



رئیسانسی بنیادسی



تامین مالی از رشد بازار؛

فرصتی که همچنان از دست می رود

حسن خضوعی

مدیر تحلیل کارگزاری صباتامین

بازار سرمایه در حالی فصل تابستان را به پایان رسانیده و وارد نیمه دوم سال شد که شاخص کل با یک رشد اعجاب انگیز و غافلگیر کننده همراه بوده و هر روز حد نصاب های جدید به ثبت می رساند. داده های بازار نشان می دهد در اغلب روز ها ورود پول جدید اتفاق افتاده و ارزش معاملات حد نصاب های جدیدی به ثبت رسانده است.

فارغ از مباحثی همچون دلایل رشد بازار، صنایع پیشرو، ریسک های پیش رو، پیش بینی روند و... موضوع بسیار مهم، واکنش بازار و فعالان بازار برای هر استفاده هر بهتر از فرصت رشدی به وجود آمده است.

یکی از مهم ترین اقدامات در چنین بازار های هدایت نقدینگی ورودی به فرصت های جدید سرمایه گذاری است که از طریق این مکانیسم از یک سو از شکل گیری حباب در سهام موجود جلوگیری شده و از سوی دیگر موجبات تامین مالی برای متقاضیان نقدینگی را فراهم می سازد.

واضح و مسلم است در شرایط کنونی دولت، تمامی نهادهای خصولتی از جمله صندوق های بازنشستگی، بانک ها، ... و حتی بخش خصوصی به شدت با چالش نقدینگی مواجه بوده و ورود پول به بازار سرمایه یکی از بهترین فرصت ها برای جذب نقدینگی به شمار می رود. هر چند که بسیاری از سهامداران از جمله سهامداران نهادی از طریق فروش سهام در بازار ثانویه از فرصت رشد استفاده کرده و اقدام به شناسایی سود و کسب نقدینگی می نمایند اما بررسی هان نشان می دهد کسب نقدینگی در بازار اولیه همچنان مورد غفلت قرار دارد.

عرضه اولیه سهام شرکت ها، پذیره نویسی شرکت های جدید (از جمله شرکت های پروژه) و افزایش سرمایه شرکت ها از محل آورده نقدی (چه با رعایت حق تقدم و چه با سلب حق تقدم) از مهم ترین راه های جذب نقدینگی در حوزه شرکت داری به شمار می روند. بررسی ها نشان می دهد بزرگترین عرضه اولیه انجام شده در ماه های گذشته به عرضه اولیه سهام شرکت گروه پتروشیمی تابان فردا برمی گردد که هلدینگ اهداف به عنوان سهامدار عمده صرفا در روز عرضه اولیه حدود ۷ همت از محل

صورت های مالی ۶ ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۵ شرکت گروه توسعه مالی مهر آیندگان (ومهان)، نشان دهنده افزایش حجم سرمایه گذاری ها و تغییر در ترکیب دارایی های شرکت است. تصمیمات متخذه در نیمه نخست سال مالی جاری، علاوه بر رشد بهای تمام شده و ارزش روز پر تقوی سهامی، منجر به توسعه ابزار های غیر مستقیم و تثبیت درآمدهای عملیاتی شده است.

تغییر در مقیاس دارایی ها و تزریق منابع به پرتفوی بورسی

بررسی صورت وضعیت مالی ۶ ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۵، حاکی از افزایش حجم سرمایه گذاری های شرکت است. بهای تمام شده کل سرمایه گذاری ها با افزایش ۱۳۶ درصدی طی این دوره، از ۱۸۶،۴۱۹ میلیارد ریال در پایان سال مالی قبل به ۴۴۰،۷۴۲ میلیارد ریال (۴۴۰،۷۰۰ میلیارد ریال) در پایان شهر یور ماه رسید. مطابق صورت گردش معاملات، تزریق منابع جدید عمدتاً معطوف به سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس و فرابورس بوده است؛ به گونه ای که بهای تمام شده پرتفوی بورسی از ۱۳۸،۵۰۰ میلیارد ریال به ۳۹۸،۷۰۰ میلیارد ریال افزایش یافت. صورت گردش خالص معاملات نشان می دهد شرکت طی ۶ ماه نخست، ۲۶۷،۴۰۰ میلیارد ریال خرید جدید ثبت کرده و در مقابل تنها ۷،۲۰۰ میلیارد ریال واگذاری سهام داشته است. هم زمان با ورود منابع جدید، ارزش روز پرتفوی بورسی شرکت نیز با ۵۳ درصد رشد، از ۶۲۳،۳۰۰ میلیارد ریال به ۹۵۱،۷۰۰ میلیارد ریال ارتقا یافت. در وضعیت کنونی، ارزش بازار پرتفوی بورس و مهان معادل ۲،۳ برابر بهای تمام شده آن در دفاتر ثبت شده و مازاد ارزش بازاری معادل ۵۵۳،۰۰۰ میلیارد ریال برای شرکت ایجاد کرده است.

ترکیب صنایع و تمرکز بر گروه های اصلی

ترکیب بهای تمام شده سرمایه گذاری های سهامی نشان دهنده حفظ تمرکز بر گروه «محصولات شیمیایی» است. این صنعت با بهای تمام شده ۲۹۴،۳۰۰ میلیارد ریال، حدود ۷۱ درصد از کل سرمایه گذاری های سهامی شرکت را تشکیل می دهد و ارزش روز آن در پایان دوره به ۶۷۲،۴۰۰ میلیارد ریال رسیده است.

- سایر صنایع با اهمیت پرتفوی بر حسب ارزش دفتری و ارزش روز عبارتند از
- فرآورده های نفتی و سوخت هسته ای:** بهای تمام شده ۲۹،۶۰۰ میلیارد ریال (ارزش روز ۷۰،۱۰۰ میلیارد ریال)
- فعالیت های کمکی به نهادهای مالی:** بهای تمام شده ۱۴،۷۰۰ میلیارد ریال (ارزش روز ۳۰،۳۰۰ میلیارد ریال)
- انبوه سازی، املاک و مستغلات:** بهای تمام شده ۱۳،۱۰۰ میلیارد ریال (ارزش روز ۵۶،۱۰۰ میلیارد ریال)

علی پوررمضان

تحلیلگر شرکت کیان اندیشان کوشا

بازار سرمایه ایران وارد پاییزی شده که احتمالاً یکی از مهم ترین متغیر های آن، کشمکش میان ریسک های سیاسی و واقعیت های بنیادی شرکت ها خواهد بود. سؤال اصلی این است که در مهر و آبان، بورس بیشتر تحت تأثیر اخبار سیاسی و نگرانی از درگیری قرار می گیرد یا گزارش های عملکرد شرکت ها می توانند دوباره توجه سرمایه گذاران را به سودآوری بنگاه ها برگردانند؟

در کوتاه مدت، نمی توان نقش سیاست را نادیده گرفت. بورس ایران در شرایطی قرار دارد که هر خبر مهم درباره تنش های منطقه ای، مذاکرات، تحریم ها یا احتمال درگیری می تواند به سرعت بر جریان نقدینگی و رفتار معامله گران اثر گذارد. بنابراین در هفته های ابتدایی پاییز، احتمالاً اخبار سیاسی همچنان نوسان ساز اصلی بازار خواهند بود؛ اما این الزاماً به معنی تعیین کننده بودن آنها برای تمام صنایع نیست. در طرف مقابل، فصل گزارش های ۶ماهه می تواند وزن متغیر های بنیادی را افزایش دهد. سرمایه گذاران حالا منتظرند ببینند شرکت ها در نیمه نخست سال تاجه اندازه توانسته اند افزایش نرخ ارز، رشد قیمت محصولات و تغییرات هزینه ها را در صورت های مالی خود منعکس کنند. به خصوص برای شرکت های صادراتی، پتروشیمی، فلزی، معدنی و برخی صنایع وابسته به نرخ ارز، عملکرد فروش و نرخ تسعیر ارز اهمیت زیادی خواهد داشت.

سؤال مهم تر این است که آیا شرکت های می توانند سودآوری فصل بهار را در تابستان نیز تکرار کنند؟

رشد دلار و افزایش نرخ ارز در سامانه نیماء، در نگاه اول باید برای بسیاری از شرکت های صادرات محور اثر مثبتی داشته باشد؛ اما این رابطه کاملاً خطی نیست. رشد نرخ ارز زمانی به رشد سود تبدیل می شود که افزایش درآمد ارزی بیشتر از افزایش هزینه های شرکت باشد و هم زمان قیمت جهانی محصولات نیز اجازه حفظ حاشیه

بورس ایران در پاییز ۱۴۰۵؛ بازار سیاسی می ماند یا

گزارش ها تعیین کننده می شوند؟

سود را دهد. بنابراین صرفاً بالا رفتن دلار به معنی تکرار قطعی سود فصل بهار نیست. به همین دلیل، گزارش های ۶ماهه می توانند نقطه تفکیک مهمی برای بازار باشند. اگر شرکت هایی که در بهار عملکرد مناسبی داشتند، در تابستان نیز فروش و حاشیه سود خود را حفظ کرده باشندند، بازار می تواند بخشی از توجه خود را از متغیر های سیاسی به ارزش گذاری و سودآوری واقعی شرکت ها منتقل کند.

اما شاید مهم ترین ویژگی پاییز ۱۴۰۵، احتمال جدا شدن مسیر صنایع و تک سهم ها از شاخص کل باشد. در بازاری که هم زمان با ریسک سیاسی، تورم، رشد نرخ ارز و تفاوت شدید عملکرد شرکت ها مواجهه است، احتمالاً نمی توان انتظار داشت همه صنایع با یک سرعت حرکت کنند. ممکن است شاخص کل به دلیل وزن بالای چند صنعت بزرگ، تصویر متفاوتی از عملکرد بخش هایی از بازار نشان دهد. بنابراین در چنین شرایطی، توجه به شرکت هایی که ترکیبی از رشد فروش، حاشیه سود مناسب، ترازنامه قابل قبول، ارزش گذاری منطقی و چشم انداز سودآوری بهتر دارند، اهمیت بیشتری پیدا می کند. در نتیجه، مهر و آبان ۱۴۰۵ می تواند دوره ای باشد که بازار از «خرید یا فروش کلیت بورس» به سمت انتخاب سهم و صنعت حرکت کند. اگر ریسک سیاسی کاهش یابد، گزارش های ۶ماهه می توانند محرک مهمی برای چرخش نقدینگی به سمت شرکت های بنیادی باشند. اگر ریسک سیاسی تشدید شود، حتی گزارش های خوب نیز ممکن است در کوتاه مدت تحت الشعاع فضای ریسک قرار بگیرند. بنابراین برای یکی دو ماه آینده، شاید مهم ترین نکته این باشد که دیگر نمی توان بورس را با یک متغیر توضیح داد. دلار مسیر درآمد شرکت ها را تغییر می دهد، گزارش های کدال کیفیت این درآمد را مشخص می کنند و سیاست تعیین می کند بازار با چه ضریبی حاضر است این سودها را قیمت گذاری کند.

پاییز ۱۴۰۵ می تواند بیش از آنکه فصل حرکت یکپارچه شاخص باشد، فصل تفکیک شرکت های قوی از ضعیف باشد؛ جایی که کیفیت سود، رشد فروش و توانایی شرکت در تبدیل افزایش نرخ ارز به سود واقعی، اهمیت بیشتری از صرفاً جهت حرکت شاخص کل پیدا می کند.

ارتقای مقیاس و جهش درآمدی و مهان در کارنامه ۶ ماهه

۱۷،۰۷۱ ریال و بازیافت بخشی از اصل بهای تمام شده سرمایه گذاری گردید.

وضعیت صندوق ها وسایر ابزار های سرمایه گذاری

در انتهای دوره مالی، ۱۴،۷۸۹ میلیارد ریال از منابع شرکت در انواع صندوق های سرمایه گذاری و ۱۲،۹۹۸ میلیارد ریال در قالب سایر ابزار های مالی مدیریت شده است.

تفکیک ارزش دفتری و بازار صندوق ها به شرح زیر است:

- صندوق های اهرمی:** بهای تمام شده ۵،۲۰۰ میلیارد ریال (ارزش روز ۵،۸۰۰ میلیارد ریال)
- صندوق های در آمد ثابت:** بهای تمام شده ۳،۹۰۰ میلیارد ریال (ارزش روز ۴،۱۰۰ میلیارد ریال)
- صندوق های کالایی (طلا و سکه):** بهای تمام شده ۲،۸۰۰ میلیارد ریال (ارزش روز ۳،۶۰۰ میلیارد ریال)
- صندوق های بازارگردانی:** بهای تمام شده ۲،۹۰۰ میلیارد ریال (ارزش روز ۳،۲۰۰ میلیارد ریال)

همچنین در بخش سایر سرمایه گذاری ها، اختصاص ۶،۴۰۰ میلیارد ریال به سبدهای اختصاصی و ۴،۲۰۰ میلیارد ریال به اوراق تسهیلات مسکن، بخش اصلی مانده ۱۲،۹۹۸ میلیارد ریالی این حساب را تشکیل داده است.

عملکرد ۳ ماهه نخست با کار نامه ۶ ماهه

بررسی تطبیقی صورت های مالی دوره ۳ ماهه منتهی به ۳۱ خرداد ۱۴۰۵ با کارنامه تجمعی ۶ماهه، الگوی زمانی شناسایی درآمدها و بازدهی شرکت را مشخص می سازد:

- زمان بندی در آمد سود سهام:** درآمد شناسایی شده از محل سود سهام در ۳ ماهه اول مبلغ ۵،۹۹۲ میلیارد ریال بوده که ۱۸ درصد از کل درآمد سود سهام ۶ ماهه (۳۲،۷۵۴ میلیارد ریال) را شامل می شود. این امر نشان می دهد بخش عمده درآمدهای تقسیمی شرکت های سرمایه پذیر در ۳ ماهه دوم (فصل مجامع تیر و مرداد) در صورت سود و زیان نشسته است.
- روند تحقق سود فروش سرمایه گذاری ها:** در ۳ ماهه نخست، ۹،۳۰۹ میلیارد ریال سود فروش شناسایی شده بود که ۳۱ درصد از سود فروش ۶ ماهه (۲۹،۹۰۵ میلیارد ریال) است. شناسایی ۶۹ درصد مابقی این درآمد در ۳ ماهه دوم، حاکی از افزایش واگذاری ها و شناسایی سود در فصل تابستان است.
- توزیع سود خالص:** سود خالص ۸،۲۶۸ میلیارد ریالی ثبت شده در ۳ ماهه نخست، حدود ۲۸ درصد از کل سود خالص ۶ ماهه را پوشش داده است. بر این اساس، بیش از ۷۲ درصد از سود خالص نیم سال نخست و مهان در ۳ ماهه دوم محقق شده است.



- استخراج کانه های فلزی:** بهای تمام شده ۱۰،۵۰۰ میلیارد ریال (ارزش روز ۲۱،۴۰۰ میلیارد ریال)

ارزش روز شرکت های خارج از بورس و فرابورس نیز بدون تغییر نسبت به دوره های قبل، برابر با بهای تمام شده افشا شده به میزان ۱۴،۲۷۴ میلیارد ریال لحاظ شده است.

بررسی درآمدهای عملیاتی و اعمال الزامات استاندارد ۱۵

شرکت در ۶ ماهه نخست، ۲۹،۹۰۵ میلیارد ریال سود حاصل از فروش سرمایه گذاری ها شناسایی کرده که ۹،۹۰۰ میلیارد ریال آن ناشی از واگذاری سهام شرکت های عملیاتی است. عملکرد سود فروش شرکت در این نیم سال، در مقایسه با تمام سال مالی گذشته (۲۳،۷۰۳ میلیارد ریال)، رشد ۲۶ درصدی را ثبت کرده است. هم زمان، درآمد سود سهام مصوب شرکت های سرمایه پذیر به ۳۲،۷۵۴ میلیارد ریال و درآمد سود تضمین شده به ۱۶۰ میلیارد ریال رسید تا جمع درآمدهای عملیاتی ۶ ماهه به ۶۲،۸۱۹ میلیارد ریال بالغ گردد.

در خصوص مجمع عمومی شرکت گروه پتروشیمی تابان فردا، سود مصوب سهم و مهان مبلغ ۹،۱۵۰ میلیارد ریال (به ازای هر سهم ۶۱۰ ریال) بود. با توجه به تقسیم سود از محل سود انباشته پیش از تحویل، طبق مفاد بند ۲۴ استاندارد حسابداری ۱۵، این رقم در صورت سود و زیان دوره به عنوان درآمد شناسایی نشد؛ بلکه مستقیماً منجر به کاهش بهای تمام شده سهم از ۱۸،۳۲۰ ریال به

پاییز بنیادی بورس

محدوده قابل دفاعی باقی بماند. نشان آشکار بلوغ در روند جاری بورس، فاصله گرفتن از وابستگی مستقیم به جهش های ارزی و انکاب بر رشد واقعی و عملیاتی سود شرکت هاست.

❖ **فرا تر از اندازه شرکت‌ها؛ کیفیت سودآوری معیار اصلی تخصیص اعتبار**

تحولات اخیر در بازخوانی گزارش‌های ماهانه شرکت‌ها نشان می‌دهد که سنجش‌های سنتی نظیر بزرگ یا کوچک بودن سهم، جای خود را به کیفیت و پایداری سود داده‌اند. اگرچه اندازه شرکت همچنان در میزان نقدشوندگی و عمق معامله اهمیت دارد، اما سرمایه‌گذاران در شرایط فعلی بیش از هر زمان دیگری به پایداری رشد فروش، توان حفظ حاشیه سود و قابلیت تکرارپذیری سودآوری توجه دارند.

❖ غربالگری صنایع و استراتژی انتخاب تک سهم

در پاییز پیش‌رو، گزارش‌های ماهانه نقش تعیین‌کننده‌ای در هدایت جریان نقدینگی ایفا خواهند کرد. شرکت‌هایی که توانایی انتقال فشار هزینه‌ها به نرخ فروش محصولات خود را دارند و از حاشیه سود پایدار و ارزش‌گذاری منطقی برخوردارند، بیشترین جذب منابع را تجربه خواهند کرد. از منظر ساختار صنایع، اگرچه نمادهای کامودیتی‌محور و صادراتی همچنان در اولویت بررسی هستند، اما قرار گرفتن در یک صنعت خاص به تنهایی تضمین‌کننده اقبال بازار نخواهد بود. تفاوت در ساختار هزینه، ترکیب محصولات و کیفیت مدیریت سرمایه سبب می‌شود که عملکرد شرکت‌های هم‌گروه نیز به شدت از یکدیگر فاصله بگیرد. از این رو، پاییز بیش از آنکه فصل انتخاب صنعت باشد، فصل بازشناسی و انتخاب دقیق تک‌سهم‌هاست.

❖ **مدیریت ابهام سیاسی و نقشه راه استراتژیک پر نفوذ در پاییز**

در حوزه محیط کلان، مهم‌ترین نیاز مقطعی بازار سرمایه برای خروج از فضای احتیاط، کاهش عدم قطعیت‌های سیاسی و ابهامات محیطی است. بازار سرمایه همواره قابلیت تطبیق با شرایط شفاف سیاسی و اقتصادی را دارد، اما دوام ابهام به مرور به محافظه‌کاری بیشتر معامله‌گران می‌انجامد. رویدادهایی نظیر مجمع

علی جبل عاملی
فائمه مقام گروه مالی کارآمد

بازار سرمایه پس از تجربه تابستانی متفاوت و ثبت رشد بیش از ۵۰ درصدی در شاخص کل، اکنون در آستانه فصل پاییز در فضایی آکنده از انتظار و ارزیابی مجدد قرار گرفته است. بررسی ابعاد مختلف اقتصادی و سیاسی نشان می‌دهد که اگرچه تکرار شتاب رشد یکپارچه تابستان در ماه‌های پیش‌رو چندان محتمل نیست، اما این کاهش سرعت به هیچ عنوان به معنای ورود بورس به دوره‌ای از رکود نخواهد بود. بازار در فصل گذشته بخشی از عقب‌ماندگی خود را نسبت به متغیرهای اسمی اقتصاد، افزایش نرخ ارز، رشد ارزش جایگزینی دارایی‌ها و بهبود انتظارات سودآوری جبران کرد. اکنون با آغاز پاییز، جنس حرکت بازار از یک روند فراگیر و همه‌جانبه به سمتی انتخابی و مبتنی بر کیفیت تغییر می‌یابد؛ منطقی که در آن گزارش‌های مالی، پایداری سود و ارزش‌گذاری دقیق، قطب‌نمای اصلی فعالان بازار خواهند بود.

❖ گذر از رشد هیجانی به بلوغ بنیادی؛ تغییر سوخت محرک بورس

افزایش نرخ ارز توافقی و نزدیک شدن آن از محدوده ۱۳۷ هزار تومان به حدود ۱۶۹ هزار تومان و همگرایی آن با نرخ بازار آزاد، یکی از مهم‌ترین پیش‌ران‌های بورس در ماه‌های اخیر بوده است. این اتفاق برای شرکت‌های صادرات‌محور گامی کلیدی محسوب می‌شود، چرا که فاصله میان درآمد ارزی واقعی و نرخ تسعیر را به شکل چشمگیری کاهش می‌دهد. با این حال، تداوم مسیر صعودی بازار رانمی‌توان صرفاً به اهرم ارز گره زد. در سطوح فعلی قیمت دلار، وزن اصلی تحلیلی بازار بر این مسئله متمرکز شده است که چه میزان از این رشد درآمدهای ارزی به سود خالص واقعی شرکت‌ها تبدیل خواهد شد.

افزایش درآمدها به تنهایی تضمین کننده رشد ارزش سهام نیست؛ بلکه باید اثرات همزمان رشد هزینه‌های تولید، حامل‌های انرژی، دستمزد، مالیات و سایر اقلام هزینه‌ای به دقت محاسبه شود. بر همین اساس، حتی در صورت تثبیت نسبی نرخ روز در پاییز، بازار سرمایه همچنان ظرفیت بالقوه برای رشد خواهد داشت، مشروط بر آنکه سودآوری شرکت‌ها افزایش یافته و نسبت قیمت به درآمد (P/E) آنها در

جهش درآمدی «وآرمان مهان» باکوچ استراتژیک از بانک‌ها به سمت درآمد ثابت و طلا



شرکت با تغییر جهت استراتژیک، خالص خریدی معادل ۲ هزار و ۵۸ میلیارد ریال را در واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری رقم زد. تا بهای تمام‌شده این بخش به ۷ هزار و ۲۶۸ میلیارد ریال و ارزش بازار آن با ثبت ۲ هزار و ۱۰۷ میلیارد ریال ارزش افزوده، به ۹ هزار و ۳۷۵ میلیارد ریال برسد. نقطه ثقل این تغییر جهت، تخصیص منابع به صندوق‌های درآمد ثابت برای تثبیت جریان سودآوری، حضور فعال در صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی و نفوذ هوشمندانه به صندوق‌های مبتنی بر کالا و ی‌نقره بوده است.

هم‌زمان با این تحرکات در بازار صندوق‌ها، «اورامان مهان» گام مهم دیگری را در جهت تنوع‌بخشی به ابزارهای مالی برداشت و سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار سپرده کالایی را کلید زد. این شرکت در طول تابستان، با ورود هدفمند به گواهی‌های سپرده کالایی در دارایی‌های پایه‌ای و استراتژیک شامل طلا، نقره، کاند مس و میلگرد، سبد دارایی‌های پایه خود را گسترش داد تا با مجموع بهای تمام‌شده کل سرمایه‌گذاری‌های ۲۷ هزار و ۳۲۴ میلیارد ریالی در پایان شهریور، پرتفویی متوازن و آماده بازدهی برای نیمه دوم سال شکل گیرد.

