



سهام در سایه

۳

ارزش دلاری
مشروط بورس

۷

۷۱ همت در حباب؛ معمای
صندوق های اهرمی

۱۶

سایه سنگین
بهره بر سر تولید

رشد ۲۵ درصدی تولید فولاد در ۹ ماهه؛ جهش ۱۵۰ درصدی صادرات فولاد آلیاژی ایران



شرکت فولاد آلیاژی ایران
آلیاژی ایران
(فولاد) در ۹
Iran Alloy Steel Company

ماهه نخست سال جاری ضمن تحقق کامل برنامه تولید، موفق به ثبت رشد ۲۵ درصدی در حجم تولید محصولات خود نسبت به دوره مشابه سال گذشته شد. همزمان فروش این شرکت نیز با افزایش ۱۳ درصدی همراه بود و صادرات محصولات فولاد جهشی ۱۵۰ درصدی را تجربه کرد که نشان دهنده تقویت جایگاه این شرکت در بازارهای داخلی و خارجی است.

شرکت فولاد آلیاژی ایران در شش ماهه نخست سال جاری موفق به تولید ۲۸۶ هزار و ۹۶۳ تن محصول گردید که ۲۱۹ هزار و ۸۸۷ تن آن را به فروش رساند. این شرکت برای نیمه دوم سال برآورد تولید ۴۴۸ هزار و ۵۵۸ تن محصول را ارائه کرده بود که در ظرف ۳ ماهه پاییز توانست نیمی از آن را محقق نماید و حجم تولید خود را به رقم ۵۱۰ هزار و ۷۳۰ تن محصول برساند.

فولاد در ۹ ماهه نخست سال جاری ضمن تحقق برنامه تولید پیش بینی شده، توانست نسبت به دوره مشابه

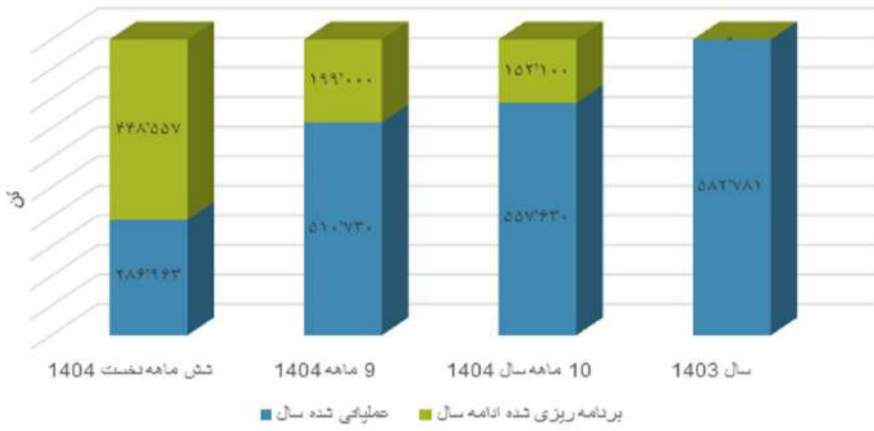
سال گذشته افزایش ۲۵ درصدی در حجم تولید محصولات خود ایجاد نماید. از سوی دیگر حجم فروش محصولات فولاد آلیاژی ایران در ۹ ماهه نخست امسال با افزایش ۱۳ درصدی به رقم ۴۴۱ هزار و ۵۷۸ تن رسید. عمده فروش محصولات فولاد شامل عرضه محصول فولاد آلیاژی به میزان ۲۸۶ هزار و ۳۷۶ تن بوده است که نسبت به دوره مشابه سال گذشته به میزان ۴ درصد افزایش یافته است.

در بازار صادراتی نیز حجم عرضه محصولات این شرکت با افزایش ۱۵۰ درصدی همراه بود و به عدد ۷۸ هزار و ۹۹۰ تن رسید.

شرکت فولاد آلیاژی ایران برای سه ماهه پایان سال جاری پیش بینی تولید ۱۹۹ هزار تن محصول را ارائه کرده بود که در یک ماهه دی ماه موفق به تولید ۴۶ هزار و ۸۹۶ تن محصول شد.

برای این دوره پیش بینی فولاد تحقق فروش ۲۵۴ هزار و ۱۰۰ تن محصول بود که در دی ماه ۷۱ هزار و ۹۷۰ تن آن عملیاتی شد. در صورتی که شرکت فولاد آلیاژی ایران موفق به تحقق برنامه سه ماهه خود در پایان سال گردد، حجم فروش کل سال با افزایش ۲۵ درصدی به رقم ۶۹۵ هزار و ۶۷۸ تن خواهد رسید.

عملکرد فولاد در بخش تولید



مجمع عمومی عادی سالیانه شرکت سرمایه گذاری خورشید سپهر برگزار شد

تثبیت جایگاه در جمع برترینها بازتاب بازدهی ۵۳.۸ درصدی

مجمع عمومی عادی سالیانه شرکت سرمایه گذاری خورشید سپهر (سهامی عام) برای سال مالی منتهی به ۳۰ آذر ۱۴۰۴، ۲۹ بهمن ماه ۱۴۰۴ در محل سالن جلسات گروه سرمایه گذاری سپهر صادرات برگزار شد. این نشست مهم با حضور پرشور سهامداران حقیقی و حقوقی و به ریاست حسام سرفرازیان، نایب رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل شرکت، تشکیل گردید.

شفافیت مالی و تأیید حسابرس مستقل

در آغاز این رویداد، نماینده حسابرس مستقل با قرائت گزارش خود، صورت‌های مالی شرکت را از تمامی جنبه‌های بااهمیت، منطبق با استانداردهای حسابداری و بیانگر وضعیت منصفانه مالی و جریان‌های نقدی شرکت اعلام کرد. این گزارش بر شفافیت، انضباط مالی و سلامت عملکرد مجموعه در دوره مورد گزارش صحت گذاشت و نقطه شروعی محکم برای ادامه مباحث مجمع بود.

عبور موفق از طوفان‌های بازار سرمایه

در ادامه، مدیرعامل شرکت به تشریح مهم‌ترین دستاوردها و عملکرد سال مالی ۱۴۰۴ پرداخت. وی با اشاره به فضای پرچالش بازار سرمایه در این دوره گفت: «سال گذشته در حالی که بازار سرمایه تحت تأثیر نوسانات شدید نرخ ارز، تحولات سیاسی و اقتصادی منطقه و همچنین جنگ ۱۲ روزه، با بی‌ثباتی و ریسک‌های سیستمی قابل توجهی مواجه بود. با این حال، تیم مدیریتی خورشید سپهر با اتخاذ راهبردهای هوشمندانه و مدیریت فعال پرتفوی، توانست ضمن حفظ سرمایه سهامداران، عملکردی فراتر از میانگین بازار ثبت کند.»

ارزاقم خیره‌کننده عملکردی

بر اساس گزارش ارائه‌شده، شرکت سرمایه‌گذاری خورشید سپهر موفق به کسب رتبه دوازدهم در میان ۱۱۰ نهاد مالی قابل قیاس شد. نکته برجسته عملکرد شرکت، ثبت بازدهی موزون زمانی ۵۳.۸ درصدی بود که به طور معناداری بالاتر از بازدهی متوسط بازار قرار گرفت. وی مهم‌ترین شاخص‌های مالی شرکت را به شرح زیر اعلام کرد:



میان شرکت‌های سرمایه‌گذاری از نظر سرمایه‌گذاری. **توزیع سود نقدی:** پرداخت پنج‌هزار میلیارد ریال سود نقدی به سهامدار عمده، نشان‌دهنده تعهد شرکت به تقسیم سود و جلب رضایت سهامداران است. **چشم‌انداز آینده:** از دارایی‌های دیجیتال تا مدیریت ریسک

در بخش راهبردی این نشست، مدیرعامل به تبیین اولویت‌ها و چشم‌اندازهای پیش‌روی شرکت برای سال مالی جدید پرداخت. برنامه‌های آتی شرکت با محوریت چهار راهبرد اصلی طراحی شده است:

۱. **توسعه ابزارهای مالی:** گسترش فعالیت در ابزارهای مالی مبتنی بر کالا و ایفای نقش مؤثرتر در بورس‌های کالا و انرژی.

۲. **ارتقای مدیریت ریسک:** به‌کارگیری ابزارهای نوین مالی برای مدیریت حرفه‌ای‌تر ریسک و کاهش اثرپذیری از نوسانات بازار.

۳. **گسترش دامنه خدمات:** پیگیری جدی اخذ مجوز تأسیس نهادهای مالی جدید شامل سبدهای گردان و مشاور سرمایه‌گذاری از سازمان بورس و اوراق بهادار.

۴. **ورود به عرصه دارایی‌های دیجیتال:** برنامه‌ریزی هدفمند برای ورود به حوزه دارایی‌های دیجیتال از مسیر تأسیس کارگزاری رمزپول، که گامی نوآورانه در صنعت سرمایه‌گذاری کشور محسوب می‌شود.

مجموعه این اقدامات در چارچوب برنامه‌های جامع برای تحقق بازدهی پایدار، تنوع‌بخشی به منابع درآمدی و افزایش ارزش آفرینی بلندمدت برای سهامداران تعریف شده است.

تصمیمات مجمع و رضایت سهامداران

در پایان مجمع، با رأی مثبت سهامداران، تقسیم سود نقدی به میزان ۲۰۰ ریال به ازای هر سهم (در مجموع بالغ بر ۱۲ هزار میلیارد ریال) به تصویب رسید. سهامداران حاضر در جلسه ضمن تأیید گزارش جامع هیئت مدیره، با برنامه‌های آتی شرکت در مسیر تداوم رشد پایدار، توسعه فعالیت‌ها و ارتقای سودآوری اعلام موافقت نمودند. در پایان این مجمع، دکتر حامد عین‌افشار معاون امور شرکتهای گروه سرمایه‌گذاری سپهر صادرات بیان نمود عملکرد درخشان مجموعه خورشید بار دیگر نشان داد که تیم مدیریتی شرکت به درستی توانسته پاسخگو اعتماد سهامداران در شرایط پیچیده اقتصادی کشور باشد.

● **سود خالص:** شرکت به سود خالص یک هزار و ۴۷۳ میلیارد تومان دست یافت که نسبت به دوره مالی پیشین، رشدی چشمگیر معادل ۲۸ درصد را نشان می‌دهد.

● **ارزش پرتفوی:** ارزش روز پرتفوی سرمایه‌گذاری شرکت در پایان دوره به ۱۲۰ هزار میلیارد ریال بالغ گردید که این رقم، تقویت جایگاه شرکت در میان فعالان برجسته بازار سرمایه را تأیید می‌کند.

● **رشد سرمایه:** یکی از مهم‌ترین رویدادهای مالی شرکت، افزایش سرمایه به مبلغ ۶۰ هزار میلیارد ریال از محل مطالبات حال شده بود که قدرت عملیاتی و اعتباری شرکت را به میزان چشمگیری افزایش داد.

گستره نفوذ در ارکان بازار سرمایه

سرفرازیان در ادامه به اقدامات راهبردی و متنوع شرکت در سال گذشته اشاره کرد و آنها را حاصل نگاه بلندمدت و اثرگذار مجموعه دانست:

● **توسعه بازار مشتقه:** ورود و گسترش فعالیت در بازار مشتقه بورس کالای ایران به عنوان یکی از ابزارهای نوین پوشش ریسک و کسب بازدهی.

● **زیرساخت سازمانی:** خرید ملک اداری در منطقه آرژانتین تهران با هدف تمرکز عملیات و توسعه زیرساخت‌های فیزیکی و سازمانی.

● **تنوع‌بخشی به سبدهای دارایی‌ها:** گسترش سرمایه‌گذاری در اوراق مبتنی بر گواهی سپرده برای بهره‌مندی از بازدهی‌های کم‌ریسک.

● **حضور مؤثر در هیئت مدیره نهادهای کلیدی:** عضویت و ایفای نقش مؤثر در هیئت مدیره بورس انرژی ایران، سرمایه‌گذاری خوارزمی، رایان هم‌افزا، کارگزاری بانک صادرات و بیمه سرمد. این حضور نشان‌دهنده بهره‌گیری هدفمند از فرصت‌های بازار و تنوع‌بخشی به ابزارهای مالی در راستای تحقق بودجه مصوب است.

● **ثبت رکورد در سرمایه‌های ثبتي:** کسب رتبه سوم در

بازار سهام ایران

در نقطه ارزندگی تاریخی

آن دیده نمی‌شود. علاوه بر این، ثبات و شفافیت سیاست‌های دولت در زمینه نرخ ارز، مالیات و حمایت از شرکت‌ها نقش بسیار مهمی در اطمینان سرمایه‌گذاران دارد.

یکی دیگر از پدیده‌های مهم، کاهش ارزش بازار به واحد پول خارجی است. وقتی نرخ ارز سریع افزایش می‌یابد اما شاخص بورس با تاخیر یا کمتر جبران می‌کند، ارزش دلاری بازار کاهش می‌یابد. این وضعیت معمولاً در دوره‌های تورمی یا آغاز رکود رخ می‌دهد، زمانی که ارزش پول ملی به سرعت کاهش می‌یابد و شرکت‌ها فرصت محدودی برای افزایش سریع سود واقعی دارند. در این شرایط، سرمایه‌گذاران خارجی یا کسانی که شاخص‌ها را بر اساس دلار ارزیابی می‌کنند، متوجه کاهش ارزش واقعی بازار خواهند شد و ممکن است ورود نقدینگی محدود شود. این مسئله اهمیت مدیریت نرخ ارز و سیاست‌های حمایتی برای جلوگیری از کاهش جذابیت بازار به واحد پول خارجی را برجسته می‌کند. نسبت قیمت به سود بازار ایران نیز اکنون در سطح پایین تاریخی قرار دارد، که به‌طور سنتی نشانه ارزندگی بالاست. این وضعیت می‌تواند محرکی برای ورود محتاط نقدینگی باشد، به ویژه زمانی که جذابیت نسبی بازار افزایش می‌یابد. با این حال، کاهش این نسبت ممکن است هشدار نیز باشد، زیرا ریسک‌های آتی نسبت به سودآوری یا سلامت بنیادی شرکت‌ها وجود دارد. بنابراین سرمایه‌گذاران باید علاوه بر نگاه به P/E، عملکرد واقعی شرکت‌ها، وضعیت نقدینگی، ساختار هزینه و تعهدات مالی آن‌ها را نیز مد نظر قرار دهند. به‌طور کلی، بازار در شرایط فعلی فرصت مناسبی برای سرمایه‌گذاری بلندمدت فراهم کرده است، مشروط بر آنکه تحلیل دقیق از وضعیت بنیادی شرکت‌ها و ریسک‌های کلان انجام شود و تصمیمات سرمایه‌گذاری با دید میان‌مدت و بلندمدت اتخاذ گردد.

ارزش دلاری مشروط بورس

کفی که تنها در صورت کاهش ریسک‌های کلان و تثبیت متغیرهای سیاسی می‌تواند دوام بیاورد.

هر چند همانگونه که بیان شد، با گزارشات مناسب، وضعیت P/E شرکت‌ها بهبود یافته و نرخ ارز کنونی، این نسبت می‌تواند بسیار جذاب‌تر نیز گردد اما در شرایط پر ابهام سیاسی و اقتصادی، نگرانی‌هایی از جمله وضعیت فروش مقداری شرکت‌ها، قیمت‌گذاری دستوری جدید، افزایش هزینه‌ها بر شرکت‌ها (به دلیل رفع قسمتی از کسری بودجه) و موارد مهم دیگری، می‌تواند از جمله مسائلی باشد که سرمایه‌گذاران را ترغیب به صبر تا بهبود وضعیت نماید.

لذا در این شرایط سرمایه‌گذاران منتظر قیمت‌های جذاب‌تر در سهام می‌شوند و عملاً این فروشندگان می‌باشند که قدرت غالب بازار را در اختیار خواهند داشت. در چنین شرایطی، نهادهای حمایتی می‌توانند با عملکرد خوب خود و خریدهای به موقع، نقش مفیدی در بازار داشته باشند. هر چند که متأسفانه کمتر شاهد رخ دادن این موضوع می‌باشیم. حمایت‌ها از چند سهم خاص و معمولاً بصورت مقطعی بوده که هر چند در ابتدا سبب کاهش فشار عرضه در بازار می‌شود اما در ادامه عملکردی متفاوت داشته و به مرور شاهد قدرت‌نمایی بیشتر عرضه‌کنندگان می‌باشیم.

به‌طور خلاصه می‌توان بیان داشت که بازار سرمایه در حال حاضر از منظر دلاری و نسبت‌های ارزش‌گذاری در محدوده‌های پایینی قرار دارد، اما تبدیل این وضعیت به یک کف حمایتی و پایدار، بیش از هر چیز به کاهش ریسک‌های غیراقتصادی و بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران وابسته است؛ عنصری که بدون آن، حتی جذاب‌ترین اعداد نیز می‌توانند صرفاً «ارزان اما پرریسک» باقی بمانند.

