسیاری از تحلیلگران کاهش ۲۰ تا ۳۰ درصدی شاخص‌ها را دور از انتظار نمی‌دانستند. با این حال، حمایت‌های صورت‌گرفته در روزهای ابتدایی بازگشایی و حضور تقاضا در برخی نمادها موجب شد بازار رفتاری متفاوت از بدبینانه‌ترین سناریوها از خود نشان دهد و تا حدی از شدت نگرانی‌ها کاسته شود.

با این وجود، هنوز یکی از مهم‌ترین ابهامات بازار به نمادهای متوقف بازمی‌گردد. بخشی از این شرکت‌ها به صورت مستقیم از جنگ آسیب دیده‌اند و بخشی دیگر نیز به شکل غیرمستقیم تحت تأثیر اختلالات اقتصادی، کاهش تولید یا آسیب به زنجیره تأمین قرار گرفته‌اند. بنابراین نمی‌توان احتمال افزایش عرضه پس از بازگشایی این نمادها را نادیده گرفت. با این حال، میزان این فشار فروش به شدت وابسته به کیفیت و شفافیت گزارش‌هایی است که ناشران منتشر خواهند کرد. هرچه تصویر روشن‌تری از میزان خسارت‌ها، وضعیت تولید و چشم‌انداز فعالیت شرکت‌ها ارائه شود، بازار نیز واکنش منطقی‌تری خواهد داشت. در مقابل، ابهام و نبود اطلاعات کافی می‌تواند به تشدید رفتارهای هیجانی منجر شود.

از سوی دیگر، ارزیابی نسبت ریسک به بازده بازار در شرایط فعلی نیازمند توجه هم‌زمان به دو متغیر مهم است؛ نخست ریسک‌های سیاسی و اقتصادی که همچنان در سطوح بالایی قرار دارند و دوم

سطح ارزندگی سهام، در سال‌های اخیر بسیاری از شرکت‌های بورسی به رغم تورم‌های بالا و رشد نرخ ارز، از منظر ارزش‌گذاری در سطوح نسبتاً ارزی معامله شده‌اند. همین موضوع باعث شده است که در صورت کاهش نسبی نااطمینانی‌ها، ظرفیت رشد برای بخشی از بازار همچنان وجود داشته باشد. به بیان دیگر، هر چند ریسک‌ها همچنان قابل توجه هستند، اما بازده مورد انتظار نیز نسبت به گذشته جذاب‌تر شده و همین موضوع نگاه بخشی از سرمایه‌گذاران را به بازار سهام مثبت نگه داشته است.

موضوع مهم دیگر، نقش تورم در رشد بازار سرمایه است. بدون تردید بخشی از رشد بورس در چنین شرایطی جنبه اسمی دارد؛ زیرا اقتصاد ایران سال‌هاست با تورم مزمن دست و پنجه نرم می‌کند و پس از جنگ نیز افزایش قیمت بسیاری از کالاها و خدمات با سرعت بیشتری ادامه یافته است. اما تقلیل تمام رشد بازار به تورم اسمی نیز تحلیل کاملی نیست. سرمایه‌گذاران علاوه بر اثر تورم، به رشد درآمد و فروش شرکت‌ها در آینده نیز توجه دارند. افزایش نرخ محصولات و جایگزینی دارایی‌ها با هزینه‌های بالاتر می‌تواند بخشی از سودآوری شرکت‌ها را تقویت کند و از این منظر، بخشی از رشد بازار می‌تواند ریشه در واقعیت‌های اقتصادی داشته باشد.

البته نباید از سوی دیگر ماجرا غافل شد. اقتصاد کشور در شرایط مطلوبی قرار ندارد و به نظر می‌رسد در ماه‌های آینده آثار جنگ و محدودیت‌های زیرساختی در صورت‌های مالی شرکت‌ها نمایان شود. برخی بنگاه‌ها مستقیماً از آسیب‌های فیزیکی جنگ متأثر شده‌اند و برخی دیگر با محدودیت‌های انرژی، قطعی برق و کمبود گاز روبه‌رو هستند که می‌تواند به کاهش تولید و افت فروش مقداری منجر شود. احتمالاً در گزارش‌های سه‌ماهه دوم سال این موضوع با وضوح بیشتری مشاهده خواهد شد و حتی گزارش‌های سه‌ماهه نخست نیز چندان درخشان نخواهند بود. با این حال، فروش موجودی انبار و افزایش نرخ محصولات می‌تواند تا حدودی فشار وارده بر عملکرد شرکت‌ها را جبران کند.

در مجموع، بورس ایران امروز در نقطه تلاقی دو نیروی متضاد قرار گرفته است؛ از یک سو ریسک‌های سیاسی، آثار جنگ و ضعف متغیرهای واقعی اقتصاد و از سوی دیگر تورم بالا، ارزندگی نسبی سهام و انتظارات مربوط به رشد درآمد شرکت‌ها. مسیر آینده بازار بیش از هر زمان دیگری به میزان شفافیت شرکت‌ها، تحولات سیاسی و توان اقتصاد در عبور از چالش‌های فعلی وابسته خواهد بود.

سه ضلعی ثبات در بازار سرمایه؛ دکترین حمایت، جراحی نمادهای متوقف و پویایی صندوق‌های کالایی



لیلا عبدالهی

تحلیلگر بازار سرمایه

بازار سرمایه در مختصات کنونی خود، بیش از هر زمان دیگری به سه مؤلفه‌ی حیاتی «ثبات»، «شفافیت» و «حیاتی اعتماد عمومی» نیازمند است. برای ترسیم چشم‌انداز دقیق این بازار، باید تلاقی سه جریان عمده شامل تزریق سیاست‌های حمایتی، استراتژی بازگشایی نمادهای قفل شده و موقعیت صندوق‌های طلا و نقره را به طور هم‌زمان واکاوی کرد.

۱. دوزسنجی سیاست‌های حمایتی؛ مسکن‌های موقت در خدمات اصلاحات ساختاری

سیاست‌های حمایتی در بازار سرمایه حکم ابزارهایی موقت اما به شدت مؤثر را دارند که در بزنگاه‌های ریزشی، می‌توانند به عنوان ضربه‌گیر عمل کرده و از تشدید فشارهای فروش هیجانی جلوگیری کنند. شواهد بازار اثبات می‌کند که اثرگذاری این سیاست‌ها مشروط به سه اصل است: هدفمند بودن، شفافیت در اجرا و تناسب با اتمسفر معاملاتی.

هرگاه حاکمیت بازار با این فرمول دست به حمایت زده، آرامش نسبی بر معاملات حاکم شده است. با این حال، باید پذیریم که حمایت‌های مالی تنها یک فرصت تنفس (مسکن) ایجاد می‌کنند و اثربخشی پایدار آن‌ها در گروی جراحی‌های بزرگ‌تر مانند اصلاحات ساختاری، تقویت شفافیت اطلاعاتی و ارتقای کیفیت تصمیم‌گیری سیاست‌گذاران است.

۲. بن‌بست‌شکنی از نمادهای متوقف؛ جراحی دردناک اما گریزناپذیر بورس

یکی از گره‌های کور کنونی بازار، انجماد دارایی سهامداران در قالب نمادهای متوقف است. توقف طولانی مدت نمادها خروجی‌های مخربی چون تزریق ابهام، سقوط کارایی بازار و انباشت انتظارات منفی را به همراه دارد. نسخه بهینه برای عبور از این چالش، بازگشایی مرحله‌ای،

۳. دو قطبی طلا و نقره؛ سپر دفاعی تورم یا سوخت محرک سهام بنیادی؟

در سوی دیگر بازار، صندوق‌های کالایی (طلا و نقره) کماکان به عنوان پناهگاه‌های امن، بخشی از نقدینگی را به خود جذب می‌کنند. این صندوق‌ها در دوران اوج‌گیری ریسک‌های سیستماتیک، تهدیدهای ارزی و انتظارات تورمی، بهترین ابزار برای پوشش ریسک (HEDGING) هستند:

● **صندوق‌های طلا:** به دلیل ماهیت پایدارتر، ابزاری ایده‌آل برای سرمایه‌گذارانی هستند که استراتژی حفظ ارزش ذاتی دارایی در برابر غول تورم را دنبال می‌کنند.

● **صندوق‌های نقره:** به واسطه دامنه نوسان شدیدتر و پتانسیل بالاتر، به عنوان بهشتی برای معامله‌گران ریسک‌پذیر و نوسان‌گیر شناخته می‌شوند. با این وجود، جایگاهی نقدینگی در این بخش سیال است؛ در صورت فروکش کردن تنش‌های سیاسی و بهبود متغیرهای بنیادی بازار سهام، سناریوی محتمل، مهاجرت و کوچ بخشی از نقدینگی از این صندوق‌های کالایی به سمت سهام ارزان و بنیادی بازار خواهد بود.

برآیند راهبردی؛ استراتژی بقا در ماه‌های پیش‌رو

چشم‌انداز میان‌مدت بازار سرمایه به یک پازل چندبعدی وابسته است که قطعات آن رانحوه مدیریت بازگشایی نمادها، سیاست‌گذاری صحیح رول‌اتورها و تدوین گزارش‌های ماهانه بنیادی مطلوب شرکتهای تشکیل می‌دهند. در این اتمسفر گذار، هوشمندانه‌ترین استراتژی برای معامله‌گران، تنوع‌بخشی به سبد دارایی (DIVERSIFICATION)، پرهیز مطلق از تصمیمات تودوکار و هیجانی و تمرکز بر خرید سهام ارزنده‌وزیر ارزش ذاتی خواهد بود.

فرآیندی و مدیریت‌شده است؛ رویکردی که اگر با اطلاع‌رسانی شفافیت‌های و هماهنگی تنگاتنگ با سهامداران عمده همراه شود، عمق بازار را افزایش خواهد داد. اگر چه در کوتاه‌مدت ممکن است بازگشت این نمادها به تابلو با موجی از نوسانات و غلبان عرضه همراه باشد، اما در افق بلندمدت، حضور آن‌ها در چرخه معاملات، بستر را برای کشف قیمت عادلانه و تصمیم‌گیری عقلانی سرمایه‌گذاران هموار می‌سازد.

بازار پس از توفان؛

چشم‌انداز سرمایه‌گذاری در گذر از نااطمینانی

جبران این عقب‌ماندگی است. وقتی بازار برای مدتی طولانی از تورم عقب می‌ماند، در مقاطعی که نااطمینانی کاهش می‌یابد، معمولاً حرکت‌های تندتر و یکباره‌تری را تجربه می‌کند.

از منظر بنیادین نیز نشانه‌های تقویت‌کننده‌ای دیده می‌شود؛ گزارش‌های ماهانه اردیبهشت در بسیاری از صنایع مطلوب بوده و تصویری از فروش و حاشیه سود بهتر نسبت به انتظارات ارائه داده‌اند. همچنین گزارش‌های فصلی زمستان در بخش مهمی از بازار فراتر از برآوردهای محافظه‌کارانه بوده و نشان داده است بنگاه‌ها با وجود محدودیت‌ها توانسته‌اند عملکرد عملیاتی قابل‌قبولی ثبت کنند. ترکیب «بهبود گزارش‌های عملکردی» با «عقب‌ماندگی قیمتی نسبت به تورم» فضای رشد بازار را منطقی‌تر و قابل دفاع‌تر می‌کند. با این حال، شرط کلیدی تداوم یک روند صعودی پایدار، ثبات سیاسی و کاهش ریسک‌های سیستماتیک است؛ زیرا جهش‌های پس از شوک معمولاً در صورت بازگشت موج نااطمینانی با نوسان و اصلاح مواجه می‌شوند. بنابراین چشم‌انداز آتی را می‌توان مثبت ارزیابی کرد، به‌ویژه اگر فضای سیاسی به سمت ثبات حرکت کند و سیاست‌گذار، نیز از مسیرهای شفاف و قابل پیش‌بینی از کار کرد بازار حمایت کند.

در این چارچوب، جایگاه صندوق‌های طلا و نقره در سبد دارایی نیز شایسته تأمل است. طلا و نقره در اقتصادهای تورمی، نقش پوشش ریسک کاهش ارزش پول و بیمه سبد سرمایه‌گذاری در برابر شوک‌های ارزی و سیاسی را ایفا می‌کنند. حتی اگر بازار سهام در کوتاه‌مدت جذاب‌تر به نظر برسد، نگهداری بخشی از پرتفوی در صندوق‌های طلا و نقره می‌تواند به مدیریت ریسک کمک کند؛ زیرا پرمه‌مستکی این دارایی‌ها با سهام در برخی دوره‌ها پایین‌تر است و در زمان افزایش نااطمینانی، عملکرد بهتری از خود نشان می‌دهند.

البته در دوره‌هایی که بورس وارد فاز رونق پرشتاب می‌شود و انتظارات نسبت به سودآوری شرکت‌ها تقویت می‌گردد، ممکن است بازده کوتاه‌مدت صندوق‌های فلزی نسبت به سهام کمتر باشد. در نتیجه، تصمیم منطقی آن است که این صندوق‌ها را نه به عنوان جایگزین مطلق بورس، بلکه به عنوان ابزار تنوع‌بخشی و پوشش ریسک در کنار سهام دید، به‌ویژه برای سرمایه‌گذارانی که افق میان‌مدت دارند و می‌خواهند در برابر تغییرات ناگهانی فضای سیاسی و تورمی آسیب‌پذیر نباشند.

مجید آتشگر

عضو هیئت مدیره شرکت شیشه و گاز

سیاست‌های حمایتی در بازار سرمایه آن‌گاه ارزش و معنا می‌یابند که بازار زیر فشار شوک‌های بیرونی، نااطمینانی‌های سیاسی یا فروش‌های گسترده هیجانی قرار گیرد. در چنین لحظاتی، خطر فروپاشی نقدشوندگی و فرسایش اعتماد عمومی جدی می‌شود و نقش اصلی ابزارهای حمایتی، ایجاد ثبات در ساز و کار معاملات و کاهش دامنه آسیب‌های کوتاه‌مدت است تا قیمت‌ها فرصت کشف منصفانه‌تری پیدا کنند.

تقویت منابع صندوق تثبیت و توسعه، تسهیل بازارگردانی، مدیریت هوشمندانه محدودیت‌های معاملاتی و بهبود شفافیت اطلاع‌رسانی، از جمله اقداماتی است که می‌تواند از شکل‌گیری چرخه معیوب «ترس و فروش اجباری» جلوگیری کند. با این حال، حمایت مؤثر هرگز به معنای قیمت‌سازی یا تضمین سود نیست؛ بلکه هدف نهایی باید حفظ کارکرد بازار، پیشگیری از اختلال در نقدشوندگی و بازگرداندن اطمینان سرمایه‌گذاران به قواعد بازی باشد.

تجربه بازارهای سرمایه نشان داده است که حمایت‌هایی که مبتنی بر قاعده، زمان‌بندی روشن و اطلاع‌رسانی دقیق باشند، اثر پایدارتری دارند؛ در حالی که حمایت‌های مقطعی و غیرشفاف صرفاً تأخیر در اصلاحات لازم ایجاد می‌کنند و ریسک‌های انباشته می‌سازند. در خصوص چشم‌انداز بازار پس از بازگشایی، نکته قابل تأمل آن است که بازار پس از وقفه ناشی از جنگ، در هشت روز کاری اخیر فعالیت خود را از سر گرفته و رفتاری بسیار پر قدرت از خود نشان داده است.

صف‌های خرید گسترده و رشد سریع قیمت‌ها حاکی از آن است که تقاضای فشرده و عقب‌افتاده‌ای در بازار وجود داشته که با بازگشایی، خود را به شکل جهش قیمت‌ها تخلیه کرده است. این واکنش دو پیام کلیدی در بر دارد: نخست آنکه ریسک‌گریزی حاد و فاز انجماد تصمیم‌گیری تا حدی فروکش کرده و پول‌های پارک‌شده دوباره وارد چرخه معامله شده‌اند؛ دوم آنکه سرمایه‌گذاران احساس می‌کنند قیمت بسیاری از نمادها نسبت به متغیرهای بنیادی و تورم عقب‌مانده بود و اکنون در حال

بورس در چرخه برگشت؛ واکاوی

پتانسیل‌های جاودان بازار سرمایه پس از تخلیه ریسک‌ها

علی پور رمضان

شرکت سرمایه‌گذاری کیان اندیشان

در مقابل، بررسی متغیرهای بنیادی نظیر نسبت قیمت به درآمد (P/E) کل بازار در محدوده ۷ واحد، نشان می‌دهد که این نامگر در سطح جذابی قرار دارد و منعکس‌کننده رشد سودآوری شرکت‌ها متناسب با قیمت‌هاست. از سوی دیگر، اشباع قیمتی در بازارهای طلا و خودرو و پیش‌بینی فروکش کردن شیب صعودی آن‌ها، می‌تواند بورس را به مقصدی بالقوه برای جذب نقدینگی سرگردان تبدیل کند؛ منظر تحلیل تکنیکال، شاخص کل بورس از مهرماه ۱۴۰۴ و هم‌زمان با انتشار اخبار مربوط به حذف ارز ترجیحی، موج صعودی قدرتمندی را از محدوده ۲۵ میلیون واحد آغاز کرد. این روند صعودی همچنان حفظ شده و نشانه‌ای از پایان آن به چشم نمی‌خورد. به نظر می‌رسد با عبور و تثبیت شاخص بالاتر از سقف ۴۵ میلیون واحد، این حرکت رو کند؛ رویدادی که افزایش ارزش معاملات سهام و ابزارهای مشتقه (اختیار معامله) نیز آن را تأیید می‌کند. در این مسیر، شاخص کل حمایت کلیدی ۳۵ میلیون واحد و مقاومت‌های ۴۵ و ۵۵ میلیون واحد را پیش رودارد.

در مجموع، بررسی هم‌زمان فاکتورهای بنیادی و تکنیکالی گویای پتانسیل بالای بازار سرمایه برای رشد و جبران عقب‌ماندگی است. مهارکننده اصلی این پتانسیل در سال‌های گذشته، سایه سنگین تنش‌های سیاسی و نااطمینانی‌ها بوده است. اکنون با وقوع و به‌اوج رسیدن این تنش‌ها، به نظر می‌رسد بازار تمام ریسک‌های احتمالی را پیش‌خور کرده و سرمایه‌گذاران با سقف ایده‌آل ترس‌های خود روبرو شده‌اند؛ شرایطی که نشان می‌دهد در صورت فروکش کردن نااطمینانی‌های سیاسی، وزنه سنگینی از پای بازار سرمایه برداشته خواهد شد و مسیر حرکت بورس به سمت ارزش واقعی خود هموار می‌گردد.

نام بازار	بازده تقریبی از سال ۱۴۰۰ تا کنون
سکه تمام	۱۸۰۰٪
مسکن (تهران)	۸۰۰٪
خودرو (پژو ۲۰۷)	۶۸۰٪
دلار	۶۵۰٪
بورس	۲۴۵٪

بازار سرمایه در سال ۱۳۹۹ با موج بی‌سابقه‌ای از اقبال سرمایه‌گذاران روبرو شده و رویدادی که نام بورس را پس از سال‌ها، در کنار بازارهای سنتی و پرطرفداری همچون مسکن و طلا قرار داد و آن را به یکی از گزینه‌های اصلی سبد دارایی عموم جامعه تبدیل کرد. اگرچه این بازار در سال‌های اخیر تحت تأثیر ریسک‌های متعدد ژئوپلیتیک و چالش‌های سیاسی، روزهای پرفرازونشیبی را پشت سر گذاشته و ماهیتی ریسک‌پذیر تر به خود گرفته است، اما همچنان برای معامله‌گران ریسک‌طلب، پتانسیل‌های جذابی به همراه دارد. همان‌طور که در بازارهای موازی نظیر طلا، مسکن و خودرو، تورم به عنوان محرک اصلی رشد قیمت‌ها عمل می‌کند، بورس تهران نیز از این قاعده مستثنی نیست. تجربه نرخ‌های تورم بیش از ۴۰ درصد در سال‌های گذشته و ثبت تورم بالای ۷۰ درصد در سال ۱۴۰۴، اثرات خود را به وضوح بر کالاها و خدمات مصرفی نشان داده است. آنجا که بخش عمده‌ای از شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه ایران را واحدهای تولیدی و خدماتی تشکیل می‌دهند که یا محصول نهایی را به بازار عرضه می‌کنند و یا حلقه‌ای از زنجیره ارزش تولید هستند، نرخ فروش آن‌ها همگام با تورم تعدیل می‌شود؛ پدیده‌ای که سبب شده جریان تولید و درآمدزایی این بنگاه‌ها حتی با وجود افزایش هزینه‌های تولید، کماکان حفظ شود. با این حال، مقایسه بازدهی بازارهای مختلف از سال ۱۴۰۰ تاکنون، نشان‌دهنده عقب‌ماندگی شدید و معنادار بورس از رقبای سنتی خود است. در حالی که در این بازه زمانی سکه تمام رشد تقریبی ۶۸۰ درصدی، مسکن تهران ۸۰۰ درصد، خودرو (پژو ۲۰۷) ۶۸۰ درصد و دلار ۶۵۰ درصد بازدهی را ثبت کرده‌اند، بازدهی بورس در محدوده ۲۴۵ درصد متوقف شده است. این عقب‌ماندگی در ریزش ارزش دلاری بازار نیز به وضوح مشهود است. ارزش دلاری بورس که در اوج سال ۱۳۹۹ به بیش از ۴۰۰ میلیارد دلار رسیده بود، در سال‌های اخیر علیرغم پذیرش و عرضه اولیه شرکت‌های جدید، روندی کاهش‌یافته را طی کرده و اکنون در محدوده ۸۰ میلیارد دلار قرار گرفته است که افت نزدیک به ۸۰ درصدی را نشان می‌دهد.