در نهایت، پایان شهریورماه «وآرمان مهان» پرنفویی ۲۸ هزار و ۴۳۳ میلیارد ریالی را نشان می‌دهد که هسته سخت آن — یعنی حضور بیش از ۱۰ هزار میلیارد سهم شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی — و حاشیه آن با خروج شرکت‌هایی مانند ارتباطات سیار و مارگلین و جایگزینی دارایی‌های جدید، کاملاً تازه‌سازی شده است. اکنون با عبور از فصل مجامع، تمام نگاه‌ها به عملکرد این سبد تاز، نفس و بازدهی صندوق‌ها معطوف است تا مشخص شود جریان درآمدی ۲ هزار و ۵۵۳ میلیارد ریالی تا چه میزان در نیمه دوم سال تداوم خواهد یافت.

کارنامه شش ماهه شرکت سرمایه‌گذاری توسعه آرمان مهان در نیمه نخست سال مالی جاری، تصویر دو فصل متفاوت اما مکمل را در ترازنامه این شرکت به نمایش می‌گذارد؛ مسیری که با ثبت درآمد عملیاتی ۲ هزار و ۵۵۳ میلیارد ریالی، پوشش ۷۰ درصدی کل درآمد سال مالی گذشته را تنها در نصف سال رقم زده است. این جهش درآمدی پیش از آنکه حاصل یک مسیر هموار باشد، نتیجه یک جابه‌جایی تاکتیکی در ترکیب دارایی‌ها بوده است.

روایت ۶ ماه از بهاری آرام آغاز شد؛ فصلی که مدیران و آرامان مهان بیشتر به انباشت و چینش مواضع پرداختند تا نقد کردن دارایی‌ها. در سه ماهه نخست، خرید از محل شرکت در افزایش سرمایه محدود اما هدفمند بود، و شرکت سهام شرکت‌های پالایش نفت اصفهان و بورس کالای ایران را از طریق شرکت در افزایش سرمایه آن‌ها افزایش داد؛ خریدهایی که تا پایان تابستان بازدهی چشمگیری ایجاد کردند. در آن دوره، فروش سهام به ۲۲۴ میلیارد ریال و سود حاصل از آن به ۴۳ میلیارد ریال محدود ماند تا همه چیز برای یک تابستان پر تحرک آماده شود.

با آغاز تابستان، فاز اجرایی این استراتژی کلید خورد. حجم فروش سهام با جهشی محسوس به ۳ هزار و ۱۶۷ میلیارد ریال رسید و ۹۴۹ میلیارد ریال سود تحقق یافته با بازدهی حدود ۳۰ درصد خلق کرد. نقطه عطف این فصل، خروج برنامه ریزی شده از صنعت بانکداری بود. و آرمین مهبان با واگذاری کامل بانک تجارت، بانک خاورمیانه و بخشی از سهام بانک سینا، سهم این گروه را در پرتفوی خود از ۶۵ درصد به زیر یک درصد کاهش داد و منابع حاصل را به سمت خرید سهم های گروه سرمایه گذاری از جمله سرمایه گذاری سپه، پتروشیمی اروند و تامین سرمایه لوتوس پارسیان هدایت کرد.

هم‌زمان با اصلاح پرتفوی سهام، با اوج‌گیری فصل مجامع سالانه ۹۶۵ میلیارد ریال سود نقدی شناسایی شد که در این میان دو شرکت پتروشیمی خلیج فارس (۴۵۶ میلیارد ریال) و لالیش نفت اصفهان (با ۲۷۸ میلیارد ریال) بیشترین سهم را ایفا کردند.

❖ توسعه افق دارایی‌ها؛ از صندوق‌های هدفمند تا ورود به بازار سپرده‌کالایی

«وآرمان مهران» در فصل تابستان، علاوه بر اصلاح ترکیبی سهام شرکت‌ها، بخشی از منابع حاصل از فروش دارایی‌ها را به سمت ابزارها و بازارها جدید سوق داد. بر اساس عملکرد دوره ۳ ماهه دوم،

سیستم‌های مالی؛ ارتقای سودآوری و رونق فروش فولادسنگان در فضای تحریم

تقدیرنگی را کوتاهتر می‌کند. کاهش هزینه‌های پنهان معطلی و جلوگیری از افت کیفی محصول در مرحله حمل، مانع از تقلیل ارزش فروش شده و بازدهی سرمایه در گردش شرکت را افزایش می‌دهد.

مدیریت پیش‌گیرانه بهای تمام‌شده بر پایه بهره‌وری منابع و تداوم تولید

در شرایط تحریم، بهره‌وری به معنای حرکت از تولیدمحوری صرف به سمت اقتصادمحوری تولید است. ناترازی‌های کلان در حوزه انرژی و آب می‌تواند با ایجاد توقف‌های ناخواسته، سهم هزینه‌های ثابت را در هر تن محصول افزایش داده و حاشیه سود را بیلعد. سرمایه‌گذاری‌های راهبردی در حوزه خودتامینی انرژی (مانند انرژی‌های تجدیدپذیر) و بازچرخانی با تامین پایدار منابع آب، صرفاً اقدامات محیط‌زیستی نیستند، بلکه ابزارهای مالی جهت «مدیریت ریسک توقف» به شمار می‌روند. سیستم مالی با محاسبه هزینه واقعی توقف خطوط در برابر هزینه‌های سرمایه‌گذاری زیرساختی، به مددیریتی دست می‌یابد که بهای تمام‌شده را حتی در اوج محدودیتی‌های بیرونی کنترل کرده و قابلیت پیش‌بینی سودآوری را حفظ می‌کند.

تنوع بخشی به بازارهای هدف و تعادل در اعتبارات تجاری

اتکا به یک بازار یا خریدار خاص در شرایط رکود تحریمی، ریسک متمرکز در آمد را افزایش می‌دهد. تنوع‌بخشی به کانال‌های فروش (بورس کالا، بازارهای داخلی، صادراتی و خریداران راهبردی) به همه‌را اعطای هوشمندانه اعتبارات تجاری بر اساس ارزیابی ریسک خریداران، به شرکت اجازه می‌دهد حتی در شرایط انقباضی بازار، حجم فروش و جریان نقدی عملیاتی خود را متوازن نگه دارد.

❖❖ و در نهایت؛

تئوری عملکرد سیستم‌های مالی در شرکت فولاد سنگان نشان می‌دهد که سودآوری پایدار در شرایط تحریم حاصل پیوند شفافیت مالی، ثبات کیفیت و زیرساخت‌های تحول و، و پایداری منابع تولید است. این الگوی یکپارچه، سیستم مالی را از یک نهاد ثبت‌کننده به یک «موتور محرک سودآوری و تسهیل‌کننده فروش» تبدیل کرده و تاب‌آوری اقتصادی سازمان را در برابر شوک‌های بیرونی تضمین می‌نماید.

در فضای اقتصادی کنونی که تشدید تحریم‌های بین‌المللی موجب نوسانات شدید نرخ ارز، اختلال در زنجیره تأمین و افزایش بهای تمام‌شده شده است، سیستم‌های مالی سازمان‌ها دیگر صرفاً

ابزار ثبت و گزارش دهی تاریخی نیستند. بر اساس «نظریه اقتصاد سیاسی»، گزارشگری مالی و رفتارهای محاسباتی متأثر از فشارهای محیط کلان اقتصادی و کنش های سیاسی هستند. در چنین شرایطی، ارتقای عملکرد سیستم های مالی در شرکت های بزرگ صنعتی مانند فولاد سنگان تنها از طریق تلفیق شفافیت مالی با رویکردهای عملیاتی مانند «بهروری کل زنجیره ارزش» و «مشتري مداری زیرساختی» تحقق می یابد.

ارتقای کیفیت سود و خلق ارزش از مسیر ثبات کیفی
و اعتماد بازار

بر اساس مبانی تئوریک کیفیت سود، سودی دارای کیفیت بالا است که پایداری، قابلیت پیش بینی و توانایی انعکاس عایدات آتی را داشته باشد. در بازار محصولات معدنی و فولادی، پایداری کیفیت محصول (گندله و کنسانتره) مستقیم ترین عامل کاهش ریسک عملیاتی خریداران و ایجاد قابلیت پیش بینی درآمدها است. وقتی سیستم های کنترل کیفیت از مبدأ تأمین مواد اولیه تا تحویل نهایی یکنواختی محصول را تضمین می کنند، ریسک افت قیمت یا پس زدگی محموله ها کاهش یافته و اعتبار اعتباری و چانه زنی شرکت در بورس کالا و بازارهای داخلی و صادراتی تقویت می شود. شفافیت در گزارشگری مالی و پرهیز از مدیریت سود، این اعتماد بازار را تحکیم کرده و جریان های نقدی حاصل از فروش را قابل اتکاتر می سازد.

❖ پیوند لجستیک تحویل و بهینه سازی جریان های نقدی عملیاتی

ابعاد مالی سودآوری و فروش تنها به خط تولید محدود نمی‌شود، بلکه تجربه‌ی تحویل و سرعت ارسال محصول (از جمله مدیریت صف‌های بارگیری، سامانه‌های موزون‌سازی دقیق و حفظ سلامت فیزیکی محصول هنگام خروج) نقشی تعیین‌کننده در سودآوری واقعی دارد. از منظر سیستم مالی و مدیریت دارایی‌های جاری، هرگونه تسهیل و سرعت‌بخشی در فرایند تحویل به مشتری، دوره وصول مطالبات و چرخه تبدیل

دلارهای انتظارات، ریال های کدال

محمد مهاجر

کارشناس ارشد کارگزاری پیشرو



فاصله میان سودی که بازار انتظار دارد و سودی که هنوز در کدال دیده نشده؛ بازار سهام در ماه‌های اخیر از یک دوره سنگین ریسک و فشار عبور کرده و حالا دوباره بحث ارزندگی و چشم‌انداز سودآوری در مرکز توجه قرار گرفته است. اما تفاوت امروز بازار با نقطه‌ای که این حرکت از آن آغاز شد، در همین یک نکته خلاصه می‌شود: بخشی از ارزندگی اولیه دیگر روی تابلو وجود ندارد و بخشی از آینده شرکت‌ها وارد قیمت سهام شده است. بنابراین سؤال اصلی دیگر فقط این نیست که بورس ارزان است یا گران؛ مسئله این است که قیمت‌های فعلی چه مقدار از سودی را که قرار است در ماه‌های آینده محقق شود، از قبل خریداری کرده‌اند.

یکی از نشانه‌های این تغییر را می‌توان در نسبت P/E بازار دید. بر اساس داده‌های منتشر شده، P/E بازار در پایان تیرماه به حدود ۵.۸ واحد رسیده بود؛ سطحی نزدیک به کف ۵.۱ واحدی ثبت شده در شهریور ۱۴۰۴. اما در پایان شهریور این نسبت به حدود ۹ واحد رسید؛ رقمی نزدیک به سقف ۹.۳۵ واحدی بازه سه‌ساله مورد بررسی و بالاتر از میانگین حدود ۷ واحدی این دوره. این تغییر را نباید به‌تنهایی نشانه گران شدن بازار دانست، اما یک پیام روشن دارد: بازاری که در ابتدای مسیر با P/E بسیار پایین معامله می‌شد، حالا برای ادامه رشد به پشتوانه سودآوری بیشتری نیاز دارد. در واقع، بخشی از فاصله میان قیمت و ارزش بنیادی در ماه‌های گذشته پر شده و از اینجا به بعد، افزایش سود شرکت‌ها اهمیت بیشتری از صرفاً پایین بودن قیمت‌ها پیدا می‌کند.

البته P/E عددی ثابت نیست و همین نکته، بخش مهم ماجراست. اگر سود شرکت‌ها در فصل‌های آینده رشد کند، مخرج این نسبت بزرگ‌تر می‌شود و P/E حتی در قیمت‌های بالاتر نیز می‌تواند دوباره تعدیل شود. بنابراین نمی‌توان صرفاً از افزایش P/E نتیجه گرفت که بازار دیگر ارزنده نیست. سؤال مهم‌تر این است که آیا سود شرکت‌ها

توان رسیدن به قیمت‌های جدید را دارد یا نه؟ اینجاست که نرخ ارز وارد معادله می‌شود. برای بسیاری از شرکت‌های صادرات‌محور، افزایش نرخ ارز می‌تواند درآمد ریالی را بالا ببرد، اما اثر آن زمانی برای بازار اهمیت واقعی پیدا می‌کند که از نرخ فروش عبور کرده و به سود برسد. اگر رشد هزینه‌های انرژی، مواد اولیه، حمل‌ونقل یا سایر هزینه‌ها بخش مهمی از افزایش درآمد را جذب کند، فاصله میان رشد نرخ ارز و رشد سود می‌تواند قابل توجه باشد. بنابراین بازار دیگر فقط به نمودار دلار نگاه نمی‌کند؛ باید دید دلار با چه کیفیتی وارد صورت‌های مالی شده است.

از همین منظر، تفاوت صنایع اهمیت پیدا می‌کند. بازار مجموعه‌ای یکدست از شرکت‌ها نیست و حتی در شرایطی که P/E کل بازار در محدوده مشخصی قرار دارد، کیفیت سود و چشم‌انداز گروه‌ها می‌تواند کاملاً متفاوت باشد. داده‌های منتشر شده درباره ارزش‌گذاری صنایع نیز این اختلاف را نشان می‌دهد؛ برای نمونه،

در خرداد ۱۴۰۴ نسبت P/E گروه‌هایی مانند استخراج نفت و گاز و بانک‌ها به‌مراتب پایین‌تر از صنایعی مانند دارویی و رایانه قرار داشت. بنابراین نمی‌توان با یک عدد برای کل بازار درباره ارزندگی قضاوت کرد. شرکتی که سودش پایدار، قابل تکرار و در مسیر رشد است، با شرکتی که بخش بزرگی از سودش به متغیرهای ناپایدار وابسته است، حتی با P/E یکسان نیز شرایط بنیادی مشابهی ندارد.

اینجا گزارش‌های ماهانه و شش‌ماهه به مهم‌ترین آزمون بازار تبدیل می‌شوند. قیمت‌ها در ماه‌های گذشته بر اساس مجموعه‌ای از انتظارات حرکت کرده‌اند؛ از نرخ ارز و نرخ‌های فروش گرفته تا بهبود درآمد شرکت‌ها و کاهش بخشی از ریسک‌های موجود. حالا صورت‌های مالی باید نشان دهند این انتظارات تا چه اندازه واقعی بوده‌اند. اگر گزارش‌ها بهتر از چیزی باشند که بازار انتظار داشته، قیمت‌های فعلی می‌توانند پشتوانه بنیادی تازه‌ای پیدا کنند؛ اما اگر گزارش‌ها فقط مطابق انتظار باشند، ممکن است بخش قابل توجهی

از خبر خوب پیش از انتشار در قیمت‌ها لحاظ شده باشد.

همین جا مفهوم «پیش‌خور شدن» معنا می‌یابد. پیش‌خور شدن لزوماً به این معنی نیست که بازار بیش از ارزش ذاتی سهم قیمت‌گذاری کرده است؛ بلکه یعنی سرمایه‌گذاران بخشی از سود آینده را پیش از تحقق، در قیمت امروز لحاظ کرده‌اند. به همین دلیل ممکن است شرکتی گزارش خوبی منتشر کند اما سهم واکنش چندانی نشان ندهد. گزارش بد نیست؛ اتفاقاً خوب است، اما برای بازار دیگر غافلگیرکننده نیست. آنچه قیمت را در مرحله بعد حرکت می‌دهد، نه صرفاً سودآوری، بلکه فاصله میان سود واقعی و انتظارات قبلی است. این تفاوت، فضای بازار را از یک «رالی ارزندگی» به سمت «رالی انتظارات» تغییر می‌دهد.

در شروع مسیر، کافی بود قیمت سهام نسبت به سود فعلی پایین باشد تا بخشی از جذابیت بازار آشکار شود؛ اما بعد از رشد قیمت‌ها، سرمایه‌گذار دیگر فقط سود امروز را نمی‌خرد، بلکه روی سود فردا قیمت می‌گذارد. بنابراین هرچه بازار بیشتر رشد کند، اهمیت برآورده شدن یا حتی فراتر رفتن از انتظارات نیز بیشتر می‌شود. به همین دلیل گزارش‌های پیش‌رو فقط برای سنجش عملکرد شرکت‌ها مهم نیستند؛ آنها مشخص می‌کنند قیمت‌های امروز چقدر جلوتر از سودهای واقعی حرکت کرده‌اند.

در نهایت، شاید سؤال درست برای بازار دیگر این نباشد که «بورس ارزان است یا گران؟» چون پاسخ این سؤال بدون در نظر گرفتن صنعت، کیفیت سود، نرخ ارز و چشم‌انداز شرکت‌ها چندان راهگشا نیست. سؤال دقیق‌تر این است که بازار امروز چه مقدار از آینده را خریداری کرده است؟ اگر رشد فروش و سودآوری شرکت‌ها بتواند به قیمت‌های فعلی برسد، P/E بالاتر امروز می‌تواند با رشد سودهای آینده دوباره تعدیل شود و بازار همچنان ظرفیت ادامه مسیر داشته باشد. اما اگر قیمت‌ها سریع‌تر از سود حرکت کرده باشند، بخش بیشتری از آینده پیش‌خور شده و از آن نقطه به بعد، انتخاب سهم و کیفیت سود اهمیت بسیار بیشتری پیدا می‌کند. به بیان ساده، دلار انتظارات را می‌سازد، اما کدال باید آن انتظارات را به واقعیت تبدیل کند. نقطه حساس بازار دقیقاً همین فاصله میان این دو است؛ فاصله‌ای که مشخص می‌کند رشد اخیر، شروع یک دوره جدید از سودآوری است یا بخشی از آینده‌ای که بازار پیشاپیش آن را خریده است.

مارکترز کلاب

دوستان شما، سرمایه شما



کارگزاری
بانک سامان

ثبت نام:

www.samanbourse.ir | ۰۲۱-۴۳۰۴۴۰۰ | ۰۲۱-۹۱۰۱۳۴۷ | samantahlil | samanbankbrokerage

هدف،

مسیر را مشخص می‌کند

مدیریت ثروت و تامین مالی با
مشاور سرمایه‌گذاری هدف حافظ

hafez.co
۰۲۱-۹۱۰۰۲۲۰۰

هدف حافظ
گروه مالی داتام

کوندراتیف، هوش مصنوعی و آینده بازار اوراق قرضه آمریکا

بهره‌وری واقعی متوقف شده است. زمستان نیز فصل پاک‌سازی است. در این مرحله بدهی‌ها سوخت می‌شوند، قیمت‌ها کاهش می‌یابد و زمینه برای آغاز موج بعدی فراهم می‌شود.

پس از کوندراتیف، جوزف شومپیتر این موج‌ها را به نوآوری پیوند زد. از دیدگاه او، هر موج با یک فناوری بنیادین آغاز می‌شود که کل نظام اقتصادی را دگرگون می‌کند. مرور تاریخ اقتصادی این الگوارا به روشنی نشان می‌دهد. نخستین موج با ماشین بخار و صنعت نساجی شکل گرفت و پس از آن به ترتیب راه‌آهن و فولاد، برق و صنایع شیمیایی، خودرو و نفت و سرانجام فناوری اطلاعات و اینترنت از حدود دهه ۱۹۷۰ موتور موج‌های بعدی شدند

❖ هوش مصنوعی به مثابه موج ششم

پرسش اصلی این است که موتور موج ششم چه خواهد بود. به باور بنده، پاسخ این پرسش هوش مصنوعی است. هوش مصنوعی را نباید صرفاً یک صنعت دانست. این فناوری بیش از هر چیز به برق شباهت دارد، یعنی فناوری‌ای با کاربرد عمومی که در همه بخش‌های اقتصاد، از پزشکی و خدمات حقوقی تا صنعت و بانکداری، نفوذ خواهد کرد. هر انقلاب فناورانه دو مرحله متمایز دارد: مرحله نصب و مرحله به کارگیری. در مرحله نصب، سرمایه با شدت به‌سوی فناوری جدید سرازیر می‌شود، زیرساخت‌ها ساخته می‌شوند و معمولاً حباب نیز شکل می‌گیرد. در مرحله به کارگیری، فناوری در سراسر اقتصاد گسترش می‌یابد، بهره‌وری جهش می‌کند و سطح قیمت‌ها کاهش می‌یابد. استدلال اصلی این نوشتار بر همین تمایز استوار است: مرحله نصب ماهیتی تورم‌زا دارد و مرحله به کارگیری ماهیتی ضد تورمی. راه‌آهن قرن نوزدهم نمونه روشنی از این فرایند است. در دوران احداث خطوط ریلی، تقاضا برای فولاد، زغال‌سنگ و نیروی کار به‌شدت افزایش یافت. اما پس از تکمیل شبکه، هزینه حمل‌ونقل به‌طور چشمگیری کاهش یافت و سطح عمومی قیمت‌ها در کل اقتصاد پایین آمد.

ادامه در صفحه ۶

❖ مانی محسنی

مدیرعامل مرکز تخصصی سرمایه‌گذاری مان

در تحلیل‌های اقتصادی، توجه معمولاً به چرخه‌های تجاری کوتاه‌مدت معطوف است؛ یعنی دوره‌های چندساله رونق و رکود، افزایش و کاهش نرخ بهره و فراز و فرود بازارهای سهام. باین حال، در زیر این نوسان‌ها موج‌های بلندتری نیز جریان دارد که دامنه آن‌ها به پنجاه تا شصت سال می‌رسد و ساختار اقتصاد را از بنیان دگرگون می‌کند. برای درک وضعیت کنونی بازار اوراق قرضه آمریکا و نقشی که هوش مصنوعی در سال‌های آینده ایفا خواهد کرد، باید از همین موج‌های بلند آغاز کرد.

❖ نظریه موج‌های بلند کوندراتیف

نیکلای کوندراتیف، اقتصاددان روس، در دهه ۱۹۲۰ داده‌های مربوط به قیمت‌ها، نرخ بهره، دستمزد و تولید کشورهای صنعتی را بررسی کرد و به این نتیجه رسید که اقتصاد سرمایه‌داری در قالب موج‌های بلند ۴۵ تا ۶۰ ساله حرکت می‌کند. مهم‌ترین پیام نظریه او این بود که سرمایه‌داری با هر بحران فرو نمی‌پاشد، بلکه خود را بازسازی می‌کند.

این دیدگاه با ایدئولوژی رسمی شوروی سازگار نبود. کوندراتیف زندانی شد و در سال ۱۹۳۸ به اعدام محکوم شد، اما نظریه او باقی ماند و بعدها اقتصاددانان بسیاری آن را بسط دادند.

هر موج کوندراتیف را معمولاً به چهار فصل تقسیم می‌کنند. بهار دوره ورود فناوری جدید، افزایش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی است. در تابستان، اقتصاد بیش از حد قوی می‌شود، تورم و نرخ بهره افزایش می‌یابد و جنگ‌ها و تنش‌های ژئوپلیتیکی نیز اغلب در همین مرحله رخ می‌دهند. پاییز دوره انباشت بدهی و شکل‌گیری حباب‌های دارایی است. در این دوره احساس ثروت فراگیر می‌شود، در حالی که رشد

گذار از شاخص محوری؛ پاییز تفکیک بنیاد از هیجان

❖ شهاب خدابخشیان

معاون سرمایه‌گذاری شرکت مشاور سرمایه‌گذاری فاین تک

بازار سرمایه در آستانه مهر ماه و آغاز فصل پاییز، خود را در میان‌دار دو جبهه متفاوت می‌بینید؛ از یک سو ریسک‌ها و اخبار سیاسی معطوف به نشست‌های بین‌المللی و تنش‌های منطقه‌ای بر فضای روانی بازار سایه افکنده و از سوی دیگر، متغیرهای بنیادی نظیر ارزندگی قیمت‌ها و انتشارات آماری در سامانه کدال، وزنه تعادل را نگه داشته‌اند. تجربه نشان داده در روزهای صعود ریسک‌های غیراقتصادی، واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار منفی شتابان‌تر بوده و سرعت خروج نقدینگی بر ورود آن پیشی می‌گیرد، اما حضور پایدار خریداران در سطوح قیمتی فعلی گواهی روشن بر این واقعیت است که بدنه بازار همچنان به ارزش ذاتی شرکت‌ها چشم دوخته است. از همین رو، مهر ماه میدان کشمکش میان ریسک‌های کوتاه‌مدت سیاسی و جذابیت‌های میان‌مدت بنیادی خواهد بود؛ جایی که انتشار گزارش‌های ماهانه و شش‌ماهه می‌تواند وزنه تحلیل را به نفع صورت‌های مالی سنگین‌تر کند.