رسول جاویدی

مدیر سرمایه‌گذاری سب‌دار یوش

در حالی بهمن ماه به پایان رسید که شاخص کل به محدوده ۳ میلیون و ۸۰۰ هزار واحدی رسید. این در حالیست که در اولین روز بهمن ماه شاهد شاخص ۴ میلیون و ۴۰۰ هزار واحدی بودیم. هر چند شاهد گزارشات ۹ ماهه خوبی از سوی شرکت‌ها بودیم اما فضای پر تنش حاکم بر سیاست و اقتصاد، سبب گردیده فروشنده‌ها در بازار قدرت بیشتری داشته باشند.

هر چند ارزش دلاری بازار به محدوده ۸۳ میلیارد دلار رسیده اما در زمان‌هایی شاهد ارزش ۷۰ میلیارد دلاری نیز در بازار بوده‌ایم. در اواخر سال ۱۳۹۸ در حالی شاهد کف دلاری کمتر از ۷۰ میلیارد دلار در بازار بودیم که P/E پیش‌بینی شده برای سال بعد نیز کمتر از ۵ واحد بود و به همانند این روزها، سایه پرتنش جنگ و درگیری نیز احساس می‌شد.

اما با این حال در سال بعد شاهد یک رکورد شکنی در بازار بودیم (هر چند که نیمه دوم آن سال به عکس نیمه اول، دوران تلخی برای بازار بود). در حالی این روزها در بازار به ارزش دلاری بازار نگاهی ویژه می‌شود که ارزش دلاری پایین، لزوماً به تنهایی نشانه کف پایدار برای بازار نیست. در اقتصادهایی با عدم اطمینان بالا، ارزش دلاری بازار بیشتر از آنکه تابع سودآوری شرکت‌ها باشد، تابع ریسک سیستماتیک، انتظارات تورمی مهار نشده و افق مبهم سیاست‌گذاری می‌باشد، این سطح از ارزش دلاری را می‌توان «کف ارزشی مشروط» دانست.

علی پور رمضان

مدیر تحلیل شرکت سب‌گردان ایستایس پویا

بازارهای مالی در تمام دنیا همیشه بیشتر حساسیت را نسبت به اتفاقات سیاسی، اقتصادی و حتی شایعات داشته‌اند و همین امر باعث شده تا نوسانات زیادی را در این بازارها شاهد باشیم. به عنوان مثال سقوط تاریخی معروف به دوشنبه سیاه ۱۹۸۷ بورس آمریکا یک نمونه تاریخی و معروف از نوسانات بالای بازارهای مالی می‌باشد، بحران بانک‌های آمریکا و اروپا در سال ۲۰۰۸ و سقوط ادامه‌دار بازارهای بورس آمریکا، اروپا و ژاپن نیز نمونه دیگری از واکنش بازارهای مالی به اخبار و اتفاقات است.

بازار سرمایه در سال ۱۴۰۴

بازار سرمایه ایران نیز مخصوصاً در سال‌های اخیر نوسانات و افت و خیزهای بسیاری را تجربه کرده است، درگیری‌های نظامی در منطقه، تنش‌های سیاسی، انتخابات مجدد ریاست جمهوری، مذاکرات، جنگ ۱۲ روزه و باعث شد تا در دو سال اخیر شدت نوسانات و افت و خیزهای بورس تهران بسیار شارپ و شدید باشد و حتی اصلاحات زمانی جای خود را به اصلاحات شدید قیمتی دادند. به عنوان مثال شاخص بورس از کمترین مقدار سال ۱۴۰۴ تا بیشترین سقفی که به ثبت رساند حدود ۶۰ درصد رشد داشت اما در این بین با یک ریزش شدید ۲۶ درصدی نیز همراه بود، در نمادها و صنایع نیز شاهد همین موضوع بودیم، نماد فولاد از ابتدای سال تا اواسط سال حدود ۴۵ درصد اصلاح قیمتی شارپ را به ثبت رساند و در نیمه دوم توانست با بیش از ۱۲۰ درصد رشد، سقف قبلی را نیز پس بگیرد. به‌طور کلی دو سال اخیر در بازار سرمایه شاهد نوسانات شدید و عمیق بسیاری بوده‌ایم.

تحولات بورس

علاوه بر مسائل سیاسی و تنش‌های نظامی، اقتصاد ایران در سال ۱۴۰۴ شاهد یک تحول اقتصادی بزرگ نیز بود، حذف ارز ترجیحی یا حرکت به سمت ارز تک‌نرخ، باعث

ارزش دلاری بورس به کمترین مقدار ۶ ساله رسید

شد تا یکی از عواملی که طی سال‌های اخیر باعث کاهش سود شرکت‌های بورسی و قیمت‌گذاری دستوری بود، از میان برداشته شود و همین امر چشم‌انداز مثبتی را برای افزایش سودآوری شرکت‌های بورسی رقم زد.

صنایع فولادی، پالایشی و پتروشیمی از جمله صنایعی هستند که به‌طور مستقیم از این جراحی اقتصادی سود خواهند برد و در کنار حذف حجم مینا در بازار سرمایه و با توجه سهم بیش از ۵۰ درصدی این سه صنعت در بورس تهران، رشد این صنایع باعث رشد ریالی بازار سرمایه در نیمه دوم سال شد.

اما از منظر ارزش دلاری بازار سرمایه، با توجه به رشد دلار، کاهش شدیدی را شاهد بودیم و ارزش دلاری در اواخر سال به کمترین مقدار خود طی ۶ سال اخیر رسید تا همچنان برای یکسال دیگر بازده دلاری بورس نسبت به سایر بازارهای موازی کمتر باشد. با توجه به تدوین این مطلب در اواخر بهمن ماه، به مقایسه بازده تقریبی بازارهای مالی از ابتدای سال تا این لحظه به شرح ذیل است:

چشم‌انداز بازار سرمایه

در تمام دنیا و به عنوان یک اصل پذیرفته شده، اقتصاد

شاخص کل	۴۲ درصد رشد
شاخص هم‌وزن	۲۵ درصد رشد
هر گرم طلای ۱۸ عیار	۱۴۶ درصد رشد
انس جهانی طلا	۶۰ درصد رشد
هر گرم نقره عیار ۹۹۹	۳۱۰ درصد رشد
انس جهانی نقره	۱۵۰ درصد رشد
دلار بازار آزاد	۷۴ درصد رشد
نفت برنت	۵ درصد رشد
میانگین هر متر مربع مسکن تهران (آمار غیر رسمی)	۳۰ درصد رشد
خودرو سواری پژو ۲۰۷ دستی (قیمت بازار)	۱۱۰ درصد رشد

همیشه در سایه سیاست حرکت کرده است و همین امر در سال‌های اخیر در کشور ما نمود بیشتری پیدا کرده است و تنش‌های سیاسی اولین تأثیر خود را بر روی بازارهای پولی و مالی گذاشته است. افزایش نرخ بهره جهت کنترل تورم باعث کاهش صرفه تولید شده و سمت عرضه را تضعیف کرده است.

از طرفی همین تنش‌های سیاسی باعث شده تا سمت تقاضا نیز بدلیل بلا تکلیفی و ریسک‌های موجود، ریسک خرید را تحمل نکرده و شاهد کاهش تقاضا نیز هستیم؛ وضعیتی که به رکود تورمی شهرت دارد.

بنظر می‌رسد مادمای که این ریسک‌ها کاهش نیابد شاهد تداوم این وضعیت باشیم اما به محض برطرف شدن کامل تنش‌ها، دارایی‌هایی که در این مدت رشد کمتر یا افت بیشتری را تجربه کرده‌اند لیدر رشد و افزایش قیمت باشند.

باتوجه به جدولی که در بالا ارائه شد، مسکن و بازار سرمایه دو بازاری هستند که در سال جاری کمترین رشد را تجربه کردند و حتی ارزش دلاری بورس به کمترین مقدار خود طی شش سال اخیر رسیده است و ارزش دلاری مسکن نیز به کمتر از ۹۰۰ دلار در هر متر مربع رسیده که همین پارامتر بیانگر عقب ماندگی شدید این دو بازار از دیگر بازارهای موازی می‌باشد.

از منظر بنیادی با توجه به تغییرات قابل توجه در سودسازی شرکت‌ها به واسطه حذف ارز ترجیحی و تغییر در سازوکارهای معاملاتی مثل حذف مینا و کاهش چشمگیر ارزش دلاری و نسبت P/E بازار سرمایه، بنظر می‌رسد بازار سرمایه برای سال ۱۴۰۵ پتانسیل مناسبی برای سرمایه‌گذاری خواهد داشت. از نگاه تکنیکالی نیز محدوده ۳۵۰۰ هزار واحد الی ۳۸۰۰ هزار واحد، حمایت مناسبی برای شاخص کل محسوب شده و در صورتی که در این نواحی شاهد افزایش ارزش معاملات و ورود پول به بازار باشیم، می‌توان به پایان روند اصلاحی و شروع یک ترند صعودی برای تارگت‌های بالای ۴۵۰۰ هزار واحد امیدوار بود. از لحاظ زمانی نیز اواخر اسفند و اوایل اردیبهشت ماه سال ۱۴۰۵ زون‌های زمانی مناسبی برای ریبورس یا برگشت قیمت خواهد بود.

کاهش ضریب تبدیل ارز؛ زنگ خطر برای سهامداران

فرزاد محمدی

کارشناس بازار سرمایه

بازار سهام ایران در حالی به مسیر خود ادامه می‌دهد که ارزش دلاری آن به حدود ۸۳.۵ میلیارد دلار رسیده است؛ سطحی که با مقطع پس از جنگ ۱۲ روزه برابری می‌کند. این عدد در نگاه اول شاید صرفاً یک شاخص آماری به نظر برسد، اما در واقع بازتابی از نسبت میان انتظارات سرمایه‌گذاران، ریسک سیستماتیک و قدرت سودسازی شرکت‌هاست. پرسش کلیدی آنست که آیا این سطح، آرامی توان «کف تاریخی» تلقی کرد یا همچنان متغیرهای کلان اجازه شکل‌گیری یک کف پایدار را نمی‌دهند؟

ارزش دلاری ۸۳ میلیارد دلار؛ کف یا تعادل موقت؟

ارزش دلاری بازار سهام زمانی معنا پیدا می‌کند که آن را در بستر متغیرهای کلان تحلیل کنیم. در شرایطی که نرخ ارز طی دو سال گذشته رشد قابل توجهی داشته اما ارزش دلاری بازار افزایش نیافته و عملاً بازار از منظر بین‌المللی کوچک‌تر شده است. این وضعیت معمولاً در دوره‌هایی رخ می‌دهد که ریسک‌های سیاسی و نااطمینانی سیاست‌گذاری، نرخ تنزیل مورد انتظار سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد.

کف تاریخی زمانی شکل می‌گیرد که سه مؤلفه به‌طور هم‌زمان برقرار باشد:

- ثبات نسبی در سیاست‌گذاری ارزی و پولی
- کاهش نااطمینانی‌های سیستماتیک
- تثبیت سودآوری شرکت‌ها در سطوح پایدار

در غیاب این پیش‌شرط‌ها، سطح ۸۳ میلیارد دلار را بیشتر می‌توان «تعادل در شرایط فشار» دانست تا یک کف قطعی. چون تجربه بازار سرمایه ایران نشان داده است که کف‌های پایدار معمولاً پس از شوک‌های شدید و با بهبود انتظارات شکل گرفته‌اند، نه صرفاً بر مبنای ارزندگی عددی.

سناریوی تقویت فصلی P/E و رسیدن P/E/EFW به ۴.۸ اگر فرض کنیم در هر فصل نسبت P/ETTM به دلیل ثبات فروش مقداری و رشد نرخ دلار توافقی حدود ۱۰ درصد بهبود یابد، در افق پیش‌رو می‌توان به P/EFW در محدوده ۴.۸ رسید. از منظر تئوریک، این سناریو زمانی محقق می‌شود که سوداسمی شرکت‌ها با شتابی بیشتر از رشد قیمت سهام افزایش یابد.

ادامه در صفحه ۴

کاهش ضریب تبدیل ارز؛ زنگ خطر برای سهامداران

ادامه از صفحه ۳

اما واقع‌بینانه بودن این سناریو وابسته به چند پیش شرط کلیدی است

- تثبیت نرخ خوراک و انرژی برای صنایع بزرگ
- نبود سرکوب قیمتی در صنایع ریالی
- پایداری دسترسی به بازارهای صادراتی
- ثبات نسبی در نرخ بهره بین بانکی
- تداوم رشد نرخ دلار توافقی بدون مداخله‌های ناگهانی

در صورتی که رشد سودآوری صرفاً ناشی از افزایش نرخ ارز باشد و با بهبود حجم فروش یا بهره‌موری همراه نشود، بازار معمولاً ضریب بالاتری به سودها اختصاص نمی‌دهد. بنابراین تحقق P/EFW در سطح ۴.۸ بیشتر به «کیفیت رشد سود» وابسته است تا صرفاً افزایش عددی EPS

کاهش ضریب تبدیل ارز به ارزش سهام؛

در حالی که نرخ دلار توافقی حدود ۹۵ درصد افزایش پیدا کرده است، بازار سهام از منظر دلاری رشد نکرده است. به بیان دیگر، ضریب تبدیل رشد ارز به ارزش بازار کاهش یافته است. در ادبیات مالی، این وضعیت را می‌توان نوعی «انقباض ضریب ارزش گذاری» یا MULTIPLE COMPRESSION دانست. در این پدیده، با وجود رشد سود اسمی یا متغیرهای اسمی اقتصاد، سرمایه‌گذاران حاضر به پرداخت نسبت‌های بالاتر نیستند و حتی گاه نسبت‌های ارزش گذاری کاهش می‌یابد.

این اتفاق معمولاً در فازهای زیر رخ می‌دهد:

- دوره‌های افزایش ریسک سیاسی
- فازهای پیش‌رودی اقتصاد
- زمان‌هایی که نرخ بهره حقیقی رو به افزایش است
- مقاطع بی‌اعتمادی به سیاست‌گذاری اقتصادی

در چنین شرایطی، بازار به جای تمرکز بر رشد اسمی سود، به «پایداری جریان نقدی» و «ریسک بقای سود» وزن بیشتری می‌دهد. به همین دلیل رشد ارز الزاماً به رشد دلاری بازار منجر نمی‌شود.

P/E بازار در سطح ۷.۳؛ جذاب یا هشدار؟

رسیدن P/E بازار به ۷.۳ در نگاه عددی و به‌ویژه در مقایسه با میانگین‌های تاریخی می‌تواند جذاب به نظر برسد اما تفسیر این عدد وابسته به نرخ تنزیل اقتصاد است. اگر نرخ بهره حقیقی بالا باشد و بازده بدون ریسک در سطوح قابل توجهی قرار گیرد، حتی P/E در محدوده ۷ نیز الزاماً ارزنده تلقی نمی‌شود. در مقابل، اگر چشم‌انداز کاهش نرخ بهره و تثبیت انتظارات تورمی شکل گیرد، همین نسبت می‌تواند نشانه‌ای از ارزندگی باشد. بنابراین رسیدن به P/E بازار به ۷.۳ نه لزوماً سیگنال خرید مطلق است و نه هشدار قطعی؛ بلکه بازتابی از وضعیت «احتیاط فعال» سرمایه‌گذاران است. بازار در این سطح، سناریوی رشد پرشتاب را پیش‌خور نکرده و همچنان تخفیفی بابت ریسک‌های سیستماتیک لحاظ می‌کند.

جمع‌بندی

بازار سهام ایران در نقطه‌ای ایستاده است که از منظر ارزندگی عددی، نشانه‌هایی از جذابیت دیده می‌شود؛ اما از منظر انتظارات، همچنان در فاز احتیاط قرار دارد. ارزش دلاری ۸۳ میلیارد دلاری را نمی‌توان به‌صورت قطعی کف تاریخی دانست، مگر آنکه ثبات سیاستی و بهبود انتظارات شکل گیرد. سناریوی تقویت فصلی P/E و رسیدن P/EFW به ۴.۸ در صورت پایداری رشد سودآوری و ثبات سیاستی قابل تحقق است، اما تحقق آن نیازمند پیش شرط‌های مشخص در حوزه نرخ بهره، سیاست‌آزری و ریسک‌های سیستماتیک است. کاهش ضریب تبدیل رشد ارز به ارزش بازار نیز نشانه‌ای از انقباض ضریب ارزش‌گذاری و افزایش نرخ تنزیل ذهنی سرمایه‌گذاران است؛ پدیده‌ای که معمولاً در فازهای ناطمینانی اقتصاد کلان مشاهده می‌شود. در نهایت، آینده بازار بیش از آنکه به رشد اسمی دلار وابسته باشد، به کیفیت سیاست‌گذاری و بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران گره خورده است. اگر این اعتماد ترمیم شود، اعداد فعلی می‌توانند مبنای یک بازتعریف صعودی قرار گیرند؛ در غیر این صورت، بازار در همین محدوده‌های ارزشی نوسان خواهد کرد.

