



لحظه صفحه



۹

چرا اقتصاد ایران برای حرکت به سمت جلو، به «ثبات» نیاز دارد؟

۱۰

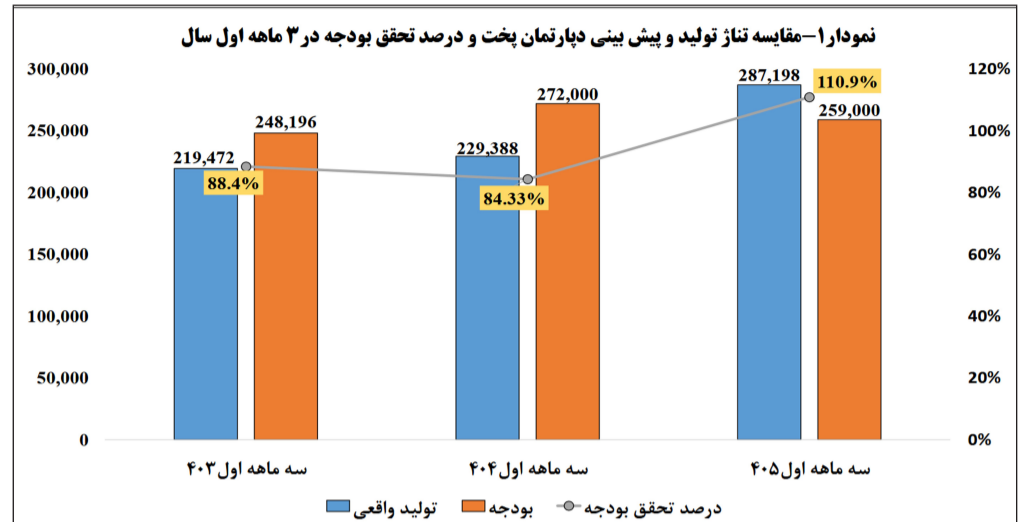
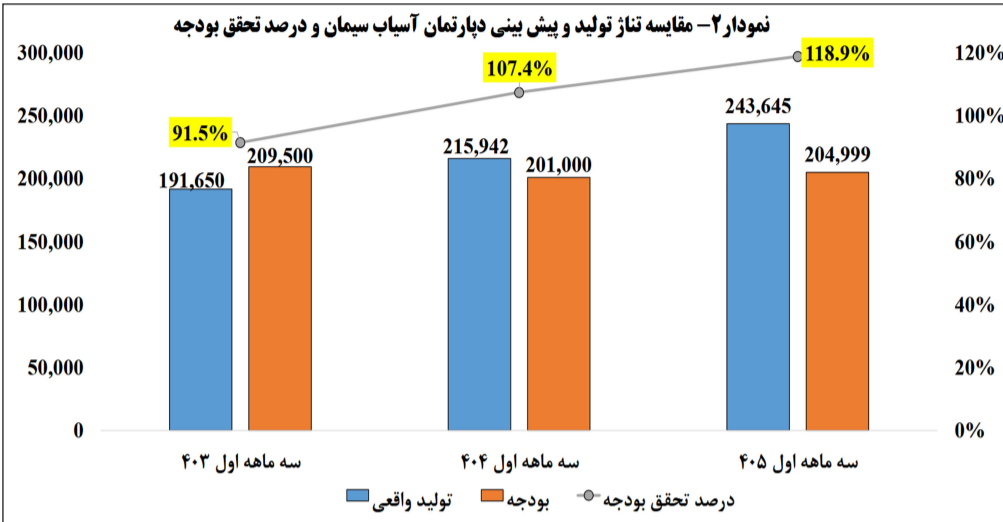
کیفیت سود؛ خط‌کشی جدید بازار برای تشخیص واقعیت از سراب

۱۱

از هیجان عرضه اولیه تا پایداری در بازار ثانویه



بهبود عملکرد تولیدی سه ماهه اول ۱۴۰۵ نسبت به دوره های مشابه در سال های ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴، در شرکت سیمان داراب

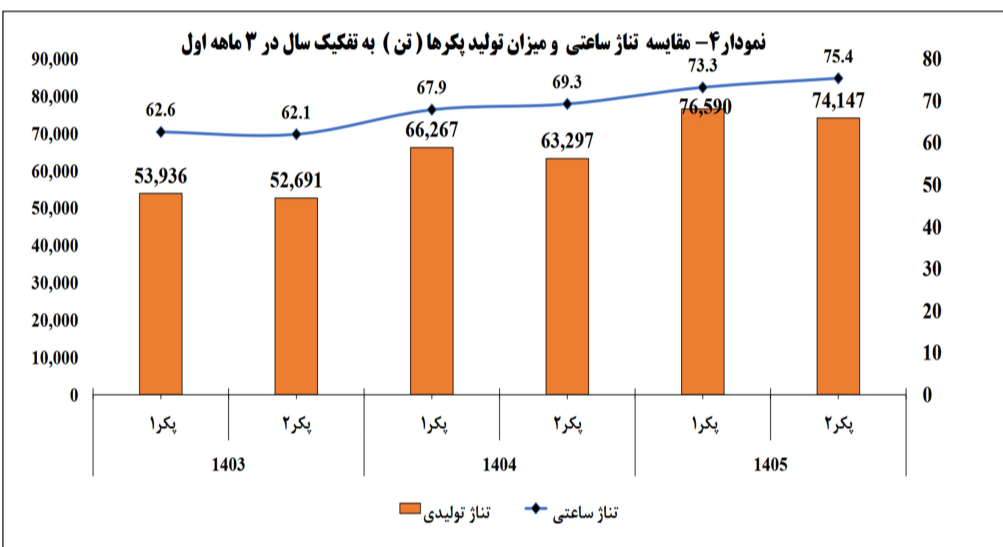


دیار تمان آسیاب سیمان

طبق نمودار ۲، در سه ماهه اول سال ۱۴۰۵ بالاترین درصد تحقق بودجه نسبت به سال های ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴ مشاهده می گردد.

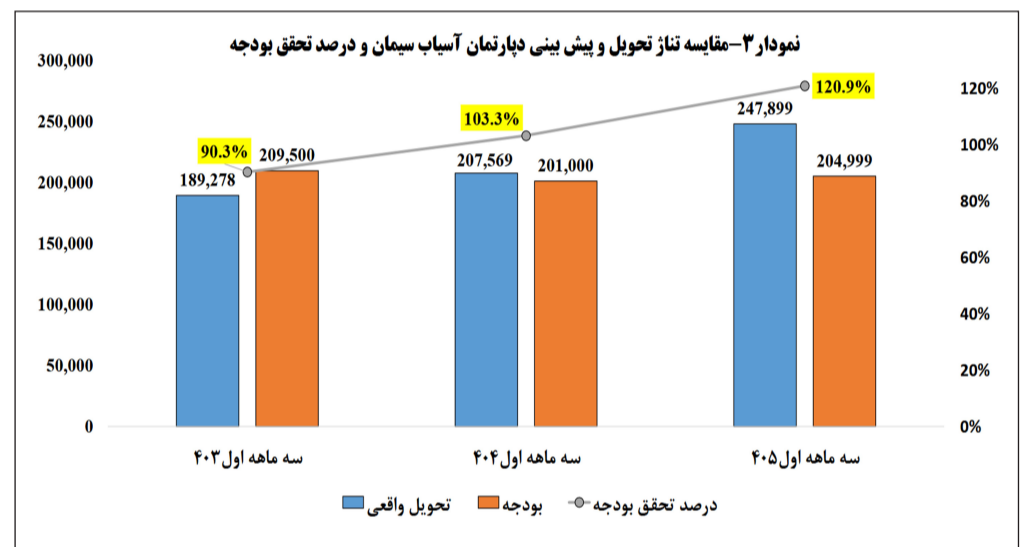
دیار تمان پخت

طبق نمودار ۱، در سه ماهه اول سال ۱۴۰۵ بالاترین درصد تحقق بودجه نسبت به سال های ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴ مشاهده می گردد.



دیار تمان بارگیر خانه

طبق نمودار ۴، در سه ماهه اول سال ۱۴۰۵ بالاترین تولید همچنین بیشترین تناژ ساعتی پکرها نسبت به سال های ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴ مشاهده می گردد.



دیار تمان آسیاب سیمان

طبق نمودار ۳، در سه ماهه اول سال ۱۴۰۵ بالاترین درصد تحقق بودجه نسبت به سال های ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴ مشاهده می گردد.

جهش پایدار درآمدهای عملیاتی و بازدهی سبد تسهیلات در بانک صادرات

تجهیز منابع و وضعیت تعهدات

جمع کل سپرده های دریافتی بانک با ۶۶ درصد رشد نسبت به پایان سال قبل، به ۱۶ هزار و ۱۸۱ میلیارد و ۶۱۸ میلیون تومان رسیده است. سپرده های بلندمدت در پی افزایش نرخ سود به ۲۰ درصد، رقم ۵ هزار و ۶۲۶ میلیارد و ۶۱۸ میلیون تومان را ثبت کرده اند. سپرده های هزینه زا در مجموع ۸ هزار و ۵۵۰ میلیارد و ۵۳۲ میلیون تومان و سپرده های غیر هزینه زا ۶ هزار و ۳۰۸ میلیارد و ۵۹۳ میلیون تومان از منابع پولی بانک را تشکیل می دهند. در بخش تعهدات، تعهدات مشتریان بابت ضمانت نامه های صادره به دو هزار و ۲۲ میلیارد و ۹۷۴ میلیون تومان و تعهدات بابت اعتبارات اسنادی به یک هزار و ۱۸۳ میلیارد و ۵۶۲ میلیون تومان افزایش یافته است.

کاهش هزینه های مالی

جمع کل هزینه های مالی بانک صادرات ایران در سال مالی ۱۴۰۴ از ۱۳۸ میلیارد و ۹۶۶ میلیون تومان به ۱۳۲ میلیارد و ۲۲۷ میلیون تومان کاهش یافته است. عامل اصلی این کاهش، افت جریمه اضافه برداشت از بانک مرکزی بوده که از ۶۲ میلیارد و ۸۸۵ میلیون تومان در سال گذشته به ۳ میلیارد و ۳۵۹ میلیون تومان در پایان سال ۱۴۰۴ رسیده است؛ هر چند هزینه های مالی تسهیلات دریافتی از سایر بانک ها به ۵۵ میلیارد و ۵۹۴ میلیون تومان و سایر هزینه های مالی به ۷۳ میلیارد و ۲۷۳ میلیون تومان افزایش یافته است. صورت های مالی سال ۱۴۰۴ بانک صادرات ایران در مجموع نشان دهنده رشد درآمدهای مشاع و غیر مشاع، افزایش حجم سپرده ها و تسهیلات، و کنترل جریمه های اضافه برداشت در راستای بهبود ساختار مالی بانک است.



دو هزار و ۳۱۳ میلیارد و ۹۴۶ میلیون تومان رسیده است. بانک پس از کسر سود سال های آتی به میزان یک هزار و ۳۱۳ میلیارد و ۵۷۰ میلیون تومان و اعمال ۱۷ میلیارد و ۱۶۳ میلیون تومان ذخیره اختصاصی و ۱۶۷ میلیارد و ۸۹۴ میلیون تومان ذخیره عمومی، مانده خالص تسهیلات ترازنامه ای پایان دوره را ۱۲ هزار و ۲۸۴ میلیارد و ۳۶۸ میلیون تومان ثبت کرده است.

در بخش مطالبات مشکوک الوصول (اقلام زیر خط) نیز جمع کل مطالبات به ۱۸ هزار و ۳۶۹ میلیارد و ۹۷۲ میلیون تومان رسیده که پس از کسر کسورات و اعمال یک هزار و ۴۲۴ میلیارد و ۶۷۷ میلیون تومان ذخیره اختصاصی (با ضریب ۵۰ درصد) و ۱۶۷ میلیارد و ۸۹۴ میلیون تومان ذخیره عمومی، مانده خالص این بخش ۱۳ هزار و ۹۸۸ میلیارد و ۳۴۷ میلیون تومان محقق شده است.

تومان در پایان سال ۱۴۰۴ رسیده که جمع سود حاصل از سپرده گذاری ها را به ۱۱۷ میلیارد و ۶۳ میلیون تومان رسانده است. علاوه بر این، درآمد اوراق بدهی و سایر درآمدهای ناشی از سپرده گذاری نیز با افزایش نرخ سود به ۲۰ درصد، رقم ۹۷ میلیارد و ۷۱۳ میلیون تومان را ثبت کرده است.

وضعیت تسهیلات اعطایی و ذخیره گیری

مانده کل تسهیلات اعطایی بانک قبل از کسر کسورات، با رشد ۵۷.۲ درصدی به ۱۳ هزار و ۷۶۷ میلیارد و ۴۳۶ میلیون تومان رسیده است. مطالبات از اشخاص دولتی ۸۴ هزار و ۶۲۸ میلیارد و ۳۱ میلیون تومان ثبت شده که بخش عمده آن (۶۰ میلیارد و ۷۸۱ میلیون تومان) جاری است. مطالبات ربالی از اشخاص غیردولتی به ۱۱ هزار و ۳۶۹ میلیارد و ۸۶۱ میلیون تومان و مطالبات ارزی غیردولتی به

بر اساس صورت های مالی حسابرسی نشده بانک صادرات ایران مجموع درآمدهای حاصل از تسهیلات اعطایی و سپرده گذاری های این بانک در سال مالی ۱۴۰۴ بار شد ۴۳ درصدی نسبت به سال مالی قبل،

از یک هزار و ۵۹۹ میلیارد و ۸۴۰ میلیون تومان به یک هزار و ۵۱۵ میلیارد و ۶۸۰ میلیون تومان افزایش یافته است. درآمد حاصل از تسهیلات اعطایی به عنوان بخش اصلی درآمدهای عملیاتی، با ثبت رشد ۲۹.۴ درصدی، رقم یک هزار و ۳۰۰ میلیارد و ۹۰۲ میلیون تومان را ثبت کرده است. بررسی ترکیب عقود اسلامی نشان می دهد که درآمد حاصل از «خرید دین» با افزایش نرخ سود به ۲۳ درصد، به ۲۰۳ میلیارد و ۱۰۴ میلیون تومان رسیده و بیشترین سهم را در میان عقود مشخص داشته است. درآمد حاصل از «مشارکت مدنی» نیز در پی رشد نرخ سود به ۲۲ درصد، به ۸۰ میلیارد و ۱۳۸ میلیون تومان افزایش یافت. همچنین در بخش فروش اقساطی، با افزایش نرخ سود به ۲۳ درصد، درآمد بانک به ۹۵ میلیارد و ۶۷۵ میلیون تومان رسید.

سایر درآمدهای تسهیلات اعطایی نیز با حفظ نرخ سود ۱۴ درصد، به ۶۸۱ میلیارد و ۱۴۰ میلیون تومان افزایش یافته است. در مقابل، درآمد حاصل از عقود مانند جعاله، مضاربه و سلف در این دوره روند کاهشی داشته است.

مدیریت منابع پولی و درآمدهای سرمایه گذاری

سود حاصل از سپرده گذاری در بانک ها از ۳ میلیارد و ۲۱۷ میلیون تومان در سال گذشته به ۱۰۷ میلیارد و ۱۲۹ میلیون



هندسه ریسک‌های اقتصادی؛ موازنه کلان ایران در افق پیش رو

عزت اله طیبی

مدیر عامل سبگردان کاریزما

اقتصاد ایران در سال ۱۴۰۴ با تلاقی و هم‌افزایی سه عامل ناترازی‌های ساختاری در بخش انرژی، تشدید فشارهای بین‌المللی ناشی از فعال‌سازی مکانیسم ماشه و شوک‌های نظامی متوالی مواجه شد. قطعی‌های گسترده برق و گاز در فصول بهار و تابستان، در کنار صعود ناگهانی ریسک‌های سیستماتیک، بخش حقیقی اقتصاد را تحت فشار قرار داد و منجر به منفی شدن نرخ رشد اقتصادی بدون نفت در نیمه اول سال گردید (به طوری که رشد بهار به ۰.۵- درصد رسید). اگرچه در پاییز با باز یابی موقت تأمین انرژی و کاهش نسبی تنش‌ها، رشد مثبت ۱.۸ درصدی تجربه شد، اما آغاز تنش‌های نظامی موسوم به جنگ رمضان در زمستان، مجدداً مسیر بخش حقیقی را معکوس کرد. در امتداد این وضعیت، صندوق بین‌المللی پول در گزارش آوریل ۲۰۲۶ خود، پیش‌بینی رشد اقتصادی ایران برای سال جاری میلادی را با ریزش شدید ۷.۲ واحد درصدی روبه‌رو ساخت و نرخ آن را منفی ۶.۱ درصد برآورد کرد.

کالبدشکافی موازنه تجاری و واقعیت‌های تراز ارزی غیرنفتی

بررسی عمیق‌تر کارنامه بازرگانی خارجی در ۱۰ ماهه سال ۱۴۰۴، فراتر از ظاهر ارقام، نشان‌دهنده تعمیق وابستگی‌های ساختاری و فشار بر منابع ارزی است.

در حالی که حجم صادرات غیرنفتی تحت تأثیر بازاریابی‌های منطقه‌ای با افزایش ۱۷ درصدی به ۴۵ میلیارد دلار رسید و واردات نیز صعودی ۹ درصدی را در سطح ۴۹ میلیارد دلار

ثبت کرد، اما موازنه نهایی به یک کسری اسمی ۴ میلیارد دلاری منجر شد. واقعیت بنیادین تجارت کشور زمانی آشکار می‌شود که بدانیم بالغ بر ۸ میلیارد دلار از این حجم واردات را شمش طلا (عمدتاً با هدف رفع تعهد ارزی صادرکنندگان) تشکیل داده است؛ متغیری که با کسری آن از بدنه بازرگانی، کسری پنهان و واقعی تراز تجاری غیرنفتی را به بیش از ۶ میلیارد و ۴۸۰ میلیون دلار می‌رساند. این انحراف عملکرد که به جز فروردین ماه، در تمامی ماه‌های سال تداوم داشته، نشان می‌دهد که جغرافیا و مبادی اصلی تأمین کالا (همچون امارات، چین، ترکیه و آلمان) و مقاصد صادراتی همچنان در برابر تنوع‌بخشی مقاوم بوده و در فاز بحران، پایداری جریان ارزی کشور را به شدت تحت لایه‌های ریسک قرار داده‌اند.

تله انباشت پولی و مکانیزم سقف‌شکنی نرخ سود بدون ریسک

صعود شتابان حجم نقدینگی تا آذرماه و ثبت نرخ رشد ۱۲ ماهه ۴۰.۹ درصدی، در بستر جهش بی‌سابقه پایه پولی رخ داد که با افزایش ۳۰ درصدی نسبت به مقطع مشابه سال قبل، مرز ۵۰.۱ درصد را درنوردید. چرخه این انبساط لجام گسیخته پولی با آزادسازی سپرده‌های قانونی بانک‌ها و تحمیل بدهی دولت به ترازنامه بانک مرکزی فعال تر شد و سوخت لازم را برای هدایت تورم نقطه‌به‌نقطه به کانال ۷۱.۸ درصد در اسفندماه فراهم ساخت.

در پاسخ به این بحران، دولت برای مهار انتظارات تورمی و تأمین مالی هزینه‌های در حال تزاید خود، به انتشار انبوه و فشرده اوراق بدهی روی آورد؛ محرکی ساختاری که بازدهی اسناد خزانه اسلامی را به سطح تاریخی ۳۹.۶ درصد سوق داد. با وجود این سقف‌شکنی بی‌سابقه، نرخ بهره حقیقی به دلیل سرعت بالاتر تورم کماکان منفی باقی ماند تا انگیزه

خروج سرمایه از سپرده‌های بانکی به سمت بازارهای موازی حفظ شود.

چرخه نوسان‌گیری در بازار سایه و پدیده پایداری نرخ توافقی

رفتار بازار ارز آزاد در طول سال ۱۴۰۴، تحت فرآیند دایمی تعدیل انتظارات ناشی از سیاست‌های تحریمی و شوک‌های نظامی شکل گرفت. حرکت دلار آزاد از محدوده ۱۰۰ هزار تومان ابتدای سال و عبور آن از مرز ۱۳۰ هزار تومان در دی ماه، با آغاز جنگ در اسفندماه به یک جهش موقت تا سقف ۱۶۵ هزار تومان منتهی شد. با این حال، واکنش بعدی بازار نشان داد که در فاز بحران‌ها، انقباض تقاضای فیزیکی و انسداد لجستیکی مرزها نقشی معکوس ایفا کرده و با خروج سفته‌بازان غیررسمی، قیمت را تا کانال ۱۴۰ هزار تومان اصلاح می‌کند. در این میان، نقطه عطف سیاست‌گذاری ارزی، راه‌اندازی و تعمیق بازار توافقی در اواخر پاییز بود؛ این مکانیزم با سوق دادن نرخ توافقی از ۷۰ هزار تومان به ۱۴۰ هزار تومان در اسفندماه، توانست شکاف قیمتی بازار آزاد و رسمی را در روزهای پایانی سال به ۹ درصد تقلیل دهد. این همگرایی ارزی، فراتر از کنترل موقت نوسانات، پدیده رانت ارزی را تضعیف کرده و عدم‌النفع صادرکنندگان را در تزیق ارز به چرخه اقتصادی به حداقل ممکن رساند.

ماتریس واگرایی سناریوهای کلان: از فرضیه انسداد تا پتانسیل دیپلماسی

بر اساس جدیدترین گزارش «چشم‌انداز اقتصاد جهان» (آوریل ۲۰۲۶)، صندوق بین‌المللی پول، آینده میان‌مدت اقتصاد ایران را در قالب سناریوهایی مشروط و کاملاً متأثر از طول زمان و شدت درگیری‌های ژئوپلیتیکی منطقه مدل‌سازی

اقتصاد جهانی در آستانه رکود تورمی؛ روایت اعداد از یک شوک بی‌سابقه

تحولات ژئوپلیتیکی اخیر، به‌ویژه در خاورمیانه، موجب بروز یکی از شدیدترین شوک‌های عرضه در بازار جهانی انرژی شده است؛ شوکی که آثار آن به سرعت در شاخص‌های کلان اقتصاد جهانی نمایان شده است. بر اساس داده‌های موجود، عرضه جهانی نفت در مارس ۲۰۲۶ با کاهش چشمگیر حدود ۱۰ میلیون بشکه در روز به سطحی نزدیک به ۹۷ میلیون بشکه در روز رسیده است؛ افتی که نشان‌دهنده اختلال عمیق در زنجیره تأمین انرژی جهانی است.

این کاهش عرضه، بیش از همه ناشی از اختلال در تولید کشورهای کلیدی و محدودیت‌های حمل‌ونقل در مسیرهای راهبردی بوده است. در چنین شرایطی، حتی در سناریوهای خوش‌بینانه نیز بازگشت کامل عرضه به سطوح پیشین، به بازه‌ای چندماهه نیاز دارد و انتظار می‌رود احیای کامل صادرات نفت تا اواخر سال ۲۰۲۶ به طول انجامد. این تأخیر، بازار را در وضعیت شکننده و وابسته به تحولات سیاسی نگه داشته است. در سمت تقاضا، نشانه‌های رکودی به‌وضوح قابل مشاهده است. برای نخستین بار پس از همه‌گیری کرونا، تقاضای جهانی نفت در سال ۲۰۲۶ وارد محدوده منفی شده و کاهش مصرف، به‌ویژه در بخش‌هایی مانند پتروشیمی، بر عمق این روند افزوده است. همزمان، استفاده گسترده از ذخایر استراتژیک باعث کاهش سطح این ذخایر در جهان شده و ظرفیت مقابله با شوک‌های بعدی را محدود کرده است.

در چنین بستری، مسیر قیمت نفت به‌شدت به سناریوهای ژئوپلیتیکی وابسته شده است. در سناریوی پایه، با فرض کنترل نسبی بحران، قیمت نفت برنت در محدوده ۸۰ دلار تثبیت می‌شود؛ اما در سناریوهای بدبینانه، قیمت‌ها می‌توانند به بازه ۱۰۰ تا ۱۲۵ دلار افزایش یابند. این افزایش نه‌تنها ناشی از کمبود عرضه، بلکه حاصل رشد هزینه‌های حمل‌ونقل، بیمه و ریسک‌های سیستماتیک نیز هست. با این حال، مسیر بازار می‌تواند در صورت تغییر متغیرهای سیاسی، به‌ویژه در روابط میان ایران و ایالات متحده، دستخوش تعدیل شود. در سناریوی تنش‌زدایی و دستیابی

توافق به مثابه کاتالیزرو: آیا مسیر اقتصاد ایران تغییر می‌کند؟

بلکه از طریق افزایش نرخ‌های رسمی تحقق یافته که این امر به معنای «تسری تورم به سازوکارهای رسمی» است، نه کنترل آن.

در حوزه تورم، تداوم سطوح بالای تورمی و ثبت نرخ‌های نزدیک به ۵۰ درصد، حاکی از ورود اقتصاد به فاز «تورم مزمن با شتاب فزاینده» است. در چنین شرایطی، ابزارهای مرسوم سیاست پولی با محدودیت جدی مواجه می‌شوند، چرا که کانال انتظارات بر سایر کانال‌های انتقال سیاست غلبه یافته است. به بیان دیگر، فقدان یک «لنگر اسمی معتبر» موجب شد تا سیاست‌های تثبیتی، اثرگذاری کوتاه‌مدت و ناپایدار داشته باشند.

در چنین بستری، متغیرهایی نظیر کسری بودجه پایدار، تأمین مالی تورمی و ریسک‌های ژئوپلیتیکی، عملاً فضای سیاست‌گذاری را محدود و امکان دستیابی به ثبات پایدار را کاهش داد.

