



نقد اقتصاد عادلانه

۴

بازار سهام در ترازوی
ارزش گذاری

۱۰

چیدمان هوشمند
پرتفوی

۱۱

سرمایه گذاری در عصر تورم
و نااطمینانی

پرتفوی ومهان دلاری شد

با اجرایی شدن استاندارد ۱۵ حسابداری از سال آینده؛ سود ومهان تغییر چهره می دهد



شرکت توسعه مالی مهرآیندگان
MEHR AYANDEGAN
Financial Development Group Co.

که در مدل تحلیلی ما مورد توجه قرار می گیرند. مومن زاده ادامه داد: در شرایط افزایش نااطمینانی، سرمایه گذاران به سمت دارایی های امن تر حرکت می کنند. طلا و صندوق های طلا ابزارهای مناسبی برای پوشش ریسک هستند، اما ورود نقدینگی به این بخش ها به معنای کاهش منابع در بازار سهام است.

مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان با اشاره به افزایش نوسانات در بازارهای مالی اظهار کرد: تغییرات شدید در بازدهی دارایی ها نشان می دهد پیش بینی بازار دشوار تر شده است. در چنین شرایطی، صرفاً انتخاب یک دارایی مناسب نمی تواند تضمین کننده بازدهی باشد و مدیریت ریسک اهمیت بیشتری پیدا می کند. در این میان ارتباط میان ریسک و بازده در فضای پرنوسان بازار به سادگی گذشته نیست.

مومن زاده با اشاره به عملکرد بازار سرمایه در سال گذشته گفت: بازار سهام حدود ۳۷ درصد بازدهی داشت، در حالی که تورم حدود ۷۲ درصد بود؛ بنابراین بازار سرمایه در مقایسه با تورم، حدود ۳۵ واحد درصد عقب تر قرار گرفت. همچنین اگر بازدهی بازار در دوره های بلندمدت با اثر تورم تعدیل شود، همچنان شاهد بازدهی حقیقی منفی هستیم. در این میان کاهش ارزش معاملات یکی دیگر از نشانه های مهم تغییر رفتار سرمایه گذاران است.

مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان با اشاره به تمرکز ارزش بازار در تعداد محدودی از شرکت ها گفت: بخش قابل توجهی از بازدهی بازار به تعداد محدودی از صنایع و شرکت های بزرگ اختصاص یافته است. حدود ۸۲ درصد از بازدهی بازار در اختیار پنج صنعت بوده و ۱۰ شرکت بزرگ نیز حدود ۴۲ درصد ارزش کل بازار را در اختیار دارند. این میزان تمرکز باعث می شود حتی انتخاب یک سهم مناسب نیز برای کسب بازدهی مطلوب دشوار باشد، چرا که بخش بزرگی از حرکت بازار تحت تأثیر شرکت های بزرگ و شاخص ساز قرار دارد.

مومن زاده با اشاره به خروج منابع از بازار سرمایه اظهار کرد: سال گذشته حدود ۴۴ هزار میلیارد تومان سرمایه از بورس خارج شد و از سال ۱۳۹۹ تاکنون نیز مجموع خروج سرمایه به حدود ۳۰۰ هزار میلیارد تومان رسیده است. بخشی از منابعی که دوباره وارد بازارهای مالی می شود نیز به سمت صندوق های درآمد ثابت یا ابزارهای کم ریسک تر حرکت می کند. در شرایط فعلی، شرکت های ارزشمند بازار با تخفیف های قابل توجه معامله می شوند و بازگشت سرمایه گذاران به بازار نیازمند افزایش اعتماد، کاهش نااطمینانی و بهبود شرایط سیاست گذاری است.

مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان با تشریح راهبردهای سرمایه گذاری این مجموعه اظهار کرد: تلاش ما این بوده که در کنار تنوع بخشی به پرتفوی سرمایه گذاری، بخشی از دارایی ها را به پروژه ها و کسب و کارهایی اختصاص دهیم که علاوه بر خلق ارزش بلندمدت، امکان ایجاد سود پایدار و تقسیم سود مناسب برای سهامداران را داشته باشند. وی افزود: در حال حاضر چهار شرکت زیرمجموعه

محمد مهدی مومن زاده، مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان (ومهان)، در مجمع عمومی عادی سالانه این شرکت با تأکید بر اهمیت نقش مجامع شرکت ها در نظام حاکمیت شرکتی اظهار کرد: مجمع عمومی، به عنوان ویتترین حاکمیت شرکتی یک مجموعه مدیران در برابر سهامداران پاسخگو هستند و عملکرد دوره مالی گذشته مورد بررسی قرار می گیرد.

وی با تأکید بر تقویت ارتباط میان شرکت و سهامداران در سال های اخیر، به برگزاری دو کنفرانس ویژه سهامداران و ناشران تا پیش از برگزاری مجمع از مجمع سال گذشته تاکنون اشاره کرد.

مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان از تغییر ساختار برگزاری مجمع این شرکت از سال آینده و تبدیل آن به یک آیین سرمایه گذاری سالانه خبر داد تا زمان بیشتری برای ارائه گزارش عملکرد، بررسی کسب و کارهای زیرمجموعه و تعامل با سهامداران و فعالان بازار سرمایه اختصاص یابد.

مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان با تشریح چارچوب تصمیم گیری این مجموعه در مواجهه با متغیرهای اقتصادی گفت: تصمیم های اقتصادی در خلا گرفته نمی شوند و مجموعه ای از عوامل پولی، مالی و بخش واقعی اقتصاد بر آن ها اثرگذار هستند.

مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان با اشاره به وضعیت رشد اقتصادی کشور اظهار کرد: طی ۱۷ فصل گذشته، رشد اقتصادی کشور مثبت بوده اما این رشد قابل توجه نبوده است. لذا برای تصمیم گیری، علاوه بر شاخص های کلان، از شاخص هایی مانند شاخص مدیران خرید (شامخ) نیز استفاده می کنیم که ارتباط نزدیکی با روند رشد اقتصادی دارد.

وی با اشاره به وضعیت تقاضا در اقتصاد گفت: بررسی برخی شاخص های واقعی مانند تراکنش های ثبت شده در سامانه شاپرک نشان می دهد که در مقاطعی تقاضای مصرفی و اقتصادی کاهش قابل توجهی داشته است. این موضوع نشان می دهد بخش هایی از جامعه بیشتر برای تأمین نیازهای روزمره فعالیت می کنند و فضای سرمایه گذاری و توسعه اقتصادی با محدودیت مواجه است.

مومن زاده همچنین تورم را یکی دیگر از متغیرهای مهم اثرگذار بر تصمیم گیری اقتصادی دانست و افزود: افزایش تورم، به ویژه در بخش کالاهای بادوام و تجهیزات، پیام های مهمی برای بازار سرمایه و شرکت ها دارد. این شرایط می تواند بر موضوعاتی مانند تجدید ارزیابی دارایی ها نیز اثرگذار باشد. وی با اشاره به نقش سیاست های پولی در بازار سرمایه گفت: تجربه سال ۱۳۹۹ نشان داد رشد بازار سرمایه تنها ناشی از عملکرد شرکت ها نبود، بلکه تغییرات سیاست پولی و کاهش نرخ های بانکی نیز نقش مهمی در ورود منابع به بازار داشت. در سال گذشته، سیاست انقباضی بانک مرکزی باعث کاهش رشد برخی شاخص های پولی شد، اما در مقابل، هزینه تأمین مالی افزایش یافت و فشار بیشتری به شرکت ها وارد شد.

مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان ادامه داد: محدودیت های ناشی از سیاست های تنظیم ترازنامه بانک ها باعث شده برخی شرکت ها برای تأمین مالی با تمديد تسهیلات با دشواری بیشتری مواجه شوند. در صورتی که این روند مدیریت نشود، می تواند ریسک نقدینگی و دشواری در انجام تعهدات را برای برخی بنگاه ها افزایش دهد.

مومن زاده با بیان اینکه تصمیم های سرمایه گذاری باید بر مبنای شناخت دقیق از متغیرهای اقتصادی، وضعیت نقدینگی شرکت ها و شرایط واقعی اقتصاد اتخاذ شود، افزود: با شناخت دقیق متغیرها می توان در فضای پرچالش کنونی، مسیر مناسبی برای توسعه و حفظ ارزش سرمایه سهامداران ایجاد کرد. البته باید توجه داشته باشیم که در زمان تصمیم گیری، همه شواهد به صورت کامل در اختیار فعالان اقتصادی نیست، اما با استفاده از داده های موجود می توان روندهای آینده را برآورد کرد.

مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان افزود: زمانی که نرخ های بدون ریسک به سطوح بالا می رسد، سرمایه گذار برای ورود به بازار سهام باید بازدهی بالاتری را انتظار داشته باشد؛ مقایسه میان بازده بدون ریسک و بازده مورد انتظار سهام، تصمیم سرمایه گذاران را تحت تأثیر قرار می دهد.

وی با اشاره به دیگر متغیرهای اثرگذار بر تصمیمات سرمایه گذاری اظهار کرد: تغییرات نرخ ارز، رشد اقتصادی، افزایش نقدینگی و تحولات بازارهای جهانی از جمله عواملی هستند

به فروش دارایی ها در شرایط نامناسب بازار نشود. همچنین انتخاب های درست سرمایه گذاری موجب شده سودآوری مجموعه در مقایسه با میانگین بازار عملکرد مناسبی داشته باشد و فاصله ارزش روز دارایی ها با بهای تمام شده نیز افزایش یابد.

مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان با اشاره به عملکرد مالی و گزارشگری شرکت گفت: تلاش کرده ایم یکی از سریع ترین مجموعه ها در افشای اطلاعات مالی بازار سرمایه باشیم و حتی در شرایط دشوار، فرآیندهای گزارشگری را با رعایت استانداردهای لازم انجام دهیم. در شرایطی مانند دوران جنگ و محدودیت های کاری نیز تلاش کردیم تعهدات خود در قبال سهامداران و بازار سرمایه را حفظ کنیم. مدیرعامل شرکت سرمایه گذاری مهرآیندگان به بازدهی بالای پرتفوی ومهان از میانگین بازار سرمایه اشاره کرد که در شرایطی که متوسط بازدهی بازار حدود ۸ تا ۹ درصد بوده، بازدهی پرتفوی شرکت به ۱۰ تا ۱۳ درصد رسیده است.

وی افزود: انتخاب صحیح سبد سرمایه گذاری ها موجب شده سالانه بین حدود ۵۰۰ میلیارد تا نزدیک ۲ هزار میلیارد تومان ارزش افزوده نسبت به متوسط عملکرد بازار برای شرکت ایجاد شود.

مومن زاده با اشاره به روند صعودی ارزش روز دارایی های شرکت، گفت: با وجود افزایش بهای تمام شده سرمایه گذاری ها و تقسیم سود بیشتر، فاصله میان ارزش روز پرتفوی و بهای تمام شده آن همچنان افزایش یافته که نشان دهنده رشد ارزش دارایی های شرکت است.

وی درباره اجرای استاندارد حسابداری شماره ۱۵ نیز اظهار کرد: اجرای این استاندارد از سال آینده نحوه شناسایی سود در شرکت های سرمایه گذاری را تغییر می دهد و بر نحوه ارائه صورت های مالی این شرکت ها اثرگذار خواهد بود، اما این تغییر تأثیری بر منافع و ارزش اقتصادی سهامداران نخواهد داشت. مهرآیندگان در حوزه های مختلف مدیریتی و منابع انسانی نیز موفق به کسب جایگاه های قابل توجهی شده و تلاش می کنیم استانداردهای حرفه ای خود را ارتقا دهیم.

وی ادامه داد: هدف ومهان همچنان قرار گرفتن در جمع شرکت های پیشرو از نظر بازدهی است و این مجموعه با تکیه بر مدیریت حرفه ای پرتفوی، کنترل ریسک و توسعه سرمایه گذاری های ارزش آفرین، این مسیر را دنبال خواهد کرد.

مومن زاده با اشاره به توان کارشناسی شرکت گفت: رتبه این نهاد در اجماع تحلیلگران بازار سرمایه از جایگاه ۱۰ به رتبه ۲ ارتقا یافته است. از میان ۲۰ تحلیلگر برتر بازار سرمایه، پنج نفر از اعضای تیم تحلیل ومهان هستند و این تیم طی چهار سال گذشته حدود ۱۵ متغیر کلیدی اقتصاد و بازار سرمایه را با موفقیت پیش بینی کرده است.

وی همچنین با اشاره به عملکرد شرکت تأمین سرمایه سپهر افزود: اگرچه این شرکت هنوز در بورس پذیرش نشده، اما عملکرد آن از بسیاری از شرکت های بورسی بهتر بوده و در حال حاضر بین ۶۰ تا ۷۰ هزار میلیارد تومان دارایی تحت مدیریت (AUM) با کیفیت در اختیار دارد.

وی با تأکید بر اینکه رشد تدریجی و مستمر همواره یکی از اصول مدیریتی مهرآیندگان بوده است، گفت: فلسفه حاکم بر مدیریت «ومهان» بر پایه «استمرار» بنا شده و معتقدیم رشد پایدار، مهم ترین عامل دستیابی به اهداف بلندمدت شرکت است.

وی ادامه داد: با توجه به شرایط اقتصاد کلان، در حال حرکت به سمت دلاری کردن پرتفوی سرمایه گذاری شرکت هستیم، چرا که دارایی های دلاری در شرایط کنونی از امنیت بیشتری برخوردارند. همچنین بازدهی مهرآیندگان از شاخص کل بورس و متوسط صنعت سرمایه گذاری نیز بالاتر بوده است.

مومن زاده از سرمایه گذاری در شرکت پتروشیمی تابان فردا خبر داد و گفت: پنج درصد از سهام این شرکت را خریداری کرده ایم. این سرمایه گذاری به تکمیل زنجیره ارزش گروه کمک خواهد کرد و پیش بینی می کنیم عرضه اولیه سهام پتروشیمی تابان فردا ظرف سه هفته تا یک ماه آینده انجام شود. وی در پایان اعلام کرد: واریز سود سهامداران به شرط عدم بروز اختلال در شبکه بانکی از ساعت ۱۲ ظهر فردای مجمع آغاز خواهد شد. همچنین در پایان مجمع، صورت های مالی به تصویب رسید و به ازای هر سهم ۸۵۰ ریال سود تقسیم شد.

۱۰۰ درصدی داریم و یکی از مهم ترین مزیت های مجموعه، داشتن شرکت صرافی ۱۰۰ درصد متعلق به خودمان با شخصیت سهامی خاص است. در واقع مهرآیندگان تنها نهاد مالی کشور است که چنین ساختاری را در اختیار دارد و این موضوع می تواند در توسعه زنجیره خدمات مالی گروه نقش مهمی ایفا کند.

مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان با اشاره به توسعه فعالیت های مالی این مجموعه گفت: صنعت صرافی و سایر بخش های زنجیره مالی از جمله حوزه هایی است که در چشم انداز آینده گروه مورد توجه قرار دارد و برنامه داریم جایگاه خود را در این بخش ها ارتقا دهیم. تلاش کرده ایم به سمت هلدینگ هایی حرکت کنیم که علاوه بر رشد ارزش دارایی ها، جریان سود مناسبی برای سهامداران ایجاد کنند.

وی افزود: در سال آینده بررسی های بیشتری در حوزه های مختلف از جمله پتروشیمی و صنایع شیمیایی انجام خواهد شد تا فرصت های جدید سرمایه گذاری متناسب با شرایط اقتصاد کشور شناسایی شود.

مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان با اشاره به عملکرد این شرکت در بازار سرمایه گفت: یکی از اهداف ما حرکت به سمت رشد پایدار و استمرار عملکرد بوده است. تلاش کرده ایم به جای رشدهای مقطعی، مسیر باثباتی را دنبال کنیم. هدف ما این است که در میان شرکت های معدود بازار سرمایه قرار بگیریم که بتوانند به صورت مستمر بازدهی مطلوبی برای سهامداران ایجاد کنند. در همین مسیر، بررسی ها نشان می دهد سهم مهرآیندگان نسبت به بازار، ریسک پایین تر و بازدهی بالاتری داشته است.

مومن زاده ادامه داد: در دوره های مختلف، عملکرد سهم شرکت نشان داده که رشد آن صرفاً ناشی از شرایط مقطعی بازار نبوده، بلکه مبتنی بر عملکرد واقعی و تصمیمات سرمایه گذاری بلندمدت بوده است.

وی با اشاره به تغییر ترکیب سهامداران گفت: در یک سال گذشته بخشی از سهامداران کوتاه مدت از سهم خارج شدند و سهامداران بلندمدت تر در کنار شرکت باقی ماندند. این موضوع باعث شده مسئولیت ما در قبال سهامداران حرفه ای و سرمایه گذاران بلندمدت افزایش یابد. همچنین سود شرکت نسبت به سال های گذشته رشد داشته و این سود حاصل فعالیت های پایدار و توسعه کسب و کارهاست، نه صرفاً درآمدهای کوتاه مدت.

مدیرعامل گروه توسعه مالی مهرآیندگان افزود: برنامه افزایش سرمایه شرکت نیز در دست بررسی است تا با توسعه سرمایه گذاری ها، ظرفیت های جدیدی ایجاد شود و جریان نقدینگی در مجموعه تقویت شود.

مومن زاده به عملکرد سهام ومهان اشاره کرد که ریسک سهم حدود ۲۲ درصد کمتر و بازدهی آن حدود ۱۵ درصد بیشتر از معیارهای مقایسه بوده است.

مومن زاده با تأکید بر اهمیت مدیریت نقدینگی گفت: یکی از اصول مهم ما این است که شرکت همواره جریان نقدی مناسبی داشته باشد تا برای تأمین نیازهای مالی خود مجبور

پایان بنگاه داری؛ آغاز ارزش آفرینی

از مدیریت دارایی به خلق ارزش پایدار؛ نقشه راه جدید «ونیکی»

فناوری، مزیت‌هایی هستند که در صورت مدیریت صحیح می‌توانند به موتور محرک رشد اقتصادی تبدیل شوند.

با این حال، سرمایه‌گذاری حرفه‌ای به معنای خوش‌بینی یا بدبینی نیست؛ بلکه به معنای تحلیل واقع‌بینانه فرصت‌ها و ریسک‌هاست. مدیریت سرمایه باید بر پایه داده، تحلیل و آینده‌پژوهی انجام شود، نه بر اساس هیجانات مقطعی.

راهبرد ما بر سه محور استوار خواهد بود. نخست، تمرکز بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که دارای مزیت رقابتی پایدار، سودآوری مستمر و ظرفیت توسعه هستند. دوم، تنوع‌بخشی هوشمندانه به پرتفوی به‌منظور کاهش ریسک و افزایش پایداری بازده. سوم، توجه ویژه به صنایع آینده‌محور؛ صنایعی که بتوانند در افق بلندمدت ارزش افزوده بیشتری برای سهامداران ایجاد کنند.

در عین حال، معتقدم شرکت‌های سرمایه‌گذاری بزرگ باید از نگاه صرفاً مالی فاصله بگیرند و در توسعه اقتصاد ملی نیز نقش‌آفرین باشند. هر سرمایه‌گذاری که منجر به افزایش بهره‌وری، اشتغال، توسعه فناوری یا تقویت زنجیره ارزش شود، علاوه بر بازده اقتصادی، آثار مثبت ملی نیز خواهد داشت.

هدف ما تنها مدیریت دارایی نیست؛ هدف، خلق ارزش پایدار برای سهامداران و ایفای نقش مؤثر در توسعه اقتصاد کشور است.

❖ بورس امروز: آقای دکتر، اگر بخواهید در پایان این گفت‌وگو تنها یک پیام به سهامداران، فعالان بازار سرمایه و مدیران شرکت‌های زیرمجموعه بدهید، آن پیام چیست؟

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران: نخستین پیام من به سهامداران این است که سرمایه‌آنان ارزشمندترین دارایی شرکت است. اعتماد سهامداران سرمایه‌ای نیست که بتوان آن را با تبلیغات به دست آورد یا با شعار حفظ کرد؛ این اعتماد تنها از مسیر عملکرد حرفه‌ای، شفافیت، پاسخگویی و نتایج قابل اندازه‌گیری تقویت می‌شود.

به فعالان بازار سرمایه نیز عرض می‌کنم که آینده بورس ایران در گرو تقویت فرهنگ تحلیل، سرمایه‌گذاری بلندمدت و تصمیم‌گیری مبتنی بر اطلاعات معتبر است. هرچه فاصله بازار از رفتارهای هیجانی بیشتر شود، زمینه برای رشد پایدار و تأمین مالی مؤثر اقتصاد نیز فراهم‌تر خواهد شد.

خطاب به مدیران شرکت‌های زیرمجموعه نیز تأکید می‌کنم وارد دورانی شده‌ایم که متغیرهای اقتصادی و فضای رقابتی بطور دائم در حال تغییرند. امروز مدیر موفق کسی است که علاوه بر آمادگی مواجهه با فضای رقابتی و چالش‌های مربوط به تغییر مداوم متغیرهای اقتصادی به سودآوری پایدار، نوآوری، بهره‌وری، شفافیت، مسئولیت‌پذیری و توسعه سرمایه‌انسانی را نیز در اولویت قرار دهد. باید به‌گونه‌ای مدیریت کنیم که هر شرکت زیرمجموعه، نه‌تنها در صورت‌های مالی، بلکه در شاخص‌های بهره‌وری، کیفیت، فناوری و رضایت ذی‌نفعان نیز در جایگاه برتر قرار گیرد.

چشم‌انداز ما، ساختن مجموعه‌ای است که الگویی برای حکمرانی شرکتی، مدیریت حرفه‌ای و ارزش‌آفرینی در بازار سرمایه باشد. باور دارم که آینده از آن شرکت‌هایی است که شجاعت تحول، انضباط مدیریتی و نگاه بلندمدت را با هم تلفیق کنند.

در پایان تأکید می‌کنم که موفقیت شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران، موفقیت یک مجموعه محدود نیست؛ بلکه موفقیتی برای سهامداران، بازار سرمایه و اقتصاد کشور خواهد بود. ما خود را متعهد می‌دانیم که با تکیه بر دانش، شفافیت، مدیریت علمی و همکاری همه‌ارکان شرکت، این مسیر را با قدرت ادامه دهیم و در جهت افزایش ارزش‌دارایی‌های سهامداران، توسعه سرمایه‌گذاری‌های مولد و ارتقای جایگاه بازار سرمایه ایران گام‌های مؤثر و ماندگاری برداریم.



سمت تحلیل‌محوری حرکت خواهد کرد. ما این تحول را نه یک انتخاب، بلکه ضرورتی برای آینده بازار سرمایه ایران می‌دانیم.

❖ بورس امروز: یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های سهامداران، شفافیت و پاسخگویی مدیران است. برنامه شما برای ارتقای حکمرانی شرکتی چیست؟

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران: حکمرانی شرکتی دیگر یک مفهوم تشریفاتی نیست؛ بلکه به یکی از مهم‌ترین شاخص‌های ارزش‌آفرینی شرکت‌ها تبدیل شده است. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای امروز تنها به سود هر سهم نگاه نمی‌کنند؛ بلکه کیفیت مدیریت، نظام کنترل داخلی، شفافیت اطلاعات، مدیریت ریسک و پاسخگویی مدیران را نیز ارزیابی می‌کنند.

از نگاه ما، شفافیت یک هزینه نیست؛ بلکه سرمایه‌ای ارزشمند برای شرکت است. هرچه اطلاعات دقیق‌تر، سریع‌تر و منظم‌تر منتشر شود، اعتماد سرمایه‌گذاران افزایش خواهد یافت و هزینه تأمین مالی شرکت نیز کاهش پیدا می‌کند.

در حوزه حکمرانی شرکتی، چند محور اساسی را باید دنبال کرد؛ از جمله تقویت نظام مدیریت ریسک، توسعه کنترل‌های داخلی، ارتقای کیفیت گزارشگری مالی، استفاده از فناوری‌های نوین در فرآیندهای مدیریتی و افزایش تعامل با سهامداران.

همچنین معتقدم مدیران باید خود را در برابر سهامداران پاسخگو بدانند. سهامداران صاحبان اصلی شرکت هستند و مدیران امانت‌دار سرمایه آنان محسوب می‌شوند. هر تصمیم مدیریتی باید بتواند از منظر اقتصادی، مالی و اخلاق حرفه‌ای قابل دفاع باشد.

در نهایت، موفقیت یک شرکت تنها با سودآوری سنجیده نمی‌شود؛ بلکه کیفیت حکمرانی، میزان اعتماد بازار، شفافیت و پایداری عملکرد نیز از مهم‌ترین شاخص‌های موفقیت به شمار می‌روند.

❖ بورس امروز: برخی معتقدند اقتصاد ایران در آستانه یک دوره جدید از فرصت‌های سرمایه‌گذاری قرار گرفته و برخی دیگر همچنان نسبت به آینده محتاط هستند. ارزیابی شما چیست و شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران چه راهبردی را دنبال خواهد کرد؟

دکتر فرهاد حنیفی: اقتصاد ایران، علی‌رغم تمامی محدودیت‌ها و چالش‌های موجود، همچنان از ظرفیت‌های کم‌نظیری برخوردار است. منابع انسانی متخصص، بازار داخلی گسترده، موقعیت ژئوپلیتیکی ممتاز، تنوع صنایع و ظرفیت‌های معدنی، انرژی و

دوران بنگاه‌داری بدون چالش به پایان رسیده است؛ سرمایه‌گذاری ملی ایران باید پیش‌ران خلق ارزش در فضای رقابتی و مواجهه و مدیریت چالش‌های محیط اقتصادی فرارو باشد. در مقطعی که بازار سرمایه ایران بیش از هر زمان دیگری به تصمیمات راهبردی، مدیریت حرفه‌ای دارایی‌ها و بازسازی اعتماد سهامداران نیاز دارد، دکتر فرهاد حنیفی، مدیرعامل و عضو هیئت‌مدیره شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران، در مصاحبه با «بورس امروز» به مهم‌ترین چالش‌های پیش‌روی بازار سرمایه، برنامه‌های تحول در مدیریت پرتفوی، الزامات حکمرانی شرکتی، چشم‌انداز سرمایه‌گذاری‌های آینده و نقش شرکت‌های سرمایه‌گذاری در توسعه اقتصاد کشور می‌پردازد. وی در این گفت‌وگو تأکید می‌کند که «دوران بنگاه‌داری بدون چالش به پایان رسیده و ارزش‌آفرینی پایدار مستلزم توجه به محیط پرچالش اقتصادی و توجه به فضای رقابتی موجود همراه با شفافیت و مدیریت علمی در عرصه‌های مختلف در افق پیش‌رو خواهد بود.»