سرمایه‌گذاری زیرسایه ریسک جنگ

حسن خسروی

مدیر تحلیل کارگزاری صبا تامين

حفظ ارزش پول (همچون صندوق طلا، گواهی سپرده سکه و ...) از خود نشان نمی‌دهند. این موضوع نشان می‌دهد که علیرغم بازدهی مورد انتظار مناسب و همچنین تجربه جنگ ۱۲ روزه در خصوص بازگشایی سریع معاملات صندوق‌های درآمد ثابت، سرمایه‌گذاران ریسک نقدشونده بودن آن را به نسبت بالایی دانند.

ریسک‌های دیگری که می‌توان آن را در قالب بخشی از ریسک جنگ دسته‌بندی کرد، ریسک‌های ناشی از تبعات و تأثیرات جنگ بر اقتصاد است. تجربه جنگ ۱۲ روزه نشان می‌دهد حتی با نادیده گرفتن بحث نقدشوندگی و با دید میان مدت و بلندمدت، تأثیرات جنگ بر اقتصاد کشور و به تبع آن عملکرد شرکت‌ها بسیار منفی است. عدم دسترسی به برخی از حامل‌های انرژی در زمان جنگ، افزایش دوره وصول مطالبات (و یا حتی نکسول)، قطعی و یا کندی اینترنت، اختلال در نظام بانکی، احتمال هدف قرار گرفتن برخی از کارخانه‌ها و تأسیسات و ... تنها بخشی از اتفاقاتی است که در جنگ ۱۲ روزه روی داد و تأثیرات مخرب آن بر صورت‌های مالی شرکت‌ها

به وضوح نمایان شد. احتمال بالاتر بودن شدت جنگ و طول دوره جنگ احتمالی پیش‌رو می‌تواند این تبعات را چندین برابر نماید. با این وجود چنین ریسک‌هایی حتی سرمایه‌گذاران با دید میان مدت و حتی بلندمدت نیز برای سرمایه‌گذاری در این بازار جانب احتیاط را رعایت می‌نمایند. در این میان برخی از سرمایه‌گذاران هم که احتمال وقوع جنگ را پایین می‌دانند، نیز به دلیل تأثیرات روانی تهدید جنگ (و نه بروز جنگ واقعی) اقدام به سرمایه‌گذاری را به تأخیر می‌اندازند. یقیناً این فضای روانی تهدید به جنگ تنها در صورت اعلام رسمی طرف مقابل برای انصراف از مخاصمه‌ها بین خواهد رفت که اعلام چنین موضعی و ضمانت اجرایی از سوی رئیس‌جمهور ایالات متحده بسیار بی‌معنی است. لذا حتی در صورت عدم بروز جنگ وجود سایه جنگ نیز می‌تواند امنیت سرمایه‌گذاری با تهدید مواجه کند.

آنچه مسلم است لازم‌الوجه سرمایه‌گذاری و فعالیت اقتصادی وجود قابلیت پیش‌بینی بازار (حتی الامکان در کوتاه مدت و میان مدت) است و لذا به عقیده نگارنده به هیچ‌عنوان نمی‌توان به سرمایه‌گذاران برای عدم سرمایه‌گذاری و یا فروش آن در چنین شرایطی، خرده گرفت.

در ادبیات مالی و سرمایه‌گذاری جهانی ریسک و بازده عموماً با یکدیگر همراه می‌باشد به این معنا که سرمایه‌گذاران برای کسب بازدهی (بالاتر از تورم) می‌بایست برخی از ریسک‌ها را نیز بپذیرند. در بازار سرمایه ایران نیز هر چند این پارادایم در عمل تفاوت‌هایی در بازارهای جهانی دارد اما تا حد زیادی این مفهوم در آن مصداق دارد. لذا سرمایه‌گذاران بالقوه برای انجام سرمایه‌گذاری علاوه بر بازدهی مورد انتظار، ریسک آن را نیز در نظر می‌گیرند.

گزاره‌ای که در جلسات رسمی کمیته‌های سرمایه‌گذاری، گروه‌ها و گعده‌های بورسی و حتی از مکالمات روزمره بازاربان در ماه‌ها و به‌ویژه هفته‌های اخیر زیاد دیده و شنیده می‌شود، «ریسک جنگ» است. این ریسک به احتمال بروز جنگ مستقیم بین ایران و آمریکا و یا حتی جنگ مجدد با اسرائیل مربوط است. به رغم اتفاقات بسیار مثبتی همچون تک‌نرخ شدن ارز (که بسیاری از سرمایه‌گذاران سال‌ها منتظر آن بودند)، رشد قیمت ارز، جاماندگی بازار نسبت به بازارهای رقیب، کاهش سیاست سرکوب قیمتی از سوی دولت و ... در حال حاضر مفهومی به اسم ریسک جنگ بر تمامی متغیرها و عوامل بالقوه و بالفعل سرمایه‌گذاری در بازار سایه افکنده و معاملات ماه‌ها و ویژه هفته‌های اخیر را به شدت تحت تأثیر قرار داده است. کاهش شدید ارزش معاملات و همچنین نزول قابل توجه شاخص از تأثیرات همه‌گیر شدن احساس چنین ریسکی در میان سرمایه‌گذاران است آنچه که در حال حاضر به عنوان ریسک جنگ از آن یاد می‌شود در واقع مجموع ریسک‌هایی است که در صورت وقوع جنگ می‌تواند برای بازار سرمایه اتفاق افتد. شدیدترین و آنی‌ترین ریسک بروز جنگ به احتمال تعطیلی بازار و عدم امکان فروش دارایی‌ها برمی‌گردد. این ریسک زمانی خود را نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران اقبال چندانی برای خرید دارایی‌هایی همچون دارایی‌های بدون ریسک (همچون صندوق و اوراق درآمد ثابت) و حتی سرمایه‌گذاری‌های با ماهیت

با اعتبار سامان جلوتر معامله کن!

از باشگاه مشتریان

تا ۲۰۰ میلیون تومان اعتبار بگیر



ثبت نام
و دریافت اعتبار

کارگزاری
بانک سامان



۰۲۱-۴۳۰۲۴۰۰۰ | ۰۲۱-۹۱۰۰۱۳۴۷ | www.samanbourse.ir

samanbankbrokerage | samanbourse | samantahlil

فشرده‌گی ضرایب در بازار سهام؛ وقتی رشد سود اسمی هم خریدار ندارد

محمدحسین نیاتی

مدیر سرمایه‌گذاری و تحلیل مشاور سرمایه‌گذاری فاین تک

نرخ ارز سامانه با اعمال سیاست تک‌نرخ شدن ارز به نرخ‌های بازار آزاد نزدیک شد، انتظارات از رشد سودآوری شرکت‌ها نیز در بین فعالان بازار تقویت شده است. این مسئله تا حدی در کاهش نسبت قیمت به عایدی TTM و FORWARD بازار نمود پیدا کرده است و در مقایسه با سال‌های گذشته و متوسط بازار، در محدوده جذابی قرار گرفته است. با این حال، چشم‌انداز رشد بازار و افزایش این نسبت در بازار با دو چالش مهم روبروست. نخست اینکه شرکت‌ها در سال آینده در سه حوزه انرژی، مالیات و نرخ بهره تحت فشار مضاعف قرار خواهند داشت. علی‌رغم اظهارات مقامات دولتی در خصوص بودجه و ناترازی‌ها، بحث تامین برق، گاز و آب صنایع با چالش جدی مواجه است و ریسک کاهش میزان تولید و فروش شرکت‌ها به دلیل عدم تامین انرژی نسبت به سال‌های گذشته بالا ریزی می‌گردد. همچنین بنا بر شنیده‌ها از مجلس احتمال لغو برخی معافیت‌های مالیاتی در سال آینده مطرح بوده و این موضوع نیز می‌تواند بر سطح سودآوری بنگاه‌های اقتصادی تاثیر متناهی داشته باشد. و در نهایت افزایش نرخ بهره، تامین مالی را برای شرکت‌ها دشوارتر و گران‌تر نموده و در نتیجه با احتمال بالا شرکت‌ها برای تامین سرمایه در گردش نیازمند پرداخت هزینه بیشتر خواهند بود و احتمال دارد در سیاست تقسیم سود خود برای سال آینده نیز تجدید نظر بنمایند. در مجموع این سه محور می‌تواند بر سطح سودآوری شرکت‌ها تاثیر منفی گذاشته و فاصله نسبت قیمت به عایدی را از انتظارات فعالان بازار بیشتر کند. چالش دوم وقوع پدیده فشرده‌گی ضرایب یا MULTIPLE COMPRESSION در بازار است که بر اساس آن علی‌رغم افزایش اسمی در سود، به دلیل وجود ریسک‌های سیستماتیک و چرخه‌های رکودی، بازار ترجیح می‌دهد بخشی از رشد اسمی سود را با کاهش نسبت قیمت به عایدی خنثی کند و دیگر حاضر به پرداخت قیمت‌های بالاتر به ازای هر ریال سود شرکت نخواهد بود. نمونه این رفتار بازار در تجربه سال‌های ۹۱-۹۲ و همچنین پس از شوک‌های سیاسی سال ۱۴۰۱ ملموس بوده است. رفع این فشرده‌گی تنها با کاهش قابل ملاحظه ریسک سیستماتیک و افزایش تمایل سرمایه‌گذاران به تخصیص مجدد منابع خود به بازارهای پرریسکی مانند سهام امکان پذیر خواهد بود.

آیا سطح فعلی P/E بازار جذاب است؟

کاوه شهریاری

رئیس واحد تحلیل و سرمایه‌گذاری کارگزاری پارسیان

نوسان سود و وابستگی به متغیرهای کلان (از منظر اقتصادی و ژئوپولیتیک) را در قیمت لحاظ کرده است. بنابراین پایین بودن P/E لزوماً به معنای ارزندگی مطلق نیست؛ بلکه بازتاب نرخ تنزیل بالاتر و تردید نسبت به پایداری سود است. نکته مهم دیگر، افت قابل توجه P/E FORWARD به ۴٫۳۵ در بهمن ۱۴۰۴ است. این عدد در صورت تحقق سودهای برآوردی، می‌تواند نشانه ظرفیت رشد باشد. اما این سناریو وابسته به ثبات سیاست‌های ارزی، کنترل هزینه مالی، کاهش ریسک سیاسی و حفظ حاشیه سود شرکت‌هاست.

ماه	میانگین P/E ttm	میانگین P/E Forward
بهمن ۱۴۰۳	۹٫۵۳	۵٫۵۶
اسفند ۱۴۰۳	۹٫۶۸	۵٫۶۳
فروردین ۱۴۰۴	۹٫۵۷	۵٫۷۷
اردیبهشت ۱۴۰۴	۱۰٫۱۹	۶٫۳۸
خرداد ۱۴۰۴	۸٫۰۶	۶٫۳
تیر ۱۴۰۴	۸٫۰۲	۵٫۵
مرداد ۱۴۰۴	۶٫۸۶	۵٫۲۶
شهریور ۱۴۰۴	۶٫۹۵	۵٫۴۵
مهر ۱۴۰۴	۷٫۶۳	۵٫۲۹
آبان ۱۴۰۴	۷٫۷۸	۴٫۹۴
آذر ۱۴۰۴	۸٫۲۹	۵٫۳۷
دی ۱۴۰۴	۱۰٫۲۳	۵٫۸۳
بهمن ۱۴۰۴	۸٫۸۷	۴٫۳۵

رشد ۵۵ درصدی درآمد «وبصادر» در ۹ ماهه؛ سودآوری صعودی در شرکت‌های زیرمجموعه

به ارزش ۱۰۲ میلیارد ریال، سپرده‌گذاری در بانک‌ها به ارزش ۱۱۷ میلیارد ریال و سود سهام دریافتی به مبلغ ۳۰۶ میلیون ریال بوده است.

شرکت کارگزاری بانک صادرات ایران در ۹ ماهه نخست سال جاری توانست درآمد عملیاتی خود را ۵۰ درصد نسبت به دوره مشابه سال گذشته بهبود بخشیده و مبلغ ۲۰۶۹ میلیارد ریال را محقق نماید. این درآمد حاصل ۱۷۱۲ میلیارد ریال کارمزد و حق الزحمه و ۳۵۷ میلیارد ریال سود سرمایه‌گذاری‌ها بوده است. این کارمزدها شامل ۶۱۳ میلیارد ریال کارمزد معاملات در بورس اوراق بهادار، ۲۲۴ میلیارد ریال کارمزد معاملات در فرابورس، ۹۷ میلیارد ریال کارمزد معاملات بورس کالا، ۲۴ میلیارد ریال کارمزد معاملات بورس انرژی و آتی، ۵۹۳ میلیون ریال حق المشاوره، ۳۶ میلیارد ریال سکوی تامین مالی جمعی و ۸۱۲ میلیارد ریال حق مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بوده است.

همچنین از محل سرمایه‌گذاری در سهام سود ۱۸ میلیارد ریالی، از محل سایر اوراق بهادار درآمد ۵ میلیارد ریالی، از محل سپرده‌های سرمایه‌گذاری بانکی درآمد ۱۸ میلیارد ریالی، از محل فروش اوراق بهادار درآمد ۲۹۵ میلیارد ریالی و از محل ابطال واحدهای صندوق درآمد ۱۰۱ میلیارد ریالی شناسایی شد. از محل اعتبار به مشتریان نیز شرکت درآمد ۱۹۴۵ میلیارد ریال و از محل سایر درآمدهای غیرعملیاتی ۱۱ میلیارد ریال را کسب کرد. لازم به ذکر است درآمد حاصل از اعتبارات مربوط به اعتبار به اشخاص وابسته و سایر مشتریان تا سقف ۳۲ بوده است که از مبلغ ۴۳۶ میلیارد ریال در ۹ ماهه نخست سال ۱۴۰۳ به این مبلغ رسیده است. همچنین درآمد غیرعملیاتی شرکت به ارزش ۱۱ میلیارد ریال شامل ۹ میلیارد ریال درآمد اجاره، ۲ میلیارد ریال سود فروش دارایی ثابت، ۵۶۸ میلیون ریال سهم مشارکت صندوق تضمین تصفیه وجوه و ۱۷۱ میلیارد ریال سایر بوده است. این کارگزاری با کسب درآمدهای مذکور توانست سود خالص پایان ۹ ماهه خود را با افزایش ۷۲ درصدی به رقم ۳۸۶ میلیارد ریال برساند و برای هر سه مبلغ ۱۲۹ ریال را به ارمغان آورد.



ریال سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری بانکی، ۲۱ میلیارد ریال سود فروش سرمایه‌گذاری‌ها و ۲۳ میلیون ریال سود سهام بوده است. این شرکت در پایان ۹ ماهه نخست امسال سود خالص ۱۴۵۴ میلیارد ریالی با افزایش ۹ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته کسب کرد که برای هر سهم مبلغ ۱۳۵۷ ریال شناسایی شد. شرکت مدیریت سپهر انرژی صادرات در ۹ ماهه نخست سال جاری مبلغ ۶۵۸۲ میلیارد ریال با افزایش ۵۸ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته کسب کرد. این درآمد حاصل فروش برق و آمادگی به شرکت‌های مدیریت شبکه ایران اشخاص وابسته و شرکت‌های توزیع نیرو برق استانی بوده است که در ۹ ماهه نخست سال جاری به دلیل افزایش نرخ‌های مصوب وزارت نیرو رشد یافته است. در نتیجه عملکرد ۹ ماهه این شرکت سود ناخالص ۹۶۵ میلیارد ریالی با افزایش ۲۹۶ درصدی محقق شد که با استفاده از سایر درآمدهای غیرعملیاتی به ارزش ۷۱۵ میلیارد ریال به سود خالص ۱۴۶۶ میلیارد ریالی با افزایش ۱۷۶ درصدی رسید. لازم به ذکر است درآمد غیرعملیاتی مذکور مربوط به سرمایه‌گذاری‌های شرکت همچون سرمایه‌گذاری در اسناد خزانه اسلامی به ارزش ۲۵۰ میلیارد ریال، سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها

بانک صادرات ایران (وبصادر) در ۹ ماهه نخست سال جاری با ثبت درآمد ۱۱۸۳ هزار میلیارد ریالی، رشد ۵۵ درصدی را نسبت به مدت مشابه سال قبل تجربه کرد. همزمان، بهبود عملکرد عملیاتی و افزایش سودآوری در شرکت‌های

زیرمجموعه از جمله واسپاری سپهر، مدیریت سپهر انرژی و کارگزاری بانک صادرات به ثبت رسید.