در بررسی ابعاد سودآوری شرکت‌ها تحت تأثیر وضعیت نرخ دلار، برآوردها نشان می‌دهد که صورت‌های مالی شش‌ماهه همچنان نویدبخش رشد سودآوری نسبت به دوره مشابه سال گذشته باشند. البته نباید انتظار داشت نرخ رشد سودآوری کاملاً پایاپای بارشد مبالغ فروش حرکت کند. فشارهای تورمی بر مواد اولیه، گران‌تر شدن نهادهای تولید و افزایش هزینه‌های عملیاتی، حاشیه سود ناخالص بسیاری از بنگاه‌ها را تحت فشار قرار داده و بخشی از درآمدهای ارتقا یافته را در خود بلعیده است. با این وجود، جهش چشمگیر در مبالغ فروش کلی حتی با حاشیه سود پایین‌تر، قادر است سود اسمی شرکت‌ها را بارشد همراه سازد. در این میان، شرکت‌هایی که از قدرت قیمت‌گذاری بالا، ساختار هزینه‌ای بهینه و اهرم ارزی قوی‌تری برخوردارند، حاشیه سود مطلوب‌تری را ثبت خواهند



کرد و گزارش‌های جذابی را به سهامداران عرضه می‌دارند. برآیند این شرایط اقتصادی و متغیرهای ارزی در سامانه مبادله، ما را به این جمع‌بندی می‌رساند که پاییز پیش‌رو، زمان تمایز عملکرد صنایع از حرکت یکپارچه شاخص کل است. هر چند محرک‌های کلی ارزی همچنان چسبندگی مشخصی میان کلیت بازار ایجاد می‌کنند، اما رشد فروش پایدار، توانایی حفظ حاشیه سود و ارزندگی قیمتی، مسیر تک‌سهم‌های قوی را از همتایان ضعیف‌تر جدا خواهد کرد. بازار در این فصل بیش از آنکه رفتاری همگرایانه و توده‌وار داشته باشد، به سمتی حرکت می‌کند که عملکرد هر بنگاه اقتصادی بر اساس فاکتورهای کیفی و بنیادی خودش سنجیده و قیمت‌گذاری شود.

بانیترو، به وامت شتاب بده

- تسهیلات فوری و آنلاین تا ۶۰۰ میلیون تومان
- فقط با ۱ ماه سپرده‌گذاری ۸۰ تا ۴۰۰٪ میانگین موجودی
- کاملاً آنلاین از طریق اپلیکیشن سپینو



برای دانلود اپلیکیشن
سپینو، اسکن کنید

جهت کسب اطلاعات بیشتر: sepino.bsi.ir

بانک صادرات ایران



کوند راتیف، هوش مصنوعی و آینده بازار اوراق قرضه آمریکا

ادامه از صفحه ۵

❖ چرا هوش مصنوعی در شرایط کنونی تورم‌زاست؟

اقتصاد جهانی اکنون در میانه مرحله نصب هوش مصنوعی قرار دارد. شرکت‌های بزرگ فناوری هر سال صدها میلیارد دلار صرف احداث مراکز داده، خرید تراشه و تأمین انرژی می‌کنند و این هزینه‌ها آثار اقتصادی قابل توجهی بر جای می‌گذارند. نخستین اثر در بخش انرژی آشکار می‌شود. مراکز داده هوش مصنوعی برق بسیار زیادی مصرف می‌کنند و تقاضای برق در آمریکا که طی چند دهه تقریباً ثابت مانده بود، دوباره رو به افزایش است. براساس آمار اداره آمار کار آمریکا، شاخص قیمت برق در دوره دوازده‌ماهه منتهی به اوت ۲۰۲۶ حدود ۳٫۸ درصد افزایش یافته است. اثر دوم به بازار مواد اولیه مانند مس، گاز طبیعی، اورانیوم و فلزات کمیاب مربوط است. اثر سوم بر بازار نیروی کار متخصص، از مهندسان تا تکنسین‌های برق و کارگران ساختمانی، دیده می‌شود.

جنبه دیگری نیز وجود دارد که کمتر به آن توجه شده است. این شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های خود حجم زیادی اوراق بدهی منتشر می‌کنند و از این طریق با دولت آمریکا بر سر جذب پس‌انداز جهانی رقابت می‌کنند. نتیجه این رقابت افزایش هزینه تأمین مالی در کل اقتصاد است. وعده اصلی هوش مصنوعی، یعنی کاهش هزینه تولید کالاها و خدمات، احتمالاً چند سال بعد محقق خواهد شد. تا آن زمان، اقتصاد باید هزینه‌های مرحله نصب را بپردازد و این هزینه‌ها به شکل تورم و نرخ بهره بالاتر نمایان می‌شود.

❖ بازار اوراق قرضه آمریکا و شباهت آن با دهه ۱۹۷۰

در دهه ۱۹۷۰، بازدهی اوراق خزانه ده‌ساله آمریکا از حدود ۶ درصد آغاز شد و در سپتامبر ۱۹۸۱ به ۱۵٫۸ درصد رسید که هنوز بالاترین رقم تاریخی آن است. عوامل این افزایش عبارت بودند از شوک‌های نفتی، هزینه‌های جنگ ویتنام، کسری بودجه دولت و فشارهای سیاسی بر فدرال رزرو.

شرایط کنونی شباهت‌های قابل توجهی با آن دوره دارد. در اواخر سپتامبر ۲۰۲۶، بازدهی اوراق ۱۰ ساله به حدود ۵٫۲ درصد رسید که بالاترین سطح آن از سال ۲۰۰۷ تاکنون است. بازدهی اوراق ۳۰ ساله نیز

به حدود ۵٫۵ درصد رسیده است. قیمت نفت در محدوده ۱۰۰ دلار قرار دارد، خاورمیانه همچنان صحنه تنش است و بدهی دولت آمریکا در اوت ۲۰۲۶ از ۲۰ مرز ۴۰ هزار میلیارد دلار گذشت. هزینه سالانه بهره این بدهی به تنهایی از هزار میلیارد دلار فراتر رفته است، یعنی رقمی بیش از کل بودجه نظامی آمریکا.

اگر تورم ناشی از مرحله نصب هوش مصنوعی را به این عوامل بیفزاییم، انتظار افزایش بیشتر بازدهی اوراق انتظاری منطقی است. سرمایه‌گذاری که قرار است سرمایه خود را ۱۰ یا ۳۰ سال در اختیار دولت قرار دهد، در محیطی تورمی صرف ریسک بالاتری مطالبه می‌کند. به نظر می‌رسد این روند تا زمانی ادامه یابد که هوش مصنوعی در بلندمدت به مرحله ضدتورمی خود برسد.

❖ محدودیت‌های ناشی از حجم بدهی

مسئله اساسی این است که دولتی با ۴۰ هزار میلیارد دلار بدهی توان تحمل نرخ بهره واقعی بالا را ندارد. هر یک واحد درصد افزایش پایدار در



نرخ بهره، به تدریج صدها میلیارد دلار به هزینه سالانه بهره می‌افزاید. در چنین شرایطی، سیاست پولی تغییر جهت می‌دهد. این وضعیت در ادبیات اقتصادی سلطه مالی نامیده می‌شود، یعنی وضعیتی که در آن بانک مرکزی دیگر کنترل تورم را هدف اصلی خود قرار نمی‌دهد و ناگزیر به تسهیل تأمین مالی دولت روی می‌آورد.

تجربه تاریخی نشان می‌دهد که راه خروج از این وضعیت معمولاً سرکوب مالی بوده است. پس از جنگ جهانی دوم، نسبت بدهی آمریکا به تولید ناخالص داخلی از ۱۰۰ درصد فراتر رفته بود. فدرال رزرو از سال ۱۹۴۲ تا ۱۹۵۱ بازدهی اوراق بلندمدت را در حدود ۲٫۵ درصد ثابت نگه داشت، در حالی که نرخ تورم در سال ۱۹۴۷ به حدود ۱۴ درصد رسید.

در نتیجه، نرخ بهره واقعی به شدت منفی شد و دولت بی‌آنکه نکول کند یا سیاست ریاضتی سنگینی در پیش گیرد، بخش بزرگی از بدهی خود را از طریق تورم مستهلک کرد. هزینه این فرایند را پس‌اندازکنندگان و دارندگان اوراق قرضه پرداختند.

❖ نرخ اسمی بالا، نرخ واقعی پایین

به نظر می‌رسد سناریوی سال‌های پیش رو نیز الگویی مشابه داشته باشد. فدرال رزرو در ظاهر نرخ بهره را افزایش می‌دهد یا در سطح بالا نگه می‌دارد تا عزم خود را برای مهار تورم نشان دهد و بازار نیز در حال حاضر احتمال افزایش نرخ بهره در ماه‌های آینده را در قیمت‌ها منظور کرده است. اما آنچه برای بدهکار اهمیت دارد نرخ بهره واقعی است، یعنی بازدهی اسمی پس از کسر نرخ تورم.

در حال حاضر، بازدهی اوراق ۱۰ ساله حدود ۵٫۲ درصد و نرخ تورم سالانه در اوت ۲۰۲۶ حدود ۳٫۴ درصد بوده است. بنابراین نرخ بهره واقعی تقریباً ۱٫۸ درصد و همچنان مثبت است. پرسش اساسی این است که آیا سیاست‌گذار اجازه خواهد داد این نرخ مثبت باقی بماند. به باور بنده، پاسخ منفی است. خزانه‌داری آمریکا هم‌اکنون برنامه بازخريد اوراق بلندمدت را گسترش داده است تا از افزایش بیشتر بازدهی جلوگیری کند. گام‌های بعدی رانیز می‌توان پیش‌بینی کرد: کنترل منحنی بازده، از سرگیری سیاست تسهیل کُتی، الزام بانک‌ها و صندوق‌های بازنشستگی به نگهداری حجم بیشتری از اوراق دولتی و کنار گذاشتن غیررسمی هدف تورمی ۲ درصد. در عمل، فدرال رزرو با خلق پول به مقابله با بدهی خواهد رفت. نرخ‌های اسمی افزایش می‌یابند، اما تورم با شتاب بیشتری رشد می‌کند و نرخ واقعی در سطح پایین باقی می‌ماند. این سازوکار ارزش واقعی بدهی را کاهش می‌دهد، اما خود به تورم دامن می‌زند و چرخه‌ای خودتقویت‌کننده پدید می‌آورد.

❖ جمع‌بندی

اگر تحلیل کوند راتیف درست باشد، اقتصاد جهانی اکنون در یکی از نقاط حساس قرار دارد. هم‌زمانی مرحله نصب هوش مصنوعی، بدهی سنگین دولت آمریکا و تنش‌های ژئوپلیتیکی دورای تورمی شبیه دهه ۱۹۷۰ را رقم می‌زند. به نظر می‌رسد آمریکا از مسیر سرکوب مالی از این دوره عبور کند، یعنی ترکیبی از نرخ اسمی بالا، نرخ واقعی پایین و تورمی که به تدریج بار بدهی را کاهش می‌دهد. باین‌حال، چشم‌انداز بلندمدت یکسره تیره نیست. هنگامی که هوش مصنوعی وارد مرحله به‌کارگیری شود و بهره‌وری در کل اقتصاد جهش کند، نیروهای ضدتورمی قدرتمندی آزاد خواهند شد، همان‌گونه که پیش‌تر با راه‌آهن، برق و اینترنت رخ داد. بنابراین ممکن است در نهایت همین فناوری آمریکا را دام بدهی رها کند، مشروط بر آنکه پیش از آن، تورم و بحران اعتماد نظام مالی را از درنیاورده باشد.

«رویش فرداها»: سرمایه‌گذاری جم‌پیلن

برای کشف استعداد‌های بوشهر



حمایت آموزشی یا تجهیزات مورد نیاز خود نیاز دارد، می‌تواند در آینده به نیروی متخصص، مهندس، کارآفرین، مدیر یافردي اثرگذار در جامعه تبدیل شود. از همین منظر، پشتیبانی از استعداد‌های برتر را می‌توان سرمایه‌گذاری بر سرمایه انسانی منطقه دانست؛ سرمایه‌ای که توسعه پایدار صنعت و جامعه نیز به آن وابسته است. جم‌پیلن با اجرای این طرح تلاش دارد بخشی از مسئولیت اجتماعی خود را از مسیر توانمندسازی آموزشی و استعدادپروری دنبال کند؛ رویکردی که در صورت استمرار می‌تواند آثار خود را در زندگی افراد، خانواده‌های آنان و در مقیاسی گسترده‌تر، در آینده توسعه منطقه نشان دهد.

❖ «رویش فرداها»: آغاز یک همکاری گسترده‌تر

با وجود این، دامنه اثرگذاری چنین طرحی می‌تواند فراتر از همکاری میان یک شرکت و یک نهاد حمایتی باشد. «رویش فرداها» می‌تواند نقطه آغاز حرکتی باشد که در آن مجموعه‌های اقتصادی و صنعتی استان نیز در حمایت از استعداد‌های برتر و توسعه سرمایه انسانی مشارکت کنند. آینده هر منطقه تا حد زیادی به فرصت‌هایی وابسته است که امروز برای نسل جوان آن فراهم می‌شود. از این منظر، حمایت از دانش‌آموزان و دانشجویان مستعد تنها اقدامی در حوزه آموزش نیست؛ بلکه اقدامی برای ایجاد فرصت، کاهش موانع رشد و فراهم کردن زمینه حضور نیروهای توانمند در آینده است.

پتروشیمی جم‌پیلن با امضای این تفاهم‌نامه، همکاری مشترک با بهزیستی استان بوشهر را برای شناسایی و حمایت هدفمند از استعداد‌های برتر آغاز کرده است؛ حرکتی که می‌تواند در صورت همراهی سایر شرکت‌ها و نگاه‌های اقتصادی، از یک برنامه حمایتی به جریانی گسترده‌تر در حوزه مسئولیت اجتماعی تبدیل شود.

«رویش فرداها» در این معنا تنها نام یک پوشش نیست؛ بلکه رویکردی است برای آنکه حمایت از استعداد‌های امروز، به فرصتی برای ساختن آینده فرداهای استان بوشهر تبدیل شود.

آشیان؛ پلی به‌سوی آینده

دیجیتال کارگزاری بانک مسکن

تحلیلی و سرمایه‌گذاری در کنار تعامل مستمر با مشتری، آشیان را از یک ابزار صرفاً معاملاتی فراتر می‌برد.

یکی از چالش‌های همیشگی بازار سرمایه نیز پیچیدگی مفاهیم و ابزارهای موجود برای کاربران است. بنابر این، ساده‌سازی تجربه کاربری می‌تواند نقش مهمی در قابل‌دسترس‌تر شدن خدمات بازار سرمایه داشته باشد. آشیان در این بخش تلاش دارد فناوری را به ابزاری برای کاهش این پیچیدگی تبدیل کند؛ به‌گونه‌ای که مشتری بتواند ارتباط ساده‌تر و قابل‌اعتمادتری با خدمات کارگزاری برقرار کند. در ادامه این مسیر، یکپارچگی با سایر سامانه‌ها و خدمات بانک مسکن نیز اهمیت پیدا می‌کند.

قرار نیست آشیان یک جزیره مستقل دیجیتال باشد؛ بلکه هدف، شکل‌گیری تجربه‌ای منسجم‌تر در اکوسیستم مالی بانک مسکن است. البته چنین یکپارچگی‌ای باید در کنار الزامات فنی، امنیت اطلاعات، مقررات بازار سرمایه و حفظ محرمانگی داده‌های مشتریان دنبال شود.

در نهایت، ارزش آشیان را باید در مسیری دید که از یک ابزار معاملاتی آغاز می‌شود اما به توسعه یک تجربه دیجیتال مشتری‌محور می‌رسد؛ تجربه‌ای که در آن فناوری، خدمات معاملاتی، آموزش، تحلیل و سرمایه‌گذاری می‌توانند در یک بستر به یکدیگر متصل شوند. این تغییر نگاه، می‌تواند نقطه شروع حرکت کارگزاری بانک مسکن از مدل سنتی ارائه خدمات به سمت یک اکوسیستم دیجیتال باشد؛ اکوسیستمی که محور آن نه صرفاً معامله، بلکه ارتباط مستمر و ایجاد ارزش برای مشتری است.

آشیان؛ یکپارچگی در دل یکدیگر

اکوسیستم دیجیتال کارگزاری



هیئت مدیره؛ از فهرست افراد تا ظرفیت تصمیم گیری

نه صرفاً بر اساس افزایش یا کاهش سود شرکت که عوامل متعددی خارج از کنترل عضو بر آن اثر دارند. شواهد بین المللی نیز اهمیت تجربه مرتبط را نشان می دهد. بر اساس U.S. SPENCER STUART BOARD INDEX ۲۰۲۵، شرکت های S&P ۵۰۰ در سال ۲۰۲۵ تعداد ۳۷۴ مدیر مستقل جدید منصوب کردند که ۵۹ درصد آنها سابقه مدیرعاملی یا تجربه مالی داشتند؛ ۳۰ درصد سابقه مدیرعاملی و ۲۹ درصد پیشینه مالی. این داده مربوط به شرکت های بزرگ آمریکایی است و نباید بدون تعدیل نهادی به ایران تعمیم یابد. اصول G20/OECD هم بر شفافیت فرآیند نامزدی و افشای سوابق نامزدها برای ارزیابی آگاهانه سهامداران تأکید دارد.

اجرای مدل در سه سطح ممکن است. شرکت ها می توانند از طریق کمیته انتصابات، پروفایل شایستگی و ماتریس ارزیابی را بدون انتظار برای تغییر مقررات ایجاد کنند. سازمان بورس می تواند شرکت ها را به افشای ساختار شایستگی هیئت مدیره و تجربه اعضا هدایت کند و وزارت امور اقتصادی و دارایی می تواند از مدل در بنگاه های تحت مالکیت یا مدیریت عمومی بهره بگیرد.

نتیجه این مسیر، ارتقای کیفیت تصمیم های سرمایه گذاری و تخصیص سرمایه در سطح شرکت، و افزایش شفافیت، اعتماد سرمایه گذاران و حمایت از سهامداران غیرکنترلی در سطح بازار است. در اقتصادی با سرمایه محدود، کیفیت تصمیم درباره تخصیص آن اهمیتی دوچندان پیدا می کند.

هیئت مدیره باید ظرفیت تصمیم گیری باشد، نه صرفاً مجموعه ای از افراد. تحصیلات ابزار تحلیل می دهد و تجربه قدرت تشخیص؛ ترکیب این دو زمینه تصمیم حرفه ای را فراهم می کند. حاکمیت شرکتی زمانی به نظام واقعی حکمرانی تبدیل می شود که صلاحیت قانونی شرط ورود، شایستگی معیار انتخاب، تجربه معیار اثبات، استقلال شرط اعتماد و عملکرد مبنای پاسخگویی باشد. معیار نهایی این نیست که چه کسی بالاترین امتیاز فردی را دارد، بلکه این است که کدام ترکیب، با توجه به استراتژی، ریسک ها و نیازهای شرکت، بیشترین پوشش شایستگی را با کمترین شکاف حیاتی ایجاد می کند.

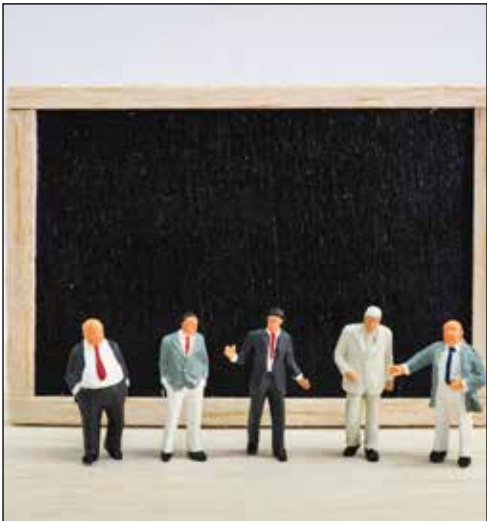
انجام می دهد. مدل پیشنهادی پنج مرحله دارد. در مرحله نخست، تصمیم های مهم سه تا پنج سال آینده استخراج و برای هر تصمیم اهمیت، ریسک و تخصص موردنیاز نظارت مشخص می شود؛ حاصل کار، نقشه نیاز شرکت است.

در مرحله دوم برای هر کرسی پروفایلی مستقل شامل دانش لازم، حداقل تجربه اجرایی و نوع تصمیم هایی که نامزد باید پیش تر تجربه کرده باشد تعریف می شود. به این ترتیب ابتدا نیاز و مسئولیت تعریف و سپس فرد انتخاب می شود.

در مرحله سوم، هر نامزد با ماتریسی استاندارد اما متناسب با مأموریت کرسی ارزیابی می شود. برای کرسی مالی و سرمایه گذاری، معیارهایی مانند دانش تخصصی، تجربه اجرایی، تجربه مالی و تأمین مالی، توان تحلیل و تصمیم گیری و استقلال رأی هر یک از صفر تا پنج امتیاز می گیرند و وزن معیارها را تصمیم گیرندگان تعیین می کنند. برای معیارهای حیاتی حداقل های حذف کننده تعریف می شود تا امتیاز کل نتواند یک ضعف اساسی را پنهان کند. نامزد همچنین با سناریوی واقعی تصمیم گیری، مثلاً انتخاب میان سرمایه گذاری، بازپرداخت بدهی یا پروژه جدید در شرایط عدم اطمینان، سنجیده می شود؛ یعنی دانش از طریق کیفیت تصمیم ارزیابی می شود.

مرحله چهارم ارزیابی ترکیب است. حتی اگر تک تک اعضا واجد صلاحیت باشند، پنج نفر با امتیاز بالا از یک حوزه، ظرفیت تصمیم گیری هیئت مدیره را الزاماً افزایش نمی دهند. هدف، برطرف کردن شکاف های حیاتی است، نه بیشینه کردن امتیازها؛ بنابراین پرسش کلیدی این است که فرد چه قابلیت هایی را وارد هیئت مدیره می کند که اکنون وجود ندارد.

مرحله پنجم گزارش تصمیم است: امتیاز نهایی، سه نقطه قوت، سه شکاف یا ریسک، قابلیت جدید و دلیل تناسب یا عدم تناسب. چنین گزارشی هم انتخاب و هم عدم انتخاب را قابل توضیح می کند. ارزیابی با انتصاب پایان نمی یابد؛ عملکرد عضو باید در دوره مسئولیت نیز بر پایه ارزش آفرینی در حوزه تخصصی، چالش گری تصمیم های مهم، شناسایی ریسک، نقش در تخصیص سرمایه و حفظ استقلال رأی سنجیده شود،



ریسک تصمیم می گیرد؛ تصمیم هایی که مستقیماً بر ارزش اقتصادی شرکت اثر دارند. اصول G20/OECD نیز حاکمیت شرکتی را با کارایی اقتصادی، تخصیص کارآمد منابع، اعتماد سرمایه گذاران و دسترسی به تأمین مالی مرتبط می داند. در تخصص مالی نیز باید از نگاه یکسان ساز عبور کرد. حسابداری بر اندازه گیری، گزارشگری و کنترل مالی متمرکز است؛ اقتصاد فهم تورم، نرخ بهره، ارز و بازار را تقویت می کند؛ مهندسی مالی با ارزش گذاری، تخصیص سرمایه و مدیریت ریسک در شرایط عدم اطمینان پیوند دارد. این تخصص ها رقیب نیستند و در هیئت مدیره ای حرفه ای مکمل یکدیگرند.