❖ بورس امروز: در ماه‌های اخیر، بسیاری معتقدند شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورسی باید از مدل سنتی مدیریت دارایی فاصله بگیرند. برخی نیز می‌گویند سرمایه‌گذاری ملی ایران نیازمند یک تحول اساسی در رویکرد مدیریتی است. پاسخ شما به این انتقاده‌ا چیست؟

فرهاد حنیفی: واقعیت این است که اقتصاد امروز، اقتصاد تصمیم‌های بزرگ، تحلیل‌های دقیق و خلق ارزش پایدار است. اگر هنوز تصور کنیم یک شرکت سرمایه‌گذاری صرفاً باید پرتفوی خود را نگهداری کند و منتظر افزایش قیمت سهام بماند، از تحولات اقتصاد داخلی و جهانی فاصله گرفته‌ایم. اعتقاد من این است که شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران باید از یک «سهامدار منفعل» به یک «سرمایه‌گذار ارزش‌آفرین» تبدیل شود. تفاوت این دو نگاه بسیار عمیق است. سرمایه‌گذار ارزش‌آفرین نه تنها به بازده کوتاه‌مدت توجه می‌کند، بلکه در ارتقای بهره‌وری شرکت‌های زیرمجموعه، بهبود نظام حکمرانی شرکتی، افزایش شفافیت، توسعه بازارهای جدید و خلق مزیت رقابتی نیز نقش‌آفرین است. شرکت سرمایه‌گذاری در روند فعالیت‌های حداقل ۳۰ ساله خود سیری را طی کرده و برندی ایجاد نمود؛ که هنوز بسیاری از سرمایه‌گذاران موافق با حفظ این روند هستند. مهم‌ترین ویژگی این برند فعالیت یک شرکت مطمئن، کم‌ریسک با شفافیت عملکرد بالا، قابل اعتماد با سودآوری قابل قبول و بسیار نزدیک به حرکت شاخص به‌یژه با توجه به ضریب همبستگی با بازار است. رویکردی که ما به دنبال آن هستیم که علاوه حفظ عمده شاخص‌های فوق و حرکت در جهت بهبود، از طریق ورود به بازار اولیه و تغییرات مناسب در ترکیب پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ها و مدیریت مؤثر دارایی‌های گروه بر اعتلاء شرکت بیافزاییم.

در نهایت، باور دارم بهترین راه افزایش ارزش بازار، وعده دادن نیست؛ بلکه ارائه عملکرد مستمر، سودآوری پایدار، انضباط مالی، شفافیت و پایبندی به اصول حاکمیت شرکتی است. اعتماد بازار با سخنرانی ایجاد نمی‌شود؛ بلکه محصول عملکرد قابل اندازه‌گیری است. هرچه این عملکرد قوی‌تر باشد، فاصله میان ارزش ذاتی و ارزش بازار نیز به تدریج کاهش خواهد یافت.

❖ بورس امروز: شرکت‌های سرمایه‌گذاری بزرگ باید نقش پررنگ‌تری در ثبات‌بخشی به بازار ایفا کنند. آیا شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران چنین رسالتی برای خود قائل است؟

دکتر فرهاد حنیفی: بازار سرمایه زمانی می‌تواند مأموریت اصلی خود را در تأمین مالی اقتصاد به‌درستی انجام دهد که از عمق، نقدشوندگی و اعتماد کافی برخوردار باشد. طبیعی است شرکت‌هایی که از جایگاه سابقه و وزن قابل توجهی در بازار برخوردار هستند، مسئولیت اجتماعی و حرفه‌ای سنگین‌تری نیز بر دوش دارند.

البته باید میان «حمایت از بازار» و «مداخله غیرکارشناسی» تفاوت قائل شد. ما معتقد نیستیم که باید برخلاف منطق اقتصادی یا اصول سرمایه‌گذاری حرفه‌ای تصمیم‌گیری شود. اما معتقدیم سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با نگاه بلندمدت، تحلیل‌محور و پرهیز از رفتارهای هیجانی، به ثبات بازار کمک کنند. سرمایه‌گذاری ملی ایران باید یکی از نمادهای سرمایه‌گذاری حرفه‌ای در کشور باشد؛ یعنی تصمیمات آن مبتنی بر تحلیل بنیادی، ارزیابی دقیق ریسک، آینده‌نگری و رعایت منافع سهامداران اتخاذ شود. این رویکرد علاوه بر حفظ منافع شرکت، به افزایش اعتماد عمومی نسبت به بازار سرمایه نیز کمک خواهد کرد.

امروز یکی از نیازهای اصلی بورس، تقویت سرمایه‌گذاری نهادی است. هرچه نقش سرمایه‌گذاران حرفه‌ای پررنگ‌تر شود، رفتارهای هیجانی کاهش یافته و بازار به

دوران بنگاه‌داری بدون چالش به پایان رسیده است؛ سرمایه‌گذاری ملی ایران باید پیش‌ران خلق ارزش در فضای رقابتی و مواجهه و مدیریت چالش‌های محیط اقتصادی فرارو باشد. در مقطعی که بازار سرمایه ایران بیش از هر زمان دیگری به تصمیمات راهبردی، مدیریت حرفه‌ای دارایی‌ها و بازسازی اعتماد سهامداران نیاز دارد، دکتر فرهاد حنیفی، مدیرعامل و عضو هیئت‌مدیره شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران، در مصاحبه با «بورس امروز» به مهم‌ترین چالش‌های پیش‌روی بازار سرمایه، برنامه‌های تحول در مدیریت پرتفوی، الزامات حکمرانی شرکتی، چشم‌انداز سرمایه‌گذاری‌های آینده و نقش شرکت‌های سرمایه‌گذاری در توسعه اقتصاد کشور می‌پردازد. وی در این گفت‌وگو تأکید می‌کند که «دوران بنگاه‌داری بدون چالش به پایان رسیده و ارزش‌آفرینی پایدار مستلزم توجه به محیط پرچالش اقتصادی و توجه به فضای رقابتی موجود همراه با شفافیت و مدیریت علمی در عرصه‌های مختلف در افق پیش‌رو خواهد بود.»

❖ بورس امروز: در ماه‌های اخیر، بسیاری معتقدند شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورسی باید از مدل سنتی مدیریت دارایی فاصله بگیرند. برخی نیز می‌گویند سرمایه‌گذاری ملی ایران نیازمند یک تحول اساسی در رویکرد مدیریتی است. پاسخ شما به این انتقاده‌ا چیست؟

فرهاد حنیفی: واقعیت این است که اقتصاد امروز، اقتصاد تصمیم‌های بزرگ، تحلیل‌های دقیق و خلق ارزش پایدار است. اگر هنوز تصور کنیم یک شرکت سرمایه‌گذاری صرفاً باید پرتفوی خود را نگهداری کند و منتظر افزایش قیمت سهام بماند، از تحولات اقتصاد داخلی و جهانی فاصله گرفته‌ایم. اعتقاد من این است که شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران باید از یک «سهامدار منفعل» به یک «سرمایه‌گذار ارزش‌آفرین» تبدیل شود. تفاوت این دو نگاه بسیار عمیق است. سرمایه‌گذار ارزش‌آفرین نه تنها به بازده کوتاه‌مدت توجه می‌کند، بلکه در ارتقای بهره‌وری شرکت‌های زیرمجموعه، بهبود نظام حکمرانی شرکتی، افزایش شفافیت، توسعه بازارهای جدید و خلق مزیت رقابتی نیز نقش‌آفرین است. شرکت سرمایه‌گذاری در روند فعالیت‌های حداقل ۳۰ ساله خود سیری را طی کرده و برندی ایجاد نمود؛ که هنوز بسیاری از سرمایه‌گذاران موافق با حفظ این روند هستند. مهم‌ترین ویژگی این برند فعالیت یک شرکت مطمئن، کم‌ریسک با شفافیت عملکرد بالا، قابل اعتماد با سودآوری قابل قبول و بسیار نزدیک به حرکت شاخص به‌یژه با توجه به ضریب همبستگی با بازار است. رویکردی که ما به دنبال آن هستیم که علاوه حفظ عمده شاخص‌های فوق و حرکت در جهت بهبود، از طریق ورود به بازار اولیه و تغییرات مناسب در ترکیب پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ها و مدیریت مؤثر دارایی‌های گروه بر اعتلاء شرکت بیافزاییم.

❖ بورس امروز: برخی کارشناسان معتقدند ارزش واقعی بسیاری از دارایی‌های شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران هنوز در قیمت سهام آن منعکس نشده است. آیا با این تحلیل موافق هستید و برای کاهش این شکاف چه برنامه‌ای دارید؟

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران: بازار سرمایه همواره برآیندی از واقعیت‌های اقتصادی، انتظارات سرمایه‌گذاران، شرایط کلان اقتصاد و فضای روانی بازار است. بنابراین ممکن است در مقطعی میان ارزش ذاتی دارایی‌ها و ارزش بازار شرکت فاصله ایجاد شود. وظیفه مدیریت، صرفاً گلیایه از این فاصله نیست؛ بلکه باید با اقدامات عملی، زمینه کاهش آن را فراهم کند. نخستین اقدام، ارتقای کیفیت سود شرکت است. بازار سرمایه امروز بیش از گذشته به سودهای پایدار، قابل اتکا و ناشی از عملیات واقعی اهمیت می‌دهد. سودهای مقطعی یا ناشی از اتفاقات غیرتکرار شونده نمی‌توانند مبنای ارزش‌گذاری بلندمدت باشند.

دومین محور، افزایش شفافیت اطلاعاتی است. هرچه اطلاعات دقیق‌تر، به‌موقع‌تر و قابل تحلیل‌تر در اختیار

بازار سهام در ترازوی ارزش گذاری؛ ارزندگی بنیادی در سایه ریسک‌های سیاسی

محسن تارتار

مدیر تحلیل کارگزاری بانک سامان

بازار سهام در شرایطی قرار دارد که بررسی آن صرفاً با اتکا به رشد اسمی شاخص‌ها یا بزرگ شدن عدد ارزش بازار نمی‌تواند تصویر دقیقی از واقعیت ارائه دهد. ارزیابی هم‌زمان ارزش دلاری، نسبت‌های ارزشی، جایگاه بورس در مقایسه با نقدینگی و نیز عملکرد آن در برابر بازارهای موازی نشان می‌دهد که بورس از منظر بنیادی همچنان در محدوده‌ای ارزنده قرار دارد؛ هرچند ریسک‌های سیاسی همچنان مهم‌ترین مانع در برابر انعکاس کامل این ارزندگی در قیمت‌هاست.

سنجش ارزش بازار در مقیاس متغیرهای کلان:

ارزش فعلی بازار سهام هرچند در ظاهر عدد بزرگی به نظر می‌رسد اما زمانی معنا پیدا می‌کند که در نسبت با متغیرهای پولی و تورمی اقتصاد سنجیده شود. در حال حاضر ارزش بازار در محدوده حدود ۱۶ هزار همت قرار دارد در حالی که پیش‌بینی می‌شود حجم نقدینگی کشور اکنون به حدود ۱۸ هزار همت رسیده باشد. این نسبت به‌خوبی نشان می‌دهد که بازار سهام نه تنها در موقعیتی حبابی قرار ندارد بلکه هنوز متناسب با ابعاد رشد نقدینگی در اقتصاد ایران بزرگ نشده است.

بررسی ارزش دلاری بازار سهام:

از زاویه ارزش دلاری نیز بازار در سطحی پایین‌تر از میانگین‌های تاریخی خود قرار دارد. ارزش دلاری فعلی بورس حدود ۸۷ میلیارد دلار است؛ در حالی که در سال ۱۳۹۹ این عدد به بیش از ۴۳۰ میلیارد دلار نیز رسیده بود. این فاصله زمانی معنادارتر می‌شود که در نظر گرفته شود از آن زمان تاکنون شرکت‌های جدیدی نیز وارد بورس شده‌اند؛ همچنین در بسیاری

از بنگاه‌های بورسی طرح‌های توسعه بااهمیتی نیز به بهره‌برداری رسیده است؛ به عبارتی دیگر، اگر ارزش طرح‌های توسعه اجرا شده شرکت‌ها و ورود شرکت‌های جدید به بازار را نیز لحاظ کنیم سطح فعلی ارزش دلاری بورس بسیار کمتر از عدد فعلی آن می‌شود. قابل توجه است که میانگین ارزش دلاری بورس از سال ۱۳۹۰ تا پایان ۱۴۰۴ حدود ۱۳۲ میلیارد دلار بوده و میانگین ده‌سال اخیر نیز در محدوده ۱۴۷ میلیارد دلار قرار داشته است. مقایسه این ارقام با سطح فعلی ۸۷ میلیارد دلاری نشان می‌دهد که بازار نه تنها در محدوده اشباع قرار ندارد بلکه از منظر دلاری در سطحی پایین‌تر از میانگین‌های بلندمدت خود معامله می‌شود.

بررسی نسبت‌های ارزش گذاری:

بررسی نسبت‌های ارزش گذاری نیز همین تصویر را تایید می‌کند. نسبت قیمت به فروش (P/S) کل بازار اکنون در محدوده ۱.۵ واحد قرار دارد در حالی که این نسبت در سال ۱۳۹۹ تا حوالی ۱۰ واحد نیز افزایش یافته بود. میانگین این نسبت از سال ۱۳۹۰ تاکنون حدود ۲ واحد بوده و متوسط ده‌سال اخیر آن نیز بالاتر از ۲ واحد است؛ بنابراین بازار از منظر نسبت P/S پایین‌تر از میانگین تاریخی خود قرار دارد. در نسبت قیمت به سود (P/E) نیز شرایط مشابه است. P/E کل بازار اکنون حدود ۶ واحد است در حالی که این نسبت در اوج سال ۱۳۹۹ تا محدوده ۴۰ واحد نیز صعود کرده بود. قابل توجه است که میانگین ۱۰ سال اخیر این نسبت در حدود ۱۰ واحد و متوسط آن از سال ۱۳۹۰ تاکنون نیز نزدیک به ۹ واحد بوده است. به این ترتیب، بازار در حال حاضر نه تنها با سطوح هیجانی و حبابی فاصله زیادی دارد بلکه حتی پایین‌تر از میانگین‌های تاریخی خود قیمت گذاری می‌شود.

مقایسه بازار سهام با بازارهای موازی:

مقایسه بازار سهام با سایر بازارهای دارایی نیز همین نتیجه را تقویت می‌کند. برای ارزیابی جایگاه فعلی بازار سهام اتکا به ارقام اسمی کافی نیست؛

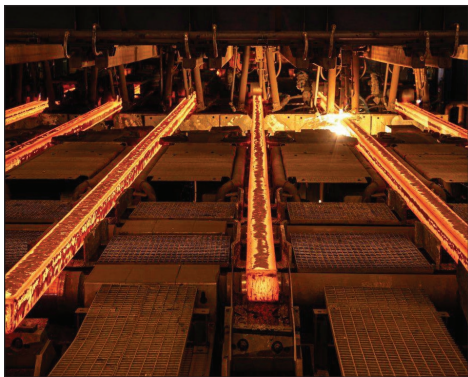
سنجش دقیق زمانی حاصل می‌شود که بازار سهام در مقایسه با بازارهای موازی بررسی شود. از این منظر، بازار سهام نه فقط در قیاس با اوج تاریخی خود بلکه حتی نسبت به میانگین‌های ۵ و ۱۰ ساله نیز در سطحی پایین‌تر از سطح متعارف قرار دارد. این وضعیت در مقایسه با بازار سکه کاملاً مشهود است. در سال ۱۳۹۹ ارزش بازار سهام معادل خرید بیش از ۷۰۰ میلیون قطعه سکه بود اما این نسبت اکنون به حدود ۹۱ میلیون قطعه کاهش یافته است؛ بنابراین سطح فعلی نه تنها نسبت به نقطه اوج بازار سهام (سال ۱۳۹۹) پایین‌تر است بلکه نسبت به میانگین ۵ ساله (۲۷۰ میلیون قطعه) و ۱۰ ساله (۳۲۰ میلیون قطعه) نیز در سطح بسیار پایین‌تری قرار دارد. در مقایسه با سایر بازارها از جمله بازار مسکن نیز بازار سهام نتوانسته هم‌راستا با رشد ارزش دارایی‌ها حرکت کند و از این منظر نیز همچنان پایین‌تر از مسیر تاریخی خود قرار دارد.

اثر ریسک‌های سیاسی بر رفتار کوتاه‌مدت بازار

با وجود ارزندگی بازار، هیچ‌یک از این شواهد به معنای نادیده گرفتن ریسک‌های سیاسی نیست. اکنون مسأله اصلی بازار ضعف سودسازی شرکت‌ها و بالا بودن سطح ارزش گذاری آن‌ها نیست. در شرایط فعلی مهم‌ترین مسأله بازار تداوم نااطمینانی‌های سیاسی و غلبه ریسک‌های سیستماتیک بر فضای تصمیم‌گیری است. تا زمانی که این عامل بسیار کلیدی پابر جابماند طبیعی است که بخشی از ظرفیت‌های بنیادی بازار با تاخیر در قیمت‌ها منعکس شود. بر این اساس می‌توان گفت که برآیند متغیرهای اصلی نشان می‌دهد که بازار سهام از منظر ارزش دلاری، نسبت‌های P/E و P/S، مقایسه با نقدینگی و سنجش در برابر بازارهای موازی همچنان در سطحی بسیار ارزنده قرار دارد اما وزن بالایی ریسک‌های سیاسی مانع از بروز کامل این ارزندگی شده است. به عبارتی دیگر، می‌توان بیان کرد که بازار سهام اکنون پتانسیل‌های بسیار بالایی برای ایجاد یک روند صعودی پر قدرت را دارد اما تحقق این ظرفیت همچنان به کاهش یا دست‌کم کنترل تنش‌های سیاسی وابسته است.

در ۹ ماهه سال مالی جاری و تامین نیاز داخل صورت گرفت؛

رشد ۱۰۰ درصدی صادرات و افزایش ۵۴۹ درصدی فروش داخلی فولاد غدیر نی ریز



فولاد غدیر نی ریز به عنوان یکی از زیرمجموعه‌های مهم و تاثیرگذار شرکت بین‌المللی توسعه صنایع و معادن غدیر، طی ۹ ماهه سال مالی جاری (اول مهر ۱۴۰۴ تا ۳۱ خرداد ۱۴۰۵) توانست رکورد فروش شمش

در بازار داخلی و خارجی را به میزان چشمگیر و فزاینده‌ای نسبت به دوره مشابه سال مالی گذشته، بشکند و افزایش ۵۴۹ درصدی فروش داخلی و ۱۰۰ درصدی فروش صادراتی را به ثبت برساند و در نهایت از لحاظ میزان مبلغ فروش محصول نیز رشد ۱۳۰ درصدی را کسب کند.

به گزارش روابط عمومی و امور بین‌الملل فولاد غدیر نی ریز، در سال مالی جاری ۱۴۰۴-۱۴۰۵ این شرکت توانست شمش فولاد به میزان ۴۲۹ هزار و ۵۶۹ تن در بازار داخلی به فروش برساند که در مقایسه با مدت زمان مشابه سال مالی گذشته که عدد ۶۶ هزار و ۱۵۱ تن به ثبت رسیده با رشد ۵۴۹ درصدی همراه شود. هم‌طور در بخش فروش صادراتی نیز، شاهد رشد ۱۰۰ درصدی بوده‌ایم. به این ترتیب که میزان فروش شمش صادراتی در ۹ ماهه سال مالی جاری نزدیک به ۳۹ هزار تن بوده و این درحالیست که طی مدت مشابه ۹ ماهه سال مالی قبل (۱۴۰۳-۱۴۰۴) هیچ‌گونه شمش به کشورهای بازارهای هدف صادر نشده است.

(این رشد ۱۰۰ درصدی در بازار فروش صادراتی، نوید بخش روزهای خوش فروش و گسترش بازارهای صادراتی است.) همچنین در خصوص فروش آهن اسفنجی در مدت زمان سال مالی جاری که عدد ۲۸ هزار تن به ثبت رسیده و در مقابل سال گذشته این عدد ۱۶ هزار و ۴۷۰ تن بوده نیز می‌توان گفت، اهداف استراتژیک شرکت فولاد غدیر نی ریز که توسط مدیریت جدید ارشد مجموعه مشخص شده، نشان از حرکت به سمت تولید محصول نهایی و ایجاد ارزش افزوده بیشتر دارد. به این شکل که بخش عمده آهن اسفنجی بجای فروش، به مصرف واحد تولید رسیده تا شمش بیشتری تولید شود و به بازار عرضه گردد. از جمله موارد مهم دیگری که می‌توان به آن اشاره کرد،



فروش محصولات فولاد غدیر نی ریز در بورس کالا است؛ چرا که طی ۹ ماهه سال مالی جاری توانسته رکوردهای قابل قبولی در خصوص پیشی گرفتن تقاضا بر عرضه محصول و هم‌طور داشتن بالاترین قیمت فروش طی هفته‌های متوالی و قرار گرفتن در صدر جدول فروش را به ثبت برساند.

با نگاهی به عملکرد فولاد غدیر نی ریز در مدت زمان ۹ ماهه سال مالی ۱۴۰۴-۱۴۰۵ می‌بینیم که حجم عرضه محصول در بورس کالا برابر با ۴۵۰ هزار و ۸۰۰ تن بوده و در مقایسه با مدت زمان مشابه (۹ ماهه ۱۴۰۳-۱۴۰۴) که عدد ۱۵۵ هزار و ۳۰۰ تن به ثبت رسیده با رشد ۱۹۰ درصدی عرضه همراه شده است.

از نظر نرخ فروش نیز، شاهد رشد ۳۵ درصدی نرخ واحد شمش در بازار داخلی و رشد ۱۰۰ درصدی نرخ واحد خارجی یا همان صادراتی هستیم.

در مجموع می‌توان گفت، میزان مبلغ کل فروش در ۹ ماهه سال مالی امسال در بازار داخلی و خارجی برابر با ۱۹ هزار و ۸۰۰ میلیارد تومان بوده که در مقایسه با مدت زمان مشابه ۹ ماهه سال مالی قبل که کل رقم فروش ۸ هزار و ۶۰۵ میلیارد تومان بوده، با رشد ۱۳۰ درصدی همراه شده است.

شایان ذکر است که میزان فروش محصول در پایان ۹ ماهه سال مالی جاری در بازار داخلی ۸۸ درصد، بازار خارجی ۱۲ درصد و در بورس کالا (مجموع محصولات) ۸۵ درصد رشد داشته است.

۲۵٪ تخفیف کارمزد روی کل معاملات مرداد ماه



کارگزاری بانک سامان



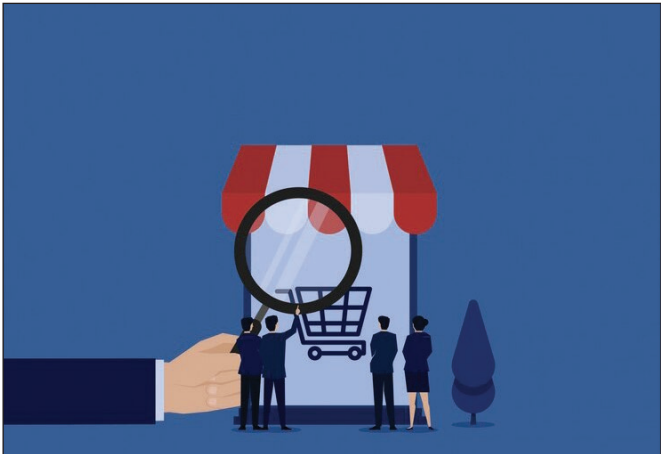
ثبت نام:

www.samanbourse.ir ۰۲۱-۹۱۰۰۱۳۴۷ ۰۲۱-۴۳۰۲۴۰۰۰ samantahlil samanbankbrokerage

بازار در انتظار قطعیت؛ چرا گزارش‌های قوی هنوز موتور رشد بورس نشده‌اند؟

محمد مهاجر

کارشناس تحلیل کارگزاری پیشرو



دشوارتر از گذشته شده و سرمایه بیشتر به سمت شرکت‌هایی حرکت می‌کند که در گزارش‌های فصلی و ماهانه توانسته‌اند عملکرد خود را حفظ یا حتی بهبود دهند.

یکی دیگر از ویژگی‌های این دوره، تغییر رفتار نقدینگی است. در گذشته، ورود پول می‌توانست یک گروه یا حتی کل بازار را به حرکت درآورد، اما امروز سرمایه هوشمند با دقت بیشتری میان صنایع مختلف جابه‌جا می‌شود. پالایشی‌ها، پتروشیمی‌ها، فلزات اساسی، بانک‌ها و برخی شرکت‌های صادرات‌محور همچنان مقصد اصلی نقدینگی هستند، اما حتی در همین صنایع نیز همه نمادها شرایط یکسانی ندارند. بازار دیگر به صنعت پاداش نمی‌دهد؛ به کیفیت عملکرد شرکت‌ها پاداش می‌دهد.

در کنار عوامل بنیادی، ریسک سیاسی همچنان مهم‌ترین متغیر اثرگذار بر رفتار معامله‌گران است. کاهش تنش‌ها توانسته فضای بازار را آرام‌تر کند، اما هنوز این آرامش به یک اطمینان پایدار تبدیل نشده است. تا زمانی که چشم‌انداز سیاسی با شفافیت بیشتری همراه نشود، طبیعی است که بسیاری از

بورس این روزها در موقعیتی متفاوت از ماه‌های گذشته قرار گرفته است. از یک سو، صورت‌های مالی و گزارش‌های ماهانه بسیاری از شرکت‌ها تصویری امیدوارکننده از وضعیت عملیاتی بنگاه‌ها ارائه می‌کنند و نشان می‌دهند بخش مهمی از شرکت‌های بزرگ همچنان از منظر سودآوری در شرایط مطلوبی قرار دارند. از سوی دیگر، واکنش قیمت سهام به این گزارش‌ها آن‌گونه که انتظار می‌رفت پرشتاب نیست. بازار مثبت است، اما با احتیاط؛ تقاضا وجود دارد، اما هنوز خبری از یک رالی فراگیر و پر قدرت نیست.

واقعیت این است که مشکل امروز بازار کمبود گزارش‌های قوی نیست؛ مسئله اصلی، نبود قطعیتی است که بتواند این گزارش‌ها را به رشد پایدار قیمت سهام تبدیل کند.

پاسخ این موضوع را باید در مهم‌ترین ویژگی این مقطع جست‌وجو کرد؛ بازار بیش از آنکه درگیر اعداد باشد، درگیر قطعیت است. سرمایه‌گذاران کیفیت گزارش‌ها را می‌بینند، اما هنوز نسبت به پایداری شرایط اطمینان کامل ندارند. تجربه ماه‌های گذشته نشان داده که یک خبر سیاسی می‌تواند در مدت کوتاهی مسیر بازار را تغییر دهد. همین تجربه باعث شده حتی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای نیز بخشی از سرمایه خود را با احتیاط مدیریت کنند و از ورود هیجانی به بازار پرهیز داشته باشند.

در چنین فضایی، گزارش‌های مالی نسبت به سال‌های گذشته اهمیت بیشتری پیدا کرده‌اند. زمانی که محرک‌های بیرونی بازار نامطمئن هستند، سرمایه‌گذاران بیش از هر زمان دیگری به عملکرد واقعی شرکت‌ها تکیه می‌کنند. دیگر صرف حضور یک صنعت در کانون توجه کافی نیست؛ آنچه اهمیت دارد کیفیت سود، روند فروش، حاشیه سود، جریان نقدینگی و چشم‌انداز تداوم عملکرد شرکت‌هاست. به همین دلیل، انتخاب سهم به‌مراتب

بانک صادرات: سود ۷٫۸ هزار میلیارد ریالی در بهار ۱۴۰۵

این ریسک، ذخیره اختصاصی ۱٫۴۲۵ هزار میلیارد ریال و ذخیره عمومی ۱۶۷٫۹ میلیارد ریال تشکیل داده است. ارزش وثایق دریافتی بانک ۷۹۲٫۹ میلیارد ریال گزارش شده است.