جمع‌بندی راهبردی

با توجه به فضای حاکم بر اقتصاد ایران در سال ۱۴۰۴، در این چارچوب، سه محور کلیدی برای بازگشت به ثبات قابل طرح است:

- مهار کسری بودجه ساختاری به‌عنوان پیش شرط کنترل پایدار تورم
 - تقویت استقلال و اعتبار سیاست پولی برای احیای لنگر اسمی
 - کاهش نااطمینانی‌های ژئوپلیتیکی به‌منظور مدیریت انتظارات و کاهش ریسک سیستماتیک
- در عین حال، تحقق توافق و کاهش تنش‌های خارجی می‌تواند به‌عنوان یک عامل تسهیل‌کننده، از طریق بهبود انتظارات، کاهش فشار بر بازار ارز و تقویت ظرفیت‌های مالی دولت، به ثبات نسبی اقتصاد کلان کمک کند. با این وجود، اثرگذاری این عامل عمدتاً مشروط به هم‌زمانی آن با اصلاحات ساختاری داخلی است؛ در غیر این صورت، توافق صرفاً به ایجاد یک بهبود موقتی در متغیرهای اقتصادی محدود خواهد شد و پایداری ثبات حاصل، با تردید جدی مواجه خواهد بود.

مهدی حیدرزاده

مدیرعامل کارگزاری توازن بازار

اقتصاد ایران در سال ۱۴۰۴ وارد مرحله‌ای از «ناپایداری تشدیدشونده» شد که در آن، هم‌زمانی ناترازی‌های ساختاری داخلی و شوک‌های ژئوپلیتیکی خارجی، به تضعیف عمیق ثبات اقتصاد کلان انجامید. شواهد نشان می‌دهد که در این دوره، نقش متغیرهای بنیادی در تعیین روندهای اقتصادی کمرنگ شده و انتظارات تورمی و ریسک‌های سیستماتیک، به متغیرهای غالب تبدیل شده‌اند. در بعد پولی، ترکیب رشد بدهی دولت به بانک مرکزی و افزایش بدهی شبکه بانکی، به‌عنوان موتور اصلی انبساط پایه پولی عمل کرده است. تداوم این روند، بیانگر غلبه «سلطه مالی» بر سیاست پولی است؛ وضعیتی که در آن، تأمین مالی کسری بودجه عملاً بر اهداف تثبیتی بانک مرکزی تقدم یافته و استقلال سیاست‌گذار پولی را محدود کرده است. در این چارچوب، حتی سیاست‌هایی نظیر افزایش نسبت سپرده قانونی نیز نه‌تنها به مهار نقدینگی منجر نشده، بلکه با تشدید فشار بر ترازنامه بانک‌ها، به افزایش بدهی آن‌ها به بانک مرکزی انجامیده است. در بازار پول، جهش نرخ بهره بدون ریسک به سطوح تاریخی نزدیک به ۴۰ درصد، بیش از آنکه نشان‌دهنده موفقیت سیاست انقباضی باشد، بازتابی از افزایش پرمیوم ریسک و تشدید انتظارات تورمی است. شکاف عمیق میان نرخ بهره اسمی و تورم (نرخ بهره حقیقی منفی)، عملاً سازوکار پس‌انداز و تخصیص منابع را مختل و منجر به خروج نقدینگی از شبکه بانکی شد. این پدیده، در قالب «گریز از دارایی‌های ریالی»، خود را در رشد تقاضا برای دارایی‌های جایگزین نظیر ارز و طلا نشان داد.

بازار ارز، در این سال به کانون اصلی انتقال شوک‌های اقتصاد کلان تبدیل شد. افزایش قابل توجه نرخ ارز از محدوده ۱۰۰ هزار تومان به سطوح بالاتر از ۱۵۰ هزار تومان، عمدتاً متأثر از ریسک‌های ژئوپلیتیکی، نااطمینانی‌های جنگی و شکل‌گیری انتظارات بی‌ثبات‌کننده بوده است. کاهش شکاف میان نرخ‌های رسمی و آزاد نیز نه‌از مسیر تثبیت،

چرخش دیپلماتیک در اوج بحران؛ ارزیابی بازارهای جهانی در آستانه توافق ایران و آمریکا

میثم قره باغی

مدیر عامل مشاور سرمایه گذاری هدف حافظ

در شرایطی که انباشت شوک‌های نظامی و انسداد شریان‌های انرژی، اقتصاد جهان را به لبه پر نگاه یک رکود تورمی بزرگ کشانده بود، تفاهم پیش‌رو میان ایران و آمریکا، یک چرخش تعیین‌کننده را در معادلات بین‌المللی رقم زده است. این توافق، در واقع واکنشی ناگزیر از سوی بازارهای جهانی و ساختارهای سیاسی برای مهار بزرگ‌ترین بحران عرضه نفت در تاریخ مدرن و بازگشایی لجستیکی تنگه هرمز شکل گرفته تا پیش از خروج کامل کنترل انتظارات تورمی، ثبات را به اقتصاد بین‌الملل بازگرداند.

تغییر نقشه موازنه پولی؛ واگرایی در تصمیمات بانک‌های مرکزی جهان

اقتصاد جهانی پس از پشت سر گذاشتن یک دوره انقباض شدید پولی برای مهار تورم، اکنون با واگرایی عمیقی در تصمیمات ساختاری قطب‌های اقتصادی مواجه شده است.

در حالی که فدرال رزرو آمریکا و بانک مرکزی اروپا با آغاز روند کاهش نرخ بهره، چرخش تاریخی را در سیاست‌های خود رقم زدند، بانک مرکزی ژاپن با افزایش نرخ بهره پس از یک دهه، زمینه تحولات شدیدی نظیر سقوط شاخص نیکه و جهش شاخص وحشت (VIX) را فراهم آورد. بر اساس گزارش آوریل ۲۰۲۶ صندوق بین‌المللی پول، وقوع درگیری‌های اخیر در خاورمیانه و بسته شدن تنگه هرمز، چشم‌انداز رشد پایدار جهانی را به طور ناگهانی تیره کرده بود. صندوق در سناریوی فشار خود، نرخ رشد جهانی برای سال ۲۰۲۶ را ۳.۱ درصد پیش‌بینی کرده که نشان‌دهنده افت شاخص‌ها تحت تأثیر شوک‌های عرضه در بخش انرژی است (هر چند سناریوی پایه این نهاد، رشد ۳.۳ درصدی را هدف گرفته بود). در این میان، رشد اقتصادی منطقه یورو به دلیل وابستگی به انرژی وارداتی به ۱.۱ درصد و چین به دلیل تداوم بحران مسکن به ۴.۴ درصد محدود شده است.



نوسانات شدید در بازار دارایی‌های امن؛ تثبیت طلا

اونس جهانی طلای طولانی‌ترین روند صعودی خود را تحت تأثیر انباشت ریسک‌های سیستماتیک تجربه کرده است.

این دارایی استراتژیک که مسیر صعودی خود را با بحران بانکی آمریکا و خریدهای حجیم بانک‌های مرکزی آغاز کرده بود، با تشدید جنگ تجاری و وضع تعرفه‌های سنگین بر واردات چین و اروپا از سوی دولت آمریکا، به سقف‌های بی‌سابقه‌ای دست یافت. اگر چه در ماه‌های اخیر، جهش قیمت نفت و افزایش انتظارات تورمی باعث توقف روند کاهش نرخ بهره و ایجاد اصلاح فنی در بازار طلا شد، اما قیمت در محدوده ۴,۴۰۰ تا ۴,۶۰۰ دلار تثبیت گردیده است. نهادهای بین‌المللی پیش‌بینی می‌کنند که میانگین قیمت اونس در سال ۲۰۲۶ در محدوده ۴,۷۰۰ دلار قرار گیرد، هر چند تداوم ریسک‌های ژئوپلیتیک پتانسیل جهش مجدد آن را حفظ کرده است.

تغییرات ساختاری در بازارهای فلزات اساسی؛

استراتژی جدید چین در بخش فولاد و مس

بازار جهانی مس به عنوان شاخص کلیدی سنجش رونق صنعتی، پس از ثبت رکوردهای ناشی از توسعه خودروهای برقی و زیرساخت‌های انرژی پاک، اکنون تحت تأثیر هزینه‌های بالای تأمین مالی و انبارداری در محدوده ۱۰,۰۰۰ تا ۱۱,۰۰۰ دلار نوسان می‌کند.

در بازار فولاد، بحران بخش مسکن چین موجب کاهش تولید داخلی این کشور شده است، اما تحولات سیاسی اخیر و توقف صادرات فولاد نیمه‌خام ایران، موازنه عرضه را تغییر داد. در واکنش به این رویداد، چین صادرات محصولات نیمه‌خام خود را افزایش داده است تا خلاء عرضه را پر کند.

این اقدام اگر چه از جهش شدید قیمت‌ها جلوگیری کرده، اما به دلیل افزایش هزینه‌های حمل‌ونقل، قیمت تمام‌شده بیلت را در مقاصد نهایی ارتقا داده است.

بحران عرضه در صنایع پایین‌دستی پتروشیمی؛

فورس‌ماژور و شوک قیمت در بازار متانول و اوره

بازار متانول و اوره با شدیدترین تکان‌های ناشی از اختلال لجستیکی مواجه است.

در بخش متانول، توقف صادرات ایران به همراه اعلام فورس‌ماژور از سوی شرکت سابیک (SABIC) عربستان به دلیل اختلالات ترانزیتی، قیمت‌های CFR چین را به بالای ۵۰۰ دلار جهش داد.

در بازار اوره نیز غیبت صادرکنندگان اصلی خلیج فارس با منقاصه بزرگ شرکت IPL هند همزمان شد.

نیاز شدید هند به تأمین محموله‌های اوره، این کشور را ناچار به پذیرش قیمت‌های بالای ۹۰۰ دلار برای واردات از روسیه و مصر کرد؛ تحولی که به پیش‌بینی پلتس، بازار اوره را تا میان‌مدت در وضعیت انقباض عرضه و سطوح قیمتی بالا نگه خواهد داشت.

انسداد شریان‌های انرژی؛ رکورد کمترین میزان تردد

نفتکش در تاریخ تنگه هرمز

بزرگ‌ترین شوک به بخش حقیقی اقتصاد بین‌الملل از ناحیه بازار نفت و فرآورده‌های نفتی وارد شده است. داده‌های آماری S&P GLOBAL نشان می‌دهد تردد نفتکش‌ها از تنگه هرمز با افت حدود ۸۷ تا ۹۰ درصدی مواجه شد و عرضه جهانی نفت در ماه مارس حدود ۹.۵ میلیون بشکه در روز کاهش یافته است. تولید اوپک پلاس به پایین‌ترین سطح خود از سال ۱۹۸۹ رسید و میلیون‌ها بشکه نفت به دلیل آسیب به زیرساخت‌ها قفل شد.

در این وضعیت، تقاضای جهانی نفت پتروشیمی نظیر نفتا و LPG وارد فاز انقباضی شد و ذخایر استراتژیک جهانی بیش از ۸۰۰ میلیون بشکه کاهش یافت. اگر چه عربستان صادرات خود را از بندر ینبع در ساحل غربی دو برابر کرده است، اما تحلیلگران مورگان استنلی تأکید دارند که حتی در صورت صلح فوری، بازگشت کامل صادرات نفت خاورمیانه ماه‌ها زمان خواهد برد و هزینه بیمه ژئوپلیتیک بر قیمت نفت برت سایه خواهد انداخت.

چراغ سبز سهامداران «ولانا» به نقشه راه جدید سودآوری در شرکت لیزینگ آریادانا

این منابع، ۲۰ میلیارد تومان جهت اصلاح ساختار مالی و ۷۰ میلیارد تومان برای توسعه فعالیت‌های عملیاتی اختصاص می‌یابد تا پورتفوی این شرکت در حوزه‌های جذابی مانند خودروهای سواری و سنگین، لوازم خانگی، تجهیزات دیجیتال و بازار ملک متنوع‌سازی شود.

پیش‌بینی رشد چندبرابری تسهیلات و سودآوری

دبیر مجمع با مقایسه سناریوهای انجام و عدم انجام افزایش سرمایه اشاره کرد که در صورت عدم تأمین منابع، ظرفیت اعطای تسهیلات شرکت لیزینگ آریادانا بسیار محدود می‌شود؛ اما با تصویب این طرح، پیش‌بینی می‌شود حجم تسهیلات اعطایی در سال ۱۴۰۵ به حدود ۳۴۲ میلیارد تومان، در سال ۱۴۰۶ به ۲ هزار میلیارد تومان و در سال ۱۴۰۷ به ۷ هزار میلیارد تومان افزایش یابد. این تغییر ساختار مالی علاوه بر افزایش درآمد حاصل از تخفیف توسعه فروش و فرع تسهیلات، منجر به ارتقای چشمگیر سود خالص عملیاتی در سال‌های آتی خواهد شد.

مصوبات مجمع و اصلاح ماده ۱۶ اساسنامه

پس از قرائت گزارش موسسه حسابرسی در تایید مفروضات گزارش توجیهی و تایید کفایت سود انباشته، رای‌گیری از سهامداران انجام شد. مجمع به اتفاق آرا با مرحله اول افزایش سرمایه از مبلغ ۱۰ میلیارد تومان به ۳۰ میلیارد تومان از محل سود انباشته موافقت کرد. همچنین تفویض اختیار اجرای مرحله دوم افزایش سرمایه تا سقف ۱۰۰ میلیارد تومان از محل آورده نقدی سهامداران ظرف مدت دو سال به هیئت‌مدیره واگذار شد و تغییر ماده ۱۶ اساسنامه شرکت متناسب با این تغییرات به تصویب رسید. هیئت‌مدیره نیز اعلام کرد با توجه به مذاکرات انجام‌شده، در گام‌های بعدی تلاش خواهد شد تا سرمایه شرکت لیزینگ آریادانا جهت انطباق با استانداردهای جدید به ۲۰۰ میلیارد تومان افزایش یابد.

شرکت لیزینگ آریادانا با نماد «ولانا» مجمع فوق‌العاده خود را برای تصویب افزایش سرمایه برگزار کرد تا ظرفیت اعطای تسهیلات خود را تا سال ۱۴۰۷ به ۷ هزار میلیارد تومان برساند. بر این اساس



ساختار مالی «ولانا» جهت استفاده از فرصت‌های جدید بازار لیزینگ کشور و ارتقای رتبه اعتباری اصلاح می‌شود. شرکت لیزینگ آریادانا (سهامی عام) با نماد «ولانا» مجمع عمومی فوق‌العاده خود را با حضور سهامداران و اعضای هیئت‌مدیره برگزار کرد. در این مجمع، گزارش توجیهی افزایش سرمایه و برنامه‌های آتی شرکت لیزینگ آریادانا جهت توسعه فعالیت‌ها در بازار رقابتی لیزینگ کشور مورد بررسی و تصویب قرار گرفت.

ضرورت ارتقای بنیه مالی در بازار رقابتی

شرکت لیزینگ آریادانا که از سال ۱۳۸۳ تاسیس و در سال ۱۳۹۱ وارد بازار سرمایه شده است، در سال‌های اخیر با سرمایه ۱۰ میلیارد تومانی فعالیت می‌کرد که پایین‌ترین میزان سرمایه در میان ۴۰ شرکت فعال این صنعت به شمار می‌رفت. با توجه به تعهدنامه اخذ شده توسط بانک مرکزی در شهریور ۱۴۰۴ مبنی بر لزوم رعایت حداقل سرمایه و همچنین اثرات تورمی بر کاهش ظرفیت عملیاتی، افزایش سرمایه شرکت لیزینگ آریادانا جهت حفظ سهم بازار، بهبود رتبه اعتبار سنجی نزد بانک‌ها برای تأمین منابع مالی جدید و جلوگیری از کاهش سودآوری، به عنوان یک ضرورت حیاتی در مجمع مطرح شد.

جزئیات منابع و مصارف طرح افزایش سرمایه

بر اساس گزارش توجیهی ارائه شده، کل نیاز مالی شرکت لیزینگ آریادانا برای اجرای طرح توسعه ۹۰ میلیارد تومان برآورد شده که از این میزان، ۷۰ میلیارد تومان از محل آورده نقدی سهامداران و ۲۰ میلیارد تومان از محل سود انباشته تأمین می‌شود. در خصوص مصارف

پیشبینی کن، جایزه ببر!

پیشبینی مسابقات جام جهانی در نئوبروکر سامان



کارگزاری
بانک سامان



شرکت در مسابقه:
my.samanbourse.ir

عصرگذار بزرگ

است. در این سال، رقابت برای سهم بازار جایگزین استراتژی حفظ قیمت شده است، که می‌تواند برای کشورهای با هزینه تولید بالا چالش برانگیز باشد. همین پویایی‌ها، همان جایی است که اقتصاد ایران وارد داستان می‌شود.

اقتصاد ایران در سال ۱۴۰۵ با چالش‌هایی روبروست. تحلیل‌ها نشان می‌دهد که پارادایم حاکم بر اقتصاد کشور در این سال، مدیریت «اترازی‌ها» است. تورم مزمن که اکنون وارد هشتمین سال پیاپی در سطوح بالای ۴۰ درصد شده، ساختار رفتاری مصرف‌کننده و تولیدکننده را تغییر داده است. در سال ۱۴۰۵، دولت با ناترازی در سه بخش بودجه، انرژی و بانک‌ها مواجه است. شکاف میان تولید و مصرف گاز و برق در سال ۱۴۰۵ به اوج خود رسیده است. این موضوع باعث می‌شود در فصل تابستان و زمستان، صنایع بزرگ (فولاد و پتروشیمی) عملاً با ۵۰ درصد ظرفیت فعالیت کنند که منجر به کاهش ارزش آوری می‌شود. از سوی دیگر، بانک مرکزی با فشار برای پولی کردن کسری بودجه روبروست. اگر چه تلاش‌هایی برای کنترل ترازنامه بانک‌ها صورت گرفته، اما نرخ رشد نقدینگی همچنان بالای ۳۰ درصد باقی مانده که سوخت لازم برای تورم سال ۱۴۰۵ را تأمین می‌کند.

تحلیل‌گویی آن است که فاصله نرخ ارز و نیما و بازار آزاد در سال ۱۴۰۵ به یکی از چالش‌برانگیزترین نقاط تصمیم‌گیری تبدیل می‌شود. تداوم تحریم‌ها و محدودیت در دسترسی به منابع ارزی، بانک مرکزی را مجبور به مدیریت تقاضا کرده است. با این حال، پیش‌بینی می‌شود برای جلوگیری از فساد و رانت، حرکت به سمت تک‌نرخی شدن ارز (در سطوح بالاتر) شتاب بگیرد.

بازار سرمایه در سال ۱۴۰۵، بازاری برای «تحلیل‌گران دقیق» است، نه لزوماً توده‌وار. پس از سال‌ها در جاذدن، بورس تهران به لحاظ دلاری در سطوح بسیار ارزنده‌ای قرار گرفته است. با توجه به الزامات قانونی و تورم انباشته، سال ۱۴۰۵ بزرگ‌ترین تجدیدار زیبایی‌های دارایی در گروه‌های خودرویی و بانکی را رقم می‌زند. این موضوع باعث بزرگ شدن بدنه شرکت‌ها و پتانسیل رشد قیمتی می‌شود. حذف تدریجی قیمت‌گذاری دستوری در صنایع مانند لاستیک، سیمان و حتی خودرو، حاشیه سود شرکت‌ها را از وضعیت قرمز خارج می‌کند. اما بزرگ‌ترین رقیب بورس در سال ۱۴۰۵، نرخ بهره بانکی است. اگر تورم به سمت کاهشی شدن حرکت کند و نرخ بهره واقعی مثبت شود، بورس با چالش جذب نقدینگی روبرو خواهد بود؛ اما در صورت تداوم تورم، بورس تنها پناهگاه نقدینگی خرد خواهد بود.

ریسک اصلی بازار سرمایه در سال ۱۴۰۵، «بهم‌درسی سیاست‌های مالیاتی دولت» است. تلاش دولت برای کسب درآمد از محل مالیات بر سود شرکت‌ها و عوارض صادراتی می‌تواند مانند یک ترمز برای رشد بازار عمل کند.

علی حبیبی

مدیرعامل کارگزاری ویستا

در سال ۲۰۲۶، اقتصاد جهانی در وضعیتی قرار دارد که تحلیل‌گران آن را «عصرگذار بزرگ» می‌نامند. پس از پشت سر گذاشتن تلاطم‌های ناشی از پاندمی و جنگ‌های منطقه‌ای اوایل دهه، اکنون جهان با واقعیت‌های جدیدی روبروست. نرخ رشد اقتصادی جهان در ابتدای سال با ثباتی نسبی در محدوده ۳.۳ درصد پیش‌بینی می‌شود، اما آنچه امروز در بازار می‌بینیم، روایت دیگری است. جنگ منطقه‌ای در خاورمیانه، اختلال در صادرات نفت و گاز، و جهش قیمت انرژی، همگی آن ثبات نسبی را به چالش کشیده‌اند. صندوق بین‌المللی پول در آخرین گزارش خود رشد جهانی را به ۳.۱ درصد کاهش داده و هشدار داده که در صورت تداوم تنش‌ها، این رقم ممکن است به ۲.۵ درصد یا حتی پایین‌تر سقوط کند. در این میان، شکاف میان اقتصادهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور عمیق‌تر شده است. ایالات متحده هنوز با تکیه بر بهره‌وری ناشی از هوش مصنوعی رشد پایداری را تجربه می‌کند، اما اروپا همچنان با بحران انرژی‌های گران‌قیمت و پیری جمعیت دست و پنجه نرم می‌کند. تورم جهانی که در سال‌های قبل به سطوح بحرانی رسیده بود، تحت تأثیر سیاست‌های انقباضی بانک‌های مرکزی به محدوده ۳.۵ تا ۴ درصد بازگشته بود، اما اکنون با افزایش قیمت انرژی، فشار تورمی دوباره در حال بازگشت است و ریسک‌های ناشی از اختلال در زنجیره تأمین به دلیل تنش‌های ژئوپولیتیک دیگر در پس‌زمینه نیستند.

قیمت نفت برنت در سال ۲۰۲۶ تحت تأثیر دو عامل متضاد قرار داشت. از یک سو، تقاضای چین به دلیل تغییر ساختار به سمت خودروهای برقی با کاهش نرخ رشد مواجه شده بود، اما از سوی دیگر، رشد صنعتی در هند و آفریقا به عنوان پیشران جدید تقاضا عمل می‌کرد. پیش‌بینی‌ها قیمت نفت را در محدوده ۷۰ تا ۸۵ دلار تخمین زده بودند، اما واقعیت بازار مسیر دیگری را رقم زده است. نفت برنت هم‌اکنون در سطح ۹۲ دلار معامله می‌شود؛ رقمی که فراتر از انتظارات بوده و نشان می‌دهد بازار انرژی در حال قیمت‌گذاری ریسک‌های ژئوپولیتیک است که پیش‌تر در حاشیه قرار داشتند. این افزایش قیمت، اگر چه برای صادرکنندگان نفت در کوتاه‌مدت درآمدزا است، اما برای اقتصادهای واردکننده انرژی و صنایع وابسته به آن، بار هزینه‌ای سنگینی به همراه دارد. نکته حیاتی برای ایران، افزایش عرضه از سوی کشورهای غیر اوپک (آمریکا، برزیل و گوئیان) است که قدرت چانه‌زنی اوپک پلاس را محدود کرده

بازگشت سرمایه به بورس؛ اصلاح ریسک یا جبران جاماندگی؟

امیر رشیدیان

مدیرعامل کارگزاری نامین سرمایه نوین

متعادل‌تری از رشد را تجربه کند. در مقابل، بازگشت تنش‌ها یا سیاست‌های مداخله‌گر ایانه می‌تواند مجدداً سرمایه‌ها را به سمت بازارهای موازی سوق دهد.

از سوی دیگر، شرایط کلان اقتصادی نیز نقش تعیین‌کننده‌ای در این مسیر ایفا می‌کند. تورم بالا - که به سطوحی در حدود ۸۰ درصد رسیده - به‌طور طبیعی بازدهی اسمی را در تمامی بازارها افزایش می‌دهد، اما توزیع این بازدهی میان بازارها تابعی از کیفیت متغیرهای بنیادی، نرخ بهره، و انتظارات سرمایه‌گذاران است. در این میان، بازار سرمایه تنها در صورتی می‌تواند سهم بیشتری از این جریان نقدینگی را جذب کند که از مداخلات قیمتی مصون مانده و شرکت‌ها نیز از منظر تأمین انرژی و ثبات تولید با محدودیت جدی مواجه نشوند.

در نهایت، مزیت رقابتی بازار سرمایه در مقایسه با سایر بازارها، بیش از هر چیز در «شفافیت» و «شفافیت» نهفته است. افزایش ارزش معاملات تا سطوح قابل توجه، این اطمینان را برای سرمایه‌گذاران فراهم کرده که ورود و خروج از بازار با سهولت بیشتری انجام می‌شود. همچنین، بهبود روند افشای اطلاعات و تعامل مؤثر میان نهاد ناظر و ناشران، می‌تواند به تقویت کارایی اطلاعاتی بازار و افزایش اعتماد عمومی بینجامد.

بر این اساس، اگر چه بازگشت نقدینگی به بورس را می‌توان نشانه‌ای مثبت تلقی کرد، اما تداوم آن نیازمند مجموعه‌ای از پیش‌شرط‌های سیاستی، اقتصادی و ساختاری است؛ پیش‌شرط‌هایی که تحقق آن‌ها می‌تواند بازار سرمایه را از یک واکنش مقطعی، به یک روند پایدار و قابل اتکا تبدیل کند. اگر بخواهیم تونم به نسخه تندتر، تحلیلی‌تر یا حتی رسانه‌ای‌تر (مثلاً مناسب انتشار در سایت یا شبکه اجتماعی) هم برات تنظیم کنم.

در ماه‌های اخیر، نشانه‌های روشنی از بازگشت بخشی از نقدینگی از بازارهای موازی به بازار سرمایه قابل مشاهده است؛ تحولی که بیش از هر چیز ریشه در تغییر ادراک فعالان اقتصادی از ریسک و بازده دارد.

بازار سرمایه در بلندمدت همواره همبستگی معناداری با متغیرهای کلان نظیر نرخ ارز و تورم داشته و توانسته بازدهی قابل قبولی برای سرمایه‌گذاران ایجاد کند. با این حال، مداخلات سیاست‌گذار در قیمت‌گذاری و افزایش ریسک‌های سیاسی طی سال‌های گذشته، این رابطه را تضعیف و موجب عقب‌ماندگی بورس نسبت به بازارهایی همچون طلا شد.