دانش دانشگاهی ضروری است، اما برای عضویت مؤثر کافی نیست. بیست سال سابقه کاری الزاماً معادل بیست سال تجربه مؤثر تصمیم گیری نیست؛ از این رو برای هر نامزد باید روشن شود چه تصمیم مهمی گرفته، چه مسئولیتی داشته، چه نتیجه ای حاصل شده و اگر دوباره با همان مسئله روبه رو شود چه چیزی را متفاوت

محمد مهدی علم باز

تحلیلگر اقتصادی بازار

حاکمیت شرکتی زمانی به نظام واقعی حکمرانی تبدیل می شود که انتخاب تصمیم گیرندگان نیز بر شایستگی، تجربه قابل اثبات و نیاز واقعی شرکت استوار باشد.

حاکمیت شرکتی در ایران بیش از آنکه با کمبود مقررات روبه رو باشد، با فاصله میان ساختار رسمی حکمرانی و کیفیت واقعی تصمیم گیری مواجه است. در سال های گذشته چارچوب هایی برای کنترل داخلی، حسابرسی داخلی، کمیته حسابرسی، مدیریت ریسک و افشای اطلاعات شکل گرفته و دستورالعمل حاکمیت شرکتی ناشران ثبت شده نزد سازمان بورس بر مسئولیت هیئت مدیره در استقرار کنترل های داخلی اثربخش تأکید کرده است. پرسش بنیادین همچنان باقی است: چه کسی قرار است این ساختار را اجرا کند و درباره سرمایه سهامداران تصمیم بگیرد؟

پاسخ در کیفیت انتخاب، ترکیب و ارزیابی هیئت مدیره نهفته است. هیئت مدیره صرفاً مجموعه ای از افراد واجد شرایط قانونی نیست؛ مهم ترین ظرفیت تصمیم گیری راهبردی شرکت است. از این رو پیشنهاد اصلی، استقرار مدل هیئت مدیره مبتنی بر شایستگی است. این مدل اختیار سهامدار یا مجمع را کاهش نمی دهد؛ انتخاب هیئت مدیره را از تصمیمی مبتنی بر سابقه، ارتباطات، عنوان یا شناخت فردی به تصمیمی مستند، قابل دفاع و متناسب با نیاز واقعی شرکت ارتقا می دهد.

نقطه شروع، تفکیک دو پرسش است: آیا فرد واجد شرایط عضویت است و آیا برای این کرسی، در این شرکت و در این مقطع زمانی مناسب است؟ صلاحیت قانونی شرط لازم است، اما نباید به شرط کافی تبدیل شود. بانک، شرکت معدنی، هلدینگ و شرکت فناوری مسائل یکسانی ندارند، پس فرایند باید از نیاز شرکت آغاز شود، نه از فهرست افراد.

اهمیت موضوع اقتصادی است. هیئت مدیره درباره سرمایه گذاری، تأمین مالی، ساختار سرمایه، تقسیم سود، ادغام و تملک و مدیریت

بیمه آسیا؛ منطق پنهان پشت رتبه نخست سودآوری



همین منطق اعتمادسازی، شبکه فروش و همکاری های سازمانی شرکت را نیز به هم متصل می کند. تفاهم نامه بیمه تکمیلی درمان با شرکت مخابرات ایران، که از اول شهر یورماه ۱۴۰۵ به مدت دوازده ماه اجرا شده و بر اساس آن اسامی ۶۳ هزار بازنشسته مشمول در سامانه بیمه آسیا بارگذاری شده، و تمدید دومین ساله قرارداد با صندوق اعتباری هنر - که در دوره قبل بیش از ۳۷۰ هزار پرونده درمانی را پوشش داده - بر پایه همان شبکه ۱۱۰ شعبه ای، حدود چهار هزار نماینده ای و بیش از ۸۲۰۰ مرکز درمانی طرف قرارداد شکل گرفته که فرامرز خجیر، عضو هیأت مدیره، توسعه آن را در سفر به استان فارس محور اصلی رشد شرکت دانسته است. در نهایت، همین زنجیره از انضباط مالی تا اعتماد سازمانی، بیمه آسیا را به سمت تغییر راهبرد ارتباطی نیز سوق داده است؛ حضور مدیرعامل شرکت در خبرگزاری ایرنا، نه یک دیدار تشریفاتی، بلکه تلاشی برای تبدیل رسانه از یک ناظر بیرونی به شریکی در مسیر شفافیت توصیف شده است. مجموعه این تحولات نشان می دهد رشد ثبت شده در گزارش پنج ماهه، بازتاب یک رویکرد ساختاری در بیمه آسیاست، نه رخدادی که با پایان یک دوره گزارش دهی اعتبار خود را از دست بدهد.

برای شفاف سازی جریان حق بیمه ارائه کرد که در امتداد همان منطق کنترل ریسک قرار می گیرد: اتصال کد یکتای بیمه به شناسه پرداخت برای رهگیری دقیق تر تسویه حساب ها، تعیین تکلیف بدهکاران بزرگ با همراهی بیمه مرکزی، تفکیک حساب دریافت حق بیمه از سایر جریان های مالی نمایندگی ها و کارگزاری ها، و لحاظ ارزش زمانی پول در فروش اقساطی بیمه نامه ها؛ چهار محوری که به گفته وی، هدفشان حرکت از مدیریت سنتی و موردی مطالبات به سمت مدیریت داده محور و هوشمند است.

این نگاه پیشگیرانه به ریسک، مرز صنعت بیمه را نیز جابه جا کرده است. طرح «بیمه مهارت و اشتغال»، محصول مشترک بیمه آسیا و دانشگاه صنعتی شریف برای گروه سنی ۱۲ تا ۱۸ سال، آموزش تخصصی و پوشش بیمه ای را برای مدیریت ریسکی طراحی کرده که پیش تر جایی در ادبیات بیمه نداشت: آینده شغلی. حیدری در بازدید از خبرگزاری ایرنا، این طرح را در کنار توسعه بیمه های زندگی از اولویت های بیمه آسیا برشمرد و با اشاره به تجربه شرایط جنگی اخیر و حادثه بندر شهید رجایی، بر ضرورت مقابله با کم بیمه گی و تسریع در پرداخت خسارت تأکید کرد.

پشت رتبه نخست بیمه آسیا در سودآوری صنعت، یک استراتژی واحد در پرتفوی، محصول، فناوری و شبکه فروش قرار دارد.

بررسی صورتهای مالی ۲۴ شرکت بیمه کشور، بیمه آسیا را با نسبت سود خالص به سرمایه ثبتی ۱۶۰.۸۸ درصد در صدر جدول سودآوری قرار داده است؛ رقمی که از ۳۵ هزار میلیارد ریال سرمایه ثبتی و ۵۶ هزار و ۳۰۷ میلیارد ریال سود خالص به دست آمده. آنچه این رتبه را از یک عدد صرف به یک الگوی پایدار تبدیل می کند، منطق پشت آن است: در گزارش عملکرد پنج ماهه نخست سال ۱۴۰۵، حق بیمه تولیدی شرکت ۶۷ درصد رشد کرده، در حالی که رشد خسارتهای پرداختی در سطح ۶۵ درصد متوقف شده و همین شکاف دو درصدی، تراز عملیاتی را با جهشی ۶۹ درصدی به ۱۲۰ هزار و ۲۷۶ میلیارد ریال رسانده است.

ریشه این شکاف را باید در بازآرایی پرتفوی جست و جو کرد؛ سهم بیمه شخص ثالث - رشته ای که ماهیت ریسک آن از اختیار بیمه گر خارج است - از ۲۸ به ۱۹ درصد کاهش یافته، و در مقابل سهم بیمه درمان، جایی که تخصص فنی و مدیریت شبکه درمانی نقش پررنگ تری دارد، از ۳۰ به ۳۸ درصد افزایش پیدا کرده؛ جهت گیری ای که فارغ از عدد هر دوره گزارش دهی، مسیر راهبردی شرکت را نشان می دهد. همین انتخاب هوشمندانه ریسک، در سطح استانی نیز خود را نشان داده و بیمه آسیا در ارزیابی عملکرد سال ۱۴۰۴ شرکت های بیمه همدان، از میان ۲۲ رقیب، رتبه نخست را از آن خود کرده است.

این انضباط مالی، در بازطراحی محصولات نیز تداوم دارد. طرح «اصناف آسیا» نمونه ای از همین رویکرد در سطح محصول است؛ جایی که بیمه آتش سوزی کسب و کارهای خرد، از یک بیمه نامه ساده اموال، به ترکیبی از پوشش های آتش سوزی، صاعقه، انفجار و زلزله برای ساختمان و موجودی، به همراه عدم النفع، مسئولیت مالی در برابر همسایگان، شکست شیشه، غرامت فوت بیمه گذار و هزینه پاک سازی تبدیل شده است. به گفته محمدرضا میرزائی دوستان، مدیر بیمه های آتش سوزی شرکت، حذف بازدید اولیه و صدور برخط همراه با ارسال هم زمان لینک پرداخت، همان منطق کاهش هزینه و ریسک را از سطح تراز نامه به سطح تجربه مشتری منتقل کرده است؛ سرمایه بیمه نامه در پنج سطح قابل انتخاب و حق بیمه نیز متناسب با نوع فعالیت و طبقه شغلی هر واحد صنفی تعیین می شود؛ ساختاری که ماهیت خود را با گذر زمان تغییر نمی دهد.

همین جریان داده محور، در سطح صنعت نیز پیگیری شده است. مجتبی حیدری، نایب رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل بیمه آسیا، در پیل تخصصی «چالش مطالبات و ناترازی زنجیره ارزش» نمایشگاه الکامپ، راهکارهایی

زبان پنهان حسابرس؛ تحلیل استراتژیک لحن در گزارشگری مالی

حسن فرج زاده دهکردی

استاد یار گروه حسابداری دانشگاه خوارزمی

تحلیل کارکردی و استراتژیک لحن متون توصیفی در گزارشگری مالی و اطمینان بخشی مستقل، طی سال های اخیر به یکی از حوزه های کلیدی و تعیین کننده در ادبیات مالی مبدل شده است. برخلاف گزارش های افشای توصیفی مدیریت که غالباً ابزاری برای مدیریت انگیزش و جهت دهی به بینش ذی نفعان است، بخش عمده ای از بدنه گزارش حسابرسی به دلیل الزامات سخت گیرانه و استانداردهای یکنواخت تدوین، فاقد انعطاف ساختاری در انتخاب الفاظ است. با این حال، بندهای «تأکید بر مطلب خاص» به عنوان یک فضای انعطاف پذیر و مبتنی بر قضاوت حرفه ای، به حسابرس اجازه می دهد تا با انتخاب هوشمندانه واژگان و تنظیم بار احساسی عبارات، ارزیابی خود را از ریسک های گزارشگری مالی، رفتارهای مدیریتی و پایداری عملکرد واحد تجاری به طور غیرمستقیم به بازارهای مالی منتقل کند. ابعاد مختلف این رویکرد، تعاملات ارکان راهبری با حسابرس و پیامدهای استراتژیک تغییر لحن در این بندها، ابعاد نوینی از رفتار حرفه ای حسابرسان را روشن می سازد.

❖ رویکرد پردازش زبان طبیعی و واکاوی نفوذ لحن در بندهای تأکید بر مطلب خاص

استانداردهای حسابرسی از جمله استاندارد ۷۰۶، هدف اصلی درج بندهای تأکید بر مطلب خاص را جلب توجه مخاطبان به اطلاعاتی می دانند که اگر چه به نحو مناسب در صورت های مالی افشا شده اند، اما درک دقیق آن ها برای استفاده کنندگان حیاتی است. طبق منطق استاندارد، لحن این بندها باید خنثی باشد؛ زیرا حسابرس صرفاً ناظر و ارجاع دهنده به افشاهای مدیریت است. اما تحلیل های متنی متکی بر الگوریتم های هوش مصنوعی و مدل های پیشرفته زبانی نشان می دهد که بخش قابل توجهی از این بندها جهت گیری روایی آشکاری دارند.

استفاده از مدل های پردازش زبان طبیعی (NLP) و الگوریتم های مبتنی بر ترانسفورمر نظیر GPT-۴ امکان تحلیل عمیق ساختارهای نحوی و معنایی را فراهم آورده است. در این رویکرد، متن بندها بدون محدود شدن به شمارش ساده واژگان، بر اساس زمینه جملات، وابستگی های نحوی و عبارات پر تکرار مرتبط با ریسک های عملیاتی و حقوقی ارزیابی می شود. تحلیل متنی صورت گرفته بر روی بیش از دو هزار بند تأکید بر مطلب خاص در شرکت های بورسی مشخص می کند که بیش از ۴۰ درصد از این بندها واجد لحن غیرخنثی هستند.

سهم ۳۱ درصدی لحن منفی در برابر سهم ۱۰ درصدی لحن مثبت، بیانگر آن است که حسابرسان از ظرفیت متنی این بندها برای پوشش ریسک، هشداردهی غیرمستقیم و ایجاد تمایز میان یافته های مختلف استفاده می کنند. این سوگیری به سمت لحن منفی نشان می دهد که بندهای تأکید بر مطلب خاص بیش از آنکه یک ابزار خنثی برای ارجاع باشند، یک کانال ارتباطی استراتژیک برای انتقال ارزیابی های محافظه کارانه حسابرس محسوب می شوند.

❖ تقابل توانایی مدیریت و کارایی شرکت: پارادوکس ریسک و محافظه کاری

یکی از محورهای اصلی در تحلیل رفتار متنی حسابرس، تفاوت تفکیک پذیر میان «کارایی ساختاری شرکت» و «توانایی فردی مدیران» است. اگر چه این دو مفهوم در تحلیل های عمومی عملکرد تجاری هم راستا تلقی می شوند، اما در ارزیابی های ریسک حسابرسی پیامدهای کاملاً متفاوتی ایجاد می کنند.

کارایی عملیاتی شرکت به عنوان عامل کاهنده ریسک شناخته می شود. کارایی شرکت که از طریق سنجش نسبت خروجی ها (نظیر فروش) به ورودی های عملیاتی (نظیر بهای تمام شده، هزینه های اداری و دارایی های ثابت و نامشهود) محاسبه می شود، نشان دهنده سلامت زیرساخت ها، ثبات فرایندها و پیش بینی پذیری جریان های مالی است. ارزیابی ها آشکار می سازد که با افزایش کارایی شرکت، تمایل حسابرس به بهره گیری از لحن منفی در بندهای تأکید به شدت کاهش می یابد و متن بندها به سمت بیطرفی و لحن خنثی سوق

پیدا می کند. حسابرسان کارایی بالا را به عنوان نشانه کاهش ریسک تحریف با اهمیت ارزیابی کرده و نیازی به اتخاذ لحن تدافعی یا منفی برای محافظت از خود در برابر مسئولیت های آتی احساس نمی کنند.

در مقابل، افزایش توانایی های فردی مدیران ارشد ارتباط مستقیمی با تشدید لحن منفی در گزارش حسابرس دارد. اگر چه مدیران توانمند از دانش تخصصی، تسلط بر چارچوب های گزارشگری و قدرت پیش بینی بازار برخوردارند، اما همین ویژگی ها می تواند به عنوان پتانسیلی برای اقدامات فرصت طلبانه، دور زدن کنترل های داخلی، دستکاری سودهای تعهدی یا واقعی و پیچیده سازی افشاها تلقی شود. حسابرسان در مواجهه با مدیریت پر قدرت و کارآموده، احتمال بروز رفتارهای استراتژیک و پنهان کاری را بیشتر برآورد می کنند.

مؤسسات حسابرسی بزرگ و دارای ماهیت حاکمیتی یا دولتی در مقایسه با سایر

مؤسسات حسابرسی بخش خصوصی، به شکل معناداری از لحن منفی تری در بندهای

تأکید استفاده می کنند. دلیل این امر را می توان در استقلال بالاتر و انگیزه کمتر برای

تسلیم در برابر فشار مدیریت جستجو کرد

متون مرتبط با آن ها به سمت لحن خنثی تمایل دارد.

❖ کارکردهای استراتژیک لحن و تحلیل متدولوژی ها

به کارگیری لحن جهت دار در بندهای تأکید بر مطلب خاص توسط حسابرس، کارکردهای استراتژیک متعددی را در اکوسیستم اطلاعاتی بازار ایفا می کند: اولین کارکرد، علامت دهی غیرمستقیم است. حسابرس با انتقال پیام های روایی درباره انحرافات احتمالی، پایداری سود و کیفیت گزارشگری، به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران مطلع و سهامداران برون سازمانی کمک می کند. کارکرد دوم، پوشش ریسک و مسئولیت حقوقی است. ایجاد مستندات متنی متکی بر محافظه کاری حرفه ای در برابر دعوی حقوقی آتی، از شهرت و اعتبار حرفه ای مؤسسه حسابرسی حفاظت می کند. سومین کارکرد، تعدیل تقارن قدرت در چانه زنی است؛ حسابرس از طریق لحن متنی، تسلط اطلاعاتی و قدرت اجرایی مدیران با استعداد را خنثی ساخته و مدیریت را به ارائه افشاهای مکمل و ارتقای کیفیت یادداشت های همراه ملزم می کند.

از منظر روش شناسی متنی، مقایسه رویکرد هوش مصنوعی (GPT/NLP) با الگوریتم های سنتی و قاعده محور (مانند

کتابخانه های عمومی تحلیل احساسات نظیر TEXTBLOB) تفاوت های عمیقی را نشان می دهد. روش های قاعده محور به دلیل اتکای صرف به واژه نامه های عمومی و عدم درک زمینه اصطلاحات تخصصی حسابداری، حجم زیادی از بندها را به نادرست در طبقه «مثبت ضعیف» جای می دهند و قادر به کشف لحن منفی پنهان شده در عبارات پیچیده نیستند. در مقابل، مدل های پردازش زبان طبیعی مبتنی بر یادگیری عمیق، مفهوم و بار احساسی جملات را با توجه به ساختار تخصصی گزارشگری مالی ارزیابی کرده و نتایج دقیق تری ارائه می دهند.

❖ افق های نوین: انتقال از استاندارد ۷۰۶ به ۷۰۱

تحول در استانداردهای بین المللی و ملی حسابرسی، به ویژه الزام آور شدن استاندارد حسابرسی ۷۰۱ (اطلاع رسانی مسائل عمده حسابرسی)، جایگاه بندهای تأکید بر مطلب خاص را وارد فاز جدیدی کرده است. پیش از استقرار استاندارد ۷۰۱، حسابرسان به دلیل نبود بخش اختصاصی برای بازگو کردن چالش های پیچیده رسیدگی، از ظرفیت بندهای تأکید بر مطلب خاص (موضوع استاندارد ۷۰۶) برای انباشت و انتقال این دیدگاه ها استفاده می کردند.

با پیاده سازی استاندارد ۷۰۱، انتظار می رود مسائل عمده ای که نیازمند قضاوت های پیچیده هستند به بخش اختصاصی «مسائل عمده حسابرسی» منتقل شوند. این تغییر ساختار می تواند از بار لحن منفی یا پیچیدگی روایی بندهای تأکید بکاهد و آن ها را به کارکرد اصلی خود، یعنی ارجاع شفاف و بی طرفانه به یادداشت های صورت های مالی، بازگرداند. با این وجود، شواهد نشان می دهد که به دلیل جاافتادن الگوهای قدیمی و تمایل حسابرسان به محافظت از خود، بندهای تأکید بر مطلب خاص همچنان به عنوان یک ابزار کلیدی برای انعکاس ارزیابی ریسک های مدیریتی و سازمانی فعال باقی مانده اند.

لحن به کار رفته در بندهای تأکید بر مطلب خاص گزارش حسابرسی، فراتر از یک انتخاب متنی ساده، بازتابی از تعاملات پیچیده قدرت، ارزیابی هوشمندانه ریسک و پوشش مسئولیت های حرفه ای است. تفکیک میان کارایی شرکت و توانایی مدیریت نشان می دهد که حسابرسان با دقت بالایی ابعاد مختلف صاحب کار را پایش می کنند؛ عملکرد شفاف ساختاری را ارج می نهند اما در مواجهه با قدرت و توانمندی فردی مدیران، زره محافظه کاری و لحن هشداردهنده به تن می کنند. درک این ریزه کاری های متنی برای فعالان بازارهای سرمایه، نهادهای ناظر و تدوین کنندگان استانداردهای حسابرسی، کلید تحلیل دقیق تر کیفیت سود، پیش بینی ریسک های نوظهور و ارزیابی واقعی سلامت گزارشگری مالی شرکت ها است.

آن سوی تابلو؛ رمزگشایی از کیفیت حسابرس

محمد مرادی

دانشیار گروه حسابداری دانشگاه تهران

در بازار سرمایه، حسابرس یکی از مهم‌ترین حلقه‌های زنجیره اعتماد است؛ نهادی که باید میان اطلاعات ارائه‌شده از سوی شرکت و تصمیم سرمایه‌گذار فاصله‌ای مطمئن ایجاد کند. سهامدار صورت‌های مالی را می‌بیند و بر مبنای اعداد سود، فروش، بدهی و جریان نقد در باره سرمایه خود تصمیم می‌گیرد، اما پشت این اعداد مجموعه‌ای از ثبت‌ها، برآوردها و قضاوت‌های حسابداری قرار دارد که ارزیابی صحت آنها برای سرمایه‌گذار عادی امکان‌پذیر نیست. اینجاست که نقش حسابرس اهمیت پیدا می‌کند.

با این حال، کیفیت حسابرسی چیزی نیست که بتوان آن را به‌سادگی مشاهده یا اندازه‌گیری کرد. بازار معمولاً برای شناخت یک مؤسسه حسابرسی به نشانه‌هایی مانند اندازه، سابقه، تعداد مشتریان یا میزان درآمد آن نگاه می‌کند. یک مؤسسه بزرگ‌تر ممکن است نیروی متخصص بیشتری داشته باشد، مشتریان بیشتری را پوشش دهد و برای حفظ اعتبار حرفه‌ای خود انگیزه بیشتری داشته باشد. از همین جا این تصور شکل می‌گیرد که درآمد بالاتر باید با کیفیت بالاتر همراه باشد.

اما وقتی پای کیفیت واقعی حسابرسی به میان می‌آید، رابطه به این سادگی نیست.

بررسی رابطه میان درآمد مؤسسات حسابرسی و کیفیت خدمات آنها نشان می‌دهد که درآمد بیشتر را نمی‌توان به‌تنهایی نشانه کیفیت بالاتر دانست. مؤسساتی که درآمد بیشتری دارند، در مواردی گزارش‌های نامقبول‌تر و بندهای شرط بیشتری صادر کرده‌اند، اما همین درآمد بالاتر در برخی معیارهای مهم کیفیت گزارشگری مالی، رابطه معناداری نشان نمی‌دهد. بنابراین، آنچه در ظاهر گزارش حسابرس دیده می‌شود، لزوماً تمام واقعیت کیفیت حسابرسی را توضیح نمی‌دهد.

وقتی درآمد، جای کیفیت می‌نشیند

اندازه مؤسسه حسابرسی در بسیاری از تحلیل‌ها به‌عنوان یکی از نشانه‌های کیفیت مورد توجه قرار گرفته است. منطق این دیدگاه نیز روشن است؛ مؤسسه‌ای که درآمد بالاتری دارد، معمولاً مشتریان بیشتری در اختیار دارد، از منابع انسانی و تخصصی گسترده‌تری استفاده می‌کند و اعتبار حرفه‌ای آن اهمیت بیشتری پیدا می‌کند.

از سوی دیگر، گستردگی جامعه مشتریان می‌تواند از منظر استقلال حسابرس نیز اهمیت داشته باشد. هرچه درآمد مؤسسه میان تعداد بیشتری از مشتریان توزیع شده باشد، وابستگی آن به یک مشتری خاص کمتر خواهد بود و در نتیجه، از نظر نظری، امکان مقاومت در برابر فشارهای احتمالی مشتری افزایش می‌یابد.

اما مشکل از جایی آغاز می‌شود که «اندازه» با «کیفیت» یکی گرفته شود.