❖ **تعهدات و وجوه اداره شده: خدمات بیشتر، درآمد بیشتر**
تعهدات مشتریان بابت اعتبارات اسنادی ۱٫۲۵۳ هزار میلیارد ریال و تعهدات بابت ضمانت‌نامه‌های صادره ۲٫۰۸۷ هزار میلیارد ریال بوده است. سایر تعهدات مشتریان ۷۷٫۶ میلیارد ریال ثبت شده است. وجوه اداره شده و موارد مشابه بانک از ۱۷۷٫۸ هزار میلیارد ریال در اسفند ۱۴۰۴ به ۳۲۷٫۱ هزار میلیارد ریال در خرداد ۱۴۰۵ افزایش یافته است.

❖ **حق الوکاله: سهم بانک از سود مشاع**
سهم بانک از درآمدهای مشاع ۶۲٫۱ میلیارد ریال و سهم سپرده‌گذاران ۴۸۱٫۶ میلیارد ریال بوده است. نرخ حق الوکاله اعلام شده ۳ درصد و مبلغ حق الوکاله اعمال شده ۴۹٫۴ میلیارد ریال گزارش شده است. مابه‌التفاوت سود قابل پرداخت به سپرده‌گذاران صفر ریال بوده است.

❖ **نرخ‌های سود تسهیلات: تنوع در ابزارهای تأمین مالی**
بانک صادرات با ارائه سبد متنوعی از تسهیلات اسلامی، نیازهای مختلف مشتریان را پوشش داده است. فروش اقساطی و جعاله با نرخ ۲۳ درصد، مشارکت مدنی با ۲۲ درصد و مضاربه و اجاره به شرط تملیک با ۲۱ درصد، ابزارهای اصلی تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی بوده‌اند. سلف با نرخ ۱۷ درصد و خرید دین با ۲۳ درصد نیز به تنوع این سبد افزوده‌اند. تسهیلات قرض‌الحسنه با نرخ ۴ درصد و تسهیلات ارزی با ۳ درصد، خدمات ویژه‌ای را به مشتریان ارائه کرده‌اند که کارمزد وام قرض‌الحسنه در بخش درآمد کارمزدی طبقه‌بندی می‌شود. سایر درآمدهای تسهیلاتی نیز با نرخ ۱۴ درصد بوده است. این تنوع نرخ‌ی نشان می‌دهد بانک با ابزارهای متفاوت، سطوح مختلف ریسک و بازده را پوشش داده و سبد درآمدی متوازی را هدف گرفته است.

❖ **نسبت کفایت سرمایه: افق بهبود در پیش است**
نسبت کفایت سرمایه بانک در هر دو دوره سه‌ماهه ۱۴۰۵ و ۱۴۰۴ یک درصد گزارش شده است. بانک اعلام کرده با عنایت به افزایش سرمایه و استقرار رتبه‌بندی اعتباری داخلی، انتظار می‌رود این نسبت بهبود یابد.



درآمدها و هزینه‌های غیرعملیاتی ۷٫۷ هزار میلیارد ریال ثبت شده است. با احتساب این موارد، سود عملیات در حال تداوم قبل از مالیات به ۷٫۹ هزار میلیارد ریال می‌رسد. پس از کسر هزینه مالیات بر درآمد ۶۶٫۶ میلیارد ریال، سود خالص عملیات در حال تداوم به ۷٫۸ هزار میلیارد ریال می‌رسد.

❖ **سود هر سهم: سهامداران سود بیشتری بردند**
سود هر سهم عملیاتی ۶ ریال و سود هر سهم غیرعملیاتی ۵ ریال بوده است. جمع این دو رقم سود هر سهم ناشی از عملیات در حال تداوم را به ۱۱ ریال می‌رساند. سود پایه هر سهم نیز ۱۱ ریال و سود خالص هر سهم ۱۰ ریال گزارش شده است. سرمایه بانک در هر دو دوره ۷۸۲٫۴ هزار میلیارد ریال بوده است.

❖ **پرتفوی تسهیلات: حجم بالا، ریسک مدیریت شده**
مانده تسهیلات پایان دوره بانک در خرداد ۱۴۰۵ به ۱۲٫۵۱۳ هزار میلیارد ریال رسیده که نسبت به ۱۲٫۲۵۵ هزار میلیارد ریال پایان اسفند ۱۴۰۴ افزایش داشته است. این رقم پس از کسر سود سال‌های آتی ۱٫۳۱۳ هزار میلیارد ریال و سایر کسورات ۱٫۶ میلیارد ریال محاسبه شده است. مطالبات سررسید گذشته بانک ۵۳۱٫۶ میلیارد ریال بوده که از آن ذخیره اختصاصی ۷ میلیارد ریال و ذخیره عمومی صفر ریال در نظر گرفته شده است. مطالبات معوق بانک ۴۵۲٫۶ میلیارد ریال و مطالبات مشکوک‌الوصول ۳٫۶۲۳ هزار میلیارد ریال بوده است. بانک برای پوشش

سود خالص بانک صادرات ایران در سه‌ماهه نخست سال مالی جاری با رشد ۲۶ درصدی نسبت به پارسال به ۷٫۸ هزار میلیارد ریال رسید. درآمد عملیاتی بانک صادرات در این دوره با جهشی ۸۰ درصدی به ۵۸۸٫۵ هزار میلیارد ریال رسید. بخش عمده این درآمد از محل تسهیلات اعطایی تأمین شد که با ۴۹ درصد رشد به ۴۲۴٫۸ هزار میلیارد ریال صعود کرد. این افزایش نشان می‌دهد پرتفوی تسهیلاتی بانک در حال گسترش است و مشتریان بیشتری از خدمات اعتباری بانک بهره‌مند شده‌اند.

در کنار این، درآمد سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی با رشد ۹۹ درصدی به ۴۰٫۴ هزار میلیارد ریال و سود سرمایه‌گذاری در سهام و اوراق بهادار با جهش ۱۴۲ درصدی به ۴۴٫۳ هزار میلیارد ریال افزایش یافته است. این دو بخش در کنار درآمد ۷۶٫۶ هزار میلیارد ریالی سپرده‌گذاری در بانک‌ها و موسسات اعتباری غیربانکی و جایزه ۲٫۵ هزار میلیارد ریالی سپرده قانونی، سبد درآمدی بانک را متنوع‌تر از گذشته کرده‌اند.

❖ **هزینه‌ها: سپرده‌گذاران سهم عمده را بردند**
در مقابل این درآمدها، هزینه سود سپرده‌ها با ۷۸ درصد افزایش به ۴۳۱٫۳ هزار میلیارد ریال رسید. این رقم نشان می‌دهد بانک برای جذب منابع مورد نیاز جهت اعطای تسهیلات، سود بیشتری به سپرده‌گذاران پرداخت کرده است. با کسر این هزینه از درآمد عملیاتی، سود ناخالص بانک به ۱۵۷٫۳ هزار میلیارد ریال می‌رسد که خود رشدی ۸۵ درصدی داشته است.

درآمد کارمزد ۲۵٫۳ هزار میلیارد ریال و هزینه کارمزد ۴٫۵ هزار میلیارد ریال بوده است. هزینه‌های اداری و عمومی بانک ۱۸۸٫۵ هزار میلیارد ریال و هزینه مطالبات مشکوک‌الوصول ۱۳۳٫۷ میلیارد ریال ثبت شده است. سایر درآمدها و هزینه‌های عملیاتی ۲۰٫۴ هزار میلیارد ریال بوده که نسبت به ۲۵ هزار میلیارد ریال پارسال کاهش یافته است. با لحاظ این موارد، سود عملیاتی بانک ۴٫۳ هزار میلیارد ریال شده است.

❖ **سود خالص: غیرعملیاتی‌ها سود را بالا کشیدند**
سود سرمایه‌گذاری‌های مرتبط با فعالیت‌های غیربانکی ۳۶۰٫۵ میلیارد ریال بوده است. هزینه‌های مالی بانک ۴٫۴ هزار میلیارد ریال و سایر

لنگر سنگین اخزا

محمد متین لطفی

مدیر تحلیل سبدگردان داربوش

با پشت سر گذاشتن نخستین ماه‌های سال ۱۴۰۵ و نزدیک شدن به نیمه دوم سال، اقتصاد ایران مهبیای تغییر فاز عمیق در مختصات کلان خود می‌شود. سیاست‌گذار پولی در تنگنای میان تأمین مالی سنگین دولت و مهار شتاب نقدینگی، به راهبردی متوسل شده که خروجی احتمالی آن، نه آرامش بازار، بلکه فشردگی ارزش‌گذاری در بازار سهام و دوقطبی شدن بحرانی در شبکه بانکی است. تحلیل داده‌های بودجه و متغیرهای پولی، روایتگر خروج از یک نوسان کوتاه‌مدت و ورود به یک «تغییر پارادایم» در هزینه پول است؛ تغییری که در آن، اوراق خزانه (اخزا) اکنون به لنگر بی‌چون‌وچرای تمام مناسبات مالی تبدیل شده است.

بر اساس داده‌های رسمی قانون بودجه ۱۴۰۵، دولت سقف فروش و واگذاری اوراق مالی اسلامی را معادل ۱,۰۲۵ همت پیش‌بینی کرده است. اما نکته تکان‌دهنده در عملکرد انتشار واقعی نهفته است. گزارش سازمان برنامه ریزی بودجه حاکی از آن است که تا این لحظه تنها حدود ۱۳۵ همت از برنامه انتشار اوراق به فروش رسیده است؛ رقمی که فاصله‌ای قابل توجه با سقف پیش‌بینی شده دارد. شکاف عظیم میان برنامه و عملکرد، حاوی یک پیام خطرناک برای بازار است: دولت در ماه‌های آتی برای پوشش کسری بودجه، ناچار به عرضه تهاجمی اوراق روی خواهد بود. با توجه گزارش تیرماه برنامه و بودجه نشان می‌دهد که خالص تأمین وجه توسط دولت فعلاً در محدوده منفی ۶۱ همت قرار دارد (خروجی ۱۹۵ همت بابت اصل و سود در برابر ورودی ۱۳۵ همت). این یعنی دولت فعلاً در نقش تزریق‌کننده نقدینگی ظاهر شده، اما به محض فعال شدن مکانیزم فروش برای پر کردن سقف بودجه، این روند معکوس شده و شاهد مکش شدید نقدینگی از بازار خواهیم بود که نرخ بهره اخزا را به سطوح بی‌سابقه‌ای (بالای ۴۰ درصد) سوق می‌دهد. نمی‌توان تحلیل بازار را بدون نگاه به میراث پولی سال ۱۴۰۴ تکمیل کرد.

متغیر نقدینگی در اسفند سال ۱۴۰۴ با رشد بی‌سابقه ۵۳.۳ درصدی نسبت به سال قبل از آن، به رقم ۱۵,۵۰۰ همت رسید. این در حالی است که پایه پولی نیز با رشد ۶۱.۵ درصدی همراه بوده است. بررسی ترازنامه بانک مرکزی نشان می‌دهد حاصل که شتاب‌گیری پول پر قدرت دو نیروی محرک اصلی بوده است؛ نخست، رشد دارایی‌های خارجی بانک مرکزی که از محل تسعیر نرخ ارز حاصل شد و دوم، رشد مداوم بدهی دولت به بانک مرکزی که ریشه در کسری بودجه دولت دارد.

در این میان، بیم آن می‌رود که هم‌افزایی جهش مجدد نرخ ارز با استقراض مستمر دولت، مسیر صعودی پایه پولی را در سال جاری نیز تداوم بخشد. با این حال، سیاست‌گذار پولی منفعل نخواهد بود و تلاش می‌کند با فرمول سال گذشته، یعنی ابزارهایی چون افزایش نرخ ذخیره قانونی بانک‌ها و کنترل مقداری بر رشد ترازنامه آن‌ها، مانع از تبدیل این پول پر قدرت به نقدینگی شود. نماگرهای فعلی، از جمله رشد ۱۲ تا ۱۳ درصدی سپرده‌های بانکی بورسی تنها در سه ماهه نخست سال ۱۴۰۵، تأیید می‌کند که نقدینگی با قدرت به مسیر رشد خود ادامه می‌دهد.

رشد نقدینگی به مثابه رشد منابع بانک جهت تسهیلات اعطایی، سپرده‌گذاری در بانک‌ها و سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی دولت است. با این وجود تهدید افزایش نرخ بهره اخزا به عنوان لنگر جدید نظام مالی، شبکه بانکی را به دو اردوگاه متخاصم تقسیم کرده است:

افزایش نرخ بهره (اخزا) به عنوان لنگر جدید نظام مالی، شبکه بانکی را به دو اردوگاه متخاصم تقسیم کرده است:

بانک‌های ناتراز: برای این گروه، افزایش نرخ بهره به معنای آغاز مارپیچ مرگ است. این بانک‌ها که با کسری نقدینگی مزمن روبرو هستند، ناچارند منابع را با نرخ‌های گزاف از بازار بین‌بانکی یا از طریق سپرده‌های گران‌قیمت تأمین کنند. اما فاجعه اصلی در کیفیت دارایی‌ها رخ می‌دهد. با افزایش نرخ بهره تسهیلات به سطوح بالای ۳۵ درصد می‌رسد، مشتریان خوش حساب و تولیدکنندگان واقعی از صف دریافت وام به دلیل هزینه‌های مالی خارج می‌شوند و جای خود را به متقاضیان ریسکی می‌دهند. این افراد عمدتاً برنامه‌ای برای بازپرداخت ندارند و این یعنی رشد سرطانی مطالبات

مشکوک‌الوصول در ترازنامه بانک‌های ناتراز.

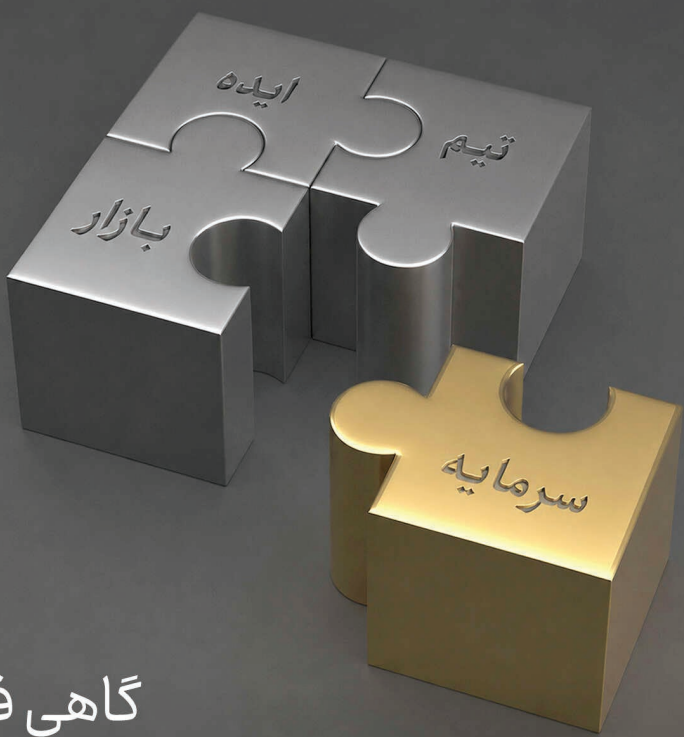
بانک‌های تراز مثبت: این بانک‌ها نیز اگرچه با رشد ذخایر مطالبات مشکوک‌الوصول رو به رو خواهند شد ولی تکیه بر مازاد نقدینگی، از نرخ‌های بازدهی اوراق خزانه اسلامی منتفع می‌شوند. آن‌ها به جای درگیر شدن در عملیات پرریسک تسهیلات‌دهی، منابع خود را در پارکینگ امن اوراق دولتی با بازدهی تضمین‌شده قرار می‌دهند. اگرچه این گروه نیز با ریسک دارایی‌های موهوم نیز موجه خواهند شد.

برای بازار سرمایه، این آرایش پولی و هجوم اوراق، معنایی جز سرکوب شدید ضرایب P/E ندارد. تحلیل روندها نشان می‌دهد که انتظار می‌رود با ورود به نیمه دوم سال به خصوص در آذرماه که طبق برنامه انتشار اوراق که با شیب بالایی رو به رو می‌شود، این سناریوی انقباضی با تمام قوا در بازار تخلیه شود؛ یعنی دقیقاً در زمانی که نرخ بازده بدون ریسک به سمت مرزهای ۴۰ درصدی میل می‌کند، نرخ تنزیل در مدل‌های ارزیابی سهام به شدت بالا رفته و موج سنگین خروج منابع از بورس به سمت صندوق‌های درآمد ثابت و بازار بدهی کلید خواهد خورد.

نتیجه این وضعیت در نیمه دوم سال، وقوع پدیده‌ای است که در ادبیات مالی به آن فشردگی ارزش‌گذاری (VALUATION COMPRESSION) می‌گویند. در این بازه زمانی، بازار سهام در رقابت نابرابر با بازدهی نقد و تضمین‌شده‌ی اوراق دولتی، جذابیت نسبی خود را به طور کامل از دست می‌دهد. سرمایه‌گذاران هوشمند با درک این تغییر فاز، ترجیح می‌دهند دارایی‌های پرریسک را تخلیه کرده و به پناهگاه امن بازار بدهی (صندوق‌های با درآمد ثابت) کوچ کنند؛ رخدادی که عملاً بورس را در نیمه دوم سال وارد یک رکود فرسایشی عمیق خواهد کرد که خروج از آن تنها در گرو چرخش‌های بنیادین در سیاست پولی است. انباشت ۱۰۰۰ همتی عرضه اوراق در نیمه دوم سال، در کنار رشد ۵۰ درصدی نقدینگی، صنعت بانکداری و بازار سرمایه ایران را به یک گلوگاه تاریخی کشانده است. در این فضا، بانک‌های ناتراز به تجمیع‌کنندگان ریسک نکول تبدیل شده‌اند و احتمالاً در ماه‌های آتی، زمان بازآرایی بزرگ سبد دارایی‌هاست؛ جایی که نقدینگی پاداش می‌گیرد و تولید و سهام جریمه می‌شود.



هدف‌حافظ
مشاور سرمایه‌گذاری



گاهی فقط
یک قطعه لازم است

گامی تازه در ارائه راهکارهای تامین مالی با هدف حافظ

جذب سریع و بدون واسطه وجوه با قراردادندینگ **داتام‌کرا**

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

آخرین پروژه‌های هدف حافظ در سال ۱۴۰۵:

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

راه ارتباطی: ۲۲۰۰ ۹۱۰۰ - ۰۲۱ (داخلی ۳۱۰-۲۲۳)



متولد چه کارتی هستی؟

ملت کارت را متناسب با ماه تولدتان انتخاب کنید

بانک ملت
bank mellat

دیما
dima

انتخاب و سفارش از طریق دیما

نبض اعتماد بورس در دست پذیرش؛

چرا اولین فیلتر بازار باید سخت گیرتر باشد؟

هادی شریفی

بازار سرمایه، به مثابه قلب تپنده اقتصاد هر کشور، نقشی بی‌بدیل در تخصیص بهینه منابع، هدایت نقدینگی به سمت تولید و ایجاد ثروت ملی ایفا می‌کند. در این میان، فرآیند پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، نخستین گذرگاهی است که سلامت بازار از آن عبور می‌کند. این فرآیند قرار است با ارزیابی دقیق وضعیت مالی، حقوقی و عملیاتی ناشران، تضمین‌کننده شفافیت و انطباق با استانداردهای حرفه‌ای باشد؛ اما واقعیت این است که در همین نقطه آغازین، خطراتی جدی بازار را تهدید می‌کند.

«غش» یا تقلب در فرآیند پذیرش، به هر گونه اقدام فریبکارانه‌ای اطلاق می‌شود که با هدف گمراه‌سازی نهادهای نظارتی و سرمایه‌گذاران صورت می‌گیرد. این پدیده تنها محدود به دستکاری چند رقم در صورت‌های مالی نیست؛ بلکه طیف وسیعی از رفتارهای مخرب را در بر می‌گیرد؛ از ارائه اسناد جعلی و پنهان‌سازی بدهی‌های غیرجاری گرفته تا تحریف سوابق مدیریتی و بزرگنمایی عمدی ارزش سهام. نکته حائز اهمیت آن است که این تخلفات اغلب با ظاهری قانونی و در پوشش رعایت مقررات صورت می‌پذیرند و تشخیص آن‌ها مستلزم دقت نظر و ابزارهای نظارتی پیشرفته است.

مصادیق تقلب در دو محور اصلی قابل بررسی است. نخست، تقلب در فرآیندها و شیوه‌های اجرایی. در این حالت، شرکت‌های متقاضی با سوءاستفاده از خلأهای نظارتی، ساختارهای صوری را طراحی می‌کنند. برای نمونه، ممکن

است سهامداران وابسته با نام‌های مستعار، سهام شناور آزاد شرکت را در اختیار عموم قرار دهند تا ظاهراً معیار حداقل سهام شناور رعایت شده باشد؛ حال آنکه در عمل، کنترل کامل شرکت همچنان در دستان سهامدار اصلی باقی می‌ماند. یا اینکه قراردادهایی با بازارگردانان منعقد می‌شود که صرفاً برای ارائه به هیأت پذیرش تنظیم شده و هیچ تعهد واقعی در قبال نقدشوندگی سهام ایجاد نمی‌کند.

دومین محور، تقلب در ارزیابی کیفی است که پیچیدگی بیشتری دارد. در این رویکرد، شرکت با بهره‌گیری از روش‌های پیشرفته مالی و حقوقی، تصویری ساختگی از سودآوری، ثبات و پایداری خود ترسیم می‌کند. شناسایی درآمدهای غیرواقعی از طریق معاملات صوری با شرکت‌های وابسته، طبقه‌بندی مجدد هزینه‌ها برای بهبود ظاهری سود، یا استفاده از مدل‌های ارزش‌گذاری غیراستاندارد با فرض‌های رشد نامعقول، از جمله شیوه‌های رایج در این زمینه است. در سطح ساختار انسانی نیز، ارائه رزومه‌های اغراق‌آمیز برای مدیران، پنهان‌سازی سوابق منفی یا حتی ارائه گواهی‌نامه‌های جعلی، ارزیابی صلاحیت فنی تیم مدیریتی را با اختلال جدی مواجه می‌سازد.

پيامد این رفتارها صرفاً متضرر شدن چند سرمایه‌گذار خرد نیست. وقتی شرکتی فاقد صلاحیت واقعی وارد بازار می‌شود، اعتماد عمومی به نهادهای نظارتی و خود بازار سرمایه خدشه‌دار می‌شود. این امر در بلندمدت منجر به خروج سرمایه از بازار، افزایش هزینه تأمین مالی برای شرکت‌های سالم و در نهایت، اختلال در چرخه اقتصادی کشور خواهد شد. تجربه کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد که بازارهای مالی نیمه‌باز یافته، بیش از دیگران

دیجیتال را هموارتر از پیش نشان می‌دهد. در بخش درآمدهای عملیاتی دیگر، درآمد سرویس دیتاستر شرکت از ۲ هزار و ۸۱ میلیارد ریال در پایان سال ۱۴۰۴ به ۵ هزار میلیارد ریال در سه‌ماهه نخست ۱۴۰۵ صعود کرده که رشدی بیش از دو برابر را به ثبت رسانده و افق روشن ورود همراه اول به حوزه زیرساخت‌های دیجیتال و خدمات ابری را ترسیم می‌کند.

برآورد درآمد ۹ ماهه منتهی به اسفند ۱۴۰۵ نیز رقم ۴۰ هزار میلیارد ریال برای بخش راهکارهای هوشمند و سرویس‌های دیجیتال پیش‌بینی کرده است. در حوزه درآمدهای غیرعملیاتی، سایر درآمدها و هزینه‌های غیرعملیاتی با رشد ۱۱۴ درصدی به ۳ هزار و ۶۱۸ میلیارد ریال رسید. سود سرمایه‌گذاری‌ها نیز در برآورد نه‌ماهه به ۷۰ هزار و ۲۹۴ میلیارد ریال پیش‌بینی شده که به عنوان منبع درآمدی پایدار و مکمل، نقش مهمی در تقویت سودآوری سال جاری ایفا خواهد کرد. سود حاصل از سپرده‌گذاری بانکی نیز در سبد درآمدی غیرعملیاتی قرار دارد.

در سمت مدیریت مالی و مطالبات، همراه اول با اتخاذ سیاست‌های تشویقی پرداخت به موقع قبوض، برگزاری طرح‌ها و کمپین‌های وصول مطالبات در استان‌های مختلف و کاهش دوره صدور قبوض از دو ماه به یک ماه، در جهت بهبود چرخه نقدینگی و تسریع گردش وجوه گام برداشته است.

شرکت همچنین بر اساس برنامه زمان‌بندی اعلام‌شده، پرداخت سود سهام سال مالی ۱۴۰۴ را از تاریخ ۲۸ مرداد ۱۴۰۵ آغاز خواهد کرد و متعهد است مطابق ماده ۲۴۰ قانون تجارت، دوره هشت‌ماهه سود سهامداران خرد را بلافاصله پس از مجمع سالیانه تسویه نماید. مانده سود سهام پرداخت‌نشده شرکت معادل ۷۲ هزار و ۵۳۷ میلیارد ریال است

مانده تسهیلات دریافتی شرکت در این دوره به ۳۵۶ هزار و ۸۵۳ میلیارد ریال رسیده که صرف سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی و توسعه شبکه شده و اکنون با رشد ۶۰ درصدی درآمد عملیاتی، بازدهی مطلوب خود را به اثبات رسانده است.

همراه اول

شرکت ارتباطات سیار ایران در سه‌ماهه نخست سال مالی ۱۴۰۵، کارنامه‌ای درخشان و ملمو از رکوردهای مثبت به ثبت رسانده که نشان‌دهنده تداوم مسیر رشد و سودآوری این اپراتور پیشرو در صنعت ارتباطات کشور است. بر اساس صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای منتهی به ۳۱ خرداد ۱۴۰۵، درآمد عملیاتی شرکت با جهشی چشمگیر و ۶۰ درصدی نسبت به دوره مشابه سال قبل، به بیش از ۳۰۸ هزار و ۱۲۰ میلیارد ریال افزایش یافته است.

این رشد شتابان درآمدی که از محل افزایش کارکرد مشترکان و توسعه خدمات پایه و ارزش‌افزوده حاصل شده، ثمره سال‌ها سرمایه‌گذاری هدفمند و مستمر در زیرساخت‌های نسل‌های پیشرفته شبکه است.

مبلغ دفتری دارایی‌های ثابت مشهود شرکت در این دوره به ۱۳۵ هزار و ۵۲۱ میلیارد ریال بالغ شده که گواهی بر نگاه بلندمدت همراه اول برای ارتقای کیفیت سرویس، گسترش پوشش شبکه از نسل سوم تا پنجم اینترنت همراه و توسعه فناوری فیبرنوری است.

سود ناخالص عملیات با رشد ۴۶ درصدی به ۵۴ هزار و ۳۷۰ میلیارد ریال رسید و سود عملیاتی شرکت با جهشی قابل توجه و ۶۶ درصدی نسبت به مدت مشابه سال قبل، به ۲۸ هزار و ۹۱۱ میلیارد ریال بالغ شد. سود خالص دوره نیز با ۵۱ درصد افزایش به ۱۸ هزار و ۳۴۹ میلیارد ریال رسید و سود پایه هر سهم به ۲۰۶ ریال افزایش یافت.