بانک صادرات ایران در ۹ ماهه نخست امسال موفق به کسب درآمد ۱۱۸۳ هزار میلیارد ریالی شد که با افزایش ۵۵ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته همراه بوده است. این بانک توانست درآمد تسهیلات اعطایی خود را با افزایش ۴۰ درصدی به رقم ۹۷۸۲۵۷ میلیارد ریال برساند. همچنین درآمد سپرده‌گذاری در بانک‌ها و موسسات اعتباری غیربانکی با افزایش ۲۰۵۶ درصدی به ارزش ۶۸۱۱۷ میلیارد ریال رسید و درآمد سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی نیز که با افزایش ۱۴۱ درصدی همراه بود مبلغ ۷۰۳۷۵ میلیارد ریال را نصیب وبصادر کرد. این بانک از محل سود سرمایه‌گذاری در سهام و سایر اوراق بهادار درآمد ۶۰۷۳۲ میلیارد ریالی با افزایش ۹۲ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته به دست آورد. همچنین در این دوره جایزه سپرده قانونی نیز به ارزش ۵۲۷۹ میلیارد ریال با رشد ۳۶ درصدی ارتقا یافت.

نتیجه کسب درآمد عملیاتی مذکور، سود ناخالص ۲۸۱ هزار و ۲۸۱ میلیارد ریالی با افزایش ۲۵ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته بود. در کنار فعالیت‌های عملیاتی و بصادر از محل کارمزد نیز مبلغ ۹۷۴۱۳ میلیارد ریال با رشد ۲۶ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته به دست آورد و سود عملیاتی را به رقم ۱۳۲۴۸ میلیارد ریال رساند. این بانک در پایان ۹ ماهه مذکور سود خالص ۷۵۸۱ میلیارد ریالی با رشد ۲۸ درصدی نسبت به دوره مشابه کسب کرد و برای هر سهم مبلغ ۱۰ ریال را شناسایی نمود.



بانک صادرات ایران

بررسی ابعاد عملیاتی و رفتاری صندوق‌های اهرمی؛ از مکانیزم حساب تا سیستم هشدار سریع

احسان محمدیان

مدیر سرمایه‌گذاری شرکت سرمایه‌گذاری مالی ملل

صندوق‌های اهرمی به دلیل ساختار دوگانه خود (بازارگردانی واحدهای ممتاز و عادی) همواره در کانون توجه فعالان بازار سرمایه قرار دارند. یکی از مفاهیم کلیدی در این صندوق‌ها، «تکمیل شدن سقف واحدها» است که می‌تواند زمینه‌ساز شکل‌گیری حساب قیمتی در نهاد معاملاتی شود. در این یادداشت تلاش می‌شود ابعاد مختلف این پدیده، دلایل تفاوت در میزان استقبال از صندوق‌ها و راهکارهای نظارتی پیشگیرانه بررسی شود.

تکمیل سقف واحدها و مکانیزم شکل‌گیری حساب

تکمیل شدن سقف واحدها در صندوق‌های اهرمی به وضعیتی گفته می‌شود که حداکثر تعداد واحدهای مجوز داده شده توسط نهاد ناظر (سازمان بورس) به سرمایه‌گذاران فروخته شده و صندوق دیگر امکان صدور واحد جدید ندارد. این پدیده مستقیماً به عدم تعادل بین عرضه و تقاضا در نهاد صندوق دامن می‌زند.

در شرایط رونق بازار و اقبال سرمایه‌گذاران، با اتمام ظرفیت، بازارگردان امکان پاسخگویی به تقاضای جدید از طریق صدور واحد را ندارد. این محدودیت باعث می‌شود فشار تقاضا به سمت خرید مستقیم واحدهای موجود در بازار ثانویه هدایت شود و شکاف بین قیمت نهاد و خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) افزایش یابد. برعکس، در شرایط رکود و افت بازار، محدودیت در ابطال واحدها (در صورت تکمیل ظرفیت معکوس) می‌تواند منجر به شکل‌گیری حساب منفی و فاصله قیمت نهاد از NAV شود. به بیان ساده، بازارگردان در پاسخ به عدم تعادل‌های شدید عرضه و تقاضا با محدودیت عملیاتی مواجه می‌شود و همین موضوع بستر را برای شکل‌گیری حساب فراهم می‌کند.

محدودیت‌های بازارگردان و ابزارهای جایگزین کنترل حساب

هنگامی که سقف یک صندوق اهرمی تکمیل می‌شود، بازارگردان با محدودیت جدی در پوشش تقاضا مواجه می‌گردد. راهکار اصلی در این شرایط، اخذ مجوز افزایش سقف از سازمان بورس است که فرآیندی زمان‌بر بوده و در این فاصله، تشدید شرایطی و متناسب با سطح بحران، نقش نهادهای حمایتگر مانند صندوق تثبیت بازار سرمایه و صندوق توسعه بازار سرمایه که معمولاً واحدهای بلوکی این صندوق‌ها را در اختیار دارند، پررنگ‌تر می‌شود. این نهادها می‌توانند از طریق عرضه واحدهای بلوکی در بازار، به تعدیل حساب کمک کنند. البته تجربه نشان داده است که بازارگردان در این بازه زمانی ابزار جایگزین مؤثر دیگری برای کنترل سریع حساب در اختیار ندارد و مداخله نهادهای حمایتگر یا تسریع فرآیند افزایش سقف، کلیدی‌ترین راهکارها هستند.

علت تفاوت در میزان تکمیل ظرفیت صندوق‌ها (موج و نارنج)

داده‌های بازار نشان می‌دهد صندوق‌هایی مانند «موج» بیشترین ظرفیت تکمیل شده را دارند و در مقابل صندوق‌هایی مثل «نارنج» در رتبه‌های پایین‌تری قرار می‌گیرند. این تفاوت صرفاً ناشی از استقبال بیشتر سرمایه‌گذاران نیست، بلکه ریشه در عوامل متعددی دارد. بررسی روند تاریخی صندوق موج نشان می‌دهد که استراتژی مدیریتی این صندوق کاملاً پویا و فعالانه بوده است. مدیران این صندوق با تغییر چینش سبد دارایی‌ها متناسب با شرایط بازار و همچنین اقدام سریع‌تر برای اخذ مجوز افزایش سقف در زمان‌های شکل‌گیری حساب، توانسته‌اند هم پاسخگویی تقاضا باشند و هم اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کنند. این مدیریت فعالانه در کنار عملکرد مناسب، به اقبال بیشتر و تکمیل سریع‌تر

ظرفیت منجر شده است. بنابراین، تفاوت در میزان تکمیل ظرفیت را باید حاصل تعامل سه عامل «عملکرد»، «استراتژی مدیریت» و «سرعت عمل در پاسخگویی به تقاضا» دانست.

میزان تکمیل ظرفیت؛ شاخص هشدار یا فرصت سرمایه‌گذاری؟

میزان تکمیل ظرفیت یک صندوق اهرمی را می‌توان به عنوان یک «شاخص هشدار» رفتاری در نظر گرفت. معمولاً افزایش تقاضا و نزدیک شدن به تکمیل ظرفیت در شرایط رونق بازار و اقبال عمومی به صندوق‌های اهرمی شکل می‌گیرد. در این فضا، سرمایه‌گذاران با انگیزه نوسان‌گیری و بهره‌مندی از مومنتوم صعودی پرشتاب و کوتاه‌مدت وارد نماد می‌شوند. نوسان بالاترین صندوق‌ها نسبت به سهام و کارمزد کمتر، آنها را به ابزاری جذاب برای طیف سفته‌باز بازار تبدیل می‌کند. با این حال، تفسیر این شاخص به شرایط کلان بازار بستگی دارد. نزدیک بودن به سقف ظرفیت به تنهایی نه نشانه فرصت است و نه تهدید، بلکه باید در بستر ریسک‌های سیاسی، کلیت تقاضا در بازار سرمایه و وضعیت حساب (مثبت یا منفی) نماد تحلیل شود. صندوقی با ظرفیت نزدیک به تکمیل در شرایط رونق، پتانسیل تشدید حساب را دارد و در شرایط رکود، ممکن است با حساب منفی مواجه باشد.

سناریوهای پیش‌روی صندوق‌های با ظرفیت تکمیل شده (مطالعه موردی موج)

برای صندوق‌هایی مانند «موج» که بیشترین ظرفیت تکمیل شده را دارند، دو سناریوی کلی قابل تصور است:

● **سناریوی اول (تداوم وضعیت فعلی):** با توجه به سطح بالای ریسک‌های سیستماتیک (مانند تنش‌های سیاسی) و کپرمق بودن کلیت بازار سرمایه، احتمال استقبال چشمگیر جدید و تکمیل ظرفیت مجدد (پس از افزایش سقف) پایین به نظر می‌رسد. در این

آشیان؛ مدرسه مالی نسل آینده

سید میثم ابوبی

مدیرعامل کارگزاری بانک مسکن

شرکت کارگزاری بانک مسکن
Maskan Bank Brokerage co.

ما در کارگزاری بانک مسکن، فراتر از طراحی یک «ابزار»، در حال معماری یک «اکوسیستم جامع تربیت مالی»

هستیم. پاسخ مثبت و قاطع بله است؛ ما با تکیه بر شعار راهبردی خود یعنی «پناه سرمایه شما»، پلتفرم پیشرو و منحصربه‌فرد «مسکن جونیور» را در دل زیرساخت مدرن نئوبروکر مسکن (آشیان) توسعه داده‌ایم. این برنامه راهبردی که حاصل ماه‌ها تحقیق و توسعه در بدنه کارشناسی ماست، بر چهار ستون بنیادین استوار است که سادگی و ایمنی را برای نوجوانان تضمین می‌کند:

عبور از «معامله‌گری» به سمت «شناخت هوشمندانه»: ما معتقدیم دعوت مستقیم نوجوان به پیچیدگی‌های بازار سرمایه بدون آمادگی ذهنی، ریسک‌آفرین است. لذا در «مسکن جونیور»، مسیر را از «آشنایی درست» آغاز کرده‌ایم؛ مسیری که از مفاهیم ملموس و جذابی چون «پس‌انداز هدفمند» و «قلک‌های دیجیتال» شروع شده و مرحله‌به‌مرحله نوجوان را با منطق حرکت پول آشنا می‌کند. هدف ما این است که نسل آینده بیاموزد دارایی با «نظم» رشد می‌کند و نباید با «هیجان» تخریب شود.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری؛ دژ مستحکم ایمنی: برای تأمین امنیت دارایی نوجوانان، ما ابزار «صندوق‌های سرمایه‌گذاری» را به عنوان نقطه ورود برگزیده است. این انتخاب آگاهانه به این دلیل است که صندوق‌ها مفاهیم حیاتی چون «مدیریت حرفه‌ای»، «تنوع‌بخشی به دارایی» و «نگاه میان‌مدت و بلندمدت» را در کمال ایمنی به نوجوان منتقل کرده و ذهن او را از تصورات غلط «یک‌شبه ثروتمند شدن» دور می‌سازند

نظارت خانواده؛ رکن رکن امنیت روانی: در مدل «مسکن جونیور»، خانواده صرفاً یک ناظر نیست، بلکه «رکن اصلی و راهبر» است. زیرساخت نئوبروکر ما به‌گونه‌ای طراحی شده که تمامی وضعیت‌ها و گردش‌های مالی برای والدین لولی به صورت کاملاً شفاف و لحظه‌ای قابل پایش باشد. این سازوکار تضمین می‌کند که هیچ تصمیمی بی‌پشتوانه و احساسی اتخاذ نشود و تجربه سرمایه‌گذاری در محیطی کاملاً تحت کنترل و امن صورت پذیرد.

آموزش هوشمند مبتنی بر AI: ما نوآوری را با مسئولیت‌پذیری پیوند زده‌ایم. در کنار این پلتفرم، یک واحد آموزشی پیشرفته مبتنی بر هوش مصنوعی (AI) در حال توسعه است. این زیرساخت اجازه می‌دهد تا محتواهای آموزشی متناسب با سن، سطح دانش و اهداف هر نوجوان به صورت شخصی‌سازی شده و مرحله‌بندی شده ارائه شود تا کاربر بتواند مسیر یادگیری را از شروع تازریابی و دریافت گواهی‌نامه طی

طراحی پلتفرم‌های آموزشی و شبیه‌سازی‌های معاملاتی برای تجربه عملی

ما معتقدیم که جذب آینده‌محصول «آگاهی» است و نه هیجان از این رو، کارگزاری بانک مسکن در حال توسعه یک اکوسیستم آموزشی بی‌نظیر برای تجربه عملی نوجوانان است:

آموزش مبتنی بر هوش مصنوعی: یک بخش آموزشی پیشرفته مبتنی بر هوش مصنوعی (AI) به عنوان مکمل در پلتفرم آشیان در حال توسعه است. این زیرساخت، آموزش‌ها را متناسب با سن، سطح دانش و اهداف هر نوجوان شخصی‌سازی کرده و مسیری مرحله‌بندی شده از یادگیری تازریابی و صدور گواهی‌نامه را فراهم می‌آورد **تجربه ملموس به جای شعار:** نقش مادر این طرح، جاری کردن آموزش در خود تجربه است. نوجوان با مشاهده گردش‌ها، برنامه‌ریزی برای اهداف (مانند خرید یک وسیله خاص) و درک مفهوم زمان، به صورت عملی با الفبای اقتصاد آشنا می‌شود. شبیه‌سازی مسئولانه: نوجوان در این بستر یاد می‌گیرد که چگونه بازدهی همواره خطی و ثابت نیست و با مفاهیمی چون ریسک و پاداش در یک محیط کنترل شده روبرو می‌شود

ریسک‌های ورود نوجوانان و راهکارهای کنترلی کارگزاری مسکن ورود زودهنگام به فضای سرمایه‌گذاری بدون راهبر، ریسک‌هایی چون «فتارهای هیجانی»، «انتظار غیرواقعی از سود» و «تصمیمات عجولانه» را به همراه دارد. ما برای کنترل این ریسک‌ها استراتژی‌های دقیقی را تدوین کرده‌ایم:

گذار از معامله‌گری به آشنایی درست: استراتژی اصلی ما، شروع از «آشنایی درست» به جای «دعوت به معامله‌گری» است. ما نوجوان را مستقیماً وارد بازار پرنوسان نمی‌کنیم، بلکه ابتدا او را با مفاهیم بنیادی آشنا می‌سازیم آموزش چهار اصل طلایی: تمامی ابزارهای ما به‌گونه‌ای طراحی شده‌اند که نوجوان قبل از هر اقدامی، چهار اصل حیاتی هدف، زمان، ریسک و انضباط را به خوبی درک کند زبان مسئولانه و شفاف: ما هیچ وعده‌ی غیرواقعی به نوجوان نمی‌دهیم؛ بلکه زبان ما در این پلتفرم، تبیین دقیق واقعیت‌های بازار و توضیح شفاف ریسک‌ها است کنترل هیجان: با هدایت نوجوان به سمت صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ذهن او را از تصور «یک‌شبه نتیجه گرفتن» دور کرده و به سمت «نگاه میان‌مدت و بلندمدت» سوق می‌دهیم تا انضباط مالی در او نهادینه شود.

نئوبروکر آشیان و مسکن جونیور؛ یک سرمایه‌گذاری روی اعتماد و یک حرکت فرهنگی برای ساختن فردایی است که در آن، نسل جدید پول را ابزاری برای انتخاب آگاهانه بداند. نوجوانی که امروز در پناه ما چهار اصل هدف، زمان، ریسک و انضباط را می‌آموزد، همان مشتری بالغ و تحلیل‌گری خواهد بود که فردای بازار سرمایه ایران را با بلوغ و عقلانیت خواهد ساخت ما متعهدیم که حتی برای کوچک‌ترین اعضای خانواده بزرگ ایران، همواره پناه سرمایه باقی بمانیم.

کند. نئوبروکر آشیان و مسکن جونیور؛ یک سرمایه‌گذاری روی اعتماد و یک حرکت فرهنگی برای ساختن فردایی است که در آن، نسل جدید پول را ابزاری برای انتخاب آگاهانه بداند. نوجوانی که امروز در پناه ما چهار اصل هدف، زمان، ریسک و انضباط را می‌آموزد، همان مشتری بالغ و تحلیل‌گری خواهد بود که فردای بازار سرمایه ایران را با بلوغ و عقلانیت خواهد ساخت ما متعهدیم که حتی برای کوچک‌ترین اعضای خانواده بزرگ ایران، همواره پناه سرمایه باقی بمانیم.

برنامه‌های طراحی ابزارهای سرمایه‌گذاری ساده و ایمن برای نوجوانان

ما با درک این ضرورت که آموزش مالی باید از سنین پایه آغاز شود، پلتفرم مسکن جونیور را در دل زیرساخت پیشرفته نئوبروکر مسکن (آشیان) طراحی و توسعه داده‌ایم. این طرح صرفاً یک قابلیت ساده نیست، بلکه یک مسیر خانواده‌محور برای آشنایی نسل نوجوان با دنیای پیچیده مالی است.

سادگی در تجربه: نقطه آغازین این مسیر، مفاهیمی کاملاً ملموس و جذاب مانند «پس‌انداز هدفمند» و قلک‌های دیجیتال است تا نوجوان به جای درگیری با اعداد انتزاعی، نتیجه تصمیم‌های خود را در طول زمان مشاهده کند.