درآمد یک مؤسسه می‌تواند حجم فعالیت آن را نشان دهد، اما حجم فعالیت لزوماً کیفیت هر یک از خدمات ارائه‌شده را توضیح نمی‌دهد. مؤسسه‌ای ممکن است مشتریان بیشتری داشته باشد و درآمد بالاتری کسب کند، اما این موضوع به‌خودی‌خود نشان نمی‌دهد که حسابرسی هر پرونده با دقت و عمق بیشتری انجام شده است.

در واقع، درآمد بیشتر درباره ظرفیت و دامنه فعالیت مؤسسه اطلاعات می‌دهد، اما برای تبدیل شدن به شاخص کیفیت، باید ارتباط آن با خروجی واقعی حسابرسی نیز اثبات شود؛ ارتباطی که نمی‌توان آن را برای همه ابعاد کیفیت قطعی دانست.

عدد بزرگ‌تر، الزاماً کار بهتر نیست

اگر درآمد بالاتر واقعاً نماینده کیفیت خدمات باشد، باید انتظار داشت مؤسسات پر درآمدتر در شاخص‌های مختلف کیفیت نیز عملکرد متفاوتی داشته باشند. اما یافته‌های موجود تصویر یکدستی ارائه نمی‌کند.

یکی از مهم‌ترین نکات، رابطه درآمد مؤسسات با نوع گزارش حسابرس است. مؤسساتی که درآمد بیشتری داشته‌اند، تمایل بیشتری به ارائه گزارش‌های حسابرسی نامقبول و درج تعداد بیشتری بند شرط در گزارش‌های خود نشان داده‌اند. این رابطه درباره بندهای شرط غیر تکراری نیز مشاهده شده است. در نگاه نخست، ممکن است چنین نتیجه‌ای به معنای کیفیت

پایین‌تر تلقی شود، اما این برداشت لزوماً درست نیست. حسابرس قرار نیست صورت‌های مالی را صرفاً برای اینکه گزارش نهایی مطلوب به نظر برسد، تأیید کند. اگر در جریان رسیدگی با تحریف با اهمیت، محدودیت در رسیدگی یا مسئله‌ای مؤثر بر قابلیت اتکای اطلاعات مالی مواجه شود، وظیفه حرفه‌ای او ایجاب می‌کند موضوع را در گزارش خود منعکس کند.

بنابراین، بیشتر بودن بندهای شرط را نمی‌توان بدون توجه به ماهیت آنها معادل کیفیت پایین‌تر دانست. حتی در برخی شرایط، گزارش سخت‌گیرانه‌تر می‌تواند حاصل شناسایی و انعکاس موارد بیشتری از سوی حسابرس باشد.

در نتیجه، میان «گزارش نامقبول» و «حسابرس بی‌کیفیت» نمی‌توان علامت مساوی گذاشت.

هر بند شرط، یک هشدار تازه نیست

در ارزیابی گزارش حسابرس، تفاوت میان بندهای شرط تکراری و غیر تکراری اهمیت زیادی دارد. ممکن است یک موضوع برای چند سال متوالی در گزارش حسابرس تکرار شود. بنابراین، صرف شمارش بندهای شرط نمی‌تواند نشان دهد در یک دوره جدید چه مسائل تازه‌ای شناسایی شده است.

به همین دلیل، بندهای شرط غیر تکراری اطلاعات متفاوتی در اختیار تحلیلگر قرار می‌دهند. بررسی‌های انجام‌شده در این حوزه نشان داده‌اند که در برخی مطالعات، تنها ۱۲ درصد از گزارش‌های غیرمقبول حسابرسی به دلیل بندهای شرط جدید یا غیر تکراری صادر شده‌اند و حدود ۵۰ درصد گزارش‌های غیرمقبول نیز همزمان شامل بندهای تکراری و غیر تکراری بوده‌اند.

این اعداد نشان می‌دهند که حتی در بررسی نوع گزارش حسابرس نیز باید از نگاه ساده عبور کرد. مهم نیست فقط چند بند در گزارش وجود دارد؛ باید دید این بندها درباره چه موضوعی هستند، آیا جدیدند یا تکراری و نسبت به سال قبل چه تغییری ایجاد کرده‌اند.

از این منظر، رابطه میان درآمد بالاتر مؤسسه و تعداد بیشتر

است. اینکه حسابرس تا چه اندازه توانسته تحریف‌ها را کشف کند، یا رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت محدود شده، کیفیت ارقام تعهدی چه تغییری کرده و صورت‌های مالی تا چه حد محافظه‌کارانه‌تر شده‌اند، همگی ابعاد دیگری از کیفیت هستند. بنابراین ممکن است درآمد یک مؤسسه با برخی خروجی‌های قابل مشاهده حسابرسی رابطه داشته باشد، اما این رابطه را نمی‌توان به تمام ابعاد کیفیت تعمیم داد.

همین نکته، فرض ساده «مؤسسه بزرگ‌تر، حسابرسی باکیفیت‌تر» را با محدودیت مواجه می‌کند.

کیفیت حسابرسی با یک عدد سنجیده نمی‌شود

یکی از مشکلات اصلی ارزیابی کیفیت حسابرسی این است که کیفیت، یک مفهوم تک‌بعدی نیست.

اگر فقط نوع اظهار نظر حسابرس را ببینیم، بخشی از واقعیت را از دست می‌دهیم. اگر فقط تعداد بندهای شرط را بشماریم نیز تصویر کاملی به دست نمی‌آوریم. درآمد و اندازه مؤسسه هم تنها بخشی از این تصویر را نشان می‌دهند.

کیفیت حسابرسی به مجموعه‌ای از عوامل وابسته است؛ از توانایی حسابرس در شناسایی تحریف‌های با اهمیت گرفته تا استقلال او در گزارش همان تحریف‌ها. تخصص تیم حسابرسی، شناخت صنعت، کیفیت رسیدگی، بررسی برآوردهای حسابداری و نحوه مواجهه با ابهامات نیز در این میان اهمیت دارند.

به همین دلیل، یک شاخص واحد نمی‌تواند به‌تنهایی معیار مناسبی برای سنجش کیفیت باشد.

حتی دو مؤسسه با درآمد مشابه ممکن است در برابر یک مسئله مشابه، عملکرد متفاوتی داشته باشند. بنابراین، اندازه مؤسسه را باید بیشتر یک نشانه اولیه دانست تا حکمی قطعی درباره کیفیت خدمات.

حسابرس بزرگ‌تر، الزاماً مستقل‌تر نیست

یکی از دلایل نظری ارتباط اندازه مؤسسه با کیفیت، استقلال

در بازاری که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تا حد زیادی به اطلاعات صورت‌های مالی

وابسته است، کیفیت حسابرسی در نهایت به اعتمادپذیری همین اطلاعات گره

خورده است. بنابراین شاید سؤال مهم برای بازار این باشد که «این مؤسسه در جریان

حسابرسی چه چیزهایی را دیده و چه میزان از آنها را به سهامدار گزارش کرده است؟»

است. مؤسسات بزرگ‌تر معمولاً مشتریان بیشتری دارند و در نتیجه ممکن است وابستگی آنها به یک مشتری خاص کمتر باشد. اما استقلال را نمی‌توان صرفاً از روی میزان درآمد اندازه گرفت. درآمد بالاتر ممکن است نشان‌دهنده جامعه مشتریان گسترده‌تر باشد، اما درباره کیفیت تصمیم‌گیری حرفه‌ای حسابرس اطلاعات کاملی ارائه نمی‌کند. ساختار مؤسسه، نحوه مدیریت تعارض منافع و میزان وابستگی اقتصادی به مشتریان نیز اهمیت دارد.

در نتیجه، حتی اگر درآمد را یکی از نشانه‌های اندازه مؤسسه بدانیم، همچنان فاصله مهمی میان «اندازه» و «کیفیت» وجود دارد.

انتخاب حسابرس هم تصادفی نیست

در تحلیل رابطه میان ویژگی مؤسسه حسابرسی و کیفیت

صورت‌های مالی، یک نکته دیگر نیز اهمیت دارد: شرکت‌ها حسابرس خود را به شکل تصادفی انتخاب نمی‌کنند.

ویژگی‌های شرکت، ساختار مالی، پیچیدگی عملیات، کیفیت سیستم‌های داخلی و سابقه گزارشگری مالی می‌تواند در انتخاب مؤسسه حسابرسی مؤثر باشد. بنابراین، اگر شرکت‌هایی که از یک مؤسسه خاص استفاده می‌کنند صورت‌های مالی باکیفیت‌تری داشته باشند، نمی‌توان تمام این تفاوت را به عملکرد حسابرس نسبت داد.

ممکن است شرکتی با ساختار مالی منظم‌تر و کنترل‌های داخلی قوی‌تر، از ابتدا به سراغ مؤسسه‌ای خاص برود. در چنین شرایطی، بخشی از کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند ناشی از ویژگی‌های خود شرکت باشد.

به همین دلیل، رابطه میان درآمد مؤسسه و کیفیت حسابرسی نیازمند احتیاط در تفسیر است.

سهامدار باید گزارش حسابرس را بخواند

برای سرمایه‌گذار، شاید مهم‌ترین نتیجه این بحث، تغییر نگاه به گزارش حسابرس باشد.

سهامدار هنگام بررسی یک شرکت معمولاً به فروش، سود، بدهی، جریان نقد و در نهایت نظر حسابرس توجه می‌کند. اما گزارش حسابرس نباید فقط با یک کلمه «مقبول» یا «نامقبول» خوانده شود.

بندهای شرط باید بررسی شوند؛ مشخص شود کدام موارد تکراری و کدام موارد جدید هستند و گزارش حسابرس نسبت به سال قبل چه تغییری کرده است.

اگر شرکتی در سال گذشته گزارش مقبول داشته اما در سال جاری بند جدیدی به گزارش آن اضافه شده، همین تغییر می‌تواند برای سهامدار مهم باشد؛ حتی اگر در نگاه اول تغییر بزرگی در صورت‌های مالی مشاهده نشود.

از این منظر، گزارش حسابرس باید بخشی از فرآیند تحلیل سهم باشد، نه صرفاً پیوستی در انتهای صورت‌های مالی.

رتبه‌بندی مؤسسات با یک عدد کافی نیست

این موضوع برای نهادهای حرفه‌ای و ناظر نیز اهمیت دارد. اگر درآمد مؤسسه به‌عنوان معیار ساده‌ای برای رتبه‌بندی حسابسان استفاده شود، بخشی از واقعیت دیده می‌شود و بخش دیگری کنار گذاشته خواهد شد.

درآمد می‌تواند درباره اندازه و دامنه فعالیت مؤسسه اطلاعات بدهد، اما برای قضاوت درباره کیفیت خدمات، مجموعه‌ای از معیارها لازم است؛ از نوع گزارش‌ها و بندهای درج‌شده گرفته تا استقلال، تخصص، سوابق حرفه‌ای و کیفیت رسیدگی.

در چنین چارچوبی، درآمد می‌تواند یکی از اطلاعات مورد استفاده باشد، اما نباید به‌تنهایی به شاخص کیفیت تبدیل شود.

پایان یک میان‌پُر قدیمی

در نهایت، رابطه میان درآمد مؤسسات حسابرسی و کیفیت خدمات آنها یک پیام روشن برای بازار سرمایه دارد: درآمد بیشتر را نمی‌توان به‌تنهایی مهر تأیید کیفیت بالاتر دانست.

مؤسسات پر درآمدتر در برخی موارد گزارش‌های نامقبول‌تر و بندهای شرط بیشتری داشته‌اند و این رابطه درباره بندهای شرط غیر تکراری نیز مشاهده شده است. اما همین درآمد با برخی معیارهای مهم کیفیت گزارشگری مالی، از جمله کیفیت ارقام تعهدی، مدیریت سود، خطای حسابرسی و محافظه‌کاری حسابداری، رابطه معناداری نشان نداده است. بنابراین، اندازه مؤسسه می‌تواند بخشی از تصویر را نشان دهد، اما تمام تصویر نیست.

برای سهامدار نیز پیام روشن است. نام مؤسسه حسابرسی می‌تواند نقطه شروع بررسی باشد، اما نباید نقطه پایان تحلیل باشد. آنچه اهمیت بیشتری دارد، محتوای گزارشی است که حسابرس ارائه کرده؛ اینکه چه مواردی را دیده، درباره چه موضوعاتی هشدار داده، چه بندهایی را برای نخستین بار مطرح کرده و گزارش او نسبت به دوره‌های قبل چه تغییری داشته است. در بازاری که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تا حد زیادی به اطلاعات صورت‌های مالی وابسته است، کیفیت حسابرسی در نهایت به اعتمادپذیری همین اطلاعات گره خورده است. بنابراین شاید سؤال مهم برای بازار دیگر این نباشد که «این مؤسسه چقدر درآمد دارد؟» بلکه این باشد که «این مؤسسه در جریان حسابرسی چه چیزهایی را دیده و چه میزان از آنها را به سهامدار گزارش کرده است؟»



اقدام سوم، افزایش کارمزد خدمات بانکی است. در مرداد ۱۴۰۱، بانک مرکزی سقف کارمزدها را ۲۰ تا ۶۰ درصد افزایش داد تا هزینه خدمات به بهای تمام شده واقعی نزدیک و بار آن از

اقدام اول، افزایش جریمه اضافه‌فرد داشت به ۴۸ درصد است. این فشار، بانک‌های ناتراز را روانه بازار بین‌بانکی با نرخ بهره تاریخی ۲۳.۹۹ درصد کرده است. این هزینه ناترازی هر چند برای بانک‌های مقروض چالشی سنگین است، اما آن‌ها را ملزم می‌کند منابع محدود خود را هدفمند تخصیص داده و بیهوده وام ندهند. این شرایط، برای بانک‌های مستعد اصلاح (مانند بانک پارسیان که با جراحی موفق تراز خود را مثبت کرد) یک سکوی پرتاب است و بهره‌زمان برای بانک‌های تراز نیست، با توجه به احتمال افزایش نرخ بین‌بانکی، فرصت درآمذاری را فراهم می‌کند.

در لایه اول، پیامدهای ناترازی‌های اقتصاد کشور بر شبکه بانکی روار شده است. از یک سو، با رشد ۱۹ درصدی نقدینگی تا پایان مرداد ۱۴۰۵، پیش‌بینی می‌شود، حجم نقدینگی از مرز ۲۰ هزار لیمت عبور کرده است. سایه سنگین ناطیقانی‌های اقتصادی با افزایش سرعت گردش پول و جهش نسبت «پول به شیه پول»، سرمایه‌ها را از سپرده‌های مدت‌دار به بازارهای سفته‌بازی (ارز، طلا مسکن) فراری داده و بانک‌ها را با خشکسالی منابع و افت توان سهیلات‌دهی مواجه کرده است. از سوی دیگر، رشد اقتصادی ۱۰.۱ درصدی نشان‌دهنده انقباض شدید تولید است. این نكفی، توان بازپرداخت وام‌ها را از کسب و کارها و خانوارها سلب کرده و با انباشت مطالبات غیر جاری، ریسک خطر ورشکستگی بانک‌ها را بالا برده است.

لایه دوم به سوءمدیریت بانک‌ها بازمی‌گردد، بخش عظیمی از منابع بانکی در دارایی‌های مسموم و موهوم گرفتار است. مشکل اصلی تسهیلات تکلیفی دولت نیست (چرا که نهایتاً تسویه می‌شود)؛ فاجعه اینجاست که منابع عظیم بانکی در قالب وام‌های بازگشت به شرکت‌های زیرمجموعه و اشخاص مرتبط سرازیر شده و با تله بنگهداری و پروژه‌های ساختمانی بی‌مشتري حبس شده‌اند. ترکیب این‌ها ناکارآمدی با «خرید اجباری اوراق بدهی دولتی»، ریسک نقدینگی بانک‌ها را به حداکثر می‌رساند. در نتیجه،

چنانچه این بانک‌های سالم و تراز، از محرک‌های دیگری نظیر (۱) درآمد‌های کارمندی با ثبات، (۲) سود تسعیر ارز بالا و (۳) اراده و برنامه جدی برای واگذاری دارایی‌های مازاد نیز برخوردار باشند، به عنوان جذاب‌ترین گزینه‌ها جهت سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شوند.

فرمانروایی در زنجیره فولاد؛ از چالش آب و انرژی تا مهندسی معکوس ساختارها در گهر زمین



این رویکرد تهاجمی در سال ۱۴۰۴ به زنجیره تولید و تملک دارایی‌ها سرایت کرد. شرکت طی اقدامی، اموال غیرمنقول، خطوط تولید و سایت کارخانه شرکت صنایع فولاد مشیز بر دسیر را به تملک خود درآورد تا با حذف فاصله‌ها و واسطه‌ها، محصول شمش را به‌طور مستقیم به سبد تولید و فروش خود اضافه کند. هدف از این هم‌افزایی، تکمیل زنجیره ارزش از معدن تا شمش و اعمال کنترل حداکثری بر بهای

هم‌زمان با این جابجایی‌ها، معماری مالی شرکت در سایر بخش‌ها با سرعت ادامه یافت. انتقال دارایی‌های پروژه احیا به ارزش ۲۵۰ هزار میلیارد ریال به شرکت تازه تأسیس «احیا فولاد گهرزمین» با مالکیت ۱۰۰ درصدی، گامی برای تسریع در راه‌اندازی این پروژه و استقلال مالی آن بود. در همین پازل انرژی، خرید ۱۲.۵ درصدی سهام شرکت گهر انرژی سیرجان با سرمایه‌گذاری بیش از ۴۰ هزار میلیارد ریال، پاسخی قاطع به بحران ناترازی برق و تضمین تخصیص ۳۳ مگاوات انرژی پایدار بود تا شبح قطعی برق و عدم‌النفع تولید از سر کارخانه‌ها رفع شود. همچنین تقویت ناوگان معدنی از طریق افزایش سرمایه شرکت همیار گهر حدید سیرجان، حلقه‌های پشتیبانی عملیات را کامل‌تر کرد.



عقب نشینی حقوقی ها،

تنهایی صندوق تثبیت در صف های فروش

میلیارد تومان زیان تحقق نیافته در سر فصل نگهداری اوراق، به خوبی نشان می دهد که صندوق تمامی خریدها را به قصد نوسان گیری انجام نداده است، بلکه بخش قابل توجهی از دارایی های خریداری شده در نقاط حمایتی، در پر تقوی صندوق باقی مانده و کاهش قیمت آن ها منجر به شناسایی این زیان سنگین شده است.

در واقع این زیان تحقق نیافته، سندی بر این مدعاست که صندوق در بسیاری از روزهای منفی، خریدار صف های فروش بوده و هزینه ی این حمایت را با متحمل شدن افت قیمت دارایی های خود پرداخته است. بنابراین، عملکرد این نهاد را باید ترکیبی از مدیریت نقدینگی و حمایت از کلیت بازار دانست که لزوماً با نیت سودجویی محض انجام نشده است.

درباره انفعال حقوقی های بزرگ پس از سال ۱۳۹۹ نیز باید به تغییر ساختار انگیزشی در این مجموعه ها اشاره کرد. پس از ریزش های سنگین سال ۱۳۹۹، بسیاری از شرکتهای سرمایه گذاری و صندوق های بازنشتی با فشارهای شدید نقدینگی و کسری بودجه عملیاتی روبرو شدند و عملاً اولویت آن ها از حمایت از بازار به تأمین نقدینگی برای هزینه های جاری تغییر یافت.

از سوی دیگر، جو حاکم بر نظارت های دستوری و نگرانی از برخوردهای قانونی پس از هرگونه اقدام حمایتی که منجر به ضرر شود، انگیزه ریسک پذیری را از حقوقی ها سلب کرد. در چنین فضایی، بازار شاهد بود که حقوقی های بزرگ ترجیح دادند به جای ورود به صف های فروش و تقبل ریسک حمایت، در جایگاه تماشاچی یا حتی عرضه کننده باقی بمانند. این عقب نشینی دسته جمعی باعث شد تا بار سنگین جمع آوری صف های فروش و حفظ تعادل بازار، به طور کامل بر دوش صندوق های تثبیت و توسعه بیفتد. در واقع، خلأ حضور حقوقی های بزرگ و تغییر اولویت های آن ها به سمت بازارهای با درآمد ثابت یا سود نقدی، وضعیت فعلی را رقم زده است که در آن، تنها نهادهای خاص توان و البته اجبار قانونی برای ورود به بازار و حمایت را دارند.

بهناز اکبرپور

مدیر تحلیل کارگزاری سرمایه گذاری ملی ایران

گزارش بررسی عملکرد مالی صندوق تثبیت بازار سرمایه برای سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۴، نشان دهنده تغییرات معنادار در رویکردهای عملیاتی و سودآوری این نهاد است. بر اساس صورتهای مالی منتشر شده، سود خالص این صندوق در سال ۱۴۰۴ به رقم ۵۸ هزار میلیارد تومان رسید که نسبت به سود ۳۰۷ هزار میلیارد تومانی سال ۱۴۰۳، رشد ۵۷ درصدی را نشان می دهد. این رشد نشان می دهد که صندوق با وجود شرایط پر نوسان بازار، توانسته است منابع مالی خود را با کارایی بیشتری مدیریت کند. بررسی جزئیات درآمدی صندوق نکات قابل تأملی را آشکار می کند. سود ناشی از فروش اوراق بهادار در سال ۱۴۰۴ به رقم ۷۰۲ هزار میلیارد تومان رسید که نسبت به سود ۱۰۹ هزار میلیارد تومانی سال پیش از آن، افزایش خاصی را تجربه کرده است.

همچنین سرفصل زیان تحقق نیافته نگهداری اوراق بهادار با جهش چشمگیر نسبت به سال گذشته مواجه شده است؛ به طوری که صندوق در پایان سال ۱۴۰۴ با ۴۰۲ هزار میلیارد تومان زیان تحقق نیافته بابت نگهداری سهام مواجه شد، در حالی که این رقم در پایان سال ۱۴۰۳ حدود ۲۴۷ میلیارد تومان زیان بود. در کنار این موارد، درآمد حاصل از سود سهام نیز روند صعودی داشت و از ۲۱۵ میلیارد تومان به ۴۶۲ میلیارد تومان افزایش یافت که بیانگر رشد ۱۱۴ درصدی در این بخش است. اما در خصوص ماهیت عملکرد این صندوق، باید به رویکرد دو گانه آن اشاره کرد.

از یک سو، جهش سود ناشی از فروش اوراق بهادار این شائبه را در میان فعالان بازار ایجاد کرده است که صندوق در مقاطع رشد بازار، با عرضه های سنگین به دنبال نوسان گیری از سهامداران خرد بوده و از رشد پایدار نمادها جلوگیری کرده است. با این حال، ثبت ۴۰۲ هزار

صنایع نفتی روی تیغ کسری خوراک

مجید آتشگر

عضو هیئت مدیره سیمان ارومیه

انعطاف در خطوط انتقال و عدم هم خوانی کیفیت گریدهای نفتی، پالایشگاه های انتهایی زنجیره را با ناپایداری خوراک روبرو می کند. پیامد سخت تر متوجه پتروشیمی ها خواهد بود؛ زیرا پالایشگاه ها برای جبران کسری بنزین، تمام نفتای سبک و سنگین را به چرخه سوخت سازی خود هدایت کرده و تحویل خوراک به پتروشیمی ها را به شدت محدود می کنند که حاصلی جز کاهش محسوس تناژ تولید ندارد.

با وجود این حقایق عینی، جریان معاملات بازار سهام هنوز این ریسک ها را به درستی پیش خور نکرده است. بازار سرمایه در مواجهه با اخبار تنش های نفتی، دچار خطای تمرکز بر متغیرهای اسمی شده و تنها به رشد مقطعی نفت برنت و پرواز نرخ ارز توجه می کند؛ بدون آنکه متوجه افت شدید حجم در معادله درآمد شرکتهای باشد. این عدم انفع تناژی و کاهش ظرفیت هنوز در نسبت های قیمت به درآمد گذشتنگر و محاسبات تحلیل گران لحاظ نشده و تنها پس از انتشار گزارش های ماهانه کدال و ثبت توقف های عملیاتی، خود را در قالب تعدیل منفی به بازار تحمیل خواهد کرد.