تحلیل ترکیب درآمدی، نقش محوری و پایدار کارکرد مشترکان را آشکار می‌سازد. درآمد حاصل از کارکرد مشترکان در سه‌ماهه مورد گزارش به ۲۸۷ هزار و ۳۳۹ میلیارد ریال رسید که بخش اعظم درآمد عملیاتی را تشکیل می‌دهد. درآمد اتصال متقابل و استفاده سایر اپراتورها و شرکت‌های تلفن همراه از امکانات شبکه همراه اول نیز با رقم ۱۶ هزار و ۸۹۷ میلیارد ریال، سهم قابل توجهی در سبد درآمدی ایفا کرده است. همچنین خالص خدمات ارزش‌افزوده با ۷۱۴ میلیارد ریال درآمد و سود ناخالص ۳۲۵ میلیارد ریالی، مسیر رشد خدمات

همراه اول در سه ماهه نخست ۱۴۰۵ چه عملکردی داشت؟

زمستان ۱۴۰۴



بورس در مسیر کشف قیمت؛ نقش حمایت ها و اصلاح ریز ساختارها در مهار هیجان

مجید آتشگر

عضو هیئت مدیره سیمان ارومیه

مداخلات حمایتی از سوی ارکان حقوقی و صندوق تثبیت بازار سرمایه در مواجهه با تلاطم‌های شدید، موضوعی است که همواره مورد بحث تحلیلگران قرار دارد. برخی بر این باور هستند که چنین حمایت‌هایی تنها فرآیند اصلاح قیمت‌ها را به تعویق می‌اندازد، اما نگاهی عمیق‌تر به ساختار بازار نشان می‌دهد که هدف اصلی این اقدامات، جلوگیری از خروج هیجانی نقدینگی و مهار رفتارهای هیجانی است. هنگامی که بازار با شوک‌های غیربنیادی و اخبار سیاسی مواجه می‌شود، فاصله میان قیمت و ارزش ذاتی افزایش می‌یابد و در چنین شرایطی، ورود نهادهای حمایتی به عنوان خریدار، مانع از شکل‌گیری روند شدید نزولی ناشی از ترس سهامداران خرد می‌شود. این حمایت‌ها به جای آنکه صرفاً به دنبال رشد دستوری شاخص باشند، با ایجاد نقدشوندگی در سطوح قیمتی ارزنده، به بازار فرصت می‌دهند تا شوک وارده را هضم کرده و مجدداً بر اساس پارامترهای واقعی به تعادل برسد.
بنابر این، نقش صندوق تثبیت و بازیگران حقوقی بزرگ را باید در راستای صیانت از کارایی بازار و جلوگیری از قفل شدن معاملات در صف‌های فروش طولانی ارزیابی کرد. در کنار این مداخلات حمایتی، اصلاح ریزساختارهای بازار نیز نقش بسزایی در بهبود مکانیزم عرضه و تقاضا ایفا کرده است. یکی از مهم‌ترین این تغییرات که در تیرماه سال گذشته (۱۴۰۴) عملیاتی شد، افزایش دامنه نوسان صندوق‌های اهرمی از مثبت و منفی ۳ درصد به ۴ درصد بود. این تصمیم با هدف انطباق بیشتر قیمت معاملاتی این واحدها با تغییرات ارزش خالص دارایی‌های آن‌ها (NAV) اتخاذ شد. با توجه به ماهیت اهرمی این صندوق‌ها، نوسانات سبب دارایی آن‌ها در روزهای پربازده یا نزولی بازار بسیار فراتر از محدوده‌های نوسان معمولی است و همین موضوع سبب می‌شد که قیمت بازار این صندوق‌ها به

از شوک‌های سیاسی تا فرصت‌های بنیادی؛

مسیر جدید بازار سرمایه ایران

بهناز اکبرپور

مدیر تحلیل کارگزاری سرمایه‌گذاری ملی

بازار سرمایه ایران در شرایط کنونی در مواجهه میان محرک‌های درون‌زا و رفتارهای هیجانی ناشی از محیط بیرونی قرار دارد. بررسی‌های تحلیلی نشان می‌دهد که حرکت شاخص‌ها و قیمت سهام در مقطع فعلی ترکیبی از واکنش به متغیرهای اقتصادی بنیادی و بازتاب تحولات سیاسی و تصمیمات سیاست‌گذار است. در این میان، اگر چه اخبار سیاسی همواره به عنوان محرک‌های سریع در کوتاه‌مدت عمل می‌کنند، اما شواهد موجود گواهی می‌دهند که غلبه متغیرهای بنیادی در ریل‌گذاری میان‌مدت و بلندمدت بازار به مراتب بیشتر است. رویدادهای سیاسی و اخبار دیپلماتیک در شرایطی که شدت تنش‌ها از سطح کنونی فراتر نرود و در یک محدوده مشخص باقی بماند، معمولاً تأثیراتی محدود و چندروزه بر روند دادوستدها بر جای می‌گذارند. این دست اخبار در نخستین روزهای انتشار منجر به شکل‌گیری رفتارهای هیجانی و نوسانات مقطعی می‌شوند، اما پس از فروپاشی موج اولیه هیجان، بازار دوباره به مسیر محاسبات تحلیلی بازمی‌گردد و صورت‌های مالی و توان سودآوری شرکت‌ها ملاک اصلی تصمیم‌گیری معامله‌گران قرار می‌گیرد.
تحلیل عمیق‌تر پارامترهای بنیادی نشان می‌دهد که بسیاری از نمادهای فعال در بازار سرمایه به دلیل رشد درآمدها، تعدیل نرخ فروش متناسب با تورم و همچنین افزایش نسبت‌های سودآوری، در سطوح قیمتی ارزنده قرار گرفته‌اند. صورت‌های مالی دوره‌ای و گزارش‌های عملکرد ماهیانه شرکت‌های تولیدی و به‌خصوص داخلی محور نشان‌دهنده پتانسیل بالای سودآوری آینده‌نگر است و این موضوع سبب می‌شود که سرمایه‌گذاران تحلیلی، ریسک‌های سیاسی کوتاه‌مدت را به عنوان فرصتی برای بهبود سبد دارایی تلقی نمایند.
در کنار غلبه متغیرهای بنیادی، به‌کارگیری ابزارهای حمایتی و پوشش ریسک نیز نقش شایان توجهی در کنترل تلاطم‌های بازار ایفا کرده است. انتشار اوراق اختیار

فروش تبعی که به عنوان بیمه سهام شناخته می‌شود، به همراه دخالت‌های هدفمند صندوق‌های تثبیت و توسعه بازار سرمایه، به شکل مناسبی از شدت بی‌اعتمادی خریداران و فشار فروش کاسته‌اند. بیمه سهام با ایجاد یک حداقل قیمت تضمین‌شده برای سهامداران، ریسک افت شدید ارزش دارایی‌ها را پوشش داده و انگیزه‌های خروج هیجانی از بازار را مهار کرده است. این ابزار به سرمایه‌گذاران اطمینان می‌دهد که دارایی آن‌ها در برابر شوک‌های ناگهانی مصونیت نسبی دارد و همین امر پایداری بیشتری به ترکیب سهامداری اشخاص حقیقی بخشیده است.

همچنین، حمایت‌های نهادی و ورود موثر حقوقی‌های بزرگ در روزهای پریسک، نقدشوندگی بازار را در سطوح قابل‌قبولی حفظ کرده است. صندوق‌های تثبیت و توسعه با جذب عرضه سهامداران هیجانی و تزریق نقدینگی در قیمت‌های ارزنده، مانع از تشکیل صف‌های فروش سنگین و ریزش‌های بی‌ضابطه شده‌اند. ارزیابی عملکرد این ابزارها نشان می‌دهد که ترکیب بیمه سهام و حمایت‌های حقوقی توانسته است تا حد زیادی اعتماد سلب‌شده را بازیابی کرده و فضای روانی معاملات را به سمت تعادل سوق دهد. مجموعه این اقدامات موجب شده است تا فشار فروش ناشی از اخبار سیاسی سریع‌تر تخلیه شود و بازار بتواند در مدت زمان کوتاه‌تری به مدار ارزش‌گذاری بنیادی خود بازگردد. در نهایت می‌توان نتیجه گرفت که ساختار فعلی بازار سرمایه تحت تسلط متغیرهای بنیادی قرار دارد و تحولات سیاسی صرفاً نقش نوسان‌سازهای موقت را ایفا می‌کنند. اخبار سیاسی اگر چه در کوتاه‌مدت توجه معامله‌گران را به خود جلب می‌کنند، اما به دلیل تثبیت تنش‌ها در یک سطح مشخص، توان تغییر مسیر اصلی بازار را ندارند. ابزارهای حمایتی و بیمه سهام نیز با موفقیت به عنوان سپری در برابر هیجانات عمل کرده و زمینه را برای بازگشت بازار به رفتارهای منطقی و مبتنی بر واقعیت‌های اقتصادی فراهم آورده‌اند. از این رو، هم‌افزایی ارزش‌گذاری جذاب بنیادی و کارآمدی ابزارهای مدیریت ریسک، آینده بازار را بیش از پیش به سمت ثبات و رشد منطقی هدایت می‌نماید.

مهدی خوری

مدیرعامل سبدگردان البرز

در شرایطی مانند وضعیت کنونی اقتصاد ایران که با ریسک‌های سیاسی و امنیتی، از جمله شرایط جنگی، مواجه است، باید میان دو نوع اثر ریسک تفکیک قائل شد؛ بخشی از ریسک در ارزش‌گذاری دارایی‌ها و محاسبات سرمایه‌گذاران منعکس می‌شود، اما بخش دیگری صرفاً جنبه روانی دارد و می‌تواند فشار فروش را بیش از آنچه متغیرهای بنیادی ایجاد می‌کنند، تشدید کند. در چنین شرایطی، اگر بازار سهام از منظر ارزش‌گذاری به سطوح ارزنده رسیده باشد، حضور حقوقی‌ها و صندوق تثبیت می‌تواند از تشدید هیجان، شکل‌گیری فروش‌های غیرمنطقی و فاصله گرفتن قیمت‌ها از ارزش ذاتی جلوگیری کند. بنابرین، این حمایت‌ها زمانی اثربخش‌تر هستند که نقش ضربه‌گیر روانی بازار را ایفا کنند، نه اینکه جایگزین اصلاح عوامل بنیادی شوند.

تجربه بازارهای جهانی نیز نشان می‌دهد که در دوره‌های افزایش نااطمینانی، مداخلات حمایتی می‌توانند نقش مهمی در کنترل فشارهای روانی و جلوگیری از تشدید رفتارهای هیجانی داشته باشند. برای مثال، در بحران کرونا در سال ۲۰۲۰، شاخص S&P500 در فاصله فوریه تا مارس همان سال حدود ۳۴ درصدافت کرد. در آن مقطع، بخش مهمی از ریزش بازار ناشی از نگرانی نسبت به آینده اقتصاد، اختلال در زنجیره‌های تولید و افزایش عدم قطعیت بود. واکنش سیاست‌گذاران اقتصادی آمریکا از طریق تأمین نقدینگی گسترده، حمایت از بازارهای مالی و کاهش نگرانی‌های مربوط به بحران نقدینگی، به تثبیت شرایط کمک کرد و مانع از آن شد که فشار روانی اولیه به یک بحران عمیق‌تر در بازار تبدیل شود. در نهایت، این شاخص توانست بخش قابل توجهی از افت خود را جبران کند و سال ۲۰۲۰ را با بازدهی مثبت به پایان برساند نمونه دیگر، بازار سرمایه ژاپن در دوران همه‌گیری کروناست. شاخص نیکه ۲۲۵ در فاصله‌فوریه تا مارس ۲۰۲۰ حدود ۳۰ درصدافت کرد. در این دوره، بانک مرکزی ژاپن با افزایش خرید صندوق‌های قابل معامله

علی جبل عاملی

قائم‌مقام گروه مالی کارآمد

بازار سرمایه ایران در ماه‌های اخیر بیش از هر زمان دیگری میان دو نیاز مهم در نوسان بوده است؛ از یک سو ضرورت جلوگیری از شکل‌گیری موج‌های هیجانی و سقوط‌های غیرمنطقی، و از سوی دیگر نیاز به بازگشت سازوکار طبیعی کشف قیمت. در این میان، نقش حقوقی‌های بزرگ، بازارگردان‌ها و صندوق تثبیت بازار به یکی از موضوعات اصلی بحث میان فعالان بازار تبدیل شده است؛ اینکه آیا این حمایت‌ها مسیر تعادل را هموار می‌کنند یا تنها اصلاح قیمت‌ها را به آینده موکول می‌سازند.

پاسخ به این پرسش نیازمند تفکیک میان «ثبات کوتاه‌مدت» و «تعادل پایدار» است. حمایت در شرایط بحرانی می‌تواند ابزاری ضروری برای کنترل شوک‌های ناگهانی باشد، اما زمانی که به جای تقویت اعتماد و اصلاح ساختارها، تبدیل به جایگزین مکانیزم طبیعی بازار شود، اثر آن محدود و حتی معکوس خواهد شد. بازار سرمایه، به‌ویژه در اقتصادهای مانند ایران، همواره تحت تأثیر مجموعه‌ای از عوامل بیرونی و درونی قرار دارد. اخبار سیاسی، تغییرات سیاست‌گذاری، نوسانات نرخ ارز، وضعیت نرخ بهره و انتظارات تورمی، همگی می‌توانند در مدت کوتاهی مسیر حرکت سرمایه‌ها را تغییر دهند. در چنین فضایی، وجود نهادهای حمایتی می‌تواند مانعی در برابر رفتارهای هیجانی و تشدید صف‌های فروش باشد ورود حقوقی‌ها و صندوق تثبیت در دوره‌هایی که بازار با فشارهای غیرمنطقی مواجه می‌شود، می‌تواند به تأمین نقدشوندگی، کاهش ترس عمومی و جلوگیری از تبدیل اصلاح به بحران کمک کند. در واقع، نقش اصلی این نهادها باید ایجاد ثبات و زمان دادن به بازار برای بازگشت به منطق تحلیلی باشد، نه تعیین مسیر قیمت‌ها.

اما چالش زمانی ایجاد می‌شود که حمایت‌ها از یک ابزار مدیریت بحران به یک سازوکار دائمی تبدیل شوند. بازار سرمایه زمانی کارآمد است که قیمت‌ها بتوانند بر اساس اطلاعات، چشم‌انداز سودآوری شرکت‌ها و میزان ریسک، خود را تنظیم کنند. اگر حمایت صرفاً با هدف حفظ ظاهری شاخص‌ها یا جلوگیری از اصلاح طبیعی قیمت‌ها انجام شود، نتیجه آن شکل‌گیری تعادلی مصنوعی خواهد بود؛ تعادلی که شاید در کوتاه‌مدت آرامش ایجاد کند، اما فشارهای انباشته را به آینده منتقل خواهد کرد. تجربه بازارهای مالی نشان می‌دهد که حمایت موفق، حمایتی است که نقش ضربه‌گیر داشته باشد، نه جایگزین بازار. صندوق تثبیت و سایر ابزارهای حمایتی زمانی بیشترین اثربخشی را دارند که عملکردی شفاف، محدود و مبتنی بر قواعد مشخص داشته باشند. فعالان بازار باید بدانند که مداخله‌ها در چه شرایطی انجام می‌شود و هدف آن چیست. در غیر این

صندوق تثبیت؛ فرصت نفس

سهامی (ETF) و افزایش سقف خرید سالانه ETF از حدود ۶ تریلیون ین به ۱۲ تریلیون ین، تلاش کرد از تشدید فشار فروش و بی‌ثباتی بازار جلوگیری کند. هدف این سیاست، تعیین سطح قیمت سهام یا جلوگیری از اصلاح طبیعی بازار نبود، بلکه حفظ نقدشوندگی، تقویت اعتماد سرمایه‌گذاران و جلوگیری از اختلال در فرآیند کشف قیمت بود. پس از فروکش کردن شوک اولیه، شاخص نیکی توانست بخش عمده‌افت خود را جبران کند و سال ۲۰۲۰ را با رشد حدود ۱۶ درصدی به پایان رساند. این تجربه‌ها نشان می‌دهد که حمایت‌های بازار زمانی می‌توانند اثربخش باشند که هدف آنها مدیریت شوک‌های کوتاه‌مدت، کاهش رفتارهای هیجانی و ایجاد ثبات در شرایط بحرانی باشد؛ نه اینکه بخواهند جایگزین عوامل بنیادی مانند رشد اقتصادی، سودآوری شرکت‌ها و اصلاح سیاست‌های کلان شوند.

در مقابل، اگر ارزش‌گذاری سهام همچنان با واقعیت‌های اقتصادی همخوانی نداشته باشد یا چشم‌انداز سودآوری شرکت‌ها تضعیف شده باشد، حمایت‌های نقدینگی تنها می‌تواند از شدت و سرعت افت بکاهند و نمی‌توان انتظار داشت مسیر بلندمدت بازار را تغییر دهند. به بیان دیگر، حمایت زمانی به تعادل واقعی منجر می‌شود که در کنار آن، متغیرهای بنیادی نیز از بازار پشتیبانی کنند. اما در عین حال، یکی از مهم‌ترین گلایه‌های فعالان بازار سرمایه در سال‌های اخیر، نبود تعادل میان بازارهای دارایی در اقتصاد ایران است. بسیاری از سرمایه‌گذاران معتقدند در شرایطی که بازارهایی مانند ارز، طلا، مسکن و سایر دارایی‌ها رشدهای قابل توجهی را تجربه کرده‌اند، بازار سهام به‌رغم نقش مهم خود در تأمین مالی تولید و هدایت سرمایه به بخش مولد اقتصاد، نتوانسته جایگاه متناسبی پیدا کند. این فاصله زمانی نگران‌کننده‌تر می‌شود که حمایت از بازار صرفاً به حفظ ظاهری شاخص محدود شود، بدون آنکه مسئله اصلی یعنی بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران، ارزش‌گذاری منطقی شرکت‌ها و افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری در بورس مورد توجه قرار گیرد. از این منظر، حمایت از بازار زمانی پایدار و مؤثر خواهد بود که در کنار مدیریت هیجان، با اصلاحات اقتصادی، ثبات در سیاست‌گذاری و تقویت اعتماد عمومی همراه شود.

بورس در آزمون تعادل؛

از حمایت‌های مقطعی تا بازگشت اعتماد به بازار سرمایه

صورت، به مرور نوعی وابستگی شکل می‌گیرد که نتیجه آن کاهش اهمیت تحلیل و افزایش انتظار برای مداخلات بیرونی خواهد بود.

در کنار بحث حمایت‌های بازار، تغییرات مربوط به صندوق‌های اهرمی و دامنه نوسان آنها نیز به یکی از موضوعات مهم ماه‌های اخیر تبدیل شده است. صندوق‌های اهرمی به دلیل ساختار خاص خود، ابزارهایی هستند که می‌توانند بازدهی و ریسک را هم‌زمان افزایش دهند. این ابزارها در بازارهای توسعه‌یافته معمولاً برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای طراحی شده‌اند؛ چراکه استفاده از آنها نیازمند شناخت کافی از ریسک، نوسان و مدیریت سرمایه است.

افزایش انعطاف در دامنه نوسان صندوق‌های اهرمی می‌تواند از منظر کارایی بازار مزایایی داشته باشد. محدودیت بیش از اندازه، گاهی باعث انباشت فشار خرید و فروش و فاصله گرفتن قیمت از ارزش واقعی می‌شود. دامنه نوسان منطقی‌تر می‌تواند فرآیند کشف قیمت را سریع‌تر کند و امکان مدیریت بهتر پرتفوی را برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای فراهم آورد. با این حال، آزادسازی دامنه نوسان بدون توجه به شرایط بازار و سطح بلوغ سرمایه‌گذاران می‌تواند پیامدهای دیگری نیز داشته باشد. در بازاری که بخش قابل توجهی از معاملات تحت تأثیر هیجان و رفتارهای کوتاه‌مدت قرار دارد، ابزارهای اهرمی ممکن است به جای افزایش عمق بازار، به محلی برای سفته‌بازی و تشدید نوسانات تبدیل شوند. به همین دلیل، اصلاح مقررات مربوط به صندوق‌های اهرمی باید همراه با افزایش شفافیت، تقویت سازوکار بازارگردانی، ارتقای آموزش مالی و توسعه ابزارهای مدیریت ریسک باشد. مسئله اصلی محدود کردن ابزارها نیست، بلکه فراهم کردن شرایطی است که این ابزارها در مسیر درست مورد استفاده قرار گیرند. در نهایت، آینده بازار سرمایه ایران نه با حمایت‌های مقطعی ساخته می‌شود و نه با آزادسازی بدون چارچوب ابزارهای معاملاتی. بورس برای رسیدن به تعادل پایدار، بیش از هر چیز به یک «تعادل نهادی» نیاز دارد؛ بازاری که در آن حمایت وجود داشته باشد، اما جای تحلیل را نگیرد؛ ابزارهای مالی توسعه یابند، اما به افزایش رفتارهای پریسک منجر نشوند؛ و اصلاحات ساختاری در کنار تغییرات معاملاتی پیش بروند.

🔴 **بازار سرمایه زمانی می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را بازسازی کن**
د که فعالان آن اطمینان داشته باشند قیمت‌ها نه با فشارهای مصنوعی، بلکه بر پایه واقعیت‌های اقتصادی شکل می‌گیرد. حمایت باید به کاهش شوک کمک کند، نه اینکه جایگزین منطق بازار شود. تنها در چنین شرایطی است که بورس می‌تواند از دوره‌های فرسایشی عبور کند و به سمت بازاری عمیق‌تر، شفاف‌تر و حرفه‌ای‌تر حرکت کند.

چرا بورس ایران ارزان تر از همتایانش است؟



۱۵.۵ است. این شکاف نزدیک به ۹ واحدی، سال هاست که تحلیل گران داخلی را به چالش کشیده و پاسخ‌های متنوعی برای آن ارائه شده؛ از نقدشوندگی پایین گرفته تا تحریم‌ها و محدودیت‌های ارزی.

اما داده‌های آماری نشان می‌دهد بخش قابل توجهی از این فاصله را می‌توان صرفاً با یک متغیر توضیح داد: ریسک سیاسی. امتیاز ریسک سیاسی ایران در مقایسه با سایر کشورهای نمونه، حدود ۲۱ واحد پایین‌تر است. این فاصله به تنهایی می‌تواند حدود ۲.۲ واحد از اختلاف ۹ واحدی P/E ایران با میانگین جهانی را توجیه کند؛ یعنی نزدیک به ۲۰ درصد از دلیل پایین بودن ارزش گذاری بورس ایران. البته ریسک سیاسی تنها عامل نیست. نرخ بهره بدون

کشورهایی که زیرساخت‌های نهادهای ناپایدار تر است، یک بحران سیاسی می‌تواند سریع‌تر به اقتصاد واقعی و بازار سرمایه سرایت کند. از همین روست که سرمایه‌گذاران بین‌المللی هنگام تخصیص سرمایه به این بازارها، ریسک سیاسی را جدی‌تر از شاخص‌های کلاسیک اقتصادی می‌گیرند.

اما نکته جالب توجه، کاربرد این نتیجه در فهم یک پدیده آشنا برای فعالان بازار سرمایه ایران است: چرا P/E بورس تهران همواره پایین‌تر از میانگین جهانی است؟ اگر نگاهی به اعداد ببندازیم، میانگین تاریخی P/E در ایران حدود ۱۶.۷ است. این در حالی است که میانگین همین شاخص برای سایر کشورهای در حال توسعه مورد بررسی، حدود

علی رضا امیدی

کارشناسی ارشد مدیریت موسسه عالی پژوهشی مدیریت و برنامه‌ریزی

بازار سهام در هر کشوری، بیش از آنکه صرفاً محلی برای دادوستد سهام باشد، آینه‌ای است از انتظارات اقتصادی، اعتماد سرمایه‌گذاران و فضای کلی حاکم بر یک جامعه. در میان همه شاخص‌هایی که تحلیل گران برای سنجش «ارزان» یا «گران» بودن بازار به کار می‌گیرند، نسبت قیمت به سود یا P/E ساده‌ترین و در عین حال پرکاربردترین ابزار است. این عدد نشان می‌دهد بازار چند سال طول می‌کشد تا با سودآوری فعلی شرکت‌ها، سرمایه اولیه را بازگرداند.

اما P/E فقط یک عدد حسابداری نیست؛ بلکه خلاصه‌ای است از ریسک‌ها، امیدها و ترس‌هایی که در قیمت سهام نهفته است. بررسی‌های اخیر بر روی داده‌های ۲۶ اقتصاد در حال توسعه طی دو دهه گذشته، نکته‌ای مهم را آشکار کرده: ریسک سیاسی، یکی از قوی‌ترین عوامل تعیین‌کننده سطح P/E در این بازارهاست.

هر چه فضای سیاسی یک کشور پر آشوب‌تر باشد، سرمایه‌گذاران پول بیشتری را به عنوان «حق ریسک» طلب می‌کنند. این یعنی آن‌ها حاضرند سهام آن کشور را با قیمت پایین‌تری بخرند یا به عبارت دیگر، P/E پایین‌تری را بپذیرند. این رابطه معکوس در بررسی‌های آماری پایدار باقی مانده، حتی وقتی متغیرهای دیگری چون نرخ بهره، تورم، رشد اقتصادی و نوسانات جهانی را در نظر بگیریم. بازارهای نوظهور و در حال توسعه همواره نسبت به تحولات سیاسی حساس‌تر از اقتصادهای پیشرفته بوده‌اند. در

بازار در دام اعداد اسمی؛ چرا بورس ایران از درک تورم عقب می‌ماند؟

از بحران‌های حباب قیمتی را به‌خوبی منعکس کرده است. در این دوره، همبستگی معناداری بین رفتار سرمایه‌گذاران و نوسانات نرخ ارز مشاهده می‌شود که بیانگر تأثیر غیرمستقیم اما عمیق سیگنال‌های تورمی غیرمنتظره بر ذهنیت معامله‌گران است.

در مقابل، در بازه‌هایی که بازار با تورم انتظاری و پیش‌بینی‌شده مواجه بوده، رفتار سرمایه‌گذاران متفاوت بوده است. در این دوره‌ها مشاهده می‌شود که هم خریداران و هم فروشندگان با درک متقارن‌تر از ریسک وارد بازار شده‌اند و الگوهای دوجوهری سیگنالی در یک تعادل نسبی و پایدارتر قرار گرفته‌اند.

نتیجه‌گیری

توهم پولی در اقتصاد ایران تنها یک اصطلاح آکادمیک نیست، بلکه پدیده‌ای ملموس است که هر لحظه در رفتار معامله‌گران بازار سهام و ارز مشاهده می‌شود. وقتی سرمایه‌گذاران تورم را در بازه‌های کوتاه‌مدت نادیده گرفته و تصمیمات خود را صرفاً بر مبنای ارقام اسمی اتخاذ می‌کنند، در واقع زمینه‌ساز رفتارهای توده‌واری می‌شوند که می‌تواند ثبات کل بازار را به خطر بیندازد.