ایمنی ساختاری: ما ابزار صندوق‌های سرمایه‌گذاری را به عنوان ابزار پایه برای نوجوانان برگزیده‌ایم؛ زیرا این صندوق‌ها با بهره‌گیری از مدیریت حرفه‌ای و تنوع‌بخشی به دارایی‌ها، ایمن‌ترین راه برای آموزش مفهوم رشد دارایی بدون مواجهه با تلاطم‌های مستقیم و پریسک بازار هستند.

زیرساخت نئوبروکر آشیان: وب اپلیکیشن نئوبروکر آشیان، در این طرح نقش «زیرساخت تجربه» را بر عهده دارد که با ارائه یک پیشخوان متمرکز و شفاف، مدیریت عملیات مالی را برای نوجوان و خانواده‌اش تسهیل می‌کند.

محدودیت‌ها، چارچوب‌های قانونی و نحوه مدیریت آن‌ها فعالیت مالی افراد زیر ۱۸ سال در بازار سرمایه مستلزم رعایت دقیق قوانین ولایت و حضانت است. ما در کارگزاری بانک مسکن، این الزامات قانونی را نه به عنوان محدودیت، بلکه به عنوان «رکن امنیت» بازتعریف کرده‌ایم.

رکن نظارتی ولی قانونی: در اکوسیستم «مسکن جونیور»، نقش والد یا ولی به عنوان رکن اصلی و راهبر تعریف شده است هیچ تراکنش یا تصمیمی در این بستر بدون تأیید و اشراف قانونی ولی انجام نمی‌شود تا از تصمیمات بی‌پشتوانه و احساسی جلوگیری گردد.

شفافیت و نظارت‌پذیری: زیرساخت‌های ما به‌گونه‌ای طراحی شده است که تمامی گردش‌های مالی و وضعیت‌های پورتفو برای ولی قانونی به صورت کاملاً روشن، قابل فهم و لحظه‌ای قابل پایش باشد.

مدیریت مسئولانه: ما با طراحی سازوکارهای انضباطی در سامانه، اطمینان حاصل می‌کنیم که فعالیت نوجوان همواره در چارچوب‌های تعریف شده قانونی و با نظارت مؤثر خانواده پیش برود.

اهمیت در حساب؛ معمای صندوق های اهرمی

منابع را مهیار کرده و پایداری صندوق های اهرمی را در دوره های افزایش نرخ بهره حفظ کند.

۵. عدم فعال سازی اختیار معامله (آپشن) روی برخی صندوق های اهرمی

فعال سازی آپشن مزایای زیر را دارد:

- امکان آربیتراژ (خرید واحد + فروش CALL یا خرید PUT) برای کاهش حساب.
- امکان هج کردن موقعیت بدون فروش واحد (کاهش فشار فروش مستقیم).

۶. کاهش ضریب اعتباری (تسهیلات کارگزاری ها) به عنوان عامل تشدید کننده

سازمان بورس اخیراً ضریب اعتبار صندوق های اهرمی را از ۷۰ درصد به حدود ۳۷.۵ درصد کاهش داده است. این سیاست جذابیت اهرمی خرید را برای معامله گران اعتباری کم کرده و منجر به خروج سرمایه و تشدید حساب منفی شده است.

در این میان به رغم وجود ریسک سیستماتیک و فروش هیجانی (در نظر نگرفتن شرایط بنیادی سهام) می توان ضریب اعتبار را موقتاً افزایش داد یا به سطوح قبلی (حدود ۷۰ درصد) بازگرداند تا فشار فروش کاهش یابد.

❄️ و در نهایت:

حساب منفی فعلی بیش از آنکه نشانه ضعف ذاتی صندوق های اهرمی باشد، نتیجه نبود ساز و کارهای اصلاحی است. حل این چالش ها نیازمند اقدام فوری سازمان بورس در حوزه هایی مانند الزام بازارگردانی و ابطال واحدهای ممتاز، ضریب اعتبار، فعال سازی آپشن، کنترل ریسک انحلال است. بدون ساز و کارهای اصلاحی، این ابزار جذاب در شرایط نزولی بازار، به جای کمک به نقدشوندگی، خود به منبع فشار فروش تبدیل می شود.

تعهدات بازارگردانی چنین ساز و کاری نه تنها نقدشوندگی واحدهای ممتاز را به ویژه در شرایط بحرانی بازار (صف فروش یا خروج هیجانی سرمایه گذاران) به طور قابل توجهی افزایش می دهد، بلکه با کاهش دامنه نوسانات غیر منطقی قیمت معاملات، به همگرایی سریع تر قیمت بازار به NAV و در نتیجه کاهش یا حذف حساب منفی پایدار کمک شایانی می کند.

۳. ریسک انحلال صندوق در صورت کاهش شدید ارزش واحدهای ممتاز

مقررات فعلی ریسک انحلال را در صورت رسیدن ارزش واحدهای ممتاز به سطح پایین (۱۰ درصد واحدهای عادی) افزایش می دهد. نهاد ناظر باید با الزام به کاهش اهرم در شرایط بحرانی، این ریسک را کنترل کند.

۴. عدم هم راستایی نرخ سود واحدهای عادی با نرخ بهره بازار

در شرایط فعلی (بهمن/اسفند ۱۴۰۴)، سقف بازدهی موثر سالانه واحدهای عادی صندوق های اهرمی حدود ۳۷ درصد است؛ در حالی که نرخ صندوق های ETF با درآمد ثابت به حدود ۴۰ درصد رسیده است. این اختلاف منفی باعث موارد زیر می شود:

- خروج سرمایه گذاران کم ریسک از واحدهای عادی به سمت ابزارهای بدون ریسک یا سود بالاتر.
 - فشار فروش اجباری سهام توسط مدیر صندوق برای تأمین ابطال ها.
- پیشنهاد اصلاحی برای نهاد ناظر:
- تعدیل پویای سقف بازدهی واحدهای عادی بر اساس نرخ ابزارهای با درآمد ثابت مشابه. این پیشنهاد می تواند خروج

حساب خود را کاهش دهد، احتمالاً با خروج سرمایه گذاران به سمت سایر صندوق های اهرمی (که همچنان با حساب منفی بالاتر معامله می شوند) مواجه شده و سهم بازار خود را از دست می دهد. نهاد ناظر می تواند با طراحی و اعمال سازوکارهای انگیزشی هدفمند، مدیران را به سمت کاهش حساب منفی و انجام ابطال واحدهای ممتاز (در زمان مناسب از منظر بازار) سوق دهد. یکی از مؤثرترین راهکارها، اتصال بخشی از کارمزد مدیریتی به میزان حساب منفی است؛ به این ترتیب که مثلاً در سطوح حساب منفی بالاتر از یک آستانه مشخص (مثلاً منفی ۵-۷ درصد به صورت پایدار)، درصدی از کارمزد مدیریتی کسر یا مشروط شود. چنین رویکردی می تواند تعادل بین منافع مدیر صندوق و حفاظت از حقوق سرمایه گذاران واحدهای ممتاز را بهبود بخشد و از تداوم حساب های منفی غیر منطقی و طولانی مدت جلوگیری کند.

۲. نبود بازارگردانی مؤثر

در ساختار فعلی صندوق های سرمایه گذاری اهرمی در بازار سرمایه ایران، اکثر فاقد رکن بازارگردان رسمی هستند. این امر باعث شده است که نقدشوندگی واحدهای ممتاز به طور کامل به تعادل عرضه و تقاضای طبیعی در تابلو وابسته باشد؛ وضعیتی که در شرایط صف فروش سنگین یا نوسانات شدید بازار، می تواند به تشدید حساب منفی و افت شدید قیمت معاملات منجر شود.

- حضور یک بازارگردان مؤثر و متعهد (بسا ویژگی های زیر) می تواند نقش تعیین کننده ای در بهبود این وضعیت ایفا کند:
- موجودی نقدینگی کافی برای تأمین سفارش های خرید در زمان فشار فروش
- تعهد الزامی به ارائه دوطرفه (BID-ASK) در دامنه های مشخص و با حجم مناسب
- جریمه های مشخص و بازدارنده در صورت عدم ایفای

❄️ میثم نجف پور

مدیر صندوق اهرمی پیشران

در شرایط فعلی بازار که ریسک سیستماتیک ناشی از تنش های ژئوپلیتیکی، ریسک گریزی بالا و فشار فروش شدید حاکم است و تقاضای سفته بازی تقریباً حذف شده، حساب منفی صندوق های اهرمی به طور چشمگیری افزایش یافته (تا ۱۸-۲۰ درصد در برخی صندوق ها) و به یکی از چالش های کلیدی بازار تبدیل شده است. بر اساس آمار تجمیعی، حدود ۳۳ همت از منابع این صندوق ها در واحدهای عادی و ۳۸ همت در واحدهای ممتاز قرار دارد؛ مجموع منابع حدود ۷۱ همت با میانگین ضریب اهرمی واقعی ۰.۸۷ (نسبت عادی به ممتاز) است.

❄️ ریشه های اصلی تشدید حساب منفی و پیشنهاد های اصلاحی:

۱. عدم الزام مدیران به ابطال واحدهای ممتاز

در حال حاضر، به دلیل مسدود بودن امکان صدور مجدد واحدهای ممتاز در صندوق های اهرمی (طبق مقررات جاری)، مدیران صندوق ها انگیزه ای قوی برای حفظ حجم دارایی تحت مدیریت (AUM) دارند؛ زیرا کاهش اندازه صندوق مستقیماً به کاهش درآمد کارمزد مدیریتی منجر می شود. این موضوع باعث شده است که حتی در شرایطی که حساب منفی واحدهای ممتاز به سطوح شدید رسیده و اگر هم بازار سهام از نقدشوندگی و شرایط مناسبی برای فروش اوراق بهادار برخوردار باشد، مدیران از اقدام به ابطال واحدهای ممتاز خودداری کنند. این رفتار عمدتاً ناشی از یک معضل رقابتی (PRISONER'S DILEMMA) است: اگر تنها یک صندوق به صورت یک جانبه اقدام به ابطال کند و

دیما بانکداری با هوش مصنوعی



دیما بانک ملت bank mellat

بزرگترین تولیدکننده شمش فولادی و میلگرد در جنوب شرق کشور

Sirjan Jahan Steel Company



سیرجان، کیلومتر ۵ جاده شیراز
جنب شرکت معدنی و صنعتی گل گهر
03431257600 | 03441423625
sjscoir | www.sjsco.ir



ساختار بازار صندوق های اهرمی؛ نقدی بر تمرکز بالا و پیامدهای آن برای سرمایه گذاران

پدرام رضایی

کارشناس بازار سرمایه

بحرانی و شوک های غیرمنتظره رخ می دهد؛ مانند افت شدید بازار، مشکلات عملیاتی یا تغییر سیاست های اقتصادی که باعث ترس سرمایه گذاران شود.

وقتی یک صندوق بزرگ بیش از ۳۰ درصد بازار را کنترل می کند، در عمل نقش «قیمت گذار» پیدا می کند و صندوق های دیگر ناچار به پذیرش قیمت های آن هستند. این شرایط می تواند باعث نوسانات شدید و کاهش تنوع در بازار شود، زیرا تصمیمات صندوق بزرگ به شکل مستقیم بر جریان نقدینگی و ارزش سهام اثر می گذارد. برای سرمایه گذاران خرد، این به معنای تأثیر مستقیم تصمیمات صندوق بزرگ بر بازدهی آن هاست؛ در زمان رشد، صندوق بزرگ ممکن است قیمت ها را بالا ببرد و سود بیشتری کسب کند، و در زمان نزول یا خروج، قیمت ها با افت شدید مواجه شوند. بنابراین، ریسک سرمایه گذاری در صندوق های کوچک افزایش می یابد و آن ها بیشتر تحت تأثیر نوسانات ناشی از صندوق مسلط قرار می گیرند.

به طور کلی، تمرکز دارایی ها در چند صندوق بزرگ باعث افزایش ریسک سیستماتیک و کاهش فرصت های رشد صندوق های کوچک می شود. برای حفظ سلامت بازار و ایجاد شرایط منصفانه، لازم است توجه ویژه ای به توزیع نقدینگی و حمایت از صندوق های کوچک صورت گیرد. همچنین، افزایش شفافیت در عملکرد صندوق ها و ایجاد قوانین حمایتی می تواند به کاهش ریسک و افزایش اعتماد سرمایه گذاران کمک کند. در نهایت، توسعه متوازن صندوق های اهرمی به بازار امکان می دهد تا کشف قیمت واقعی و رقابت سالم را حفظ کند و از نوسانات شدید ناشی از تمرکز شدید جلوگیری شود.

نقدینگی در دایره بازیگران بزرگ

چرا پول جدید وارد صندوق های کوچک اهرمی نمی شوند؟

بهناز اکبر پور

مدیر سرمایه گذاری سبدگردان سورین

تمرکز بالای دارایی هادر یک صندوق اهرمی که بیش از ۳۰ درصد ارزش کل این صنعت را در اختیار دارد، از منظر کارایی بازار و ریسک سیستمی واجد اهمیت جدی است. در ادبیات مالی، تمرکز به خودی خود پدیده ای منفی تلقی نمی شود و در بسیاری از بازار های توسعه یافته نیز بازیگران بزرگ نقش پررنگی دارند، اما مسئله اصلی در عبور از یک آستانه مشخص، تغییر ماهیت اثر گذاری آن بازیگر بر کل بازار است. زمانی که سهم یک صندوق از سطح معینی فراتر می رود، تصمیم های مدیریتی آن صندوق می تواند آثار فراتر از عملکرد داخلی خود داشته باشد و به طور مستقیم یا غیرمستقیم بر نقدشوندگی، نوسان و حتی انتظارات فعالان بازار اثر بگذارد. در چنین شرایطی، ریسک های داخلی صندوق، به ویژه در ابزار های اهرمی که ذاتاً حساس به نوسان هستند، می تواند به ریسک سیستماتیک برای کل صنعت تبدیل شود. از منظر قیمت گذاری، هر چند ارزش خالص دارایی ها بر مبنای ترکیب پرتفوی هر صندوق محاسبه می شود، اما سهم بالای یک صندوق در معاملات بازار ثانویه می تواند بر روند قیمتی واحدهای سایر صندوق ها اثر بگذارد. این اثر گذاری لزوماً به معنای رفتار غیررقابتی و عامدانه نیست، اما ممکن است باعث حرکت قیمت ها بیش از آنکه بر ارزیابی مستقل سرمایه گذاران از ارزش ذاتی استوار باشد، تابع جریان معاملات صندوق بزرگتر شود. تداوم چنین وضعیتی، به ویژه در دوره های نوسان و تنش بازار، می تواند از میزان کارایی اطلاعاتی بازار بکاهد. نکته قابل توجه دیگر، الگوی جریان نقدینگی در صنعت صندوق های اهرمی است. شواهد نشان می دهد بخش عمده ای از پول در میان چند صندوق بزرگ در حال جابه جایی است و صندوق های کوچکتر سهم اندکی از ورود نقدینگی جدید دارند. این پدیده را می توان ناشی از ترجیح سرمایه گذاران به نقدشوندگی بالا، سابقه عملکرد و احساس امنیت نسبت به صندوق های بزرگ دانست. در فضایی که اعتماد عمومی به راحتی

آسیب پذیر است، سرمایه گذاران تمایل دارند منابع خود را در ابزار هایی نگه دارند که خروج از آن ها در شرایط نامطلوب بازار ساده تر به نظر می رسد. نتیجه این رفتار آن است که نقدینگی عمدتاً در داخل صنعت صندوق های اهرمی جابه جا می شود و پایه سرمایه گذاران این صنعت به طور واقعی گسترش پیدا نمی کند؛ به طوری که رشد مشاهده شده در اندازه صنعت، بیش از آنکه حاصل ورود سرمایه های جدید باشد، ناشی از انتقال منابع میان صندوق های موجود است. در خصوص مسیرهای رشد صندوق های اهرمی کوچکتر، معمولاً دو سناریو مورد توجه قرار می گیرد. در صورت مستقل نقدینگی جدید به این صندوق ها و یا انتقال منابع از صندوق های بزرگتر به آن ها، با این حال، تجربه بازار سرمایه ایران نشان می دهد که خروج معنادار سرمایه از صندوق های بزرگ به سادگی رخ نمی دهد و سرمایه گذاران معمولاً تمایل دارند منابع خود را در ابزار های بزرگ و شناخته شده حفظ کنند. در مقابل، امکان جذب نقدینگی جدید برای صندوق های کوچکتر، در صورت بهبود عملکرد، واقع بینانه تر به نظر می رسد. چنانچه مدیران این صندوق ها بتوانند از طریق مدیریت فعال پرتفوی، بازدهی بالاتری نسبت به صندوق های بزرگتر ایجاد کنند و همزمان با تقویت ساز و کار بازارگردانی، سطح نقدشوندگی واحدهای صندوق را افزایش دهند، زمینه برای ورود سرمایه های جدید فراهم خواهد شد. در چنین شرایطی، رشد صندوق های کوچک نه از محل تضعیف صندوق های بزرگ، بلکه از مسیر جلب اعتماد تدریجی سرمایه گذاران و ارائه عملکرد متمایز محقق می شود. در نهایت، در بازاری که یک صندوق سهمی بیش از ۳۰ درصد دارد، می توان گفت آن صندوق نقش تعیین کننده تری در شکل گیری روندهای قیمتی ایفا می کند و سایر صندوق ها ناگزیر به تبعیت از شرایط ایجاد شده هستند. این وضعیت پیامدهای مهمی برای سرمایه گذاران خرد دارد. در دوره های رونق، هم چندی بازار می تواند به ایجاد بازدهی قابل قبول منجر شود، اما در دوره های رکود یا اصلاح، ریسک های ناشی از تمرکز تشدید می شود و امکان مدیریت فعال ریسک برای سرمایه گذاران کوچک کاهش می یابد. این رو، توجه به ساختار تمرکز، کیفیت نظارت و تنوع واقعی ابزارها، برای پایداری صنعت صندوق های اهرمی و حفظ منافع سرمایه گذاران خرد، ضرورتی انکارناپذیر است.