روایتی از معماری نوین مدیریت نقدینگی و آینده بازار مسکن از «لنگرگاه ثبات» تا «آشیان هوشمند»



سید میثم ایوبی
مدیر عامل کارگزاری بانک مسکن

به عنوان «دراپی تحت صیانت» در یک ساختار امن نگهداری شده و از فرسایش ارزش آن جلوگیری می‌شود. در نهایت، با بازگشایی بازار، این منابع بر اساس اولویت زمانی و در چارچوب ضوابط قانونی، به شکلی عادلانه تخصیص می‌یابند.

این فرآیند نه تنها به تعادل بخشی بازار کمک می‌کند، بلکه نشان دهنده تغییر نگاه از «معامله‌گری صرف» به «مدیریت مسئولانه نقدینگی» است.

❖ هم‌افزایی دیجیتال و فیزیکی

با وجود توسعه زیرساخت‌های دیجیتال، نقش شعب فیزیکی همچنان به عنوان بازوی نظارتی و مشاوره‌ای حفظ شده است. ۹ شعبه استراتژیک این کارگزاری، وظیفه اجرای احراز هویت‌های تکمیلی، رتبه‌بندی ریسک مشتریان و ارائه مشاوره‌های تخصصی را بر عهده دارند.

❖ سرعت به مثابه شفافیت

در کنار این نوآوری، کارگزاری بانک مسکن توانسته با بازطراحی فرآیندهای احراز هویت و ارائه خدمات پایه، زمان ورود مشتریان به بازار را به شکل محسوسی کاهش دهد. فراهم شدن امکان شناسایی هوشمند و صدور کد معاملاتی در کوتاه‌ترین زمان، دسترسی به فرصت‌ها را از یک فرآیند فرسایشی به یک تجربه روان و شفاف تبدیل کرده است.

این ترکیب هوشمندانه از «حضور فیزیکی» و «زیرساخت دیجیتال»، موجب شده تا هم دقت نظارتی افزایش یابد و هم تجربه مشتری بهبود پیدا کند.

در اینجا، سرعت نه به عنوان یک مزیت تکنولوژیک، بلکه به عنوان «تجلی شفافیت» تعریف می‌شود؛ چرا که هر چه مسیر کوتاه‌تر و مستقیم‌تر باشد، احتمال انحراف و ابهام نیز کمتر خواهد بود.

❖ سرمایه‌گذاری بر آینده: از امروز تا نسل بعد

در کنار تمامی این تحولات، یکی از متفاوت‌ترین اقدامات این مجموعه، تمرکز بر آموزش مالی نسل آینده در قالب طرح «مسکن جوانیور» است. در این طرح، با استفاده از ابزارهای هوش مصنوعی، مفاهیم مالی به زبان ساده و متناسب با درک کودکان آموزش داده می‌شود.

❖ آشیان؛ تلاقی امنیت و تجربه کاربری

تحول دیجیتال این مجموعه در قالب اکوسیستمی متشکل از سامانه‌هایی نظیر «آشیان»، «کمان» و «آنلاین پلاس» نمود یافته است. در این میان، «آشیان» به عنوان نوپروژه جدید، نمادی از ترکیب ظریف میان الزامات سخت‌گیرانه نظارتی و یک تجربه کاربری ساده و صمیمی است.

هدف این است که نسل آینده، نه تنها با مفاهیم سرمایه‌گذاری آشنا شود، بلکه اهمیت شفافیت، قانون‌مداری و حفاظت از دارایی را از سنین پایین درک کند. این رویکرد را می‌توان نوعی «سرمایه‌گذاری بلندمدت بر سلامت اقتصاد» دانست.

در این پلتفرم، فرآیندهای پیچیده‌ای همچون احراز هویت کامل، پیش تراکنش‌ها و تحلیل رفتار مالی، در لایه‌های زیرین سیستم

❖ جمع‌بندی

آنچه امروز در کارگزاری بانک مسکن در حال شکل‌گیری است،

در روزگاری که بازارهای مالی بیش از هر زمان دیگری در معرض تلاطم، رفتارهای هیجانی و ناترازی‌های ساختاری قرار دارند، مفهوم «اعتماد» دیگر یک مزیت رقابتی نیست، بلکه به یک ضرورت استراتژیک تبدیل شده است.

در چنین فضایی، کارگزاری بانک مسکن با تکیه بر پیشینه‌ای بیش از سه دهه، تلاش کرده تا از یک واسط صرف مالی فراتر رفته و به «لنگرگاه ثبات» در زیست‌بوم سرمایه‌گذاری کشور بدل شود.

این نهاد که فعالیت خود را از سال ۱۳۷۱ آغاز کرده، امروز با رویکردی نوین، در حال بازتعریف نقش کارگزاری‌ها در قالب یک «زیست‌بوم هوشمند ثروت» است؛ زیست‌بومی که در آن، شفافیت، انطباق با قانون و بهره‌گیری از فناوری، سه ضلع اصلی اعتمادسازی را تشکیل می‌دهند.

❖ مدیریت هوشمند در زمان انسداد بازار

یکی از مهم‌ترین نوآوری‌های این کارگزاری، طراحی و اجرای مکانیسم «رزرو نقدینگی» در زمان توقف یا انسداد معاملات اوراق تسهیلات مسکن است.

این رویکرد، پاسخی هوشمندانه به یکی از چالش‌های مزمن بازار یعنی هجوم نقدینگی در شرایط مبهم و ایجاد بی‌عدالتی در تخصیص منابع است.

در این مدل، ابتدا با پیش‌لحظه‌ای رفتار بازار، تقاضای واقعی از هیجانات مقطعی تفکیک می‌شود. سپس نقدینگی مشتریان

از اپراتور مخابراتی تا اکوسیستم دیجیتال همراه اول در مسیر بازتعریف صنعت ارتباطات

❖ انقلاب شخصی‌سازی؛ پایان عصر بسته‌های یکساز

یکی از نوآورانه‌ترین چرخش‌های عملیاتی همراه اول، عبور از فرمول‌های سنتی و ورودن به کمپین‌های شخصی‌سازی شده است.

سیستم‌های هوشمند با تحلیل دقیق رفتار مصرفی هر مشترک، بسته‌های اینترنت و مکالمه همراهی، طرح‌های بلندمدت اختصاصی و پیشنهادات هوشمند لحظه‌ای را خلق کرده‌اند. این رویکرد دینامیک با هدف گذاری دقیق روی سه گروه «جذب مشتری کان جدید»، «بازفعال‌سازی کاربران قدیمی» و «نگهداشت مشتریان ارزشمند»، تجربه‌ای منحصر به فرد ساخته که در آن هر کاربر پیشنهادی متناسب با نیاز واقعی خود دریافت می‌کند.

❖ سرویس‌های نوین و ارزش آفرینی در برندسازی

در کنار توسعه زیرساخت، معرفی سرویس‌های کاربردی مانند «امضای تماس» توانسته است امنیت و اعتماد را در ارتباطات روزمره افزایش دهد؛ راهکاری که با نامش نام و هویت تماس‌گیرنده (حتی در صورت عدم ذخیره در مخاطبین) پیش از پاسخگویی، لایه جدیدی از آرامش خاطر را به کاربران هدیه می‌دهد.

از سوی دیگر، تداوم کمپین محبوب «دوشنبه سوری» در آخرین دوشنبه هر ماه، با تکیه بر عنصر غافلگیری و تنوع هدایا، فراتر از یک طرح تشویقی ساده، به یک رویداد منتظره و ابزاری قدرتمند برای تحکیم رابطه عاطفی میان مشترکان و اپراتور تبدیل شده است.

❖ نگاه به افق پیش‌رو

تحول دیجیتال فراتر از به کارگیری ابزارهای نوین، نیازمند شناخت عمیق مخاطب، همراهی در لحظات کلیدی زندگی و داشتن یک دیدگاه بلندمدت سازمانی است؛ ویژگی‌هایی که همگی در روح راهبرد کهنشان دمیده شده‌اند. برنامه‌های توسعه‌ای همراه اول نشان می‌دهد که این مجموعه با عبور از پیله یک اپراتور ارتباطی، ماوریت بزرگ‌تری را پذیرا شده است؛ نقش آفرینی به عنوان یک اکوسیستم دیجیتال ملی که فراتر از ارائه خدمات، به دنبال خلق ارزش پایدار برای جامعه پای به سن گذشته در عصر فناوری است.

دوران اپراتورهای سنتی که صرفاً وظیفه ارائه خدمات پایه ارتباطی را بر عهده داشتند، به تدریج به پایان رسیده است. در فضای جدید



اقتصاد دیجیتال، اپراتورهای دیگر تنها ارائه‌دهنده تماس و اینترنت نیستند، بلکه به بازیگران اصلی زیست‌بوم فناوری، خدمات هوشمند و پلتفرم‌های دیجیتال تبدیل شده‌اند. در همین چارچوب، همراه اول با تدوین و اجرای راهبرد کلان «کهنشان» مسیر تازه‌ای را برای بازتعریف هویت سازمانی خود آغاز کرده است. این هدف این مسیر، عبور از ساختار سنتی اپراتوری و حرکت به سمت شکل‌گیری یک اکوسیستم دیجیتال ملی است. راهبرد «کهنشان» در عمل، بازآرایی گسترده ساختار همراه اول را رقم زده است. بر اساس این مدل، فعالیت‌های مجموعه در سه حوزه تخصصی تفکیک شده‌اند:

«MCI TEL» به عنوان بازوی توسعه و نگهداری زیرساخت‌های ارتباطی، «MCI TECH» با تمرکز بر خدمات و سکوی‌های نوین دیجیتال و «INVEST CO» به عنوان بازوی سرمایه‌گذاری و توسعه بازارهای آینده‌محور. این تقسیم‌بندی نشان‌دهنده تلاش همراه اول برای همگام‌سازی ساختار خود با تحولات سریع فناوری و الزامات اقتصاد دیجیتال است.

یکی از مهم‌ترین جلوه‌های این تحول، تمرکز گسترده بر توسعه فناوری نسل پنجم ارتباطات (5G) است. همراه اول در سال‌های اخیر تلاش کرده توسعه این فناوری را صرفاً به افزایش تعداد سایت‌ها محدود نکند، بلکه با طراحی کمپین‌های آموزشی و ترویجی، زمینه آشنایی کاربران با کاربردهای نسل پنجم را نیز فراهم سازد. توسعه زیست‌بوم خدمات هوشمند، شهرهای متصل، خودروهای هوشمند و اینترنت اشیا، بخشی از چشم‌اندازی است که همراه اول در حوزه 5G دنبال می‌کند.

همزمان، توسعه سرویس VOLTE نیز به یکی از پروژه‌های کلیدی این اپراتور تبدیل شده است. انتقال مکالمات صوتی به بستر نسل چهارم، علاوه بر افزایش کیفیت تماس و کاهش تاخیر، امکان استفاده همزمان از اینترنت در زمان مکالمه را نیز فراهم کرده است؛ قابلیتی که تجربه ارتباطی کاربران را به شکل محسوسی ارتقا داده و رضایت مشترکان را افزایش داده است.

عید بزرگ غدیر و دهه ولایت و امامت مبارک باد

پشتیبان ولایت فقیه باشید تا به مملکت شما آسیبی نرسد.

امام خمینی (ع)

شرکت معدنی و صنعتی گلگهر
GOLGHAR MINING & INDUSTRIAL COMPANY
روابط عمومی و امور بین الملل

کالبدشکافی ذهن‌های ثروت‌ساز؛ تلاقی سایکولوژی و سرمایه در بازار صندوق‌های مشترک

آموزش‌ها نباید در فرمول‌های خشک ریاضی و محاسباتی خلاصه شوند؛ بلکه باید متمرکز بر شناخت سوگیری‌های شناختی و خطرات «توهم دانش» باشند تا افراد بپذیرند که داشتن اطلاعاتِ بیشتر، لزوماً به معنای مهارت معاملاتی بالاتر نیست.

❖ **گام دوم: طراحی مکانیزم‌های حمایتی و بازدارنده در ساختار صندوق‌ها**

از آنجا که سواد مالی کاذب محرک اصلی واکنش‌های افراطی به اخبار و جابجایی وجوه بر اساس عملکرد گذشته بازار است، متولیان صندوق‌ها باید دست به اصلاحات ساختاری بزنند:

● **وضع مقررات کاهنده گردش مالی (ضد نوسان‌گیری):** بازتعریف نرخ کارمزدهای ابطال و ایجاد محدودیت‌های ساختاری برای معامله‌گرانی که در فواصل زمانی کوتاه اقدام به خرید و بازخرید واحدها (**\$UNITS**) می‌کنند. این ابزار تشبیهی، مانع از گردش مازاد سرمایه و تحمیل هزینه‌های پنهان به شبکه می‌شود.

● **تعریف بسته‌های تشویقی برای ماندگاری:** طراحی مشوق‌های مالی، تخفیف در کارمزدها یا پاداش‌های وفاداری برای خانوارهایی که به‌افق‌های زمانی بلندمدت متعهد می‌مانند، تا توان مقاومت روان‌شناختی آن‌ها در برابر وسوسه سودهای مقطعی افزایش یابد.

❖ **گام سوم: نقشه راه برای سرمایه‌گذاران بالقوه**

به افرادی که در آستانه ورود به این اقیانوس مالی هستند پیشنهاد می‌شود پیش از هرگونه تخصیص منابع و امضای قراردادها، ابتدا در محفلی خودرزیاب، سطح واقعی دانش مالی خود را سنجیده، از تله‌های ذهنی و روانی (مانند اعتمادبه‌نفس افراطی) آگاه شوند و سپس با دیدگاهی مبتنی بر ثروت‌آفرینی پایدار، اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند.

❖ **چشم‌انداز: عبور از بازار هیجانی به نظام مالی عقلانی**

رفتارهای مالی هرگز در یک فضای قرنطینه رخ نمی‌دهند؛ آن‌ها در بسترهای اقتصادی مختلف و تحت تأثیر مستقیم تحولات سیاسی و اجتماعی همواره در حال تغییر و بازتعریف هستند.

پویایی بازارهای مالی ایجاب می‌کند که سیاست‌گذاران، مدیران پرتفوی و تحلیلگران ثروت، به‌طور مداوم الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران را رصد کرده و استراتژی‌های خود را بسا داده‌های نوین و روندهای طولی بازار به‌روزرسانی کنند. شناخت دقیق این متغیرهای روان‌شناختی، تنها پل عبور از یک بازار هیجانی و لرزان به سمت یک نظام مالی عقلانی، مستحکم و توسعه‌یافته خواهد بود.

● **| ۴ | توهم دانش (سواد کاذب) |** اثر مثبت بر گردش مازاد دارایی | افزایش تمایل به جابجایی‌های مکرر و کوتاه‌مدت |

❖ **۳. عارضه یابی بومی؛ ریشه‌شناسی چالش‌های رفتاری در بازار سرمایه ایران**

در سال‌های اخیر، اشتیاق عموم مردم و خانوارها برای ورود به بازار سرمایه ایران و بهره‌مندی از ابزارهایی مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، رشد شتابان و چشمگیری داشته است. اما واقعیت تلخ این است که به دلیل نبود بسترهای آموزشی استاندارد، مدون و سراسری، سطح سواد مالی واقعی جامعه همگام با این استقبال توده‌ای رشد نکرده است.

این فاصله و شکاف عمیق میان «تقاضای فرآینده برای سرمایه‌گذاری» و «سطح دانش کاربردی»، بازار را با دو چالش جدی مواجه کرده است:

● **الف – مدیریت نامطلوب و کورکورانه دارایی‌ها:** ناتوانی سرمایه‌گذاران خرد در درک صحیح ساختار کارمزدها، مفاهیم تنوع‌بخشی به سبد سهام (**\$DIVERSIFICATION**)، و مکانیزم واقعی سودآوری صندوق‌ها.

● **ب – وسوسه‌کننده سودهای مقطعی:** شیوع عارضه نوسان‌گیری و خروج‌های ناگهانی از صندوق‌ها که نهایتاً به زیان مالکان سرمایه‌های خرد و کاهش عمق استراتژیک بازار سرمایه ختم می‌شود.

باید پذیرفت که توسعه پایدار بازار سرمایه و رونق صندوق‌های مشترک، صرفاً نیازمند تزییق نقدینگی نیست، بلکه به «بازآفرینی رفتاری» سرمایه‌گذاران بستگی دارد.

❖ **۴. بسته راهبردی و راهکارهای اجرایی برای توسعه پایدار بازار**

برای عبور از رفتارهای هیجانی و هدایت نقدینگی به سمت اهداف اصیل صندوق‌های مشترک، پیاده‌سازی بسته‌های پیشنهادی زیر در دو سطح خرد و کلان الزامی است:

❖ **گام اول: رسالت مدیران صندوق‌ها؛ بازآفرینی الگوهای آموزشی**

با توجه به‌اینکه دانش واقعی، پادزهر معاملات مکرر و مخرب کوتاهمدت است، به‌مدیران و متصدیان صندوق‌های سرمایه‌گذاری توصیه می‌شود:

● **توسعه کارگاه‌های کاربردی:** دوره‌های آموزشی سناریومحور و رویدادهای آنلاین مهارتی را برای سرمایه‌گذاران خرد به یک تقویم مستمر تبدیل کنند.

● **تمرکز بر مدیریت رفتار و روان‌شناسی ثروت:** این

سازد. امروزه با توسعه فناوری‌های مالی (FINTech)، اگرچه حجم دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق‌ها در سطح جهانی جهشی چشمگیر داشته، اما اثربخشی این ابزارهای نوین کماکان در گرو همین نگاه عقلانی و بلندمدت است.

❖ **۲. سواد مالی کاذب؛ تله توهم دانش و شتاب‌زدگی در راهروهای کوتاه‌مدت**

در نقطه مقابل دانش واقعی، پدیده‌ای آسیب‌زا و ضدشهودی به نام «سوگیری سواد مالی» یا همان سواد مالی کاذب قرار دارد که در ادبیات مالی روان‌شناختی از آن با عنوان «توهم دانش» یا «اعتمادبه‌نفس بیش از حد (**\$SOVERCONFIDENCE**)» یاد می‌شود. علم روان‌شناسی بازار به ما می‌آموزد که دسترسی صرف به انبوه اطلاعات، لزوماً به معنای اتخاذ تصمیمات بهینه نیست. افرادی که در تله این سوگیری شناختی گرفتار می‌شوند، دارایی‌های خود را با مکانیزم‌های مخربی مدیریت می‌کنند:

● **واکنش بیش از حد به اخبار (**\$SOVERREACTION**)**
این گروه تصور می‌کنند قادرند تمام تحولات بازار را پیش‌بینی و تحلیل کنند؛ به همین دلیل، با هر تغییر جزیی در قیمت‌ها یا انتشار شایعات روزانه، واکنش‌های تند، عجولانه و غیرمتناسب نشان می‌دهند.

● **گریز از برنامه‌های طولی و ماندگار:** تمایل این افراد به صوری و ماندگاری در صندوق‌های مشترک بلندمدت به شدت سرکوب می‌شود.

● **موج‌سواری مقطعی و مخرب:** توهم دانش، آن‌ها را به سمت جابجایی‌های مکرر و ورود به صندوق‌های کوتاه‌مدت سوق می‌دهد تا به خیال خود از نوسانات سریع بازار سودهای کلان کسب کنند؛ رفتاری که در تضاد کامل با فلسفه وجودی ابزارهای سرمایه‌گذاری غیرمستقیم است.