برای سیاست‌گذاران بازار سرمایه، درس اصلی این است که مدیریت انتظارات تورمی و شفاف‌سازی به‌موقع درباره سیاست‌های پولی و ارزی، می‌تواند به‌عنوان یک «تلنگر» مثبت عمل کند و سرمایه‌گذاران را به سمت تصمیمات منطقی‌تر سوق دهد. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران نیز باید توجه داشته باشند که درک ریسک تورمی صرفاً در بلندمدت معنا پیدا نمی‌کند، بلکه پوشش ریسک در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت نیز برای حفظ ارزش واقعی دارایی‌ها ضروری است.

بازار سرمایه ایران در سال‌های پیش رو همچنان با چالش تورم و نوسانات ارزی روبه‌رو خواهد بود. آنچه می‌تواند این بازار را از چرخه‌های تکراری حباب قیمتی و رکودهای عمیق نجات دهد، عبور جمعی از «توهم پولی» و تقویت فرهنگ تصمیم‌گیری مبتنی بر ارزش واقعی به‌جای ارقام اسمی است. در غیر این صورت، تکانه‌های توهمی همچنان بازار را در دست خواهند گرفت.

حالت، حجم معاملات در یک تعادل نسبی قرار گرفته و رفتار توده‌وار دوسویه مشاهده می‌شود؛ یعنی هم خریداران و هم فروشندگان با منطق مشخص‌تری وارد بازار می‌شوند. اما زمانی که سیگنال‌های غیرانتظاری بازار ارز بر جسته می‌شود، درک ریسک سرمایه‌گذاران دچار تحول عمیق می‌گردد. در این شرایط، باورهای اولیه افراد تحت تأثیر «تلنگرهای» محیطی قرار گرفته و آن‌ها را به سمت رفتارهای یک‌سویه سوق می‌دهد. بررسی رفتار بازار سهام ایران در بازه زمانی میان سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹ نشان می‌دهد که در دوره‌های بحرانی تورم و جهش نرخ ارز، سرمایه‌گذاران حقیقی بیشتر به فروش سهام و خروج از بازار اقدام کرده‌اند؛ حتی در شرایطی که از منظر منطقی بلندمدت، نگهداری دارایی‌های واقعی می‌توانست استراتژی بهتری برای حفظ ارزش باشد.

رفتار توده‌وار در بحران‌های تورمی

نظریه «تلنگر» که در سال‌های اخیر مورد توجه محافل اقتصادی قرار گرفته، بر این نکته تأکید دارد که عوامل ساختاری و محیطی می‌توانند بدون آنکه سرمایه‌گذاران متوجه شوند، تصمیمات آن‌ها را جهت دهند. در بازار سرمایه ایران، عواملی چون عدم توازن نرخ بهره اوراق قرضه و سپرده‌های بانکی، نوسانات لحام گسیخته نرخ ارز و فضای رسانه‌ای متأثر از اخبار تورمی، همگی به‌عنوان «تلنگرهای» رفتاری عمل می‌کنند.

در چنین فضایی، سرمایه‌گذاران غیر حرفه‌ای که بخش قابل توجهی از معاملات روزانه را تشکیل می‌دهند، تمایل ذاتی دارند رفتار یکدیگر را تقلید کنند. این پدیده که «همگرایی درونی زنجیره‌های سیگنالی» نامیده می‌شود، به این معناست که افراد حتی زمانی که سیگنال مستقل خود را دارند، ترجیح می‌دهند به دنبال رفتار جمع بروند. نتیجه این می‌شود که حجم معاملات در برخی دوره‌ها به‌شدت نامتقارن شده و بازار با ناتهادلی آشکار در خرید و فروش روبه‌رو می‌گردد.

تحلیل روند معاملات در بازار بورس تهران در سال‌های منتهی به ۱۳۹۹ نشان می‌دهد که نوسانات شاخص تکانه‌ها در هفته‌های اولیه این بازه، رفتار یک‌سویه و متأثر

شرکت‌ها ممکن است تحت تأثیر تورم واقعی قرار گیرند، اما سرمایه‌گذار غیر حرفه‌ای اغلب این پیچیدگی را نادیده می‌گیرد. نتیجه این می‌شود که رفتار خرید و فروش سهام بر مبنای درک نادرست از ریسک شکل گرفته و فرد در حالی که فکر می‌کند سود کرده، در واقع ارزش واقعی دارایی خود را از دست داده است.

تکانه‌های بازار و احساسات توده‌وار

در بازار بورس اوراق بهادار تهران، متغیری تحت عنوان «شاخص تکانه‌ها» (MARKET MOMENTUM) نقش کلیدی در تعدیل بازده شرکت‌ها، حجم معاملات و اندازه بنگاه‌ها ایفا می‌کند. این شاخص در واقع نوساناتی را منعکس می‌کند که ریشه در احساسات و رفتارهای غیر منطقی سرمایه‌گذاران دارد و نمی‌توان آن را صرفاً با متغیرهای بنیادی توضیح داد.

تکانه‌های بازار در نقاطی که وضعیت انتظاری و غیرانتظاری درک ریسک با یکدیگر تلاقی می‌کنند، شدت می‌یابد. به‌عبارت دیگر، زمانی که سرمایه‌گذاران با سیگنال‌های تورمی غیرمنتظره مواجه می‌شوند، رفتار توده‌واری از خود بروز می‌دهند که می‌تواند منجر به حباب‌های قیمتی یا فرار دسته‌جمعی از بازار شود. این رفتارها که در ادبیات مالی رفتاری «همگرایی سیگنالی» نامیده می‌شود، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران اغلب به جای تحلیل بنیادی عمیق، به دنبال سیگنال‌های کوتاه‌مدت بازار هستند و در این مسیر، احساسات جمع بر منطق فردی غلبه می‌کند.

سیگنال‌های تورمی بازار ارز و سهام

یکی از مهم‌ترین کانال‌های انتقال توهم پولی به بازار سهام، نوسانات شدید بازار ارز است. در شرایطی که نرخ ارز با شتاب افزایش می‌یابد، سرمایه‌گذاران با دو گروه سیگنال روبه‌رو می‌شوند: سیگنال‌های انتظاری که بر مبنای پیش‌بینی‌های بلندمدت از تورم شکل گرفته و سیگنال‌های غیرانتظاری که ناشی از شوک‌های کوتاه‌مدت و سوگیری‌های شناختی است. در وضعیت انتظاری، سرمایه‌گذاران با چشم‌اندازهای بلندمدت، تورم را به‌عنوان متغیری ساختاری می‌پذیرند و به دنبال تعدیل بهینه سبد دارایی‌های خود هستند. در این

همایون خسروی گلمت آبادی

اقتصاد ایران در سال‌های اخیر با موج‌های پی‌درپی تورم دست‌وپنجه نرم کرده است. در چنین فضایی، بازار سرمایه به‌عنوان یکی از محدود کانال‌های ممکن برای حفظ ارزش دارایی‌ها، مورد توجه گسترده خانوارها و سرمایه‌گذاران خرد و کلان قرار گرفته است. با این حال، رفتار عملیاتی معامله‌گران در این بازار اغلب با پارادوکس‌هایی همراه بوده که تنها با منطق کلاسیک اقتصادی قابل تفسیر نیست. یکی از عمیق‌ترین این پدیده‌ها، «توهم پولی» (MONEY ILLUSION) است؛ یعنی تمایل ذاتی افراد به ارزیابی دارایی‌ها و سودها صرفاً بر مبنای ارقام اسمی و بدون تعدیل با ارزش واقعی پول.

این پدیده که ریشه در باورهای اولیه و سوگیری‌های شناختی سرمایه‌گذاران دارد، می‌تواند الگوهای رفتاری توده‌واری را در بازار سهام ایجاد کند که گاهی با منافع منطقی آنان در تضاد کامل قرار می‌گیرد. در شرایط تورمی، سرمایه‌گذاران انتظار دارند جریان‌های نقدی شرکت‌ها با نرخ تورم رشد کند، اما در عمل بسیاری از آن‌ها در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت، پوشش ریسک تورمی را نادیده گرفته و تصمیمات هیجانی اتخاذ می‌کنند.

ماهیت توهم پولی و بازار سرمایه

مفهوم توهم پولی نخستین بار در ادبیات اقتصادی توسط فرانکو مودیلیانی و ریچارد کوهن مطرح شد و بعدها در قالب نظریه‌های رفتاری مالی توسعه یافت. این پدیده به‌طور خلاصه به این معناست که افراد، نرخ بهره و سود اسمی را به جای نرخ واقعی در تصمیمات مالی خود لحاظ می‌کنند. در اقتصادی که سال‌هاست با تورم دورقمی دست‌وپنجه نرم می‌کند، عادت کردن به ارقام بزرگ اسمی می‌تواند درک واقعی از ارزش‌زدایی پول را مخدوش سازد.

وقتی سرمایه‌گذاران در بازه‌های کوتاه‌مدت به سودهای اسمی بسنده می‌کنند و رشد قیمت سهام را بدون تعدیل با نرخ تورم ارزیابی می‌نمایند، در واقع دچار توهم پولی شده‌اند. این در حالی است که در بلندمدت، جریان‌های نقدی

چیدمان هوشمند پر تفوی؛ از کنترل ریسک تا خلق بازدهی پایدار

میثم آهوان

مدیرعامل سبدگردان البرز

بازارهای مالی بیش از آنکه محل پیش‌بینی‌های دقیق باشند، صحنه تقابل رفتارها، انتظارات و واکنش‌ها هستند. در چنین فضایی، آنچه سرنوشت سرمایه‌گذاران را تعیین می‌کند، نه صرفاً اطلاعات یا حتی زمان ورود به بازار، بلکه نوع نگاه و شیوه تصمیم‌گیری آن‌هاست. تجربه سال‌های اخیر بازار سرمایه ایران به‌خوبی نشان داده‌است که در نهایت، این سرمایه‌گذار حرفه‌ای است که از دل نوسانات، مسیر سودآوری پایدار را پیدا می‌کند. واقعیت آن است که بازار سهام در بسیاری از صنایع، پس از پشت سر گذاشتن دوره‌های اصلاح، به محدوده‌هایی رسیده که از منظر ارزش‌گذاری، جذاب‌تر از گذشته به نظر می‌رسد. کاهش قیمت‌ها در شرایطی اتفاق افتاده که در برخی شرکت‌ها، متغیرهای بنیادی نه تنها تضعیف نشده، بلکه در مواردی بهبود نیز داشته‌است. همین فاصله میان قیمت و ارزش ذاتی، یکی از مهم‌ترین فرصت‌هایی است که معمولاً در دوره‌های نااطمینانی شکل می‌گیرد؛ فرصت‌هایی که اغلب توسط سرمایه‌گذاران هیجانی نادیده گرفته می‌شوند و در مقابل، توسط حرفه‌ای‌ها شکار می‌شوند.

با این حال، نمی‌توان نقش متغیرهای کلان اقتصادی را در تعیین مسیر بازار نادیده گرفت. نرخ تورم، سیاست‌های پولی، نوسانات نرخ ارز، وضعیت بودجه دولت و سطح نقدینگی، همگی عواملی هستند که به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم بر بازار سهام اثر می‌گذارند. در کنار این‌ها، ریسک‌های سیاسی و بین‌المللی نیز می‌توانند با ایجاد نااطمینانی، جریان نقدینگی را در بازارها جابه‌جا کنند. به همین دلیل، هرگونه تحلیل از بازار بدون در نظر گرفتن این متغیرها، تحلیلی ناقص و بالقوه گمراه‌کننده خواهد بود. در صورت کاهش ریسک‌های سیستماتیک و ایجاد ثبات نسبی در متغیرهای کلان، بازار سهام این ظرفیت را دارد که بار دیگر به یکی از جذاب‌ترین گزینه‌های سرمایه‌گذاری تبدیل شود. اما تازمانی که این شرایط به‌طور کامل محقق نشده، نوسان همچنان ویژگی غالب بازار باقی خواهد ماند. این همان نقطه‌ای است که تفاوت میان سرمایه‌گذار حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای آشکار می‌شود؛ یکی نوسان را تهدید می‌بیند و

دیگری آن را فرصت. در کنار بازار سهام، طلا همچنان جایگاه خود را به‌عنوان مهم‌ترین ابزار پوشش ریسک حفظ کرده‌است. در اقتصادی که با تورم مزمن و کاهش ارزش پول ملی مواجه است، نگهداری بخشی از دارایی‌ها در قالب طلا، یک تصمیم منطقی و محافظه‌کارانه محسوب می‌شود. طلا به‌ویژه در دورهای افزایش تنش‌های ژئوپلیتیک یا رشد قیمت‌های جهانی، عملکردی قابل توجه از خود نشان می‌دهد و می‌تواند به‌عنوان ضربه‌گیر پر تفوی عمل کند. نقره نیز در این میان، جایگاهی متفاوت دارد. این فلز علاوه بر نقش سرمایه‌ای، به دلیل کاربردهای گسترده صنعتی، از پتانسیل رشد متفاوتی برخوردار است. در برخی دوره‌ها، نقره حتی بازدهی بالاتری نسبت به طلا ثبت کرده‌است؛ اما در مقابل، نوسانات آن نیز شدیدتر بوده‌است. به همین دلیل، نقره بیشتر مناسب سرمایه‌گذاری است که در جای‌ای ریسک‌پذیری را در استراتژی خود پذیرفته‌اند و به دنبال بازدهی بالاتر در ازای پذیرش نوسان بیشتر هستند.

در سوی دیگر، ابزارهای درآمد ثابت مانند اوراق بدهی و صندوق‌های با درآمد ثابت، گزینه‌ای مناسب برای سرمایه‌گذارانی هستند که به دنبال حفظ اصل سرمایه و دریافت سود منظم هستند. این ابزارها در دوره‌هایی که نرخ سود واقعی در سطح مناسبی قرار دارد، می‌توانند نقش مهمی در مدیریت نقدینگی ایفا کنند. با این حال، در بلندمدت و به‌ویژه در شرایط تورمی، معمولاً از دارایی‌های سرمایه‌ای عقب می‌مانند و به تنهایی نمی‌توانند پاسخگوی اهداف رشد سرمایه باشند.

بر همین اساس، یکی از مهم‌ترین اصولی که سرمایه‌گذار حرفه‌ای به آن پایبند است، تنوع‌بخشی به سبد دارایی‌هاست. تمرکز بر یک بازار یا یک دارایی خاص، ریسک سرمایه‌گذاری را به شدت افزایش می‌دهد. در مقابل، ترکیب هوشمندانه‌ای از دارایی‌ها می‌تواند ضمن کاهش ریسک، امکان بهره‌برداری از فرصت‌های مختلف را فراهم کند. در شرایط فعلی، می‌توان ترکیبی متعادل از سهام ارزنده، طلا و ابزارهای درآمد ثابت را به‌عنوان یک استراتژی منطقی در نظر گرفت. در این میان، نقره نیز می‌تواند سهم کوچکی از پرتفوی را به خود اختصاص دهد و به‌عنوان یک دارایی مکمل ایفای نقش کند. اما فراتر از ترکیب دارایی‌ها، آنچه بیش از هر چیز اهمیت دارد، چارچوب ذهنی و انضباط رفتاری سرمایه‌گذار است. یکی از خطاهای رایج در بازار، تصمیم‌گیری بر اساس اخبار روزانه و نوسانات کوتاه‌مدت است. چنین رویکردی، سرمایه‌گذار را در معرض تصمیم‌های هیجانی قرار می‌دهد و معمولاً به نتایج ناپایدار منجر می‌شود. در مقابل، سرمایه‌گذار

حرفه‌ای تلاش می‌کند تا از هیاهوی روزمره فاصله بگیرد و بر روندهای بلندمدت تمرکز کند. این نگاه بلندمدت، مستلزم بررسی همزمان مجموعه‌ای از متغیرهای اقتصادی است. نرخ تورم، سیاست‌های پولی، روند نقدینگی، وضعیت بازارهای جهانی، سودآوری شرکت‌ها و چرخه‌های اقتصادی، همگی باید در یک چارچوب تحلیلی منسجم مورد بررسی قرار گیرند. علاوه بر این، تحلیل صورت‌های مالی، ارزیابی کیفیت سود و شناسایی مزیت‌های رقابتی شرکت‌ها نیز از ابزارهای کلیدی در تصمیم‌گیری حرفه‌ای محسوب می‌شوند. مدیریت ریسک نیز در این میان نقش تعیین‌کننده‌ای دارد. تعیین حد ضرر، اجتناب از تمرکز بیش از حد بر یک سهم یا صنعت، و داشتن استراتژی مشخص برای ورود و خروج از بازار، از جمله اقداماتی است که می‌تواند از زیان‌های سنگین جلوگیری کند. همچنین، تعیین افق سرمایه‌گذاری و پایبندی به آن، از دیگر عوامل کلیدی در موفقیت بلندمدت است.

تجربه بازار سرمایه ایران بارها نشان داده‌است که تصمیم‌های هیجانی، هرچند ممکن است در کوتاه‌مدت سودهایی ایجاد کنند، اما در بلندمدت معمولاً به زیان ختم می‌شوند. موج‌های صعودی و نزولی که بر پایه شایعات یا اخبار مقطعی شکل می‌گیرند، اغلب سرمایه‌گذارانی را متضرر می‌کنند که بدون تحلیل وارد بازار شده‌اند. در مقابل، کسانی که با صبر و بر اساس تحلیل عمل می‌کنند، حتی اگر در کوتاه‌مدت بازدهی کمتری داشته باشند، در بلندمدت عملکرد بهتری از خود نشان می‌دهند.

در نهایت، می‌توان گفت مهم‌ترین مزیت سرمایه‌گذار حرفه‌ای، توانایی او در کنترل هیجانات و پایبندی به اصول تحلیلی است. در بازاری که هر روز با خبرها و شایعات جدیدی مواجه است، این آرامش ذهنی و انضباط فکری است که مسیر موفقیت را هموار می‌کند. نگاه بلندمدت، صبر در مواجهه با نوسانات و تکیه بر تحلیل، سه ضلع اصلی مثلثی هستند که می‌توانند به خلق بازدهی پایدار منجر شوند.

بازارهای مالی همواره با عدم قطعیت همراه‌اند و هیچ استراتژی‌ای بدون ریسک نیست. اما آنچه می‌تواند این ریسک را مدیریت‌پذیر کند، داشتن یک رویکرد حرفه‌ای و ساختارمند است. سرمایه‌گذاری موفق، بیش از آنکه به پیش‌بینی آینده وابسته باشد، به آمادگی برای مواجهه با سناریوهای مختلف بستگی دارد.

در یک جمله، برنده واقعی بازار کسی است که در اوج هیجان، آرام بماند؛ در زمان ترس، تحلیل کند و در میان هیاهوی روزانه، مسیر بلندمدت را فراموش نکند.



وزارت فرهنگ و ارشاد اسلامی
روابط عمومی و امور بین‌الملل

عشق سرت کربلای تو لبیک است یان

فرا رسیدن اربعین حسینی تسلیت باد



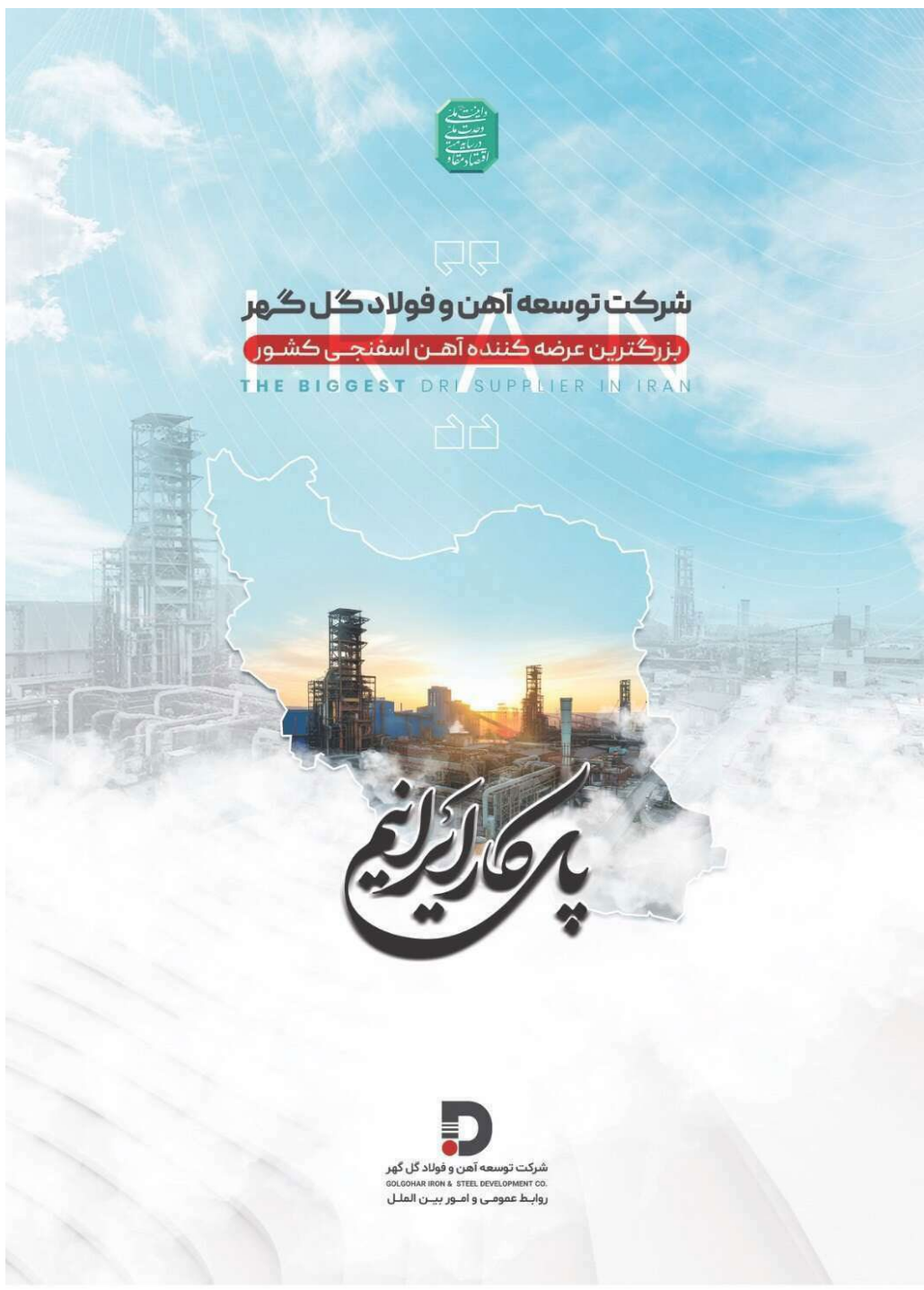
شرکت توسعه آهن و فولاد گل‌گهر

بزرگترین عرضه‌کننده آهن اسفنجی کشور
THE BIGGEST DRI SUPPLIER IN IRAN

پرکارترین



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



فرا تر از بازدهی کوتاه مدت؛ سرمایه گذاری در عصر تورم و نااطمینانی

دیدگاه میان مدت و بلندمدت وابسته است؛ نه معاملات هیجانی و تصمیم هایی که صرفاً بر پایه اخبار روز اتخاذ می شوند. در مقابل، زمانی که سطح نااطمینانی در اقتصاد افزایش می یابد یا انتظارات تورمی تقویت می شود، بخشی از نقدینگی معمولاً مسیر خود را به سمت دارایی هایی تغییر می دهد که از دیرباز نقش «پناهگاه امن سرمایه» را ایفا کرده اند. در میان این دارایی ها، طلا جایگاه ویژه ای دارد. این فلز گرانبها نه تنها در اقتصاد ایران، بلکه در بازارهای جهانی نیز همواره یکی از مهم ترین ابزارهای حفظ ارزش دارایی در دوره های بی ثباتی اقتصادی و سیاسی بوده است.

البته تحلیل بازار طلا در شرایط فعلی صرفاً با تکیه بر عوامل داخلی امکان پذیر نیست. قیمت طلا در ایران علاوه بر نرخ ارز، به تحولات بازارهای جهانی نیز وابسته است. در سال های اخیر، افزایش خرید طلا توسط بانک های مرکزی، تداوم برخی تنش های ژئوپلیتیکی و تغییر انتظارات نسبت به سیاست های پولی فدرال رزرو، از مهم ترین عوامل اثرگذار بر روند قیمت جهانی این فلز بوده اند. از سوی دیگر، هرگونه تغییر در مسیر نرخ های بهره آمریکا می تواند بر جذابیت سرمایه گذاری در طلا اثر بگذارد؛ زیرا کاهش نرخ های بهره معمولاً هزینه فرصت نگهداری طلا را کاهش داده و به افزایش تقاضا برای آن منجر می شود، در حالی که افزایش نرخ های بهره می تواند بخشی از این جذابیت را محدود کند.

با این حال، حتی در دوره هایی که سیاست های پولی انقباضی ادامه دارد، تجربه سال های اخیر نشان داده است که افزایش نااطمینانی های اقتصادی و سیاسی می تواند همچنان از قیمت طلا حمایت کند؛ موضوعی که اهمیت این دارایی را در مدیریت ریسک سبد سرمایه گذاری بیش از گذشته نمایان ساخته است. در کنار طلا، نقره نیز طی سال های اخیر بیش از گذشته مورد توجه سرمایه گذاران قرار گرفته است. اگرچه این فلز گرانبها همواره تحت تأثیر روند قیمت طلا قرار دارد، اما برخلاف طلا تنها یک دارایی سرمایه ای نیست و بخش قابل توجهی از تقاضای آن از سوی صنایع مختلف شکل می گیرد. توسعه فناوری های نوین، گسترش استفاده از انرژی های تجدیدپذیر، تولید خودروهای برقی و تجهیزات الکترونیکی، جایگاه نقره را در زنجیره تولید جهانی تقویت کرده است. به همین دلیل، قیمت نقره علاوه بر انتظارات تورمی و تحولات بازارهای مالی، به وضعیت رشد اقتصادی و فعالیت های صنعتی نیز وابسته است.

ادامه در صفحه ۱۲



دارایی های واقعی، جریان در آمدی پایدار و توانایی انتقال افزایش هزینه ها به قیمت محصولات خود بر خوردارند، معمولاً ظرفیت بیشتری برای حفظ ارزش ذاتی خود دارند. به همین دلیل، بازار سرمایه در بلندمدت همچنان می تواند یکی از مهم ترین ابزارهای مقابله با آثار تورم باشد.

با این حال، بازار سهام امروز با سال های گذشته تفاوت های قابل توجهی دارد. در شرایط فعلی، دیگر نمی توان انتظار داشت که تقریباً همه صنایع و شرکت ها هم زمان از رشد قیمت بر خوردار شوند. افزایش نرخ های سود، محدودیت های تأمین مالی، تغییر مقررات، نوسانات نرخ ارز و فضای نامطمئن اقتصادی، موجب شده است که کیفیت سودآوری شرکت ها بیش از گذشته مورد توجه فعالان بازار قرار گیرد. به بیان دیگر، بازار به تدریج از رفتارهای هیجانی فاصله گرفته و به سمت ارزش گذاری دقیق تر شرکت ها حرکت کرده است.