در چنین شرایطی، شکل‌گیری احساس «جاماندگی» در میان فعالان بازار، در کنار بهبود نسبی فضای سیاست‌گذاری و تعدیل برخی رویکردهای دستوری، زمینه‌ساز تغییر جهت جریان نقدینگی شد. کاهش نسبی ریسک‌های سیاسی پس از تحولات اخیر و تقویت چشم‌انداز توافقات، این سیگنال را به بازار مخابره کرد که سطح نااطمینانی در حال تعدیل است؛ عاملی که به ورود سریع‌تر سرمایه و رشددهی کوتاه‌مدت در بازار سرمایه انجامید.

با این حال، پایداری این جریان نقدینگی همچنان وابسته به متغیرهای کلیدی است. مهم‌ترین عامل، تداوم ثبات در فضای سیاسی و منطقه‌ای است. در صورت تثبیت شرایط فعلی، می‌توان انتظار داشت که بازار سرمایه، به‌ویژه در صنایع پرخوردار از عملکرد عملیاتی مناسب، مسیر

فولاد مبارکه؛ پیروزی «تدبیر» بر «بحران» در بهار ۱۴۰۵

شرکت محسوب می‌شوند و محصولات سرد با سهم ۱۹ درصد در جایگاه بعدی قرار دارند.

مدیریت بحران و تداوم تولید

این عملکرد مالی و عملیاتی در حالی محقق شد که فولاد مبارکه با یکی از بزرگ‌ترین چالش‌های فنی خود، یعنی آسیب به «کوره شماره ۸» مواجه بود. در حالی که توقف این کوره می‌توانست زنجیره تأمین صدها واحد صنعتی پایین دستی را دچار اختلال کند، ستاد مدیریت بحران فولاد مبارکه با رویکرد «اجرای فشرده و هم‌زمان»، عملیات بازسازی را هدایت کرد.

با اتکا به بیش از ۱۱۴ قطعه و تجهیز کلیدی که توسط شرکت‌های دانش‌بنیان داخلی بومی‌سازی یا بازسازی شدند، زمان احیای این کوره از سه ماه به ۴۵ روز کاهش یافت.

این رویکرد نه تنها از توقف طولانی مدت تولید جلوگیری کرد، بلکه نشان داد که فولاد مبارکه با تغییر مدل مدیریتی خود، توانسته است تهدیدهای ژئوپولیتیک را به فرصتی برای تحول ساختاری و افزایش تاب‌آوری صنعتی تبدیل کند. در مجموع، کارنامه بهار ۱۴۰۵ ثابت کرد که با تکیه بر زیرساخت‌های دانش‌بنیان و سرمایه انسانی متخصص، این مجتمع همچنان ستون فقرات صنعت ایران در تضمین ثبات زنجیره تأمین داخلی باقی مانده است. با این حال، چالش‌های ناترازی انرژی و محدودیت‌های واردات قطعات، همچنان فاکتورهای تعیین‌کننده‌ای هستند که پایداری سودآوری در ماه‌های آینده به مدیریت آن‌ها بستگی خواهد داشت.



مجتمع فولاد مبارکه در سه ماهه نخست سال ۱۴۰۵، در حالی فعالیت‌های خود را مدیریت کرد که نوسانات ژئوپولیتیک و پیامدهای «جنگ رمضان» ساختار هزینه‌ها و زنجیره تأمین صنایع سنگین را تحت فشار قرار داده بود. با این حال، گزارش‌های مالی و عملیاتی این دوره نشان‌دهنده تداوم تولید و مدیریت هوشمندانه منابع در شرایط بحرانی است.



ارقام کلیدی عملکرد عملیاتی

در سه‌ماهه منتهی به خرداد ۱۴۰۵، مجتمع فولاد مبارکه با لحاظ شدن فولاد سباز در سبد فروش، عملکرد زیر را به ثبت رسانده است:

- میزان کل تولید: حجم تولید این دوره به ۱ میلیون و ۵۴۱ هزار تن رسید.
- حجم فروش فیزیکی: میزان فروش محصولات نیز معادل ۱ میلیون و ۴۰۹ هزار تن ثبت شد که نشان‌دهنده تداوم مدیریت بهینه عرضه و موجودی است.

ساختار فروش و تمرکز بر بازار داخلی

ترکیب فروش شرکت در این دوره نشان‌دهنده تمرکز حداکثری بر بازار داخلی است؛ به‌گونه‌ای که حدود ۹۶ درصد از کل فروش در داخل کشور محقق شده و سهم صادرات در سطح محدودی قرار دارد. در این بازنگری، ساختار درآمدی صرفاً بر فروش محصولات متمرکز بوده و بخش ارائه خدمات از ترکیب درآمد حذف شده است.

تفکیک سبد محصولات

- از نظر حجم فیزیکی فروش: گندله با سهم ۲۸ درصد، محصولات گرم ۴۴ درصد، محصولات سرد ۱۳ درصد و سایر محصولات ۱۵ درصد از سبد فروش را تشکیل می‌دهند.
- از نظر ارزش ریالی: محصولات گرم با سهم ۶۲ درصدی، اصلی‌ترین منبع درآمد



بیم و امید سرمایه‌گذاران از جنگ و توافق

حسن خسروی

مدیر تحلیل کارگزاری صبا تامین

پس از بازگشایی با شکوه بازار سرمایه در پایان اردیبهشت ماه و رشد فراتر از حد تصور بسیاری از سهام شرکت‌ها پس از بازگشایی، بازار سهام در دو هفته اخیر از تب و تاب افتاد از هیجانات ابتدایی آن تا حد زیادی کاسته شد. در این میان برخی از سرمایه‌گذاران همچنان به آینده امیدوار بوده و منفی‌های روزانه در برخی از نمادهای رافست خرید طلائی قلمداد می‌کنند اما برخی دیگر بر این عقیده اند که شرایط کشور تحت تاثیر جنگ بوده و لذا نمی‌توان آینده مثبتی برای صنایع و شرکت‌ها متصور بوده و لذا رشد چندانی برای قیمت سهام و افزایش شاخص متصور نیستند. تقابل این دو دیدگاه باعث شده تا سردرگمی بسیار عجیبی در میان سرمایه‌گذاران به ویژه سرمایه‌گذاران خرد ایجاد شود.

عقیده نگارنده آن است رشد قابل توجه سهام در برخی از نمادها (نه همه نمادها) پس از جنگ تا حد زیادی توجیه پذیر بوده است. (دلیل عمده این موضوع کاهش شدت ریسک تبعات جنگ و اطمینان نسبی از عدم وقوع یک جنگ ویرانگر، اشغال زمینی کشور، تعطیلی چندین ساله بازار سرمایه و... می‌باشد). عدم رشد و کاهش نسبی قیمت برخی از سهام‌ها در دو هفته اخیر نیز تا حد زیادی توجیه پذیر است. بررسی جزئی تر معاملات سهام در صنایع و نمادهای مختلف نشان از آن دارد که بازار با نگاه منطقی تر و با در نظر گرفتن تحولات سیاسی و اقتصادی اقدام به چیدمان عرضه و تقاضای می‌نماید.

در بازه زمانی ۲۹ اردیبهشت ماه (روز گشایش بازار) تا تاریخ ۶ تیر ماه (روز اوج شاخص)، شاخص بورس اوراق بهادار تهران بارش ۳۹ درصدی مواجه شد. این در حالی است که برخی نمادها در این دوره حتی بازدهی‌های بالای ۵۰ درصد را نیز تجربه کردند.

در چنین فضایی اقدام به فروش از سوی بسیاری از سرمایه‌گذاران به دلایلی همچون شناسایی سود، رسیدن قیمت سهم به ارزش تحلیلی، اصلاح پرتفوی و یا (به ویژه) نیاز مبرم به نقدینگی، کاملاً طبیعی است. کاهش خوشبینی‌های اولیه برای رسیدن دو طرف جنگ به یک تفاهم و یا توافق همه جانبه نیز از دلایل سیاسی چنین عرضه‌هایی است. از بعد تکنیکال نیز بسیاری از معتقدند گیر کردن شاخص در مرز روانی حدود ۵ میلیون واحد و در جازدن در این محدوده یک موضوع کاملاً توجیه پذیر است.

با این وجود، بسیاری از تحلیلگران و مدیران سرمایه‌گذاری در نهادهای حقوقی معتقدند با لحاظ نمودن شرایط سیاسی فعلی (نه جنگ گسترده و نه توافق جامع) حتی با در نظر گرفتن چالش‌های نقدینگی، محدودیت‌های احتمالی برای صادرات و دیگر تبعات ناشی از جنگ ۴۰ روزه، قیمت سهام در بسیاری از صنایع جای رشد و صعود دارد. رشد احتمالی قیمت ارز می‌تواند پیشران بسیار خوبی در این زمینه باشد. نسبت‌های P/E تاریخی و آینده نگر در بسیاری از صنایع بر این موضوع دلالت دارد. در بسیاری از صنایع نیز سهام همچون شرکت‌های زیان‌ده و با سابقه تقسیم سود پایین، با توجه به رشد قیمتی به لحاظ تحلیلی پتانسیل رشد قیمتی نخواهند داشت.

با این اوصاف، به نظر می‌رسد در ادامه، راه سهام ارزنده، بنیادی و با تقسیم سود بالا، با شرکت‌های با بنیاد نه چندان محکم از یکدیگر جدا خواهد شد. در این شرایط، نه خرید‌های هیجانی و نه فروش‌های هیجانی در بازار کنونی چندان جایگاهی ندارد و بهتر است سرمایه‌گذاران چه در سمت خرید و چه در طرف فروش جزییات تحلیلی بیشتری به ویژه در حوزه روند سودآوری آتی و بنیاد سهام توجه نمایند. در این بین برای سرمایه‌گذاران حقیقی و خرد که احتمالاً امکان بررسی دقیق بنیاد شرکت‌ها را ندارند سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بخشی توصیه می‌گردد تا بدین ترتیب بتوانند از مزایای سرمایه‌گذاری در صنعت با بازدهی مناسب بهره‌مند گردند.

سود بالا، تورم بالاتر؛ معمای تکراری اقتصاد ایران و سرنوشت سرمایه‌ها



احسان محمدیان نیک پی

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری مالی ملل

در شرایطی که اقتصاد ایران همچنان با تورم مزمن و ساختاری دست‌وپنجه نرم می‌کند، بحث درباره نرخ سود بانکی و اثر آن بر جریان سرمایه‌ها بار دیگر به کانون توجه فعالان اقتصادی بازگشته است. افزایش اخیر نرخ سود، اگر چه در نگاه نخست به‌عنوان سیاستی انقباضی تلقی می‌شود، اما در واقع بیش از آنکه نشانه‌ای از تغییر بنیادین در سیاست‌گذاری پولی باشد، تلاشی برای «واقعی‌تر کردن» نرخ‌ها و کاهش فاصله میان نرخ بهره اسمی و تورم است.

واقعیت آن است که اقتصاد ایران طی سال‌های طولانی با پدیده نرخ بهره حقیقی منفی مواجه بوده و شواهد موجود نیز از تداوم این وضعیت حکایت دارد. رشد نقدینگی و پایه پولی، به ویژه در ماه‌های اخیر، نشان می‌دهد که هسته تورمی اقتصاد همچنان فعال است و حتی می‌تواند در آینده نزدیک تشدید شود. در چنین بستری، افزایش نرخ سود سپرده‌ها به تنهایی نمی‌تواند عامل تعیین‌کننده‌ای برای تغییر مسیر نقدینگی باشد.

از سوی دیگر، بازار سرمایه نیز در نقطه‌ای دوگانه قرار گرفته است. از یک سو، مقایسه نسبت‌های ارزش‌گذاری با ابزارهای بدون ریسک مانند سپرده‌های بانکی و اوراق بدهی، نشان می‌دهد که بخشی از سهام از محدوده جذاب قیمتی فاصله گرفته‌اند. اما از سوی دیگر، انتظارات تورمی و احتمال رشد نرخ ارز، همچنان به‌عنوان موتور حمایتی بازار سهام عمل می‌کند. همین عامل سبب می‌شود شرکت‌هایی که

توان انتقال آثار تورم به درآمدهای خود را دارند، همچنان در کانون توجه سرمایه‌گذاران باقی بمانند.

در این میان، این تصور که افزایش نرخ سود می‌تواند به‌طور گسترده منابع را از بورس به سمت سپرده‌ها و اوراق هدایت کند، با واقعیت‌های اقتصاد ایران همخوانی چندانی ندارد. محدودیت‌های ساختاری، سیاست‌های دستوری در تعیین نرخ بهره و ناتوانی در همگام‌سازی نرخ سود با تورم، باعث شده است که نرخ بهره حقیقی منفی همچنان پابرجا بماند. بنابراین، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بیش از آنکه تابع تغییرات محدود در نرخ سود باشد، تحت تأثیر متغیرهای کلان و ریسک‌های سیستماتیک قرار دارد.

در نهایت، آنچه مسیر بازارها را تعیین می‌کند نه صرفاً نرخ سود، بلکه سطح نااطمینانی‌های سیاسی، ریسک‌های ژئوپلیتیکی و چشم‌انداز تورم است. در چنین فضایی، سرمایه‌گذاران هوشمند به جای واکنش‌های کوتاه‌مدت، به دنبال دارایی‌هایی خواهند بود که بتوانند در برابر موج‌های تورمی و شوک‌های اقتصادی تاب‌آوری بیشتری از خود نشان دهند.

ارتقای بلوغ معامله‌گری: تبدیل تصمیمات لحظه‌ای به سناریوهای قابل پایش و منطقی

سید میثم ایوبی

مدیرعامل کارگزاری بانک مسکن

ورود و خروج و فراهم کردن دید دقیق از میزان ریسک موقعیت‌ها، سرمایه‌گذار را به سمت مسئولیت‌پذیری بیشتر در استفاده از ابزارهای پیچیده سوق می‌دهد. در مقایسه با سامانه‌های عمومی که بر نمایش نمودارها و دیده‌بان‌های متداول متمرکز هستند، تمایز اصلی «کمان» در موارد زیر است:

تمرکز تخصصی بر مشتقه: اولویت‌بندی بررسی زنجیره قرار داده‌ها و ابزارهای پوشش ریسک که برای معامله‌گران حرفه‌ای حیاتی است. مدیریت استراتژیک موقعیت‌ها: فراهم‌سازی امکان پایش مستمر استراتژی‌های فعال و تعدیل آن‌ها در زمان‌های حساس بازار. ارتقای بلوغ معامله‌گری: تبدیل تصمیمات لحظه‌ای به سناریوهای قابل پایش و منطقی.

❖ کمان در منظومه خدمات کارگزاری بانک مسکن

سامانه «کمان» به‌عنوان یک جزیره منفرد عمل نمی‌کند، بلکه بازوی تخصصی یک اکوسیستم مالی جامع است. در کنار سامانه‌هایی همچون «آنلاین پلاس» و «همراه پلاس» که پاسخگوی نیازهای عمومی و روزمره معامله‌گران هستند، «کمان» مسئولیت مدیریت ریسک و استراتژی‌های پیشرفته را در بستر کارگزاری بانک مسکن بر عهده دارد. این پیوستگی نهادی، یک مزیت رقابتی مهم برای مشتریان فراهم می‌کند؛ چرا که آن‌ها علاوه بر دسترسی به ابزارهای تحلیلی «کمان»، از پشتوانه نهادی کارگزاری بانک مسکن در تمامی حوزه‌های بازار سرمایه، از جمله معاملات اوراق بهادار، بورس کالا و انرژی، بهره‌مند می‌شوند. در واقع، «کمان» مکمل دیگر خدمات این نهاد مالی است و به هیچ‌عنوان رویکردی تخریبی نسبت به سایر پلتفرم‌ها ندارد.

❖ ارزش آفرینی در بازار هوشمند

در بازار امروز، «معاملات سریع و هوشمند» عبارتی است که اگر با کارکرد عمیق همراه نشود، نمی‌تواند اعتماد طولانی‌مدت مشتری را جلب کند. آنچه «کمان» را متمایز می‌کند، ترکیب سرعت قابل‌اتکا با تخصص فنی و مدیریت ریسک شفاف است. پیام اصلی این است که سامانه «کمان» ابزاری برای گسائی است که معامله‌گری را نه به عنوان یک بازی سریع، بلکه به‌عنوان یک فعالیت دقیق، آگاهانه و استراتژیک می‌بیند. در نهایت، «کمان» گامی است در راستای بالغ‌تر شدن فرهنگ معامله‌گری در ایران؛ جایی که موفقیت نه صرفاً از طریق سرعت، بلکه از طریق انضباط، تحلیل و فهم صحیح از مکانیزم‌های بازار حاصل می‌شود.

در فضای پویای بازار سرمایه ایران، پارادایم‌های معاملاتی به‌سرعت در حال تغییر هستند و دیگر «سرعت اجرای سفارش» به تنهایی نمی‌تواند به‌عنوان یک مزیت رقابتی پایدار و متمایزکننده برای سامانه‌های معاملاتی تلقی شود. این امر نه به دلیل کاهش اهمیت سرعت، بلکه به دلیل تبدیل شدن آن به یک «استاندارد حداقلی» و انتظار پایه مشتریان از هر بستر معاملاتی معتبر است. در چنین اتمسفر رقابتی، کارگزاری بانک مسکن با ارائه سامانه «کمان»، رویکردی متفاوت را اتخاذ کرده است؛ رویکردی که در آن، تمرکز از سرعت محض به سمت «کیفیت تصمیم‌گیری» و «معامله‌گری استراتژیک‌محور» تغییر جهت داده است.

شرکت کارگزاری بانک مسکن
Maskan Bank Brokerage Co.



فلسفه وجودی و جایگاه سامانه «کمان»
سامانه «کمان» نه یک سامانه عمومی برای رصد لحظه‌ای پرتفوی، بلکه یک «میز تخصصی» برای فعالانی است که با ابزارهای پیچیده بازار، به‌ویژه اختیار معامله، سر و کار دارند. ارزش بنیادین این سامانه در توانمندسازی معامله‌گر برای گذار از یک معامله‌گری غریزی به یک معامله‌گری ساختارمند نهفته است. برای معامله‌گران حرفه‌ای، ثبت سفارش تنها بخش کوچکی از فرآیند است؛ بخش اصلی، تحلیل موقعیت از منظر ریسک، زمان، سرسید و سناریوهای احتمالی بازار است. «کمان» با فراهم کردن زیرساخت‌های لازم برای تحلیل زنجیره قرار داده‌ها، مشاهده استراتژی‌های فعال و پایش موقعیت‌های مشتقه، به کاربران حرفه‌ای این امکان را می‌دهد تا تصمیمات خود را در قالبی استاندارد و قابل ارزیابی اتخاذ کنند.

❖ تفاوت‌های عملیاتی، هوشمندی به مثابه انضباط

یکی از چالش‌های اصلی در بازارهای مالی، غلبه بر رفتارهای هیجانی است. از نگاه کارگزاری بانک مسکن، هوشمندی در سامانه «کمان» تنها یک شعار تبلیغاتی نیست، بلکه ابزاری برای تحمیل «انضباط معاملاتی» به کاربر است. این سامانه با شفاف‌سازی منطق

ALUMINACO

شرکت آلومینای ایران

www.IRANALUMINA.ir
info@iranalumina.ir

خراسان شمالی، جاجرم
کیلومتر ۷ جاده سنخواست
کد پستی: ۹۴۴۱۷۵۶۴۱۴
+۹۸۵۸۳۲۲۷۳۰۸۱-۵



نبرد پنهان نقدینگی

فرزاد محمدی

کارشناس بازار سرمایه

سرمایه‌گذاران نه بر اساس یک متغیر واحد، بلکه بر آند ارزیابی آن‌ها از مجموعه این عوامل شکل می‌گیرد.

واقعیت آن است که بسیاری از شرکت‌های بورسی در بستری فعالیت می‌کنند که درآمدها و دارایی‌هایشان به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم از تورم و نرخ ارز تأثیر می‌پذیرد. در دوره‌های افزایش سطح عمومی قیمت‌ها، بخشی از این شرکت‌ها توانایی انتقال افزایش هزینه‌ها به قیمت محصولات خود را دارند و در نتیجه، سودآوری آن‌ها می‌تواند با شرایط تورمی تعدیل شود. همین ویژگی باعث می‌شود که مقایسه ساده میان بازده ابزارهای بدون ریسک و بازار سهام، لزوماً به درک دقیقی از ارزش‌گذاری بازار منجر نشود. از سوی دیگر، تجربه تحولات اخیر نیز نشان داده است که واکنش صنایع مختلف به شرایط اقتصادی و سیاسی یکسان نیست. برخی شرکت‌ها در مواجهه با تنش‌ها، با افزایش هزینه‌ها یا اختلال در عملیات رویه‌رو شده‌اند، در حالی که برخی دیگر از محل افزایش نرخ ارز یا رشد قیمت محصولات، عملکرد بهتری را تجربه کرده‌اند. بنابراین، نگاه یکپارچه به کل بازار می‌تواند منجر به نادیده گرفتن فرصت‌های نهفته در برخی صنایع و شرکت‌ها شود.

در چنین شرایطی، می‌توان گفت که دوره سرمایه‌گذاری مبتنی بر رشد یکدست بازار تا حد زیادی جای خود را به دوره انتخاب‌های دقیق و مبتنی بر تحلیل داده است. در این فضا، عواملی همچون کیفیت سود، پایداری جریان‌های نقدی، ساختار مالی شرکت‌ها و چشم‌انداز هر صنعت، اهمیت بیشتری نسبت به گذشته پیدا می‌کند. به بیان دیگر، دیگر نمی‌توان با یک حکم کلی درباره جذابیت یا عدم جذابیت کل بازار سرمایه اظهار نظر کرد.

با وجود جذابیت بالای ابزارهای درآمد ثابت برای سرمایه‌گذاران محتاط، نباید از ماهیت متفاوت بازار سهام

در شرایط کنونی اقتصاد ایران، تحلیل رفتار بازار سرمایه بدون در نظر گرفتن رقابت ساختاری میان بازار پول و بازار سرمایه، تصویری ناقص و بعضاً گمراه‌کننده ارائه می‌دهد. آنچه امروز بیش از هر زمان دیگری اهمیت یافته، نه صرفاً سطح نرخ سود، بلکه نحوه توزیع و جهت‌گیری جریان نقدینگی میان گزینه‌های مختلف سرمایه‌گذاری است؛ جریانی که به‌طور پنهان میان ابزارهای کم‌ریسک و دارایی‌های مبتنی بر ریسک در حال جابه‌جایی است.

در ماه‌های اخیر، بازده مؤثر برخی اوراق بدهی و صندوق‌های درآمد ثابت به محدوده‌هایی نزدیک به ۴۰ درصد رسیده است؛ سطحی که پیش از هرگونه تصمیم رسمی از سوی سیاستگذار پولی، در عمل در بازار شکل گرفته و انتظارات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار داده است. از این منظر، اگر در آینده تغییری در نرخ‌های رسمی رخ دهد، نمی‌توان آن را یک شوک ناگهانی تلقی کرد، بلکه باید آن را نوعی همگرایی میان نرخ‌های اعلامی و واقعیت‌های موجود در بازار دانست. این موضوع به‌خوبی نشان می‌دهد که بازارها، به‌ویژه در شرایط تورمی، اغلب جلوتر از سیاستگذار حرکت می‌کنند.

با این حال، تقلیل تحلیل بازار سرمایه به متغیر نرخ سود، ساده‌سازی بیش از حد یک واقعیت پیچیده است. بازار سهام در ایران، تحت تأثیر مجموعه‌ای از عوامل اقتصادی، سیاسی و رفتاری قرار دارد؛ از نرخ تورم و نوسانات ارزی گرفته تا ریسک‌های ژئوپلیتیک، چشم‌انداز مذاکرات، سیاست‌های اقتصادی و سطح سودآوری شرکت‌ها. در چنین فضایی، رفتار

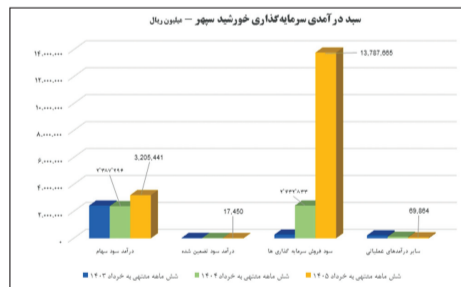
سرمایه‌گذاران به آینده اقتصاد و پایداری سیاست‌هاست. در نهایت، اگرچه افزایش نرخ‌های بازده در بازار پول می‌تواند بخشی از منابع کوتاه‌مدت و محافظه‌کار را به سمت ابزارهای کم‌ریسک هدایت کند، اما این به معنای خروج پایدار و گسترده نقدینگی از بازار سهام نخواهد بود. پایداری این جریان، به متغیرهای کلان‌تری همچون چشم‌انداز تورم، روند نرخ ارز، وضعیت سودآوری شرکت‌ها و تحولات سیاسی وابسته است.

از این رو، نبرد میان بازار پول و بازار سرمایه را باید نبردی پنهان اما مستمر بر سر جذب نقدینگی دانست؛ نبردی که برنده آن نه صرفاً بر اساس سطح نرخ سود، بلکه بر پایه اعتماد، ثبات و چشم‌انداز بازدهی در آینده تعیین خواهد شد. در چنین فضایی، سرمایه‌گذاری موفق بیش از هر زمان دیگری نیازمند نگاه تحلیلی، انتخاب‌گری هوشمندانه و پرهیز از تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر یک متغیر واحد است.

غافل شد. سرمایه‌گذاران بورسی، علاوه بر سود نقدی، به دنبال بهره‌مندی از رشد سودآوری شرکت‌ها، افزایش ارزش دارایی‌ها و بازده سرمایه‌ای در افق میان‌مدت و بلندمدت هستند. در اقتصادی که همچنان با تورم بالا و نوسانات ساختاری مواجه است، این ظرفیت برای بسیاری از شرکت‌ها وجود دارد که در صورت بهبود نسبی شرایط، روند سودآوری خود را حفظ یا حتی تقویت کنند.