❖ **چهار چوب تحلیلی جریان سرمایه در صندوق‌ها**

براساس پویایی‌های رفتاری ذکر شده، می‌توان مدل جابجایی دارایی‌ها در بازار را در چهار وضعیت کلان تبیین کرد:

● **| ردیف |** متغیر رفتاری | نوع اثرگذاری بر بازار | خروجی عملیاتی در صندوق‌ها |

● **| ۱ |** سواد مالی واقعی | اثر مثبت بر پایداری | تقویت ماندگاری در صندوق‌های بلندمدت |

● **| ۲ |** سواد مالی واقعی | اثر منفی بر رفتارهای هیجانی | بازداشتن جریان پول از معاملات کوتاه‌مدت و مکرر |

● **| ۳ |** توهم دانش (سواد کاذب) | اثر منفی بر برنامه‌های درازمدت | فرار سرمایه‌ها از افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت |

انقلابی که بازار سرمایه را بازتعریف خواهد کرد

دارایی‌های واقعی در عصر دیجیتال

از این سرمایه‌های خاموش باشد. این موضوع صرفاً به معنای ایجاد یک ابزار مالی جدید نیست؛ بلکه می‌تواند به ایجاد بازارهای جدید، افزایش مشارکت عمومی، جذب سرمایه، تسریع توسعه پروژه‌ها و افزایش بهره‌وری اقتصادی منجر شود.

❖ **چالش اصلی کجاست؟**

بر خلاف تصور رایج، چالش اصلی فناوری نیست. فناوری لازم امروز در جهان وجود دارد و حتی در داخل کشور نیز قابل توسعه است.

مسئله اصلی اعتماد است. اعتماد به مالکیت، اعتماد به ارزش‌گذاری، اعتماد به چارچوب حقوقی و اعتماد به سازوکار نظارتی. اقتصاد دیجیتال پیش از آنکه به زیرساخت نرم‌افزاری نیاز داشته باشد، به زیرساخت نهادی نیاز دارد.

هر کشوری که بتواند این اعتماد را ایجاد کند، سهم بیشتری از اقتصاد آینده خواهد داشت.

❖ **و در نهایت:**

توکنایزیشن دارایی‌های واقعی را نباید صرفاً یک روند فناورانه یا یک موج زودگذر در صنعت مالی دانست. آنچه در حال وقوع است، بازتعریف رابطه میان دارایی، سرمایه و مشارکت اقتصادی است. همان‌گونه‌که شرکت‌های سهامی امکان مشارکت میلیون‌هانفر در رشد‌بنگه‌های اقتصادی را فراهم کردند، دارایی‌های توکنایز شده نیز می‌توانند امکان مشارکت میلیون‌ها نفر در مالکیت و توسعه دارایی‌های واقعی را فراهم کنند.

شاید مهم‌ترین پرسش امروز این نباشد که آیا اقتصاد جهانی به سمت دارایی‌های توکنایز شده حرکت خواهد کرد یا خیر. پرسش اصلی این است که کدام کشورها، کدام بازارها و کدام نهادها زودتر از دیگران زیرساخت حضور در این اقتصاد جدید را خواهند ساخت.

فناوری جدید یا نسخه پیشرفته‌ای از رمزارزها بدانیم.

در واقع بخش فنی ماجرا تنها بخش کوچکی از داستان است. پشت هر دارایی توکنایز شده باید ساختاری دقیق از حقوق مالکیت، ارزش‌گذاری، حسابرسی، افشای اطلاعات، حاکمیت شرکتی و نظارت وجود داشته باشد. اگر این زیرساخت‌ها وجود نداشته باشند، توکن چیزی بیش از یک کد دیجیتال نخواهد بود. به همین دلیل است که موفق‌ترین پروژه‌های جهان نه توسط فعالان حوزه رمزارز، بلکه توسط بزرگ‌ترین مؤسسات مالی دنیا در حال توسعه هستند.

❖ **تجربه جهانی چه می‌گوید؟**

در سال‌های اخیر شاهد ورود جدی نهادهای مالی سنتی به حوزه دارایی‌های توکنایز شده بوده‌ایم. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر اوراق خزانه، اوراق قرضه دیجیتال، پروژه‌های املاک توکنایز شده و صندوق‌های دارایی‌محور مبتنی بر بلاک‌چین، تنها بخشی از تحولاتی هستند که در مراکز مالی جهان در حال وقوع‌اند. امارات متحده عربی، سنگاپور، سوئیس و هنگ‌کنگ از جمله کشورهایی هستند که با تدوین چارچوب‌های حقوقی و نظارتی مشخص، خود را برای اقتصاد دارایی‌های دیجیتال آماده کرده‌اند. نکته مهم اینجاست که رقابت امروز دیگر بر سر فناوری نیست؛ رقابت بر سر جذب سرمایه جهانی است.

❖ **فرصت ایران**

ایران از منظر دارایی‌های واقعی، یکی از غنی‌ترین کشورهای منطقه محسوب می‌شود. معادن، زیرساخت‌های انرژی، دارایی‌های لجستیکی، املاک، پروژه‌های توسعه‌ای و ظرفیت‌های صنعتی کشور ارزشی چندین برابر بازار سرمایه فعلی دارند.

اما بخش مهمی از این دارایی‌ها همچنان خارج از چرخه تأمین مالی قرار دارند. توکنایزیشن می‌تواند راهی برای فعال‌سازی بخشی

دارایی واقعی به واحدهای دیجیتالی قابل معامله. این دارایی می‌تواند یک معدن مس باشد، یک هتل، یک پروژه پتروشیمی، یک نیروگاه خورشیدی یا حتی درآمدهای آتی یک زیرساخت اقتصادی.

در چنین مدلی، سرمایه‌گذاری دیگر محدود به گروه کوچکی از سرمایه‌گذاران بزرگ نخواهد بود. هر فرد می‌تواند متناسب با توان مالی خود در مالکیت یک دارایی واقعی مشارکت کند. چرا جهان به سمت دارایی‌های توکنایز شده حرکت می‌کند؟ پاسخ را باید در سه مسئله قدیمی اقتصاد جست‌وجو کرد.

نخست، نقدشوندگی. بسیاری از دارایی‌های بزرگ اقتصادی ارزش بالایی دارند اما فروش یا انتقال مالکیت آن‌ها زمان‌بر و پرهزینه است. یک هتل یا یک معدن ممکن است ماه‌ها در انتظار خریدار بماند.

❖ **دوم، دسترسی**

بخش بزرگی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری تنها در اختیار سرمایه‌گذاران بزرگ قرار دارد. توکنایزیشن این مانع را از میان برمی‌دارد و امکان مشارکت خرد را فراهم می‌کند.

❖ **سوم، هزینه مبادله.**

یکی از مهم‌ترین مفاهیم اقتصاد مدرن، کاهش اصطکاک در انتقال ارزش است. همان‌طور که اینترنت هزینه انتقال اطلاعات را کاهش داد، فناوری بلاک‌چین در حال کاهش هزینه انتقال مالکیت و ارزش است.

نتیجه این فرآیند، شکل‌گیری بازارهایی است که پیش از این اساساً امکان وجود نداشتند.

❖ **موضوع فقط فناوری نیست**

یکی از اشتباهات رایج این است که توکنایزیشن را صرفاً یک

❖ **محمدرضا ظفرآبادی**

عبدالمجیددهقان

ویژگی‌های فردی و روان‌شناختی سرمایه‌گذاران، دست‌فرمان اصلی آن‌ها در جهت‌دهی به تصمیمات مالی و تمایلات رفتاری در بازار است. نهادهای مالی و تحلیلگران ارشد با درک عمیق این ویژگی‌ها می‌توانند رفتارهای آتی بازیگران بازار را با دقتی به‌مراتب بالاتر پیش‌بینی کنند. در این میان، دو اهرم «سواد مالی واقعی» و «سوگیری‌های ناشی از سواد مالی کاذب»، بیشترین سهم را در نحوه توزیع دارایی‌ها و میزان تمایل افراد به سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشترک (کوتاه‌مدت و بلندمدت) ایفا می‌کنند.

❖ **منشور تکثر رفتاری در آینه جمعیت‌شناختی**

بررسی‌های میدانی و واقعیت‌های حاکم بر بازار سرمایه نشان می‌دهد که هیچ فرمول خطی و ثابتی برای پیش‌بینی رفتار همه‌جانبه‌ی افراد وجود ندارد. سطح سواد مالی، نوع سوگیری‌های شناختی و در نهایت، میزان رغبت به سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشترک بلندمدت یا کوتاه‌مدت، در میان گروه‌های مختلف جمعیتی (بر اساس سن، جنسیت، تحصیلات و پیشینه شغلی) به شدت متفاوت است. این تکثر رفتاری اثبات می‌کند که خط تولید ابزارهای مالی در کشور باید متناسب با نیازهای بخش‌های مختلف بازار، متنوع و چندبعدی طراحی شود.

❖ **۱. سواد مالی واقعی؛ معماری ثبات و پیش‌ران سرمایه‌گذاری‌های مانا**

تحلیل برآیند رفتارهای معاملاتی نشان می‌دهد که تریق «سواد مالی واقعی» به بنده جامعه، رابطه‌ای مستقیم و ارگانیک با پایدارسازی بازار دارد. فردی که به دانش مالی اصیل و عمیق مجهز است، اصول کلیدی موفقیت مانند مدیریت زمان، کاهش هزینه‌های معاملاتی و بهینه‌سازی سبد دارایی را به خوبی می‌شناسد. چنین سرمایه‌گذاری **● افق دید بلندمدت دارد:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را به عنوان ابزاری برای تکوین و خلق ثروت در درازمدت می‌بیند و ماندگاری بالایی در این خطوط سرمایه‌گذاری از خود نشان می‌دهد **● ضد هیجان عمل می‌کند:** کمتر تحت تأثیر نوسانات مقطعی، بازدهی‌های زودگذر و شایعات قرار می‌گیرد. در نتیجه، از خرید و فروش‌های مکرر و خروج‌های ناگهانی -که پیامدی جز بالا رفتن هزینه کارمزد و گردش مازاد معاملات ندارد- پرهیز می‌کند.

این رویکرد عقلانی، سوخت محرک ثبات بازار بوده و مسیر دسترسی به اهداف کلان صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را هموار می‌

❖ **امیر حسین بیطرفان**

کارشناس تحلیل صورت‌های مالی و ارزش‌گذاری اوراق بهادار

گاهی بزرگ‌ترین ثروت یک کشور، نه در کمبود منابع، بلکه در ناتوانی آن در به‌کارگیری منابع موجود نهفته است.

در بسیاری از اقتصادهای جهان، از جمله ایران، حجم عظیمی از دارایی‌ها وجود دارد که ارزشمند هستند اما عملاً در چرخه سرمایه‌گذاری قرار ندارند.

زمین‌ها، معادن، هتل‌ها، انبارهای لجستیکی، پروژه‌های نیمه‌تمام، زیرساخت‌های انرژی و صدها میلیارد دلار دارایی دیگر وجود دارند که مالک دارند، ارزش دارند، اما نقدشوندگی ندارند و امکان مشارکت عمومی در آن‌ها محدود است.

در واقع میان «داشتن دارایی» و «تبدیل دارایی به سرمایه» فاصله‌ای وجود دارد که اقتصاد مدرن سال‌هاست تلاش می‌کند آن را کاهش دهد.

شاید بتوان گفت داستان توکنایزیشن دارایی‌های واقعی یا REAL WORLD ASSET TOKENIZATION، پیش از آنکه داستان بلاک‌چین باشد، داستان حل همین فاصله است.

❖ **از سهام تا توکن؛ تکامل مالکیت**

اگر به تاریخ بازارهای مالی نگاه کنیم، بخش مهمی از پیشرفت اقتصاد جهانی در واقع تاریخ تکامل مفهوم مالکیت است. روزی تنها راه بهره‌برداری از یک دارایی، مالکیت مستقیم آن بود. بعدها شرکت‌های سهامی به وجود آمدند و امکان تقسیم مالکیت میان هزاران نفر فراهم شد. بورس‌ها شکل گرفتند و سرمایه‌گذاری عمومی به یکی از موتورهای رشد اقتصادی تبدیل شد. امروز اما فناوری در حال برداشتن گام بعدی است.

توکنایزیشن به زبان ساده یعنی تبدیل حقوق مالکیت یک

دکترین حکمرانی دینفع محور در ترازوی بازار سرمایه؛

چگونه کانون‌های چهار گانه فشار، هندسه استراتژیک و بقای صنایع بورس را باز تعریف می‌کنند؟

محمد رضا رادفر

در اتمسفر اقتصاد مدرن، دیگر نمی‌توان مرزهای یک بنگاه اقتصادی یا سازمان بزرگ را به دیوارهای فیزیکی و ساختار سنتی آن محدود کرد. رشد شتابان مطالبات اجتماعی، الزامات گریزناپذیر زیست‌محیطی و توسعه ابعاد ساختاری شرکت‌ها، چنان عمق و تأثیر شگرفی بر محیط پیرامون و بدنه جامعه بر جای گذاشته که نگرش کلاسیک «بیشینه‌سازی ثروت صرفاً برای سهامداران» اعتبار خود را از دست داده است. در این فضای نوین، پارادایم‌های پیشرو مدیریتی به ما یادآوری می‌کنند که سازمان‌ها برای حفظ بقا و پایداری خود، ناگزیرند رفتارهای کلان و خرد خود را با انتظارات پویای جامعه همسو کرده و از تضاد منافع درون‌شبکه‌ای جلوگیری کنند. سازمان‌های امروز باید این واقعیت را بپذیرند که در یک زیست‌بوم پیوسته و شیش‌های زندگی می‌کنند و باید پاسخگوی دایره وسیعی از ذینفعان باشند؛ چرا که عدم توجه به این کانون‌های فشار می‌تواند سازمان‌ها را حتی تا مرز فروپاشی کامل و سلب مشروعیت سوق دهد.

۱. تلاقی تئوری‌های نوین مدیریتی؛ گذار استراتژیک از «سودآوری صرف» به «مسئولیت‌پذیری همه‌جانبه»

تحول در نگاه مدیریتی و حرکت از رویکرد تک‌بعدی به سمت رویکرد چندبعدی، بر پایه‌های نظری مستحکمی استوار است که رفتار شرکت‌های بزرگ را در مواجهه با کانون‌های فشار تبیین می‌کنند:

● تئوری مشروعیت (LEGITIMACY THEORY):

این تئوری فرآیندی را تشریح می‌کند که بر اساس آن، سازمان‌ها به طور مداوم تلاش می‌کنند تا تضمین کنند اعمال و رفتارهای آن‌ها در چهارچوب‌ها و هنجارهای جامعه‌ای که در آن فعالیت می‌کنند، پذیرفته شده و قانونی تلقی می‌شود. مشروعیت، یک منبع حیاتی برای بقای سازمان است و زمانی که شکافی میان ارزش‌های سازمانی و انتظارات اجتماعی ایجاد شود، مشروعیت شرکت به شدت آسیب می‌بیند.

● تئوری ذینفعان (STAKEHOLDER THEORY):

تئوری تصریح می‌کند که لایه‌های مدیریتی یک بنگاه، وظیفه‌ای فراتر از تأمین منافع مالکان قانونی (سهامداران) بر عهده دارند. مدیران ارشد موظفند منافع، انتظارات و حقوق تمامی گروه‌هایی را که بر عملکرد سازمان اثر می‌گذارند یا از آن اثر می‌پذیرند، در تاروپود استراتژی‌های خود تزریق کنند. تجربیات جهانی و شواهد عینی در صنایع مادر نشان می‌دهد شرکت‌هایی در بلندمدت پایدار و موفق می‌مانند که این دو تئوری را از مفاهیمی لوکس به برنامه‌های عملیاتی تبدیل کنند.

هر چه مطالبات جامعه هوشمندتر و منسجم‌تر می‌شود، سازمان‌ها با سرعت بیشتری به سمت «استراتژی‌های فعال و پویا» حرکت می‌کنند. نکته کلیدی اینجا است که مقیاس و ابعاد یک شرکت، پناهی‌گامی در برابر این فشارها ایجاد نمی‌کند؛ سازمان‌ها در هر اندازه‌ای که باشند، تنها از مسیر پاسخگویی به این نیازهاست که می‌توانند به کسب مشروعیت، خلق مزیت رقابتی پایدار و جذب منابع نامحدود مالی دست پیدا کنند.

۲. کالبدشکافی الگوی چهاروجهی فشار ذینفعان در بورس اوراق بهادار تهران

بررسی‌های ساختاری و راهبردی در فضای بازار سرمایه ایران نشان می‌دهد که جریان‌های اثرگذار بر رفتار شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، در یک چهارچوب چهاروجهی و شامل ۱۸ محور فرعی دسته‌بندی می‌شوند. این الگو که ساختار پاسخگویی، حکمرانی شرکتی و تعامل سازمان با جهان پیرامون را شکل می‌دهد، بر چهار رکن اساسی استوار است:

● رکن اول: ذینفعان داخلی (موتور محرک تحولات درون‌سازمانی)

این کانون، لایه‌های درونی و ساختار عملیاتی سازمان را پوشش می‌دهد. این بخش شامل محورهای فرعی حیاتی است که مستقیماً بر اتمسفر داخلی شرکت اثر می‌گذارد:

● مدیران ارشد و اعضای هیئت‌مدیره: تصمیم‌گیران کلیدی که مسئولیت هدایت کشتی سازمان و تنظیم سیاست‌های حاکمیت شرکتی را بر عهده دارند.

● مدیران میانی و سرپرستان: پل ارتباطی میان استراتژی‌های کلان و بدنه اجرایی سازمان.

● پرسنل و کارکنان: بدنه اجرایی که مطالبات آن‌ها شامل امنیت شغلی، عدالت در پرداخت‌ها، شایسته‌سالاری و ارتقای فرهنگ تجاری است. توجه به مطالبات پرسنل، تعهد سازمانی کارکنان را تقویت کرده و به عنوان یک سپر دفاعی در برابر ریسک‌های عملیاتی عمل می‌کند.

۳. رکن دوم: ذینفعان خارجی (معماران محیط عملیاتی و زنجیره ارزش)

این جبهه، محیط پیرامونی و زنجیره تأمین و توزیع شرکت را در بر می‌گیرد و تأثیر مستقیمی بر مشروعیت اجتماعی بنگاه دارد. محورهای فرعی این رکن عبارتند از:

● مشتریان و مصرف‌کنندگان نهایی: که خواستار ارتقای کیفیت محصولات، قیمت‌گذاری عادلانه و پاسخگویی شفاف هستند.

● تأمین‌کنندگان زنجیره ارزش: که پایداری تأمین مواد اولیه و تعهدات مالی متقابل را رصد می‌کنند.

● توزیع‌کنندگان و فروشندگان: واسطه‌های حیاتی که انتقال ارزش به بازار را تسهیل می‌کنند.

● رقبا: که رفتار آن‌ها پویایی‌های بازار و مزیت‌رقابتی راه‌جالش می‌کشد.

● عموم جامعه و محیط زیست: مطالبه‌گرانی که بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی (CSR) و کاهش آلاینده‌های صنعتی تمرکز دارند.

۴. رکن سوم: ذینفعان بازار (جریان‌های مالی و دماسنج بورس)

این کانون، بازتاب‌دهنده جریان‌های اقتصادی ملموس و ارزش‌یابی‌های مالی است که مستقیماً بر ارزش سهام شرکت اثر می‌گذارد:

● سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی: مالکان سرمایه که به دنبال بهینه‌سازی سبد دارایی، امنیت سرمایه‌گذاری و تضمین سودآوری در بلندمدت هستند.

● فعالان و تحلیلگران بازار سرمایه: جریان‌سازانی که با تحلیل‌های خود، مسیر نقدینگی را در بورس هدایت می‌کنند.

● نهادهای مالی و شرکت‌های تأمین سرمایه: تسهیل‌گران تأمین مالی و ساختارهای اعتباری بنگاه‌ها.

● جریان‌های نقدینگی و روند کلی بورس: نیروهای کلان بازار که ارزش‌گذاری بنگاه را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

۵. رکن چهارم: ذینفعان نظارتی و حکمرانی (چهارچوب‌های کلان حقوقی و قانونی)

این لایه، تعیین‌کننده قواعد بازی و استانداردهای الزام‌آور فعالیت‌های اقتصادی است. محورهای فرعی این رکن شامل موارد زیر است:

● سازمان بورس و اوراق بهادار: نهاد ناظر بر حسن اجرای قوانین، شفافیت اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی.

● دولت و وزارتخانه‌های تخصصی: سیاست‌گذاران کلان اقتصادی که نرخ خوراک، عوارض صادراتی و قوانین مالیاتی را تعیین می‌کنند.

● دستگاه‌های حکمیتی و مراجع قانونی: واضعان خشم‌های کلان کشور و قوانین بالادستی.

● رسانه‌های جمعی و ابزارهای ارتباطی: بازتاب‌دهندگان عملکرد سازمان‌ها که نقش کلیدی در ساخت یا تخریب شهرت برند سازمانی (\$CORPORATE REPUTATION) ایفا می‌کنند.