این موضوع اگرچه ممکن است در کوتاه مدت باعث کاهش سرعت رشد بازار شود، اما در بلندمدت می تواند به بلوغ بیشتر بورس کمک کند. در چنین فضایی، شرکت هایی که از ساختار مالی مناسب، مزیت رقابتی، جریان نقد عملیاتی مطلوب و چشم انداز روشن تری بر خوردارند، شانس بیشتری برای جذب سرمایه خواهند داشت. بنابراین، موفقیت در بازار سهام بیش از هر زمان دیگری به تحلیل، انتخاب صحیح و داشتن

فرزاد محمدی

کارشناس بازار سرمایه

سرمایه گذاری در اقتصاد ایران همواره بیش از آنکه به انتخاب یک بازار وابسته باشد، به درک صحیح از شرایط اقتصاد کلان بستگی داشته است. در سال های اخیر نیز این واقعیت بیش از گذشته خود را نشان داده است؛ به گونه ای که نقدینگی در واکنش به تغییر انتظارات تورمی، نرخ های سود، نوسانات ارزی و تحولات سیاسی، به طور مستمر میان بازارهای مختلف جابه جا شده است. از این رو، پرسش اصلی امروز دیگر این نیست که «کدام بازار بیشترین بازدهی را خواهد داشت؟» بلکه این است که «در شرایط فعلی کدام بازار می تواند تعادل مناسب تری میان حفظ ارزش سرمایه، بازدهی و میزان ریسک ایجاد کند؟»

اقتصاد ایران همچنان با چالش هایی مانند تورم ساختاری، رشد مستمر حجم نقدینگی، نوسانات نرخ ارز و نااطمینانی در فضای سیاست گذاری مواجه است. در چنین محیطی، سرمایه گذاران بیش از هر زمان دیگری تلاش می کنند ارزش واقعی دارایی های خود را حفظ کنند. همین موضوع باعث شده است که جریان نقدینگی، برخلاف گذشته، کمتر به دنبال بازدهی های کوتاه مدت و بیشتر در جستجوی بازاری باشد که بتواند در برابر کاهش قدرت خرید، مقاومت بیشتری از خود نشان دهد. این رفتار البته منحصر به اقتصاد ایران نیست. در سطح جهانی نیز سرمایه گذاران همواره میان دارایی های ریسکی و کم ریسک در حال جابه جایی هستند. تفاوت در این است که در اقتصاد ایران، نرخ بالای تورم و نوسانات متغیرهای کلان، سرعت این جابه جایی را افزایش داده و تصمیم گیری را برای سرمایه گذاران دشوارتر کرده است. به همین دلیل، ارزیابی بازارهای مختلف نباید صرفاً بر پایه عملکرد گذشته یا نوسانات کوتاه مدت انجام شود؛ بلکه لازم است هر بازار در چارچوب شرایط اقتصاد کلان، افق سرمایه گذاری و میزان ریسک پذیری سرمایه گذار مورد بررسی قرار گیرد.

در این میان، بازار سهام همچنان یکی از مهم ترین مقاصد سرمایه در اقتصاد ایران محسوب می شود. تجربه نشان داده است که در دوره های تورمی، شرکت هایی که از

بیمه آسیا در مسیر تعادل؛

رشد فروش همزمان با کنترل خسارت

این سامانه به ازای هر پرونده خسارت حدود ۲ میلیون تومان صرفه جویی ایجاد کرده است؛ رقمی که در مقیاس تعداد بالای پرونده های خسارت، می تواند به کاهش قابل توجه هزینه های عملیاتی منجر شود. همچنین شناسه دار شدن پرداخت ها به بهبود شفافیت و نظارت داخلی کمک کرده و امکان رهگیری دقیق تر فرآیندها را فراهم آورده است.

در بخش برنامه های توسعه ای، مدیران بیمه آسیا از تدوین استراتژی های جدید در حوزه بازاریابی، استقرار نظام بهره وری، پرداخت مبتنی بر عملکرد و توسعه فروش نقدی به عنوان مهم ترین اهداف سال جاری یاد کردند. همچنین اصلاح آیین نامه طبقه بندی نمایندگان با هدف هدایت آن ها به سمت رشته های سودآورتر، به عنوان یکی از ابزارهای کلیدی در بهبود کیفیت پرتفوی مطرح شد. این اقدام می تواند به کاهش ریسک های ناخواسته و افزایش بازدهی عملیاتی شرکت کمک کند. در حوزه مالی، موضوع مطالبات شرکت نیز مورد توجه قرار گرفت. اعلام شد حدود ۳۵ همت از مطالبات ثبت شده، ناشی از نحوه ثبت قراردادها بوده و مطالبات واقعی تلقی نمی شود. با این حال، بخشی از این مبالغ به صورت اقساطی و در دوره های آتی وصول خواهد شد. همچنین حق بیمه های شناسایی شده اما تحقق نیافته، مطابق مقررات ذخیره گیری شده اند. این توضیحات نشان می دهد مدیریت شرکت در تلاش است تصویر شفاف تری از وضعیت نقدشوندگی و مطالبات ارائه دهد.

اقدامات انجام شده در حوزه املاک می تواند در آینده به بهبود بهره وری دارایی ها و تصمیم گیری دقیق تر در خصوص نگهداری یا واگذاری آن ها منجر شود.

در حوزه ریسک نیز تأکید شد که با توجه به الزامات بیمه مرکزی، شرکت در معرض ریسک های بزرگ قرار ندارد. در جریان خسارت های ناشی از جنگ نیز، خسارت خودروها و منازل پرداخت شده است. این موضوع نشان دهنده رعایت چارچوب های فنی در پذیرش ریسک های کلان است.

در مجموع، داده های ارائه شده در مجمع سالیانه بیمه آسیا نشان می دهد این شرکت در تلاش است با ترکیب رشد فروش، کنترل خسارت، بهبود فرآیندهای عملیاتی و توسعه زیرساخت های فناوری، مسیر خود را به سمت سودآوری پایدارتر و با کیفیت تر بازتعریف کند؛ مسیری که در صورت تداوم، می تواند جایگاه این شرکت را در صنعت بیمه ارتقا دهد.

ثبت نسبت خسارت ۵۵ درصدی در کنار رشد ۳۸ درصدی فروش، نشان دهنده حرکت بیمه آسیا به سمت سودآوری با کیفیت تر است.

مجمع عمومی عادی سالیانه شرکت بیمه آسیا با حضور بیش از ۸۵ درصد سهامداران برگزار شد و مجموعه ای از داده های عملیاتی، مالی و برنامه های راهبردی شرکت در این نشست ارائه شد؛ داده هایی که در مجموع تصویری از یک شرکت در حال بازاریابی فنی و مالی را ترسیم می کند. بر اساس گزارش ارائه شده، بیمه آسیا در سال گذشته توانست رشد ۳۸ درصدی در فروش را ثبت کند و همزمان حدود ۴۵ همت خسارت به بیمه گذاران پرداخت کرد. این سطح از پرداخت خسارت، علاوه بر نشان دادن مقیاس عملیاتی شرکت، اهمیت مدیریت جریان نقدی و ذخایر فنی را نیز برجسته می کند. در عین حال، مهم ترین نکته ای که در این مجمع مورد توجه قرار گرفت، فاصله قابل توجه نسبت خسارت شرکت با متوسط صنعت بود.

در حالی که رشد نسبت خسارت در صنعت بیمه به حدود ۹۸ درصد رسیده و حتی در سه ماهه نخست سال جاری از رشد بیش از ۱۵۰ درصدی خسارت ها گزارش شده، نسبت خسارت بیمه آسیا در سطح ۵۵ درصد ثبت شده است. این اختلاف، نشان دهنده آن است که شرکت توانسته در حوزه انتخاب ریسک، کنترل خسارت و مدیریت پرتفوی عملکرد متعادل تری نسبت به متوسط بازار داشته باشد. هرچند تحلیل حرفه ای صنعت بیمه صرفاً بر یک شاخص متکی نیست، اما این نسبت می تواند نشانه ای از بهبود کیفیت عملیات بیمه گری باشد.

در کنار این عملکرد فنی، شرکت در حوزه سرمایه گذاری نیز روند مثبتی را تجربه کرده است. ارزش بازار پرتفوی سهام بیمه آسیا ۳۳ درصد افزایش یافته و سود خالص شرکت نیز رشد ۷ درصدی را ثبت کرده است. همچنین درآمد حاصل از سپرده گذاری بانکی با رشد ۸ درصدی همراه بوده که نشان می دهد بخشی از سودآوری همچنان از محل درآمد های سرمایه گذاری تأمین می شود.

در حوزه فناوری و اطلاعات، راه اندازی سامانه آنلاین یکی از اقدامات کلیدی شرکت عنوان شد. طبق اعلام مدیران،



سود خالص شتران ۲۳۸ درصد رشد کرد

۳۳ درصد افزایش یافت و این فاصله، حاشیه سود را به اوج رساند.

برآورد سال ۱۴۰۵ چشم انداز درخشانی را ترسیم می کند. درآمد عملیاتی به ۹۶۱ هزار میلیارد تومان پیش بینی می شود؛ رشدی ۱۱۰ درصدی. سود ناخالص نیز به ۱۱۵ هزار میلیارد تومان می رسد؛ رشدی ۳۵ درصدی که نشان می دهد 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 پروژه ها سالانه ۱۶۵ میلیون متر مکعب گاز طبیعی صرفه جویی می کنند و نشان دهنده تغییر راهبرد شرکت به سوی انرژی های 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 شرکت های پالایشی، نیاز داخلی را تأمین می کند. 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 طرح های توسعه ای آینده فراهم می سازد.

پالایش نفت تهران در سال ۱۴۰۴ نقطه عطفی در تاریخ مالی خود رقم زد. با برنامه ریزی منسجم و مدیریت هوشمندانه هزینه ها، شتران مسیر رشد پایدار خود را یافته و آماده حرکتی تاریخی است.

در سال مالی ۱۴۰۴، پالایش نفت تهران با نماد «شتران» به یکی از درخشان ترین 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 ۸۳۹ هزار ریال، محرک اصلی افزایش درآمد ریالی شرکت بود. سود ناخالص شرکت با جهشی ۲۵۹ درصدی از ۲۳۷ هزار میلیارد تومان به ۸۵۰ هزار میلیارد تومان صعود کرد و حاشیه سود ناخالص را از ۷ درصد به ۱۸٫۶ درصد رساند. سود خالص نیز با رشدی ۲۳۸ درصدی از ۲۴۱ هزار میلیارد تومان به ۸۱۵ هزار میلیارد تومان افزایش یافت و نرخ سود خالص را به ۱۸ درصد 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 مارجین شرکت را از ۷ دلار و ۳۳ سنت به ۱۴ دلار و ۳۷ سنت دو برابر کرد. مدیریت هزینه ها نیز در این دوره درخشید. بهای تمام شده کالای فروش رفته تنها ۱۶ درصد رشد کرد در حالی که درآمد



روى لبه تیغ؛ واكاوى ژئوپلیتیک،

سیاست پولی و دوراهی شکنده بورس در افق اقتصاد کلان

مجید بهرامی

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری آرمان توسعه‌مهان

پیش‌بینی رفتار بازار سرمایه ایران همیشه شبیه به راه رفتن روی لبه تیغ بوده‌است؛ جایی که متغیرهای کلان اقتصادی، سایه‌سنگین تنش‌های منطقه‌ای و تصمیمات متغیر رگولاتوری، دست به دست هم می‌دهند تا پیش‌بینی آینده تالار شیشه‌ای به کار سختی تبدیل شود. در شرایط کنونی، بازار سهام بیش از هر زمان دیگری در تقاطع چند نیروی مختلف قرار گرفته‌است؛ تنش‌های خاورمیانه، سیاست‌های انقباضی بانک مرکزی برای کنترل اعتبار، سردرگمی در سیاست‌های ارزی و مداخلات دستوری، هر کدام به سهم خود سودآوری شرکت‌ها و رفتار معامله‌گران را تحت تأثیر قرار داده‌اند. تداوم این چالش‌ها باعث شده تا تحلیلگران بازار بر این باور باشند که هر نوع ارزیابی از آینده بورس، نیازمند نگاهی عمیق‌تر به متغیرهای بنیادین و روندهای کلان است.

سایه سنگین ریسک‌های منطقه‌ای و دوگانه دارایی‌های امن

نخستین و شکننده‌ترین لایه ریسک در شرایط فعلی، گسترش ناآرامی‌ها و تنش‌ها در پهنه خاورمیانه است. سرمایه‌دانات از بی‌ثباتی فراری است و حوادثی مثل جنگ و تنش‌های منطقه‌ای، ضریب ریسک‌پذیری فعالان بازار را پایین می‌آورد و فضایی پر از احتیاط را بر معاملات حاکم می‌کند. در این فضا، نقدینگی ترجیح می‌دهد از بازار سهام فاصله بگیرد و به سمت دارایی‌های امن‌تر مانند طلا و ارز کوچ کند؛ روندی که افت تقاضا و عقب‌نشینی شاخص‌های بورسی را به همراه داشته‌است. سرمایه‌گذاران خرد و حقوقی در این شرایط تلاش می‌کنند با تغییر ترکیب دارایی‌های خود، از خطرات این تکرانه‌ها دور بمانند و ریسک سرمایه‌گذاری را به حداقل برسانند تا جلوی زیان‌های احتمالی را بگیرند.

✚

شریان‌های پول؛ اثر کنترل ترازنامه و نرخ بهره بر اقتصاد کلان

در سطح کلان، سیاست انقباضی «کنترل ترازنامه» که بانک مرکزی با هدف مهار تورم اجرا کرد، عرضه کل اعتبار را در شبکه بانکی محدود کرده است. در روزهایی که تورم ساختاری کشور همچنان بالاست، این سقف‌گذاری روی رشد ماهانه ترازنامه بانک‌ها، به چالشی جدی برای تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی و شرکت‌های بورسی تبدیل شده است. از سوی دیگر، روند صعودی نرخ بهره در سیستم بانکی برای جبران ناترازی‌ها، هزینه فرصت نگهداری پول را بالا برده است. وقتی سپرده‌های بانکی و اوراق بدون ریسک، سودهای جذاب و مطمئنی به بازار پیشنهاد می‌دهند، طبیعی است که ارزش جریان‌های نقدی آینده سهام تعدیل شود و بورس بخشی از جذابیت سنتی خود را برای سرمایه‌گذاران از دست بدهد. این انقباض پولی، توان رقابت شرکت‌های بورسی در جذب منابع مالی را محدود کرده و رکود معاملات را عمیق‌تر کرده است.

معمای ارزش‌گذاری، نظام چندنرخ‌ی و گره‌های تنظیم‌گری در بازار سرمایه

در بخش ارز نیز تداوم تورم ساختاری، روند صعودی نرخ ارز را ناگزیر نساخته است. با این حال، وجود نظام چندنرخ‌ی و اعمال نرخ‌های رسمی روی درآمدهای شرکت‌های بورسی که فاصله زیادی با نرخ بازار آزاد دارد، مانع از این شده است که سهامداران از واقعیت‌های اقتصادی بهر‌مند شوند. این فاصله عمیق، بخشی از سود واقعی شرکت‌های صادرات‌محور را قفل کرده و جلوی رشد واقعی ارزش سهام آن‌ها را گرفته است. هر چند تلاش‌هایی مثل مخالفت با قیمت‌گذاری دستوری از سوی نهادهای مختلف دیده شده، اما اجرایی شدن کامل آن هنوز به اصلاحات ساختاری عمیق‌تری نیاز دارد. در چنین فضایی، فعالان بازار چاره‌ای ندارند جز اینکه با رصد هوشمندانه ریسک‌ها، با احتیاط بیشتری دارایی‌های خود را مدیریت کنند.

صندوقی که املاک را سهامی کرد

صندوق ارزش مسکن؛ ۲۰۲ درصد بازدهی بایک ملک ۲۴۰۰ میلیاردی در تهران

امروزه مسکن، ستون استوار ثبات و امنیت برای هر فرد و خانواده است؛ این نهاد اجتماعی تنها کانون پیوندهای عاطفی، اجتماعی و اقتصادی ما نیست، بلکه مأمنی است برای زیستن در سایه آرامش و پاسداشت کرامت انسانی.

اگرچه امروزه مسکن بیش از هر چیز به کالایی تجاری تبدیل شده است، اما پیش از آن، یک حق بنیادین انسانی می‌باشد.

مسکن شایسته و مناسب به معنای اقامت در فضایی است که با فرهنگ و زیست‌بوم افراد سازگار بوده و دسترسی عادلانه به خدمات عمومی، مدارس و فرصت‌های شغلی را برای ساکنین خود فراهم آورد.

لازم به ذکر است کارشناسان امر بر این باورند که برای حل بحران مسکن، صرفاً افزایش آمار ساخت‌وساز و شهرسازی راه حل مسئله نیست؛ آنچه اهمیت بنیادین دارد، شیوه تأمین مالی، نوع طراحی، مکان‌یابی دقیق و شناخت گروه‌های هدف برای تأمین مسکن می‌باشد. در این میان سیستم‌های مالی و نهادهای اقتصادی نقشی تعیین‌کننده‌ای در بهبود وضعیت مسکن دارند.

بر همین اساس و در راستای هدفمندسازی بهره‌برداری و استفاده بهینه از املاک تحت تملک صندوق بازنشستگی کشوری این نهاد مالی در سال ۱۴۰۱ اقدام به تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات مدیریت ارزش سرمایه به عنوان اولین صندوق در نوع خودش نموده که در ادامه توجه شما را به گزارش عملکرد این صندوق در سال مالی منتهی به ۳۰ آذرماه ۱۴۰۴ جلب می‌نماییم.

معرفی صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات مدیریت ارزش مسکن

صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات مدیریت ارزش مسکن از نوع صندوق‌های (ETF) یا صندوق‌های قابل معامله می‌باشد که پس از اخذ موافقت اصولی از سازمان بورس و اوراق بهادار (سبا) در تاریخ ۱۴۰۱/۰۵/۱۱، در تاریخ ۱۴۰۱/۰۶/۲۷ به شماره ثبت ۵۴۳۶۱ نزد مرجع ثبت شرکتها ثبت گردیده و در تاریخ ۱۴۰۱/۰۷/۰۴ به شماره ثبت ۱۲۰۲۷ نزد سازمان بورس و اوراق بهادار به ثبت رسیده است.

پذیره نویسی صندوق در تاریخ ۱۴۰۱/۰۴/۲۷ انجام شده است و تمام واحدهای صندوق در روز پذیره نویسی به فروش رفت.

«ارزش مسکن» نخستین صندوق سرمایه‌گذاری (ETF) املاک و

ادامه از صفحه ۱۱

همین ویژگی باعث شده است که نقره در برخی دوره‌ها بازدهی بیشتری نسبت به طلا ثبت کند، اما در مقابل، نوسانات قیمتی آن نیز معمولاً بیشتر است. بنابراین، هرچند این فلز می‌تواند بخشی از سبد سرمایه‌گذاری را به خود اختصاص دهد، اما به دلیل ریسک بالاتر، معمولاً گزینه مناسب‌تری برای سرمایه‌گذاری است که توان پذیرش نوسانات بیشتر را دارند و افق سرمایه‌گذاری میان‌مدت یا بلندمدت را دنبال می‌کنند.

در سوی دیگر، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت قرار دارند؛ ابزارهایی که طی سال‌های اخیر سهم قابل توجهی از جریان نقدینگی را جذب کرده‌اند. افزایش نرخ‌های سود و تمایل سرمایه‌گذاران به کاهش ریسک، موجب شده است این صندوق‌ها برای گروه قابل توجهی از سرمایه‌گذاران به گزینه‌ای جذاب تبدیل شوند. مهم‌ترین مزیت این صندوق‌ها، ایجاد بازدهی نسبتاً باثبات، نقدشوندگی مناسب و کاهش ریسک نوسانات شدید بازار است؛ ویژگی‌هایی که در دوره‌های افزایش نااطمینانی اقتصادی اهمیت بیشتری پیدا می‌کند.

با این حال، نباید فراموش کرد که در اقتصادی با تورم مزمن، بازده اسمی همواره به معنای افزایش قدرت خرید نیست. اگر نرخ تورم برای مدت طولانی بالاتر از بازده ابزارهای کم‌ریسک باقی بماند، ارزش واقعی سرمایه به تدریج کاهش خواهد یافت. از این رو، صندوق‌های درآمد ثابت را نیز نباید رقیب مطلق بازارهای دارایی دانست، بلکه باید آنها را بخشی از یک استراتژی مدیریت ریسک تلقی کرد؛ استراتژی‌ای که هدف آن ایجاد تعادل میان حفظ سرمایه و دستیابی به بازدهی معقول است.

جمع‌بندی

واقعیت این است که رفتار سرمایه در اقتصاد ایران، بیش از آنکه تابع علاقه سرمایه‌گذاران به یک بازار خاص باشد، تابع تغییرات متغیرهای کلان اقتصادی است. زمانی که انتظارات تورمی افزایش

فرا تر از بازدهی کوتاه مدت؛

سرمایه‌گذاری در عصر تورم و نااطمینانی

می‌یابد، معمولاً دارایی‌هایی مانند سهام، طلا و تاحدی نقره مورد توجه بیشتری قرار می‌گیرند و هنگامی که نرخ‌های سود افزایش یافته یا نااطمینانی‌ها کاهش می‌یابد، بخشی از سرمایه‌ها به سمت ابزارهای کم‌ریسک‌تر حرکت می‌کند. این جابه‌جایی مداوم نقدینگی، نشان می‌دهد که جذابیت بازارها مفهومی ثابت نیست، بلکه تابعی از شرایط اقتصادی، سیاست‌های پولی و مالی و انتظارات فعالان بازار است.

به همین دلیل، تلاش برای معرفی یک به‌بازار به‌عنوان «بهترین گزینه سرمایه‌گذاری» در شرایط فعلی، بیش از آنکه تحلیلی باشد، ساده‌سازی واقعیت‌های اقتصاد ایران است. هر یک از بازارهای سهام، طلا، نقره و صندوق‌های درآمد ثابت، مزایا و محدودیت‌های خاص خود را دارند و انتخاب میان آنها باید بر اساس اهداف مالی، افق سرمایه‌گذاری و میزان ریسک‌پذیری هر فرد انجام شود.

شرایط کنونی اقتصاد ایران بیش از هر زمان دیگری نشان می‌دهد که موفقیت در سرمایه‌گذاری، نتیجه انتخاب یک دارایی خاص نیست، بلکه حاصل تصمیم‌گیری آگاهانه در مواجهه با متغیرهای اقتصاد کلان است. سرمایه‌گذار موفق کسی نیست که همواره پربازده‌ترین بازار را پیش‌بینی کند، بلکه فردی است که بتواند میان بازده مورد انتظار، سطح ریسک و حفظ ارزش واقعی سرمایه تعادل برقرار کند. در چنین فضایی، تنوع‌بخشی به سبد دارایی‌ها دیگر صرفاً یک توصیه کلاسیک در مدیریت سرمایه نیست، بلکه به ضرورتی برای کاهش ریسک تبدیل شده است. ترکیب متناسبی از دارایی‌های مولد مانند سهام، دارایی‌های پوشش‌دهنده تورم مانند طلا و نقره و ابزارهای کم‌ریسک نظیر صندوق‌های درآمد ثابت، می‌تواند انعطاف‌پذیری بیشتری در برابر نوسانات اقتصادی ایجاد کند. در نهایت، آنچه مسیر سرمایه‌گذاری را مشخص می‌کند نه جذابیت مقطعی یک بازار، بلکه توانایی سرمایه‌گذار در تحلیل شرایط، پرهیز از تصمیم‌های هیجانی و پایبندی به یک استراتژی منسجم است. رویکردی که در اقتصادهای همراه با تورم، نوسانات و عدم قطعیت، بیش از هر عامل دیگری می‌تواند از سرمایه محافظت کرده و زمینه دستیابی به بازدهی پایدار را فراهم سازد.

- اجاره دادن دارایی‌های در تملک یا اجاره کردن با هدف اجاره دادن.
- فروش املاک و مستغلات؛
- سرمایه‌گذاری در واحدهای صندوق‌های املاک و مستغلات و صندوق‌های زمین و ساختمان؛
- سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت‌های گروه انبوه‌سازی و املاک و مستغلات پذیرفته‌شده در بورس.

مزایای سرمایه‌گذاری در صندوق ارزش مسکن

- سرمایه‌گذاری شفاف و قانون‌مند از طریق سازمان بورس و اوراق بهادار.
- نیاز نداشتن به سرمایه کلان برای ورود به بازار ملک.
- امکان خرید و فروش واحدهای صندوق مشابه سهام.

لازم به ذکر است ملک مذکور در فواصل شش‌ماهه توسط یک گروه سه نفره متشکل از کارشناسان رسمی دادگستری با مرکز و کلا تجدید ارزیابی می‌شود که در حال حاضر نیز مراحل ارزش‌گذاری آن برای تاریخ ۳۱ خردادماه سال ۱۴۰۵ در حال انجام است.

دارایی‌های تحت تملک صندوق

دارایی	توضیحات
املاک و مستغلات (ملک ملاصدرا)	یک ملک اداری به آدرس تهران، خیابان ملاصدرا، روبروی بیمارستان بقیه الله، بن بست گلدشت ۱، پلاک ۸ مشخصات ملک: با عرصه ۳۶۰ متر مربع و عیان ۱۸۲۱ متر مربع ارزش کارشناسی: طبق آخرین گزارش این ملک در تاریخ ۳۱ آذر ماه ۱۴۰۴ معادل ۲,۴۰۰ میلیارد ریال ارزش‌گذاری گردیده است.
اوراق بهادار با درآمد ثابت	صندوق ارغمان فیروزه آسیا "فیروزا" صندوق تداوم اطمینان تمدن "تداوم" صندوق سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت کیان "کیان" صندوق سرمایه‌گذاری ثبات ویستا "ثبات" صندوق سرمایه‌گذاری بازده مانا "بمان" صندوق سرمایه‌گذاری لیخند فارابی "لیخند" در مورخ ۱۴۰۵/۰۵/۰۶ جمع ارزش کل صندوق‌های با درآمد ثابت معادل: ۵۳۶,۹۲۱ میلیون ریال می‌باشد.

مقایسه بازدهی صندوق ارزش مسکن از زمان عرضه در فرابورس با شاخص‌های مهم بازار سرمایه

شرح	مقدار در ۲۱ آبان ۱۴۰۱	مقدار در ۳۰ آذر ۱۴۰۲	مقدار در ۳۰ آذر ۱۴۰۳	مقدار در ۳۰ آذر ۱۴۰۴	مقدار در ۶ مرداد ۱۴۰۵	بازدهی از شروع معاملات نماد "ارزش مسکن"
شاخص کل	۱,۴۲۶,۰۹۶	۲,۱۷۳,۸۹۳	۲,۶۸۰,۴۸۹	۳,۸۹۸,۲۳۴	۵,۱۰۹,۰۰۳	۲۵۸٪
شاخص کل هم وزن	۴۰۱,۹۰۷	۷۴۶,۱۳۴	۸۲۷,۲۷۰	۱,۰۸۰,۸۸۰	۱,۴۲۶,۶۰۶	۲۵۴٪
شاخص کل فرابورس	۱۸,۵۴۱	۲۷,۹۹۷	۲۵,۶۶۳	۳۲,۶۰۱	۴۰,۸۶۲	۱۲۰٪
ارزش مسکن	۱۰,۰۰۰	۱۴,۲۵۰	۲۳,۵۶۹	۲۵,۶۷۹	۳۰,۲۴۵	۲۰۲٪

بازده صندوق در شش ماهه منتهی به ۶ مرداد ۱۴۰۵، ۲۵,۷۵,۱٪ است

از شوک ژئوپلیتیک تا باز آرای سرمایه، بورس و کارکرد تخریب خلاق در اقتصاد ایران

مالی زنجیره تأمین و ابزارهای مبتنی بر دارایی زمانی معنا پیدا می کنند که به افزایش ظرفیت تولید، تکمیل زنجیره ارزش و رفع گلوگاههای عملیاتی منجر شوند. اگر این ابزارها صرفاً برای ادامه حیات بنگاههای ناکارآمد بکار گرفته شوند، بازار از کارکرد تخصیصی خود فاصله می گیرد.