در این میان، نقش اعتماد سرمایه‌گذاران و ثبات سیاستگذاری را نمی‌توان نادیده گرفت. تجربه بازار سرمایه ایران نشان داده است که کاهش نااطمینانی‌های اقتصادی و سیاسی، در بسیاری از مواقع اثرگذاری بیشتری نسبت به تغییرات نرخ سود بر جریان نقدینگی داشته است. به بیان دیگر، آنچه در نهایت مسیر حرکت سرمایه‌ها را تعیین می‌کند، صرفاً رقابت بر سر نرخ بازده نیست، بلکه سطح اطمینان

ثبات رکورد سودآوری در یکی از سخت‌ترین مقاطع بازار سرمایه برای خورشید سپهر



ریال سود از محل فروش سرمایه‌گذاری‌ها محقق کند؛ رقمی که نسبت به عملکرد سال گذشته رشد بیش از ۴۶۶ درصدی را نشان می‌دهد. این اقدام علاوه بر تحقق سود، زمینه بهینه‌سازی ترکیب دارایی‌ها، افزایش نقدشوندگی، پرتفوی و ایجاد ظرفیت مناسب برای سرمایه‌گذاری‌های آتی را نیز فراهم کرده است. در همین راستا، عملکرد مدیریت دارایی شرکت نیز قابل توجه بوده است. بازده موزون زمانی پرتفوی کوتاه‌مدت خورشید سپهر طی دوره شش‌ماهه منتهی به خردادماه ۱۴۰۵، حدود ۳۲ درصد ثبت گردیده که به مراتب بالاتر از عملکرد شاخص‌های کل بورس و هم‌وزن می‌باشد. این عملکرد بیانگر حفظ کیفیت سرمایه‌گذاری‌ها و مدیریت مناسب شرایط بازار است.

در بخش هزینه‌ها نیز اگرچه افزایش حقوق و دستمزد مصوب، رشد هزینه‌های عمومی و اداری، افزایش استهلاک ناشی از سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و همچنین استفاده هدفمند از منابع اعتباری موجب افزایش هزینه‌های عملیاتی و مالی شرکت شد، اما بازده حاصل از مدیریت سرمایه‌گذاری‌ها به‌مراتب فراتر از این هزینه‌ها بوده و در نهایت رشد قابل توجه سودآوری شرکت را رقم زده است. با توجه به اینکه بخشی از مجامع شرکت‌های سرمایه‌پذیر هنوز برگزار نشده و بخش مهمی از درآمدهای سود سهام در نیمه دوم سال مالی شناسایی خواهد شد، انتظار می‌رود روند رو به رشد درآمدهای عملیاتی و سودآوری خورشید سپهر در ادامه سال نیز استمرار یابد.

مدیریت شرکت نیز با تداوم راهبرد مدیریت فعال پرتفوی، توسعه سرمایه‌گذاری‌ها و تمرکز بر خلق ارزش برای سهامداران، چشم‌انداز مثبتی برای عملکرد سال مالی منتهی به آذرماه ۱۴۰۵ ترسیم کرده است.

شرکت سرمایه‌گذاری خورشید سپهر در عملکرد شش‌ماهه منتهی به خردادماه ۱۴۰۵، با ثبت درآمد عملیاتی بیش از ۱۷ هزار میلیارد ریالی و سود خالص بالغ بر ۱۶ هزار میلیارد ریالی، یکی از درخشان‌ترین دوره‌های عملکردی خود را رقم زد؛ عملکردی که در شرایط بی‌سابقه ناشی از تعطیلی طولانی بازار سرمایه، تحولات سیاسی و امنیتی و افزایش ریسک‌های اقتصادی کشور به دست آمد. در حالی که بازار سرمایه کشور از ۹ اسفندماه تا ۲۹ اردیبهشت‌ماه عملاً با توقف معاملات و محدودیت‌های گسترده مواجه بود و هم‌زمان وقوع جنگ و تنش‌های منطقه‌ای، صنایع بزرگ بازار از جمله فولاد، پتروشیمی و نیروگاهی را تحت تأثیر قرار داد، شرکت سرمایه‌گذاری خورشید سپهر نه تنها روند سودآوری خود را حفظ کرد، بلکه موفق شد با اتکا به مدیریت فعال پرتفوی و بهره‌گیری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، جهشی قابل توجه در شاخص‌های مالی خود را به ثبت رساند. بر اساس صورت‌های مالی شش‌ماهه، درآمدهای عملیاتی شرکت به ۱۷,۰۸۰ میلیارد ریال رسید که نسبت به دوره مشابه سال گذشته بیش از ۲۴۴ درصد افزایش یافته است. همچنین سود عملیاتی شرکت با رشد ۲۵۱ درصدی به ۱۶,۶۸۵ میلیارد ریال و سود خالص نیز با ثبت ۱۶,۱۷۵ میلیارد ریال، رشد چشمگیر ۲۴۵ درصدی را نسبت به دوره مشابه سال قبل تجربه کرد.

یکی از مهم‌ترین عوامل این عملکرد، رشد قابل توجه درآمدهای حاصل از سود سهام بود؛ به گونه‌ای که درآمد سود سهام شرکت با وجود آنکه بخش قابل توجهی از شرکت‌های سرمایه‌پذیر هنوز مجامع عمومی سالیانه خود را برگزار نکرده‌اند، به بیش از ۳,۲۰۵ میلیارد ریال رسید و نسبت به دوره مشابه سال قبل بیش از ۳۴ درصد افزایش یافت. این موضوع نشان می‌دهد بخش مهمی از ظرفیت درآمدی شرکت همچنان در نیمه دوم سال مالی قابلیت تحقق خواهد داشت.

در بخش مدیریت سرمایه‌گذاری نیز خورشید سپهر عملکردی کم‌نظیر از خود به نمایش گذاشت. شرکت با اجرای سیاست مدیریت فعال پرتفوی و شناسایی به‌موقع سود سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده، موفق شد ۱۳,۷۸۸ میلیارد

آقای شهید ایران

شهادت: مرگ تاجران و مرگ آدم‌های زرنگ است.

سید علی



خون دلی که لعل شد

با بدرقه میلیون‌ها دل‌داغدار، امام شهید در

آغوش امام مهربان آرام می‌گیرد.



شرکت معدنی و صنعتی گل‌گهر
GOLDOHAR MINING & INDUSTRIAL COMPANY
روابط عمومی و امور بین‌الملل

حکمرانی بر ریسک؛ مواجهه با شوک های نفتی در بازار سرمایه ایران

ندارضاوی
نوروز نوراله زاده

بازارهای مالی جهانی و داخلی در سال های اخیر دوران پرفرازونشیبی را پشت سر گذاشته اند. نوسانات بی سابقه ای که در بازار سرمایه مشاهده می شود، محصول درهم تنیدگی پیچیده ای از متغیرهای گوناگون است. از یک سو، سیاست های پولی و مالی داخلی پیوسته اتمسفر بازار را تحت تاثیر قرار می دهند و از سوی دیگر، شوک های کالایی، بحران های مکرر اقتصادی و تنش های ژئوپلیتیکی در عرصه بین المللی، تکانه های شدیدی را به این ساختار وارد می سازند. در میان تمامی متغیرهای کلان اقتصادی که تأثیر عمیقی بر پویایی های بازار سرمایه داشته اند، نوسانات قیمت نفت به عنوان شریان حیاتی اقتصاد جهانی، جایگاهی منحصر به فرد و راهبردی دارد. این متغیر کلیدی به صورت مستقیم بر هزینه های تولید، زنجیره تامین، سودآوری نگاه های اقتصادی، درآمدهای عمومی دولت ها، نرخ تورم و به تبع آن، سیاست های پولی بانک های مرکزی اثر می گذارد.

حساسیت به شوک های نفتی برای کشورهای تولیدکننده و صادرکننده، به ویژه ساختار اقتصادی ایران، اهمیتی دوچندان و حیاتی دارد. تحولات عمیق در بازار نفت هرگز در مرزهای بخش انرژی محصور نمی ماند، بلکه دامنه اثرگذاری آن به سرعت تمامی ابعاد اقتصاد کلان از جمله نرخ ارز، تورم، تراز تجاری، رشد اقتصادی و انضباط بودجه ای دولت را با چالش مواجه می کند. از این رو، شناسایی دقیق روابط پنهان و آشکار بین بازار نفت و بازارهای مختلف و درک سازوکارهای انتقال ریسک و تلاطم، برای برنامه ریزان، سیاست گذاران اقتصادی و تصمیم گیران در فرآیند تصمیم گیری های استراتژیک، ضرورتی انکارناپذیر است.

با توسعه شتابان بازارهای آتی، قراردادهای اختیار معامله و سایر ابزارهای مشتقه، نفت در دهه های اخیر پدیده ای به نام «مالی سازی» را تجربه کرده و در ساختار پیچیده سیستم مالی جهانی ادغام گردیده است. این تحول که عمدتاً ناشی از افزایش سهم سرمایه گذاران نهادی در بازار کالاهاست، سبب شده تا تغییرات قیمت نفت دیگر صرفاً به عنوان یک تکانه برون زای سنتی بر متغیرهای کلان عمل نکند؛ بلکه نفت اکنون بازارهای کالایی را نیز در معرض ریسک های مالی سیستماتیک ناشی از سایر بازارهای مالی قرار داده است. جریان سرمایه جهانی و فعالیت های سوداگرانه، همبستگی میان این بازارها را تقویت کرده اند؛ به طوری که در بحران مالی سال ۲۰۰۸ و رکود اقتصادی متعاقب آن، سقوط هم زمان بازارهای سهام و انرژی به وضوح نمایانگر این پیوند عمیق و لزوم مدیریت ریسک های سیستمی بود.

کالبدشکافی تکانه های ساختاری نفت

در چارچوب مطالعات مدرن اقتصاد انرژی، تبیین نوسانات شدید قیمت نفت تنها با اتکا به معیارهای سنتی عرضه ناکافی است. ارزیابی های بنیادین نشان داده اند که برای درک ماهیت واقعی شوک های نفتی، باید به منشأ ساختاری ایجاد آن ها نفوذ کرد. بر مبنای الگوهای پیشگامانه اقتصادسنجی، تغییرات قیمت نفت به سه نوع شوک ساختاری مجزا تفکیک می شود که هر یک پیامدهای کاملاً متفاوتی بر اقتصاد کلان و بازارهای مالی بر جای می گذارند.

نخستین مولفه، شوک های عرضه نفت است که ریشه در تغییرات پیش بینی نشده در دسترسی فیزیکی به منابع نفت خام دارند. حوادث فنی، بلایای طبیعی، منازعات ژئوپلیتیکی در مناطق نفت خیز یا تصمیمات استراتژیک کارتل های نفتی مانند اوپک در زمینه سهمیه بندی تولید، همگی در این دسته جای می گیرند. دومین مولفه، شوک های تقاضای کل اقتصاد جهانی است که از نوسانات در چرخه های تجاری بین المللی و سطح فعالیت های صنعتی نشأت می گیرد و تقاضا برای انرژی را دستخوش تغییرات اساسی می کند.

سومین و خلاقانه ترین بخش این تفکیک، شوک های تقاضای خاص یا احتیاطی در بازار نفت است. این شوک ها با تاب مستقیم نااطمینانی ها در باره تعادل میان عرضه



و تقاضای آتی در بازار نفت هستند. به بیانی دیگر، زمانی که معامله گران، شرکت ها یا دولت ها نسبت به ثبات عرضه در آینده دچار بیم و هراس می شوند، انگیزه ای قوی برای انباشت یا آزادسازی ذخایر شکل می گیرد. تحولات ژئوپلیتیکی و هشدارهای امنیتی معمولاً محرک اصلی این رفتار احتیاطی هستند. تفاوت بنیادین این شوک ها در نوع واکنش قیمت واقعی نفت نمایان می شود؛ شوک های عرضه معمولاً اثری محدود و زودگذر دارند، در حالی که شوک های تقاضای کل با تأخیر اما به شکلی پایدار قیمت ها را بالا می برند. در این میان، شوک های تقاضای خاص یا احتیاطی، به دلیل ماهیت انتظاری و سفته بازانه خود، محرک جهش های آنی، شدید و بسیار پایدار در قیمت واقعی نفت به شمار می روند.

ریسک سیستمی و سازوکارهای سرایت در پیکره مالی

ریسک سیستمی به طور بنیادی به احتمال بروز اختلالی گسترده یا فروپاشی کامل در عملکرد سیستم مالی اشاره دارد که می تواند منجر به بی ثباتی عمیق در بازارهای مالی شود. این نوع ریسک زمانی محقق می شود که ناپایداری یا بحران در یک یا چند مؤسسه و بازار مالی محدود نماند و از طریق رفتارهای زنجیره ای به سرعت به سایر ارکان نظام مالی سرایت کند. در سیستم های مالی به هم پیوسته مدرن، سلامت یک نهاد به تنهایی تضمین کننده ثبات کل سیستم نیست؛ چرا که پدیده های سرایتی می توانند شوک های موضعی را به بحران های فراگیر تبدیل کنند و توجه به ارتباطات متقابل در سراسر سیستم اقتصادی ضروری است.

سرایت ریسک، مولفه اساسی و مکانیسم اصلی تحقق ریسک سیستمی است. نوسانات شدید قیمت دارایی ها در یک بازار، پتانسیل بالایی برای سرایت به سایر بخش های مرتبط دارند. این تغییرات نوسانی همسو و متوالی، معمولاً ناشی از مواجهه بازارها با شوک های مشترک یا شیوع بحران و افت ارزش دارایی ها در گذر زمان است که ریسک کلی بازار را به شدت افزایش می دهد. بحران های بزرگی که در دهه های اخیر رخ داده اند، توجه سیاست گذاران اقتصاد کلان را به بکارگیری شاخص های دقیق برای کمی سازی ریسک سیستمی، نظیر ارزش در معرض خطر شرطی و کسری مورد انتظار نهایی معطوف ساخته اند تا بتوان جریان انتقال ریسک را در سراسر سیستم پیش نمود.

واکاوی تجربی و بومی: بازار سرمایه ایران در آینه شوک های نفتی

بررسی پویایی های بازار سرمایه ایران و همبستگی آن با تکانه های ساختاری بازار نفت اوپک، حقایق تجربی ارزشمندی را آشکار می سازد. یافته های مستند نشان می دهند که ساختار بومی بازار سهام ایران واکنش های متفاوتی را به انواع شوک ها نشان می دهد. در این میان، شوک تقاضای خاص نفت بیشترین و عمیق ترین تاثیر

را بر ریسک سیستمی بازار سهام ایران دارد. این پدیده نشان می دهد که انتظارات، رفتارهای سفته بازانه و عدم قطعیت های ناشی از تنش های ژئوپلیتیکی و ریسک های منطقه ای در بازار جهانی انرژی، به سرعت به درون ساختار بازار سرمایه ایران رسوخ کرده و نوسانات را تشدید می کنند. نکته حائز اهمیت و متمایزکننده در اقتصاد ایران، جایگاه برجسته شوک عرضه نفت در مقایسه با شوک تقاضای کل اقتصاد جهانی است. در تحلیل های صورت گرفته بر روی برخی بازارهای جهانی، معمولاً شوک عرضه اهمیت کمتری دارد، اما در ساختار اقتصادی ایران، به دلیل وابستگی بالای اقتصاد و بخش عمده درآمدهای دولت به صادرات و فروش نفت، نوسانات عرضه نفت مستقیماً بازارهای مالی کشور را تحت تاثیر قرار می دهد. در مقابل، شوک تقاضای کل اقتصاد جهانی کمترین میزان سرایت ریسک را به بازار سهام ایران داشته است. تکانه های نفتی از کانال های عمده ای چون سیاست های مالی دولت، نوسانات نرخ ارز و انتظارات، پایداری بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار می دهند.

بازخوانی الگوهای تحلیلی و تجارب متناظر

ارزیابی های گسترده ای در پهنه جهانی و داخلی به واکاوی ارتباط میان انرژی و بازارهای مالی پرداخته اند. در عرصه بین المللی، شواهد نشان می دهند که بازارهای بین المللی نفت منبع مهم سرریز ریسک خالص برای بخش های مالی هستند که میزان آن تحت شوک های شدید به طور قابل توجهی افزایش می یابد؛ این اثرات بر زیربازارهای مالی ناهمگن بوده و بازارهای کالا و ارز را بیشتر متأثر می سازد. همچنین، سیاست های پولی غیرمتعارف و تسهیل کمی بانک های مرکزی بزرگ در شرایط عادی سرریز ریسک را کاهش می دهد، اما ممکن است در مراحل اولیه یک بحران شدید، خود به عاملی برای افزایش سرریز ریسک تبدیل شود. شوک های تقاضای نفت قوی ترین اثرات سرریز را به همراه دارند، در حالی که کشورهای واردکننده نفت خام عمدتاً دریافت کنندگان اصلی این ریسک ها هستند و بازارهای سهام و ارز، گسترش ریسک های مالی سیستماتیک جهانی را تسریع و تشدید می کنند. در دوران بحران های جهانی نظیر همه گیری کرونا نیز ارتباط وثیق میان نااطمینانی های عمومی و بی ثباتی بازارهای مالی از طریق معیارهای شرطی ریسک به اثبات رسید.

در لایه تحولات داخلی، رویکردهای مبتنی بر قیود علامت نشان داده اند که تأثیر شوک قیمت نفت بر بازده سهام ابتدا روندی معنادار و افزایشی داشته و سپس به حالتی کاهش یافته پایدار گراییده است. همچنین نااطمینانی نرخ ارز نقش محکمی و موازی را در این راستا ایفا می کند. ارزیابی های ساختار شبکه اتصال در میان کشورهای اوپک پلاس حاکی از آن است که قیمت نفت اوپک و برنت فرستندگان اصلی تلاطمات هستند. در بازار سهام ایران، گرچه بخش عمده ای از نوسانات ناشی از ریسک های منحصر به فرد بومی است، اما سهم ریسک های ناشی از بازار نفت همچنان تعیین کننده

است.

تحلیل های مبتنی بر پانل برداری نیز هشدار می دهند که سوءمدیریت درآمدهای نفتی و ارزی در دوران رونق از طریق تزریق نقدینگی و افراط در واردات کالاهای مصرفی و واسطه ای، به تولید داخلی آسیب زده و در دوران رکود، با کاهش درآمدها و واردات کالاهای سرمایه ای، شکاف تولید را تشدید می کند. از سوی دیگر، واکاوی تلاطم ناشی از شوک های ارزی نشان می دهد که ریسک سیستمی تفاوت معناداری با جمع جبری ریسک های انفرادی بخش ها دارد. مدل های ساختاری با لحاظ کردن هزینه های تعدیل سرمایه گذاری تایید می کنند که یک تکانه مثبت نفتی می تواند شاخص قیمت سهام را به شدت افزایش دهد، در حالی که کاهش هزینه های تعدیل در سرمایه گذاری از طریق سیاست های مختلف مانند توزیع بهینه مهارت ها و آموزش، نقشی کلیدی در ثبات اقتصاد کلان و بورس ایفا می کند.

دلالت های سیاستی و راهبردهای ارتقای تاب آوری

یافته های این تحلیل راهبردی، ضرورت بازنگری در سیاست های هدایت بازار و مدیریت ریسک کلان را گوشزد می کند. بر این اساس، محورهای عملیاتی و راهبردهای سیاستی زیرارائه می شود:

نخستین محور مأموریت، پایش مستمر عوامل مؤثر بر تقاضای خاص نفت و پویایی آن است. از آنجا که تکانه های تقاضای خاص (احتیاطی و سفته بازانه) بیشترین تأثیر را بر بازار سهام ایران دارند، تبیین دقیق عواملی چون سیاست های انباشت ذخایر توسط واردکنندگان عمده، تغییر انتظارات قیمتی ناشی از تحولات ژئوپلیتیکی و ریسک های منطقه ای، زمینه را برای طراحی سیستم های هشدار زود هنگام و راهبردهای مؤثر تر مدیریت ریسک فراهم می کند.

محور دوم، تبیین سازوکارهای انتقال ریسک و کانال های ارتباطی است. شناخت دقیق سازوکارهایی که از طریق آن ها شوک های نفتی منتقل می شوند اهمیت بالایی دارد. کانال نرخ ارز (با اثرگذاری بر سودآوری شرکت های صادرکننده و هزینه های شرکت های واردکننده)، کانال تورم (از طریق افزایش هزینه های تولید)، کانال سیاست مالی دولت (به دلیل وابستگی بودجه عمومی به درآمدهای نفتی و تأثیر آن بر پروژه های عمرانی)، کانال سیاست های پولی و کانال انتظارات سرمایه گذاران، همگی مسیرهای فعال انتقال تلاطم هستند. بهره گیری از ابزارهای تحلیلی فرکانسی (مانند تحلیل موجک) می تواند مشخص کند که سرایت ریسک پدیده ای کوتاه مدت و نیازمند سیاست های پولی است یا بی ثباتی ساختاری بلندمدتی است که مستلزم اصلاحات نهادی خواهد بود.

محور سوم، به ضرورت تحلیل جامع تأثیر شوک های نفتی بر سایر بازارهای مالی ایران و ارتباط متقابل آن ها بازمی گردد. با توجه به ماهیت نفت محور اقتصاد کشور، شوک های نفتی می توانند به طور هم زمان بر بازار ارز، بازار طلا (به عنوان دارایی امن) و بازار مسکن اثرگذار باشند. لازم است تعاملات متقابل و پدیده سرایت ریسک میان این بازارها با استفاده از مدل های شبکه اتصال ارزیابی شود تا تصویری جامع از ثبات مالی کشور به دست آید و مشخص گردد کدام بازار فرستنده یا گیرنده اصلی ریسک است (برای مثال، آیا بازار ارز ریسک ناشی از شوک های نفتی را به بازار سهام منتقل می کند یا خیر).

در نهایت، چهارمین گام حیاتی، ارزیابی پویای اثربخشی سیاست گذاری ها و راهکارهای افزایش تاب آوری است. بکارگیری سیاست هایی چون تثبیت واقعی قیمت نفت در بودجه، مدیریت نرخ ارز برای جذب آثار شوک های خارجی، تقویت صندوق های تثبیت و توسعه ملی، تنوع بخشی به منابع درآمدی دولت و کاهش وابستگی بودجه به نفت در کنار اجرای سیاست های مدیریت ریسک در سطح اقتصاد کلان و شرکت های پذیرفته شده در بورس، امری ضروری است. هدف اصلی، پیاده سازی راهکارهای عملی برای کاهش حساسیت بازار سرمایه نسبت به نوسانات قیمت نفت و افزایش توان اقتصاد کشور در مقابله با بحران های ناشی از نوسانات بازار جهانی نفت است که زمینه ساز ارتقای ثبات مالی و بهبود کارایی بازار خواهد شد.

فراتر از اعداد: هنر مدیریت ترس در دنیای متغیر سرمایه‌گذاری

محمد حسن ابراهیمی سروعلیا

در دنیای پیچیده و پرشتاب بازارهای مالی، جایی که هر تصمیم می‌تواند پلی میان ثروت و مخاطره باشد، یکی از بنیادی‌ترین دغدغه‌های ذهنی مدیران و سرمایه‌گذاران همواره یک پرسش ساده اما دشوار بوده است: «چگونه می‌توانیم منابع محدود خود را به بهینه‌ترین شکل ممکن تخصیص دهیم تا با کمترین ریسک، به بالاترین بازدهی دست یابیم؟» این پرسش، قلب تپنده مدیریت مالی است. از دیرباز تاکنون، متخصصان تلاش کرده‌اند تا برای این معمای همیشگی، راه‌حل‌های ریاضی و منطقی بیابند. اما واقعیت بازارهای مالی، با مدل‌های تئوریک تفاوت‌های بنیادینی دارد. بر خلاف تئوری‌های کلاسیک که بر فرض‌های ایده‌آل استوار بودند، جهان واقعی سرشار از عدم قطعیت است و شاید مهم‌ترین درسی که می‌توان از بازارهای مالی آموخت این باشد که دستیابی به سود، بدون پذیرش ریسک، یک سراب است.

تحول در نگاه به ریسک: از اعداد تا رفتار

سال‌ها دنیای مالی تحت تأثیر مدل‌های کلاسیک، به ویژه نظریه پرتفوی هری مارکوویتز بود. در این دیدگاه، «انحراف معیار» به عنوان تنها شاخص ریسک شناخته می‌شد و هدف، انتخاب سبدی از دارایی‌ها بود که با سطح مشخصی از بازدهی، کمترین نوسان (واریانس) را داشته باشد. اما با گذشت زمان، منتقدان دریافتند که این مدل در پیش‌بینی دقیق رفتار انسان — به‌ویژه در شرایط عدم اطمینان — لنگ می‌زند.

مشکل کجا بود؟ مدل‌های کلاسیک بر پایه «تئوری مطلوبیت انتظاری» بنا شده بودند؛ تئوری‌ای که فرض می‌کرد انسان‌ها همواره تصمیماتی کاملاً منطقی می‌گیرند تا مطلوبیت نهایی خود را حداکثر کنند. اما واقعیت این است که انسان‌ها همیشه منطقی نیستند. ما نسبت به «زیان» بسیار حساس‌تر از «سود» هستیم. بحران‌های مالی بزرگی مانند بحران سال ۲۰۰۸، به خوبی نشان دادند که اتکا به معیارهای کلاسیک که ریسک را کمتر از حد واقعی برآورد می‌کنند، می‌تواند نه تنها سرمایه‌های فردی، بلکه اقتصاد کلان کشورها را به لبه پرتگاه بکشاند.

عصر مالی رفتاری: روان‌شناسی پول

این ناکارآمدی‌ها باعث شد دنیای مالی به سمت «هالی رفتاری» متمایل شود. کانمن و تورسکی، با معرفی «تئوری چشم‌انداز»، انقلابی در این حوزه ایجاد کردند. آن‌ها کشف کردند که ذهن ما در برخورد با پول، از الگوهای خاصی پیروی می‌کند که به‌هیچ‌وجه شبیه به یک ماشین حساب منطقی نیست:

۱- حسابداری ذهنی: ما سود و زیان را بر اساس ارزش نهایی سرمایه نمی‌سنجیم، بلکه آن‌ها را بر اساس نقاط مرجع ذهنی دسته‌بندی می‌کنیم.

۲- زیان‌گریزی: ترس از دست دادن، بسیار قوی‌تر از لذت به دست آوردن است.

۳- ریسک‌گریزی نامتقارن: ما در شرایط سود، ریسک‌گریزیم، اما زمانی که در محدوده زیان قرار می‌گیریم، به‌طرز عجیبی ریسک‌پذیر می‌شویم تا شاید بتوانیم ضرر را جبران کنیم.