۶. همگرایی بین‌المللی و زنجیره ارزش آفرینی در صنایع استراتژیک

این چهارچوب هماهنگ و چهاربعدی، با فرآیندهای مدیریتی و پارادایم‌های پیشرو جهانی کاملاً همخوانی و همگرایی دارد. امروزه در سطح بین‌المللی نیز کانون‌های فشار فراتر از مدل‌های سنتی و کلاسیک تعریف می‌شوند؛ به طوری که طیف وسیعی از بازیگران نظارت‌گر همچون نهادهای تخصصی بین‌المللی، اتحادیه‌های کارگری جهانی، انجمن‌های صنفی مستقل و سازمان‌های مردم‌نهاد (\$NGOS)، رادبر می‌گیرند. در صنایع مادر و حساس نظیر پتروشیمی، پالایشگاهی و فولاد، کانون‌های فشار نظارتی و اجتماعی مانند یک شتاب‌دهنده عمل می‌کنند. این فشارها سازمان را به سمت بازآفرینی زنجیره تأمین و رو آوردن به «تولید سبز» سوق می‌دهند. دستاورد این چرخش استراتژیک دووجهی است:

● در لایه اول (ابعاد غیرمالی): اعتبار و شهرت برند را در افکار عمومی به اوج می‌رساند، ریسک‌های اعتباری و حقوقی سازمان را به حداقل ممکن می‌رساند و کیفیت و صداقت در «گزارش‌های پایداری» شرکت‌ها را به یک استاندارد گریزناپذیر تبدیل می‌کند.

● در لایه دوم (ابعاد مالی): این حسن شهرت و بهینه‌سازی فرآیندها، مستقیماً به عنوان یک محرک اقتصادی، جذب منابع نامحدود مالی، تضمین سهم بازار و بهبود چشمگیر عملکرد مالی بنگاه را در بلندمدت تضمین می‌کند. در دنیای فناوری اطلاعات و خدمات دیجیتال نیز این پویایی به شکل دیگری رخ می‌دهد. در این حوزه، «فشار ذینفعان» پایه پای «عنصر رقابت شدید در بازار» پیش می‌رود. ترکیب این دو نیرو، مدیران ارشد را مجبور می‌کند تا از رفتارهای سنتی

صندوق طلا؛ پوشش تورمی یا سفته بازی؟



فضای سیاست و اثر آن بر بازار است. بازار سرمایه در ایران بیش از اندازه «سیاست‌زده» شده و وزن اخبار سیاسی در بسیاری از مواقع از اخبار اقتصادی سنگین‌تر است. تجربه نشان داده اتکای صرف به موج‌های خبری مثبت و مقطعی، به‌ندرت استراتژی موفقی می‌سازد. مسیر نقدینگی و آینده بازار، علاوه بر تحلیل‌های اقتصادی، به‌شدت به تحولات سیاسی گره خورده است.

بنابراین سرمایه‌گذار اگر می‌خواهد تصمیم کم‌خطاتری بگیرد، باید هم‌زمان با رصد متغیرهای اقتصادی، تحلیل سیاسی را جدی بگیرد و در دام هیجان اخبار خوش‌غیرواقعی گرفتار نشود؛ چرا که در نهایت، سرنویشت جریان پول در بازار اغلب بیرون از تالار بورس و در میدان سیاست تعیین می‌شود.

و صلب دست‌کشیده و پایداری عملکرد استراتژیک خود را از طریق توسعه پلتفرم‌های شفاف، ایمن و پاسخگو تضمین کنند. در این میان، نوآوری تکنولوژیکی سبز نقش واسطه‌سازی می‌کند؛ تقاضای بدنه بازار، سازمان را مجبور به خلق نوآوری‌های پاک می‌کند و این نوآوری‌ها در نهایت، پایداری درازمدت سازمان را بیمه خواهند کرد. تجربیات نشان داده است که بخشنامه‌های دستوری دولتی به تنهایی محرک نوآوری نیستند، بلکه این کشش بازار و فشار ذینفعان است که تحول واقعی را ایجاد می‌کند.

۴. ریشه‌یابی چالش‌های بومی در فضای اقتصادی ایران؛ ضرورت دگرگونی دیدگاه مدیران

برخلاف بازارهای توسعه‌یافته که نگاه ذینفع محور و پایدار در آن‌ها نهادینه و به یک الزام قانونی و ساختاری تبدیل شده است، در فضای اقتصادی و ساختار سنتی بازار سرمایه ما، بیشتر توجهات و تمرکز مدیران به طور سنتی معطوف به رابطه خطی میان «سهامداران عمده و تقسیم سود نقدی در مجامع» بوده و به ابعاد گسترده‌تر این زنجیره ارزش و مسئولیت‌های اجتماعی توجه جدی نشده است. این خلأ ساختاری و عدم درک صحیح از وزن کانون‌های چهارگانه فشار، سازمان‌ها را در مواجهه با بحران‌های محیطی و اجتماعی آسیب‌پذیر می‌کند. درک دقیق این مدل و پیاده‌سازی حاکمیت ذینفع محور در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، مزایای استراتژیک و حیاتی زیر را به همراه دارد:

● کسب مزیت رقابتی پایدار: همسویی با خواسته‌های محیطی و پاسخگویی به مطالبات، جایگاه رقابتی شرکت را در برابر نوسانات اقتصادی مستحکم می‌کند.

● بهبود شهرت و ارزش برند سازمانی: جلب رضایت ذینفعان داخلی و خارجی، تصویر عمومی شرکت را ارتقا داده و وفاداری مشتریان و سرمایه‌گذاران را به همراه دارد.

● تضمین سودآوری و امنیت سرمایه‌گذاری: توجه به زنجیره کامل ذینفعان، هزینه‌های ناشی از تضادهای حقوقی، جریمه‌های زیست‌محیطی و اعتصابات کارگری را به شدت کاهش داده و پایداری مالی را در بلندمدت بیمه خواهد کرد.

۵. افق پیش‌رو؛ پیوند گسست‌ناپذیر ثروت آفرینی و مسئولیت‌پذیری

باید به این باور قطعی رسید که کانون‌های چهارگانه فشار ذینفعان (داخلی، خارجی، بازار و حاکمیتی)، نه یک تهدید مقطعی یا هزینه اضافه و لوکس، بلکه قطب‌نمای حرکت به سمت آینده و هسته اصلی بقا و توسعه پایدار در بازار سرمایه به‌شمار می‌روند. مدیران دوراندیش و پیشرو، این کانون‌ها و ۱۸ محور فرعی آن را به چشم بزرگ‌ترین فرصت استراتژیک برای بازآفرینی هویت سازمانی، بهبود تصویر برند و در نهایت، تضمین سودآوری در عصر پاسخگویی تلقی می‌کنند. مأموریت اصلی ساختار مدیریتی امروز، عبور شجاعانه از الگوهای تک‌بعدی و سنتی و گام نهادن در این مسیر عقلانی است تا از این طریق، ثروت آفرینی اقتصادی با مسئولیت‌پذیری اجتماعی پیوند خورده و پایداری همه‌جانبه‌ی کسب‌وکارها در دنیای امروز تضمین شود.

۶. صندوق‌های طلا؛ پناهگاه سرمایه‌گذاران در عصر بازدهی منفی

وقتی تورم فرمان می‌دهد؛ چرا نقدینگی به صندوق‌های طلا می‌رود؟

۷. از طلا تا نقره؛ پوشش تورم با چشم به ریسک و سیاست

با اوج‌گیری انتظارات تورمی، هدف اصلی سرمایه‌گذاران حفظ ارزش پول است و صندوق‌های طلا به دلیل دسترسی آسان و اطمینان بالاتر، انتخاب اول شده‌اند. این ورود نقدینگی بیشتر ماهیت پس‌انداز و پوشش ریسک دارد تا «تله».

سیگنال‌هایی مانند رشد قیمت‌ها، نگرانی‌های بودجه‌ای، چاپ پول و فشارهای ارزی، چشم‌انداز افزایش دلار را در ذهن بازار پررنگ کرده است. به همین دلیل سرمایه‌گذاران دارایی‌های مرتبط با دلار، به‌ویژه طلا، را اسپر تورمی می‌دانند. صندوق‌های طلا معمولاً کم‌نوسان‌تر و مناسب ریسک‌گریزها هستند، در حالی که صندوق‌های نقره برای افراد

ریسک‌پذیر جذاب‌تر است. با این حال مسیر بازار بیش از هر زمان تحت تأثیر متغیرهای سیاسی قرار دارد. در روزهایی که بورس بازدهی منفی دارد، سرمایه‌گذاران به جای خروج کامل از بازار، به سمت ابزارهای پوشش تورم رفته‌اند. صندوق‌های طلا با تقدشوندگی و دسترسی آسان، به‌گزینه اصلی حفظ ارزش پول تبدیل شده‌اند.

انتظارات تورمی بالا و تداوم نگرانی از رشد نرخ ارز، جریان پول را به سمت طلا هدایت کرده است. از نگاه فعالان بازار، خرید صندوق طلا یک استراتژی منطقی برای پس‌انداز و محافظت از دارایی است.

انتخاب بین صندوق‌های طلا و نقره بیش از هر چیز به میزان ریسک‌پذیری بستگی دارد: طلا آرام‌تر، نقره پرنوسان‌تر. اما تصمیم‌گیری در این بازار بدون رصد دقیق متغیرهای سیاسی، می‌تواند پرهزینه باشد.

مهدی حیدرزاده

مدیرعامل صندوق توازن بازار

در روزهایی که بازار سرمایه بازدهی منفی را تجربه می‌کند، اقبال به صندوق‌های طلا پدیده‌ای اتفاقی یا هیجانی نیست؛ بلکه واکنشی عقلانی به مهم‌ترین دغدغه امروز سرمایه‌گذاران است: «حفظ ارزش پول در برابر تورم». وقتی قدرت خرید با سرعت کاهش می‌یابد، بسیاری از افراد —چه با نگاه کوتاه‌مدت و چه بلندمدت— به دنبال ابزاری می‌گردند که هم دسترسی آسان داشته باشد و هم اطمینان نسبی ایجاد کند. صندوق‌های طلا دقیقاً در همین نقطه به انتخاب اول بخشی از بازار تبدیل شده‌اند.

ریشه این رفتار را باید در متغیرهای کلان اقتصادی جست‌وجو کرد. انتظارات تورمی در جامعه بالا است و مجموعه‌ای از نشانه‌ها —از رشد عمومی قیمت‌ها و پیش‌بینی افزایش نرخ دلار گرفته تا روند چاپ پول، بدهی‌های دولت و نگرانی نسبت به تحقق درآمدهای بودجه— این ذهنیت را تقویت می‌کند که نرخ ارز در سطوح فعلی پایدار نمی‌ماند. در چنین شرایطی، سرمایه‌گذاران معمولاً تصور می‌کنند پس از رشد قیمت برخی دارایی‌ها مانند مسکن و خودرو، فشار تورمی دیر یا زود به سمت دلار و دارایی‌های مرتبط با آن منتقل می‌شود. بنابراین ورود نقدینگی به صندوق‌های طلا را باید بخشی از رفتار طبیعی بازار برای ایجاد «اندوخته احتیاطی» و پوشش ریسک کاهش ارزش پول دانست. برخی ممکن است این موج ورود نقدینگی را یک «تله» برای سرمایه‌گذاران تلقی کنند، اما چنین برداشتی دقیق نیست. حتی اگر سیاست‌گذار پولی با ابزارهایی مانند کنترل واردات یا مدیریت عرضه تلاش کند نوسان ارز را مهار کند، واقعیت این است که فشارهای

پناهگاه امن نقدینگی در روزهای سخت:

کارنامه قبولی ارکان بازار سرمایه در آزمون بحران

امیر رشیدیان

مدیر عامل و عضو هیأت مدیره
کارگزاری تامین سرمایه نوین

با توجه به تجربه جنگ ۱۲ روزه در سال گذشته، عملکرد مجموعه ارکان فعال در بازار سرمایه در طول جنگ رمضان را می توان مثبت و ارزنده ارزیابی کرد. در این مقطع ارکان بازار با بهره مندی از تجربه قبلی توانستند اعتماد سرمایه گذاران را به خوبی جلب کرده و فضای سرمایه گذاری و گردش نقدینگی مناسبی را برای طیف های مختلف افراد ریسک گریز و ریسک پذیر فراهم آورند. بر اساس آمارهای اعلامی از سوی سازمان بورس، در طول جنگ رمضان تعداد سرمایه گذاران فعال بازار سرمایه به مرز یک میلیون سرمایه گذار رسید که رقم قابل توجهی است. همچنین مجموع خالص صدور و ابطال صندوق های درآمد ثابت به عنوان اولین ابزار فعال شده در طول دوره جنگ به ۱۵۰ همت رسید. در این میان با بسته بودن بازار سهام به دلیل ابهام های بسیار بر فضای فعالیت شرکت ها، سایر بخش ها و ابزارهای بازار سرمایه نظیر صندوق های درآمد ثابت، صندوق های کالایی طلا و نقره، صندوق های بخش انرژی و امالک و ساختمان و همچنین گواهی های سپرده متعدد کالایی توانستند با مدیریت خوب ارکان ناظر و اجرایی نقدینگی مناسبی را جذب کرده و عملکرد خوبی را برای سرمایه گذاران رقم زنند. برای مثال مجموع دارایی صندوق های کالایی نیز که عمده آن طلا و نقره هستند به رقم بی

سابقه ۶۲۵ همت افزایش یافت.

با توجه به بازگشایی سریع صندوق های درآمد ثابت در جنگ جدید این ابزارها به خوبی توانستند نیاز نقدشوندگی توام با ریسک بسیار پایین را برای سرمایه گذاران فراهم آورند و به خوبی شاهد این موضع بودیم که در طول جنگ ورود پول مناسبی نیز به این صندوق ها صورت گرفت که موجب رقابت و افزایش نرخ بازدهی نیز گردید.

علاوه بر این صندوق های کالایی طلا و نقره نیز که به عنوان پناهگاه امن برای سرمایه گذاران در شرایط بحران محسوب می گردند توانستند بعد از یک هفته از شروع جنگ روند معاملاتی خود را آغاز کرده و پس از خروج پولی که در ابتدا و به دلیل تأمین نیازهای نقدینگی در این صندوق ها رخ داد، در ادامه این ابزار نیز با ورود پول مناسبی در راستای مدیریت فضای بعد از جنگ و پوشش انتظارات توری سرمایه گذاران روبرو گردید. همین ابزارهای کلیدی نقش مناسبی را در ماندگاری سرمایه های فعالان در بازار سرمایه ایفا نمودند و خوشبختانه نتیجه رضایت بخشی نیز برای آن ها مقرر گردید.

نقطه عطف عملکرد ابزارهای مالی در این بازه زمانی را می توان به صندوق سرمایه گذاری در حوزه انرژی - نفت و گاز و برق - اختصاص داد که توانست فرصت مناسبی برای بهره مندی سرمایه گذاران از فرصت افزایش قیمت حامل های انرژی ایجاد نماید.

علاوه بر این گواهی های سپرده کالایی نیز با پوشش ریسک های مربوط به نگهداری، حمل و نقل، احتمال سرقت

و خرابی کالا، فرصت مناسبی را در راستای توسعه بخش های جدید در بازار سرمایه و جذب سرمایه گذاران تخصصی کالایی ایجاد نمودند و به خوبی توانستند نقدینگی سیال در بخش کالایی فعالان را جذب نمایند.

گواه این موضوع بازدهی های مناسب در برخی گواهی ها نظیر قیر و مس است که سرمایه گذاران توانستند از آن بهره مند شوند.

به طور کلی این تنوع ایجاد شده در بخش های مختلف بازار سرمایه و فراهم آوردن ابزارهای مختلف در کنار سهام به خوبی توانسته است اعتماد عموم سرمایه گذاران را حتی در شرایط بحرانی نظیر جنگ تحمیلی اخیر جذب نماید و مانع نقش مخرب نقدینگی بر سایر بخش های غیر اقتصادی نظیر بازار ارز و طلا شود.

در نهایت می توان اینگونه عنوان کرد که در شرایط فعلی بازار سرمایه علاوه بر جذب سرمایه گذاران در حوزه های ابزارهای با درآمد ثابت و طلا و نقره که در چند سال اخیر به خوبی توسعه یافته اند، توانسته است با تنوع بخشی مناسب در حوزه های جدید سپرده های کالایی، امالک و مستغلات و انرژی نیز توجه سرمایه گذاران و اعتماد آنان را جلب نماید.

مجموعه این اقدامات موجب گردیده است ضریب نفوذ بازار سرمایه در بخش مناسبی از عموم مردم افزایش یافته و این موضع زمینه جذب نقدینگی های سیال و مدیریت آن ها در جهت توسعه و بهبود فضای عملکرد اقتصاد و صنایع را فراهم آورد.

بازگشت پس از ۸۰ روز؛ آزمون تاب آوری بورس و مسیر پیش رو

فرزاد محمدی

کارشناس بازار سرمایه

بازگشایی بازار سرمایه پس از یک وقفه ۸۰ روزه در شرایط ژئوپلیتیک پرتنش، آزمونی جدی برای سنجش تاب آوری بورس ایران بود. برخلاف انتظار عمومی که پیش بینی می کرد بازار با فشار سنگین عرضه و صف های فروش گسترده آغاز شود، معاملات با رویکردی مثبت و متعادل شروع شد. این رفتار برخاسته از دو نیروی هم افزا بود: نخست، ارزندگی بنیادی قیمت ها که طی دوره تعطیلی در نسبت های جذاب P/E نمایان شده بود و دوم، سیاست های حمایتی همدند که نقش لنگر روانی را برای بازار ایفا کرد.

در این دوره، سیاست های حمایتی نه به معنای مداخله دستوری، بلکه به عنوان سازوکاری برای ایجاد آرامش ذهنی عمل کردند. ورود فعالان صندوق های تثبیت و توسعه بازار در سمت تقاضا، پیام روشنی از حمایت نقدینگی مخابره کرد و مانع از شکل گیری صف های فروش زنجیره ای شد. این حاشیه امنیت، فرصت لازم را برای تحلیلگران فراهم کرد تا بدون فشار هیجانی، ارزش ذاتی شرکت ها را بازبینی کنند.

تمرکز این حمایت ها بر نمادهای شاخص ساز نیز به تعادل کلی بازار کمک کرد. با این حال، پایداری ثبات تنها به این سیاست ها وابسته نیست و ترکیبی است از نقش نهاد ناظر و رفتار سرمایه گذاران در قیمت گذاری مبتنی بر متغیرهای اقتصادی.

ادامه در صفحه ۱۱

پرداخت سود سهامداران حقیقی «ومدیر» ظرف دو هفته آتی

● (۴) و سایر موضوعات که تصمیم گیری درباره آنها در صلاحیت مجمع عمومی قرار دارد، با حضور بیش از ۸۷ درصد سهام داران برگزار شد. در ابتدای این جلسه دکتر علی جعفری شهرستانی، سرپرست گروه، ضمن ارائه گزارشی از عملکرد شرکت، به بررسی بازارهای مختلف مالی و پیش بینی وضعیت بازارهای مالی و کالایی در اقتصاد جهان و ایران پرداخت و برنامه های آتی گروه مالی را برای سهامداران تشریح کرد. در ادامه ضمن استماع گزارش حسابرس حداکثری سهامداران، صورتهای مالی مورد تأیید قرار گرفت و پس از آن تقسیم سود به مبلغ ۵۷۲۰ میلیارد ریال و به ازای هر سهم ۲۲۰ ریال به تصویب مجمع عمومی رسید. جعفری شهرستانی سرپرست گروه، در پایان جلسه مجمع با اشاره به شرایط اقتصادی و موقعیت خاصی که کشور و به تبع آن بازنشستگان قرار دارند، تصریح کرد گروه مدیریت ارزش سرمایه صندوق بازنشستگی، سود سهام سهامداران حقیقی که عموماً بازنشستگان محترم هستند را ظرف حداکثر دو هفته آتی به حساب ایشان واریز خواهد نمود.

مجمع عمومی شرکت گروه مدیریت صندوق بازنشستگی کشوری در حالی برگزار شد که علی جعفری شهرستانی، سرپرست این گروه در پایان این مجمع تصریح کرد: گروه مدیریت ارزش سرمایه صندوق بازنشستگی، سود سهام سهامداران حقیقی که عموماً بازنشستگان محترم هستند را ظرف حداکثر دو هفته آتی به حساب ایشان واریز خواهد کرد. به گزارش روابط عمومی گروه مالی صندوق بازنشستگی، مجمع عمومی عادی بطور فوق العاده شرکت گروه مدیریت ارزش سرمایه صندوق بازنشستگی کشوری (ومدیر)، منتهی به سال مالی ۱۴۰۴ آذر ۳۰ تا تاریخ ۲۶ اردیبهشت ماه ۱۴۰۵ در محل سالن همایش های این گروه با دستور: (۱) استماع گزارش هیئت مدیره در خصوص عملکرد سال مالی ۱۴۰۴ (۲) استماع گزارش حسابرس مستقل و بازرسان قانونی (۳) بررسی و اتخاذ تصمیم در خصوص صورت های مالی شرکت



توقف کسب و کارها ممنوع!