در این میان، یکی از مهم ترین متغیرها، ثبات قاعده بازی است. سرمایه گذار حرفه ای ذاتاً با ریسک کنار می آید، اما بایستی ثباتی مقرراتی مداوم و عدم پیش بینی پذیری سیاستگذاری بازار ساز خیر. تغییرات ناگهانی در سیاست ارزی، نرخ خوراک، تعرفه ها، قیمت گذاری دستوری یا فرمول های مالیاتی صرف ریسک را بالا می برد و بسیاری از طرح ها را از توجیه اقتصادی خارج می کند. به همین دلیل، بخش مهمی از ضعف بازار نه از جنس کمبود نقدینگی، بلکه ناشی از نااطمینانی سیاستی است و این امر لزوم تبیین دستور کار سیاستی سالانه برای بازار سرمایه از سوی سازمان و پس از آن ارکان و نهادهای مالی را بیان می دارد.

از این منظر، حمایت واقعی از بازار سرمایه به معنای دستکاری شاخص یا مداخله در قیمت هان نیست؛ بلکه به معنای حفظ کارکرد بازار است. این کارکرد بر چند پایه استوار است: ثبات مقرراتی، پرهیز از قیمت گذاری دستوری، تقویت بازارگردانی، توسعه ابزارهای پوشش ریسک، تعمیق بازار بدهی مولد و الزام شرکت ها به افشای سناریومحور. در بازاری که با این منطق اداره شود، سرمایه گذار می تواند اثر تغییرات ارزی، انرژی، زنجیره تأمین و هزینه مالی را بر جریان نقد و سودآوری بنگاه ببیند و تصمیم آگاهانه تری بگیرد.

در سطح بنگاه نیز باید نگاه از سود حسابداری صرف فراتر برود. در دوره های فشار، تابآوری مالی، کیفیت جریان نقد، تنوع درآمدی، قدرت قیمت گذاری و انعطاف عملیاتی، وزن بیشتری در ارزش گذاری پیدا می کنند. به همین دلیل، ممکن است شرکتی با سود کمتر، اما ساختار مالی سالم تر و قابلیت سازگاری بالاتر، از شرکتی با سود بالاتر اما شکننده، ارزشمندتر باشد. این همان جایی است که بازار سرمایه بالغ، میان ظاهر سود و کیفیت پایداری تمایز قائل می شود.

در یک جمع بندی کوتاه، باید گفت بازار سرمایه در دوره های شوک فقط محل واکنش نیست، بلکه محل باز تخصیص سرمایه است. هرچه قواعد بازی شفاف تر، ابزارهای پوشش ریسک کامل تر و تأمین مالی مولدتر باشد، بورس بهتر می تواند از یک تابلوی نوسانی به نهادی برای باز آرای اقتصاد تبدیل شود و دقیقاً در همین نقطه است که تخریب خلاق، نه به عنوان یک شعار، بلکه به عنوان منطق حرکت سرمایه معنا پیدا می کند.



کیفیت پاسخ اقتصاد به آن و نحوه ی بازگشت به پیش از آن است. اگر سیاست گذار تنها به حفظ ظاهری وضعیت موجود فکر کند، نتیجه چیزی جز فرسایش بیشتر منابع نخواهد بود اما اگر بتواند از این مقطع برای اصلاح ساختارها استفاده کند، شوک و پاشنه آشیل بحران به نقطه آغاز بازسازی تبدیل می شود.

در اقتصاد ایران این بحث اهمیت بیشتری دارد، زیرا پیش از هر شوک بیرونی نیز بانا ترازی بانکی، تورم مزمن، کاهش سرمایه گذاری و خروج سرمایه و تضعیف سرمایه اجتماعی مواجه بوده ایم. در چنین فضایی، بازار سرمایه نمی تواند فقط نقش دماسنج را داشته باشد و خود باید به عنوان بخشی از راه حل تبدیل شود. این البته به معنای حمایت از همه قیمت ها یا همه بنگاه ها و کارکردهای نامتقارن و ناکارآمد بازار نیست. کارکرد درست بازار زمانی محقق می شود که سرمایه به سمت فعالیت های مولد تر و بنگاه های تاب آور تر حرکت کند و تأمین مالی نیز از جنس واقعی باشد، نه صرفاً جابه جایی بدهی یا پوشاندن ضعف های انباشته و پس از آن دسترسی بنگاه ها به منابع هدف اعم از نقدینگی و مواد اولیه در مدار توجه و باز آرای قرار گیرد.

بازار سرمایه در این چارچوب می تواند به ابزار تأمین مالی غیر ترمی پروژه ها و بنگاه های تبدیل شود که ظرفیت خلق ارزش دارند. اوراق بدهی و صکوک، صندوق های پروژه، تأمین

محمد مهدی علم باز

مدیر تأمین منابع مالی گروه خدمات بازار سرمایه نهایت نگر

بازار سرمایه را معمولاً با شاخص کل، ارزش معاملات و جریان پول می شناسند؛ اما در دوره های پر تنش، کارکرد اصلی آن در جای دیگری آشکار می شود. بورس در چنین مقطعی فقط محل دادوستد سهام نیست، بلکه ساز و کاری برای قیمت گذاری ریسک، باز تنظیم انتظارات و انتقال سرمایه به سمت فعالیت های تاب آور تر است. از این منظر، هر تکانه ژئوپلیتیک را باید نه صرفاً یک شوک مقطعی، بلکه آزمونی برای کیفیت کارکرد بازار و میزان بلوغ سیاست گذاری مالی و اقتصادی دانست.

در بازار سهام، قیمت ها تنها بازتاب سودآوری امروز شرکت ها نیستند؛ آن ها برآیند انتظارات از آینده اند. به همین دلیل هر افزایش در نااطمینانی، خود را پیش از هر چیز در نرخ تنزیل و صرف ریسک نشان می دهد. ممکن است عملکرد عملیاتی یک بنگاه هنوز تغییر محسوسی نکرده باشد اما بازار از قبل، آینده را با هزینه سرمایه بالاتری می سنجد. افت قیمت در این برهه لزوماً نشانه رفتار هیجانی نیست؛ گاه صرفاً واکنش عقلانی بازار به تغییر در معماری ریسک است.

با این حال، همه بنگاه ها به یک اندازه در معرض این تغییر قرار ندارند. شرکت هایی که به واردات نهاده های حیاتی وابسته اند، اهرم مالی بالایی دارند و جریان نقد عملیاتی شان مطلوبیت لازم را ندارد یا از نظر زنجیره تأمین آسیب پذیرند، معمولاً بیش از دیگر بنگاه ها و صنایع تحت فشار قرار می گیرند. در مقابل، بنگاه هایی که تنوع درآمدی، انعطاف پذیری عملیاتی، قدرت قیمت گذاری و ساختار سرمایه متعادل تری دارند، بهتر می توانند خود را با شرایط جدید تطبیق دهند. همین تفاوت جوهری آن چیزی است که در ادبیات شومپیتری از آن با عنوان تخریب خلاق یاد می شود. فرآیندی که در آن منابع از ساختارهای کم بازده تر به سمت بنگاه ها و فعالیت های کارآمدتر حرکت می کنند.

البته می بایست میان شوک و فرصت اصلاح تمایز گذاشت. خود جنگ یا تکانه ژئوپلیتیک، پدیده ای پرهزینه و مخرب است و نمی توان آن را به عنوان امری مثبت صورت بندی کرد. اما هر بحران، اگر درست فهم، درک و مدیریت شود، می تواند ضعف های ساختاری اقتصاد را آشکار کند و در صورت تبیین اولویت ها و تخصیص بجا، به موقع و هدفمند به باز آرای منابع منجر شود. مسئله اصلی در اینجا خود شوک نیست، بلکه

طنین رکوردهای طلایی در بهار ۱۴۰۵؛ روایت تحلیلی از عملکرد درخشان مجتمع فولاد خراسان

❖ پویایی سبب فروش و راندمان عملیاتی در بازارهای داخلی و صادراتی

ترکیب حجم تولید و فروش شرکت حاکی از تمرکز استراتژیک بر محصولات نظیر شمش، آهن اسفنجی، بریکت و محصولات سبک ساختمانی است. در بخش فروش داخلی دوره ۳ ماهه منتهی به خرداد ۱۴۰۵، محصولات همچون شمش با حجم فروش ۸۱،۸۷۹ تن و محصولات سبک ساختمانی با حجم فروش ۹۰،۴۸۱ تن، سهم عمده ای از درآمد ۵۳۲،۹۱۵،۲۰۹ میلیون ریالی بازار داخلی را به خود اختصاص داده اند. همچنین در حوزه صادراتی، شرکت با عرضه ۲۸،۷۹۵ تن محصولات سبک ساختمانی و ۲۷،۸۳۶ تن شمش، بیش از ۳۱،۱۴۵،۲۶۹ میلیون ریال درآمد صادراتی کسب کرده است که انعطاف پذیری بالای شرکت را در پوشش ریسک هانشان می دهد.

❖ جریان های ارزی و درآمدهای متفرقه

بررسی وضعیت ارزی شرکت در دوره ۳ ماهه منتهی به فصل بهار ۱۴۰۵ حاکی از مدیریت فعال منابع و مصارف ارزی است؛ به طوری که شرکت با تأمین منابع ارزی قابل توجه از محل دلاری (۱۳،۵۷۸،۱۱۵ میلیون ریال) و درهمی (۳۲،۱۶۲،۹۳۴ میلیون ریال)، توانسته تعهدات و مصارف ارزی خود را به طور کامل پوشش دهد. از سوی دیگر، اقلامی نظیر سود حاصل از فروش ضایعات به مبلغ ۱،۲۳۳،۶۹۱ میلیون ریال و درآمد حاصل از کارمزد فروش اعتباری محصولات، سهم ارزنده ای در تقویت سودآوری خالص داشته اند.

❖ چشم انداز و برآورد دوره ۹ ماهه منتهی به پایان سال ۱۴۰۵

بر اساس پیش بینی های مدیریت، روند رو به رشد شرکت در ماه های آتی نیز استمرار خواهد داشت. برآورد حجم کل تولید برای دوره ۹ ماهه منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۵ معادل ۳،۶۸۶،۹۰۹ تن تعیین شده و انتظار می رود مبلغ کل فروش در این دوره به رقم چشمگیر ۴۷۵،۹۹۵،۰۲۴ میلیون ریال بالغ گردد. برآورد فروش مقداری بیش از ۱ میلیون تن انواع محصولات داخلی و صادراتی، نشان دهنده چشم اندازی روشن و پرامید از تداوم رونق تولید در این مجموعه است.

❖ تحلیل ساختار هزینه ها و سود عملیاتی

نگاهی به هزینه های فروش، اداری و عمومی شرکت نشان می دهد که انضباط مالی به نحو مطلوبی رعایت شده است؛ به طوری که این هزینه ها در دوره مورد

● درآمد عملیاتی خراسان در بهار ۱۴۰۵ با رشد ۱۲۶٪ به حدود ۱۲۲،۶۴۷،۸۰۱ میلیون ریال رسید. سود

ناخالص نیز با افزایش ۱۶۷٪ به حدود ۲۹،۷۷۹،۲۲۷ میلیون ریال رسید.

گزارش با ثبت رقم ۲،۳۵۲،۸۶۳ میلیون ریال در مقایسه با دوره مشابه سال قبل (۲،۳۶۴،۸۲۰ میلیون ریال) با ثبات کامل و حتی کاهش جزئی معادل یک درصد همراه بوده است.

این انضباط مالی در کنار جهش نرخ ها، اهرم عملیاتی شرکت را تقویت کرده و سود عملیاتی را با جهشی ۱۹۲ درصدی به سطح ۲۸،۶۳۹،۹۳۵ میلیون ریال ارتقا داده است.

● در سه ماهه نخست ۱۴۰۵ سود عملیاتی شرکت جهش ۱۹۲٪ داشته و به حدود ۲۸،۶۳۹،۹۳۵

میلیون ریال رسیده است. سود خالص هم با رشد ۱۸۴٪ به حدود ۱۸،۴۴۶،۵۰۷ میلیون ریال افزایش یافت.

سود هر سهم (EPS) از ۵۲ ریال به ۱۴۸ ریال رسید (حدود ۱۸۵٪ رشد)

با احتساب هزینه های مالی ۵،۷۸۶،۳۱۱ میلیون ریالی و سایر اقلام غیر عملیاتی، سود خالص عملیات در حال تداوم با رشدی ۱۸۴ درصدی به رقم ۱۸،۴۴۶،۵۰۷ میلیون ریال رسیده است.

در نتیجه این عملکرد درخشان، سود خالص هر سهم (EPS) در دوره ۳ ماهه ۱۴۰۵ به ۱۴۸ ریال بالغ گردیده که در مقایسه با دوره مشابه سال قبل (۵۲ ریال)، افزایشی نزدیک به ۱۸۵ درصد را به ثبت رسانده است.

بهبود بهره وری، قدرت مناسب در قیمت گذاری و اثربخشی سیاست های فروش شرکت است.

رشد نرخ های فروش در محصولات کلیدی، محرک اصلی رکورد شکنی های بهار ۱۴۰۵ بوده است:

شمش (فروش داخلی): نرخ فروش داخلی شمش در بهار ۱۴۰۵ به حدود ۴۹۹،۸۹۷،۹۳۵ ریال به ازای هر تن رسیده است. این در حالی است که میانگین نرخ فروش شمش در کل سال مالی ۱۴۰۴ معادل ۳۲۸،۴۶۱،۳۵۹ ریال بوده که گویای تعدیل و جهش قابل توجه نرخ در این فصل است.

محصولات سبک ساختمانی (فروش داخلی): نرخ فروش داخلی این محصولات در دوره ۳ ماهه منتهی

● در سه ماهه نخست ۱۴۰۵ سود عملیاتی شرکت جهش ۱۹۲٪ داشته و به حدود ۲۸،۶۳۹،۹۳۵

میلیون ریال رسیده است. سود خالص هم با رشد ۱۸۴٪ به حدود ۱۸،۴۴۶،۵۰۷ میلیون ریال افزایش یافت.

به خرداد ۱۴۰۵ به ۵۵۸،۹۱۷،۲۲۰ ریال به ازای هر تن بالغ گردیده، در حالی که این رقم در کل سال ۱۴۰۴ حدود ۳۷۴،۲۴۱،۱۳۲ ریال به ازای هر تن ثبت شده بود **بازارهای صادراتی:** در حوزه صادرات نیز شرکت با بهره گیری از نرخ های جهانی، محصولات سبک ساختمانی را با نرخ ۶۰۲،۲۶۸،۴۱۵ ریال و شمش را با نرخ ۴۹۵،۸۶۶،۸۶۳ ریال به ازای هر تن در بهار ۱۴۰۵ به فروش رسانده است که ارزآوری مناسبی را به همراه داشته است.

مجتمع فولاد خراسان (فخاس) در بهار ۱۴۰۵ با تکیه بر جهش چشمگیر نرخ های فروش محصولات، موفق شد درآمد عملیاتی خود را ۱۲۶ درصد نسبت

به دوره مشابه سال قبل افزایش داده و رکوردی خیره کننده در سودآوری ثبت کند. بازار سرمایه و فعالان اقتصادی در تازه ترین ارزیابی خود از صورت های مالی میان دوره ای، شاهد تحولاتی چشمگیر و معنادار در ساختار درآمدی و عملیاتی مجتمع فولاد خراسان بوده اند. بررسی دقیق اطلاعات مالی منتشره برای دوره سه ماهه منتهی به ۳۱ خرداد ۱۴۰۵، گویای رکوردهای کم نظیری در بخش درآمدزایی، جهش نرخ های فروش و مدیریت بهای تمام شده است.

❖ رکورد شکنی درآمدهای عملیاتی و تحلیل پیشران های رشد

درآمدهای عملیاتی شرکت در دوره سه ماهه منتهی به خرداد ماه ۱۴۰۵ با رشدی خیره کننده به رقم ۱۲۲،۶۴۷،۸۰۱ میلیون ریال بالغ شده است که در مقایسه با دوره مشابه سال گذشته (۵۴،۱۸۲،۵۷۷ میلیون ریال)، حکایت از یک جهش قدرتمند ۱۲۶ درصدی دارد. مجموع مبلغ فروش شرکت در سال های گذشته روند صعودی پرقدرتی داشته؛ به طوری که مبلغ کل فروش از ۱۲،۵۱۲،۰۱۵،۵۱۲ میلیون ریال در سال ۱۴۰۳ به ۳۲۲،۷۷۶،۱۱۶ میلیون ریال (حاصل از فروش ۸۹۹،۲۳۸ تن انواع محصولات و درآمد سرمایه گذاری ها) در سال ۱۴۰۴ رسیده بود.

رشد خیره کننده درآمدها در بهار ۱۴۰۵ بیشتر ناشی از رشد و تعدیل «ترخ های فروش» بوده است. مدیریت کارآمد هزینه های تولید و همسویی آن با جهش نرخ ها، موجبات رشد ۱۶۷ درصدی سود ناخالص را فراهم کرده و این سرفصل را به رقم ۲۹،۷۷۹،۲۲۷ میلیون ریال رسانده است نکته کلیدی عملکردی: جهش ۱۲۶ درصدی درآمدهای عملیاتی و رشد ۱۶۷ درصدی سود ناخالص که بیش از هر چیز بر دوش افزایش نرخ محصولات سوار است، نشان دهنده



KSC.CO
شرکت فولاد خراسان

جم پیلن از بهار سخت صنعت پتروشیمی، سربلند عبور کرد سود عملیاتی جم پیلن دو و نیم برابر شد



بهار ۱۴۰۵ هر چند به دلیل حملات دشمن به زیرساخت های صنعت در مناطق عملیاتی عسلویه و ماهشهر را برای صنعت پتروشیمی می توان «بهار سخت» نامید؛ اما شرکت پتروشیمی جم پیلن با استناد به امار و اطلاعات منتشر شده در کدال، با رشد ۲۶۸ درصدی سود عملیاتی ثابت کرد که از این شرایط اضطراری سربلند عبور کرده است.

این شرکت هر چند به دلیل شرایط تحمیلی ناشی از جنگ ۸۰ روز توقف تولید را در سه ماهه نخست ۱۴۰۵ تجربه کرد و به دلیل همین شرایط و آسیب های وارده به زیرساخت های تأمین سرویس جانبی در مبین انرژی خلیج فارس با کاهش ۸۵ درصدی خوراک پروپیلن مواجه شد، اما با مدیریت صورت گرفته در فروش تولیدات انبار و تلاش حداکثری برای بازگشت تولید توانست عملکرد درخشانی از خود در این شرایط سخت بر جای بگذارد.

شرکت جم پیلن از ۲۲ خرداد با برقراری جریان خوراک و سرویس های جانبی، تولید را از سر گرفت و علی رغم کاهش ۸۵ درصدی تولید به دلیل این توقف تولید، مقدار فروش وزنی محصولاتش ۵۸ درصد کاهش داشت.

بر اساس اطلاعات منتشر شده در کدال با تمامی این چالش ها، مبلغ فروش جم پیلن در بهار ۱۴۰۵ نسبت به مدت مشابه سال گذشته با ۵۱ هزار و ۵۳۰ میلیارد ریال رشدی ۳۸ درصدی داشت و البته در این مدت میانگین مبلغ فروش نیز ۲۳۱ درصد نسبت به مدت مشابه سال

مجمع عمومی عادی سالیانه صاحبان سهام شرکت پتروشیمی بوعلی سینا با حضور ۸۶.۴۲ درصد سهامداران برگزار شد. در این نشست، گزارش عملکرد سال ۱۴۰۴، وضعیت تولید و خوراک، عملکرد مالی، پاسخ به پرسش های

سهامداران و همچنین مصوبات مجمع مورد بررسی قرار گرفت. به گفته مدیرعامل شرکت، بخشی از عملکرد سال ۱۴۰۴ مربوط به مدیریت پیشین و شش ماهه دوم مربوط به دوره مدیریت فعلی بوده است. او ضمن قدردانی از مدیرعامل سابق، به تشریح وضعیت تولید، فروش، سودآوری و برنامه های توسعه ای شرکت پرداخت.

در بخش عملکرد عملیاتی اعلام شد پتروشیمی بوعلی سینا با ظرفیت اسمی یک میلیون و ۷۴۰ هزار تن، در سال ۱۴۰۴ توانسته ۸ درصد بالاتر از ظرفیت اسمی تولید کند. مدیرعامل، تأمین خوراک را مهم ترین چالش فعلی شرکت عنوان کرد و گفت با استفاده از انعطاف پذیری در دریافت خوراک از منابع مختلف، از جمله پالایشگاه آبادان، روند تولید حفظ شده است. همچنین انجام تعمیرات اساسی پس از ۷ سال از دیگر موضوعات مطرح شده در مجمع بود. بر اساس توضیحات ارائه شده، برخی تجهیزات و راکتورها که از ابتدای راه اندازی تعمیر اساسی نشده بودند، در این دوره بازسازی شدند. این عملیات با ثبت ۵۳ هزار و ۳۸۰ نفر ساعت کار بدون حادثه انجام شده است.

مدیرعامل بوعلی از ثبت رکورد تاریخی فروش مقداری خبر داد و اعلام کرد مجموع فروش شرکت در سال ۱۴۰۴ به دو میلیون و ۶۵ هزار تن رسیده است. به گفته او، ترکیب فروش شرکت از نظر حجمی حدود ۶۰ درصد داخلی و از نظر مبلغی ۷۶ درصد داخلی و ۲۴ درصد صادراتی بوده است. او افزود شرکت در شرایط جنگی و محدودیت های بیرونی، با چرخش به بازار داخلی توانسته هم فروش خود را حفظ کند و هم هزینه های لجستیکی را کاهش دهد.

در بخش مالی نیز اعلام شد درآمد شرکت در سال ۱۴۰۴ به حدود ۱۰۵ همت رسیده که نسبت به سال قبل ۴۸ درصد

پتروشیمی خارک سود سهامداران را جلوتر از موعد پرداخت کرد



شرکت پتروشیمی خارک (سهامی عام) سود نقدی مصوب مجمع عمومی عادی سالیانه را با همکاری شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه (سمات) از طریق سامانه جامع اطلاعات مشتریان (سجام) به سهامداران پرداخت کرده است.



این شرکت در نامه ای به سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام کرد که پرداخت سود سهامداران سجامی برای عملکرد سال مالی منتهی به ۱۴۰۴/۱۲/۲۹، در تاریخ اول تیرماه ۱۴۰۵ و جلوتر از زمان بندی اعلام شده در سامانه کدال انجام شده است. زمان بندی پرداخت سود سهامداران برای عملکرد سال مالی منتهی به ۱۴۰۵/۱۲/۲۹ (مجمع مورخ ۱۴۰۶/۰۳/۲۴) به شرح زیر است:

سهامداران حقیقی دارای کد سجام و احراز هویت شده، صندوق های سرمایه گذاری و سبدگردان ها، و همچنین سهامداران حقوقی با دارایی زیر ۶۰ میلیون سهم، در تاریخ هفتم تیرماه ۱۴۰۶ سود خود را از طریق سامانه سجام دریافت خواهند کرد. سهامداران حقوقی با دارایی ۶۰ میلیون سهم و بیشتر نیز از هفتم مردادماه ۱۴۰۶ بر اساس سیاست مدیریت طرف معامله ثانوی از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار سود خود را دریافت می کنند. سهامداران حقیقی فاقد کد سجام و احراز هویت از هفدهم مردادماه ۱۴۰۶ می توانند با مراجعه حضوری به شعب بانک ملت در سراسر کشور و ارائه اصل کارت

مجمع «بوعلی» با تصویب سود ۴۵۰ تومانی و برنامه افزایش سرمایه برگزار شد

در پاسخ به بند مربوط به تأخیر در ارائه گزارش حسابرس پیش از مجمع نیز توضیح داده شد که شرایط جنگی و اعلام وضعیت قرمز در منطقه ویژه اقتصادی، روند تطبیق حساب ها، انبارگردانی و تبادل اطلاعات مالی را با کندی مواجه کرده است، اما گزارش با تنها دو روز تأخیر آماده شده است. در بخش پرسش و پاسخ سهامداران، موضوع تأمین خوراک و هزینه حمل و نقل از مهم ترین محورهای مطرح شده بود. مدیرعامل شرکت گفت خوراک بوعلی در حال حاضر از چند مسیر تأمین می شود؛ بخشی از میدان نفتی پازنان و بخشی نیز در شرایط فعلی از پالایشگاه آبادان. او افزود هزینه حمل کشتی متغیر است و فرمول قیمت گذاری خوراک تابعی از قیمت های جهانی و دستورالعمل های شرکت ملی نفت و NPC است. به گفته مدیرعامل، حدود ۴۶ درصد خوراک از میدان نفتی پازنان تأمین می شود و حدود ۴۵ درصد نیز در مقطعی از میعانات بوده که اکنون کاهش یافته و از طریق آبادان جبران می شود. وی همچنین از پیگیری چند پروژه با شرکت ملی نفت برای افزایش ظرفیت تأمین خوراک در سال های آینده خبر داد.

در پاسخ به پرسش های سهامداران درباره سبد تولید، اعلام شد سیاست شرکت حرکت به سمت محصولات با ارزش افزوده بالاتر است. مدیرعامل توضیح داد برخی محصولات کم حاشیه مانند رافینیت و لایت نفتا سود قابل توجهی ندارند و بخشی از آنها به مصرف کنندگان داخلی تحویل می شود. او همچنین گفت کمیته های فروش به صورت ماهانه ترکیب تولید را بررسی می کنند تا هر محصولی که سودآوری بیشتری داشته باشد در اولویت قرار گیرد. در بخش یوتیلیتی و برق نیز اعلام شد شرکت در حال حاضر مشکل حادی ندارد و خدمات جانبی از سوی فجر تأمین می شود. برق نیز از شبکه خریداری می شود و تولید بدون اختلال ادامه دارد.

در پایان مجمع، پیشنهاد هیئت مدیره برای تقسیم سود ۴۵۰ تومان به ازای هر سهم به تصویب رسید و مجموع سود قابل تقسیم شرکت حدود ۴۰۹ همت اعلام شد. همچنین مقرر شد هیئت مدیره گزارش توجیهی افزایش سرمایه را در اسرع وقت تهیه کند تا شرکت بتواند از معافیت مالیاتی مربوطه استفاده کند.



از جمله مهم ترین آنها می توان به طرح استحصال بنزن از بنزین پیرولیز با ظرفیت ۱۳۰ هزار تن، سرمایه گذاری ۹۳ میلیون دلار و نرخ بازده داخلی ۲۷ درصد و همچنین طرح احداث واحد آیزومریزاسیون با ظرفیت اسمی ۹۰۰ هزار تن و نرخ بازده داخلی ۳۲ درصد اشاره کرد. احداث مخازن جدید محصول نیز برای کاهش هزینه های ذخیره سازی در برنامه شرکت قرار دارد. در بخش دیگری از مجمع، گزارش حسابرس مستقل و بازرس قانونی قرائت شد و معاون مالی شرکت به توضیح درباره بندهای مورد اشاره پرداخت. در خصوص پرونده های مالیاتی سال ۱۴۰۲، اعلام شد که پرونده های مالیاتی شرکت تا سال ۱۴۰۱ به طور کامل بسته شده و برای سال های ۱۴۰۲ و ۱۴۰۳ نیز ذخیره مالیاتی کافی در حساب های شرکت دیده شده است. وی تأکید کرد ریسک قابل توجهی متوجه مجموعه نیست.