۴- وزن‌دهی به احتمالات: ما به وقایع بعید، وزن بیش از حد می‌دهیم و وقایع محتمل را دست‌کم می‌گیریم.

فراتر از منابع: بازخوانی نقش تأمین مالی در جهت‌دهی به مسیرهای توسعه

محمد ابراهیم زاعی عزآبادی

عسل حق پناه

تصمیم‌گیری در حوزه تأمین مالی، به‌ویژه در ارتباط با سرمایه در گردش، از جمله موضوعاتی است که نمی‌توان آن را به یک انتخاب ساده میان چند گزینه محدود تقلیل داد. این نوع تصمیم‌ها، در بطن خود، بازتابی از نحوه مواجهه سازمان با مجموعه‌ای از شرایط پیچیده، محدودیت‌های ساختاری و عدم قطعیت‌های محیطی است. از این‌رو، تحلیل آن مستلزم نگاهی فراتر از رویکردهای خطی و تک‌بعدی است و نیازمند درک عمیق‌تری از روابط میان متغیرهای اثرگذار می‌باشد.

در این چارچوب، نقطه آغاز فرآیند تصمیم‌گیری را باید در مرحله شناسایی و صورت‌بندی مسئله جست‌وجو کرد. در این مرحله، تلاش بر آن است تا عوامل مؤثر، اعم از درونی و بیرونی، به‌گونه‌ای نظام‌مند استخراج و دسته‌بندی شوند. عوامل درونی، نظیر ساختار سرمایه و وضعیت نقدینگی و سیاست‌های مالی سازمان، در کنار عوامل بیرونی همچون شرایط کلان اقتصادی، نوسانات بازارهای مالی و تغییرات در شاخص‌های پولی، مجموعه‌ای از متغیرها را شکل می‌دهند که هر یک به‌نحوی در تعیین جهت‌گیری تصمیم نقش دارند.

با این حال، اهمیت اصلی نه صرفاً در شناسایی این عوامل، بلکه در تحلیل روابط متقابل میان آن‌ها نهفته است. در واقع، متغیرهای مذکور به‌صورت منفرد عمل نمی‌کنند، بلکه در قالب یک نظام به‌هم‌پیوسته، بر یکدیگر اثر گذاشته‌و از یکدیگر تأثیر می‌پذیرند. در چنین ساختاری، برخی متغیرها نقش علّی و پیشران دارند و برخی دیگر بیشتر متأثر از تغییرات ایجادشده در سایر اجزا هستند. این تمایز، مبنای مهمی برای درک بهتر سازوکار تصمیم‌گیری فراهم می‌آورد. در میان متغیرهای شناسایی‌شده، هزینه تأمین مالی به‌عنوان یکی از عوامل کلیدی، جایگاهی محوری می‌یابد. این متغیر، به‌طور مستقیم در ارزیابی گزینه‌های مختلف تأمین مالی وارد می‌شود و تغییرات آن می‌تواند به‌سرعت تعادل میان گزینه‌ها را دگرگون‌سازد. به بیان دقیق‌تر، هزینه تأمین مالی نه تنها یک معیار ارزیابی، بلکه عاملی محدودکننده است که دامنه انتخاب‌های ممکن را تعیین می‌کند. در کنار آن، نرخ بهره به‌عنوان یکی از شاخص‌های بنیادین در اقتصاد کلان، نقش تعیین‌کننده‌ای در شکل‌گیری هزینه استفاده از منابع مالی ایفا می‌کند. تغییرات در نرخ بهره، علاوه بر تأثیر مستقیم بر هزینه استقراض، حامل اطلاعاتی درباره جهت‌گیری سیاست‌های پولی و وضعیت کلی اقتصاد است. از این‌رو، در فرآیند تصمیم‌گیری، توجه به این متغیر صرفاً به‌منزله در نظر گرفتن یک پارامتر عددی نیست، بلکه به‌معنای تحلیل زمینهای است که این نرخ در آن شکل گرفته است.

تقابل معیارها در آفق‌های سرمایه‌گذاری نکته ظریفی که در مدل‌های جدید مورد توجه قرار گرفته، تأثیر «زمان» و «اندازه پرتفوی» بر رفتار سرمایه‌گذار است. مطالعاتی که بر روی عملکرد معیارهای ریسک انجام شده، نشان می‌دهد که انتخاب‌های ما در بازه زمانی دو ماهه با تصمیماتمان در یک افق دو ساله کاملاً متفاوت است.

برای مثال، در مدل‌هایی که «زیان‌گریزی» را لحاظ می‌کنند، تغییر آستانه مرجع از صفر به مقادیر مثبت، نتایج کاملاً متفاوتی در بازدهی پرتفوی ایجاد می‌کند. این یعنی یک استراتژی برنده در یک بازه زمانی، ممکن است در بازه دیگری به شکست منجر شود.

این یافته‌ها نشان می‌دهد که برای ساختن پرتفوی بهینه، دیگر نمی‌توان تنها به معیارهای سنتی مانند واریانس اکتفا کرد. بلکه باید تعامل پیچیده میان «زیان‌گریزی» و «افق زمانی» را نیز به عنوان پارامترهای کلیدی در مدل‌های تخصیص دارایی لحاظ کرد.

راهبردهایی برای عبور از طوفان

اگر بخواهیم چکیده‌ای از این دانش کاربردی را در سبک سرمایه‌گذاری خود پیاده کنیم، می‌توان به چند نکته کلیدی اشاره کرد:

نقطه مرجع خود را بشناسید: هر سرمایه‌گذار باید بداند که نسبت به چه عددی (سود یا زیان) احساس ضعف یا قدرت می‌کند. این نقطه مرجع، رفتار بعدی شما را تعیین می‌کند.

پرهیز از تصمیمات نزدیک‌بینانه: بسیاری از تصمیمات اشتباه به این دلیل است که سرمایه‌گذار فقط

چرا اقتصاد ایران برای حرکت به سمت جلو، به «ثبات» نیاز دارد؟

هادی کشاورز

در القبای مدیریت یک کشور، ثبات نه یک انتخاب، بلکه یک ضرورت اولیه برای تنفس جریان‌های اقتصادی است. وقتی از پایداری سخن می‌گوییم، به دنبال شرایطی هستیم که در آن فعالان اقتصادی، از یک کارآفرین تا یک سرمایه‌گذار بازار، بتوانند افق دید خود را از «امروز و فردا» به «چشم‌اندازهای چندساله» تغییر دهند. ریشه شناسی اقتصاد ایران طی سه دهه اخیر می‌تواند مسیر روشن‌تری پیش پای ما بگذارد.

پیوند ناگسستنی سیاست و اقتصاد

تصور اینکه اقتصاد در یک خلاء تصمیم‌گیری می‌شود، خطای بزرگی است. بررسی داده‌های اقتصادی ایران از سال ۶۳ تا ۹۸ نشان می‌دهد که «ریسک‌های سیاسی» در واقع موتور محرک جریان‌های اقتصادی هستند. وقتی فضای سیاسی کشور با تنش‌های بین‌المللی یا ابهامات درونی روبرو می‌شود، اولین جایی که واکنش نشان می‌دهد، بازارهای مالی و تولیدی هستند. علت اصلی این موضوع را باید در «علیت‌گرنجری» جستجو کرد؛ به زبان ساده یعنی بی‌ثباتی‌های سیاسی، ریشه و محرک بی‌ثباتی در جیب و معیشت و بازارهای مالی است. وقتی حقوق مالکیت و قرار داده‌ها در اثر تغییرات مداوم سیاسی متزلزل می‌شوند، سرمایه‌گذار ناخودآگاه فعالیت‌های تولیدی را متوقف کرده و منابع خود را به سمت بازارهای واسطه‌ای می‌برد که امن‌تر به نظر می‌رسند. این دقیقاً همان جایی است که رشد اقتصادی کند می‌شود.

دوره‌هایی که ایران تجربه کرده است

مرور تحولات دهه‌های گذشته نشان می‌دهد که اقتصاد ما در بازه‌های زمانی مختلف، مسیرهای متفاوتی را طی کرده است:

پس از جنگ: روزهای امیدواری برای ثبات سیاسی و اقتصادی بود که آمارها هم نشان از بهبود و کاهش ریسک در آن دوران دارند.

نوسانات دهه‌های ۸۰ و ۹۰: تغییر رویکردها در سیاست خارجی، یکی از عوامل اصلی پرش‌های ریسک سیاسی در این

دهه‌ها بود. جالب اینکه با هر تغییر در سیاست‌های کلان، ما شاهد یک موج نوسان در شاخص‌های اقتصادی بودیم که گاهی تا سال‌ها آثار آن باقی می‌ماند.

اما نکته امیدوارکننده اینجاست: نظام مالی ما در مقایسه با سایر بخش‌ها، علی‌رغم تمام شوک‌های تحریمی، توانسته است توانمندی خود را برای تعهدات تجاری تا حد زیادی حفظ کند. این یعنی زیرساخت مالی ما برخلاف تصور، انعطاف‌پذیری بالایی دارد، مشروط به اینکه از لرزش‌های سیاسی در امان بماند.

چطور می‌توان این قفل را باز کرد؟

تحلیل‌ها نشان می‌دهد که برای گذار از این وضعیت، نباید فقط به دنبال «درمان‌های موقتی» برای تورم یا نرخ ارز بود. راهکار اصلی، مدیریت مؤلفه‌های ریسک سیاسی است.

۱- تنش‌زدایی در سطوح کلان: مدیریت اصولی تنش‌های خارجی، بیشترین اثر را در آرام‌سازی بازارها دارد.

۲- استقلال تصمیمات اقتصادی از سیاست: اگر چارچوب‌های بلندمدت اقتصادی به‌گونه‌ای طراحی شوند که با تغییر دولت‌ها دستخوش تغییر جهت‌های بزرگ نشوند، بخش خصوصی می‌تواند با آرامش بیشتری به میدان بیاید.

۳- تقویت نظم و قانون: شفافیت در قوانین و استقلال رفتارهای نهادی، می‌تواند به‌عنوان سپری در برابر تنش‌های داخلی عمل کند.

به سمت چشم‌اندازی باثبات

اقتصاد ایران پتانسیل زیادی برای رشد دارد، اما این پتانسیل بالقوه، گروگان نوسانات ریسک سیاسی است. به جای اینکه پیرسیم «چرا بازارهایی ثبات هستند؟»، باید پرسیم «چطور می‌توانیم بستر سیاسی تصمیم‌گیری را پیش‌بینی‌پذیرتر کنیم؟». پاسخ به این سؤال، کلید اصلی عبور از نوسانات اقتصادی و رسیدن به ثباتی است که همه فعالان اقتصادی به دنبال آن هستند. ثبات نه به معنای سکون، بلکه به معنای «امنیت برای حرکت» است؛ حرکتی که اقتصاد ایران با تکیه بر ظرفیت‌های داخلی و مدیریت هوشمندانه ریسک‌های بیرونی، به‌خوبی توان انجام آن را دارد.

کیفیت سود؛ خط کشی جدید بازار برای تشخیص واقعیت از سراب

محمدرضا زارعی

مدیر صندوق گروه خدمات بازار سرمایه پاسارگاد



در شرایط کنونی اقتصاد ایران که با تورم مزمن، نوسانات نرخ ارز و محدودیت های تأمین مالی مواجه است، اتکا به سود حسابداری به تنهایی دیگر پاسخگوی نیاز تحلیلگران و سرمایه گذاران نیست. آنچه امروز بیش از گذشته اهمیت یافته، تفکیک دقیق میان سود حسابداری و جریان نقدی واقعی شرکت هاست؛ چرا که این دو، تصویری کاملاً متفاوت از وضعیت عملکرد و سلامت مالی یک بنگاه ارائه می دهند.

سود حسابداری بر مبنای اصل تعهدی شناسایی می شود و الزاماً به معنای ورود وجه نقد به شرکت نیست. به بیان دیگر، یک شرکت ممکن است در صورت های مالی خود سود قابل توجهی گزارش کند، اما در عمل با کمبود نقدینگی مواجه باشد.

در مقابل، جریان نقدی عملیاتی نشان دهنده توان واقعی شرکت در خلق نقدینگی، انجام تعهدات و تأمین مالی فعالیت های جاری و توسعه ای است. از این رو، تحلیلگران حرفه ای تأکید ویژه ای بر بررسی کیفیت سود، جریان نقد آزاد و نسبت تبدیل سود به وجه نقد دارند تا بتوانند ارزیابی دقیق تری از ارزش واقعی شرکت ارائه دهند.

یکی از مهم ترین عواملی که می تواند کیفیت سود را تحت تأثیر قرار دهد، حجم و ماهیت مطالبات شرکت هاست؛ به ویژه زمانی که این مطالبات از مشتریان بزرگ یا نهادهای دولتی ناشی شده باشد. اگرچه این مطالبات در ترازنامه به عنوان دارایی ثبت می شوند، اما ارزش اقتصادی آن ها وابسته به قابلیت وصول، زمان دریافت و هزینه فرصت ناشی از تأخیر در وصول است. رشد نامتعارف مطالبات - به ویژه زمانی که با رشد فروش همخوانی ندارد - می تواند نشانه ای از افزایش ریسک اعتباری، کاهش کیفیت درآمدها و فشار بر جریان نقدی شرکت باشد.

می تواند ساختار هزینه شرکت ها را دچار اختلال کند. در این میان، نرخ ارز نیز نقشی دوگانه ایفا می کند؛ به طوری که افزایش آن برای شرکت های صادرات محور مزیت محسوب می شود، اما برای شرکت های واردات محور، به افزایش هزینه ها و کاهش سودآوری منجر خواهد شد.

در چنین فضایی، صرف بررسی عملکرد گذشته شرکت ها کافی نیست و تحلیلگران باید به تاب آوری مدل کسب و کار، انعطاف پذیری در قیمت گذاری، تنوع منابع تأمین و توان مدیریت ریسک نیز توجه کنند. شرکت هایی که بتوانند در برابر این شوک ها مقاومت کرده و جریان نقدی پایدار ایجاد کنند، از شانس بیشتری برای حفظ سودآوری در بلندمدت برخوردار خواهند بود. از سوی دیگر، رفتار بازار سرمایه نیز در حال تغییر است. تجربه سال های اخیر نشان داده که رشد های مقطعی سود - به ویژه اگر ناشی از عوامل غیر عملیاتی یا نوسانات نرخ ارز باشد - لزوماً به خلق ارزش پایدار برای سهامداران منجر نمی شود. به همین دلیل، سرمایه گذاران نهادی و تحلیلگران حرفه ای به تدریج تمرکز خود را از «رشد سریع سود» به «کیفیت، پایداری و تکرار پذیری سود» معطوف کرده اند.

با این حال، نمی توان انکار کرد که در برخی مقاطع، به ویژه در دوره های رونق یا هیجان بازار، همچنان سودهای کوتاه مدت و رشد های سریع می توانند محرک قیمت سهام باشند. اما در افق میان مدت و بلندمدت، این شرکت ها هستند که از سودآوری با کیفیت، جریان نقدی پایدار و مدل کسب و کار قابل اتکا برخوردارند که می توانند ارزش واقعی برای سهامداران خلق کرده و جایگاه خود را در بازار حفظ کنند.

در نهایت، می توان گفت که بازار سرمایه ایران در مسیر بلوغ تدریجی قرار گرفته و به سمت ارزش گذاری مبتنی بر واقعیت های اقتصادی در حال حرکت است. در این مسیر، «کیفیت سود» نه تنها یک شاخص تحلیلی، بلکه به یک معیار تعیین کننده برای تشخیص شرکت های ارزنده از گزینه های پرریسک تبدیل شده است؛ معیاری که می تواند راهنمای سرمایه گذاران در مواجهه با پیچیدگی های اقتصاد ایران باشد.

از منظر تحلیل بنیادی و ارزش گذاری نیز، صرف اتکا به سود حسابداری می تواند منجر به خطاهای جدی شود. در مدل هایی مانند تنزیل جریان های نقدی (DCF)، زمان بندی دریافت و وجه نقد اهمیت حیاتی دارد و هر گونه تأخیر در وصول مطالبات، ارزش فعلی شرکت را کاهش می دهد. همچنین در روش های ارزش گذاری نسبی، افزایش ریسک نقدینگی و عدم قطعیت در جریان های نقدی، می تواند به کاهش ضرایب ارزش گذاری منجر شود. بنابراین، بررسی شاخص هایی مانند دوره وصول مطالبات، کیفیت مشتریان، احتمال نکول و ساختار سرمایه در گردش، برای دستیابی به تصویری واقع بینانه از وضعیت شرکت ضروری است.

در کنار این عوامل، پایداری سودآوری شرکت ها به شدت تحت تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی و ریسک های عملیاتی قرار دارد. محدودیت در تأمین انرژی، به ویژه برق و گاز، می تواند منجر به کاهش ظرفیت تولید، افزایش هزینه های سربار و در نهایت افت حاشیه سود شود. همچنین نوسانات قیمت مواد اولیه، به خصوص در صنایعی که وابستگی بالایی به واردات دارند،

بیمه آسیا: گذار از مدل رشد حجمی به ارزش آفرینی پایدار

اعتماد، سرمایه اصلی

در صنعت بیمه، هیچ چیز ارزشمندتر از اعتماد نیست. اعتماد بیمه گذاران به بیمه آسیا که در لحظه سخت، پشتوانه آن ها خواهد بود. اعتماد سهامداران که سرمایه شان را با مسئولیت مدیریت می شود و اعتماد نظام بانکی و بورسی که تعهدات مالی به درستی ایفا می شود. حفظ سطح یک توانگری مالی برای بیمه آسیا یک انتخاب نبود، یک ضرورت بود. خوشبختانه تلاش های همکاران در سراسر کشور، به ویژه همکاران حقوقی که با دقت و پشتکار از پرداخت خسارات غیر موجه صیانت کردند، این اعتماد را تقویت کرد.

تحول دیجیتال، نه یک پروژه، یک فرهنگ

راه اندازی سامانه جامع حقوقی برای بیمه آسیا صرفاً نصب یک نرم افزار نبود. این سامانه نماد تغییر نگرش است: استفاده از داده برای تصمیم گیری بهتر، حذف فرایندهای زائد و افزایش سرعت پاسخگویی به مشتریان. در سال جاری، این رویکرد به سایر حوزه های عملیاتی هم تسری خواهد یافت. هدف این است که بیمه گذار بتواند بدون مراجعه حضوری، نیازهای خود را برطرف کند. محصولی مانند بیمه مسئولیت سردفتران که به صورت کاملاً آنلاین عرضه شد، گامی در همین مسیر بود.

نگاه به آینده

دو ماهه نخست سال ۱۴۰۵ نشان داد که روند بهبود ادامه دارد. شبکه فروش با انگیزه و تخصص، توانسته است اعتماد بازار را جلب کند و پرتفوی با کیفیت تری بسازد. افزایش سرمایه ای که در دست اجراست، نه برای بزرگتر شدن، بلکه برای قوی تر شدن است. بیمه آسیا می خواهد ظرفیت پذیرش ریسک های بزرگتر را داشته باشد تا بتواند در پروژه های ملی حضور فعال تری ایفا کند.

سخن پایانی

بیمه آسیا بیش از ۶۷ سال است که در کنار مردم ایران است. از روزهای نخست تأسیس تاکنون، همواره تلاش کرده است نقش خود را به درستی ایفا کند. امروز در آستانه تحولی بزرگتر قرار دارد. تحولی که در آن بیمه آسیا نه فقط یک شرکت بیمه، بلکه یک شریک مطمئن برای خانواده ها، کسب و کارها و صنایع کشور خواهد بود.

سال ۱۴۰۴ برای بیمه آسیا سالی متفاوت بود. نه فقط به خاطر اعدادی که روی کاغذ ثبت شد، بلکه به این دلیل که نشان داد می توان همزمان با رشد، بهره وری را هم بالا برد. این یادداشت بدون پرداختن به جزئیات فنی و آماری، نگاهی دارد به آنچه گذشت و آنچه پیش روست.



از حجم به ارزش

سال هاست صنعت بیمه را با عدد حق بیمه تولیدی می سنجند. حق با آن هاست، اما کافی نیست. بیمه آسیا تصمیم گرفته فراتر از این معیار حرکت کند. پرسش اصلی این بود: آیا هر ریال حق بیمه ای که صادر می شود، ارزش افزوده واقعی برای سهامداران و بیمه گذاران دارد؟

پاسخ این پرسش، بیمه آسیا را به سمت اصلاح ساختاری سوق داد. بهبود قیمت گذاری، دقت در پذیرش ریسک و مدیریت هوشمندتر خسارت، سه رکنی بود که سال گذشته روی آن ها تمرکز شد.

نتیجه؟ عملیات اصلی بیمه گری که سال ها زیان ده بود، به سودآوری نزدیک شد. این مهم تر از هر رقم دیگری است.

دو موتور محرکه

بیمه آسیا همواره از دو سال بهره برده است: بیمه گری و سرمایه گذاری. سال گذشته تلاش شد تعادل بهتری میان این دو برقرار شود. سرمایه گذاری ها نه تنها حفظ شدند، بلکه با انتخاب هوشمندانه تر ترکیب دارایی ها، بازدهی پایدارتری هم داشتند.

اما نکته کلیدی این بود که سودآوری شرکت دیگر صرفاً متکی به این بخش نباشد.

وقتی تیم های فنی شوند پرتفوی را طوری مدیریت کنند که رشد خسارت از رشد درآمد عقب بماند، می توان مطمئن بود که مسیر درستی طی می شود.

این یعنی بیمه آسیا می تواند به بیمه گذاران خود قول دهد که تعهداتش را با اطمینان بیشتری ایفا خواهد کرد.

رهبر شهید انقلاب (قدس سره)

استقلال یک ملت و کشور به تلاش کارگران زحمت کش در عرصه صنعت و معدن بستگی دارد.

روز صنعت و معدن گرامی باد.



معماری ارزش و نقدینگی: از هیجان عرضه اولیه تا پایداری در بازار ثانویه

با این حال، باید هوشیار بود؛ «بدهی صفر» همیشه به معنای مدیریت مالی بهینه نیست. گاهی این وضعیت نشانه محافظه کاری بیش از حد و از دست دادن فرصت های توسعه سودآور است. بازار برای «کیفیت مالی» پول می پردازد؛ یعنی ترکیبی از رشد واقعی فروش، حاشیه سود مثبت، تبدیل سود به وجه نقد و نیاز سرمایه ای معقول.

❖ فراتر از بروشورهای تبلیغاتی: عوامل تعیین کننده موفقیت

- برای اینکه یک سهم پس از عرضه در بازار موفق عمل کند، پنج عامل حیاتی تعیین کننده است:
- ۱- قیمت گذاری اولیه: وجود «تخفیف منطقی» برای جبران ریسک ناشناخته بودن شرکت ضروری است.
- ۲- کیفیت سود و شفافیت: سود حاصل از عملیات اصلی همواره از درآمدهای غیر عملیاتی معتبر تر است.
- ۳- ساختار شناوری: بازارگردانی مؤثر و تعهد سهامداران عمده، پایداری قیمت را در بلندمدت تضمین می کند.
- ۴- وضعیت عمومی بازار: شرایط کلان اقتصادی و نرخ سود بدون ریسک، سایه سنگینی بر رفتار سهم تازه وارد دارد.
- ۵- عملکرد پس از پذیرش: انطباق با بودجه های اعلامی و نبود انحراف با اهمیت، هیجان اولیه عرضه را به اعتماد پایدار تبدیل می کند.
- **کلام آخر:** موفقیت در بازار سرمایه، نه محصول پیش بینی های هیجانی، بلکه خروجی انتخاب شرکت هایی است که رشد قابل اتکا را با ریسک های کنترل شده ترکیب کرده اند. در نهایت، این بازار برای کیفیت مالی و صداقت در عملکرد، پاداش بیشتری نسبت به اعداد جذاب در بروشورهای تبلیغاتی قائل است.



همواره رشد را با ریسک هایی مانند وابستگی به مشتریان بزرگ، محدودیت انرژی، قیمت گذاری دستوری و نوسانات نرخ ارز تعدیل می کند. حتی یک شرکت با رشد تاریخی عالی، در صورت تمرکز بالای مشتریان، می تواند با ریسک کاهش ناگهانی سودآوری مواجه شود.

❖ **بدهی صفر؛ فضیلت یا محافظه کاری افراطی؟**
نبود بدهی بانکی و رشد فروش، در نگاه اول یک سیگنال مثبت است که می تواند ضریب ارزش گذاری بالاتری را به همراه داشته باشد. این ویژگی ها انعطاف مالی شرکت را در دوران شوک های اقتصادی افزایش می دهند.

❖ **طلسم رشد؛ کیفیت یا کمیت؟**
بسیاری از سرمایه گذاران در دام اعداد ظاهری رشد گرفتار می شوند؛ در حالی که در ارزش گذاری علمی، رشد به تنهایی فاقد ارزش است. رشد سودآوری تنها زمانی ارزش آفرین است که «تکرارپذیر»، «تأمین پذیر» و همراه با زده سرمایه مناسب باشد.

● **تفاوت رشدها:** رشدی که از تورم اسمی یا تسعیر ارز ناشی شود، نباید با رشدی که حاصل افزایش ظرفیت، بهبود حاشیه سود و مزیت رقابتی پایدار است، به یک چشم دیده شود.

● **رشد تعدیل شده به ریسک:** سرمایه گذار حرفه ای

میثم آهوان

مدیرعامل سبدگردان دانا بان

در دنیای پیچیده بازارهای مالی، دو پرسش همواره کانون توجه تحلیل گران و سرمایه گذاران است: اول، چگونه می توان «رشد واقعی» را از «نمایش های آماری» تمیز داد؟ و دوم، عرضه های اولیه چگونه می توانند به جای فرسایش نقدینگی، موتور محرک بازار باشند؟ پاسخ به این پرسش ها در گرو درک عمیق از کیفیت سود، مدیریت ریسک و هوشمندی در سیاست گذاری است.

❖ **عرضه اولیه: جذب نقدینگی یا جابه جایی نقدینگی؟**
عرضه اولیه (IPO) یک شمشیر دو لبه است. در صورتی که عرضه ها با اندازه متناسب، قیمت گذاری جذاب و در زمان مناسب (به ویژه با در نظر گرفتن جریانات نقدینگی و وضعیت بازار) انجام شوند، می توانند با افزودن شرکت های با کیفیت به بازار و افزایش عمق آن، به رونق معاملات کمک کنند. اما در سوی دیگر، اگر عرضه ها بدون فاصله و فشرده انجام شوند، به ویژه در بازارهایی که انتظارات سرمایه گذاران شکننده است، تنها منجر به انتقال نقدینگی از نمادهای قبلی به سهم تازه وارد می شوند.