تامین مالی زنجیره اقتصاد کشور برای توسعه و تاب آوری



بازگشت پس از ۸۰ روز؛ آزمون تاب آوری بورس و مسیر پیش رو

ثبات نسبی سیاسی و انتشار گزارش های قابل اتکامی تواند بازار را از نوسان های هیجانی به سمت روندی منطقی تر هدایت کند.

ادامه از صفحه ۱۰

چشم انداز بازار پس از بازگشایی

بازار پس از بازگشایی وارد فاز «باز تنظیم قیمت ها» و «بازسازی اعتماد» شده است. شروع مثبت معاملات نشان داد بخش قابل توجهی از نگرانی ها پیش خور شده و قیمت بسیاری از نمادها به محدوده های جذاب رسیده بود. با این وجود، تا زمانی که ریسک های ژئوپلیتیک به طور کامل از فضای تصمیم گیری حذف نشود، نوسان و رفت و برگشت جزئی از رفتار کوتاه مدت بازار خواهد بود. در افق کوتاه مدت، مسیر بازار بیش از هر چیز تابع جریان نقدینگی حقیقی و کیفیت گزارش های ماهانه و فصلی شرکت ها است. اگر ورود نقدینگی پایدار بماند و گزارش ها نشان دهد عملیات شرکت ها دچار اختلال جدی نشده، بازار می تواند به تدریج وارد روندی متعادل و حتی صعودی شود. در مقابل، هر شوک خبری مرتبط با تنش های می تواند عرضه های کوتاه مدت را افزایش دهد؛ بنابراین انتظار یک روند یکدست و بدون اصلاح، واقع بینانه نیست. در افق میان مدت، وزن تحلیل های بنیادی بیشتر می شود. صنایع دلاری، صادرات محور و شرکت های کالایی - به ویژه آن هایی که از رشد نرخ ارز یا تورم منتفع می شوند - می توانند لیدر های بازار باشند، مشروط بر اینکه سیاست گذاری های دستوری مانع سودآوری آنها نشود. در مقابل، صنایع داخلی و وابسته به تقاضای مصرف کننده، بیشتر تحت تأثیر قدرت خرید و سیاست های کنترلی حرکت خواهند کرد. در مجموع، بازار وارد فاز «تفکیک» شده است؛ یعنی بازدهی ها یکسان نخواهد بود و سرمایه گذاران ناچارند به جای موج سواری شاخصی، انتخاب گر و مبتنی بر داده عمل کنند.

جایگاه صندوق های طلا و نقره در پرتفوی

صندوق های طلا و نقره در ساختار پرتفوی بیشتر نقش پوشش ریسک دارند تا ابزار کسب بازدهی کوتاه مدت. در شرایطی که ریسک های ژئوپلیتیک هنوز به طور کامل رفع نشده و نااطمینانی نسبت به متغیرهای کلان پابرجاست، این صندوق ها همچنان می توانند بخشی از ریسک سیستماتیک سبد را کاهش دهند. با بهبود نسبی فضای بورس، ممکن است بخشی از سرمایه ها از این صندوق ها به سمت سهام حرکت کند؛ اما تا زمانی که سناریوی ریسک جنگ به طور کامل کنار نرفته و انتظارات تورمی فعال است، نگهداری بخشی از دارایی در صندوق های طلا و نقره منطقی است. این ابزارها در دوره های تنش معمولاً به عنوان «پناهگاه امن» عمل کرده و از افت ارزش حقیقی دارایی ها محافظت می کنند. برای سرمایه گذاران کوتاه مدت، ممکن است جذابیت این صندوق ها نسبت به سهام کاهش یابد؛ اما برای سرمایه گذاران میان مدت و بلندمدت که به دنبال ترکیب متعادل بازده و ریسک هستند، همچنان جایگاه مهمی دارند. در صورت فعال شدن دوباره سناریوهای تورمی یا نوسان نرخ ارز، این صندوق ها می توانند بخشی از فشار ریسک را خنثی کنند. بنابراین حذف کامل آنها از پرتفوی توصیه پذیر نیست و تنظیم وزنشان باید متناسب با درجه ریسک پذیری و افق سرمایه گذاری انجام شود.

انگیزه های ورود نقدینگی به صندوق های طلا در دوره های افت بازار

بهناز اکبرپور

مدیر سرمایه گذاری سبذگردان سورین

کم ریسک تر و قابل اتکاتر است. این رفتار بیش از آنکه ناشی از انتظار سود فوری باشد، بازتاب نگرانی از آینده و تمایل به حفظ ارزش دارایی است.

از منظر تحلیلی، تداوم ورود نقدینگی به صندوق های طلا در شرایط منفی می تواند نشانه ای از شکل گیری حمایت قیمتی در آینده نزدیک باشد، اما این نشانه به تنهایی برای نتیجه گیری قطعی کافی نیست. ورود پول در زمان افت معمولاً بیانگر آن است که بخشی از سرمایه گذاران سطوح فعلی قیمت را جذاب ارزیابی کرده اند؛ موضوعی که می تواند فشار فروش را کاهش داده و زمینه تثبیت یا بازگشت قیمت را فراهم کند.

با این حال، زمانی می توان این حمایت را معتبر دانست که ورود نقدینگی با عوامل بنیادی همسو باشد؛ از جمله تداوم انتظارات تورمی، روند افزایشی نرخ ارز یا شرایط مساعد قیمت جهانی طلا. در غیاب چنین پشتوانه هایی، ورود پول ممکن است صرفاً بازتاب رفتار تقلیدی یا واکنش احساسی باشد و توان جلوگیری از ادامه افت قیمت را نداشته باشد.

در نهایت، تداوم ورود منابع به صندوق های طلا در روزهای منفی را باید نشانه ای مهم اما غیر قطعی دانست. این رفتار بیش از هر چیز بیانگر ترجیح سرمایه گذاران به حفظ ارزش دارایی در برابر تورم و نااطمینانی است. تصمیم گیری منطقی مستلزم آن است که این علامت در کنار سایر متغیرهای اقتصادی و تحلیلی بررسی شود و از تفسیر شتاب زده آن به عنوان سیگنال قطعی خرید پرهیز شود.

در دوره هایی که بازارهای مالی با افت قیمت یا بازدهی منفی کوتاه مدت مواجه می شوند، تداوم ورود نقدینگی به صندوق های طلا معمولاً رفتاری هیجانی یا مقطعی نیست؛ بلکه ریشه در انتظارات تورمی، نگرانی از کاهش ارزش پول ملی و افزایش نااطمینانی نسبت به آینده دارد. در چنین شرایطی، بسیاری از سرمایه گذاران زبان کوتاه مدت را گذرا تلقی می کنند، اما ریسک های کلان اقتصادی را جدی تر و پایدارتر ارزیابی می کنند.

به همین دلیل، حتی در صورت افت مقطعی عملکرد صندوق های طلا، ترجیح می دهند بخشی از منابع خود را به این صندوق ها منتقل کنند تا در برابر تضعیف قدرت خرید و بی ثباتی اقتصادی محافظت شوند.

افزایش نااطمینانی در بازارهای موازی نیز نقش مهمی در این رفتار دارد. هنگامی که چشم انداز بازار سهام، مسکن، ارز یا حتی سپرده گذاری بانکی با ابهام همراه می شود، سرمایه گذار به دنبال دارایی ای می گردد که از نظر ذهنی و تاریخی توانایی بیشتری در حفظ ارزش داشته باشد. طلا در اقتصاد ایران و بسیاری از اقتصادهای تورمی چنین جایگاهی دارد. از این رو، ورود پول به صندوق های طلا در دوره های بازدهی منفی نه به معنای نادیده گرفتن زیان، بلکه نتیجه مقایسه میان گزینه های موجود و ترجیح طلا به عنوان دارایی

رکوردشکنی بارگاهی در جم پیلن

صفر شدن شکایات مشتریان که نشان از تمرکز بر کیفیت و رضایت مندی است.

مدیریت بحران و تاب آوری:

با وجود چالش های بزرگی نظیر اورهال طولانی مدت پالایشگاه شانزد، توقف فنی اکستردور، و مشکلات تأمین خوراک، شرکت با اقدامات اصلاحی و ورود به تولید پودر، موفق به حفظ و افزایش تولید شد.

افزایش سرمایه و تقسیم سود:

در جریان بودن افزایش سرمایه ۴۰۰ درصدی از محل سود انباشته، تقسیم سود ۳۳۰۰ تومانی به ازای هر سهم، به نظر می رسد مدیریت جم پیلن با برنامه جدیدی که برای سال جاری چیده اند و با افزودن منابع جدید برای تأمین خوراک و رفع چالش های تک محصولی بودن، مسیر رشد و استمرار تولید را با قدرت ادامه دهند. نکته مهم اینجاست که بلافاصله پس از انتشار ارقام سودآوری قابل توجه جم پیلن و تثبیت حضور بارگاهی در این شرکت؛ توسط ارکان وزارت کار و سازمان تأمین اجتماعی برخی رسانه های باخ نیوز داخلی با کمک انسان رسانه های ضد انقلاب با انتشار اخبار فیک در خارج از کشور شروع به تخریب سازمان یافته علیه مدیریت جم پیلن کردند.

گزارش مجمع عمومی عادی سالیانه شرکت پتروشیمی جم پیلن برای سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۴، از عملکردی فوق العاده حکایت دارد. این شرکت در سالی که با چالش های

متعدد داخلی و خارجی همراه بود، نه تنها افت تولید را تجربه نکرد، بلکه به دستاوردهای کم نظیری دست یافت:

رشد خیره کننده مالی:

- در آمد عملیاتی: ۲۴.۲ هزار میلیارد تومان با رشد ۵۶ درصدی.
- سود عملیاتی: ۶.۹۵ هزار میلیارد تومان با افزایش ۹۳ درصدی
- سود ناخالص: ۷.۲ هزار میلیارد تومان با افزایش ۹۰ درصدی.
- سود خالص: ۶.۴۶ هزار میلیارد تومان با رشد ۴۴ درصدی.
- تولید: ۲۴۱ هزار تن محصول، معادل ۵ درصد بالاتر از برنامه تعیین شده.
- عملکرد عملیاتی و نوآوری: تولید گریدهای جدید، از جمله ۷ هزار تن گرید لوله، که با استقبال گسترده بازار مواجه شد.



شرکت توسعه آهن و فولاد گل گهر
بزرگترین عرضه کننده آهن اسفنجی کشور
THE BIGGEST DRUG SUPPLIER IN IRAN

پیکار کنیم

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



بررسی نقش مجامع و حسابرسی در مدیریت بحران

سید حسین میری

کارشناس بازار سرمایه

شرکت هایی که در جریان جنگ دچار آسیب شده و نمود معاملاتی آنها متوقف شده است، با مجموعه‌ای از الزامات قانونی و استانداردهای حرفه‌ای مواجه‌اند که اجرای آنها در شرایط بحران پیچیدگی بیشتری پیدا می‌کند. توقف نمود، این شرکت‌ها را از انجام تعهدات قانونی معاف نمی‌کند. مطابق اصول حاکمیت شرکتهای، مجمع عمومی عادی سالانه باید حداکثر تا چهار ماه پس از پایان سال مالی برگزار شود تا صورت‌های مالی، گزارش هیئت‌مدیره و موضوع تقسیم سود مورد بررسی قرار گیرد.

توقف نمود پیش از برگزاری مجمع، صرفاً برای جلوگیری از معاملات مبتنی بر اطلاعات ناقص اعمال می‌شود و مانعی برای انجام تکالیف قانونی شرکت نیست.

در شرایطی که خسارات وارده به شرکت قابل توجه باشد، ماده ۱۴۱ قانون تجارت اهمیت ویژه‌ای پیدا می‌کند. چنانچه زیان‌ها به حداقل نصف سرمایه شرکت برسد، هیئت‌مدیره مکلف است مجمع عمومی فوق‌العاده را برای تصمیم‌گیری درباره انحلال یا ادامه فعالیت شرکت دعوت کند. این الزام، حتی در شرایط توقف نمود نیز پابرجاست و باید در مهلت مقرر اجرا شود.

برگزاری مجمع برای شرکت‌های آسیب‌دیده، نقشی اساسی در شفاف‌سازی وضعیت و کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی دارد. مجمع بستری رسمی برای ارائه گزارش هیئت‌مدیره و صورت‌های مالی حسابرسی‌شده به تمامی سهامداران است و امکان ارائه تصویری جمع‌شده از وضعیت شرکت را فراهم می‌کند.

کند. در چنین شرایطی، افشای مفروضات کلیدی، ریسک‌ها و منابع عدم‌اطمینان در یادداشت‌های توضیحی اهمیت مضاعف دارد و می‌تواند از شکل‌گیری برداشت‌های نادرست و شایعات جلوگیری کند.

در حوزه حسابرسی، عدم‌قطعیت در ارزش‌گذاری دارایی‌ها و محدودیت‌های ناشی از شرایط جنگ، حسابرس را با چالش‌های جدی مواجه می‌کند. با این حال، استانداردهای حرفه‌ای ابزارهای لازم را برای ارائه اظهارنظر مناسب در اختیار حسابرس قرار می‌دهد. در صورت امکان برآورد منطقی و افشای کافی، اظهارنظر مقبول صادر می‌شود. در صورت وجود تحریف بااهمیت اما غیر فرایگیر یا محدودیت در دامنه رسیدگی، اظهارنظر مشروط مطرح می‌شود. چنانچه تحریف بااهمیت و فرایگیر باشد، حسابرس ناچار به اظهارنظر مردود است و در شرایط محدودیت شدید و گسترده، عدم‌اظهارنظر ارائه می‌شود. این طیف اظهارنظرها نشان می‌دهد که حتی در شرایط بحرانی نیز سازوکار حرفه‌ای حسابرسی امکان‌ارائه گزارش معتبر را فراهم می‌کند.

در نهایت، باید تأکید کرد که مجمع عمومی و گزارش‌های ادواری سامانه کدال مکمل یکدیگرند و هیچ‌یک جایگزین دیگری نمی‌شود. مجمع سالانه، جمع‌بندی نهایی عملکرد شرکت را ارائه می‌دهد، در حالی که گزارش‌های ماهانه و فصلی کدال امکان رصد مستمر وضعیت را فراهم می‌کنند. مجمع تنها بستری است که سهامداران می‌توانند به‌صورت مستقیم با مدیران شرکت تعامل کرده و پرسش‌های خود را مطرح کنند، در حالی که کدال نقش جریان دائمی و به‌روزرسانی‌شده اطلاعات را بر عهده دارد. این دو سازوکار در کنار یکدیگر، شفافیت و پاسخ‌گویی را در بازار سرمایه تقویت می‌کنند.

مجمع عمومی در وقت بحران؛ تشریفات قانونی یا نجات از ابهام؟

محمد مهدی دژدار

مدیر تحلیل شرکت‌تأمین سرمایه‌بانک مسکن

توقف نمود معاملاتی شرکت‌ها در تابلو بورس به خودی خود الزام‌برگزار می‌نماید. طبق قانون تجارت، شرکت‌ها مکلفند برای بررسی و تصویب صورت‌های مالی سالانه خود، مجمع عمومی عادی سالانه برگزار کنند و بسته بودن نمود، مانع قانونی برای این کار ایجاد نمی‌کند. حتی در شرایطی که نمود معاملاتی به دلیل ضرورت رفع ابهامات مربوط به میزان خسارت‌ها همچنان متوقف بماند، شرکت‌ها بر اساس ماده ۸۹ قانون تجارت، همچنان ملزم به تهیه صورت‌های مالی و برگزاری مجمع در موعد مقرر هستند. اما اگر ابعاد خسارت وارد شده بسیار گسترده باشد و بخش عمده‌ای از خط تولید یا ارکان کارخانه از بین رفته باشد، شرکت ممکن است مجبور شود گزارش رسمی ارزیابی خسارت ارائه کند. آثار مالی دقیق حادثه را افشا سازد و در موارد خاص اقدام به برگزاری مجمع عمومی فوق‌العاده نماید. همچنین اگر خسارت‌های ناشی از جنگ یا حوادث مشابه باعث شود که زیان انباشته شرکت از نصف سرمایه ثبت‌شده آن فراتر رود، شرکت مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت خواهد شد و در این وضعیت، هیئت‌مدیره به صورت قانونی مکلف است مجمع عمومی فوق‌العاده تشکیل دهد تا سهامداران درباره کاهش یا افزایش سرمایه، انحلال شرکت یا تصویب برنامه خروج از این وضعیت تصمیم‌گیری کنند. در این میان از منظر حقوق بازار سرمایه، برگزاری مجمع یکی از مهم‌ترین و کارآمدترین ابزارها برای افزایش شفافیت درباره وضعیت شرکت‌های آسیب‌دیده به شمار می‌رود، چرا که ساختار مدیریتی را مجبور می‌کند تا اطلاعات مالی، عملیاتی و مدیریتی مرتبط با حادثه را به صورت رسمی، مکتوب و عمومی در اختیار تمام سهامداران قرار دهد. بر اساس دستورالعمل افشای اطلاعات در بازار سرمایه، اطلاعات ارائه شده باید «قابل اتکا، به‌موقع و به‌دور از جانب‌داری» باشد و مدیران موظفند اطلاعات دارای اثر منفی را با همان صراحتی افشا کنند که اطلاعات مثبت را منتشر می‌سازند. مجمع عمومی در واقع بستری تعاملی است که در آن هیئت‌مدیره و حسابرس مستقل درباره چالش‌ها توضیحات لازم را ارائه می‌دهند و سهامداران نیز از حق قانونی طرح پرسش و نقد عملکرد برخوردارند. بنابراین مدیران شرکت باید در برابر صاحبان سهام درباره نحوه مدیریت بحران، میزان دقیق خسارت‌ها، برنامه‌های جبران زیان و چشم‌انداز پیشرو پاسخگو باشند. به همین دلیل، مجمع صرفاً یک تشریفات اداری و قانونی نیست، بلکه یکی از ارکان و سازوکارهای اصلی حاکمیت شرکتی برای نظارت مستقیم سهامداران بر عملکرد مدیریت است که حتی اگر لزوماً تمام ابهامات را به یکباره برطرف نکند، اما با افشای برآورد‌های اولیه خسارت، تشریح آثار مالی و ارائه برنامه بازسازی، نقش قابل‌توجهی در کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی در بازار دارد. البته فرآیند تأیید صورت‌های مالی این شرکت‌ها توسط حسابرس مستقل نیز با چالش‌های فنی جدی همراه است. زمانی که جنگ یا حوادث قهری باعث

قفل ۴۲ نماد جنگ‌زده با کدام کلیدباز می‌شود؟

محمد حسین نیاتی

مدیر سرمایه‌گذاری و تحلیل مشاور سرمایه‌گذاری فاینتک

بازار سرمایه پس از قریب به ۸۰ روز توقف بی‌سابقه در پی وقوع جنگ تحمیلی بازگشایی شد و علی‌رغم انتظارات غالب فعالان بازار مبنی بر احتمال ایجاد صفوف فروش و کاهش سطح شاخص‌های آن، روز بازگشایی تا امروز بالغ بر ۱۵ درصد رشد را به همراه داشته است. در این خصوص سازمان بورس یکی از الزامات بازگشایی نمود شرکت‌های مختلف را به روزرسانی و انتشار گزارش‌های به‌روز شده تفسیری و ارائه تصویری از وضعیت عملیات آن‌ها در پی وقوع جنگ تعیین نمود. با این حال مبهم بودن بسیاری از افشائات شرکت‌ها در گزارش‌های منتشره نتوانست سرمایه‌گذاران را نسبت به چگونگی روند تولید و فروش و آسیب‌های احتمالی وارده و ریسک‌های پیش روی شرکت‌ها آگاه سازد. در این بین ۴۲ نماد که به‌صورت مستقیم و غیرمستقیم از آسیب‌های جنگ اخیر تأثیر پذیرفته بودند و به‌نحوی فعالیت آن‌ها متوقف گردیده، از بازگشایی معاف شدند. در حال حاضر و پس از تحقق رشد کم‌نظیر بازار در هفته‌های اخیر، سوال اصلی آن است که نمادهای یاد شده با چه درجه‌ای از افشای اطلاعات و چه مکانیزمی بازگشایی خواهند شد؟ اهمیت پاسخ به این سوال با در نظر گرفتن خیل سهامداران آن‌ها به خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی، اهرمی و بخشی دوجنبدان می‌گردد. فارغ از ملاحظات امنیتی موجود در خصوص افشای اطلاعات محرمانه در خصوص شدت و میزان تخریب یا آسیب‌پذیری شرکت‌های یاد شده، ارائه سطح اطلاع‌رسانی که منجر به ایجاد تقارن اطلاعاتی برای سهامداران و سایر فعالان بازار گردد، پیش‌شرط بازگشایی و برقراری معاملات نمادهای یاد شده خواهد بود. تجربه گزارش‌های

تفسیری ارائه شده از سوی سایر شرکت‌ها حاکی از آن است که این روش افشای اطلاعات احتمالاً پاسخگوی نیاز فعالان بازار نخواهد بود. همچنین انتشار گزارش فعالیت ماهانه این دسته از شرکت‌ها جز آنکه اختلال در زنجیره تأمین و مشکلات بروز یافته در تولید و فروش را نمایانگر سازد، تصویر روشنی نسبت به وضعیت آتی آن‌ها ایجاد نمی‌کند. شرکت‌های یاد شده الزام یا تکلیف قانونی در خصوص برگزاری مجمع فوق‌العاده جهت بررسی اتفاقات حادث شده اخیر ندارند و شاید برگزاری مجمع و پرسش‌های مطرح شده از سوی سهامداران از نظر امنیتی نیز در شرایط حاضر مقدر نباشد؛ با این حال فراهم آوردن بستری جهت پاسخگویی به سوالات بی‌شمار سهامداران می‌تواند زمینه بازگشایی نمود آن‌ها را ایجاد نماید. در گام نخست برگزاری کنفرانس اطلاع‌رسانی و طرح سوالات از سوی تحلیلگران نهاد‌های مالی به‌صورت مکتوب و انتشار آن در سامانه کدال می‌تواند بخشی از ابهامات فعالان بازار نسبت به آنچه در طی سه ماهه اخیر بر این شرکت‌ها گذشته است را ضمن رعایت سطح محرمانگی لازم، رفع نماید. پس از گذر از این مرحله و برقراری مجدد معاملات شرکت‌های یاد شده و با عنایت به در پیش بودن مجمع سالانه بسیاری از آن‌ها طی ماه‌های آینده، حسابرس و بازرسان قانونی مطابق با وظایف خود باید نسبت به صورت‌های مالی این شرکت‌ها اظهار نظر دقیق و منصفانه ارائه نمایند. انتظار می‌رود حسابرسان محترم نیز هر چه سریع‌تر نسبت به برآورد دقیق از خسارات وارده به شرکت‌ها، میزان تأثیر آن بر روند درآمدی آن‌ها، ارزش تقریبی دارایی‌های آسیب‌دیده و برآورد سرمایه‌گذاری مورد نیاز جهت بازسازی در صورت امکان و همچنین وجود یا عدم وجود ابهام قابل ملاحظه در خصوص تداوم فعالیت آن‌ها اقدام نمایند تا در مجامع پیش‌رو بتوانند گزارش جامع و مانعی را به سهامداران ارائه داده و استانداردهای کیفی ارائه گزارش‌های مالی را در بالاترین حد ممکن رعایت کنند.