در این آشفتگی، سیاست های قیمت گذاری دستوری نه تنها هیچ نقشی در مهار نوسانات نفت ایفای نمی کنند، بلکه خود به نیروی محرکه تشدید شوک بدل می شوند. این مکانیسم از طریق تأخیرهای زمانی طولانی در ابلاغ نرخ ها کار می کند؛ به طوری که در زمان سقوط بهای نفت، نرخ خوراک با قیمت های قله بحران محاسبه می شود و شرکتهای در تله زیان ناخالص می اندازد. علاوه بر این، رفتار رگولاتور کاملاً یک طرفه است؛ در زمان رونق و افزایش قیمت نفت، درآمدهای صادراتی با سرکوب نرخ ارز و سقف های قیمتی در بورس کالا محدود می شود، اما در زمان رکود و ریزش بازارها، دولت به دلیل کسری بودجه حاضر به کاستن از کف های ریالی تعرفه خوراک نمی شود. در نتیجه این سیاست، ارتباط میان ورودی و خروجی نقدی شرکتهای قطع شده، مطالبات سررسید گذشته جهش می یابد و با قفل شدن سرمایه در گردش، بحران فیزیکی به بحران تمام عیار نقدینگی و عملیاتی بدل می گردد.

وقوع آسیب در زیرساخت های انرژی و افت تولید نفت خام کشور به محدوده دو میلیون بشکه در روز، ابعاد سودآوری صنایع پالایشی و پتروشیمی را از یک مسئله صرفاً مالی به یک بحران پیچیده عملیاتی و رگولاتوری تبدیل می کند. در وهله نخست، اثر این بحران بر حاشیه سود این دو گروه هم جهت نیست؛ در پتروشیمی های با خوراک مایع نظیر تولید کنندگان الفین و آروماتیک، صعود بهای جهانی نفت مستقیماً هزینه تأمین نفتا و میعانات را بالا می برد، اما کاهش ضعیف تقاضای بین المللی برای محصولات نهایی مانع از رشد هم پای قیمت پلیمرها می شود که پیامد مستقیم آن فشرده شدن حاشیه سود ناخالص است. در طرف مقابل، پتروشیمی های گازی اگرچه نوسان نفت را با تأخیر در هزینه متان احساس می کنند، اما به دلیل از دست رفتن گازهای همراه با نفت در میادین آسیب دیده، با توقف های ناخواسته در خطوط مواجه می شوند. در این میان، پالایشگاه ها با ریسک کاملاً متفاوتی روبرو هستند؛ با توجه به اینکه فرآورده های اصلی آن ها با نرخ های محاسباتی تحویل دولت می شود، حاشیه سود روی کاغذ باقی می ماند و چالش بنیادین آن ها افت ضریب بهره برداری و افزایش شدید بهای تمام شده ناشی از هزینه های ثابت به ازای هر بشکه خواهد بود.

از منظر تراز فیزیکی، سقوط تولید نفت به سطح دو میلیون بشکه کشور را در لبه پرتگاه عملیاتی قرار می دهد. پالایشگاه های داخلی برای تأمین سوخت اضطراری کشور روزانه بین یک میلیون و هفتصد تا یک میلیون و هشتصد هزار بشکه نفت و میعانات مصرف می کنند. در این سناریو، مازاد نفت خام برای صادرات و مانور عملیاتی تقریباً به صفر می رسد. هر چند حاکمیت برای حفظ امنیت سوخت، سهمیه خوراک پالایشی ها را نسبت به سایر بخش ها در اولویت قرار می دهد، اما نبود

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

پیکار کنیم

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

امام خمینی (ره):

تاکفرو شرک هست
مبارزه هست و تا
مبارزه هست ما هستیم

هفته دفاع مقدس مظهر ایستادگی
پایداری و مقاومت گرامی باد.

شرکت صنایع و معادن گل گهر
روابط عمومی و امور بین الملل

دلار، طلا و بورس؛ سه بازار، سه واکنش متفاوت



فرزاد محمدی

تحلیلگر بازار سرمایه

شاید در نگاه اول، ارتباط میان دلار، طلا و بورس ساده به نظر رسد، به این دلیل که افزایش نرخ دلار معمولاً با رشد قیمت طلا همراه می‌شود و از طرف دیگر، بسیاری انتظار دارند افزایش نرخ ارز به دلیل بالا رفتن ارزش ریالی درآمد شرکت‌های صادراتی، به رشد بورس نیز منجر شود. با این حال، رفتار بازارها همیشه مطابق این رابطه ساده پیش نمی‌رود. در مقاطع مختلف ممکن است دلار صعود کند، طلا نیز همراه آن افزایش یابد، اما بورس واکنش متفاوتی نشان دهد. برای درک این تفاوت، باید به سازوکار هر بازار و انتظاراتی توجه کرد که معامله‌گران از آینده دارند.

دلار برای اقتصاد ایران فقط یک دارایی نیست، بلکه یکی از مهم‌ترین متغیرهای اثرگذار بر قیمت‌ها، هزینه تولید، درآمد شرکت‌ها و انتظارات تورمی است. به همین دلیل، افزایش نرخ ارز می‌تواند اثرات متفاوتی بر شرکت‌های بورسی داشته باشد. برای شرکت‌های صادرات‌محور، افزایش نرخ دلار در صورت ثابت ماندن سایر شرایط می‌تواند ارزش ریالی درآمدهای ارزی را افزایش دهد. اما در طرف مقابل، بسیاری از شرکت‌ها به مواد اولیه، تجهیزات یا نهادهای وارداتی وابسته‌اند و افزایش نرخ ارز می‌تواند هزینه‌های آنها را بالا ببرد. بنابراین اثر افزایش نرخ ارز بر بورس، به ترکیب صنایع و وضعیت هر شرکت بستگی دارد.

موضوع مهم‌تر، تفاوت میان «اثر اقتصادی» و «اثر بورسی» است. بازار سهام فقط وضعیت امروز شرکت‌ها را قیمت‌گذاری نمی‌کند؛ بلکه انتظارات نسبت به آینده نیز

قرار دارد. به همین دلیل ممکن است در یک مقطع افزایش نرخ ارز داخلی از قیمت طلا حمایت کند، در حالی که قیمت جهانی طلا تحت تأثیر عوامل دیگری قرار داشته باشد. همین تفاوت را می‌توان در رفتار بورس نیز مشاهده کرد. بازار سهام مجموعه‌ای از شرکت‌ها با مدل‌های کسب و کار متفاوت است و واکنش آنها به تغییرات اقتصادی یکسان نیست. رشد نرخ ارز می‌تواند برای یک شرکت صادراتی اثر مثبتی داشته باشد، برای شرکتی که وابستگی زیادی به واردات دارد فشار هزینه ایجاد کند و برای شرکتی دیگر، به دلیل سیاست‌های قیمت‌گذاری یا شرایط فروش، نتیجه متفاوتی داشته باشد. در کنار این عوامل، نرخ بهره، سیاست‌های اقتصادی، قیمت‌های جهانی کالاها و وضعیت

در قیمت سهام منعکس می‌شود. اگر رشد نرخ ارز از قبل پیش‌بینی شده باشد، بخشی از اثر آن ممکن است پیش از وقوع در قیمت‌ها دیده شده باشد. از سوی دیگر، اگر افزایش قیمت دلار با نگرانی درباره نرخ بهره، رکود یا کاهش قدرت خرید همراه شود، ممکن است اثر مثبت آن بر درآمد برخی شرکت‌ها تحت تأثیر فضای کلی بازار قرار گیرد. طلا اما مسیر متفاوتی دارد. قیمت طلای داخلی را می‌توان حاصل ترکیبی از قیمت جهانی طلا و نرخ ارز دانست؛ بنابراین تغییر هر یک از این دو متغیر می‌تواند بر قیمت داخلی اثر گذارد. در بازار جهانی نیز طلا تحت تأثیر عواملی مانند نرخ‌های بهره واقعی، ارزش دلار، ریسک‌های ژئوپلیتیکی، جریان سرمایه‌گذاری و انتظارات معامله‌گران

رمزگشایی جهش درآمدهای تابستانی؛ جادوی نرخ و تقاضا در گزارش شش‌ماهه فولاد خراسان



جهش تا ۳۰ درصدی نرخ فروش و صعود خیره‌کننده عرضه‌ها، افت تولید تابستانی را جبران کرد و رکوردشکنی درآمدهای شرکت مجتمع فولاد خراسان را رقم زد. به گزارش بورس امروز؛ بررسی مقایسه‌ای عملکرد عملیاتی شرکت مجتمع فولاد خراسان در فاصله ماه‌های فروردین تا پایان شهریور، گویای تحولات معنادار در سطح تولید، مدیریت عرضه‌ها، پویایی نرخ‌های فروش و در نهایت جریان درآمدی است. ارزیابی مستند به آمار رسمی ماهانه، زوایای پنهان کارنامه شرکت را در دو فصل بهار و تابستان عیان می‌سازد؛ تحلیلی که نشان می‌دهد چگونه ترکیب متغیرهای مقداری و رشد ملموس قیمت‌ها، محرک اصلی سودآوری و درآمدزایی شرکت در نیمه نخست سال بوده‌اند.

❖ مسیر تولید و عرضه در ماه‌های سه‌گانه تابستان

در تیرماه، به عنوان نقطه آغازین فصل، حجم تولید محصولات سبک ساختمانی در فولاد خراسان به ۵۵,۲۷۰ تن رسید و فروش ۴۰,۶۲۹ تنی آن، درآمدی معادل ۲۴,۵۳۸,۴۳۰ میلیون ریال را محقق ساخت. در این ماه، شمش فولادی با تولید ۶۵,۶۷۰ تن و فروش ۴۹,۰۰۲ تن، ارزش ۲۷,۲۶۵,۱۷۰ میلیون ریالی را به ثبت رساند. همزمان بخش بالادستی نیز با تولید ۱۱۱,۳۴۱ تن آهن اسفنجی و بریکت فعال بود. با ورود به مردادماه، پویایی تقاضا شیب تندتری گرفت؛ به گونه‌ای که حجم فروش محصولات سبک ساختمانی با جهشی مشهود به ۵۶,۴۵۵ تن ارتقا یافت و با وجود ثبات نسبی تولید در سطح ۵۵,۷۳۵ تن، درآمد این بخش به ۳۶,۳۲۳,۴۶۶ میلیون ریال بالغ گردید. در مقابل، تولید شمش به ۴۹,۸۷۱ تن و فروش آن به ۳۲,۲۲۹ تن تعدیل شد که ارزشی برابر با ۱۷,۱۰۸,۳۵۵ میلیون ریال داشت. در این مقطع، فعال‌سازی ظرفیت‌های گندله‌سازی با تولید ۱۱۲,۴۶۲ تن و تداوم تولید ۱۱۹,۳۷۷ تن آهن اسفنجی، زنجیره تامین مواد اولیه را در فولاد خراسان تقویت کرد. شهریورماه با تثبیت حجم فروش محصولات سبک ساختمانی روی رقم ۵۶,۴۴۸ تن به پایان رسید که درآمدی ۵۵,۵۵۸,۶۵۰ میلیون ریالی را در پی داشت؛ آن هم در شرایطی که حجم تولید این محصول در این ماه ۴۲,۹۰۲ تن بود. تولید شمش در شهریور مجدداً تا ۶۴,۰۷۳ تن احیا شد و مقدار فروش آن با ثبت رقم ۲۷,۴۶۶ تن، درآمد ۱۶,۵۶۷,۸۸۵ میلیون ریالی را به همراه آورد. همچنین، تولید گندله با جهشی چشمگیر به ۲۳۰,۸۶۸ تن و تولید آهن اسفنجی به ۱۱۷,۸۳۸ تن رسید.

❖ واکاو کلان بهار و تابستان؛ درصد تغییرات تولید و فروش مقایسه تجمیعی دو فصل، تصویر روشنی از سیاست‌های عرضه و تقاضا

در فولاد خراسان ارائه می‌دهد. در گروه محصولات سبک ساختمانی، مجموع تولید از ۱۳۶,۵۸۵ تن در بهار بارش شد ۱۲.۶۸ درصدی به ۱۵۳,۹۰۷ تن در تابستان افزایش یافت. همگام با این رشد، حجم فروش این محصول با جهشی ۳۶.۵۶ درصدی از ۹۰,۴۸۲ تن به ۱۵۳,۵۳۲ تن رسید. این نوسانات مقداری سبب شد تا ارزش ریالی فروش محصولات سبک ساختمانی با یک صعود خیره‌کننده ۹۴.۸۰ درصدی، از حدود ۵۰.۵ هزار میلیارد ریال در بهار به بیش از ۹۸.۵ هزار میلیارد ریال در تابستان بالغ شود. در بخش شمش فولادی، برخلاف افت ۳۳.۳۴ درصدی در حجم تولید (کاهش از ۲۶۹,۴۶۰ تن در بهار به ۱۷۹,۶۱۴ تن در تابستان)، عملکرد فروش با مدیریت موجودی انبارها همراه بود؛ به گونه‌ای که حجم فروش با افتی بسیار اندک و ثبت رقم ۱۰۸,۶۹۷ تن در تابستان (در مقایسه با ۱۰۹,۷۱۴ تن در بهار) ثبات خود را حفظ کرد، اما ارزش فروش آن از حدود ۴۰.۹ هزار میلیارد ریال در بهار به بالغ بر ۶۰.۹ هزار میلیارد ریال در تابستان رسید. در زنجیره بالادستی نیز، مجموع تولید گندله با افت ۳۵.۷۵ درصدی از ۵۳۴,۳۷۷ تن به ۳۴۳,۳۳۰ تن در تابستان رسید، حال آنکه آهن اسفنجی با رشد ۴.۱۷ درصدی از ۳۳۴,۵۷۷ تن در بهار به ۳۴۸,۵۵۶ تن در تابستان ارتقا یافت.

❖ پویایی نرخ‌های فروش؛ کاتالیزور درآمدهای تابستانی

بررسی دقیق‌تر نشان می‌دهد که جهش درآمدی فولاد خراسان صرفاً متکی بر رشد مقداری فروش نبوده، بلکه رشد محسوس میانگین نرخ فروش محصولات نقش کاتالیزور را ایفا کرده است. در بخش داخلی، نرخ فروش محصولات سبک ساختمانی از میانگین ۵۵۸.۹ میلیون ریال به ازای هر تن در فصل بهار، با طی کردن روندی صعودی در طول ماه‌های تابستان، در نهایت طی شهریورماه به ۶۶۴.۷ میلیون ریال رسید که نمایانگر رشد ۱۸.۹۴ درصدی نرخ این محصول است. در بازارهای صادراتی نیز نرخ محصولات سبک ساختمانی از ۶۰۲.۲ میلیون ریال در بهار به ۶۷۹.۸ میلیون ریال در شهریور ارتقا یافت که رشد ۱۲.۸۹ درصدی را نشان می‌دهد. شمش فولادی نیز به عنوان محصول پایه و استراتژیک شرکت، رشد قیمتی قابل توجهی را تجربه کرد. میانگین نرخ فروش داخلی شمش که در فصل بهار در محدوده ۴۹۹.۸ میلیون ریال تثبیت شده بود، پس از نوساناتی در تیر و مرداد، در شهریورماه جهشی چشمگیر را ثبت کرد و تا سطح ۶۵۴.۱ میلیون ریال بالا رفت. این آمار حاکی از رشد ۳۰.۸۶ درصدی نرخ فروش شمش در پایان تابستان نسبت به عملکرد بهار است. در نهایت، هم‌افزایی دو عامل «رشد مقداری عرضه‌ها به ویژه در محصولات نهایی» و «روند فزاینده نرخ‌های فروش در بازارهای داخلی و صادراتی»، معمای جهش درآمدهای تابستانی فولاد خراسان را در مقایسه با فصل بهار به روشنی رمزگشایی می‌کند.

ربع قرن تولید، توسعه و اشتغال پایدار

روابط عمومی شرکت مجتمع فولاد خراسان

بیست و پنجمین سال تولید فولاد در شرق ایران گرامی باد

۲۵

از تغییر در مقیاس سرمایه تا ارتقای جایگاه درآمدی؛ «ونیک» در مسیر تازه‌ای از ارزش آفرینی

اختیار شرکت قرار می‌دهد تا متناسب با فرصت‌های موجود و راهبرد سرمایه‌گذاری خود تصمیم‌گیری کند. در «ونیک»، افزایش سرمایه باید در پیوند با کیفیت پرتفوی، ظرفیت درآمدزایی دارایی‌ها و نیازهای مالی شرکت ارزیابی شود. مهم است که منابع در حوزه‌هایی به کار گرفته شوند که از توجیه اقتصادی برخوردارند و با سطح ریسک قابل قبول شرکت و اهداف بلندمدت سهامداران سازگاری دارند.

در این مسیر، بررسی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ارزیابی بازده مورد انتظار، توجه به نقدشوندگی دارایی‌ها و کنترل تمرکز پرتفوی اهمیت دارد. همچنین باید میان سرمایه‌گذاری‌های درآمدزا و دارایی‌هایی که ظرفیت رشد ارزش دارند، توازن برقرار شود. تخصیص منابع به یک فرصت جدید، تنها زمانی منطقی است که بازده مورد انتظار آن در مقایسه با گزینه‌های جایگزین و ریسک‌های مربوطه قابل دفاع باشد.

از منظر سهامداران نیز اثر افزایش سرمایه باید در عملکرد اقتصادی شرکت قابل ارزیابی باشد؛ از جمله در روند درآمد عملیاتی، کیفیت و ترکیب درآمد‌ها، بازده سرمایه‌گذاری‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام. به همین دلیل، افزایش سرمایه را نقطه پایان یک فرآیند نمی‌دانیم؛ بلکه آن را ظرفیتی می‌دانیم که باید با تصمیم‌گیری منضبط و عملکرد قابل اندازه‌گیری همراه شود.

❖ **بورس امروز:** یکی از معیارهای مهم در ارزیابی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، خالص ارزش دارایی‌ها یا NAV است. «ونیک» برای افزایش شفافیت ارزش‌گذاری دارایی‌ها و فراهم کردن امکان تحلیل دقیق‌تر برای سهامداران چه رویکردی را دنبال می‌کند؟ از نگاه شما، چه عواملی می‌توانند در برداشت بازار از ارزش اقتصادی شرکت مؤثر باشند؟

دکتر فرهاد حنیفی: خالص ارزش دارایی‌ها یکی از معیارهای مهم ارزیابی شرکت‌های سرمایه‌گذاری است، اما برای تحلیل جامع شرکت باید آن را در کنار سایر شاخص‌ها بررسی کرد. NAV تصویری از ارزش دارایی‌ها پس از کسر بدهی‌ها ارائه می‌دهد؛ در حالی که ارزش‌های اقتصادی شرکت می‌تواند تحت تأثیر کیفیت دارایی‌ها، توان درآمدزایی، ساختار مالی، نقدشوندگی و چشم‌انداز فعالیت نیز قرار گیرد. برای محاسبه قابل‌انکای NAV، به‌روز بودن اطلاعات و روش ارزش‌گذاری اهمیت دارد. ارزش دارایی‌های بورسی باید بر اساس قیمت‌های معتبر و اطلاعات مربوط به دوره محاسبه شود. در مورد دارایی‌های غیربورسی نیز روش ارزش‌گذاری، مفروضات مورد استفاده و کیفیت اطلاعات مبنا اهمیت ویژه‌ای دارد. بدهی‌ها و سایر اقلام مؤثر بر خالص ارزش دارایی‌ها نیز باید به‌درستی در محاسبات لحاظ شوند.

در کنار محاسبه، نحوه ارائه اطلاعات نیز اهمیت دارد. انتشار منظم اطلاعات درباره ترکیب پرتفوی، تغییرات ارزش دارایی‌ها و منابع درآمدی، امکان تحلیل دقیق‌تر عملکرد شفاف‌تر و قابل‌مقایسه‌تر باشد، ارزش‌گذاری اقتصادی شرکت نیز بر مبنای روشن‌تری انجام خواهد شد. البته فاصله قیمت بازار سهم با NAV را نمی‌توان صرفاً با یک عامل توضیح داد. انتظارات سرمایه‌گذاران، کیفیت دارایی‌ها، ساختار پرتفوی، وضعیت بازار و ارزیابی آن‌ها از توان درآمدزایی شرکت می‌توانند در قیمت سهم مؤثر باشند. وظیفه مدیریت، فراهم کردن اطلاعات دقیق و قابل‌اتکا و اداره شرکت بر مبنای اصول اقتصادی و منافع بلندمدت سهامداران است.

بورس امروز: در کنار تغییرات مالی و عملیاتی ونیک، بهبود امتیاز حاکمیت شرکتی نیز از جمله موضوعات قابل توجه در عملکرد شرکت بوده است. این ارتقا چه جایگاهی در برنامه مدیریتی شما دارد و چگونه می‌تواند به شفافیت اطلاعاتی، پاسخ‌گویی و تقویت اعتماد سهامداران کمک کند؟

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران: حاکمیت شرکتی بخشی از زیرساخت اداره مؤثر یک بنگاه اقتصادی است. عملکرد شرکت تنها به نتایج مالی محدود نمی‌شود؛ بلکه کیفیت تصمیم‌گیری، سازوکارهای نظارتی، شفافیت اطلاعاتی و نحوه پاسخ‌گویی در برابر سهامداران نیز در آن نقش دارند.

ادامه در صفحه ۱۴



۱۴۰۵ از حدود یک هزار ۱۸۳ هزار میلیارد ریال در ابتدای ماه به بیش از یک هزار و ۳۶۸ هزار میلیارد ریال در پایان ماه رسیده و رشد ۱۵،۵۹ درصدی را ثبت کرده است. با توجه به روند صعودی بازار در این ماه، چگونه می‌توان اثر شرایط عمومی بورس را از عملکرد اختصاصی مدیریت پرتفوی تفکیک کرد؟

دکتر فرهاد حنیفی: تغییر ارزش پرتفوی یک شرکت سرمایه‌گذاری از عوامل مختلفی تأثیر می‌پذیرد. تغییر قیمت دارایی‌های موجود، خریدوفروش سهام، تغییر ترکیب سرمایه‌گذاری‌ها و سایر جابه‌جایی‌های پرتفوی، همگی می‌توانند در ارزش ابتدا و انتهای دوره مؤثر باشند. بنابراین، مقایسه دو رقم به‌تنهایی برای تعیین منشأ تغییرات یا محاسبه بازده واقعی سرمایه‌گذاری کافی نیست.

در شهریور ۱۴۰۵، ارزش پرتفوی «ونیک» از حدود یک هزار ۱۸۳ هزار میلیارد ریال در ابتدای ماه به یک هزار و ۳۶۸ هزار میلیارد ریال در پایان ماه رسید. این افزایش، معادل رشد ۱۵،۵۹ درصدی ارزش پرتفوی در دوره مورد بررسی است. در مقایسه با سایر شرکت‌های چندرشته‌ای صنعتی مورد بررسی نیز ونیک از نظر نرخ رشد ارزش پرتفوی در جایگاه ششم قرار گرفت؛ در حالی که از نظر اندازه مطلق پرتفوی، رتبه پنجم را داشت.

مقایسه دوره‌های یک‌ماهه منتهی به شهریور در سال‌های ۱۴۰۳، ۱۴۰۴ و ۱۴۰۵ نیز تغییرات قابل‌توجهی را نشان می‌دهد. ارزش پرتفوی ونیک در شهریور ۱۴۰۳ حدود ۳،۳ درصد و در شهریور ۱۴۰۴ حدود ۴،۶ درصد افزایش یافت؛ در حالی که در شهریور ۱۴۰۵ افزایش حدود ۱۵،۵۹ درصدی ثبت شد. همچنین ارزش پرتفوی در پایان شهریور ۱۴۰۵ در مقایسه با پایان شهریور ۱۴۰۴ حدود ۱۶۲ درصد و نسبت به پایان شهریور ۱۴۰۳ حدود ۲۰۳ درصد بیشتر بوده است.