این پدیده نه تنها پول جدیدی خلق نمی کند، بلکه با تشدید فشار فروش در بازار ثانویه، روند صعودی کلی را تهدید می کند. بنابراین، معیار عملی برای موفقیت یک عرضه، مقایسه ارزش آن با نقدشوندگی روزانه بازار و مانده منابع صندوق هاست.

بازگشت نقدینگی و چالش مدیریت جریان سرمایه در بازار سرمایه ایران

بهناز اکبرپور

مدیر تحلیل کارگزاری سرمایه گذاری ملی ایران

می توانند بدون ایجاد اختلال جدی در روند معاملات انجام شوند. اما در مقابل، عرضه های بسیار بزرگ ممکن است با شرایط فعلی بازار همخوانی نداشته باشند. به عنوان نمونه، عرضه اولیه احتمالی پتروشیمی تابان فردا که از آن به عنوان بزرگ ترین عرضه اولیه تاریخ بورس ایران یاد می شود و برآورد می شود حدود ۳۰ هزار میلیارد تومان نقدینگی در روز عرضه نیاز داشته باشد، در صورت اجرای زود هنگام می تواند بخش قابل توجهی از نقدینگی بازار را به خود جذب کند و بر تعادل کوتاه مدت معاملات اثر بگذارد. از این رو، مدیریت اندازه و زمان عرضه ها اهمیت بالایی دارد.

در کنار بحث عرضه های اولیه، پرسش مهم دیگر این است که آیا ابزارها و مقررات فعلی بازار سرمایه برای مدیریت نوسانات و ایجاد تعادل میان عرضه و تقاضا کافی است یا خیر. بسیاری از فعالان بازار معتقدند که اصلاح برخی مقررات می تواند به کارآمدتر شدن سازوکار معاملات کمک کند. در روزهای اخیر اگر چه حداکثر حجم معاملات در برخی نمادها تا حدی اصلاح شده، اما هنوز فاصله قابل توجهی با سطحی دارد که بخش زیادی از فعالان بازار آن را مناسب می دانند. از سوی دیگر، موضوع حجم پویای نمادهای بازار پایه فرابورس نیز از جمله مسائلی است که تا زمان تهیه این گزارش هنوز اصلاح یا حذف نشده و همچنان مورد انتقاد فعالان بازار قرار دارد. وجود چنین محدودیت هایی می تواند نقدشوندگی برخی نمادها را کاهش داده و فرآیند معاملات را پیچیده تر کند. در نهایت، دامنه نوسان مثبت و منفی سه درصدی نیز یکی دیگر از موضوعات مورد بحث در میان فعالان بازار است. اگر چه دامنه نوسان با هدف کنترل نوسانات شدید در بازار طراحی شده، اما در عمل بسیاری معتقدند که این محدودیت در دوره های صعودی و نزولی باعث فرسایشی شدن روند معاملات می شود و بازار را برای مدت طولانی درگیر صف های خرید یا فروش می کند. همین مسئله می تواند فرآیند تعدیل قیمت ها را طولانی تر کرده و کارایی بازار را کاهش دهد.

در مجموع، بازگشت نقدینگی به بازار سرمایه فرصتی مهم برای تقویت عمق و کارایی بازار محسوب می شود، اما بهره برداری صحیح از این فرصت نیازمند مجموعه ای از سیاست های هوشمندانه است. مدیریت زمان و اندازه عرضه های اولیه، در کنار اصلاح برخی مقررات معاملاتی، می تواند به ایجاد بازاری متعادل تر و کارآمدتر کمک کند و از شکل گیری هیجان های مخرب در آینده جلوگیری نماید.

بازگشت نسبی جریان نقدینگی به بازار سرمایه در هفته های اخیر، اگر چه نشانه ای مثبت از احیای اعتماد سرمایه گذاران تلقی می شود، اما همزمان می تواند زمینه ساز شکل گیری هیجان های کوتاه مدت نیز باشد. تجربه دوره های مختلف در بازار سرمایه ایران نشان داده است که ورود ناگهانی پول در صورت نبود سازوکارهای تنظیم گر مناسب، ممکن است به رشدهای هیجانی، شکل گیری حباب قیمتی و در نهایت اصلاح های سنگین منجر شود. در چنین شرایطی مهم ترین اقدام سیاست گذار را می توان ایجاد تعادل میان جریان نقدینگی و ظرفیت جذب بازار دانست. به بیان دیگر، سیاست گذار باید از یکسو اجازه دهد روند طبیعی ورود سرمایه ادامه پیدا کند و از سوی دیگر با استفاده از ابزارهای مناسب، از تمرکز بیش از حد نقدینگی در تعداد محدودی از نمادها یا صنایع جلوگیری کند. یکی از ابزارهایی که در این زمینه همواره مورد بحث بوده، افزایش عرضه های اولیه است. از طرفی عرضه شرکت های جدیدی می تواند به عنوان یک سوپاپ اطمینان برای بازار عمل کند و بخشی از نقدینگی سرگردان را جذب کند. از این منظر، عرضه های اولیه نه تنها باعث تعمیق بازار می شوند، بلکه به توزیع متوازن تر سرمایه میان صنایع مختلف نیز کمک می کنند. در دوره هایی که بازار با موج ورود پول مواجه است، عرضه های اولیه می تواند فرصت های سرمایه گذاری تازه ای در اختیار فعالان بازار قرار دهد و از تمرکز بیش از حد تقاضا بر سهام دیگر موجود جلوگیری کند. با این حال، باید نسبت به افزایش عرضه های اولیه بدون توجه به شرایط بازار هشدار داد. اندازه و زمان بندی عرضه اولیه اهمیت بسیار زیادی دارد. اگر عرضه های با نیاز نقدینگی بالا در زمانی انجام شود که توان جذب بازار محدود است، ممکن است نتنها به تعادل بازار کمک نکند، بلکه باعث ایجاد فشار فروش در سایر نمادها شود. به همین دلیل، بسیاری از تحلیلگران معتقدند که سیاست عرضه اولیه باید متناسب با سطح ارزش معاملات روزانه بازار تنظیم شود. برای مثال، در شرایط کنونی که ارزش معاملات روزانه بازار سرمایه معمولاً در محدوده ۲۰ تا ۴۰ هزار میلیارد تومان در نوسان است، عرضه های اولیه ای که نیاز به نقدینگی متوسط یا پایین دارند

تابستان بورس

و چالش عرضه های اولیه

حسین میری

کارشناس بازار سرمایه

و سخت گیر تر شده است. سرمایه گذار فقط به رشد عددی سود نگاه نمی کند؛ بلکه پایداری آن را می سنجد. برای یک شرکت صنعتی، وابستگی به چند مشتری بزرگ، وضعیت صنعت، ریسک تأمین مواد اولیه، امکان صادرات، نرخ ارز، سیاست های قیمت گذاری و کیفیت جریان نقد عملیاتی، همگی در کنار رشد سودآوری اهمیت دارند. حتی ویژگی هایی مانند نبود بدهی بانکی یا رشد فروش قابل توجه نیز زمانی برای بازار ارزش آفرین است که با کیفیت سود، جریان نقد مثبت و چشم انداز توسعه همراه باشد. به همین دلیل، شرکتی که رشد بالایی دارد اما بخش عمده فروش آن به یک مشتری محدود وابسته است، نمی تواند انتظار داشته باشد صرفاً به دلیل رشد فروش، با ضریب بالا ارزش گذاری شود.

تجربه عرضه های اولیه در سال های گذشته نیز نشان می دهد که موفقیت پس از ورود به بازار به چند عامل کلیدی وابسته است. نخست، قیمت عرضه است. سهمی که در روز اول با تخفیف منطقی نسبت به ارزش ذاتی یا شرکت های مشابه عرضه می شود، فرصت رشد و جلب اعتماد دارد. اما سهمی که از ابتدا با حداکثر خوش بینی قیمت گذاری شده، خیلی زود با فشار فروش مواجه می شود. دوم، اندازه عرضه و میزان شناوری است. عرضه بسیار کوچک شاید در کوتاه مدت صف خرید ایجاد کند، اما نقدشوندگی ضعیف آن در ادامه می تواند مشکل ساز شود. عرضه بسیار بزرگ نیز در بازار کم عمق، توان جذب نقدینگی را کاهش می دهد. سوم، کیفیت اطلاع رسانی و اعتبار سهامدار عمده است. بازار نسبت به شرکت هایی که شفاف تر گزارش می دهند، برنامه توسعه روشن تری دارند و از حمایت سهامدار عمده و بازارگردان برخوردارند، اعتماد بیشتری نشان می دهد.

در پایان، عرضه اولیه در تابستان ۱۴۰۵ بیش از آنکه یک رویداد معاملاتی ساده باشد، آزمونی برای سنجش اعتماد بازار است. اگر سیاست گذار و ناشر به جای استفاده از هیجان مقطعی، بر قیمت گذاری منصفانه، شفافیت اطلاعات، بازارگردانی و انتخاب زمان مناسب تمرکز کنند، عرضه های اولیه می توانند به رونق معاملات و جذب نقدینگی کمک کنند.

اما اگر هدف صرفاً عرضه سریع شرکت ها و فروش سهام با بالاترین قیمت ممکن باشد، نتیجه آن بی اعتمادی، افت قیمت و فشار بیشتر بر بازار خواهد بود. بازار امروز به عرضه اولیه نه به چشم یک امتیاز قطعی، بلکه به عنوان یک فرصتی تحلیلی نگاه می کند؛ مسیری که موفقیت آن به ماهیت شرکت، انصاف در قیمت و صداقت در روایت آینده بستگی دارد.

بازار سرمایه در تابستان ۱۴۰۵ در موقعیتی قرار دارد که هر تصمیم سیاست گذار، ناشر و نهاد ناظر می تواند اثر روانی و عملی مهمی بر مسیر معاملات بگذارد. در چنین فضای، بحث عرضه های اولیه یکی از موضوعات اصلی بازار است؛ موضوعی که از یک سو می تواند نماد پویایی، توسعه و ورود نگاه های تازه نفس به بازار باشد و از سوی دیگر، اگر بدون ملاحظه شرایط نقدینگی و سطح اعتماد سرمایه گذاران انجام شود، ممکن است به عاملی برای فشار مضاعف بر بازار تبدیل شود.

عرضه اولیه ذاتاً برای بازار سرمایه پدیده ای مثبت است. ورود شرکت های جدید، تنوع صنایع، افزایش عمق بازار، شفاف تر شدن بنگاه ها و فراهم شدن امکان تأمین مالی از مسیر بازار سرمایه، همگی از کارکردهای مهم عرضه های اولیه محسوب می شوند. اما تجربه سال های اخیر نشان داده است که مثبت بودن ذاتی این ابزار به معنای موفقیت قطعی هر عرضه نیست. بازار امروز دیگر صرفاً با عنوان «عرضه اولیه» هیجان زده نمی شود. سرمایه گذار، به ویژه پس از تجربه دوره های پر نوسان، به دنبال این است که بداند شرکت با چه قیمتی وارد بازار می شود، جریان درآمدی و سودآوری آن تا چه اندازه پایدار است و آیا پس از عرضه، نقدشوندگی مناسبی خواهد داشت یا خیر.

در شرایط فعلی، مهم ترین پرسش این است که عرضه های اولیه می توانند نقدینگی تازه ای به بازار جذب کنند یا صرفاً موجب تقسیم پول موجود میان نمادهای مختلف می شوند. پاسخ این پرسش به کیفیت اجرا بستگی دارد. اگر عرضه اولیه در اندازه ای متناسب با عمق بازار، با قیمت گذاری منصفانه و همراه با بازارگردانی مؤثر انجام شود، می تواند محرک تقاضا باشد و حتی بخشی از سرمایه های بیرون از بازار را دوباره فعال کند. اما اگر عرضه ها بزرگ، متراکم و با ارزش گذاری خوش بینانه باشند، احتمالاً نتیجه ای جز جابه جایی نقدینگی موجود در بازار به سهم تازه وارد نخواهند داشت. در این حالت، عرضه اولیه نه تنها رونق ساز نیست، بلکه ممکن است فشار فروش در سایر نمادها را تشدید کند.

مسئله مهم دیگر، معیار ارزش گذاری شرکت ها برای ورود به بازار است. در گذشته، رشد فروش و سودآوری می توانست به تنهایی توجیه کننده ضریب ارزش گذاری بالاتر باشد. اما امروز بازار دقیق تر

فولاد در مسیر بهره‌وری پایدار؛ از رکوردهای تولید تا انقلاب در مدیریت انرژی

محمد مهدی علم‌باز

مدیر تأمین منابع مالی گروه خدمات بازار سرمایه نهایت‌نگر

صنعت فولاد در سال‌های اخیر وارد مرحله‌ای تازه از بلوغ عملیاتی شده است؛ مرحله‌ای که در آن، دیگر صرف افزایش ظرفیت تولید معیار موفقیت نیست، بلکه «کیفیت رشد» و «بهره‌وری پایدار» به شاخص‌های کلیدی عملکرد تبدیل شده‌اند. در این چارچوب، همزمانی افزایش تولید با کاهش مصرف انرژی، به عنوان یکی از مهم‌ترین نشانه‌های تحول ساختاری در این صنعت قابل ارزیابی است. امروزه رقابت در صنعت فولاد، بیش از هر زمان دیگری به توانایی شرکت‌ها در مدیریت هوشمند منابع، کاهش مصرف انرژی و حرکت به سمت فناوری‌های نوین وابسته شده است.

استفاده از تجهیزات بارانداز بالاتر، بازیابی انرژی در فرآیند تولید و توسعه فولاد سبز، از جمله راهکارهایی هستند که ضمن کاهش وابستگی به سوخت‌های فسیلی، بهره‌وری را نیز به طور محسوس ارتقا می‌دهند. همچنین حرکت تدریجی به سمت استفاده از انرژی‌های تجدیدپذیر و فناوری‌های مبتنی بر هیدروژن، مسیر کاهش انتشار کربن و تحقق توسعه پایدار را هموار کرده است.

در کنار این تحولات، افزایش استفاده از مواد بازیافتی، هوشمندسازی خطوط تولید و بهینه‌سازی فرآیندها، نه تنها هزینه‌ها را کاهش داده، بلکه مزیت رقابتی تولیدکنندگان را نیز تقویت کرده است. این مجموعه اقدامات نشان می‌دهد که آینده صنعت فولاد، بیش از هر چیز به «نوآوری در بهره‌وری» گره خورده است.

از سوی دیگر، ثبت رکوردهای تولید در این صنعت، حاصل هم‌افزایی عوامل فنی و مدیریتی است. در بعد فنی، پایداری فرآیند تولید، نگهداری اصولی تجهیزات، کاهش توقف‌های

ناخواسته و تأمین مستمر مواد اولیه، نقش تعیین‌کننده‌ای در دستیابی به حداکثر ظرفیت تولید دارند. تجربه عملی نیز نشان داده است که بسیاری از رکوردهای تولید، پس از اجرای برنامه‌های دقیق تعمیرات و افزایش قابلیت اطمینان خطوط تولید به ثبت رسیده‌اند. در سطح مدیریتی، برنامه‌ریزی دقیق، هماهنگی میان واحدهای مختلف و واکنش سریع به چالش‌ها، زمینه‌ساز تداوم تولید بدون وقفه است. این هماهنگی میان بخش‌های تولید، انرژی، تعمیرات، کنترل کیفیت و تأمین، از عوامل کلیدی در ارتقای بهره‌وری و تحقق اهداف عملیاتی محسوب می‌شود. در این میان، سرمایه انسانی نیز نقشی بی‌بدیل ایفا می‌کند؛ دانش، تجربه و تعهد کارکنان، به‌ویژه در واحدهای عملیاتی، ستون فقرات پایداری تولید به شمار می‌رود.

با این حال، تداوم این روند و افزایش ظرفیت تولید بدون رشد هزینه‌های انرژی، نیازمند توسعه زیرساخت‌های کلیدی است. سرمایه‌گذاری در نیروگاه‌های خورشیدی و سیکل ترکیبی، می‌تواند ریسک قطعی برق را کاهش داده و پایداری تولید را تضمین کند. این موضوع از آن جهت اهمیت دارد که صنعت فولاد، صنعتی به شدت انرژی‌بر است؛ به گونه‌ای که برای تولید هر تن فولاد، حدود ۳۰۰ مترمکعب گاز طبیعی و ۹۰۰ تا ۱۰۰۰ کیلووات ساعت برق مصرف می‌شود. در این شرایط، مدیریت بهینه مصرف انرژی، نوسازی تجهیزات، افزایش راندمان خطوط تولید و کاهش اتلاف انرژی، به عنوان الزامات اساسی حفظ سودآوری و رقابت‌پذیری مطرح هستند.

در حوزه آب نیز، استفاده از پساب تصفیه‌شده شهری و توسعه سیستم‌های بازچرخانی، می‌تواند ضمن کاهش فشار بر منابع آبی، تأمین پایدار نیازهای صنعت را تضمین کند. در مجموع، چشم‌انداز صنعت فولاد را می‌توان مثبت و رو به رشد ارزیابی کرد؛ مشروط بر آنکه سرمایه‌گذاری در فناوری‌های نوین، توسعه زیرساخت‌های انرژی و حرکت به سمت تولید کم‌کربن، به صورت مستمر دنبال شود. هرچه رشد تولید با کاهش مصرف انرژی و کاهش آلاینده‌ها همراه باشد، می‌توان آن را نشانه‌ای روشن از حرکت این صنعت به سمت توسعه پایدار و بهره‌وری واقعی دانست.

معماری نوین اکوسیستم بازار سرمایه؛ ضرورت‌های تحول ساختاری

مبینا بنی‌اسدی

نایب رئیس هیئت‌مدیره شرکت اطلاع‌رسانی و آموزش بورس

دستیابی به توسعه پایدار در بازار سرمایه ایران، مستلزم عبور از پارادایم‌های سنتی و گذار به سمت مدل‌های پیشرفته مدیریت دارایی است. در تبیین چشم‌انداز آینده بازار سرمایه، بر این نکته تأکید می‌شود که معیار موفقیت بازار نباید افزایش صرف تعداد معاملات باشد؛ بلکه توسعه حقیقی زمانی محقق می‌شود که سرمایه‌گذاران با حضوری آگاهانه، بلندمدت و از طریق نهادهای حرفه‌ای نظیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سپردگاردانی، به بخشی جدایی‌ناپذیر از اکوسیستم تبدیل شوند. بر این اساس، ارتقای سواد مالی، توسعه ابزارهای غیرمستقیم، تقویت نهادهای مالی و در نهایت کاهش ریسک‌های ساختاری و سیاستی، چهار ستون اصلی برای نزدیک شدن بازار ایران به استانداردهای بین‌المللی هستند.

یکی از چالش‌های مزمن در فرهنگ سرمایه‌گذاری، تقابل نگاه سوداگرانه با سرمایه‌گذاری بلندمدت است. در واقعیت بازارهای مالی پویا، حضور معامله‌گران کوتاه‌مدت برای تداوم نقدشوندگی و فرآیند کشف قیمت ضروری است، بنابراین هدف از آموزش، حذف این گروه نیست؛ بلکه چالش اصلی این است که رفتارهای هیجانی به الگوی غالب سرمایه‌گذاری تبدیل نشوند.

چنانچه بخش عمده‌ای از جامعه تنها با هدف کسب سودهای آنی وارد بازار شوند، تصمیمات سرمایه‌گذاری به جای تحلیل، تحت تأثیر شایعات و رفتارهای جمعی قرار می‌گیرد که نتیجه آن افزایش ریسک برای سهامداران خرد و فرسایش اعتماد عمومی به بازار است. استراتژی متمایز برای اصلاح این وضعیت، توسعه فرهنگ «تفکیک اهداف مالی» است؛ هر سرمایه‌گذار باید بیاموزد که چگونه بخشی از منابع خود را برای پذیرش ریسک در معاملات کوتاه‌مدت اختصاص دهد، اما بدنه اصلی دارایی که ضامن امنیت مالی آینده اوست، نیازمند انضباط، تنوع بخشی و نگاه بلندمدت است.

بحث مدیریت تضاد منافع میان «آموزش» و «فروش محصولات مالی» نیز از دیگر مباحث کلیدی در این یادداشت است. در بازارهای جهانی، آموزش به عنوان ابزاری برای تعمیق سواد مالی پذیرفته شده و مورد حمایت

ظرفیت رها شده؛ ۲۰ میلیون تن فولاد خاموش

احمد خورش

مدیر عامل شرکت فولاد سپید فراب کویر

صنعت فولاد ایران با وجود برخورداری از زنجیره تکمیل تولید و

ذخایر غنی سنگ آهن، از ظرفیت نصب‌شده خود بهره‌وری نمی‌برد. ظرفیت تولید بالغ بر ۵۰ میلیون تن است، لیکن بهره‌برداری واقعی تنها ۶۰ درصد این رقم را تشکیل می‌دهد و بالغ بر ۲۰ میلیون تن ظرفیت بلااستفاده باقی مانده است. تولید فولاد خام در سال ۱۴۰۳ با افت ۵.۷ درصدی نسبت به سال قبل به ۳۰.۲ میلیون تن رسید که فاصله معناداری با هدف ۵۵ میلیون تنی طرح جامع فولاد ایجاد کرده است. این فاصله صرفاً یک عدد نیست؛ بیانگر آن است که سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده بازده مورد انتظار را تولید نکرده‌اند. مهم‌ترین عامل اختلال در تولید، نبود زیرساخت‌های انرژی است. صنعت فولاد ۱۱ درصد برق و ۵ درصد گاز مصرفی کشور را به خود اختصاص داده است. برای دستیابی به هدف ۵۵ میلیون تن فولاد خام، نیاز به حدود ۱۰ هزار مگاوات برق و ۲۲ میلیارد مترمکعب گاز مازاد وجود دارد. با این حال، در سال گذشته حدود ۴۰ درصد از ظرفیت تولید به دلیل محدودیت‌های برق از مدار خارج گردید. قطعی‌های مکرر منجر به توقف ۴ تا ۶ ماهه خطوط تولید شده و بهره‌وری را به شدت کاهش داده است. این امر نشان‌دهنده عدم هماهنگی میان سیاست‌گذاری انرژی و سیاست‌گذاری صنعتی است. صنعتی که ۱۱ درصد برق کشور را مصرف می‌کند، نمی‌تواند بدون تأمین پایدار انرژی به رشد خود ادامه دهد.

در حوزه آب نیز وضعیت نامطلوب است. و برای تحقق هدف نهایی به بیش از ۳۷۰ میلیون مترمکعب آب نیاز دارد که تقریباً سه برابر مصرف فعلی است. طرح‌های انتقال آب به دلیل هزینه‌های بالا، موانع زیست‌محیطی و طولانی بودن فرآیند اجرایی، نتوانسته‌اند پاسخگوی نیاز ملی باشند. این مسئله توسعه صنایع فولادی در مناطق

مرکزی را با چالش‌های جدی مواجه کرده است. تأمین پایدار مواد اولیه به‌ویژه سنگ آهن و گندله، یکی از دغدغه‌های اصلی صنعت فولاد است. با وجود ظرفیت‌های معدنی قابل توجه، فرآیندهای طولانی اکتشاف، اخذ مجوزهای زیست‌محیطی، مسائل مربوط به حقوق دولتی و محدودیت‌های صادراتی مواد اولیه، منجر به کسری در زنجیره تأمین شده است. این امر قیمت تمام‌شده محصولات را افزایش داده و قدرت رقابت‌پذیری در بازارهای جهانی را تضعیف کرده است. از سوی دیگر، تحریم‌ها و محدودیت‌های بانکی، واردات ماشین‌آلات و قطعات یدکی پیشرفته و مواد افزودنی مورد نیاز را با دشواری‌های فراوانی روبرو کرده است که تأثیر مستقیمی بر کیفیت و راندمان تولید دارد.

تنش‌های منطقه‌ای و حملات به زیرساخت‌های کشور در سال ۱۴۰۴، بازار فولاد را با نااطمینانی شدیدی مواجه ساخته است. جنگ خلیج فارس علاوه بر تأثیر مستقیم بر قیمت نفت و هزینه حمل، زنجیره تأمین جهانی را نیز مختل کرده است. آخرین قیمت‌های فوب در بازار جهانی به شرح زیر است: ورق گرم بندار چین ۴۷۰ تا ۴۸۰ دلار با پتانسیل صعود به بالای ۵۲۰ دلار، شمش بازارهای خاور دور ۴۵۰ تا ۴۶۰ دلار، شمش صادراتی CIS ۴۶۰ تا ۴۷۰ دلار، قراضه سی‌اف‌آر بندار ترکیه ۴۰۰ دلار و میلگرد صادراتی ترکیه ۵۹۰ تا ۶۰۰ دلار. با توجه به شرایط پیش آمده در خلیج فارس، پیش‌بینی آینده بازار با مشکل جدی روبرو است. افزایش قیمت نفت هم بر کرایه حمل و هم بر هزینه تولید اثر مستقیم دارد.

در صورت عدم توانایی مصرف‌کنندگان در پذیرش قیمت‌های جدید، تقاضا عقب‌نشینی خواهد کرد و رکود، نتیجه نهایی خواهد بود. جنگ خلیج فارس تنها بر بازار فولاد و نفت تأثیر نگذاشته، بلکه زنجیره تأمین جهانی کالاهای صنعتی و مواد اولیه را نیز تحت تأثیر قرار داده است. سیاست‌های حمایتگر ایانه رو به گسترش و محدودیت عرضه مواد اولیه، فعالان بازار را به سمت محتاطانه عمل کردن سوق داده و سطح فعالیت‌های تجاری را کاهش داده است. بازار داخلی فولاد نیز مانند

سایر بازارها، متأثر از عرضه و تقاضاست. در بعد عرضه، از کار افتادن برخی کارخانه‌های فولادی، لطمه جدی به عرضه ورق وارد کرده و موجب افزایش شدید قیمت شده است. با این حال، افزایش قیمت با توجه به کشش‌پذیری محدود تقاضا، دامنه مشخصی دارد و فراتر از آن، منجر به توقف تولید در صنایع پایین دستی و افزایش بیکاری خواهد شد. قیمت ورق سرد پس از بازگشایی بازار، تا دو برابر افزایش یافته است، اما پایداری این روند با توجه به محدودیت تقاضا، محل تردید است.