غول های قیمت ساز؛

الیگوپولی در ساختار صندوق های اهرمی

منابع بیشتر تبدیل می شود. در چنین فضای، صندوق های کوچک حتی در صورت عملکرد قابل قبول، برای جذب پول جدید با اصطکاک ساختاری مواجه اند.

در مورد سناریوهای رشد صندوق های کوچکتر، تجربه بازار نشان می دهد که اتکای صرف به «ورود پول مستقل» سناریوی دشوارتری است، زیرا نیازمند تغییر ترجیحات سرمایه گذاران، شکل گیری اعتماد تدریجی و ارائه عملکرد متمایز در یک دوره نسبتاً طولانی است. در مقابل، «خروج از صندوق های بزرگ» معمولاً در پی یک رویداد مشخص و ناگهانی رخ می دهد و می تواند جابجایی منابع را تسریع کند. چنین رویدادهایی می تواند شامل افت معنادار عملکرد نسبت به شاخص، افزایش ناگهانی هزینه اهرم در اثر رشد نرخ بهره، شوک نقدینگی، یا محدودیت های نظارتی باشد که توان عملیاتی صندوق مسلط را کاهش دهد. در بازار های اهرمی، حتی یک افت کوتاه مدت در ارزش خالص دارایی ها اگر با فشار ابطال واحدها همزمان شود، می تواند به چرخه فروش اجباری منجر شود و سرمایه گذاران را به باز تخصیص منابع وادار کند. بنابراین از منظر احتمال وقوع، سناریوی دوم واقع بینانه تر به نظر می رسد.

در نهایت، وقتی یک صندوق بیش از ۳۰ درصد سهم بازار را در اختیار دارد، از منظر عملی می توان گفت نقش آن از یک «قیمت پذیر» صرف فراتر می رود و به یک «قیمت گذار حاشیه ای» تبدیل می شود. به این معنا که تغییرات تقاضای او می تواند قیمت تعادلی کوتاه مدت را جابه جا کند و سایر بازیگران ناچار به تطبیق با این قیمت ها شوند. این وضعیت لزوماً به معنای سوء استفاده یا رفتار ضد رقابتی نیست، اما نشان می دهد که ساختار بازار به سمت الگوی الیگوپولی متمایل شده است. پیامد چنین ساختاری برای سرمایه گذاران خرد افزایش نوسانات، بالا رفتن ریسک نقدشوندگی در دوره های استرس و احتمال فاصله گرفتن قیمت ها از ارزش های بنیادی است. در دوره های صعودی ممکن است این تمرکز به تقویت بازدهی منجر شود، اما در دوره های اصلاح، همین تمرکز می تواند شدت افت را افزایش دهد و نسبت بازده به ریسک سرمایه گذاران خرد را تحت فشار قرار دهد.

محمد رضا زارعی

مدیر صندوق گروه خدمات بازار سرمایه پاسارگاد

اگر یک صندوق اهرمی بیش از ۳۰ درصد کل ارزش دارایی های این صنعت را در اختیار داشته باشد، عملاً با یک ساختار متمرکز مواجه هستیم که از منظر نظریه های مالی نمی توان آن را یک بازار کاملاً رقابتی تلقی کرد. در چنین شرایطی، وزن جریان های نقدی ورودی و خروجی آن صندوق به قدری بالاست که می تواند بر مکانیزم کشف قیمت اثر بگذارد. بر اساس ادبیات MARKET MICROSTRUCTURE، زمانی که یک بازیگر سهم بزرگی از تقاضای مؤثر را در اختیار دارد، شوک های ناشی از باز تنظیم پرتفوی یا تغییر در سطح اهرم او می تواند به تغییرات قیمتی فراتر از عوامل بنیادی منجر شود. این موضوع به ویژه در صندوق های اهرمی اهمیت بیشتری پیدا می کند، زیرا اهرم مالی موجب تقویت چرخه های صعود و نزول شده و در صورت بروز شوک نقدینگی، فرآیند DELEVERAGING می تواند به فشار فروش سیستماتیک تبدیل شود. بنابراین تمرکز بالای دارایی نه تنها کارایی اطلاعاتی بازار را تضعیف می کند، بلکه یک گره سیستمی ایجاد می کند که در شرایط استرس مالی می تواند اثر سرائیتی داشته باشد.

اینکه جریان پول عمدتاً میان چند صندوق بزرگ در گردش است و صندوق های کوچک سهم معناداری از ورودی های جدید نمی گیرند، بیشتر ریشه در رفتار سرمایه گذاران و ساختار انگیزشی بازار دارد تا صرفاً کیفیت عملکرد. در ادبیات مالی رفتاری، پدیده PERFORMANCE CHASING به خوبی توضیح می دهد که سرمایه گذاران تمایل دارند منابع خود را به سمت صندوق هایی هدایت کنند که سابقه بازدهی بالاتری دارند. این پدیده در کنار آن، صرفه های ناشی از مقیاس باعث می شود صندوق های بزرگتر از نظر هزینه معاملاتی، دسترسی به اعتبار و عمق اجرایی مزیت رقابتی داشته باشند. این مزیتها به مرور موجب تقویت بیشتر تمرکز می شود و یک چرخه خود تقویت کننده ایجاد می کند که در آن اندازه بزرگتر، خود به عامل جذب

— بیمه زندگی زرین —

باشکوه از جنس طلا



همگرایی یا واگرایی؟ بررسی ارتباط بازده سهام و دارایی صندوق‌های طلا

شاخص کل بازار سهام و بازده سکه بهار آزادی رابطه منفی و معنادار برقرار است.

❖ تاثیر بورس تهران بر صندوق‌های طلا

شوکی مثبت و منفی بر تغییرات حجم دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های طلا تأثیر یکسانی ندارند و شوک‌های مثبت تأثیر بیشتری دارند. این یافته با مفهوم اثرات نامتقارن در بازارهای مالی همخوانی دارد. بازدهی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران به طور معناداری بر ناپایداری و رفتار تغییرات دارایی تحت مدیریت تأثیر دارد، به طوری که افزایش در بازدهی بازار سرمایه منجر به افزایش حجم دارایی‌های صندوق‌های طلا می‌شود. نوسانات گذشته نیز بر نوسانات حال تأثیر گذار است که حاکی از وجود ارتباط مثبت و معنادار میان آنهاست.

❖ تصمیمات بهینه در صندوق‌های طلا

بر این اساس مدیران و تحلیلگران مالی باید در استراتژی‌های مالی و مدیریت ریسک خود بر اهمیت بازده‌های بازار و نوسانات تأکید بیشتری داشته باشند. توجه به این عوامل می‌تواند نقش کلیدی در بهبود عملکرد مالی صندوق‌های طلا ایفا کند. مدیران صندوق‌ها، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی می‌توانند با شناخت بهتر از رفتار سرمایه‌گذاران و تغییرات بازده بازار، تصمیمات بهینه‌تری در زمینه تخصیص دارایی‌های خود اتخاذ نمایند. از این رو، توجه به نوسانات گذشته و اتخاذ استراتژی‌های مدیریتی مبتنی بر داده‌های دقیق و تحلیل‌های عمیق در دوران‌های نوسانی توصیه می‌شود.



❖ تاثیر آنی طلا در مقابل نفت

نقش و اهمیت متغیرهای کلان اقتصاد مانند قیمت نفت، نرخ تورم، سود بانکی و دارایی‌های رقیب مانند طلا در پیش‌بینی شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد که افزایش ۲۰ درصدی در قیمت جهانی نفت و طلا افزایش حدود ۳۱۵/۸ درصدی شاخص قیمت سهام را به همراه خواهد داشت. همچنین تأثیر آنی تغییرات قیمت جهانی طلا نسبت به تغییرات آنی قیمت جهانی نفت، تأثیر بیشتری بر شاخص قیمت سهام دارد. همچنین در خصوص آثار تغییرات گذشته و جاری در سیاست پولی، بازار ارز و بازار سکه طلا بر عملکرد کلی بازار سهام تهران نتایج نشان داد که در شرایط مختلف، رابطه بین بازده نرخ ارز و بازده شاخص کل بازار سهام می‌تواند مثبت و معنادار باشد، در حالی که بین بازده

قیمت‌های طلا معمولاً به صورت معکوس با کاهش‌های بازار سهام حرکت می‌کنند. متغیرهای کلان اقتصادی از جمله نرخ بهره و عرضه پول، بر هر دو نوع صندوق‌های طلا و سهام تأثیر می‌گذارند، هرچند به شیوه‌های متفاوت.

❖ دلایل انتقال سرمایه‌گذاران از سهام به طلا

سرمایه‌گذاری به دلیل چندین عامل به طلا منتقل می‌شود. طلا به عنوان یک ابزار محافظت در برابر ریسک و تورم در نظر گرفته می‌شود و حفظ ثروت و امنیت مالی آینده را به طور مؤثری فراهم می‌آورد. طلا در زمان‌های عدم قطعیت به عنوان یک پناهگاه امن عمل می‌کند و دارای نقدینگی و قابلیت فروش بالایی است. سرمایه‌گذاران به ویژگی‌های تنوع بخشی طلا و نقش آن در مدیریت ریسک پر تفرقی توجه دارند.

❖ تأثیر نوسانات بازده بازار بر رفتار سرمایه‌گذاران

نوسانات بازده بازار به طور قابل توجهی بر رفتار سرمایه‌گذاران و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. سرمایه‌گذاران فعال معمولاً در زمان‌هایی که بازار نزولی است به سمت صندوق‌های با ریسک کمتر تمایل پیدا می‌کنند و در مقابل، در زمان‌هایی که بازار صعودی است، به سمت صندوق‌های پرریسک‌تر روی می‌آورند، هرچند که این اثر در زمان بحران‌های مالی کمتر مشهود است. در شرایط عادی بازار، افزایش‌های پیش‌بینی شده نوسانات بازده به بازده‌های پایین‌تر بازار سهام در دوره‌های بعدی منجر می‌شود، زیرا سرمایه‌گذاران به اتخاذ مواضع فروش روی می‌آورند، در حالی که کاهش نوسانات منجر به بازده‌های بالاتر و ایجاد مواضع خرید می‌شود.

برای مدیریت ریسک‌های مرتبط با نوسانات بازده بازار، استراتژی‌های مؤثر شامل حفظ یک دیدگاه بلندمدت، تنوع در سبد‌های سرمایه‌گذاری و اتخاذ رویکردهای فعال مدیریت ریسک است. همچنین برقراری ارتباط شفاف با حرفه‌ای‌های مالی برای اتخاذ تصمیمات منطقی سرمایه‌گذاری در زمان‌های عدم قطعیت از اهمیت بالایی برخوردار است.

❖ عوامل مؤثر بر قیمت طلا در ایران

در بررسی عوامل مؤثر بر قیمت طلا در ایران، مهمترین عوامل شامل قیمت جهانی طلا، انتظارات تورمی، نوسانات نرخ ارز، نوسانات شاخص سهام و تحریم‌های بین‌المللی هستند. با توجه به اهمیت بازار ارز و بازار سهام، اثر نوسانات نرخ ارز و شاخص سهام بر قیمت سکه طلا در ایران مورد بررسی قرار گرفته است.

نتایج نشان می‌دهد که از بین عوامل مؤثر بر نوسانات قیمت سکه، نرخ ارز (نرخ برابری دلار و ریال) هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت، مؤثرترین عامل است. قیمت جهانی طلا نیز هم در بلندمدت و هم در کوتاه‌مدت اثر مثبت و معناداری بر قیمت سکه دارد. نکته قابل توجه اینک ضرایب بلندمدت بزرگ‌تر از ضرایب کوتاه‌مدت است که نشان می‌دهد در بلندمدت، قیمت سکه به نوسانات نرخ ارز و تغییرات قیمت جهانی طلا واکنش بیشتری نشان می‌دهد.

محمد حسن نژاد

علی شعبانی قاضی کلابه

در دنیای امروز، بازارهای مالی به‌عنوان یکی از مهمترین و تأثیرگذارترین بخش‌های اقتصاد هر کشور، همواره تحت تأثیر عوامل مختلف اقتصادی، سیاسی و اجتماعی قرار دارند. نوسانات در این بازارها، به‌ویژه بازار سهام، نقش حیاتی در شکل‌دهی تصمیمات سرمایه‌گذاران و مدیران دارایی ایفا می‌کند.

در سال‌های اخیر، با توجه به تغییرات ساختاری در اقتصادهای جهانی و افزایش نوسانات، توجه بیشتری به ابزارهای نوین و ایمن سرمایه‌گذاری معطوف شده است. یکی از این ابزارها، صندوق‌های طلا هستند که به‌عنوان گزینه‌ای مطمئن و پایدار برای حفظ و افزایش دارایی‌ها، پس از بحران‌ها و نوسانات شدید بازارهای مالی، جایگاه ویژه‌ای یافته‌اند.

در این راستا، بررسی تأثیر نوسانات بازده بازار سهام بر روند سرمایه‌گذاری در صندوق‌های طلا اهمیت زیادی پیدا می‌کند.

توجه به رویکردهای سرمایه‌گذاری فعال و غیرفعال که هر یک استراتژی‌های متفاوتی در مواجهه با نوسانات بازار اتخاذ می‌کنند، می‌تواند درک عمیق‌تری از تعاملات بین این دو بازار فراهم آورد. سرمایه‌گذاران فعال معمولاً در پی بهره‌برداری از فرصت‌های کوتاه‌مدت و کسب سود سریع‌تر هستند، در حالی که سرمایه‌گذاران غیرفعال رویکردی بلندمدت و مبتنی بر ارزش‌های بنیادی دارند.

❖ رابطه طلا و بازار سهام در مطالعات مختلف

قیمت طلا و عملکرد بازار سهام رابطه پیچیده‌ای دارند که تأثیرات مختلفی در شرایط متفاوت بازار بر جای می‌گذارد. صندوق‌های طلا و بازارهای سهام تحت تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی قرار دارند و نرخ‌های بهره تأثیر مثبتی بر ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌های طلا دارند. در حالی که برخی مطالعات هیچ رابطه علی کوتاه‌مدت بین قیمت‌های طلا و سهام پیدا نکرده‌اند، یک رابطه بلندمدت بین آنها وجود دارد. نوسانات قابل توجهی بین بازار طلا و بازار سهام مشاهده می‌شود که نشان‌دهنده ارتباط مهم این دو بازار برای مدیریت پرتفوی است.

در هند، طلا هم به‌عنوان جواهر و هم به‌عنوان یک سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شود. در طی رویدادهای خاص مانند انتخابات و بحران‌های اقتصادی، رابطه بین قیمت‌های طلا و رفتار بازار سهام تعاملات دقیق‌تری را نشان می‌دهد. ترکیب طلا و سهام به‌عنوان یک استراتژی مؤثر برای محافظت در برابر ریسک سهام، به‌ویژه در دوران بحران‌های مالی، پیشنهاد می‌شود.

❖ طلا به عنوان پناهگاه امن

در مورد رابطه بین بازارهای طلا و سهام، روابط پیچیده‌ای وجود دارد. در حالی که برخی از مطالعات همبستگی مثبت بین قیمت‌های طلا و سهام پیدا کرده‌اند، برخی دیگر نشان می‌دهند که طلا در زمان نوسانات بازار به‌عنوان یک پناهگاه امن عمل می‌کند. همبستگی‌ها در دوره‌های زمانی و شرایط بازار متفاوت است.

در طول بحران مالی ۲۰۰۷ و همه‌گیری کووید-۱۹، همبستگی منفی مورد انتظار بین بازده‌های طلا و سهام مشاهده نشد. با این حال، طلا در دوره‌های نرخ بهره واقعی منفی، رابطه مثبتی با سهام نشان داد. برخی مطالعات همبستگی متقابل بین بازارها را مشاهده کرده‌اند، به‌طوری‌که طلا حدود ۲۰ روز پس از سقوط بازار به‌عنوان یک پناهگاه امن عمل کرده است.

به‌طور کلی، رابطه بین بازار طلا و بازار سهام پویا است و تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله شرایط اقتصادی، عدم قطعیت‌های سیاسی و رویدادهای بزرگ بازار قرار دارد.