البته این مقایسه‌ها باید با توجه به تفاوت شرایط بازار و تغییرات احتمالی ترکیب دارایی‌ها تفسیر شوند. برای ارزیابی دقیق عملکرد اختصاصی مدیریت، لازم است اثر تغییر قیمت سهام از خالص خریدوفروش‌ها و سایر تغییرات پرتفوی تفکیک شود و بازده حاصل با شاخص یا معیار مرجع متناسب با ترکیب دارایی‌ها مقایسه شود.

در کنار بازده، ریسک، نقدشوندگی و میزان تمرکز دارایی‌ها نیز اهمیت دارند. افزایش ارزش پرتفوی زمانی‌ا منظر اقتصادی معنادارتر است که در کنار آن، کیفیت دارایی‌ها و بازده متناسب با ریسک پذیرفته‌شده نیز مورد توجه قرار گیرد. هدف ما صرفاً افزایش اندازه دارایی‌ها نیست؛ بلکه استفاده کارآمد از منابع و بهبود ظرفیت ارزش آفرینی پرتفوی است.

❖ **بورس امروز:** سرمایه «ونیک» از ۳ هزار و ۵۰۰ میلیارد تومان در ابتدای دوره مدیریت به ۸ هزار میلیارد تومان رسیده و افزایش آن تا ۱۲ هزار میلیارد تومان نیز به تصویب مجمع رسیده است. برنامه شما برای استفاده از این ظرفیت سرمایه‌ای چیست و سهامداران از چه مسیرهایی می‌توانند اثر اقتصادی افزایش سرمایه را در عملکرد شرکت مشاهده کنند؟

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران: افزایش سرمایه زمانی برای یک شرکت سرمایه‌گذاری ارزش آفرین است که به‌درستی در خدمت اهداف اقتصادی شرکت قرار گیرد. بزرگ‌تر شدن سرمایه، به‌خودی‌خود به معنای افزایش بازده یا سودآوری نیست؛ بلکه ظرفیت و ابزار بیشتری در

از نگاه ما، اهمیت این ارقام صرفاً در رشد درآمد یا ارتقای رتبه خلاصه نمی‌شود. مسئله اصلی آن است که چگونه می‌توان ظرفیت مالی شرکت را به درآمد باکیفیت‌تر تبدیل کرد، منابع را به شکل کارآمدتری تخصیص داد و ارزش اقتصادی بیشتری برای سهامداران ایجاد کرد. ارزیابی عملکرد مدیریت نیز باید با در نظر گرفتن شرایط بازار، ترکیب دارایی‌ها و کیفیت تصمیم‌های سرمایه‌گذاری انجام شود.

❖ **بورس امروز:** در آمد عملیاتی ونیک در نه‌ماهه مالی ۱۴۰۵ به بیش از ۸۶ هزار میلیارد ریال رسیده است. بخش عمده این درآمد از محل سود سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر تأمین شده، اما سود حاصل از فروش سرمایه‌گذاری‌ها نیز رشد قابل‌توجهی داشته است. این ترکیب چه تصویری از سیاست مدیریت پرتفوی ارائه می‌کند و چگونه میان درآمد‌های مستمر و سودهای ناشی از واگذاری دارایی‌ها توازن برقرار می‌کنید؟

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران: در یک شرکت سرمایه‌گذاری، منابع درآمدی از نظرماهی و قابلیت تکرار یکسان نیستند. سود تقسیمی شرکت‌های سرمایه‌پذیر، به عملکرد عملیاتی آن شرکت‌ها، سودآوری و سیاست تقسیم سود آن‌ها وابسته است. در مقابل، سود حاصل از فروش سرمایه‌گذاری‌ها به تصمیم‌های مدیریت پرتفوی، شرایط بازار و فرصت‌های موجود برای واگذاری دارایی‌ها ارتباط دارد.

در ۹‌ماهه مالی ۱۴۰۵، حدود ۶۵ هزار و ۳۲۹ میلیارد ریال از درآمد عملیاتی «ونیک» از محل سود سهام حاصل شده که نزدیک به ۷۵،۷ درصد کل درآمد عملیاتی شرکت در این دوره را تشکیل می‌دهد. این رقم نسبت به دوره مشابه سال قبل حدود ۳۹،۴ درصد و در مقایسه با ۹‌ماهه مالی ۱۴۰۳ حدود ۶۲،۸ درصد افزایش یافته است.

در همین دوره، درآمد حاصل از فروش سرمایه‌گذاری‌ها به حدود ۱۷ هزار و ۲۰۰ میلیارد ریال رسیده است؛ رقمی که در مقایسه با دوره مشابه سال قبل حدود ۲۳۹ درصد و نسبت به دو سال قبل حدود ۴۹۴ درصد رشد نشان می‌دهد. این دو منبع درآمدی، کارکردهای متفاوتی در مدیریت پرتفوی دارند. سود سهام، جریان درآمدی حاصل از نگهداری دارایی‌ها و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌پذیر را منعکس می‌کند؛ در حالی که فروش سرمایه‌گذاری‌ها می‌تواند امکان شناسایی سود، اصلاح ترکیب دارایی‌ها یا آزادسازی منابع برای استفاده در فرصت‌های جدید را فراهم کند.

البته رشد سود حاصل از فروش سرمایه‌گذاری‌ها را نباید به‌تنهایی نشانه افزایش توان درآمدزایی مستمر دانست. تصمیم به فروش باید بر اساس ارزش اقتصادی دارایی، چشم‌انداز آن، هزینه فرصت نگهداری و گزینه‌های جایگزین برای تخصیص منابع اتخاذ شود. به همین ترتیب، نگهداری یک دارایی نیز زمانی توجیه دارد که بازده مورد انتظار و نقش آن در پرتفوی با اهداف شرکت سازگار باشد.

رویکرد ما باید ایجاد توازن میان دارایی‌های درآمدزا، سرمایه‌گذاری‌های دارای ظرفیت رشد و فرصت‌های معاملاتی باشد. هدف آن است که ضمن بهره‌گیری از توان سودآوری شرکت‌های سرمایه‌پذیر، امکان بازتنظیم پرتفوی و استفاده از فرصت‌های اقتصادی نیز حفظ شود.

❖ **بورس امروز:** ارزش پرتفوی ونیک در شهریور

شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران (سهامی عام) با نماد «ونیک» در دوره مدیریت دکتر فرهاد حنیفی، تغییراتی قابل‌اندازه‌گیری در ساختار سرمایه، درآمد عملیاتی و ارزش پرتفوی خود تجربه کرده است؛ تغییراتی که ارزیابی آن‌ها، علاوه بر بررسی ارقام مالی، مستلزم توجه به کیفیت درآمد‌ها، نحوه تخصیص منابع و شرایط عمومی بازار سرمایه است. درآمد عملیاتی ونیک از حدود ۴۳ هزار و ۶۵۸ میلیارد ریال در نه‌ماهه مالی ۱۴۰۳ به بیش از ۸۶ هزار و ۲۹۷ میلیارد ریال در دوره مشابه مالی ۱۴۰۵ رسیده است؛ افزایشی معادل ۹۷،۷ درصد طی دو سال. درآمد حاصل از فروش سرمایه‌گذاری‌ها نیز در دوره ۹‌ماهه مالی ۱۴۰۵، به حدود ۱۷ هزار و ۲۰۰ میلیارد ریال رسیده است؛ که نسبت به دوره مشابه سال قبل حدود ۲۳۹ درصد رشد نشان می‌دهد. این شرکت که در درآمد عملیاتی سال مالی ۱۴۰۴ در میان شرکت‌های چندرشته‌ای صنعتی مورد بررسی رتبه ششم را داشت، در عملکرد ۹‌ماهه ۱۴۰۵ به رتبه دوم این گروه رسیده است. در کنار تغییرات درآمدی، سرمایه شرکت از ۳ هزار و ۵۰۰ میلیارد تومان در ابتدای دوره مدیریت به ۶ هزار و ۵۰۰ میلیارد تومان و سپس به ۸ هزار میلیارد تومان افزایش یافته است. افزایش سرمایه تا ۱۲ هزار میلیارد تومان نیز به تصویب مجمع رسیده و تشریفات ثبت آن در حال انجام است. ارزش پرتفوی ونیک در پایان شهریور ۱۴۰۵ به بیش از یک هزار و ۳۶۸ هزار میلیارد ریال رسیده و در مقایسه با ابتدای همان ماه، ۱۵،۵۹ درصد افزایش یافته است. این ارقام از تغییر در مقیاس مالی و جایگاه درآمدی «ونیک» حکایت دارند؛ با این حال، پرسش اصلی آن است که این ظرفیت چگونه به درآمد قابل‌اتکا، بازده متناسب با ریسک و ارزش اقتصادی برای سهامداران تبدیل می‌شود.

خبرنگار «بورس امروز» در گفت‌وگو با دکتر فرهاد حنیفی، مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران، ابعاد عملکرد سه‌ساله شرکت، سیاست‌های مدیریت پرتفوی، برنامه استفاده از افزایش سرمایه و اولویت‌های پیش‌روی ونیک را بررسی کرده است.

❖ **بورس امروز:** اگر بخواهیم عملکرد ونیک در دوره سه‌ساله اخیر را فراتر از رشد ارقام مالی ارزیابی کنیم، مهم‌ترین تغییراتی که در این دوره در شرکت رخ داده چه بوده است؟ کدام شاخص‌ها نشان می‌دهند که جایگاه عملیاتی ونیک تغییر کرده و این تغییرات تا چه اندازه با تصمیم‌های مدیریتی مرتبط بوده‌اند؟

دکتر فرهاد حنیفی: برای ارزیابی عملکرد یک شرکت سرمایه‌گذاری، باید مجموعه‌ای از شاخص‌ها را در کنار یکدیگر بررسی کرد. ساختار سرمایه، اندازه و ترکیب پرتفوی، کیفیت درآمد‌های عملیاتی و توانایی شرکت در تبدیل دارایی‌های تحت مدیریت به جریان درآمدی، هر کدام بخشی از تصویر عملکرد را تشکیل می‌دهند. تمرکز بر یک شاخص، بدون توجه به سایر مؤلفه‌ها، ممکن است به برداشت ناقصی از وضعیت شرکت منجر شود.

در ونیک، طی دوره اخیر در چند محور تغییرات قابل‌اندازه‌گیری رخ داده است. در حوزه ساختار سرمایه، سرمایه شرکت از ۳ هزار و ۵۰۰ میلیارد تومان در ابتدای دوره مدیریت به ۶ هزار و ۵۰۰ میلیارد تومان و سپس به ۸ هزار میلیارد تومان افزایش یافته است. افزایش سرمایه تا ۱۲ هزار میلیارد تومان نیز به تصویب مجمع رسیده و تشریفات ثبت آن در حال انجام است.

در حوزه درآمد عملیاتی نیز روند سه‌دوره نه‌ماهه متوالی، بیانگر افزایش درآمد شرکت است. درآمد عملیاتی ونیک از حدود ۴۳ هزار و ۶۵۸ میلیارد ریال در نه‌ماهه مالی ۱۴۰۳ به ۵۵ هزار و ۸۶ میلیارد ریال در دوره مشابه مالی ۱۴۰۴ و سپس به ۸۶ هزار و ۲۹۷ میلیارد ریال در نه‌ماهه مالی ۱۴۰۵ رسیده است. به این ترتیب، درآمد عملیاتی در سال ۱۴۰۴ نسبت به دوره مشابه قبل ۲۶،۲ درصد و در سال ۱۴۰۵ نیز ۵۶،۷ درصد افزایش یافته است. مجموع رشد درآمد عملیاتی در این دو سال به حدود ۹۷،۷ درصد می‌رسد. این روند در جایگاه درآمدی شرکت نیز منعکس شده است؛ به‌طوری‌که ونیک از رتبه ششم در درآمد عملیاتی سال مالی ۱۴۰۴ به رتبه دوم در عملکرد نه‌ماهه ۱۴۰۵ در میان شرکت‌های چندرشته‌ای صنعتی مورد بررسی رسیده است. با این حال،

از تغییر در مقیاس سرمایه تا ارتقای جایگاه درآمدی؛ «ونیکی» در مسیر تازه‌ای از ارزش آفرینی

ادامه از صفحه ۱۳

برای یک شرکت سرمایه‌گذاری، این موضوع اهمیت بیشتری دارد؛ زیرا بخش مهمی از ارزش آفرینی آن به تصمیم‌های مربوط به تخصیص سرمایه، انتخاب و نگهداری دارایی‌ها و ارزیابی مستمر فرصت‌های سرمایه‌گذاری وابسته است. چنین تصمیم‌هایی باید در چارچوبی روشن، مبتنی بر اطلاعات قابل اتکا و همراه با سازوکارهای نظارتی مناسب اتخاذ شوند. شفافیت در ارائه اطلاعات مالی و توضیح تغییرات پرتفوی، امکان ارزیابی دقیق‌تر عملکرد شرکت را فراهم می‌کند. همچنین، مشخص بودن مسئولیت‌ها و تقویت فرآیندهای نظارتی می‌تواند به بهبود کیفیت تصمیم‌گیری و پاسخ‌گویی مدیریتی کمک کند. بهبود امتیاز حاکمیت شرکتی را باید در همین چارچوب بررسی کرد. این شاخص زمانی اهمیت عملی پیدا می‌کند که در کیفیت اداره شرکت، شفافیت اطلاعات و امکان نظارت مؤثر سهامداران بازتاب داشته باشد. اعتقاد ما این است که توسعه مالی و عملیاتی ونیکی باید با ارتقای کیفیت حکمرانی شرکتی همراه باشد؛ زیرا رشد سرمایه و درآمد، بدون توجه به انضباط مدیریتی و پاسخ‌گویی، تصویر کاملی از عملکرد شرکت ارائه نمی‌کند.

● بورس امروز: طی سه سال اخیر، مجموعه‌ای از تغییرات و تحولات مثبت قابل توجهی در شرکت شاهد هستیم. اولویت‌های اصلی شما برای حفظ این دستاوردها و تقویت جایگاه ونیکی در سال‌های آینده چیست؟

دکتر فرهاد حنیفی: چنین تحولی رانمی‌توان به یک عامل منفرد نسبت داد. عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری حاصل تعامل میان ساختار سرمایه، ترکیب دارایی‌ها، شرایط بازار،

کیفیت شرکت‌های سرمایه‌پذیر و تصمیم‌های مدیریتی است. در دوره اخیر، تلاش ما بر این بوده است که توسعه ظرفیت مالی شرکت با توجه به کیفیت پرتفوی و انضباط در تخصیص منابع همراه باشد. در این مسیر، ارزیابی مستمر دارایی‌ها، توجه به ظرفیت سودآوری شرکت‌های سرمایه‌پذیر، مدیریت ریسک تمرکز و بررسی فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس بازده مورد انتظار، اهمیت محوری دارد. در کنار این موارد، تقویت ساختار سرمایه و استفاده هدفمند از ظرفیت ایجادشده نیز باید در خدمت اهداف اقتصادی شرکت قرار گیرد. افزایش سرمایه زمانی اثربخش خواهد بود که به بهبود توان سرمایه‌گذاری و ارتقای بازدهی منجر شود؛ همان‌طور که رشد درآمد عملیاتی نیز باید در کنار کیفیت و شفافیت اطلاعاتی نیز بخش جدایی‌ناپذیر حاکمیت شرکتی و شفافیت اطلاعاتی نیز بخش جدایی‌ناپذیر این مسیر است. ما معتقدیم رشد مالی و عملیاتی زمانی پش‌توانه مستحکم‌تری پیدا می‌کند که با سازوکارهای پاسخ‌گویی، نظارت مؤثر و ارائه اطلاعات قابل اتکا همراه باشد. این رویکرد، هم امکان ارزیابی دقیق‌تر عملکرد شرکت را برای سهامداران فراهم می‌کند و هم کیفیت تصمیم‌گیری مدیریتی را ارتقا می‌دهد. اولویت ما این است که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بر پایه تحلیل و ارزیابی اقتصادی اتخاذ شوند و عملکرد شرکت با شاخص‌هایی روشن و قابل سنجش مورد بررسی قرار گیرد. ارتقای جایگاه ونیکی در بازار سرمایه باید برآمده از کیفیت مدیریت دارایی‌ها، استفاده کارآمد از منابع، شفافیت و ایجاد ارزش برای سهامداران باشد. هدف نهایی، صرافیت ارقام بزرگ‌تر نیست؛ بلکه تقویت بنیان‌های اقتصادی شرکت و افزایش ظرفیت آن برای خلق ارزش در بلندمدت است. ما باید بتوانیم عملکرد شرکت را نه فقط با اندازه دارایی‌ها، بلکه با کیفیت تصمیم‌ها و نتایج اقتصادی آن‌ها بسنجیم.



● پرداختی بابت خوراک؛ بزرگ‌ترین محور واریزها

پیش‌تاز مطلق در میان اقلام پرداختی، مبلغ ۲۴ هزار و ۹۲۶ میلیارد ریال بابت خوراک است که سهمی نزدیک به ۷۴ درصد از کل پرداخت‌ها را تشکیل می‌دهد. این رقم نسبت به ۲۰ هزار و ۸۶۵ میلیارد ریال دوره قبل ۱۹ درصد رشد داشته و دلیل آن افزایش نرخ خوراک عنوان شده است. مکانیزم محاسبه این نرخ از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بر اساس ابلاغیه سوم مهرماه ۱۳۹۶ وزارت نفت، نرخ خوراک تحویلی به شرکت پتروشیمی خاگ معادل ۲۰۱ برابر قیمت ابلاغی ماهانه خوراک گاز طبیعی (متان) به شرکت‌های پتروشیمی تعیین شده است. همچنین مطابق نامه ۲۵ مردادماه ۱۴۰۵ معاونت برنامه‌ریزی وزارت نفت، نرخ‌ها در دوره مورد گزارش به صورت علی‌الحساب محاسبه شده و نرخ سوخت بر مبنای ۵۰ درصد نرخ خوراک لحاظ گردیده است. شایان ذکر است این مبنای محاسباتی تا پایان سال ۱۴۰۴ اعتبار داشته و تاکنون قرارداد جدیدی برای تغییر روش قیمت‌گذاری به شرکت ابلاغ نشده است.

● پرداختی بابت انرژی؛ دومین ستون درآمدی

محور بعدی، پرداخت ۶ هزار و ۳۹۹ میلیارد ریال بابت انرژی است که سهمی معادل ۱۹ درصد از کل واریزی‌ها دارد و نسبت به دوره مشابه سال قبل ۱۵ درصد رشد کرده است. دلیل این افزایش، افزایش نرخ گاز سوخت ذکر شده است. بر اساس جزئیات گزارش، گاز خوراک با ترکیب ۵۸ درصد گاز ترش و نرخ متوسط ۲۲۵٫۹۷۱ ریال در هر مترمکعب و گاز سوخت با ترکیب ۴۱ درصد گاز ترش و نرخ متوسط ۱۰۷٫۷۳۵ ریال در هر مترمکعب در سه ماهه ابتدای ۱۴۰۵ محاسبه شده است.

رشد ۲۰ درصدی پرداخت‌های خاگ به خزانه در بهار ۱۴۰۵

● مالیات عملکرد؛ رشد قابل توجه ۱۹۲ درصدی

اقلم مهم دیگر، مالیات عملکرد پرداختی به مبلغ ۹۸۳ میلیارد ریال است که نسبت به ۳۲۷ میلیارد ریال دوره مشابه سال قبل رشدی معادل ۱۹۲ درصد را تجربه کرده است. علت این رشد، قطعی شدن عملکرد سنوات قبل اعلام شده و هم‌راستا با بهبود چشمگیر عملکرد مالی شرکت است؛ سود خالص دوره مورد گزارش با رشد ۱۱۱۱ درصدی به ۵۸ هزار و ۶۸۴ میلیارد ریال رسیده است.

● اقلام مکمل؛ گمرک و بیمه

حقوق و عوارض گمرکی با مبلغ ۵۰۷ میلیارد ریال و رشد ۱۱۴ درصدی (دلیل: افزایش نرخ دلار) و بیمه سهم کارفرما با مبلغ یک هزار و ۵۴ میلیارد ریال و رشد ۵۰ درصدی (دلیل: افزایش نرخ حقوق و دستمزد) دو محور دیگر پرداخت‌های شرکت به نهادهای عمومی هستند. مالیات بر ارزش افزوده و پرداخت بابت تسهیلات تکلیفی دولت در این دوره صفر بوده است.

● مطالبات شرکت از دولت؛ نکته‌ای که نباید نادیده گرفت

در کنار جریان پرداختی، وضعیت مطالبات شرکت از دولت نیز قابل توجه است. مبلغ ۳۶ هزار و ۹۰۶ میلیارد ریال بابت مالیات بر ارزش افزوده معوق از سال‌های ۱۴۰۱ تاکنون در حساب‌های شرکت باقی مانده که نسبت به دوره مشابه سال قبل ۵۸ درصد افزایش داشته است. تسویه استرداد مالیات‌های این شرکت، ظرف چند سال اخیر به کندی پیش رفته است که تسویه دوطرفه حساب‌ها می‌تواند به تداوم پرداخت‌های منظم شرکت به دولت کمک کند.

● تولید و فروش؛ زمینه‌ساز درآمدهای دولت

ارزش درآمدهای دولت از خاگ را باید در پرتو عملکرد عملیاتی این شرکت دید. در سه ماهه ۱۴۰۵، ۱۸۱ هزار و ۱۹۹ تن محصول فروش رفته و درآمد عملیاتی با رشد ۱۷۹ درصدی به ۱۴۱ هزار و ۷۲۲ میلیارد ریال رسیده است. این رشد در حالی رقم خورد که واحدهای تولیدی شرکت از ۱۶/۱۲/۱۴۰۴ تا ۱۶/۱۲/۱۴۰۵ به دلیل شرایط جنگی کشور متوقف شده بودند و از ۱۴۰۵/۰۱/۲۵ به تدریج و با ظرفیت ۶۰ درصدی به مدار باز گشتند تا اینکه از ۱۴۰۵/۰۲/۲۰ کلیه واحدها مجدداً فعال شدند. کاهش خوراک دریافتی از سکوی نفت خیز ابودر و افت کیفیت آن نیز بر کاهش تولید (از ۲۲۴ هزار و ۷۴۷ تن به ۱۵۰ هزار و ۷۷۲ تن) اثرگذار بوده است.

زلزله ۹۰۰ درصدی در زاگرس؛ خیزش بزرگ پتروشیمی عسلویه برای عبور از بحران انرژی



قطعی‌های مکرر و آسیب‌زای گاز و برق در منطقه عسلویه، دو پروژه کلیدی دیگر شامل احداث واحد تولید اکسیژن (ASU) با سرمایه‌گذاری ارزی معادل ۱۹۰ میلیون دلار و پروژه احداث نیروگاه سیکل ترکیبی و واحدهای آب‌شیرین‌کن با بودجه‌ای معادل ۱۶۲ میلیون یورو در دستور کار قرار گرفته است تا استقلال عملیاتی مجتمع را تضمین کند. بررسی مدل مالی و مفروضات پیش‌بینی شده برای سال‌های پیش‌رو نشان می‌دهد که با تثبیت نرخ فروش صادراتی متانول در کانال ۳۲۰ دلاری و ورود اتانول سنسنتری به چرخه تجاری، جریان درآمدهای عملیاتی شرکت از مقادیر سال‌های پایه با شیبی قابل توجه فاصله گرفته و صعودی پر قدرت را تجربه خواهد کرد. محاسبات اکچوئری و ارزیابی اقتصادی این طرح‌ها نشان می‌دهد که شاخص خالص ارزش فعلی (NPV) با رقمی مثبت و نزدیک به ۱۸ هزار میلیارد ریال، به همراه نرخ بازده داخلی (IRR) معادل ۶۹٫۳۳ درصد و دوره بازگشت سرمایه در حدود ۲ سال و ۱ ماه، توجه‌پذیری اقتصادی و سودآوری این پکیج توسعه‌ای را به صراحت به تصویر می‌کشند.