مجمع در خط مقدم بحران؛ الزام قانونی یادژ شفافیت شرکت‌های آسیب‌دیده؟

محمد مهاجر

تحلیلگر کارگزاری پیشرو

نشده یا ارزش‌گذاری کارشناسی دارایی‌های منهدم شده در هاله‌ای از ابهام است، مجمع به تنهایی نمیتواند «عدم‌قطعیت» را ریشه کن کند، بلکه صرفاً دامنه‌ی خطای تحلیل را محدودتر می‌سازد. از این زاویه دید، مجمع را باید متمم و مکمل گزارش‌های ادواری و افشاهای سامانه کدال دانست، نه جایگزینی برای آنها.

۳. ترازوی حسابرس مستقل؛ از گزارش‌های مشروط تا چالش عدم‌اظهار نظر

در این پارل بحرانی، نقش حسابرس مستقل به عنوان امین بازار، حساسیتی مضاعف می‌یابد. زمانی که ترکش‌های حوادث غیرمترقبه، اندازه‌گیری دقیق خسارت‌ها را غیرممکن ساخته و شواهد کافی برای ارزش‌گذاری اقلام ترازنامه‌ای وجود نداشته باشد، دست حسابرس برای صدور «اظهارنظر مشروط» بسته خواهد بود.

بر این اساس، خروجی گزارش حسابرسی بسته به عمق و سطح ابهام، بین سه گزینه نوسان خواهد کرد:

- گزارش مشروط (QUALIFIED\OPINION)
- گزارش مردود (ADVERSE\OPINION)
- در شرایط عدم‌اظهار نظر (DISCLAIMER\OF\OPINION)

این بویایی نشان می‌دهد که فرآیند حسابرسی در شرکت‌های ضربه دیده، نیازمند متدولوژی سختگیرانه، دقت حرفه‌ای بالاتری و اتکای مطلق به اسناد معتبر محکمه‌پسند است.

۴. برآیند راهبردی؛ امتیاز بزرگ گفتگوهای رودررو

بزرگترین مزیت مجمع در مقایسه با گزارش‌های خشک و متنی منتشر شده در کدال، خصلت دیالکتیکی و دوطرفه بودن آن است؛ یعنی امکان تخلیه اطلاعاتی مدیریت از طریق پرسش و پاسخ‌های صریح سهامداران. این ویژگی، درک عمیق‌تری از ریسک‌های پیرامونی شرکت را به دست می‌دهد.

با این حال، کارکرد اصیل مجمع زمانی آزاد می‌شود که این رویداد، قطعه‌ای از یک پازل بزرگتر شامل گزارشگری شفاف، حسابرسی مستقل و برنامه‌ریزی عملیاتی برای بازسازی خطوط تولید باشد. در یک جمع‌بندی راهبردی، برگزاری مجمع برای شرکت‌های آسیب‌دیده، صرفاً پاس‌کردن یک الزام قانونی نیست، بلکه ابزاری قدرتمند برای مهار آنتروپی بازار، کاهش نااطمینانی و تزیق مجدد اعتماد به شریان‌های بازار سرمایه است.

وقوع حوادث غیرمترقبه — از خسارت‌های ناشی از جنگ گرفته تا اختلال‌های حاد در دارایی‌ها و فرآیندهای عملیاتی — شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را با چالش‌های بی‌سابقه‌ای مواجه می‌کند. در چنین بستری، یک پرسش حقوقی و اقتصادی کلیدی مطرح می‌شود: آیا شرکت‌های بحران زده و زیان‌دیده کماکان مکلف به برگزاری مجامع قانونی خود هستند؟ پاسخ به این پرسش، نیازمند واکاوی ابعاد مقرراتی، اطلاعاتی و حسابرسی بازار سرمایه است.

۱. بقای تکالیف شرکتی در سایه توقف نمود؛ مجمع تعطیل‌بردار نیست

از منظر دکترین مقرراتی بازار سرمایه، توقف یک نمود معاملاتی روی تابلوی بورس، به هیچ‌عنوان به معنای تعلیق یا رفع تکالیف قانونی و نظارتی شرکت نیست. بنابراین، اصل حقوقی بر این استوار است که بنگاه‌های آسیب‌دیده کماکان ملزم به برگزاری مجمع عمومی عادی سالانه و سایر مجامع موردنیاز هستند؛ هرچند رگولاتور ممکن است به دلیل وضعیت اضطراری، انعطافی موقت در زمانبندی و تأخیر در برگزاری آن قائل شود. برگزاری مجمع در این گسل‌های زمانی، واجد اهمیت استراتژیک است. مجمع، شاه‌راه ارتباط مستقیم میان فرماندهان شرکت (مدیریت) و مالکان (سهامداران) است.

این رویداد قانونی بهترین فرصت برای کالبدشکافی ابعاد خسارت‌ها، سنجش آثار مالی بحران بر ترازنامه، ارزیابی تداوم فعالیت (GOING\CONCERN) و تبیین نقشه‌های راه آینده است. در اتمسفر غبار آلود بازار، توضیحات مستند و شیش‌های در مجمع، ترمز ابهامات را کشیده و فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد.

۲. مرزهای اثر بخشی مجمع؛ مکمل «کدال» نه جایگزین آن

با این حال، نباید از مجمع عمومی انتظاری معجزه‌ساز داشت. میزان موفقیت مجمع در ارتقای شفافیت، مستقیماً به کیفیت داده‌های در دسترس و مستندات ارائه شده بستگی دارد. در سناریوهایی که عمق خسارت‌ها هنوز به‌طور کامل برآورد

تخریب دارایی‌ها می‌شود، میزان دقیق خسارت‌ها هنوز نهایی نشده، وضعیت غرامت بیمه در هاله‌ای از ابهام قرار دارد یا امکان برآورد دقیق ارزش باقی‌مانده دارایی‌ها وجود ندارد، حسابرس با چالش «ابهام بااهمیت» و «محدودیت در رسیدگی» مواجه می‌گردد. در چنین شرایطی، اگر ابهامات موجود تنها بخش مشخصی از صورت‌های مالی را تحت تأثیر قرار داده باشد، حسابرس معمولاً اقدام به صدور «اظهارنظر مشروط» می‌کند و با ذکر بند شرط، صورت‌های مالی را به‌جز آثار احتمالی خسارت‌ها مطلوب قلمداد می‌کند که این شکل از گزارش، رایج‌ترین نوع در مواجهه با این بحران‌هاست. اما اگر دامنه ابهام بسیار گسترده و فرایگیر باشد (مانند نابودی کامل کارخانه یا از بین رفتن اسناد مالی)، حسابرس رسماً اعلام می‌کند که به دلیل عدم امکان کسب شواهد کافی، نظر او «عدم اظهارنظر» است. از دیدگاه سازمان بورس، نداشتن اظهارنظر مقبول الزاماً مانع برگزاری مجمع عمومی نیست و بارها مجامع شرکت‌هایی با گزارش مشروط یا عدم‌اظهارنظر برگزار شده است؛ هرچند که در صورت صدور عدم‌اظهارنظر، ناظر بازار برای بازگشایی نمود معاملاتی با احتیاط و سخت‌گیری بیشتری عمل خواهد کرد. مبانی قانونی این رویکردها بر اساس استانداردهای حسابرسی ایران (به‌ویژه استاندارد‌های ۷۰۵ و ۷۰۶)، استاندارد حسابداری شماره ۳۲ (کاهش ارزش دارایی‌ها) و استاندارد حسابداری شماره ۱ (فرض تداوم فعالیت) تبیین می‌شود.

در نهایت، مقایسه کارکرد مجمع عمومی و گزارش‌های ادواری کدال نشان می‌دهد که در بسیاری از سناریوها، مجمع می‌تواند شفافیت تحلیلی بیشتری نسبت به سامانه کدال ایجاد کند. این مزیت به معنای انتشار اطلاعات کاملاً جدید در مجمع نیست، بلکه مجمع فرصت و امکان توضیح، تفسیر و پاسخگویی مستقیم درباره داده‌های مبهم منتشر شده را به وجود می‌آورد و امکان تعامل و مواجهه مستقیم سهامداران با مدیریت شرکت را فراهم می‌سازد. به عنوان مثال، یک شرکت آسیب‌دیده در گزارش‌های کدال خود ممکن است صرفاً به عبارت «در دست بررسی بودن میزان خسارت» اکتفا کند، اما در مجمع عمومی، مدیریت ناچار است روشن کند که چند درصد از ظرفیت تولید فعال است، منابع مالی بازسازی از کدام محل تأمین می‌شود و زمان‌بندی تقریبی بهره‌برداری مجدد چه زمانی خواهد بود. با این حال، از نظر حقوقی منبع رسمی و معتبر افشای اطلاعات همچنان سامانه کدال است و مجمع جایگزین آن نمی‌شود؛ چرا که طبق مقررات سازمان بورس، اطلاعات بااهمیت باید بلافاصله پس از وقوع از طریق سامانه کدال به اطلاع عموم برسد. بنابراین، از منظر مقرراتی، کدال محل افشای رسمی و اولیه اطلاعات است، اما مجمع محل تشریح، تفسیر، تکمیل و پاسخگویی درباره آن اطلاعات افشا شده محسوب می‌شود که به‌ارقام و گزارش‌های مبهم

زمان بحران، شفافیت تحلیلی می‌بخشد.

- مستندات قانونی و مراجع تحلیل:
- دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان بورس
- لایحه اصلاحی قانون تجارت، مواد ۸۹ تا ۱۰۵
- اصول حاکمیت شرکتی سازمان بورس و اوراق بهادار

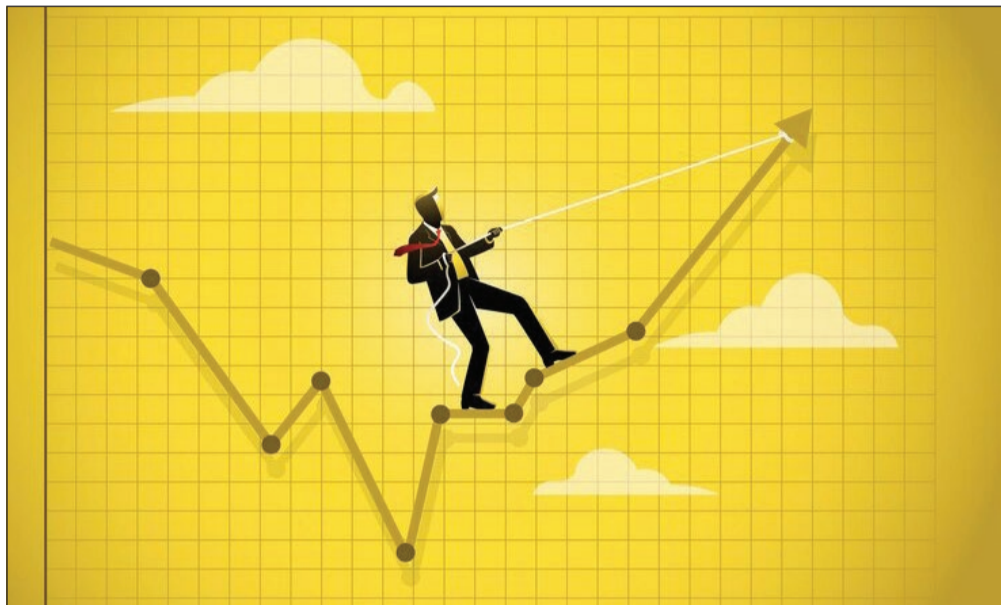
گذر بورس از بزنگاه جنگ؛ با تدبیر یا تورم؟

تغییر حکومت (و به تبع آن بسته شدن چندین ساله بازار) رادر محاسبات خود برای سرمایه گذاری لحاظ کرده و چه بسا برای آن آثاری بسیار مخرب و با وزن بسیار بالا در نظر می گرفتند. این موضوعات باعث می شد تا میانگین P/E بازار در سال های اخیر با کاهش مواجه شده و علیرغم جذابیت بسیاری از سهام برای سرمایه گذاری، وجود چنین ریسک های موجب می شد تمایل چندانی برای سرمایه گذاری در برخی از نمادها وجود نداشته باشد. با وقوع جنگ و وقوع اثرات آن در دنیای واقعی، مشاهده شد که اثرات جنگ بسیار کم تر از تصورات قبل از وقوع آن بوده و لذا این ریسک تا حد زیادی بر روی تصورات سرمایه گذاران تعدیل شده است.

دلیل دیگر برای ترغیب سرمایه گذاران به خرید، تورم سنگین رخ داده در کشور در طول دوره جنگ و انتظار تورمی سنگین برای ماه های بعد از جنگ است. این موضوع باعث شده تا خالص ارزش دارایی های شرکت ها تا حد زیادی افزایش یافته و جذابیت برای خرید سهام آن ها بیشتر شود. افزایش قیمت املاک و مستغلات یکی از مهم ترین پیشران ها در این حوزه بوده است.

موضوعات بنیادی دیگری نیز در پیش بینی سود سهام شرکت ها تاثیر مثبت داشته اند. افزایش قیمت ارز و همچنین رشد قیمت جهانی نفت و بسیاری از کامودیتی ها (از جمله مس) باعث شده تا علیرغم وقوع جنگ، انتظار سهامداران برای رشد افزایش قابل توجه سودآوری شرکت ها بوده و لذا تقاضا برای خرید سهام آنها شکل گیرد.

آنچه مسلم است مفروض اصلی برای تمامی تقاضاهای خرید، عدم بروز مجدد جنگ و یا در صورت وقوع جنگ، دامنه محدود آن است. با این وجود باید منتظر ماند و دید آیا این مفروض اصلی محقق شده و یا بازار سهام راهی متفاوت از آنچه هست را طی خواهد کرد؟



حجم از تقاضا برای خرید معلول دلایل دیگری است که باید آن را در مفروضات ذهنی مدیران سرمایه گذاری شرکت ها و صندوق ها و سرمایه گذاران خرد جست و جو کرد. مروری بر اتفاقات روی داده و همچنین روند بازار چنین می نماید که شاید بتوان علل و عوامل منطقی برای تحلیل رفتار سرمایه گذاران پس از بازگشایی بازار بعد از جنگ در نظر گرفت که در ادامه نگارنده به مواردی از آن اشاره می نماید.

به عقیده نگارنده مهم ترین علت را می توان به پیش خور کردن شرایط جنگی در بازار مرتبط نمود. از سال ها قبل بسیاری از سرمایه گذاران ریسک های وقوع جنگ (و ویرانی های بسیاری سنگین ناشی از آن) و حتی موضوعاتی همچون

همچون بیمه سبد سهام در قالب انتشار اختیار اوراق فروش تبعی، منابع در نظر گرفته شده و برای حمایت از قیمت سهام، اعلام محدودیت برای ارسال سفارش های سنگین فروش از سوی سهامداران عمده، الزام تمامی شرکت ها برای شفاف سازی آثار ناشی از جنگ بر عملیات شرکت و ... همگی از تمهیدات در نظر گرفته شده از برای روزهای گشایش بازار بوده است.

امابه عقیده بسیاری از کارشناسان هر چند تمهیدات سازمان بورس به ویژه عدم بازگشایی برخی از نمادها که به صورت مستقیم و یا غیرمستقیم تاثیرات قابل توجه از جنگ پذیرفته اند، در شرایط رخ داده در بازار تاثیر بسیار زیادی داشته اما این

حسن خصوعی

مدیر تحلیل کارگزاری صبا تامين

بازار سرمایه در ماه ها و هفته های اخیر و همزمان با وقوع جنگ و مدت زمان سپری شده پس از آن، یکی از بزنگاه های بسیار حساس را در تاریخ خود سپری نمود. بازگشایی معاملات در حوزه بورس کالا، صندوق های درآمد ثابت و ... در حین جنگ نشان داد که بر خلاف بسیاری از گمانه زنی ها، بازار سرمایه در سال های اخیر به بلوغی نسبی در اقتصاد کشور رسیده و سرمایه گذاران و ذینفعان می توانند در مواقع حساس، حتی دوران جنگ، روی این بازار حساب ویژه باز کنند.

بعد دیگر گذر از این بزنگاه حساس، گشایش معاملات سهام پس از روزهای جنگ بود. در حالی که ترس از نحوه بازگشایی بازار سهام پس از جنگ ۴۰ روزه در تمام سرمایه گذاران، از کان تصمیم گیر و حتی مسئولان بلند پایه کشور تا حد زیادی مشهود بود، اما در میان تعجب همگان اغلب سهام در روز نخست سبز پوس شده و حتی در روزهای بعد نیز صفهای سنگین خرید برای بسیاری از سهام شکل گرفت.

به گونه ای که آمار و ارقام تقریباً برای تمامی نمادهای معاملاتی حکایت از ورود پول حقیقی سنگین دارد. (هر چند که بسیاری از نمادهای بزرگ و تاثیر پذیرفته از جنگ همچنان متوقف بوده و اثرات مربوط به گشایش آنها در روند بازار نامشخص است.)

آنچه که مسئولان بازار از آن به عنوان علت اصلی عدم ریزش بازار و تشویق سرمایه گذاران به خرید یاد می کنند تمهیدات در نظر گرفته شده از سوی ارکان تصمیم گیر است. مواردی

تحلیل گذار راهبردی در فولاد خراسان؛ تقابل با بحران های زیرساختی در سایه استراتژی تاب آوری

نصب شده است. با این حال، آمارهای فروردین ماه ۱۴۰۵ که از دست رفتن تولید ۸۸ هزار تن گندله و ۳۶ هزار تن شمش را گزارش کرده اند، هشدار صریح بر تداوم بحران انرژی و ضرورت تسریع در پروژه های نیروگاهی خودتأمین است.

در بخش فروش، درآمد ۵۹۸ میلیارد ریالی پیش بینی شده است که از این میزان، ۱۴۱ میلیارد ریال آن سهم صادرات ۲۶۹ هزار تنی خواهد بود. نکته حائز اهمیت در این بخش، تغییر پارادایم فروش از بازارهای رقابتی صرف به سمت «بازار حاکمیتی و دولتی» است. فولاد خراسان در نظر دارد نقش محوری در تأمین نیازهای لجستیکی و بازسازی زیرساخت های ملی ایفا کند که این امر، پایداری تقاضا را برای محصولات شرکت در شرایط رکود بازار مسکن تضمین می کند. نرخ های فروش میلگرد و شمش در بازار داخلی و صادراتی نیز به گونه ای تنظیم شده اند که تعادل میان رقابت پذیری منطقه ای و پوشش هزینه های سرسام آور تولید حفظ شود.