در بعد تقاضا، بالا رفتن هزینه تولید به‌ویژه دستمزد، درخواست‌ها را کاهش داده و تعطیلی واحدهای تولیدی بر اثر جنگ، بر تقاضا اثر منفی گذاشته است. آنچه فارغ از عرضه و تقاضا بر بازار اثرگذار است، متغیرهای پولی است. عرضه پول، نرخ بهره و قیمت ارز، فاکتورهای تعیین‌کننده آینده بازار هستند. خرابی‌های فیزیکی قابل ترمیم است، اما حجم انبوه بدهی‌ها و پول چاپ‌شده، ساختار اقتصاد پس از جنگ را شکل خواهد داد.

بر اساس آخرین آمار انجمن جهانی فولاد (آوریل ۲۰۲۶)، ایران از فهرست ۱۰ تولیدکننده برتر جهان خارج شده و ویتنام با تولید ۸.۵ میلیون تن و رشد ۸.۴ درصدی، جایگاه دهم را کسب کرده است. تولید جهانی فولاد در چهار ماهه نخست سال ۲۰۲۶ معادل ۶۱۳.۳ میلیون تن بوده که نسبت به مدت مشابه سال ۲۰۲۵، ۲.۰ درصد کاهش داشته است. وضعیت تولید در ۱۰ کشور برتر به شرح زیر است: چین ۳۳۱.۱ میلیون تن با کاهش ۴.۱ درصد، هند ۵۸.۷ میلیون تن با رشد ۹.۴ درصد، آمریکا ۲۸.۱ میلیون تن با رشد ۶.۶ درصد، ژاپن ۲۶.۷ میلیون تن با کاهش ۱.۲ درصد، کره جنوبی ۲۱ میلیون تن با رشد ۲.۵ درصد، روسیه ۲۰.۶ میلیون تن با کاهش ۱۲ درصد، ترکیه ۱۳ میلیون تن با رشد ۶.۳ درصد، آلمان ۱۲.۵ میلیون تن با رشد ۹.۱ درصد، برزیل ۱۰.۸ میلیون تن با کاهش ۱.۶ درصد و ویتنام ۸.۵ میلیون تن با رشد ۸.۴ درصد. الگوی تولید جهانی حاکی از آن است که کشورهایی با بازار داخلی قوی (هند، آمریکا)، صادرات رقابتی (ترکیه، آلمان) یا ظرفیت‌های جدید (ویتنام) در مسیر رشد قرار



دارند. کاهش تولید چین و روسیه و خروج ایران از جمع ۱۰ تولیدکننده برتر، نشان‌دهنده تغییرات ساختاری در بازار جهانی است.

صنعت فولاد ایران با وجود دارا بودن زنجیره تکمیل تولید و ذخایر غنی مواد اولیه، در تقاطع چالش‌های زیرساختی، بین‌المللی و ژئوپلیتیک قرار دارد. فقدان زیرساخت‌های انرژی و آب، مانع اصلی بهره‌برداری از ظرفیت‌های نصب‌شده است و صنعت فولاد را به یک صنعت زیر ظرفیت تبدیل کرده است. برای خروج از این وضعیت و بازگشت به مسیر رشد، تأمین فوری زیرساخت‌های انرژی (برق و گاز) به عنوان اولویت اول، مدیریت بهینه منابع آب و تسریع در اجرای طرح‌های انتقال آب، تسهیل فرآیندهای اکتشاف و اخذ مجوزهای معدنی، مدیریت بهتر منابع موجود در شرایط تحریم و تدوین استراتژی صادراتی مبتنی بر تولید پایدار و کیفیت قابل رقابت، ضروری است. بدون تأمین پایدار انرژی، هیچ‌یک از برنامه‌های تولیدی و صادراتی قابلیت اجرایی نخواهد داشت.

چشم انداز صندوق های طلا در دوره گذار سیاسی و ارزی

نقش طلا در سبد سرمایه گذاری نیست بلکه نشان می دهد که طلا در دوره های آرام تر، بیشتر نقش بیمه سبد را بازی می کند تا موتور اصلی سودآوری. از منظر سبدگردانی، نمی توان طلا را حذف کرد، اما می توان سهم آن را متعادل کرد. برای یک سبد سرمایه گذاری متوازن، به طور کلی اختصاص حدود ۱۵ تا ۳۰ درصد از دارایی ها به طلا و دارایی های دلاری می تواند منطقی باشد. در کنار طلا، سهام همچنان می تواند بخش مهمی از سبد را تشکیل دهد، به ویژه سهمی که از منظر بنیادی جذاب هستند، نسبت قیمت به سود معقول دارند و از افزایش احتمالی نرخ ارز یا تورم منتفع می شوند. در مقابل، اوراق درآمد ثابت برای حفظ بخشی از ارزش سرمایه، ایجاد جریان نقدی و کاهش نوسان کل سبد اهمیت دارند. در شرایط فعلی، رویکرد درست برای سرمایه گذار نه هیجان زدگی نسبت به طلاست و نه خروج کامل از آن. اگر ریسک های سیاسی واقعا کاهش یابد، احتمالاً بخشی از سرمایه ها از دارایی های امن به سمت دارایی های مولدتر مانند سهام حرکت می کنند و در نتیجه صندوق های طلا ممکن است در رقابت بازدهی عقب بمانند. اما در اقتصادی که هنوز با تورم مزمن، عدم قطعیت و ریسک های دوره های مواجهه است، نگهداری بخشی از دارایی در طلا همچنان یک ضرورت مدیریتی محسوب می شود. جمع بندی این است که صندوق های طلا در ماه های آینده احتمالاً کم شتاب تر از دوره های پرتلاطم گذشته حرکت خواهند کرد. اگر فضای سیاسی و ارزی آرام تر شود، این صندوق ها حتی ممکن است بازدهی کمتری از سهام یا اوراق داشته باشند اما همچنان برای متعادل سازی سبد و حفاظت در برابر شوک های ناگهانی، جایگاه خود را حفظ می کنند. بنابراین توصیه منطقی، نه اتکال کامل به طلاست و نه بی توجهی به آن؛ بلکه ترکیبی متعادل از طلا، سهام و درآمد ثابت است که می تواند هم بازده مناسبی ایجاد کند و هم ریسک را کنترل نگه دارد.

علی جیل عاملی

قائم مقام گروه مالی کارآمد

با توجه به فضای فعلی اقتصاد و احتمال کاهش بخشی از ریسک های سیاسی، چشم انداز صندوق های طلا را باید با نگاهی محتاطانه تر از گذشته ارزیابی کرد. طلا در بازار ایران همواره یکی از مهم ترین ابزارهای پوشش ریسک بوده است؛ اما بازدهی آن بیش از هر چیز به دو متغیر کلیدی وابسته است: نرخ ارز داخلی و انتظارات تورمی و سیاسی. بنابراین هر زمان که چشم انداز ثبات در بازار ارز تقویت شود و از شدت نااطمینانی های سیاسی کاسته شود، طبیعی است که بخشی از جذابیت کوتاه مدت صندوق های طلا کاهش پیدا کند. در چنین فضایی، اگرچه طلا همچنان نقش خود را به عنوان دارایی امن حفظ می کند، اما ممکن است از منظر بازدهی، در مقایسه با برخی دارایی های دیگر عقب تر حرکت کند. به ویژه اگر بازار سهام وارد دوره های شود که در آن انتظارات از سودآوری شرکت ها، اصلاح ارزش گذاری ها یا بهبود جریان نقدینگی تقویت شود، این احتمال وجود دارد که بازار سهام از صندوق های طلا پیشی بگیرد. از طرف دیگر، اوراق درآمد ثابت نیز در محیطی که ریسک های سیستماتیک کاهش یافته و نرخ های بازده بدون ریسک همچنان جذاب مانده اند، می توانند برای سرمایه گذاران محافظه کار گزینه های رقابتی باشند.

به بیان ساده تر، بازدهی صندوق های طلا در ماه های آینده بیش از آنکه از رشد هیجانی ناشی شود، به رفتار نرخ ارز و فضای کلان وابسته خواهد بود. اگر نرخ ارز در محدوده های آرام حرکت کند و انتظارات تورمی فروکش کند، صندوق های طلا ممکن است از نظر بازدهی در قیاس با سهام و حتی اوراق، عملکرد متوسط تری داشته باشند. البته این به معنای از دست رفتن

نرخ بهره بالا؛ تهدیدی کوتاه مدت یا فرصتی برای بازتعریف تعادل بازارها؟

یوسف جاوید کیا

مدیر سرمایه گذاری صندوق ها و سبدهای شرکت سبذگردان لقمان



جدیدی از احتیاط است. کاهش نسبی ریسک های سیاسی داخلی و احتمال ثبات بیشتر در بازار ارز، در کنار فشار های بین المللی ناشی از تقویت دلار و تداوم نرخ های بهره بالا در اقتصاد های بزرگ، می تواند جذابیت کوتاه مدت طلا بکاهد. در چنین شرایطی، حتی این احتمال مطرح است که بازدهی صندوق های طلا در مقطعی پایین تر از بازار سهام و برخی ابزارهای با درآمد ثابت قرار گیرد. با این وجود، نقش طلا به عنوان یک دارایی پوشش دهنده ریسک همچنان پابرجاست و حذف کامل آن از سبد سرمایه گذاری منطقی به نظر نمی رسد. ترکیب بهینه دارایی ها در شرایط فعلی، نیازمند نگاهی پویا و منعطف است؛ به گونه ای که تخصیص بخشی از پرتفوی — در حدود ۱۵ تا ۲۵ درصد — به طلا و دارایی های دلاری، در کنار سرمایه گذاری در سهام ارز زنده، می تواند تعادل مناسبی میان بازده و ریسک ایجاد کند. در مجموع، آنچه بیش از سطح نرخ ها اهمیت دارد، پایداری متغیرهای کلان و جهت گیری سیاست گذاری اقتصادی است. بازارها در نهایت نه به تغییرات مقطعی، بلکه به سیگنال های پایدار از ثبات و پیش بینی پذیری واکنش نشان می دهند؛ عاملی که می تواند مسیر آتی جریان نقدینگی میان بازارها را به طور معناداری تعیین کند.

کالبد شکافی ترانز نامه مجتمع فولاد خراسان؛

خیز بلند برای فتح افق درآمدهای ۶۰۰ هزار میلیارد ریالی در سایه ارز آوری ۱۰۰ میلیون دلاری

بررسی آناتومی هزینه ها نشان می دهد که مواد مستقیم مصرفی همواره اصلی ترین بخش بهای تمام شده را به خود اختصاص داده است؛ این رقم از ۱۱۲ هزار میلیارد ریال در سال ۱۴۰۳ به ۱۷۶ هزار میلیارد ریال در سال ۱۴۰۴ رسیده و پیش بینی می شود در سال ۱۴۰۵ به ۲۷۷ هزار و ۲۵۰ میلیارد و ۸۲۵ میلیون ریال افزایش یابد. همچنین سربار تولید نیز به دلیل افزایش نرخ حامل های انرژی با جهشی بزرگ مواجه شده و پیش بینی می شود در سال ۱۴۰۵ به ۲۴۲ هزار میلیارد ریال برسد. نرخ خرید کنسانتره، گاز و سایر مواد اولیه بر مبنای آخرین قیمت های خرید در بهمن ماه سال قبل به علاوه درصدی رشد، برآورد شده است. در حوزه تامین مالی، شرکت وابستگی کاملی به تسهیلات بانکی کوتاه مدت جهت تامین سرمایه در گردش دارد. مانده تسهیلات بانکی در پایان سال ۱۴۰۴ به حدود ۷۰ هزار و ۹۷۷ میلیارد ریال رسید و برای سال ۱۴۰۵ تثبیت این مانده در سطح ۷۰ هزار میلیارد ریال با هزینه مالی ۱۷ هزار میلیارد ریالی پیش بینی شده است.

در تراز ارزی، شرکت در سال ۱۴۰۴ بخش مهمی از مصارف ارزی خود را که عمدتاً شامل درهم و دلار بود مدیریت کرد. اما نکته درخشان در برآورد سال ۱۴۰۵، جهش چشمگیر منابع ارزی حاصل از صادرات و ارز آوری برآوردی ۱۰۱ میلیون دلاری است؛ جایی که معادل ریالی آن همان ۱۴۱ هزار و ۸۷۹ میلیارد ریال برآورد ارزی است. همچنین در بخش درآمدهای غیر عملیاتی، سود حاصل از تسعیر دارایی های ارزی عملیاتی برای سال ۱۴۰۵ مبلغ ۳ هزار و ۵۰۰ میلیارد ریال و سود حاصل از فروش ضایعات ۵ هزار و ۷۰۰ میلیارد ریال تخمین زده می شود. در نهایت، سکان داران این بنگاه صنعتی با پیشنهاد تقسیم سود ۱۰ درصدی و حفظ بخش عمده سود انباشته که در پایان سال گذشته مانده های معادل ۵۶ هزار و ۳۳۱ میلیارد ریال داشته، منابع نقدی لازم را برای پیشبرد طرح های توسعه ای تضمین کرده اند. اولویت استراتژیک و حیاتی شرکت در سال ۱۴۰۵، پیگیری مجدانه جهت تسریع در تکمیل واحد تغلیظ سنگ آهن سنگان و ایجاد زیرساخت های پایدار تولید است؛ پروژه کلیدی که به عنوان قلب تپنده استراتژی خود اتکالی شرکت، وابستگی به نوسانات نرخ خرید کنسانتره را به حداقل رسانده و حاشیه سود ناخالص مجتمع را در برابر نوسانات کلان اقتصادی بیمه می کند



تقلیل یافت. چشم انداز ترسیم شده توسط هیئت مدیره برای سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۵، از یک تحول بنیادی حکایت دارد. برآوردها نشان می دهند که کل درآمدهای شرکت با جهشی بی سابقه به ۶۰۴ هزار و ۴۰۲ میلیارد ریال خواهد رسید که تقریباً دو برابر رقم سال ۱۴۰۴ است. مدیریت مجتمع قصد دارد با تمرکز بر عرضه یک میلیون و ۲۵۳ هزار و ۶۵۲ تن محصول در بازارهای داخلی و خارجی، این هدف بزرگ را محقق سازد.

در این میان، سهم صادرات بسیار پررنگ تر از گذشته دیده شده است؛ برنامه ریزی برای صادرات نزدیک به ۲۷۰ هزار تن شمش و محصولات سبک ساختمانی، پیش بینی درآمد صادراتی ۱۴۱ هزار و ۸۷۹ میلیارد ریالی را به همراه دارد. نرخ فروش محصولات برای سال پیش رو بر اساس آخرین قیمت های میلگرد داخلی در دی ماه به علاوه درصدی افزایش محاسبه شده و نرخ شمش و گندله نیز با ضریبی از قیمت میلگرد تعیین شده است تا واقع بینانه ترین سناریوی مالی ممکن رقم بخورد.

شرکت مجتمع فولاد خراسان
KHORASAN STEEL COMPLEX COMPANY
www.ksc.co.ir

صنعت و معن
روز

ربع قرن تولید توسعه و اشتغال پایدار

۲۵ سال تولید فولاد در شرق ایران گرمی با دلا

با ورود به سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۴، حجم کل تولیدات با رشدی مطلوب به ۴ میلیون و ۴۹۰ هزار و ۸۹۳ تن رسید. این افزایش تیراژ، درآمدهای عملیاتی شرکت را با ۲۱ درصد رشد همراه کرد و رقم چشمگیر ۳۲۲ هزار و ۵۰۶ میلیارد و ۱۱۶ میلیون ریال را رقم زد. با این حال، تورم نهادهای تولید و افزایش نرخ مواد اولیه، اثری انقباضی بر سودآوری گذاشت؛ بهای تمام شده با رشد ۳۳ درصدی به ۲۷۶ هزار و ۱۴۳ میلیارد ریال رسید که سبب شد سود ناخالص شرکت با ۲۲ درصد کاهش نسبت به سال قبل، در ایستگاه ۴۶ هزار و ۳۶۳ میلیارد ریال متوقف شود. در بخش سود خالص نیز اعمال هزینه های مالی سنگین ۱۵ هزار و ۵۹۸ میلیارد ریالی (که نسبت به سال قبل ۸۴ درصد جهش داشت) تعادل سودآوری را تحت تاثیر قرار داد. در نهایت سود خالص شرکت از ۵۶ هزار و ۹۷ میلیارد ریال در سال ۱۴۰۳ به ۳۵ هزار و ۹۰۰ میلیارد و ۶۴۸ میلیون ریال در سال ۱۴۰۴ رسید که کاهش ۳۶ درصدی را نشان می دهد. بر همین اساس، سود خالص هر سهم از ۵۶۱ ریال به ۲۸۸ ریال

بررسی تحلیلی صورت های مالی و برنامه های برآوردی مجتمع فولاد خراسان، ترسیم کننده یک چرخش راهبردی از وضعیت انقباضی سال ۱۴۰۴ به سمت جهش درآمدی و توسعه زیرساختی در افق سال مالی ۱۴۰۵ است. این بنگاه بزرگ اقتصادی که سال مالی ۱۴۰۴ را تحت فشار سنگین افزایش ۳۳ درصدی بهای تمام شده و نوسانات نرخ نهادهای تولید پشت سر گذاشت، توانست با ثبت درآمد عملیاتی ۳۲۲ هزار و ۵۰۶ میلیارد و ۱۱۶ میلیون ریالی، بستر لازم را برای ارتقای ظرفیت های عملیاتی خود فراهم کند. اگرچه سود خالص دوره به دلیل افزایش بار هزینه های مالی و تورم مواد اولیه با کاهش مواجه شد، اما افزایش ۲۴٫۵ درصدی سرمایه شرکت و تثبیت آن در سطح ۱۲۴ هزار و ۵۰۰ میلیارد ریال، بنیه ساختاری شرکت را برای ورود به فاز جدید توسعه تقویت کرده است. این گزارش روایی با کنار گذاشتن زبان خشک جدولی، مسیر حرکت تولید، فروش، چالش های ارزی و راهبردهای پیش روی مدیریت را به تصویر می کشد.

در سال مالی منتهی به ۳۰ اسفند ۱۴۰۳، شرکت توانست مجموعاً ۴ میلیون و ۲۵۴ هزار و ۵۴۱ تن محصول روانه بازارهای هدف کند که بخش عمده آن شامل یک میلیون و ۶۱۱ هزار و ۵۴۱ تن گندله و یک میلیون و ۱۴۰ هزار و ۵۱۳ تن آهن اسفنجی و بریکت بود. در این سال، موتور محرک درآمدهای شرکت فروش داخلی شمش و محصولات سبک ساختمانی بود که در مجموع رقمی بالغ بر ۲۲۶ هزار و ۹۷ میلیارد و ۲۷۲ میلیون ریال درآمد ملی به ارمغان آورد. از سوی دیگر، بازارهای صادراتی نیز بی نصیب نماندند؛ فروش بالغ بر ۱۱۵ هزار و ۶۷۶ تن شمش و محصولات ساختمانی در خارج از مرزها، درآمد صادراتی ۲۶ هزار و ۴۱۰ میلیارد و ۹۲۲ میلیون ریالی را به ثبت رساند. سرمایه گذاری های هوشمندانه شرکت نیز بیش از ۴ هزار و ۵۰۷ میلیارد ریال به جریان درآمدی کمک کرد تا در نهایت کل درآمدهای عملیاتی سال ۱۴۰۳ به رقم ۲۶۷ هزار و ۱۵ میلیارد و ۵۱۲ میلیون ریال برسد که با کسر بهای تمام شده ۲۰۷ هزار و ۶۱۸ میلیارد ریالی، سود ناخالصی معادل ۵۹ هزار و ۳۹۷ میلیارد و ۳۲۸ میلیون ریال را نصیب سهامداران کرد.

ساخت داخل در پالایش نفت اصفهان شتاب گرفت؛ صرفه جویی ۱.۴ همتی با تولید ۶۱۹ قلم کالای جدید



رئیس بررسی منابع و پشتیبانی ساخت داخل شرکت پالایش نفت اصفهان: توسعه ساخت داخل، وابستگی به خارج را کاهش داده و صرفه جویی

قابل توجهی برای شرکت به همراه داشته است. حجت‌الله تقوایی، رئیس بررسی منابع و پشتیبانی ساخت داخل شرکت پالایش نفت اصفهان، از رشد چشمگیر فعالیت‌های ساخت داخل در این شرکت طی سال گذشته خبر داد و اظهار کرد: در این مدت، ۶۱۹ قلم کالای جدید با تیراژ ۲۵۰ هزار قطعه و به ارزش ۲۰۰ میلیارد تومان در داخل کشور ساخته و تأمین شده است که حدود ۳۵ درصد آن‌ها در زمره ساخت بار اول قرار دارد و افزایش با توجه به اختلاف قیمت میان خرید خارجی و ساخت داخل این کالاها، این اقدام منجر به صرفه جویی و سودآوری قابل توجهی معادل حدود ۱.۴ همت برای شرکت پالایش نفت اصفهان شده است.

تقوایی با اشاره به مقایسه عملکرد این حوزه نسبت به سال ۱۴۰۳ تصریح کرد: در این مدت ۱۱۹ قلم کالای جدید بیشتر با تیراژ ۱۳۰ هزار قطعه و به ارزش ۷۵ میلیارد تومان به سید ساخت داخل افزوده شده است که حدود ۵۰ درصد آن‌ها نیز ساخت بار اول بوده است. وی ادامه داد: این روند نشان‌دهنده تقویت توان داخلی سازی، کاهش وابستگی به تأمین کنندگان خارجی و افزایش تاب‌آوری زنجیره تأمین



تجهیزات در صنعت پالایش نفت است. رئیس بررسی منابع و پشتیبانی ساخت داخل شرکت پالایش نفت اصفهان در پایان تأکید کرد: تداوم حمایت از سازندگان داخلی و توسعه همکاری با شرکت‌های دانش بنیان می‌تواند مسیر خودکفایی صنعتی و افزایش بهره‌وری در صنعت پالایش کشور را بیش از پیش تقویت کند.

شتران ۱۴۰۴: سود خالص ۲۴۲ درصد رشد کرد



شتران در سال ۱۴۰۴ سود خالص را ۲۴۲ درصد رشد داد و به ۸۲۴ هزار میلیارد تومان رساند؛ برآورد ۱۴۰۵ نیز درآمدی ۹۶۱ هزار میلیارد تومانی نوید می‌دهد.

در سال مالی ۱۴۰۴، پالایش نفت تهران با نام «شتران» به یکی از درخشان‌ترین عملکردهای تاریخ خود دست یافت. درآمد عملیاتی شرکت با رشدی ۳۳ درصدی از ۳۴۴ هزار میلیارد تومان در سال ۱۴۰۳ به ۴۵۷ هزار میلیارد تومان در سال ۱۴۰۴ رسید. این رشد در حالی محقق شد که میانگین قیمت نفت خام در بازارهای جهانی از ۶۷ دلار و ۹۴ سنت به ۵۲ دلار و ۴۸ سنت در هر بشکه کاهش یافته بود، اما جهش ۶۵ درصدی نرخ تسعیر ارز از ۵۰۸ هزار ریال به ۸۲۹ هزار ریال، محرک اصلی افزایش درآمد ریالی شرکت بود.

سود ناخالص شرکت با جهشی ۲۵۹ درصدی از ۲۲۷ هزار میلیارد تومان به ۸۵۰ هزار میلیارد تومان صعود کرد و حاشیه سود ناخالص را از ۷٪ به ۱۸٫۶٪ رساند. سود خالص نیز با رشدی ۲۴۲ درصدی از ۲۴۱ هزار میلیارد تومان به ۸۲۴ هزار میلیارد تومان افزایش یافت و نرخ سود خالص را به ۱۸٪ نزدیک کرد. در پس این رشد چشمگیر، کرک اسپرد جهانی پالایش نفت خام نقش محوری ایفا کرد. این شاخص از ۱۰ دلار و ۵ سنت در هر بشکه در سال ۱۴۰۳ به ۱۵ دلار و ۵۳ سنت در سال ۱۴۰۴ رسید؛ رشدی ۵۵ درصدی که هیدروکربن مارچین شرکت را از ۷ دلار و ۳۳ سنت به ۱۴ دلار و ۳۷ سنت دو برابر کرد.

مدیریت هزینه‌ها نیز در این دوره درخشید. بهای تمام شده کالای فروش رفته تنها ۱۶ درصد رشد کرد در حالی که درآمد ۳۳ درصد افزایش یافت و این فاصله، حاشیه سود را به اوج رساند. برآورد سال ۱۴۰۵ چشم‌انداز درخشان را ترسیم می‌کند. درآمد عملیاتی به ۹۶۱ هزار میلیارد تومان پیش‌بینی می‌شود؛ رشدی ۱۱۰ درصدی. سود ناخالص نیز به ۱۱۵ هزار میلیارد



تومان می‌رسد؛ رشدی ۳۵ درصدی که نشان می‌دهد شرکت توانسته مزایای سال استثنایی ۱۴۰۴ را در ساختار مالی خود تثبیت کند. شتران برنده مناقصه احداث سه نیروگاه خورشیدی ۱۰۰ مگاواتی در ملارد، رباط کریم و خضرآباد شده است. این پروژه‌ها سالانه ۲۴۰ میلیون متر مکعب گاز طبیعی صرفه‌جویی می‌کنند و نشان‌دهنده تغییر راهبرد شرکت به سوی انرژی‌های تجدیدپذیر است. کیفیت محصولات پالایشگاه تهران در تولید سوخت جت و روغن پایه در سطح برتر کشور قرار دارد. بازار داخلی نیز با تقاضای مازاد برای محصولات استراتژیک مواجه است و این پالایشگاه در کنار سایر شرکت‌های پالایشی، نیاز داخلی را تأمین می‌کند.