صندوق‌های طلا می‌توانند به‌عنوان یک پوشش در برابر نوسانات بازار سهام عمل کنند، به‌طوری‌که

مرکز عملیات بین‌المللی یوان دیجیتال، گامی نوین در معماری مالی جهانی

علی ملکی

کارشناس ارشد امور بین‌الملل

پولی بین‌المللی چندقطبی و افزایش انعطاف‌پذیری نظام مالی جهانی در برابر شوک‌های ژئوپلیتیکی می‌دانند. این مرکز با کاهش چشمگیر هزینه‌ها و زمان تراکنش‌ها، جذابیت استفاده از یوان را در مبادلات بین‌المللی افزایش داده و مسیر جدیدی را برای بین‌المللی‌سازی آن هموار می‌سازد.

تحولات اخیر، شتاب بالای این پروژه را تأیید می‌کند. از ابتدای سال ۲۰۲۶، یوان دیجیتال به‌عنوان اولین CBDC بزرگ جهان، بهره‌داری شده است که انگیزه‌های قوی برای پذیرش آن ایجاد می‌کند.

همزمان، پروژه MBRIDGE — یک پلتفرم پرداخت فرامرزی مشترک با بانک‌های مرکزی امارات، تایلند، هنگ‌کنگ و حمایت بانک تسویه حساب‌های بین‌المللی (BIS) — به مرحله عملیاتی رسیده و حجم معاملات آن به ده‌ها میلیارد دلار افزایش یافته است.

همکاری‌های دوجانبه موفق، مانند برنامه آزمایشی برای گردشگران سنگاپوری، نیز نشان از گسترش پذیرش عملیاتی E-CNY دارد.

مرکز عملیات بین‌المللی یوان دیجیتال صرفاً یک پروژه ملی نیست، بلکه یک پیشنهاد مشخص برای بازآرایی معماری مالی جهانی است. این مرکز با ارائه یک راه‌حل فناورانه، امن و فراگیر، چین را به‌عنوان یک بازیگر کلیدی در شکل‌دهی به آینده اقتصاد دیجیتال معرفی کرده و استاندارد جدیدی را برای تعاملات مالی بین‌المللی در قرن بیست و یکم تعریف می‌کند.

جمهوری خلق چین با راه‌اندازی رسمی مرکز عملیات بین‌المللی یوان دیجیتال (E-CNY) در شانگهای، فصلی نوین را در توسعه ارزهای دیجیتال بانک مرکزی (CBDC) و نظام پرداخت‌های بین‌المللی گشوده است. این مرکز که تحت نظارت مستقیم بانک مرکزی چین (PBOC) فعالیت می‌کند، یک اقدام راهبردی برای تسهیل تجارت و سرمایه‌گذاری جهانی از طریق یک زیرساخت پرداخت مدرن، کارآمد و کم‌هزینه محسوب می‌شود.

این مرکز به‌عنوان بازوی بین‌المللی یک معماری یکپارچه "دو-بال" عمل می‌کند که در هماهنگی کامل با مرکز عملیات و مدیریت یوان دیجیتال مستقر در پکن (متمرکز بر زیرساخت داخلی) قرار دارد. این ساختار دوگانه، راهبرد جامع چین برای توسعه همزمان اکوسیستم داخلی و گسترش بین‌المللی E-CNY را به نمایش می‌گذارد. مرکز شانگهای با سه پلتفرم کلیدی — پرداخت دیجیتال فرامرزی، خدمات بلاکچین و دارایی‌های دیجیتال — زیربنای فنی لازم برای قابلیت همکاری، امنیت و نوآوری در پرداخت‌های بین‌مرزی را فراهم می‌آورد.

اهداف این ابتکار فراتر از بهبود کارایی فنی است. مقامات چینی، یوان دیجیتال را ابزاری برای تقویت یک سیستم



ثبت فروش بالاتر از تولید در شخارک؛ متانول پیشران عملکرد ۹ ماهه



شرکت پتروشیمی خارک (شخارک) در ۹ ماهه نخست سال جاری با تولید ۷۲۱ هزار تن محصول، موفق به فروش ۷۳۴ هزار تن شد. در این دوره متانول با بیش از ۵۰۹ هزار



تن، بیشترین سهم از فروش را به خود اختصاص داد و فروش آن حدود ۲ درصد بالاتر از تولید ثبت شد. شرکت پتروشیمی خارک در ۹ ماهه نخست سال جاری موفق به تولید ۷۲۱ هزار و ۶۶۸ تن محصول گردید و در مقابل توانست ۷۳۴ هزار و ۵۰ تن محصول را به فروش رساند. در بین محصولات تولید شده، عمده حجم تولید مربوط به محصولات متانول به میزان ۴۶۵ هزار و ۳۶۰ تن، بوتان به میزان ۷۷ هزار و ۶۸۵ تن و پروپان به میزان ۷۰ هزار و ۹۴۵ تن بوده است. در ۹ ماهه نخست امسال بیشترین حجم فروش از محل تولید متانول به میزان ۵۰۹ هزار و ۵۳۸ تن و محصول بوتان به میزان ۷۳ هزار و ۸۴۰ تومان انجام شده است. همچنانکه مشاهده میشود، شخارک در ۹ ماهه نخست سال جاری توانست حجم فروش محصول متانول را نسبت به حجم تولید آن افزایش داده و به این ترتیب میزان فروش ۹ ماهه را ۱۲ هزار و ۳۸۲ تن نسبت به حجم تولید معادل ۲ درصد افزایش دهد.

این شرکت برای سه ماهه پایان سال تولید ۲۳۴ هزار و ۶۷۰ تن محصول را هدف قرار داد و پیش بینی فروش ۲۵۵ هزار تن از محصولات تولید شده را ارائه نمود. شرکت پتروشیمی خارک برای محصول متانول در سه ماهه پایانی سال جاری پیش بینی تولید ۱۴۹ هزار و ۴۰۰ تن محصول را ارائه و قصد داشت حجم تولید بوتان را به میزان ۲۷ هزار و ۳۹۰ تن و محصول پروپان را به میزان ۲۲ هزار و ۴۱۰ تن برساند.

همچنین تولید محصول پنتان پلاس را به میزان ۱۴ هزار و ۱۱۰ تن و محصول گوگرد را به میزان ۲۱ هزار و ۳۶۰ تن هدف قرار داده است. این در حالیست که در دی ماه امسال حجم تولید متانول ۵۴ هزار و ۵۲۵ تن، حجم تولید پروپان ۱۰ هزار و ۳۹۰ تن، حجم تولید بوتان ۱۰ هزار و ۱۹۰ تن و حجم تولید گوگرد ۸ هزار و ۵۴۵ تن و حجم تولید پنتان پلاس ۶ هزار و ۲۲۰ تن بوده است. با توجه یک ماه از زمستان، این شرکت موفق به تولید ۸۹ هزار و ۸۷۰ تن محصول و فروش ۸۰ هزار و ۵۱۹ تن محصول شد که معادل ۲۸ درصد برنامه شرکت برای سه ماهه پایان سال بوده است این در حالی است که متوسط تولید سه ماهه برای تحقق برنامه تولید کمتر از حجم عملیاتی بوده است. میزان فروش دی ماه نیز معادل ۳۲ حجم فروش برآورد شده برای سه ماهه پایان سال بوده است. در حالی که شخارک در سه ماهه پایانی پیش بینی فروش ۱۳۴ هزار تن متانول، ۴۴ هزار تن گوگرد، ۳۳ هزار تن بوتان، ۲۷ هزار تن پروپان و ۱۷ هزار تن پنتان پلاس را برآورد کرده است، در دی ماه حجم تولید متانول ۳۹ هزار و ۷۳۴ تن، گوگرد ۳۰ هزار و ۹۶ تن، پروپان ۵ هزار و ۶۴۸ تن و بوتان ۵ هزار و ۴۱۰ تن بوده است.

افزایش سرمایه قچار از سود انباشته؛ اصلاح ساختار مالی و جهش سودآوری تا ۱۴۰۷



ماهه نخست سال جاری سود خالص ۲ هزار و ۲۶۲ میلیارد ریالی را محقق نماید. شرکت فرآورده های غذایی و قند چهارمحال طی سال های گذشته با وجود انجام مستمر افزایش سرمایه از محل سود انباشته، با سودآوری خود توانسته است رشد مبلغ سود انباشته را حفظ نماید و سود انباشته شرکت از مبلغ ۱ هزار و ۵۸۲ میلیارد ریال در سال ۱۴۰۰ به مبلغ ۶ هزار و ۳۹۴ میلیارد ریال در ۶ ماهه نخست سال جاری برساند.

انجام این افزایش سرمایه پیشنهادی با توجه به لزوم تناسب دوره زمانی سرمایه گذاری ها با زمان بندی منابع تامین مالی آنها ضروری است تا شرکت بتواند ظرفیت عملیاتی خود را برای سرمایه گذاری های آتی حفظ نماید. لذا این افزایش سرمایه که به مبلغ ۲ هزار و ۴۵۰ میلیارد ریال پیشنهاد گردیده است می تواند رشد درآمدهای سال های آتی را به همراه داشته باشد؛ به طوری که اجرای این افزایش سرمایه برای سال مالی ۱۴۰۵ درآمد ۳۹ هزار و ۳۹۱ میلیارد ریالی، برای سال ۱۴۰۶ درآمد ۵۵ هزار و ۱۴۷ میلیارد ریالی و برای سال ۱۴۰۷ درآمد ۷۷ هزار و ۲۰۶ میلیارد ریالی را برای قچار ایجاد نماید و سود خالص شرکت را از مبلغ پیش بینی شده سال ۱۴۰۴ به ارزش ۳ هزار و ۷۰ میلیارد ریالی به ۲۲ هزار و ۶۱۱ میلیارد ریالی در سال ۱۴۰۷ برساند.

طبق برآوردهای به عمل آمده با نرخ تنزیل ۲۳ درصد این افزایش سرمایه می تواند بازده ۷۱۳ میلیارد ریالی را برای سرمایه گذاران با دوره بازگشته ۳ سال و یک ماه ایجاد نموده که نرخ بازدهی آن ۳۸ می باشد.

شرکت فرآورده های غذایی و قند چهارمحال (قچار) با اصلاح برنامه افزایش سرمایه و تکیه بر سود انباشته، سرمایه خود را به ۹،۴۵۰ میلیارد ریال می رساند؛ اقدامی که بدون خروج نقدینگی، زمینه ساز رشد پایدار سود و درآمد شرکت تا سال ۱۴۰۷ خواهد بود.

شرکت فرآورده های غذایی و قند چهارمحال که در ۲۱ آبان ماه پیشنهاد افزایش سرمایه خود را از محل سود انباشته ارائه کرده بود لذا در بهمن ماه بر برنامه افزایش سرمایه از مبلغ ۷ هزار میلیارد ریال به ۹ هزار و ۴۵۰ میلیارد ریال از محل سود انباشته تأکید نمود تا به این ترتیب ضمن جلوگیری از خروج نقدینگی از شرکت وضعیت سرمایه در گردش خود را حفظ نموده و ساختار مالی خود را اصلاح نماید.

این شرکت از ابتدای تاسیس تا به اکنون ۱۰ افزایش سرمایه را به ثبت رسانده است که سود انباشته نقش قابل توجهی در افزایش سرمایه های اخیر این شرکت داشته است. به طوری که طی سال های ۱۴۰۱ تا ۱۴۰۳ شرکت فرآورده های غذایی و قند چهارمحال ۳ افزایش سرمایه خود را از محل سود انباشته انجام داده است.

همچنان که عملکرد شرکت از سال ۱۴۰۰ تا ۶ ماهه نخست ۱۴۰۴ نشان می دهد این شرکت روند افزایشی در سود خالص خود داشته و مبلغ سود خالص را از یک هزار و ۱۸۷ میلیارد ریال در سال ۱۴۰۰ به مبلغ ۵ هزار و ۹۴ میلیارد ریال در سال ۱۴۰۳ رسانده و توانسته در ۶

شرکت توسعه آهن و فولاد گل گهر توسعه باورماست

- 01 کسب عنوان «صادر کننده نمونه ملی» سال ۱۴۰۳
- 02 کسب عنوان «گروه کار نمونه ملی» در سی و ششمین جشنواره ملی امتنان از نخبگان جامعه کار و تولید
- 03 حائز تندیس بلورین از جایزه ملی تعالی سازمانی
- 04 کسب رتبه هفتم گروه شرکت های فلزات آهی در بین ۵۰ شرکت برتر ایران در همایش IMI100
- 05 کسب مدال طلا در جشنواره بین المللی اختراعات نورمیرگ آلمان و جشنواره بین المللی اختراعات رومانی
- 06 ثبت دو اختراع و انتخاب آنها به عنوان طرح های منتخب در جشنواره نوآوری برتر ایرانی دانشگاه شریف
- 07 کسب تندیس «واحد برتر صنعتی» در گروه فلزات اساسی از بیست و دومین جشنواره ملی تولید ملی افتخار ملی
- 08 کسب تندیس زرین از جشنواره ملی صنعت سلامت محور
- 09 دریافت تندیس جایزه ملی فولاد ایران به خاطر اجرای طرح های فناورانه و بومی سازی در زنجیره تولید آهن و فولاد
- 10 کسب تندیس فناوری و نوآوری پیشرو در جشنواره کشوری حمایت از تولید ملی
- 11 دریافت تندیس زرین رضایتمندی در اجلاس ملی رضایتمندی مشتری
- 12 کسب تندیس جایزه ملی مدیریت انرژی
- 13 دریافت عنوان واحد صنعتی نمونه استان و واحد برتر تحقیق و توسعه استان
- 14 دریافت نشان درجه یک اقتصاد مقاومتی جشنواره استانی اقتصاد مقاومتی
- 15 دریافت نشان مسئولیت پذیری اجتماعی از اجلاس سراسری مسئولیت اجتماعی و فرهنگ سازمانی
- 16 دریافت لوح زرین از نهمین جشنواره نوآوری برتر ایرانی

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

DEVELOPMENT IS OUR BELIEF

www.gisdeco.com

GOLGOHAR

رویش باورها در دل کویر

GOLGOHAR MINING & INDUSTRIAL COMPANY

WWW.GEG.IR

برندگان و بازندگان پارادایم جدید ارزی در بازار سرمایه

احسان یوسفی

تحلیلگر بازار سرمایه مشاور سرمایه گذاری ترنج



بارگشت گذشته از نظر بنیادی دقیق نیست. بازار در کوتاه مدت واکنش هیجانی و محتاطانه نشان می دهد، اما در میان مدت، اثر مثبت رشد دلار نیما بر سودآوری برخی صنایع، بر سایه سنگین نرخ خوراک غلبه خواهد کرد.

۳. غربالگری سودآوری: کدام صنایع برنده این تغییرات هستند؟ با ترکیب دو متغیر کلیدی (خوراک ۱۸,۹۰۰ تومانی یا دلار ۱۳۰ هزار تومانی و فروش محصولات با دلار نیمای ۱۲۵ هزار تومانی)، نقشه سودآوری صنایع بازار سرمایه تغییرات محسوسی خواهد داشت.

در ادامه، اثر خالص این تغییرات بر گروه های مختلف ارزیابی شده است: بازندگان نسبی و صنایع تحت فشار (حاشیه سود کاهشی)

● پتروشیمی های متانول ساز و اوره ساز: این شرکت ها که خوراک گاز طبیعی (متان) مصرف می کنند، بیشترین آسیب را می بینند. خرید گاز با مبنای تسعیر ۱۳۰ هزار تومانی و فروش محصول با دلار نیمای ۱۲۵ هزار تومانی، حاشیه سود ناخالص آن ها را به شدت فشرده می کند.

● صنایع با مصرف انرژی بالا و فروش ریالی سرکوب شده: صنایعی که نرخ سوخت آن ها با ضریبی از نرخ خوراک پتروشیمی ها بالا رفته است، اما همچنان با قیمت گذاری دستوری در فروش محصولات داخلی مواجه اند.

● صنایع فلزات اساسی (فولاد، مس، روی): این شرکت ها گرچه با افزایش نرخ سوخت مواجه می شوند، اما سهم گاز در بهای تمام شده آن ها بسیار کمتر از پتروشیمی های گازی است (حدود ۵ تا ۱۰ درصد). در مقابل، رشد دلار نیما به بالای ۱۲۵ هزار تومان، درآمدهای عملیاتی آن ها را به صورت تصاعدی افزایش می دهد و اهرم سودآوری (OPERATING LEVERAGE) بالایی برای آن ها خلق می کند.

● صنعت استخراج کانه های فلزی (سنگ آهن): شرکت های معدنی به دلیل داشتن حاشیه سود بالا و وابستگی ناچیز به خوراک گاز، از افزایش نرخ نیمایی به صورت خالص سود می برند و جذاب ترین گزینه ها برای سرمایه گذاری در این مقطع محسوب می شوند.

فرمول شناور قبلی نمی توانست منابع ریالی مدنظر دولت را تامین کند؛ لذا تغییر مبنای تسعیر ارز به عنوان تنها ابزار در دسترس دولت، پیش بینی می شد.