افق پیش رو؛ تغییر در معماری توسعه

فولاد خراسان در سال های پیش رو، مسیر متفاوتی را برای توسعه برگزیده است. به جای تمرکز بر احداث خطوط تولید جدید که نیاز به منابع انرژی جدید و غیرقابل تأمین دارند، تمرکز منابع مالی بر اصلاح معماری انرژی و بهینه سازی فرآیندهای موجود معطوف شده است. بومی سازی قطعات یدکی و جایگزینی قراضه داخلی در سبب صرفی، نه تنها راهکاری برای دور زدن تحریم ها، بلکه تلاشی برای کاهش بهای تمام شده و مدیریت نقدینگی است.

در حوزه مالی نیز، شرکت به سمت استفاده از شبکه های غیر متمرکز و ارزهای محلی در مبادلات مرزی با کشورهای همسایه حرکت کرده است تا ریسک های ناشی از سیستم بانکی بین المللی را پوشش دهد. اگرچه این تغییرات ممکن است در کوتاه مدت شتاب رشد سنتی شرکت را کند نماید، اما هدف نهایی آن، ایجاد سازمانی «بحران زیست» است که بتواند در تلاطم های اقتصادی آینده، پایداری خود را حفظ کرده و به عنوان یک بازیگر استراتژیک در صنعت فولاد کشور باقی بماند.



محسوب می شوند و شمش فولادی با ۳۲ درصد در رتبه بعدی قرار دارد. این ترکیب محصولی نشان می دهد که شرکت بر تأمین نیازهای زیرساختی و عمرانی کشور تمرکز ویژه ای داشته است.

بودجه ۱۴۰۵؛ ترسیم نقشه راه در میانه تردیدها

بودجه تدوین شده برای سال ۱۴۰۵، روایتی از واقع گرایی در عین تلاش برای بهبود جایگاه اقتصادی است. هدف گذاری تولید برای یک میلیون و ۹۵۰ هزار تن گندله و یک میلیون و ۲۵۰ هزار تن آهن اسفنجی، نشان دهنده تمایل شرکت به حداکثر سازی بهره وری از ظرفیت های

تضاد معناداری در بخش فروش مشاهده می شود؛ جایی که حجم فروش با کاهشی ۱۵ درصدی نسبت به سال ۱۴۰۳ به حدود ۸۹۶ هزار تن تقلیل یافت. این کاهش حجم فروش در کنار رشد درآمد ریالی، نشان دهنده تأثیرات تورمی بر قیمت محصولات و تغییر در ترکیب سبد محصولات به سمت کالاهای با ارزش افزوده بالاتر است.

در لایه ترکیب درآمدهای ارزی و ریالی، سهم فروش داخلی به ۹۳ درصد افزایش یافته که نشان دهنده تمرکز بیشتر بر بازار داخلی و چالش های لجستیکی و تحریمی در مسیر صادرات است. محصولات سبک ساختمانی با سهم ۶۸ درصدی، همچنان ستون اصلی درآمدزایی شرکت

مجموع فولاد خراسان سال مالی ۱۴۰۴ را در حالی پشت سر گذاشت که جغرافیای اقتصادی صنعت فولاد ایران با بحران های چندوجهی و پیچیده ای گره خورده بود. در این سال، ناترازی شدید در



بخش انرژی، به ویژه در فصول سرد و گرم سال، منجر به اولویت بندی تخصیص گاز و برق به بخش های خانگی و زیرساخت های حیاتی کشور شد. این رویکرد، واحدهای بزرگ صنعتی نظیر فولاد خراسان را با خطر جدی توقف های طولانی مدت خطوط تولید مواجه کرد. هم زمان با این چالش های داخلی، زنجیره تأمین شرکت در بخش اقلام راهبردی مانند الکتروموتور گرافیتی، فرآیندها و قطعات یدکی حساس، به دلیل وابستگی به واردات و تشدید تحریم های مالی و بانکی، در وضعیتی آسیب پذیر قرار گرفت.

پاسخ مدیریتی و عملیاتی شرکت به این انسدادهای ساختاری، از قالب واکنش های موقت فراتر رفته و در قالب یک استراتژی یکپارچه تحت عنوان «اقتصاد بقا و تاب آوری» بازتعریف شد. در این راستا، بهره برداری از واحد گندله سازی نه تنها یک اقدام فنی برای تکمیل زنجیره ارزش، بلکه گامی کلیدی برای کاهش وابستگی به بازارهای بیرونی و پایداری خوراک ورودی واحد احیا مستقیم بود. علاوه بر این، فولاد خراسان برای گسستن زنجیره وابستگی به شبکه سراسری برق، سرمایه گذاری های کلانی را در حوزه خورشیدی کلید زد. این پروژه ها در کنار طرح ملی انتقال آب از دریای عمان به فلات مرکزی و شرق کشور، ارکان اصلی استقلال زیرساختی شرکت را تشکیل می دهند تا پایداری تولید در بلندمدت تضمین شود.

واکاوی عملکرد مالی و عملیاتی در سال ۱۴۰۴

بر اساس گزارش های رسمی منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۴، درآمد عملیاتی شرکت بارشده ۲۱ درصدی نسبت به سال مالی گذشته، به رقم ۳۱۶ هزار و ۶۸۴ میلیارد ریال رسید. این در حالی است که حجم تولید کل با افزایش ۶ درصدی به مرز ۴ میلیون و ۴۸۹ هزار تن نزدیک شد. با این حال،

دو سناریوی سر نوشت ساز برای بورس؛ از شاخص ۶.۵ میلیونی تا دلار ۲۹۶ هزار تومانی

محمد مهدی علم باز

مدیر تامین منابع مالی گروه خدمات بازار سرمایه نهایت نگر

بازار سرمایه ایران در حال حاضر در یکی از بهترین برهه‌های خود از منظر جذابیت و ارزندگی می‌باشد. بازار سهام پس از بازگشت از تعطیلی حدوداً ۹۰ روزه با استقبال سهامداران حقیقی مواجه شد به طوری که ارزش معاملات خرد حدود ۱۳.۶ همت رسیده است که ریشه‌ی بنیادین این تغییر نگرش در بین سهامداران حقیقی را می‌توان بر پایه‌ی موارد زیر بر شمرد:

۱. انتظارات سهامداران و سرمایه‌گذاران از روند صعودی نرخ دلار که نمود آن در تابلوی نرخ‌های اعلامی مرکز مبادله ارز و طلای ایران قابل مشاهده است
 ۲. رسیدن به کف ارزش دلاری بازار و ارزندگی بازار برای جذب منابع به سمت صنایع و شرکت‌های با توان و عملکرد درخشان
 ۳. انتظارات تورمی ناشی از رشد نقدینگی و تورم ناشی از هزینه‌های جنگ بخشی از منابع نقد و مازاد سرمایه‌گذاران را به سمت بازار سهام سوق می‌دهد.
- در حال حاضر این روند جاری ادامه دار خواهد بود چرا که موج کنونی بازار به لطف جاماندگی و ارزندگی سهم‌های بنیادین منجر به رشد بسیاری از نمادها شده اند که روند عملیاتی و صورت وضعیت مالی آنان بیانگر بهبود شرایط و ساختار در آنها دیده نشده و تنها بواسطه عدم دسترسی سرمایه‌گذاران به سهام ارزنده‌ی بازار اقبال به این نمادها هم صورت پذیرفته شده است و انتظاری که می‌توان از بازار داشت بدین صورت خواهد بود:
۱. آغاز دوران صلح پساجنگ و دسترسی ایران به اقتصاد و سیاست بین الملل آزاد بدون محدودیت‌های تحریمی، که در اینصورت شاخص کل می‌تواند در انتهای سال به حوالی ۶ میلیون و ۵۰۰ هزار واحد برسد که احتمال این اتفاق حدوداً ۴۰٪ خواهد بود با یک پیش شرط اساسی که آن عدم وضع قوانین و مقررات از سوی نهاد ناظر است؛
 ۲. احتمال وقوع درگیری مجدد و یا ادامه‌ی جریان نه جنگ و نه صلح و محدود سازی فعالیت صنایع در کشور که در اینصورت حوالی دهه‌ی سوم خردادماه به شدت حیاتی و تعیین کننده خواهد بود که موضع گیری های راهبردی و کلان کشور ترسیم کننده‌ی روند پیش‌رو خواهد بود که در این سناریو نرخ بهره به حوالی ۵۰٪ رسیده و تابلطم در بازارها شدت گرفته و در انتهای سال با رویکرد معقول ۱۴۰۵ دلار ۲۹۶،۰۰۰ تومان به آسانی در دسترس خواهد بود. احتمال وقوع این سناریو حدوداً ۶۰٪ خواهد بود.
- در مطالب بالا سعی شد کلیاتی واقع بینانه در خصوص روند بازار سهام ارائه شود ولی آنچه حیاتی و تعیین کننده خواهد بود اینست که متغیرهای تعیین کننده برای بنگاه



های اقتصادی با تمرکز به شرکت‌های فعال در بازار سهام تحت تاثیر تاب آوری از دو حیث جریان نقد عملیاتی و اتخاذ رویکرد مناسب در حفظ زنجیره ارزش مواد اولیه خود می‌باشد. در سال جاری تاب آوری بنگاه به معنای اصلاح ساختار حکمرانی خود و توانایی بازگشت به زمان قبل از بحران حائز اهمیت بالا خواهد بود اما آنچه عیار مدیریت مجموعه‌ها را محک می‌زند و به چالش میکشد اینست که آیا دسترسی به منابع نقد و مواد اولیه برای حفظ تولید پایدار در سطح مناسب وجود دارد یا خیر؟

پاسخ به این سوال منجر به شناخت صنایع تاب آور و پیشران رشد در روند کنونی خواهد بود. آنچه تحلیلگران باید به آن توجه نمایند وزن دادن به اتفاقات و رویکردهای متفاوت است که پیامدهای عمده‌ی آن در واکنش شرکت‌ها به اتفاقات پیش روی کشور نمایان خواهد شد به عنوان مثال کمیته‌های ریسک و حسابرسی داخلی شرکت‌ها به مبانی مدیریت ریسک از منظر ژئوپلیتیک باید توجه ویژه نمایند و جلسات هیئت مدیره‌ی شرکت‌ها نیز انتظار می‌رود رصد و باز آرای زنجیره ارزش مجموعه بصورت مستمر صورت پذیرد. روند سال جاری مانند روند سال ۹۹ نخواهد بود و با هر اتفاقی اصلاحات سنگین انتظار نمی‌رود چرا که دلایل بنیادین کنونی که موتور محرک روند جاری کشور هستند بیان شد و انتظارات سرمایه‌گذاران حقیقی نیز در بازار با ابزارهای متنوعی که برای گردش سرمایه مانند انواع صندوق‌ها شامل سهامی، اهرمی، کالایی مبتنی بر انرژی، طلا، نقره و کشاورزی و ... ایجاد شده است، پاسخ داده می‌شود.

در جمیع بندی زیر سعی شده تاب آوری و شوک‌های احساسی در برخی صنایع پیشران و متمایز بازار سهام در سال جاری می‌تواند مورد توجه قرار گیرد:

کدام صنایع در طوفان هیجانات بازار غرق نمی‌شوند؟
صنایع غذایی، دارویی، سیمان و خودرو → بالاترین تاب‌آوری در صنایع این صنایع حتی در شوک‌های شدید، بازگشت سریع دارند و آسیب‌پذیری پایینی نشان می‌دهند.
فلزات، آهن و فولاد، قطعات خودرو → حساس به احساسات این صنایع تحت تاثیر مستقیم هیجانات بازار قرار می‌گیرند. اگر ریسک‌پذیری پایینی دارید، محتاط باشید.

ویژگی شرکت‌های تاب آور در سال ۱۴۰۵

عملکرد مالی قوی (سود و نقدینگی) - تاب‌آوری پایدار
حتی صنایع با سود کمتر، اگر مدیریت نقدینگی خوبی داشته باشند، تاب‌آوری خوبی دارند.

نکته‌ی حیاتی و اثرگذار در مدیریت یک بنگاه اقتصادی این است که در کنار دارا بودن نقدینگی و موجودی کالا، دسترسی به منابع نقد جدید را دارا باشد و امسال می‌بایست کلیه‌ی بنگاه‌ها به این نکته توجه داشته باشند که پیش بینی جریان نقدینگی و بودجه شرکت به دلیل تغییر سطوح دسترسی و تلاطم در بازارها در بازه‌های فصلی مجدداً بازبینی شود تا بتوانند تاب‌آوری خود را در شرایط کنونی حفظ نمایند.

احساسات سرمایه‌گذاران در کوتاهمدت اثر منفی ضعیفی دارد، اما در بلندمدت (باوقفه) تأثیری مثبت و تقویت کننده بر تاب‌آوری دارد.

راهبردهای کاربردی برای سال ۱۴۰۵:

دوره رونق:

- تمرکز بر دارایی‌های امن و رشدمحور
- سرمایه‌گذاری در صنایع ثبات‌ساز و کم‌نوسان

دوره رکود:

- سرمایه‌گذاری در صنایع ثبات‌ساز مثل غذایی، دارویی

تاب‌آوری یک پدیده چندبعدی است. مدیریت همزمان ریسک، اهرم، شرایط صنعت و هیجانات بازار را می‌طلبد و در بازار سهام سال ۱۴۰۵، انتخاب صنعت درست در کنار شرکت با بنیاد قوی، کلید بقا و سودآوری سرمایه‌گذاران خواهد بود. بیشترین ریزش مقطعی و شوک هیجانی در بازار می‌تواند منجر به اصلاح حدود ۲۵٪ شاخص کل شود.

«تجلی توسعه معادن و فلزات» اولین شرکت پروژه محور در ایران؛

نقشه راه توسعه در بستر چالش‌های اقتصادی



ایران توسعه معادن و فلزات
شرکت سهامی عام

شرکت تجلی توسعه

معادن و فلزات به عنوان

یکی از هلدینگ‌های

فعال در زنجیره ارزش

سنگ آهن تا فولاد کشور،

در سال مالی ۱۴۰۵ مسیر توسعه‌ای پرفراز و نشیب اما

امیدوارکننده‌ای را طی می‌کند. این شرکت سرمایه‌گذاری

با بهره‌مندی از سه منبع درآمدی کلیدی شامل آهن و فولاد

سرمه ابرکوه، بازرگانی معادن و صنایع معدنی ایران، و

معدنکار باختر، سود پیش‌بینی شده پایداری را برای سال

جاری در افق دارد.

یکی از دستاوردهای برجسته تجلی، اخذ نخستین پروانه

بهره‌برداری از عناصر پیشرفته در کشور است. کارخانه

نیمه‌صنعتی تولیدکننده با موفقیت به بهره‌برداری رسیده

و ساخت کارخانه تولید انبوه کنسانتره آن آغاز شده است. این

موفقیت، تجلی را در موقعیت منحصر به فردی در بازار داخلی

و جهانی قرار داده است. استراتژی بهره‌برداری از باطله‌های

معدنی شرکت‌های بزرگی چون گل‌گهر و چادرمو برای

استخراج عناصر پیشرفته نیز در دست برنامه‌ریزی قرار دارد

که علاوه بر ایجاد ارزش افزوده، مسیر توسعه پایدار صنعت

معدن کشور را هموارتر می‌کند.

در مجموعه سرمه ابرکوه، پروژه تولید فولاد با ظرفیت ۶۰۰

هزار تن و سهم ۴۸ درصدی تجلی، با پیشرفت فیزیکی بیش

از ۷۰ درصد در آستانه تکمیل قرار دارد و پیش‌بینی می‌شود

تا خرداد ۱۴۰۶ به بهره‌برداری برسد. همچنین واحد کلاف

که سال گذشته افتتاح شد، انتظار می‌رود در سال جاری

به بهره‌برداری تجاری برسد. تخصیص بخشی از ظرفیت

تولید میلگرد به کلاف که حاشیه سود بالاتری دارد، ظرفیت

سوددهی سرمه ابرکوه و به تبع آن تجلی را به‌طور محسوس

تقویت خواهد کرد.



تجلی توسعه معادن و فلزات
TAJAL Mines & Metals Development Co.
(Public Joint Stock)

افق‌های روشن پیش‌رو

با وجود چالش‌های موجود، دیدگاه آتی تجلی امیدوارکننده است. در پروژه‌های اولویت‌دار که تجهیزات وارداتی تأمین شده، بخش عمده‌ای از این تجهیزات یا در گمرک قرار دارد یا در حال حمل به محل پروژه است. ورود این تجهیزات به سایت پروژه‌ها، جهش قابل توجهی در پیشرفت فیزیکی ایجاد خواهد کرد. در بخش اکتشافات، با اخذ گواهی کشف و پروانه بهره‌برداری، پروژه‌های جدید آغاز خواهند شد. محدوده‌های فاقد ذخایر بالا با توجه به مقیاس فعالیت‌های صنعتی تجلی و اگرگذار خواهند شد.

پروژه تولید انبوه عناصر پیشرفته که نخستین جواز تأسیس آن اخذ شده و تاکنون حدود ۱۲ درصد پیشرفت داشته، تا مهر ۱۴۰۶ به اتمام خواهد رسید. این پروژه در کنار سایر دارایی‌های معدنی، پتانسیل تبدیل تجلی به یکی از بازیگران اصلی در بازار عناصر پیشرفته در جهان را فراهم می‌کند.

محورهای اصلی فعالیت تجلی در دو بخش تکمیل پروژه‌های صنعتی در زنجیره سنگ آهن تا فولاد و تکمیل اکتشافات معدنی متمرکز است. با بهره‌برداری تجاری واحد کلاف در سرمه ابرکوه و رشد حاشیه سود، ظرفیت سوددهی این شرکت به‌طور محسوس تقویت خواهد شد و از طرفی با بهره‌برداری از پروژه فولاد شرق خراسان بابت تولید ۲.۵ میلیون تن کنسانتره سنگ آهن در پایان سال ۱۴۰۵ که شرکت تجلز دارای ۳۵ درصد سهم آن می‌باشد، با کسب سودآوری مناسبی همراه خواهد شد.

شده، هر چند اولویت‌بندی مدیریت تا حدودی این‌کندی را جبران خواهد کرد.

دارایی‌های معدنی و پروژه‌های در دست اجرا

شرکت تجلی مالک ۱۴ محدوده معدنی و اکتشافی در نقاط مختلف کشور هستند. پرچمدار این دارایی‌ها، معدن عناصر پیشرفته در استان یزد است. معدن پلی‌متال نوق در خراسان رضوی نیز آماده بهره‌برداری است. سایر دارایی‌های اکتشافی شامل محدوده‌های پلی‌متال-لیتیم در خراسان جنوبی، طلا در سیستان و بلوچستان، و پلی‌متال در آذربایجان شرقی، آذربایجان غربی، زنجان و کرمان می‌شود.

هفت پروژه کلیدی در سبب سرمایه‌گذاری تجلی قرار دارد. در کردستان، پروژه تولید آهن اسفنجی با ظرفیت ۱.۶ میلیون تن و پیشرفت ۶۱ درصد تا نیمه اول سال ۱۴۰۶ آماده بهره‌برداری است. پروژه تولید آهن اسفنجی در هرمز با ظرفیت ۱.۷۲ میلیون تن و پیشرفت مشابه تا نیمه اول سال ۱۴۰۶ به اتمام خواهد رسید. پروژه تولید آهن اسفنجی در سرمه ابرکوه نیز با ظرفیت ۱.۲ میلیون تن و پیشرفت نزدیک

است. در حال حاضر بخشی از این شرکت‌ها هنوز در مرحله پیش از بهره‌برداری قرار دارند و درآمدزایی از محل آنها در دسترس نیست.

فرایند افزایش سرمایه تجلی نیز به دلیل بسته بودن بازار سرمایه متوقف شده بود که بازگشایی بازار از سر گرفته شده است. ریسک‌های تجاری و مالی نیز بر فضای کسب‌وکار سایه افکنده‌اند. محدودیت‌های صادرات و واردات کالا و تجهیزات، شرایط عدم اطمینان را بر فعالیت‌های پروژه‌های حاکم کرده است. از سوی دیگر، نیاز دولت به خلق نقدینگی و انتشار اوراق خزانه، ظرفیت مؤسسات مالی و بانک‌ها در تأمین مالی پروژه‌ها را محدود کرده است. ریسک وصول مطالبات نیز با توجه به سیکل تجاری متأثر از اقتصاد کلان، یکی دیگر از متغیرهای تأثیرگذار بر عملکرد تجلی محسوب می‌شود.