سرمایه شرکت در اسفند ۱۴۰۴ از ۵۳۹ هزار و ۵۰۰ میلیارد ریال به ۶۵۲ هزار و ۵۰۰ میلیارد ریال از محل سود انباشته افزایش یافت. این تقویت ساختار مالی، زمینه را برای طرح‌های توسعه‌ای آینده فراهم می‌سازد. پالایش نفت تهران در سال ۱۴۰۴ نقطه عطفی در تاریخ مالی خود رقم زد. با برنامه‌ریزی منسجم و مدیریت هوشمندانه هزینه‌ها، شتران مسیر رشد پایدار خود را یافته و آماده حرکتی تاریخی است.

نقشه راه «تجلی» برای عبور از گلوگاه نقدینگی؛

از اولویت‌بندی پروژه‌ها تا شمارش معکوس برای بورسی شدن زیرمجموعه‌ها



در مجمع عمومی عادی سالیانه شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات

تجلی توسعه معادن و فلزات، استراتژی جدید شرکت برای مواجهه با محدودیت‌های نقدینگی از طریق اولویت‌بندی پروژه‌ها تشریح شد؛ رویکردی که بهره‌برداری از پروژه ۸۰ درصدی فولاد شرق خراسان تا سال ۱۴۰۶ و عرضه زیرمجموعه‌ها به بازار سرمایه را هدف قرار داده است.

مجمع عمومی عادی سالیانه صاحبان سهام شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات با حضور بیش از ۹۶ درصد سهامداران برگزار شد و گزارش حسابرس مستقل و بازرسی قانونی قرائت شد. بر اساس این گزارش، نوع اظهار نظر حسابرس درباره صورت‌های مالی تلفیقی شرکت «مشروط» و درباره صورت‌های مالی جداگانه «مقبول» اعلام شد.

در بند مبنای اظهار نظر مشروط آمده است که سهم ارزش ویژه خالص دارایی‌ها و بدهی‌های شرکت وابسته «معدنی و صنعتی فولاد شرق خراسان» در صورت‌های مالی تلفیقی شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات، بر مبنای صورت‌های مالی حسابرسی نشده آن شرکت محاسبه شده و امکان دسترسی حسابرس به صورت‌های مالی حسابرسی شده این شرکت فراهم نبوده است. علی‌اکبری، مدیرعامل شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات، در توضیح این موضوع گفت: برای تلفیق کامل صورت‌های مالی زیرمجموعه‌ها، لازم است مجامع آنها برگزار شود، اما مجمع شرکت فولاد شرق خراسان در زمان مقرر برگزار نشده بود. به گفته وی، اختلاف قابل توجهی میان اطلاعات حسابرسی نشده و صورت‌های مالی حسابرسی شده وجود ندارد و این موضوع در حال پیگیری است. در بخش دیگری از گزارش حسابرس، به نبود پوشش بیمه‌ای برای بخشی از دارایی‌های ثابت در جریان تکمیل به ارزش حدود ۷۹۵ میلیارد ریال اشاره شد. معاون مالی شرکت در این باره توضیح داد که این اقلام مربوط به مراحل ابتدایی پروژه‌ها مانند خاکبرداری، آماده‌سازی زمین و عملیات اولیه اجرایی است؛ مراحل که در آن امکان بیمه‌پذیری متعارف وجود ندارد. همچنین در گزارش حسابرس، به عدم رعایت مهلت قانونی پرداخت سود سهام اشاره شد.



گفت: در ارزیابی معادن، میزان ذخیره اهمیت بیشتری نسبت به وسعت محدوده دارد. وی افزود معدن دولومیت این شرکت حدود ۶ میلیون تن ذخیره دارد و مدارک لازم برای دریافت گواهی کشف ارائه شده است.

مدیرعامل تجلی همچنین درباره پروژه جاده ریل ۳۰۰ کیلومتری توضیح داد که این پروژه در یک سال گذشته تحت تأثیر شرایط اجرایی قرار گرفته، اما الحاقیه قرارداد با سازمان بنادر در دست پیگیری است تا مسیر بهره‌برداری از زیرساخت‌ها تسهیل شود. علی‌اکبری با اشاره به تعدد پروژه‌های شرکت گفت: به دلیل محدودیت‌های نقدینگی در دو سال گذشته، شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات پروژه‌های خود را اولویت‌بندی کرده است. به گفته وی، پروژه فولاد شرق خراسان با حدود ۸۰ درصد پیشرفت فیزیکی و پروژه عناصر نادر خاکی در اولویت قرار دارند.

وی درباره معدن جانتاج نیز اظهار کرد: فاز نخست این پروژه به بهره‌برداری خواهد رسید و با توجه به ترکیب سهامداران آن، می‌تواند بازده مناسبی برای صنعت و سهامداران به همراه داشته باشد. در پاسخ به پرسشی درباره محدودیت عناصر نادر خاکی در منطقه مروست، مدیرعامل شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات

مدیرعامل شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات در پاسخ اعلام کرد سود سهام از طریق سامانه سجام و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی پرداخت شده و تنها تعداد محدودی از سهامداران، به دلیل ثبت‌نام نکردن در سجام یا نداشتن اطلاعات بانکی، هنوز سود خود را دریافت نکرده‌اند.

به گفته وی، حدود ۵۲ میلیون تومان مربوط به این دسته از سهامداران است. در بخش دیگری از گزارش نیز موضوع تعیین تکلیف نشدن اموال مربوط به معدن ذغال سنگ گلندرد مطرح شد. علی‌اکبری، مدیرعامل شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات، توضیح داد که این موضوع مربوط به شرکت زیرمجموعه «سپهر تجلی ایرانیان» است و پس از معرفی سرمایه‌گذار جدید از سوی شرکت تهیه و تولید مواد معدنی ایران، ارزش کارشناسی تجهیزات و دارایی‌ها به شرکت بازگردانده خواهد شد.

●● سهامداران چه پرسیدند، مدیرعامل چه گفت؟ در ادامه مجمع، سهامداران شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات پرسش‌هایی درباره پروژه‌ها و برنامه‌های شرکت مطرح کردند. در پاسخ به سؤالی درباره معدن دولومیت، علی‌اکبری

تأکید کرد که در این پروژه از روشی نوآورانه استفاده شده که اثرات زیست‌محیطی قابل توجهی ندارد.

علی‌اکبری همچنین درباره اختلاف ظرفیت اعلام شده در پروژه سرد ابر کوه توضیح داد: صورت‌های مالی منتشر شده مربوط به دوره ۹ ماهه بوده و ظرفیت فولادسازی این پروژه ۶۰۰ هزار تن و ظرفیت آهن اسفنجی آن ۱.۲ میلیون تن است. وی درباره وضعیت اکتشافات معدنی این شرکت نیز گفت: بسیاری از محدوده‌ها پس از بررسی‌های اولیه کنار گذاشته شده‌اند و ۱۴ محدوده فعلی حاصل فرآیند اکتشاف سیستماتیک هستند؛ محدوده‌هایی که برخی از آنها در آستانه دریافت گواهی کشف قرار دارند.

مدیرعامل شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات در پاسخ به سؤالی درباره زمان بهره‌برداری پروژه‌ها نیز گفت: برنامه‌ریزی شده است پروژه فولاد شرق خراسان تا پایان سال ۱۴۰۵ یا ابتدای سال ۱۴۰۶ به بهره‌برداری برسد او همچنین درباره عرضه شرکت «کارباختر» در بورس گفت: فرآیند پذیرش این شرکت در حال پیگیری است و احتمالاً تا پایان سال وارد بازار سرمایه خواهد شد.

●● تقسیم سود

در پایان مجمع، صورت‌های مالی سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۴ شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات به تصویب سهامداران رسید.

همچنین به دلیل طی فرآیند ثبت افزایش سرمایه و الزامات سازمان بورس، مجمع امسال وارد دستور تقسیم سود نقدی نشد و مقرر شد موضوع در مجمع فوق‌العاده آتی، مورد بررسی قرار گیرد. به همین دلیل، پاداشی نیز برای هیئت‌مدیره در نظر گرفته نشد.

در بخش دیگری از مصوبات، مبلغ ۳۰۰ میلیون تومان به عنوان بودجه مسئولیت اجتماعی شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات برای سال ۱۴۰۵ به تصویب رسید. در پایان نیز اعضای اصلی هیئت‌مدیره شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات از میان نمایندگان شرکت‌های سرمایه‌گذاری توسعه معادن و فلزات، معدنی و صنعتی گل گهر، صنعتی چادرملو، توسعه معدنی صابون و پویانرژی انتخاب شدند.

لیزینگ در ایران قربانی بوروکراسی مجوزدهی شده است

تنظیم‌گری نباید به مزیت رقابتی بازیگران غیررسمی تبدیل شود



در شرایطی که اقتصاد ایران با محدودیت دسترسی به اعتبار، کاهش قدرت خرید خانوارها، افزایش هزینه تأمین مالی و فشار مضاعف بر شبکه بانکی مواجه است، توسعه ابزارهای نوین تأمین مالی بیش از هر زمان دیگری اهمیت پیدا کرده است. در بسیاری از کشورهای صنعت لیزینگ یکی از ارکان اصلی بازار اعتبار محسوب می‌شود و نقش مؤثری در تأمین مالی خانوارها، بنگاه‌های اقتصادی، توسعه تولید و افزایش قدرت خرید ایفا می‌کند.

با این حال، صنعت لیزینگ در ایران همچنان فاصله معناداری با ظرفیت‌های بالقوه خود دارد. فعالان این صنعت معتقدند بخشی از این عقب‌ماندگی به محدودیت‌های ساختاری اقتصاد و بخش مهمی از آن به پیچیدگی‌های تنظیم‌گری، تعدد مراجع تصمیم‌گیر، فرآیندهای طولانی مجوزدهی و ابهام در جایگاه حقوقی این صنعت بازمی‌گردد.

مسعود حاجیلو، عضو کمیسیون تنظیم‌گری، حقوقی و مقررات انجمن ملی لیزینگ ایران، در گفت‌وگو با بورس امروز تأکید می‌کند که اقتصاد ایران بیش از کمبود منابع، با کمبود اعتبار مواجه است و لیزینگ می‌تواند یکی از مهم‌ترین ابزارهای جبران این خلأ باشد؛ مشروط بر آنکه از بروز مقررات متعارض و بوروکراسی فرسایشی عبور کند.

بورس امروز: جناب حاجیلو، در شرایط فعلی اقتصاد ایران، چرا توسعه صنعت لیزینگ اهمیت پیدا کرده است؟

مسعود حاجیلو: یکی از مهم‌ترین چالش‌های اقتصاد ایران، محدودیت دسترسی به اعتبار است. امروز بسیاری از خانوارها، بنگاه‌های کوچک و متوسط و حتی واحدهای تولیدی برای تأمین مالی با محدودیت مواجه‌اند. از سوی دیگر، شبکه بانکی نیز به دلیل محدودیت منابع، افزایش هزینه تأمین مالی و ناترازی‌های ساختاری، توان پاسخگویی کامل به نیازهای اقتصاد را ندارد. در چنین شرایطی، لیزینگ صرفاً ابزار فروش اقساطی نیست، بلکه بخشی از زیرساخت بازار اعتبار محسوب می‌شود. در بسیاری از کشورها، لیزینگ نقش مهمی در تأمین مالی تجهیزات تولیدی، ماشین‌آلات، ناوگان حمل‌ونقل، کالاهای سرمایه‌ای و توسعه فناوری ایفا می‌کند. همچنین در حوزه اعتبار مصرف‌کننده، افزایش قدرت خرید خانوارها، توسعه نظام‌های کالایرگ الکترونیکی و تأمین مالی هدفمند تقاضا نیز از ظرفیت‌های این صنعت است که هنوز به‌طور کامل فعال نشده است. اقتصاد ایران بیش از هر زمان به ابزارهای متنوع تأمین مالی نیاز دارد و لیزینگ می‌تواند یکی از مهم‌ترین بازوهای مکمل نظام مالی کشور باشد.

بورس امروز: با وجود چنین ظرفیتی، چرا صنعت لیزینگ هنوز نتوانسته جایگاه متناسب با نیازهای اقتصاد ایران پیدا کند؟

عضو کمیسیون تنظیم‌گری، حقوقی و مقررات انجمن ملی لیزینگ ایران: لیزینگ در نظام حقوقی ایران، بر اساس قانون تجارت، یک فعالیت تجاری است و ما موریت اصلی آن تأمین مالی مبتنی بر دارایی و تسهیل دسترسی فعالان اقتصادی به منابع مالی است. با این حال، فعالیت در این صنعت مستلزم اخذ مجوز از نهاد ناظر پولی است و از همین نقطه بخش مهمی از چالش‌ها آغاز می‌شود. اگرچه لیزینگ از منظر حقوقی یک بنگاه اقتصادی است، اما در عمل با فرآیندهای چندلایه مجوزدهی، استعلام‌های متعدد و الزامات نظارتی زمان‌بر مواجه است که سرعت و چابکی فعالیت اقتصادی را کاهش می‌دهد. از یک سو انتظار می‌رود این صنعت بخشی از بار تأمین مالی اقتصاد را بر دوش بکشد و مکمل شبکه بانکی باشد، اما از سوی دیگر با محدودیت‌هایی روبه‌روست که توسعه آن را دشوار می‌کند. در بسیاری از کشورهای پیشرفته، لیزینگ یکی از ارکان اکوسیستم تأمین مالی در کنار بانک‌ها و بازار سرمایه است، اما در ایران هنوز جایگاه مقرراتی و اقتصادی آن به‌طور شفاف تعریف نشده است.

یکی از مهم‌ترین چالش‌ها همین دوگانگی در نگاه به لیزینگ است؛ از یک طرف یک کسب‌وکار خصوصی تلقی می‌شود و از طرف دیگر با سطحی از الزامات نظارتی مواجه است که

مقرراتی، کاهش پیش‌بینی‌پذیری و بروز چالش‌های حقوقی منجر شود.

موضوع مهم دیگر، شفافیت معیارها و زمان رسیدگی است. فعال اقتصادی باید بداند بر اساس چه شاخص‌هایی ارزیابی می‌شود و در چه بازه زمانی نتیجه را دریافت خواهد کرد. تأخیرهای طولانی در تأیید صلاحیت، به‌ویژه در صنعتی رقابتی مانند لیزینگ، می‌تواند خود به مانعی برای توسعه تبدیل شود.

در مجموع، دستورالعمل جدید را می‌توان گامی در جهت ارتقای حاکمیت شرکتی و استانداردسازی صلاحیت‌های حرفه‌ای دانست، اما موفقیت آن به اجرای متوازن، شفاف و متناسب با اقتضائات صنعت بستگی دارد. تنظیم‌گری زمانی کارآمد است که هم اقتدار نهاد ناظر را حفظ کند و هم حقوق اشخاص، حقوق مالکانه سهامداران و الزامات توسعه کسب‌وکار را به رسمیت بشناسد. اقتدار تنظیم‌گر و حقوق فعالان اقتصادی نه متعارض، بلکه مکمل یکدیگرند.

بورس امروز: در پایان، انجمن ملی لیزینگ ایران و کمیسیون تنظیم‌گری، حقوقی و مقررات چه نقشی در حل چالش‌های موجود و بهبود فرآیند تنظیم‌گری می‌توانند ایفا کنند؟

مسعود حاجیلو: امروز امروزه تنظیم‌گری صرفاً به معنای صدور دستورالعمل و اعمال نظارت نیست، بلکه فرآیندی مشارکتی مبتنی بر گفت‌وگو و گوی‌نهادی و استفاده از ظرفیت‌های حرفه‌ای است. به همین دلیل، مفاهیمی مانند «تنظیم‌گری مشارکتی» و «تنظیم‌گری مبتنی بر تعامل با صنعت» در بسیاری از کشورهای جایگزین مدل‌های سنتی شده‌اند.

در همین چارچوب، انجمن ملی لیزینگ ایران می‌تواند به‌عنوان بازوی تخصصی و مشاورتی نهادهای تنظیم‌گر ایفای نقش کند. این انجمن به دلیل ارتباط مستمر با شرکت‌های لیزینگ، مدیران، حقوقدانان و کارشناسان مالی، شناخت دقیقی از چالش‌های اجرایی، آثار اقتصادی مقررات و موانع توسعه بازار دارد و می‌تواند این ظرفیت را در اختیار سیاست‌گذاران قرار دهد.

کمیسیون تنظیم‌گری، حقوقی و مقررات انجمن نیز با بررسی مستمر قوانین، دستورالعمل‌ها و رویه‌های اجرایی، در شناسایی چالش‌ها و ارائه راهکارهای اصلاحی نقش مهمی ایفا می‌کند. به اعتقاد من، یکی از ما موریت‌های اصلی این کمیسیون، کاهش تعارضات مقرراتی، ارتقای کیفیت مقررات، تسهیل فعالیت شرکت‌های دارای مجوز و ایجاد توازن میان الزامات نظارتی و اقتضائات کسب‌وکار است. فاصله میان متن مقررات و واقعیت‌های اجرایی بازار می‌تواند موجب افزایش هزینه‌های انطباق، کاهش کارایی و ایجاد آثار ناخواسته شود و کمیسیون دقیقاً در همین نقطه می‌تواند نقش پل ارتباطی میان صنعت و نهادهای تصمیم‌گیر را ایفا کند.

همچنین با توجه به تحولات اخیر در حوزه مجوزها، حاکمیت شرکتی، ارزیابی مدیران، مبارزه با پولشویی، گزارش‌گری و سایر الزامات، وجود یک نهاد تخصصی برای رصد و تحلیل مستمر آثار این تغییرات ضروری است. کمیسیون تنظیم‌گری تلاش کرده از طریق ارائه گزارش‌های کارشناسی، برگزاری نشست‌های تخصصی، تعامل با نهادهای تنظیم‌گر و دریافت بازخورد فعالان صنعت، به ارتقای کیفیت محیط مقرراتی کمک کند.

واقعیت این است که مقررات زمانی موفق خواهند بود که علاوه بر تحقق اهداف نظارتی، قابلیت اجرا نیز داشته باشند. موفقیت هر مقرره در میزان پذیرش، امکان اجرا و آثار اقتصادی آن سنجیده می‌شود. هر چه تعامل میان نهادهای تنظیم‌گر و تشکل‌های حرفه‌ای عمیق‌تر و نظام‌مندتر باشد، کیفیت تصمیمات افزایش یافته و هزینه‌های تنظیم‌گری کاهش خواهد یافت.

انجمن ملی لیزینگ ایران آمادگی دارد از طریق ارائه پیشنهادهای کارشناسی، مطالعات تطبیقی، ارزیابی آثار مقررات، شناسایی گلوگاه‌های اجرایی و انتقال تجربیات فعالان بازار، به‌عنوان شریک حرفه‌ای در کنار نهادهای تنظیم‌گر قرار گیرد. هدف مشترک همه ما باید شکل‌گیری صنعتی شفاف، رقابت‌پذیر، کارآمد و در خدمت توسعه اقتصاد ملی باشد.

مؤثر» و «تنظیم‌دگی» تفاوت وجود دارد. اگر هزینه فعالیت رسمی بیش از حد افزایش یابد، بخشی از بازار به سمت فعالیت‌های غیررسمی یا کم‌نظارت حرکت می‌کند. امروز در برخی بخش‌های بازار اعتبار، بازیگرانی حضور دارند که بدون تحمل الزامات نظارتی و هزینه‌های انطباق شرکت‌های دارای مجوز، همان خدمات را ارائه می‌کنند. این وضعیت مصداق آربیتراژ مقرراتی است؛ یعنی گروهی هزینه رعایت مقررات را می‌پردازند و گروهی دیگر بدون تحمل همان هزینه‌ها در همان بازار فعالیت می‌کنند. تنظیم‌گری زمانی موفق است که برای همه فعالان، زمین بازی برابر ایجاد کند و فعالیت رسمی را پرهزینه‌تر از فعالیت غیررسمی نسازد.

بورس امروز: قانون تسهیل صدور مجوزهای کسب‌وکار تا چه اندازه توانسته به حل این چالش‌ها کمک کند؟

عضو کمیسیون تنظیم‌گری، حقوقی و مقررات انجمن ملی لیزینگ ایران: فلسفه قانون تسهیل صدور مجوزهای کسب‌وکار کاملاً صحیح و در راستای بهبود محیط سرمایه‌گذاری است، اما تصویب قانون به‌تنهایی کافی نیست. آنچه اهمیت دارد، هماهنگی میان سیاست‌های تسهیل کسب‌وکار و الزامات تنظیم‌گری است. اگر این دو رویکرد همسو نباشند، فعال اقتصادی همچنان با پیچیدگی‌های اجرایی و هزینه‌های مقرراتی روبه‌رو خواهد بود. اقتصاد ایران به تسهیل هوشمند نیاز دارد؛ رویکردی که ضمن حفظ سلامت بازار، مسیر ورود سرمایه و توسعه فعالیت‌های اقتصادی را از موانع غیرضروری پاک کند.

بورس امروز: دستورالعمل جدید ارزش‌بایی و تأیید صلاحیت مدیران شرکت‌های لیزینگ را چگونه ارزش‌بایی می‌کنید؟

مسعود حاجیلو: اصل ارزش‌بایی و تأیید صلاحیت مدیران، ضرورتی حرفه‌ای و اجتناب‌ناپذیر در هر نظام مالی است. ارتقای حاکمیت شرکتی، صیانت از حقوق ذی‌نفعان، افزایش شفافیت و اطمینان از صلاحیت حرفه‌ای مدیران، اهدافی هستند که هیچ فعال مسئولیت‌پذیری با آنها مخالفت ندارد. با این حال، اهمیت اصلی در نحوه طراحی و اجرای این دستورالعمل‌هاست. مدیریت در صنعت لیزینگ صرفاً به دانش مالی یا بانکی محدود نمی‌شود. مدیران این صنعت باید علاوه بر شناخت مسائل مالی، در حوزه‌هایی مانند اعتبارسنجی مشتریان، مدیریت ریسک، حقوق قراردادهای، وصول مطالبات و ارزش‌گذاری دارایی‌ها نیز تجربه کافی داشته باشند. به همین دلیل، در بسیاری از نظام‌های حقوقی، معیارهای FIT & PROPER متناسب با ویژگی‌های هر صنعت طراحی می‌شوند، نه صرفاً بر اساس شاخص‌های عمومی مدیریتی.

از منظر حقوقی نیز باید میان حقوق مالکانه سهامداران، الزامات حاکمیت شرکتی و اختیارات نهاد ناظر تعادل برقرار شود. هرچه این تعادل دقیق‌تر باشد، هم‌اثر بخشی نظارت افزایش می‌یابد و هم پذیرش مقررات بیشتر خواهد شد. در مقابل، برهم خوردن این توازن می‌تواند به افزایش هزینه‌های

همواره متناسب با ماهیت آن نیست. در نتیجه، بخش قابل توجهی از ظرفیت مدیریتی و عملیاتی شرکت‌های لیزینگ، به جای توسعه بازار و طراحی محصولات جدید، صرف انطباق با فرآیندهای پیچیده مقرراتی می‌شود. اقتصاد ایران بیش از هر زمان به ابزارهای متنوع تأمین مالی نیاز دارد و انتظار می‌رود سیاست‌گذاری در این حوزه به سمت کاهش اصطکاک‌های غیرضروری، تسهیل فعالیت بازیگران رسمی و ایجاد محیطی پیش‌بینی‌پذیر حرکت کند؛ زیرا توسعه لیزینگ صرفاً یک مطالبه صنفی نیست، بلکه بخشی از راه‌حل افزایش ظرفیت تأمین مالی اقتصادی است.

بورس امروز: برخی فعالان صنعت معتقدند بزرگ‌ترین مانع توسعه لیزینگ، بوروکراسی مجوزدهی است. آیا این انتقاد را وارد می‌دانید؟

مسعود حاجیلو: اصل نظارت و بررسی صلاحیت‌ها کاملاً ضروری است و هیچ فعال حرفه‌ای با نظارت مؤثر مخالفتی ندارد. مسئله اصلی، طولانی شدن فرآیندها و تعدد مراحل تصمیم‌گیری است. در اقتصاد امروز، زمان بخشی از سرمایه است و هر چه فرآیندهای صدور مجوز، تأیید فعالیت و استعلام‌ها طولانی‌تر شود، هزینه فرصت سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. سرمایه‌گذار منتظر تکمیل فرآیندهای موازی نمی‌ماند و اگر فاصله میان درخواست تا دریافت مجوز بیش از حد طولانی شود، ممکن است فرصت اقتصادی از بین برود؛ موضوعی که نه به نفع سرمایه‌گذار است و نه اقتصاد ملی.

بورس امروز: آیا در حوزه تنظیم‌گری با موازی‌کاری نهادی نیز مواجه هستیم؟

عضو کمیسیون تنظیم‌گری، حقوقی و مقررات انجمن ملی لیزینگ ایران: متأسفانه یکی از چالش‌های جدی فضای کسب‌وکار، تعدد مراجع مطالبه‌گر اطلاعات و نبود نظام یکپارچه تبادل داده است. در بسیاری از موارد، اطلاعاتی که یک‌بار در اختیار حاکمیت قرار گرفته، دوباره توسط نهادهای مختلف مطالبه می‌شود. این هم‌پوشانی اطلاعاتی باعث می‌شود فرآیندهایی که می‌توانند طی چند هفته انجام شوند، به چند ماه یا بیشتر برسند. در نتیجه، زمان تنظیم‌گری از زمان اقتصاد عقب می‌افتد و فرصت‌های اقتصادی از دست می‌رود. در حکمرانی نوین، اصل «ONLY ONCE» یا «دریافت یک‌بار» اطلاعات پذیرفته شده است؛ یعنی هیچ بنگاهی نباید برای اطلاعاتی که قبلاً در سامانه‌های رسمی ثبت کرده، دوباره درگیر فرآیندهای تکراری شود. ایجاد بانک اطلاعاتی یکپارچه میان نهادهای تنظیم‌گر و دستگاه‌های ذی‌ربط می‌تواند ضمن تسریع مجوزدهی، کیفیت نظارت را نیز افزایش دهد.

بورس امروز: برخی کارشناسان معتقدند سختگیری‌های مقرراتی باعث رشد بازیگران غیررسمی شده است. آیا این موضوع را قبول دارید؟

مسعود حاجیلو: این موضوع یکی از نگرانی‌های جدی فعالان رسمی بازار است. در همه دنیا میان «تنظیم‌گری



سید