با این همه، مسیر پیش روی این غول متانولی خالی از چالش نیست. سایه سنگین فرمول‌گذاری نرخ گاز خوراک (با مبنای برآوردی ۲۵۰ هزار ریال بر استاندارد مترمکعب برای سال ۱۴۰۵ و رشد سالانه ۲۰ درصدی)، نوسانات ارزی مرکز مبادله و چالش‌های انباشته در تأمین پایدار انرژی، متغیرهایی هستند که مدیریت بهای تمام‌شده را به آزمون دشار بدل کرده‌اند. با این وجود، پتروشیمی زاگرس با تکیه بر منابع داخلی، سود انباشته انباشته‌شده و استراتژی تدافعی-توسعی خود، عزم جدی دارد تا با عبور از تنگناهای ساختاری، جایگاه خود را به عنوان دژ پولادین صنعت پتروشیمی کشور تثبیت کند.

پتروشیمی زاگرس با برنامه‌ریزی برای افزایش سرمایه ۹۰۰ درصدی از محل سود انباشته و اجرای پروژه‌های کلیدی اتانول سنتری، نیروگاه و اکسیژن، گامی استراتژیک برای مهار اهرم بدهی، اصلاح ساختار مالی و قطع وابستگی به انحصار یوتیلیتی‌ها برداشته است. پتروشیمی زاگرس در پیلاسوی تحولات کلان صنعت پتروشیمی کشور، یکی از سنگین‌ترین و ساختار شکنی‌ترین دوره‌های تصمیم‌گیری مالی و توسعه‌ای خود را رقم زده است. این شرکت که به عنوان یکی از ارکان اصلی صادرات و ارزآوری در زنجیره متانول کشور شناخته می‌شود، اکنون زیر فشار تغییرات فرمول نرخ گاز خوراک، صعود هزینه‌های سربار و محدودیت‌های انحصاری سرویس‌های جانبی، بسته‌ای جامع از اصلاح ساختار مالی و توسعه زنجیره ارزش را روی میز گذاشته است؛ بسته‌ای که ابعاد آن از یک افزایش سرمایه کم‌سابقه حکایت دارد.

نگاهی به مسیر تاریخی پتروشیمی زاگرس نشان می‌دهد که سرمایه‌ی ثب‌تی شرکت از زمان تأسیس در سال ۱۳۷۹ با رقم ۳ میلیون ریال آغاز شده و طی چند مرحله به ۲٫۴۰۰٫۰۰۰ میلیون ریال رسیده است. اکنون اما هیئت‌مدیره شرکت با استفاده از ظرفیت ماده ۱۵ قانون مالیات‌های مستقیم و معافیت‌های مالیاتی ناشی از انتقال سود انباشته به سرمایه، برنامه‌ریزی کرده است تا سرمایه خود را با ۹۰۰ درصد رشد از محل سود انباشته به رقم خیره‌کننده ۲۴۰٫۰۰۰٫۰۰۰ میلیون ریال ارتقا دهد. این تصمیم راهبردی، فراتر از یک حساب‌کشی درون‌دفتری، واکنشی مستقیم به الزامات مهار اهرم بدهی، جلوگیری از خروج وجه نقد، بهبود نسبت‌های مالی و جبران زیان انباشته ناشی از سنگینی هزینه‌های عملیاتی و بهای گاز مصرفی است.

در کنار اصلاح ساختار ترازنامه، آنچه این خیزش صنعتی را معنای واقعی بخشیده، تزریق کلان منابع مالی به پروژه‌های پیش‌ران با برآورد سرمایه‌گذاری ۲۱۶٫۰۰۰٫۰۰۰ میلیون ریال است. زاگرس با درک مخاطرات ساختاری تک‌محصولی بودن، پروژه احداث واحد «اتانول سنسنتری» با ظرفیت ۳۰۰ هزار تن در سال را کلید زده است تا با تکمیل زنجیره ارزش، بخشی از ریسک‌های نوسان بازار جهانی متانول را پوشش دهد. این طرح که پیش‌بینی بهره‌برداری از آن برای سال‌های ۱۴۰۷ و ۱۴۰۸ برنامه‌ریزی شده، گامی بلند در جهت خلق ارزش افزوده پایدار به شمار می‌رود. هم‌زمان، با هدف خروج از چنبره انحصار سرویس‌های جانبی و



شرکت جهان فولاد سیرجان

بزرگ‌ترین تولید کننده شمش فولادی و میلگرد در جنوب شرق کشور

www.sjaco.ir

آدرس کارخانه: سیرجان-کیلومتر ۵۰ جاده شیراز
سمت چپ جاده. جنب شرکت معدنی و صنعتی گل‌گهر
تلفن: ۰۳۴-۳۱۲۵۷۶۰۰
فکس: ۰۳۴-۴۲۲۷۳۸۰۵

هم‌افزایی در شهرک انرژی ری؛

توافقات راهبردی مدیران عامل پالایشگاه تهران، بهران و ایرنول برای رفع موانع تولید



عباس محسنی نیکوگفتار، مدیر عامل شرکت پالایش نفت تهران، در ادامه سلسله بر نامه‌های خود برای تقویت تعامل با ذینفعان و صنایع هم‌جوار، با مدیران عامل



شرکت‌های نفت ایرنول و بهران دیدار و گفتگو کرد. در این نشست که با هدف ارتقای همکاری‌های فنی و رفع برخی موانع فرآیندی در شهرک انرژی ری برگزار شد، طرفین بر لزوم هم‌افزایی بیشتر، جهت تداوم و پایداری تولید تأکید کردند. عباس محسنی نیکوگفتار در این دیدار با اشاره به جایگاه استراتژیک شهرک انرژی ری در زنجیره ارزش نفت کشور، اظهار داشت: تعامل میان شرکت‌های مستقر در این شهرک، ظرفیت‌های عملیاتی را افزایش داده و موجب هم‌افزایی در مسیر دستیابی به اهداف کلان تولید می‌شود. پالایشگاه تهران همواره آمادگی دارد تا در چارچوب ضوابط فنی و قانونی، برای رفع موانع تولید و تسهیل فرآیندهای شرکت‌های هم‌جوار گام بردارد. وی افزود: رویکرد مادر پالایشگاه تهران، عبور از نگاه‌های جزیره‌ای و حرکت به سمت مشارکت راهبردی با شرکای تجاری و همسایگان صنعتی است تا از این طریق، بهروری کل زنجیره تأمین بهبود یابد. در این جلسه، موضوعات فنی و عملیاتی متعددی از جمله تعیین تکلیف و انعقاد قراردادهای یوتیلیتی و همچنین تسهیل فرآیندهای فنی مربوط به دریافت لوب‌کات به عنوان خوراک اصلی واحدهای

تحقق دیپلماسی انرژی سبز و رفع ناترازی شبکه پایتخت

شتاب در ساخت ۲ ابر پروژه نیروگاه خورشیدی پالایشگاه تهران



مانع از هدررفت حجمی از گاز معادل خوراک کامل یک نیروگاه حرارتی متوسط در سال می‌شود. همچنین با جایگزینی این نیروگاه با سامانه‌های بخار و حرارتی، از مصرف سالانه ۲۲۵ میلیون لیتر آب صنعتی جلوگیری به عمل می‌آید. علاوه بر آن از ورود سالانه بیش از ۵۷۵ هزار تن گاز گلخانه‌ای و حدود ۵ هزار تن آلاینده‌های خطرناک جوی به هوا ممانعت خواهد شد.

تأمین مالی تلفیقی و آخرین وضعیت پیشرفت فیزیکی

این کلان‌پروژه با بهره‌گیری از مدل‌های نوین تأمین مالی و استفاده از تسهیلات مصوب شورای اقتصاد و از محل اعتبارات صندوق توسعه ملی (با برآورد حدود ۴۰ میلیون دلار به ازای هر ۱۰۰ مگاوات) به مرحله اجرا رسیده است. بر اساس آخرین داده‌های اجرایی، با تأمین و انتقال عمده تجهیزات تخصصی، مراحل زیرسازي، پایه‌کوبی و نصب سازه‌های فلزی در سایت پرند با پیشرفت ۴۵ درصد و در سایت ملارد با پیشرفت ۳۲ درصد در حال انجام است و طبق جدول زمان‌بندی، فاز اول این هاب بزرگ خورشیدی در سال آینده با اتصال به شبکه سراسری، رسماد چرخه تولید برق کشور قرار خواهند گرفت. لازم به ذکر است که ساختگاه ۱۰۰ مگاواتی خضر آباد استان یزد نیز با پیشرفت ۳۲ درصدی در دست اقدام است و ساختگاه ۲۰۰ مگاواتی دیگر نیز منتظر تخصیص زمین می‌باشد. گفتنی است مبلغ برآوردی برای احداث این ابر پروژه ۵۰۰ مگاواتی بیش از ۲۰۰ میلیون دلار برآورد شده است.

عباس محسنی نیکوگفتار مدیر عامل شرکت پالایش نفت تهران با حضور میدانی در محل احداث دو ساختگاه انرژی خورشیدی پالایشگاه تهران در شهرستان‌های ملارد و پرند، از نزدیک در جریان آخرین پیشرفت‌های اجرایی و عملیات مهندسی این ۲ ابر پروژه ملی حوزه انرژی‌های تجدیدپذیر قرار



گرفت. عملیات اجرایی ۲ کلان‌پروژه نیروگاه خورشیدی شرکت پالایش نفت تهران در مناطق ملارد و پرند با فازهای اجرایی و نصب تجهیزات، شتاب مضاعفی به خود گرفته است. بررسی‌های میدانی و پایش روند پیشرفت فیزیکی نیروگاه‌های تجدیدپذیر پالایشگاه نفت تهران حاکی از آن است که این بنگاه بزرگ اقتصادی با عبور از رویکرد سنتی پالایش نفت، گام‌های نهایی را برای تثبیت جایگاه خود به عنوان هلدینگ جامع انرژی و پیشگام صنعت سبز برمی‌دارد. در همین راستا، آخرین وضعیت جبهه‌های کاری، پایه‌کوبی‌ها، نصب استراکچرها و تجهیزات فنی سایت‌های خورشیدی ملارد و پرند توسط مدیران ارشد این مجموعه مورد ارزیابی دقیق عملیاتی قرار گرفت.

فاز اول پروژه ۵۰۰ مگاواتی پالایشگاه تهران در قالب اجرای دو طرح ۱۰۰ مگاواتی برای عبور از ناترازی پایتخت

فاز اول پروژه احداث نیروگاه‌های خورشیدی پالایشگاه تهران که از طریق شرکت توسعه انرژی پالایشگاه تهران و در گستره‌ای به وسعت بیش از ۲۵۰ هکتار به اجرا درآمده، هاب اصلی خود را در جنوب غرب استان تهران (مناطق ملارد و پرند) متمرکز کرده است. با تکمیل این زنجیره نیروگاهی و اتصال ظرفیت ۲۰۰ مگاواتی آن به مدار توزیع سالانه ۴۱۰ هزار مگاوات ساعت برق پاک به شبکه سراسری تزریق می‌شود. این حجم تولید به‌ویژه در ایام اوج بار تابستان، نقشی کلیدی در مهار افت ولتاژ و پایداری شبکه توزیع برق کلان‌شهر تهران ایفا می‌کند.

دستاوردهای زیست‌محیطی و صرفه‌جویی راهبردی در سوخت حاصل از تکمیل این پروژه

یکی از بارزترین ابعاد این ابر پروژه ملی، هم‌پوشانی آن با مأموریت‌های صیانت از منابع پایه و محیط‌زیست است. محاسبات فنی نشان می‌دهد بهره‌برداری از این نیروگاه‌ها (با ظرفیت ۵۰۰ مگاوات) با صرفه‌جویی سالانه ۲۷۵ میلیون مترمکعب در گاز طبیعی و

از ۱۳ تا ۲۱ میلیون لیتر؛ برنامه شپنا برای جهش تولید بنزین

۱۱۲ همت مطالبات نقدی از دولت

در بخش مالی، میزان مطالبات پالایش نفت اصفهان از دولت یکی از مهم‌ترین موضوعات مطرح‌شده بود. غلامرضا باقری‌دیزج، مدیرعامل پالایش نفت اصفهان، مطالبات نقدی شرکت از دولت تا پایان مردادماه را حدود ۱۱۲ همت اعلام کرد. به گفته‌او، تغییرات فرمول قیمت‌گذاری خوراک و فرآورده‌ها از عوامل اثرگذار بر عملکرد مالی، سودآوری و نقدینگی شرکت به شمار می‌رود. تداوم مطالبات از دولت، علاوه بر اثرگذاری بر جریان نقدینگی، می‌تواند روند اجرای پروژه‌های توسعه‌ای و تأمین منابع مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری‌های جدید را نیز تحت تأثیر قرار دهد.

برنامه افزایش سرمایه ۳۶ همتی

موضوع افزایش سرمایه نیز در این نشست مورد توجه قرار گرفت. بر اساس توضیحات صاحب‌ارجمند، معون مالی، بودجه و سرمایه‌گذاری پالایش نفت اصفهان، شرکت برنامه افزایش سرمایه حدود ۳۶ همتی از محل سود سال ۱۴۰۴ را در دستور کار دارد. همچنین اقداماتی برای افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی زمین و ساختمان‌های شرکت در حال انجام است. این برنامه می‌تواند ضمن تقویت ساختار مالی پالایشگاه، ظرفیت شرکت برای اجرای طرح‌های توسعه‌ای و تأمین مالی پروژه‌های جدید را افزایش دهد.

مالیات ۲۰ همتی و هزینه ماهانه ۲۰۲ همتی گاز

در بخش دیگری از نشست، حجم تعهدات مالی و هزینه‌های جاری پالایشگاه تشریح شد. مدیرعامل پالایش نفت اصفهان، مالیات عملکرد سال ۱۴۰۴ شرکت را حدود ۲۰ همت اعلام کرد و گفت پرداخت این مبلغ به‌صورت ماهانه در حال انجام است. همچنین هزینه گاز مصرفی شرکت حدود ۲۰۲ همت در ماه اعلام شد. این رقم در کنار هزینه خوراک، انرژی، تعمیرات، نیروی انسانی و سایر هزینه‌های عملیاتی، تصویری از مقیاس جریان‌های مالی و هزینه‌ای پالایشگاه ارائه می‌دهد.

سه پروژه آبی با پیشرفت بیش از ۸۵ درصد

مدیریت منابع آب یکی دیگر از محورهای اصلی برنامه پالایش نفت اصفهان است. طبق اعلام مدیرعامل، سه پروژه آبی شرکت اکنون بیش از ۸۵ درصد پیشرفت دارند و با هدف افزایش بازچرخانی آب، کاهش برداشت از منابع متعارف و مدیریت جریان‌های پساب در حال اجرا هستند. مصرف آب پالایشگاه حدود ۱۲۰۰ مترمکعب در ساعت اعلام شد و بخشی از نیاز آبی مجموعه از طریق تصفیه پساب و بازگرداندن آن به چرخه مصرف تأمین می‌شود. بازدید خبرنگاران از واحد پیش تصفیه پساب شاهین‌شهر نیز در همین چارچوب انجام شد. در این بازدید، مراحل ورود پساب، پیش تصفیه، تصفیه تکمیلی و آماده‌سازی آب برای استفاده مجدد تشریح شد. توسعه این زیرساخت‌ها می‌تواند نقش مهمی در کاهش وابستگی پالایشگاه به منابع آب متعارف داشته باشد.

پیشرفت ۹۵ درصدی پروژه باز یافت گازهای مشعل

در حوزه محیط‌زیست، پروژه باز یافت گازهای مشعل به پیشرفت حدود ۹۵ درصد رسیده است. هدف از اجرای این پروژه، کاهش گازسوزی، بازیابی گازهای قابل استفاده و افزایش بهروری انرژی در پالایشگاه است. با بهره‌برداری از این طرح، بخشی از گازهایی که پیش از این در مشعل‌ها سوزانده می‌شد، به چرخه مصرف بازمی‌گردد و از انتشار آلاینده‌ها و هدررفت انرژی کاسته می‌شود. همچنین تجهیزات پایش آلودگی هوا و سامانه‌های اندازه‌گیری آلاینده‌ها در پالایشگاه نصب شده و پایش مستمر آلاینده‌ها ادامه دارد. در بخش مصرف انرژی نیز تجهیز بویلرها به اکونومایزر و اجرای طرح‌های بهینه‌سازی انرژی در کوره‌ها دنبال می‌شود.

تغییر مقیاس تولید بنزین، یکی از مهم‌ترین محورهای برنامه توسعه‌ای پالایش نفت اصفهان است؛ جایی که تولید روزانه بنزین استاندارد قرار است با اجرای طرح‌های جدید از حدود ۱۳ میلیون لیتر به ۲۱ میلیون لیتر برسد. در کنار این افزایش ۸ میلیون لیتری، مدیریت بوتان مازاد نیز به‌عنوان مسیری دیگر برای افزایش حدود ۴ میلیون لیتری تولید بنزین مطرح شده است؛ به این ترتیب،



مجموع افزایش تولید هدف‌گذاری‌شده به حدود ۱۲ میلیون لیتر در روز می‌رسد. اما داستان شپنا فقط به افزایش تولید ختم نمی‌شود. در نشست مدیرعامل پالایش نفت اصفهان با خبرنگاران، همزمان از پیشرفت ۷۷ درصدی طرح ارتقای نفت‌کوره، ۱۱۲ همت مطالبات نقدی از دولت و برنامه افزایش سرمایه حدود ۳۶ همتی سخن گفته شد؛ مجموعه‌ای از اعداد که نشان می‌دهد پالایشگاه در کنار توسعه ظرفیت تولید، با موضوع نقدینگی و تأمین منابع پروژه‌ها نیز مواجه است. از سوی دیگر، پروژه‌های آب، انرژی و محیط‌زیست نیز بخش دیگری از برنامه‌های شپنا را تشکیل می‌دهند؛ سه پروژه‌آبی با پیشرفت بیش از ۸۵ درصد و پروژه باز یافت گازهای مشعل با پیشرفت حدود ۹۵ درصد در حال اجراست. در ادامه، مهم‌ترین اعداد و پروژه‌هایی که در نشست مدیرعامل پالایش نفت اصفهان مطرح شد، مرور می‌شود. در این نشست، غلامرضا باقری‌دیزج، مدیرعامل پالایش نفت اصفهان، ضمن ارائه گزارشی از عملکرد و برنامه‌های پیش‌روی شرکت، به پرسش‌های خبرنگاران درباره تولید فرآورده‌ها، مطالبات از دولت، افزایش سرمایه، هزینه‌های عملیاتی، مدیریت منابع آب و ساخت داخل پاسخ داد. بخش مهمی از مباحث مطرح‌شده به پروژه‌های اختصاصی داشت که می‌تواند بر ظرفیت تولید، کیفیت فرآورده‌ها، مصرف انرژی و وضعیت مالی پالایشگاه اثرگذار باشد. در ادامه این برنامه نیز خبرنگاران از واحد پیش تصفیه پساب شاهین‌شهر و شرکت مشعل پویا، از شرکت‌های زیرمجموعه پالایش نفت اصفهان، بازدید کردند و از نزدیک در جریان بخشی از پروژه‌های عملیاتی و زیست‌محیطی این مجموعه قرار گرفتند.

طرح ارتقای نفت‌کوره به پیشرفت ۷۷ درصدی رسید

یکی از مهم‌ترین پروژه‌های توسعه‌ای پالایش نفت اصفهان، طرح ارتقای نفت‌کوره است که اکنون حدود ۷۷ درصد پیشرفت دارد. بر اساس توضیحات مدیرعامل پالایش نفت اصفهان، در فاز نخست این طرح، کاهش گوگرد نفت‌کوره از حدود ۳ درصد به ۰.۵ درصد هدف‌گذاری شده است. این پروژه از نظر ارتقای کیفیت فرآورده‌ها، کاهش آلاینده‌گی و بهبود نحوه تأمین سوخت صنایع و نیروگاه‌ها اهمیت دارد و در زمره طرح‌های اصلی پالایشگاه برای بهبود سبب تولید قرار گرفته است.

اجرای این طرح می‌تواند ضمن افزایش ارزش اقتصادی فرآورده‌های تولیدی، زمینه استفاده مؤثرتر از ظرفیت‌های پالایشی و کاهش آثار زیست‌محیطی ناشی از مصرف نفت‌کوره پرگوگرد را فراهم کند.

افزایش ۱۲ میلیون لیتری تولید بنزین در دستور کار

یکی از مهم‌ترین ارقام اعلام‌شده در این نشست، به برنامه افزایش تولید بنزین اختصاص داشت. طبق اعلام مدیرعامل پالایش نفت اصفهان، با اجرای طرح جدید RFCC و تکمیل زنجیره ارزش محصولات، تولید بنزین استاندارد پالایشگاه حدود ۸ میلیون لیتر در روز افزایش می‌یابد. بر این اساس، تولید روزانه بنزین از حدود ۱۳ میلیون لیتر به حدود ۲۱ میلیون لیتر خواهد رسید. در کنار این طرح، مدیریت بخشی از بوتان مازاد در زنجیره تولید فرآورده‌ها نیز در دستور کار قرار گرفته است. به گفته مدیرعامل پالایشگاه، اجرای این برنامه می‌تواند ظرفیت تولید بنزین را حدود ۴ میلیون لیتر در روز افزایش دهد. بر این اساس، مجموع افزایش ظرفیت تولید بنزین مطرح‌شده در نشست به حدود ۱۲ میلیون لیتر در روز می‌رسد؛ رقمی که در صورت تحقق، می‌تواند جایگاه پالایش نفت اصفهان را در تأمین فرآورده‌های اصلی و کاهش ناترازی بنزین تقویت کند.



ساخت داخل وردادعای ترک تشریفات ۹۰ درصدی

بخش دیگری از نشست به موضوع ساخت داخل و نحوه انتخاب تأمین‌کنندگان اختصاص داشت.

مدیرعامل پالایش نفت اصفهان با اشاره به تولید بخش قابل توجهی از قطعات و تجهیزات مورد نیاز در داخل کشور، تأکید کرد انتخاب تأمین‌کنندگان بر اساس ضوابط قانونی، توان فنی، کیفیت تجهیزات و شرایط اقتصادی انجام می‌شود. در پاسخ به پرسشی درباره میزان ترک تشریفات، رقم ۹۰ درصد شد و میزان ترک تشریفات حدود ۴ درصد اعلام شد. بر این اساس، بخش عمده خریدها و قراردادهای شرکت از مسیرهای قانونی و بر مبنای فرآیندهای مصوب انجام می‌شود.

همکاری با دانشگاه‌ها برای توسعه فناوری‌های پالایشی

همکاری با مراکز دانشگاهی نیز از دیگر محورهای مطرح‌شده در نشست بود. پالایش نفت اصفهان با دانشگاه صنعتی اصفهان و دانشگاه اصفهان در حوزه‌هایی همچون افزایش عدد اکتان، تولید کاتالیست، توسعه فرآیندهای جدید پالایشی و فناوری‌های کاهش انتشار کربن همکاری دارد. این همکاری‌ها با هدف استفاده از ظرفیت علمی کشور، کاهش وابستگی به تجهیزات و فناوری‌های خارجی و توسعه راهکارهای بومی در صنعت پالایش دنبال می‌شود. در حوزه سوخت نیز موضوع استفاده از متانول و اتانول مورد پرسش قرار گرفت. مدیرعامل پالایشگاه اعلام کرد بررسی متانول در مقیاس آزمایشگاهی انجام شده، اما به دلیل دستیابی نیافتن به نتایج مورد انتظار متوقف شده است. در مقابل، اتانول همچنان در مرحله آزمایش و بررسی قرار دارد.

نئوبانکی به سبک تو