در صورت تداوم شرایط فعلی و با توجه به فشار نقدینگی، برنامه زمان‌بندی پروژه‌های حفاری و اکتشافی معادن با تعدیل و الحاقیه زمانی مواجه خواهد شد. روند کلی پیشرفت پروژه‌ها نیز تحت تأثیر شرایط موجود کند

پیشگامان

دکترین رگولاتوری دیجیتال؛ صنعت لیزینگ در آستانه انفجار مالی و ظهور «بانکداری سایه»

مسعود حاجیلو

عضو کمیسیون تنظیم‌گری، حقوقی و مقررات انجمن ملی لیزینگ ایران

در شرایطی که مختصات اقتصادی ایران با چالش‌های سنگینی همچون کمبود شدید نقدینگی مولد، سقوط آزاد قدرت خرید خانوارها و انسداد کانال‌های کلاسیک و سنتی تأمین مالی دست‌وپنجه نرم می‌کند، صنعت لیزینگ به عنوان آخرین سنگر و دژ دفاعی تأمین مالی خرد و متوسط (SME FINANCING) در حال ورود به یک نقطه عطف تاریخی است. این صنعت از یک سسو می‌تواند موتور نجات اقتصاد مصرفی کشور باشد و از سوی دیگر، در صورت خواب زمستانی و بی‌توجهی سیاست‌گذار، به بزرگ‌ترین بحران رگولاتوری بازار پول و سرمایه بدل خواهد شد.

۱. پارادایم شیفت صنعت لیزینگ؛ عبور از «قسط‌فروشی خودرو» به عصر «دارایی‌های نامشهود»

واقعیت عریان این است که ما دیگر درباره یک صنعت سنتی، حجره‌ای و فیزیکی فروش اقساطی صحبت نمی‌کنیم. آنچه امروز در ابعاد بین‌المللی تحت عنوان صنعت لیزینگ (LEASING INDUSTRY) شناخته می‌شود، عملاً بخش جدایی‌ناپذیر و پیشران اکوسیستم‌فین‌تک (FINTECH)، اعتبارسنجی هوشمند و تأمین مالی دیجیتال است. متأسفانه هنوز بخشی از بدنه سیاست‌گذار ایرانی، لیزینگ را صرفاً معادل فرمول سنتی فروش خودروی قسطی می‌بیند؛ در حالی که جهان مدت‌هاست از این لایه ابتدایی عبور کرده است. امروز صنعت لیزینگ در اقتصادهای پیشرفته وارد فضاهای نوین و شگفت‌انگیزی شده است که عبارتند از:

- لیزینگ داده و زیرساخت‌های دیجیتال
- لیزینگ ابر تجهیزات و پردازشگرهای هوش مصنوعی (AI)
- لیزینگ پلتفرم‌های انرژی‌های تجدیدپذیر و پاک
- لیزینگ تخصصی سلامت و تجهیزات پیشرفته پزشکی
- لیزینگ‌های اشتراک‌محور (SUBSCRIPTIONBASED)
- و حتی لیزینگ دارایی‌های نامشهود و فکری

اما در ایران، متأسفانه کماکان برای بخشی از نهادهای تصمیم‌گیر و سنتی، اصل موضوع «مشروعیت مدل کسب‌وکار» و ماهیت فقهی و حقوقی آن محل بحث و چالش است؛ این یعنی ما از قطار تحولات جهانی چند گام عقب هستیم. نکته مأموریتی و استراتژیک این است که اقتصاد ایران به دلیل کاهش شدید قدرت خرید، نرخ تورم مزمن و ناتوانی و قفل‌شدگی شبکه بانکی در تأمین مالی خرد، عملاً و به‌طور خودکار به سمت یک اقتصاد مبتنی بر اعتبار (CREDITBASED\ ECONOMY) حرکت می‌کند؛ خواه رگولاتور برای این پدیده آماده باشد و خواه چشمان خود را ببندد.

اگر سیاست‌گذار این تغییر پارادایم بزرگ را رد کند، بازار غیرمتشکل، خاکستری و غیررسمی اعتبار به‌شدت بزرگ و فرقه خواهد شد. یعنی همان اتفاق خطرناکی که در برخی کشورها تحت عنوان «بانکداری سایه» (SHADOW\ BANKING) رخ داد، می‌تواند در ایران با مدل‌های غیررسمی BNPL(الان بخر، بعداً پرداخت کن)، اعتباردهی پلتفرمی بدون مجوز و تأمین مالی خاکستری تکرار شود. صنعت لیزینگ اگر در ست، هوشمند و آینده‌نگرانه تنظیم‌گری شود، می‌تواند مانع شکل‌گیری بحران مالی و خطر نکول در آینده شود؛ اما اگر بازارهای سنتی سرکوب شود، این بحران و عطش مالی را به زیرزمین اقتصاد منتقل خواهد کرد.

۲. جنگ اقتصاد دیجیتال با مقررات کلاسیک؛ بمب ساعتی نکول در پلتفرم‌های زیرزمینی

ما امروز دقیقاً با یک گسست و شکاف عمیق و جدی میان «سرعت نوآوری مالی» و «مکانیک تنظیم‌گری سنتی» روبه‌رو هستیم. سرعت خلق مدل‌های جدید اعتباردهی در بستر اقتصاد دیجیتال، چندین برابر سرعت فرآیندهای قانون‌گذاری و بوروکراسی مجالس و شوراهای شده است. امروز پلتفرم‌هایی در سطح کشور به صورت چراغ خاموش فعال‌اند که عملاً عملیات شبه‌لیزینگ و توزیع اعتبار انجام می‌دهند، اما تحت هیچ کدام از الزامات قانونی کفایت سرمایه، ذخیره‌گیری ریسک، نظارت دقیق اعتباری یا استانداردهای سخت‌گیرانه افشای اطلاعات قرار ندادند.

این وضعیت به شدت ناامن و خطرناک است. وقتی یک شرکت یا پلتفرم بدون داشتن ساختار حرفه‌ای و علمی مدیریت ریسک، شروع به توزیع و پاشش اعتبار گسترده در جامعه می‌کند، در ظاهر ممکن است رشد بازار و رونق فروش رخ دهد، اما در لایه‌های پنهان و ترازنامه ای این شرکت‌ها، بمب ساعتی و هولناک «نکول» (DEFAULT) در حال شکل‌گیری است.

در دنیا پس از تجربه تلخ بحران مالی ۲۰۰۸، مفاهیم پیشرفته‌ای مثل فناوری تنظیم‌گری (REGTECH) و فناوری نظارتی (SUPTECH) خلق شدند؛ یعنی به‌کارگیری خودفناوری در خدمت تنظیم‌گری و نظارت آنلاین. اما ما در ایران هنوز درگیر مدل‌های کلاسیک، کاغذی و مجوزمحور هستیم. باید با شجاعت‌پذیریم که آینده صنعت لیزینگ، آینده‌ای «داده‌محور» (DATADRIVEN) است، نه «وثیقه‌محور» (COLLATERALBASED).

در جهان امروز، اعتبار و رتبه اعتباری افسردار از روی رفتار مالی، الگوی مصرف روزانه، ترانکشن‌های دیجیتال، ثبات شغلی، شفافیت رفتار مالیاتی و حتی رفتار شبکه اجتماعی آن‌ها تحلیل و استخراج می‌کنند؛ اما در ایران هنوز بعضاً چک، سفته و ضامن کسر از حقوق، محور اصلی تصمیم‌گیری اعتباری است. این یعنی هزینه تأمین مالی بالا می‌رود، دسترسی توده مردم به منابع محدود می‌شود و در نهایت، کل اقتصاد از رشد اعتبار مولد محروم می‌ماند. به‌طور خلاصه، ما در آستانه‌ای یک جنگ بزرگ میان «اقتصاد دیجیتال» و «مقررات سنتی» هستیم و صنعت لیزینگ دقیقاً در مرکز این میدان نبرد قرار گرفته است.

۳. انحصارطلبی ترازنامه‌ای؛ بانک‌ها مکمل لیزینگ هستند یا رقیب سرکوب‌گر؟

در تمام بازارهای مالی دنیا، میان بانک‌ها و نهادهای تأمین مالی غیربانکی (NBFI) نوعی رقابت طبیعی و ارگانیک وجود دارد. اما در فضای اقتصادی ایران، این رقابت گاهی به دلیل ساختارهای انحصاری و مالکیت‌های شبه‌دولتی، پیچیده‌تر و زهرآگین‌تر می‌شود. صنعت لیزینگ اگر به‌درستی توسعه پیدا کند و باورپذیر، بخشی از انحصار سنتی و تاریخی تأمین مالی را می‌شکند و این موضوع طبیعتاً برای برخی بازیگران بزرگ سنتی خوشایند و مطلوب نیست.

لیزینگ به‌خصوص در حوزه تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط (SME FINANCING)، می‌تواند بسیار چابک‌تر، سریع‌تر و منعطف‌تر از یک بانک عمل کند؛ چرا که بانک‌ها عمدتاً درگیر بوروکراسی‌سنگین، ناترازی‌های شدید، محدودیت‌های ترازنامه‌ای بانک مرکزی و الزامات پیچیده نظارتی هستند. اما در نقطه مقابل، یک شرکت لیزینگ پویا می‌تواند:

با سرعت بسیار بالاتری فرآیند اعتبارسنجی را طی کند. به‌شکل تخصصی‌تر و کارشناسی‌تر دارایی موضوع قرارداد را ارزیابی کند. و هدمندتر و بدون انحراف منابع، تأمین مالی واقعی انجام دهد. در اقتصادهای توسعه‌یافته، سهم شیر و بخش بزرگی از تأمین مالی تجهیزات سنگین صنعتی، ماشین‌آلات خطوط تولید، فناوری‌های‌های تک و ناوگان حمل‌ونقل توسط صنعت لیزینگ پوشش داده می‌شود، نه سیستم بانکی. اما در ایران متأسفانه هنوز نگاه غالب حاکمیت این است که لیزینگ باید به عنوان یک فرزند خوانده و زیر سایه بانک باقی بماند. بزرگ‌ترین اشتباه استراتژیک سیاست‌گذار این است که لیزینگ را رقیب و تهدیدبانک ببیند؛ در حالی که لیزینگ مکمل نظام بانکی است. اقتصادی که فقط و فقط بر پایه وام بانکی تکیه کند، دچار انسداد مالی و خفگی نقدینگی می‌شود. تنوع ابزارهای تأمین مالی یک ضرورت حیاتی برای پایداری است، نه یک انتخاب فانتزی.

۴. عصر سقوط مالکیت دائم؛ لزوم تحول در نظام قضایی برای پذیرش امضای دیجیتال

اگر بخواهیم وضعیت آمادگی حقوقی و ساختار قضایی کشور برای هضم لیزینگ آنلاین را بسنجیم، باید واقع‌بین باشیم؛ هنوز آمادگی کامل وجود ندارد. ما از نظر قوانین حقوق تجارت الکترونیک، اسناد الکترونیکی و امضای دیجیتال ظرفیت‌های قانونی و مکتوب خوبی روی کاغذ داریم، اما مشکل اصلی و گلوگاه مادر «پذیرش عملیاتی» و «همه‌انگهی نهادی» است. بسیاری از اختلافات و چالش‌های حقوقی زمانی سرباز می‌کنند که یک قرارداد تمام‌دیجیتال باید در فرآیند قضایی دادگاه‌ها یا دواپیر اجرایی مورد استناد و صدور اجراییه قرار گیرد؛ آنجا متأسفانه هنوز نگاه سنتی، کاغذی و فیزیکی بر سیستم حاکم است. این در حالی است که آینده صنعت لیزینگ اساساً بدون فرآیند دیجیتالی‌شدن (DIGITALIZATION) غیرممکن است. مدل سنتی مراجعه حضوری، کپی مدارک، تشکیل پرونده‌های قطور فیزیکی و فرآیندهای زمان‌بر دیگر با شتاب اقتصاد امروز سازگار نیست. نسل جدید مشتریان و بومیان دیجیتال ارکان جدیدی را مطالبه می‌کنند.

قرارداد را با امضای دیجیتال محکم کنند.

اقساط را از طریق کیف پول‌های هوشمند مدیریت کنند.

و حتی دارایی را به‌صورت مدل‌های اشتراکی (SUBSCRIPTIONBASED) مصرف کنند.

مارسما وارد عصر پارادایم “OWNERSHIP TO ACCESS” شده‌ایم؛ یعنی ترجیح «دسترسی هوشمند به دارایی» بر «مالکیت دائمی و سنتی آن». مردم دیگر به دنبال تملک همیشگی اشیانی نیستند، بلکه می‌خواهند از خدمات آن دارایی استفاده کنند. این تغییر بسیار عمیق است و اثرات حقوقی و فلسفی بزرگی خواهد داشت. طی پنج سال آینده، بزرگ‌ترین گسل و تحول حقوقی صنعت لیزینگ در ایران مربوط به حوزه‌های زیر خواهد بود:

- الف - مالکیت دیجیتال و توکنایزیشن (TOKENIZATION)

● قراردادهای هوشمند (SMART CONTRACTS) بر بستر بلاک‌چین

- ج - فرآیندهای اجرای خودکار تعهدات بدون نیاز به دادگاه

اگر رگولاتور خود را برای این تحولات مواج آماده نکند، بخش بزرگی از بازار به سمت قراردادهای خاکستری و خارج از چارچوب رسمی و نظارتی حرکت خواهد کرد که این یعنی افزایش پرونده‌های قضایی.

۵. لیزینگ بدون دارایی؛ وقتی قدرت در «داده» است نه در ساختمان و شعبه

مفهوم «لیزینگ بدون دارایی فیزیکی» دقیقاً همان مغز افزار و نقطه‌ای است که بسیاری از مدیران سنتی هنوز آن را درک نکردده‌اند. مدل سنتی لیزینگ همواره مبتنی بر یک دارایی فیزیکی، ملموس و قابل توقیف بود؛ چیزهایی مثل خودرو، ماشین‌آلات، تجهیزات کارخانه‌ای و امثال آن. اما اقتصاد جدید، اقتصاد دارایی‌های نامشهود (INTANGIBLE ASSETS) است. امروز از رشدمندترین شرکت‌های جهان الزاماً کارخانه‌دار و صاحب سوله نیستند؛ بلکه مالک داده، نرم‌افزار، الگوریتم، پلتفرم و زیرساخت دیجیتال‌اند. در چنین فضایی، لیزینگ هم تغییر ماهیت و هویت می‌دهد. شما اکنون در دنیا با مدل‌های موفق‌تری مواجه هستید که نرم‌افزارهای گران‌قیمت سازمانی، ظرفیت پردازش ابری (CLOUD COMPUTING)، زیرساخت‌ها و کدهای هوش مصنوعی و یا حتی اشتراک خدمات حرفه‌ای را در قالب قراردادهای لیزینگ ارائه می‌دهند.

این تحول برای کشور ما فوق‌العاده حیاتی و استراتژیک است چون اقتصاد ایران هم ناگزیر و برای بقا، باید به سمت دیجیتالی‌شدن حرکت کند. اگر مقررات ما چشمان خود را ببندد و فقط دارایی فیزیکی و آهن‌آلات را به رسمیت بشناسد، عملاً بخش بزرگی از اقتصاد آینده را به بازارهای زیرزمینی واگذار کرده‌ایم. طی دهه آینده شرکت‌های لیزینگ موفق، الزاماً آن‌هایی نیستند که سرمایه ثبتی کلان‌تر یا بیشترین شعبه فیزیکی را در کشور دارند؛ بلکه آن‌هایی هستند که به بزرگ‌ترین بانک داده، قوی‌ترین موتور اعتبارسنجی الگوریتمی و پیشرفته‌ترین سیستم‌های تحلیل ریسک مجهزند. قدرت آینده در «داده» است نه در ساختمان، شعبه و آهن.

۶. شمارش معکوس برای حاکمیت اقتصادی؛ هشدار نهایی به سیاست‌گذاران

هشدار نهایی من به فرماندهان مالی و اقتصادی کشور روشن و قاطع است: اقتصاد ایران دیگر با بازارها، بخشنامه‌ها و تفکرات مالی دهه‌های گذشته قابل اداره و کنترل نیست. ما وارد عصری شده‌ایم که در آن تأمین مالی سنتی بانکی کاملاً ناکارآمد و منجمد شده، رفتار و سبک زندگی مصرف‌کننده دچار دگرگونی گشته، فناوری‌های نوین ساختار بازار پول را از ریشه تغییر داده‌اند و مرزهای سنتی میان بانک، فین‌تک و صنعت لیزینگ در حال ذوب شدن است. اگر سیاست‌گذار همچنان بخواهم با نگاه محدود، محافظه‌کار، ترسو و صرفاً باوریکرد پلیسی و کنترلی با صنعت لیزینگ برخورد کند، نتیجه عینی آن رشد سرسام‌آور بازارهای غیررسمی، نزول خواری‌های مدرن پلتفرمی و بی‌انضباطی شدید مالی خواهد بود. در این مارا تن، اقتصادهایی موفق و برنده خواهند بود که بتوانند اعتبار را هوشمند توزیع کنند، ریسک را داده‌محور مدیریت کنند و نوآوری مالی را به رسمیت بشناسند.

صنعت لیزینگ در صورت رهایی از زنجیر مقررات سنتی، می‌تواند پیشران رشد اقتصادی، تحریک تقاضای سرکوب‌شده، نوسازی صنایع فرسوده و حتی کنترل رکود باشد؛ اما فقط در صورتی که تنظیم‌گری آن مبتنی بر افق‌های آینده باشد نه نوستالژی‌های گذشته. دهه آینده، دهه «بازتعریف نظام قدرت مالی» در ایران است و لیزینگ در قلب این تحول قرار دارد. سوال واقعی پیش روی حاکمیت اقتصادی کشور این نیست که «آیا لیزینگ رشد می‌کند یا نه؟» سوال واقعی و ترسناک این است: آیا حاکمیت می‌خواهد این رشد شتابان را هوشمندانه مدیریت کند یا صرفاً نظاره‌گر شکل‌گیری یک بازار عظیم، خاکستری و کاملاً خارج از کنترل خواهد بود؟

مجامع شرکت‌های آسیب‌دیده از جنگ؛ شفافیت ساختاری یا ابزار مدیریت انتظارات؟

تخریب زیرساخت مواجهه شده، کارایی ندارد. نهاد ناظر باید دستورالعمل‌های ضرب‌الاجلی برای افشای سناریوهای مالی آینده (خوش‌بینانه، محتمل و بدبینانه) وضع کند. نماینده سازمان در مجمع باید تضمین کند که هیئت‌مدیره برآورد دقیق زمانی و مالی‌سازی را به همراه آثار دقیق آن بر EPS شرکت به سهامداران ارائه می‌دهد.

- ۳. مدیریت هوشمندانه توقف و بازگشایی نمادها**

بازگشایی نماد شرکتی که ابعاد آسیب‌های مالی آن نامشخص است، سپردن سهامداران خرد به مسلخ هیجان است. سازمان بورس با منوط کردن بازگشایی نمادهای بزرگ شاخص‌ساز به ارائه تضمین شفافیت و قطعیت داده‌ها در مجمع، می‌تواند از دارایی سهامداران صیانت کند. مجمع باید نقطه پایانی بر تعلیق‌های فرساینده باشد، مشروط بر اینکه تمام ابهامات مادی افشا شده باشند.

- ۴. تقارن بخشی به قدرت نظارتی سهامداران خرد**

در شرایط بحرانی، دسترسی سهامداران خرد به اطلاعات میدانی قطع می‌شود و این امر نابرابری آن‌ها را با سهامداران عمده تشدید می‌کند. سازمان بورس باید با الزامات سخت‌گیرانه، بستر پاسخگویی کتبی، رسمی و ثبت‌شده به تک‌تک سولات فنی ناظران و سهامداران خرد را در مجمع فراهم کند تا جلسات به بیابیه‌خوانی‌های یک‌طرفه تبدیل نشود.

نتیجه‌گیری و چشم‌انداز برگزاری مجمع برای شرک‌ت‌های آسیب‌دیده از جنگ معجزه نمی‌کند و ساختار آسیب‌دیده مالی یا فیزیکی بنگاه را یک‌شبه اصلاح نخواهد کرد؛ اما قطعاً نقطه صفر ابهام‌زدایی و فرآیند بازسازی اعتماد در بازار سرمایه است. سرمایه‌گذاران الزاماً انتظار شنیدن اخبار مثبت ندارند؛ بازار سرمایه واقعیت‌های تلخ مالی و کاهش سودآوری را بسیار سریع‌تر و منطقی‌تر از تعلیق، ناطمیانی و انفعال رگولاتور هضم و قیمت‌گذاری می‌کند.

اگر سازمان بورس در این آزمون در نقش یک «جراح اطلاعاتی» عمل کند، خروجی این مجامع به کشف قیمت واقعی‌بینانه، کاهش ریسک سیستماتیک و حفظ کارایی تخصصی بازار منجر خواهد شد. در غیر این صورت، فاصله میان انتظارات سهامداران و واقعیت‌های عملیاتی، خود را در قالب بی‌اعتمادی عمیق‌تر و ریزش‌های هیجانی بیشتر نشان خواهد داد.



عيد غدیر خم مبارک