درباره بند مربوط به تأخیر در پرداخت سود سهام، معاون مالی اعلام کرد سود همه سهامداران حقیقی و خرد در مهلت قانونی پرداخت شده و تأخیر در پرداخت سود سهامداران حقوقی بزرگ به دلیل شرایط جنگی و عدم تسویه مطالبات از سوی بدهکاران بوده است. او وعده داد سود سهام سال ۱۴۰۳ این سهامداران عمده تا شهریورماه تسویه شود.

رشد داشته است. همچنین سود ناخالص شرکت به حدود ۲۰ تا ۲۱ همت رسیده و حاشیه سود ناخالص نیز ۲ واحد درصد افزایش یافته است. مدیرعامل سود خالص سال ۱۴۰۴ را حدود ۱۰۹ همت اعلام کرد و گفت افزایش هزینه های عمومی، توزیع و فروش، به ویژه در بخش لجستیک، حمل دریایی، نگهداری در مخازن خارجی و اثر نرخ ارز، از عوامل اصلی فشار بر سود خالص بوده است. در ادامه مجمع، مدیرعامل به برخی دستاوردهای شرکت اشاره کرد که از جمله آنها می توان به ارتقای سیستم های ایمنی و اطفای حریق، کسب عنوان شرکت برتر صنایع خلیج فارس در استقرار مدیریت ایمنی فرایند، اجرای پروژه های بهینه سازی مصرف انرژی، دریافت تندیس بلورین و جایزه مدیریت مالی ایران، تحقق رفع تعهد ارزی ۱۰۰ درصدی، پیشرفت در حوزه خودکفایی و ساخت داخل، اقدامات زیست محیطی و مسئولیت اجتماعی در منطقه ماهشهر و کسب امتیاز ۹۵ در ارزیابی دستورالعمل حاکمیت شرکتی اشاره کرد.

در بخش برنامه های آینده نیز عنوان شد یکی از محورهای اصلی شرکت، دستیابی به خوراک بهتر و اقتصادی تر و همچنین انتخاب کاتالیست های با توجیه اقتصادی بالاتر است. مدیرعامل از تعریف چند پروژه توسعه ای خبر داد که

از انضباط بانکی تا الگوریتم‌های هوشمند

رویکردهای نوین کارگزاری بانک مسکن در توسعه سامانه «کمان»، ارتقای امنیت سایبری و استقرار ابزارهای معاملاتی هوشمند

غیرعادی، مقایسه سناریوهای معاملاتی و ارائه تحلیل‌های فنی قابل فهم خواهد بود. هدف این ابزارها صدور فرمان قطعی خرید یا فروش نیست؛ بلکه کمک به سرمایه‌گذار برای مشاهده دقیق‌تر داده‌ها و اتخاذ تصمیم آگاهانه‌تر است.

سطح دوم (معاملات نیمه‌خودکار و استراتژی‌محور) در این بخش امکان تعریف شروط ورود و خروج، طراحی استراتژی، آزمون عملکرد گذشته، تعیین حد زیان و حد سود، کنترل حجم سفارش و دریافت تأیید نهایی از کاربر توسعه می‌یابد. در این مدل، فناوری بخشی از فرآیند را خودکار می‌کند؛ اما اختیار نهایی، میزان ریسک‌پذیری و مسئولیت تصمیم همچنان در کنترل سرمایه‌گذار باقی می‌ماند.

سطح سوم (معاملات الگوریتمی پیشرفته) ورود به این حوزه باید کنترل‌شده، مرحله‌ای و متناسب با سطح دانش و نوع مشتری انجام شود. الگوریتمی که مستقیماً به ثبت سفارش منجر می‌شود، باید پیش از بهره‌برداری از نظر دقت، پایداری، امنیت، رفتار در شرایط غیرعادی بازار و انطباق با مقررات ارزیابی شود. ثبت کامل رویدادها، محدودیت حجم و تعداد سفارش، امکان توقف اضطراری، کنترل دسترسی و نظارت انسانی نیز جزئی جدایی‌ناپذیر از چنین خدمتی است. در مورد «پیشنهاد هوشمند سهام» نیز باید مرز میان تحلیل داده و توصیه سرمایه‌گذاری را دقیق رعایت کنیم. یک سامانه می‌تواند اطلاعات، شاخص‌ها، سناریوها و هشدارهای تحلیلی را متناسب با نیاز کاربر ارائه دهد؛ اما معرفی مستقیم یک سهم به‌عنوان گزینه قطعی خرید، موضوعی متفاوت و دارای مسئولیت حقوقی و حرفه‌ای است. در قوانین بازار سرمایه، مشاوره سرمایه‌گذاری یک فعالیت تعریف‌شده و تحت نظارت است؛ بنابراین هرگونه خدمت توصیه‌محور باید در چهارچوب مجوزهای لازم، اصول شناخت مشتری، سنجش میزان ریسک‌پذیری، مدیریت تعارض منافع و افشای روشن محدودیت‌های مدل ارائه شود. رویکرد ما به هوش مصنوعی نیز مبتنی بر «هوش مصنوعی توضیح‌پذیر و تحت نظارت» است. سرمایه‌گذار باید بداند یک هشدار یا تحلیل بر اساس چه داده‌ها و مفروضاتی تولید شده است. ما نمی‌خواهیم یک جعبه سیاه، بدون امکان ارزیابی و بدون توجه به شرایط هر مشتری، برای دارایی مردم تصمیم بگیرد. کیفیت داده، قابلیت توضیح نتیجه، حفظ محرمانگی اطلاعات، کنترل سوگیری مدل و حضور ناظر انسانی برای ما به‌اندازه توان محاسباتی الگوریتم اهمیت دارد. به همین دلیل، اولویت کوتاه‌مدت ما توسعه قابلیت‌های تحلیلی، هشدارهای هوشمند، ابزارهای مدیریت ریسک و اجرای معاملات شرطی و استراتژی‌محور است. ربات معامله‌گر کاملاً خودمختار با سامانه پیشنهاد مستقیم سهام، تنها زمانی وارد مرحله عملیاتی خواهد شد که ارزیابی‌های فنی و امنیتی با موفقیت انجام شده، الزامات نظارتی رعایت شده و مسئولیت هر یک از طرف‌ها به‌طور شفاف مشخص باشد. ما در معرفی این قابلیت‌ها تاریخ با وعده‌ای اعلام نمی‌کنیم که هنوز از آزمون فنی و فرآیند تصویب عبور نکرده باشد. هر خدمت جدید ابتدا باید در محیط کنترل‌شده آزمایش سبب برای گروه محدودی از کاربران واجد شرایط در دسترس قرار گیرد و پس از ارزیابی عملکرد، به‌تدریج توسعه یابد. در نهایت، هدف ما این نیست که سامانه کمان به‌جای سرمایه‌گذار تصمیم بگیرد؛ هدف این است که اطلاعات پیچیده بازار را به بینش قابل استفاده تبدیل کند، خطاهای قابل پیشگیری را کاهش دهد و به مشتری امکان دهد با شناخت بیشتر و کنترل دقیق‌تر ریسک تصمیم بگیرد. آینده معاملات هوشمند است؛ اما این هوشمندی باید شفاف، مسئولانه، امن و در خدمت منافع سرمایه‌گذار باشد.



شرکت کارگزاری بانک مسکن
Maskan Bank Brokerage co.

دیجیتالی‌شدن بازار سرمایه، نهادهای مالی سنتی را در دوراهی حفظ انضباط ساختاری و پذیرش چابکی فناوری قرار داده است. در این میان، کارگزاری بانک مسکن با تکیه بر بیش از سه دهه فعالیت، سامانه «کمان» را به‌عنوان نسل جدید ابزارهای معاملاتی خود معرفی کرده است. در این گفت‌وگو با سید میثم ایوبی، مدیرعامل کارگزاری بانک مسکن، ابعاد مختلف امنیت داده‌ها، زیرساخت‌های بانکی و برنامه‌های این شرکت برای توسعه هوش مصنوعی و معاملات الگوریتمی را واکاوی کرده‌ایم.

بورس امروز: کارگزاری بانک مسکن به‌عنوان یک نهاد وابسته به بانک دولتی، چگونه می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را نسبت به امنیت وجوه و اطلاعات در سامانه کمان تقویت کند و آیا این زیرساخت بانکی مزیت یا محدودیت در سرعت به‌روزرسانی فناوری ایجاد می‌کند؟

سید میثم ایوبی: پشتوانه بانکی زمانی مزیت است که انضباط مالی را با چابکی فناوری همراه کند؛ امنیت نیز یک ادعا نیست، بلکه فرآیندی دائمی و قابل ارزیابی است. اعتماد سرمایه‌گذار صرفاً با اتکا به نام یک بانک یا بیان چند عبارت تبلیغاتی درباره امنیت ایجاد نمی‌شود؛ اعتماد زمانی شکل می‌گیرد که مشتری بتواند امنیت، شفافیت و پاسخ‌گویی را در تمام مراحل دریافت خدمت تجربه کند. در سامانه کمان، موضوع امنیت را باید در دو بخش مجزا بررسی کرد: نخست، امنیت وجوه و فرآیندهای مالی و دوم، محرمانگی و یکپارچگی اطلاعات مشتریان. تمام عملیات مالی و معاملاتی کارگزاری در چارچوب ضوابط بازار سرمایه، فرآیندهای کنترلی و الزامات نهادهای ناظر انجام می‌شود. سازمان بورس نیز برای سامانه‌های برخط، تأمین تجهیزات و زیرساخت‌های لازم، اخذ تأییدیه‌های مربوط و نظارت مستمر بر مخاطرات عملیاتی و امنیتی را الزامی کرده است. در بخش اطلاعات نیز نگاه ما این است که امنیت یک پروژه مقطعی نیست، بلکه یک فرآیند دائمی است. استفاده از مسیرهای رسمی ورود، پروتکل‌های ارتباطی امن، کنترل دسترسی، ثبت و پایش رخدادها، به‌روزرسانی مستمر زیرساخت و آموزش کاربران، اجزای مکمل این فرآیند هستند. در سامانه‌های معرفی‌شده کارگزاری نیز بر استفاده از دامنه رسمی، ارتباط امن SSL و حفاظت از اطلاعات ورود مشتری تأکید شده است. وابستگی به بانک مسکن از نظر ما پیش از آنکه یک عنوان سازمانی باشد، یک مسئولیت مضاعف است. این پشتوانه می‌تواند در حوزه‌هایی مانند انضباط مالی، حاکمیت شرکتی، کنترل‌های داخلی، استمرار خدمت و اعتماد عمومی یک مزیت جدی ایجاد کند. کارگزاری بانک مسکن بیش از سه دهه فعالیت و استفاده از اعتبار و ظرفیت شبکه بانکی را از مؤلفه‌های هویتی خود معرفی کرده است. البته باید واقع‌بینانه بپذیریم که ساختارهای بزرگ بانکی، در صورت نبود فرآیندهای چابک، ممکن است سرعت بعضی تصمیم‌های فناورانه را کاهش دهند. پاسخ ما به این مسئله، کنار گذاشتن کنترل و انضباط نیست؛ بلکه ایجاد توازن میان «سرعت نوآوری» و «دقت در مدیریت ریسک» است. فناوری مالی نباید آن‌قدر کند توسعه پیدا کند که از نیاز مشتری عقب بماند و نباید آن‌قدر شتاب‌زده اجرا شود که امنیت و پایداری خدمت را تحت تأثیر قرار دهد. بنابراین مزیت اصلی زیرساخت بانکی زمانی بالفعل می‌شود که کنترل‌های بانکی با تیم‌های تخصصی فناوری، معماری ماژولار، ارزیابی امنیتی پیش از انتشار و چرخه‌های کوتاه به‌روزرسانی همراه شود. هدف ما این است که توسعه سامانه کمان نه بر مبنای



انتشار نمایشی قابلیت‌های جدید، بلکه بر اساس سه معیار مشخص انجام شود: امنیت، پایداری و بهبود قابل‌اندازه‌گیری تجربه مشتری. در نهایت، ما ادعایی نداریم که در فضای دیجیتال «ریسک صفر» وجود دارد؛ چنین ادعایی حرفه‌ای و قابل دفاع نیست. تعهد ما این است که مخاطرات را مستمر شناسایی و کنترل کنیم، در برابر اختلال یا رخداد احتمالی پاسخ‌گو باشیم و مشتری بداند که وجوه، اطلاعات و حقوق او در مرکز تصمیم‌های فناورانه کارگزاری قرار دارد.

بورس امروز: با توجه به روند دیجیتالی‌شدن بازار سرمایه و ورود تکنولوژی‌هایی مثل معاملات الگوریتمی و هوش مصنوعی، سامانه کمان چه برنامه‌ای برای توسعه قابلیت‌های پیشرفته‌تر مانند تحلیل تکنیکال خودکار، ربات معامله‌گر یا پیشنهاد سهام هوشمند دارد؟

سید میثم ایوبی: دیجیتالی‌شدن بازار سرمایه دیگر یک انتخاب نیست؛ اما از نگاه ما، هوشمندسازی زمانی ارزشمند است که به تصمیم‌گیری دقیق‌تر سرمایه‌گذار، کاهش خطای انسانی و مدیریت بهتر ریسک منجر شود، نه اینکه صرفاً مجموعه‌ای از قابلیت‌های نمایشی به سامانه اضافه کند. سامانه کمان در وبسایت کارگزاری بانک مسکن به‌عنوان نسل جدید معاملات سریع و هوشمند معرفی شده و امنیت و ثبات برخی استراتژی‌های معاملاتی در بازار اختیار معامله را در اختیار کاربران قرار می‌دهد. این ظرفیت، نقطه شروع مناسبی برای حرکت از یک سامانه صرفاً سفارش‌گیر به یک بستر جامع‌تر برای تحلیل، طراحی استراتژی و مدیریت فرآیند معاملات است.

برنامه توسعه‌ای ما را باید در سه سطح متمایز بررسی کرد:

سطح نخست (ابزارهای پشتیبان تصمیم) اولویت با امکاناتی مانند تحلیل خودکار داده‌های بازار، پایش پرتفوی، محاسبه شاخص‌های ریسک، هشدارهای هوشمند، شناسایی تغییرات

کامل به نظر می‌رسد؛ بانک مرکزی به‌عنوان نهاد ناظر، انجمن ملی لیزینگ به‌عنوان تشکل تخصصی و اتاق بازرگانی به‌عنوان نهاد بالادستی تشکل‌ها. اما این معماری در عمل متوازن نیست و تقریباً تمام ابزارهای اثرگذار در بانک مرکزی متمرکز شده است

بورس امروز: یعنی معتقدید انجمن ملی لیزینگ با وجود اختیارات قانونی، در عمل نقش مؤثری در حکمرانی صنعت ندارد؟ **مسعود حاجیلو:** دقیقاً همین‌طور است. اگر به اساسنامه انجمن مراجعه کنیم، دامنه وظایف آن بسیار گسترده است؛ سامانه‌های صنعت، مشارکت در تصمیم‌سازی، تدوین استانداردهای حرفه‌ای، ایجاد بانک اطلاعاتی، آموزش، پژوهش، حمایت حقوقی از اعضا، توسعه همکاری‌های بین‌المللی، رتبه‌بندی شرکت‌ها، حل اختلافات از طریق دوری، صیانت از اخلاق حرفه‌ای و حتی تلاش برای جلوگیری از فعالیت شرکت‌های لیزینگ غیرمجاز. این وظایف، یک انجمن معمولی را توصیف نمی‌کند، بلکه تصویری از یک نهاد خودتنظیم‌گر حرفه‌ای ارائه می‌دهد. اما مشکل از جایی آغاز می‌شود که این اختیارات هرگز به ابزارهای اجرایی تبدیل نشده‌اند. نه نظام رتبه‌بندی مؤثر شکل گرفته، نه مرکز دوری حرفه‌ای تثبیت شده، نه بانک اطلاعاتی جامع صنعت ایجاد شده و نه بسیاری از ظرفیت‌های پیش‌بینی‌شده فعال شده‌اند. به همین دلیل معتقدم انجمن امروز با پدیده‌ای مواجه است که می‌توان آن را «تورم وظایف و فقر نهادی» نامید؛ یعنی متن حقوقی ظرفیت‌های گسترده‌ای تعریف کرده، اما ساختار اجرایی متناسب با آن ایجاد نشده است.

بورس امروز: برخی کارشناسان معتقدند ریشه این وضعیت، تمرکز بیش از حد تنظیم‌گری در بانک مرکزی است. شما این تحلیل را قبول دارید؟

مسعود حاجیلو: تاحدزیادی بله. امروز تقریباً همه فرآیندهای کلیدی صنعت، از صدور مجوز و ارزیابی صلاحیت مدیران گرفته تا مقررات مبارزه با پولشویی، ضوابط احتیاطی، نظارت و تفسیر مقررات، در اختیار بانک مرکزی است و حتی در حوزه‌هایی که انجمن می‌توانست شریک نهادهی باشد، نقش آن معمولاً به مشورت‌های غیرالزام‌آور محدود شده است. البته این فقط یک سوی ماجراست. سوی دیگر، ضعف نهادسازی در داخل انجمن است. انجمن نیز نتوانسته ساختارهایی مانند مرکز دآوری، نظام رتبه‌بندی، واحد پایش بازار یا نظام استانداردسازی حرفه‌ای را به‌صورت

در شرایطی که اقتصاد ایران برای خروج از تنگنای اعتباری به ابزارهای متنوع تأمین مالی نیاز دارد، صنعت لیزینگ همچنان با چالش‌های نهادی و تنظیم‌گری دست‌وپنجه نرم می‌کند. مسعود حاجیلو، کارشناس ارشد پولی و بانکی، در گفت‌وگو با بورس امروز معتقد است مسئله اصلی صنعت لیزینگ نه کمبود قانون، بلکه عدم توازن در نظام حکمرانی آن است.

به گفته وی، تمرکز بخش عمده اختیارات تنظیم‌گری در بانک مرکزی، در کنار محقق نشدن جایگاه نهادی انجمن ملی لیزینگ، موجب شده معماری حکمرانی این صنعت از الگوی مشارکتی فاصله بگیرد؛ در حالی که شرکت‌های لیزینگ، با وجود تفاوت ماهوی با شبکه بانکی و نقش متفاوت در نظام تأمین مالی، همچنان با رویکردی نزدیک به نهادهای پولی تنظیم‌گری می‌شوند؛ رویکردی که به اعتقاد این کارشناس، هزینه فعالیت این صنعت را افزایش داده و مانع بهره‌گیری کامل از ظرفیت‌های آن در اقتصاد شده است.

بورس امروز: این روزها بحث‌های زیادی درباره جایگاه انجمن ملی لیزینگ ایران مطرح می‌شود. به نظر شما مسئله اصلی این انجمن چیست؟

مسعود حاجیلو: اگر بخواهم در یک جمله پاسخ بدهم، باید بگویم انجمن ملی لیزینگ امروز در یک «تعطیل نهادی» قرار دارد؛ یعنی در اسناد حقوقی و اساسنامه، اختیارات و وظایف گسترده‌ای برای آن پیش‌بینی شده، اما در معماری واقعی صنعت، جایگاه متناسبی برای اعمال این اختیارات شکل نگرفته است. در همه اقتصادهای پیشرفته، تشکل‌های حرفه‌ای صرفاً مدافع منافع اعضا نیستند، بلکه بخشی از نظام حکمرانی اقتصادی به‌شمار می‌روند. دولت‌ها به این نتیجه رسیده‌اند که تنظیم‌گری صرفاً با اتکا به نهادهای حاکمیتی امکان‌پذیر نیست و بخشی از وظایف حرفه‌ای باید به نهادهای واسطه واگذار شود؛ موضوعی که امروز از آن با عنوان «تنظیم‌گری مشارکتی» و «خودانتظامی حرفه‌ای» یاد می‌شود. در ایران نیز این نگاه در سیاست‌های کلی اصل ۴۴، قانون اجرای این سیاست‌ها، قانون بهبود مستمر محیط کسب‌وکار و قانون اتاق بازرگانی دیده می‌شود. حتی قانون بهبود محیط کسب‌وکار دستگاه‌های اجرایی را مکلف کرده است در تدوین مقررات، نظر تشکل‌های اقتصادی را اخذ کنند. بنابراین از منظر قانون، تشکل‌ها بخشی از فرآیند حکمرانی هستند، نه صرفاً نهادهای مطالبه‌گر. در صنعت لیزینگ نیز معماری نهادی روی کاغذ

بحران صنعت لیزینگ، کمبود قانون نیست؛ تحقق نیافتن حکمرانی نهادی است

بورس امروز: اگر بخواهیم یک نمونه عینی از این عدم توازن نهادی را نام ببریم، به چه موضوعی می‌توان اشاره کرد؟

مسعود حاجیلو: موضوع مقابله با فعالیت شرکت‌های لیزینگ غیرمجاز، شاید روشن‌ترین مثال باشد. در اسناد تأسیسی انجمن، تلاش برای جلوگیری از فعالیت شرکت‌های فاقد مجوز یکی از وظایف صریح انجمن است؛ زیرا مرزبندی بازار و صیانت از سلامت صنعت، یکی از مهم‌ترین کارکردهای یک نهاد حرفه‌ای محسوب می‌شود. اما در عمل، شناسایی، رصد و مقابله با این فعالیت‌ها عمدتاً توسط بانک مرکزی انجام می‌شود. همین وضعیت را در موضوعاتی مانند رتبه‌بندی شرکت‌ها، تدوین استانداردهای حرفه‌ای، ایجاد بانک اطلاعاتی صنعت و حتی حل اختلافات تخصصی نیز مشاهده می‌کنیم. یعنی بسیاری از وظایفی که در اسناد برای انجمن تعریف شده‌اند، یا هرگز عملیاتی نشده‌اند یا در ساختار تنظیم‌گر متمرکز شده‌اند.

بورس امروز: در نهایت، اگر بخواهید وضعیت امروز صنعت لیزینگ را جمع‌بندی کنید، مهم‌ترین مسئله چیست؟

مسعود حاجیلو: به اعتقاد من، مسئله امروز صنعت لیزینگ نه کمبود قانون است، نه فقدان مقررات و نه حتی نبود وظیفه برای انجمن. اتفاقاً قوانین و اسناد، ظرفیت‌های قابل توجهی برای مشارکت نهادهای حرفه‌ای پیش‌بینی کرده‌اند. مسئله اصلی، تحقق نیافتن تقسیم کار نهادی میان بانک مرکزی، انجمن ملی لیزینگ و اتاق بازرگانی است. نتیجه آن، شکل‌گیری یک الگوی متمرکز تنظیم‌گری است که در آن تنظیم‌گر تقریباً همه ابزارهای اثرگذار را در اختیار دارد، انجمن از اختیارات بالقوه‌ام‌بدون ضمانت اجرای کافی بر خوردار است و نهاد بالادستی تشکل‌ها نیز نتوانسته نقش یکپارچه‌کننده مؤثری ایفا کند. اگر قرار است صنعت لیزینگ به جایگاه واقعی خود در تأمین مالی اقتصاد برسد، باید از این وضعیت عبور کند. انجمن باید از یک تشکل صرفاً صنفی به یک نهاد حرفه‌ای اثرگذار تبدیل شود، تنظیم‌گر نیز بخشی از ظرفیت‌های خودتنظیم‌گری را به رسمیت بشناسد و تقسیم کار نهادی میان ارکان صنعت بازتعریف شود. در غیر این صورت، همچنان با ساختاری مواجه خواهیم بود که در آن ظرفیت‌های پیش‌بینی‌شده روی کاغذ باقی می‌مانند و حکمرانی صنعت، تک‌مرکزی و متمرکز خواهد ماند. از همین رو، به باور من، بحران اصلی صنعت لیزینگ بیش از آنکه بحران مقررات باشد، بحران تحقق نهاد و عدم توازن در حکمرانی است.

پایدار ایجاد کند.

در کنار این دو عامل، نقش اتاق بازرگانی نیز آن‌گونه که انتظار می‌رفت در تقویت جایگاه انجمن پررنگ نبوده است. نتیجه این عدم توازن آن است که امروز حتی بسیاری از خودشرکت‌های لیزینگ نیز برای پیگیری مسائل خود، مرجع اصلی را بانک مرکزی می‌دانند، نه انجمن. وقتی همه ابزارهای تصمیم‌گیری، مجوزدهی و اثرگذاری در اختیار تنظیم‌گر باشد، طبیعی است که انجمن به‌تدریج از مرکز ثقل صنعت فاصله بگیرد و حتی نزاع‌اضای خود نیز اقتدار نهادی لازم را از دست بدهد.

بورس امروز: به نظر می‌رسد یکی دیگر از چالش‌های صنعت، نوع نگاه بانک مرکزی به شرکت‌های لیزینگ است. منظور تان از این موضوع چیست؟

مسعود حاجیلو: به نظر من، این یکی از مهم‌ترین مسائل ساختاری صنعت است. بانک مرکزی به‌عنوان نهاد ناظر، قطعاً باید بر فعالیت لیزینگ‌ها نظارت کند؛ اما سؤال این است که این نظارت با چه منطقی انجام می‌شود. بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و شبکه بانکی ابزار اجرای سیاست‌های پولی کشور هستند. سیاست‌های انقباضی و انبساطی بانک مرکزی از طریق همین شبکه اعمال می‌شود؛ بنابراین طبیعی است که مقررات آنها با هدف کنترل نقدینگی، ثبات مالی و مدیریت ریسک‌های نظام پولی طراحی شود. اما شرکت‌های لیزینگ ماهیت متفاوتی دارند. آنها سپرده عمومی جذب نمی‌کنند و مانند بانک‌ها در فرآیند خلق پول یا انتقال سیاست پولی نقش مستقیم ندارند. مأموریت اصلی آنها تأمین مالی خرید کالا، تجهیزات و دارایی‌های سرمایه‌ای است و بیشتر در خدمت بخش واقعی اقتصاد قرار دارند.

با این حال، در عمل بخش قابل توجهی از الزامات و ملاحظات تنظیم‌گری که برای نهادهای پولی طراحی شده، بر صنعت لیزینگ نیز اعمال می‌شود. این مسئله موجب افزایش هزینه‌های مقرراتی، کند شدن فرآیندهای کسب‌وکار و کاهش انعطاف عملیاتی شرکت‌ها شده است. به اعتقاد من، صنعت لیزینگ به نظارت نیاز دارد، اما این نظارت باید متناسب با ماهیت فعالیت لیزینگ طراحی شود، نه اینکه صرفاً نسخه‌ای از مقررات شبکه بانکی برای آن اجرا شود. اگر انجمن ملی لیزینگ جایگاه واقعی خود را در حکمرانی صنعت پیدا می‌کرد، می‌توانست دقیقاً در همین نقطه نقش آفرینی کند و به طراحی مقررات تخصصی و متناسب با ویژگی‌های این صنعت کمک کند.

نئوبانکی به سبک تو