۲. سندرم اردیبهشت: آیا مقایسه بار بزش های تاریخی درست است؟ بسیاری از فعالان بازار، این افزایش نرخ خوراک را با تجربه های تلخ گذشته (مانند رکود فرسایشی اردیبهشت ۱۴۰۰ و شوک های بخشنامه ای اردیبهشت ۱۴۰۲) مقایسه می کنند. اما آیا این قیاس از منظر بنیادی و اثر گذاری بر بازار صحیح است؟

تفاوت های بنیادین این دوره با تجارب گذشته:

● هم زمانی رشد در آمد و هزینه: در تجارب تلخ گذشته، معمولاً نرخ خوراک (بهای تمام شده) به شدت افزایش می یافت در حالی که نرخ فروش محصولات (دلار نیما) به صورت دستوری سرکوب می شد (فتر ارزی). اما در سناریوی فعلی، همزمان با رشد نرخ خوراک، دلار نیما نیز جهش قابل توجهی (بالای ۱۲۵ هزار تومان) را تجربه کرده است.

● اثر جبرانی درآمدها: رشد دلار نیما باعث افزایش چشمگیر درآمدهای فروش صادراتی و حتی فروش در بورس کالا می شود. این امر، اثر روانی و واقعی افزایش بهای تمام شده را برای بسیاری از شرکت ها خنثی یا حداقل تعدیل می کند.

نتیجه گیری در این بخش: مقایسه این رویداد با ریزش های مطلق و بدون

تصمیمات اخیر سیاست گذار در خصوص متغیرهای کلان اقتصادی، بار دیگر معادلات ارزش گذاری در بازار سرمایه را دستخوش تغییرات بنیادین کرده است. ابلاغ نرخ ۱۸,۹۰۰ تومانی برای خوراک پتروشیمی ها (مبتنی بر دلار تسعیر ۱۳۰ هزار تومانی) همزمان با عبور دلار حواله (نیما) از مرز ۱۲۵ هزار تومان، شوک دوگانه ای به دو سمت «بهای تمام شده» و «درآمد عملیاتی» شرکت ها وارد کرده است. در این مقاله به کالبدشکافی این رویداد، بررسی شباهت های تاریخی آن و معرفی صنایع برنده و بازنده در این پارادایم جدید می پردازیم.

۱. تحلیل ابلاغ نرخ جدید خوراک و معمای پیش بینی پذیری نرخ تسعیر ۱۳۰ هزار تومانی برای محاسبه خوراک گاز، در نگاه اول یک سیگنال انقباضی شدید برای حاشیه سود غول های پتروشیمی به نظر می رسد

تحلیل رویداد:

سیاست گذار با این اقدام در تلاش است تا کسری بودجه تبصره هدفمندی یارانه ها را از طریق نزدیک کردن نرخ تسعیر خوراک به واقعیت های بازار آزاد جبران کند. وقتی مبنای محاسبه دلار خوراک از دلار نیما پیشی می گیرد (۱۳۰ هزار تومان در برابر ۱۲۵ هزار تومان)، در عمل یک «اسپرد منفی» یا مالیات پنهان بر شرکت های مصرف کننده گاز تحمیل می شود.

آیا این اتفاق قابل پیش بینی بود؟

بله، از منظر اقتصاد کلان، این رویداد کاملاً قابل پیش بینی بود، هر چند زمان بندی و عدد دقیق آن برای بازار غافلگیر کننده به نظر رسید.

● کسری بودجه ساختاری: با توجه به ناترازی شدید گازی و کسری منابع هدفمندی یارانه ها، دولت چاره ای جز افزایش ریالی نرخ خوراک نداشت.

● کاهش قیمت جهانی گاز: با توجه به افت قیمت گاز در هاب های جهانی،

بهر برداری از پروژه های راهبردی پالایش نفت اصفهان؛ تقویت زیرساخت ها و پایداری تولید در بهمن ۱۴۰۴

شده است.

افزایش ضریب اطمینان شبکه برق و هوای فشرده

در بخش انرژی، پروژه برق رسانی از مرکز ۷۰ به واحد KHT و برج های خنک کننده هیبریدی پالایشگاه شمالی به بهره برداری آزمایشی رسید. این پروژه با ایجاد مسیرهای تغذیه ایمن و نصب کلیدهای جدید، ضریب اطمینان شبکه برق پالایشگاه را افزایش داده و ریسک قطع برق در واحد KHT و برج های خنک کننده هیبریدی را به حداقل رسانده است. ظرفیت انتقال برق این مسیر حدود ۲۰ مگاوات برآورد می شود و امکان مانور بهتر و توسعه آتی شبکه برق را فراهم می سازد.

همچنین کمپرسورهای باقیمانده واحد ۴۴ پالایشگاه اصفهان وارد مدار بهره برداری آزمایشی شدند.

رانندازی این کمپرسورها، ظرفیت شبکه هوای فشرده پالایشگاه را افزایش داده و تأمین پایدار هوای ابزار دقیق و واحدهای عملیاتی را تضمین کرده است؛ موضوعی که نقش مستقیمی در کاهش ریسک توقف های ناخواسته و افزایش امنیت عملیاتی دارد.

مجموعه پروژه های به بهره برداری رسیده در این دوره، شامل واحدهای RO/DM، واحد DO (روغن گیر گرم)، گاززدایی و پمپ های BFW، دیگ بخار B-۴۱۰۲، واحدهای OILY و NON-OILY پساب، واحد تولید نیتروژن، کمپرسورهای هوای باقیمانده و پروژه برق رسانی KHT، با سرمایه گذاری ۶۰۵ هزار میلیارد ریال اجرا شده اند.

این پروژه ها بخشی از برنامه توسعه ای گسترده شرکت پالایش نفت اصفهان از سال ۱۳۹۱ تاکنون به شمار می روند؛ برنامه ای که شامل ۹۸ پروژه با مجموع سرمایه گذاری بیش از ۶۳۰ هزار میلیارد ریال و ۳۰۴ میلیارد یورو است و در چهار سبب کیفی، انرژی، آب و بهبود فرآیند تعریف شده است. تمرکز این برنامه ها بر الزامات قانونی، بهبود شاخص های زیست محیطی، بهینه سازی مصرف انرژی و مدیریت بحران آب قرار دارد.



ظرفیت ۲۳۰۰ نرمال مترمکعب در ساعت و خلوص بالای ۹۸ درصد به بهره برداری آزمایشی رسید. این واحد شامل دو کمپرسور هوا با ظرفیت هر یک ۹۰۰۰ نرمال مترمکعب در ساعت و یک واحد کلدباکس است و علاوه بر تأمین نیاز پالایشگاه جنوبی، به عنوان پشتیبان واحدهای ازت پالایشگاه شمالی نیز عمل می کند. با راه اندازی این واحد، کیفیت نیتروژن مصرفی در واحدهای فرآیندی و بوتیلیتی به طور محسوسی ارتقا یافته است.

در بخش مدیریت آب و پساب، واحد DE-OILING پالایشگاه اصفهان وارد مدار شد. هدف از طراحی این واحد، تصفیه آب مقطر گرم و جداسازی روغن از آب های برگشتی واحدهای عملیاتی است. با بهره برداری از این واحد، کلیه آب های مقطر گرم (LPC و MPC) پالایشگاه جنوبی تصفیه شده و مجدداً به چرخه تولید و سیستم آب تغذیه دیگ های بخار (BFW) باز می گردد. ظرفیت فعلی این واحد ۱۵۰ مترمکعب در ساعت بوده و شامل فیلترهای آنتراسیت، کوالاسر و کربن فعال است. این اقدام موجب بهبود کیفیت پساب، کاهش بار عملیاتی واحدهای پایین دستی و افزایش عمر مفید تجهیزات

کرده و همزمان بار تصفیه واحد DM پالایشگاه شمالی را به میزان ۲۵۰ مترمکعب کاهش داده است. همچنین، امکان راه اندازی بویلرهای جنوبی فراهم شده و فشار عملیاتی از بویلرهای شمالی کاسته شده است. این مجموعه شامل دو واحد UF، چهار رک RO و دو دستگاه MIXBED با ظرفیت ورودی ۳۸۰ و خروجی ۲۵۰ مترمکعب است.

تقویت شبکه بخار و بوتیلیتی پالایشگاه

در چارچوب همین اقدامات، دیگ بخار B-۴۱۰۲ پالایشگاه اصفهان با ظرفیت کامل وارد مدار بهره برداری آزمایشی شد. این دیگ بخار با ظرفیت تولید ۲۲۰ تن در ساعت بخار سوپر هیت با فشار ۴۲ بار، وظیفه تأمین بخار مورد نیاز پالایشگاه جنوبی را بر عهده داشته و در دوره های تعمیرات اساسی، پشتیبان بویلرهای پالایشگاه شمالی است. راه اندازی این واحد، قابلیت اطمینان فشار شبکه بخار را افزایش داده و امکان مانور عملیاتی بهتر را فراهم کرده است. همزمان، واحد تولید نیتروژن پالایشگاه جنوبی با

شرکت پالایش نفت اصفهان در بهمن ماه ۱۴۰۴ با بهره برداری از مجموعه ای از پروژه های زیرساختی و عملیاتی در پالایشگاه های شمالی و جنوبی، گام مؤثری در افزایش پایداری تولید، ارتقای شبکه های بوتیلیتی و بهبود شاخص های زیست محیطی برداشت.



شرکت پالایش نفت اصفهان همزمان با ایام الله دهه فجر، مجموعه ای از پروژه های کلیدی در حوزه های بوتیلیتی، انرژی، آب، بخار، برق و هوای فشرده را به صورت آزمایشی و عملیاتی وارد مدار بهره برداری کرد. این پروژه ها که بخش مهمی از زیرساخت های پشتیبان واحدهای فرآیندی را تشکیل می دهند، با هدف کاهش ریسک های عملیاتی، افزایش امنیت تولید و ارتقای تاب آوری پالایشگاه طراحی و اجرا شده اند.

در گام نخست، واحدهای پالایشگاه جنوبی با استفاده از فناوری نوین «کلدباکس» وارد مدار شد. در این روش، با کاهش دمای هوا تا منفی ۱۸۰ درجه سانتی گراد و انجام فرآیند تقطیر، گاز نیتروژن با خلوص بالا تولید می شود. پیش از این، تنها یک واحد ازت با ظرفیت ۱۳۰۰ نرمال مترمکعب در ساعت در پالایشگاه شمالی فعال بود، اما با راه اندازی این واحد جدید که عمدتاً برای پشتیبانی از واحد RFCC احداث شده، ظرفیت تولید ازت شرکت به حدود ۴۰۰۰ نرمال مترمکعب در ساعت افزایش یافته است. این اقدام نقش مهمی در تأمین پایدار نیتروژن مورد نیاز واحدهای پالایشی و بوتیلیتی ایفا می کند.

در ادامه برنامه های توسعه ای، واحدهای RO/DM پالایشگاه جنوبی به بهره برداری آزمایشی رسیدند. این واحدها با هدف تصفیه آب تا سطح DM برای استفاده در دیگ های بخار و واحدهای فرآیندی طراحی شده اند. بهره برداری از این پروژه، نیاز پالایشگاه جنوبی به آب DM را به طور کامل تأمین

تورم و بازار سهام؛ تحلیل نظری و تجربی رابطه‌ای پیچیده در اقتصاد ایران

محمد مهدی برقی اسکویی

سامان حاتم‌راد



علنی سیاستگذاران بر سرمایه‌گذاری در بازار سهام، بیماری همه‌گیر کرونا و... سبب تغییرات تورم در این دهه شده است که بی‌توجهی به این شکست‌های ساختاری، سبب عدم حصول نتایج منطبق بر واقعیت می‌شود.

❖ تأثیر نامتقارن تورم بر بازار سهام

تورم یکی از متغیرهای کلان اقتصادی است که شاخص ثبات اقتصادی هر کشوری محسوب می‌شود و بر اقتصاد کشور تأثیر چندبعدی می‌گذارد؛ به‌طوری که از یک سو قدرت خرید مصرف‌کنندگان داخلی را از بین می‌برد و از سوی دیگر با برهم زدن انتظارات سرمایه‌گذاران بورس، نوسان‌های بازدهی بازار سهام را تشدید می‌کند. این احتمال وجود دارد که تورم رو به رشد سبب وضعیتی شود که سرمایه‌گذاران از بازار سهام به بازار اوراق قرضه حرکت کنند تا از بازدهی بالاتر سود ببرند؛ بنابراین سؤالی در خصوص ماهیت و جهت رابطه بین تورم و بازده مشروط بورس و نوسان‌ها مطرح می‌شود.

❖ دیدگاه فیشر و فرضیه توهم تورم

به‌طور تجربی در ادبیات مستند شده است که بازده اسمی سهام به تورم در ایالات متحده و چندین کشور صنعتی واکنش منفی می‌دهد. این یک پدیده طولانی‌مدت است که توجه اقتصاددانان را به خود جلب کرده است؛ زیرا مردم انتظار ندارند بازده واقعی سهام تحت تأثیر متغیر اسمی مانند تورم قرار گیرد. طبق دیدگاه کلاسیک فیشر، بازده اسمی مورد انتظار یک دارایی باید برابر با بازده واقعی مورد انتظار به اضافه تورم مورد انتظار باشد. بنابراین سهام که بیانگر ادعای تولید واقعی شرکت‌ها هستند، باید پوشش خوبی در برابر تورم مورد انتظار و غیرمنتظره باشند. در شرایط ایدئال، اگر نرخ بهره واقعی در کوتاه‌مدت ثابت باشد، باید مشاهده شود که نرخ بهره اسمی در رابطه‌ای یک به یک با تورم حرکت می‌کند فرضیه توهم تورم بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران بازار سهام از درک اثر تورم بر نرخ‌های رشد سود سهام ناتوان هستند و نرخ‌های رشد گذشته را حتی در دوره‌های تغییر تورم مقایسه می‌کنند. از دیدگاه یک سرمایه‌گذار منطقی، این نشان می‌دهد که قیمت سهام زمانی که تورم بالا است کمتر ارزش‌گذاری شده و زمانی که تورم پایین است بیش از حد ارزش‌گذاری می‌شود.

مطالعات تجربی نشان داده است که ضریب رگرسیون مؤلفه قیمت‌گذاری نادرست بر تورم به‌طور مثبت و از نظر آماری معنادار است و نتایج آنها از فرضیه توهم تورم پشتیبانی قوی می‌کند. روابط منفی بازده سهام و تورم ناشی از روابط منفی بین تورم و فعالیت واقعی است که به سهم خود با ترکیبی از نظریه تقاضای پول و نظریه کمیت پول توضیح داده می‌شود.

❖ تأثیر قوانین مالیاتی و ریسک‌گریزی متغیر

برخی مطالعات استدلال می‌کند که یک اثر نامطلوب مهم افزایش تورم بر قیمت سهام، از ویژگی‌های اساسی قوانین مالیاتی نشئت می‌گیرد؛ به‌طوری که تورم با اعمال مالیات اضافی بر عایدی سرمایه اسمی، سود خالص را بیشتر کاهش می‌دهد. بنابراین تورم باعث افزایش نرخ مؤثر مالیات بر درآمد شرکت‌ها و کاهش قیمت سهام می‌شود.

در دهه‌های اخیر، یک فرضیه ریسک‌گریزی متغیر با زمان مطرح شده است. در این دیدگاه، یک مدل قیمت‌گذاری دارایی مبتنی بر مصرف فرموله می‌شود که در آن ریسک‌گریزی کل در پاسخ به اخبار مربوط به رشد مصرف و تورم متغیر است. همبستگی قویایی بین ریسک‌گریزی کل و تورم غیرمنتظره مستند شده است.

ادامه در صفحه ۱۳

عاملی در راستای پوشش تورم استفاده شود. بنابراین، انتظار عمومی بر آن است که تورم بالا باعث افزایش بازده بازار سهام در اقتصاد ایران شود. با دو توضیح ارائه شده در ارتباط با تورم و بازار سهام، مشاهده می‌شود که تورم هم می‌تواند بازار سهام را تقویت کند و هم می‌تواند عامل مخرب در ناکارآمد شدن بازار سهام تلقی شود. نکته‌ای که باید به آن اشاره کرد، این است که بازارهای موازی سهام (مانند بازار ارز و مستغلات) در تمامی کشورهای جهان وجود دارد؛ اما به دلیل شرایط خاص اقتصادی ایران، بازارهای موازی از بازدهی کمابیش بیشتری نسبت به بازار سهام برخوردار هستند. در کشورهای توسعه‌یافته، بازدهی این بازارهای موازی در مقایسه با بازار سهام چندان جذابیت ندارد. به همین دلیل در ایران، بازار سهام به‌جز مقاطع خاص، جذابیت چندانی ندارد و در کل، گرایش فعالان بازارهای مالی به بازارهای موازی بیشتر از بازار سهام است.

❖ بررسی روند ماهانه تورم در دهه ۱۳۹۰

بررسی روند ماهانه تورم در دهه ۱۳۹۰ نشان می‌دهد که تورم رژیم‌های متفاوتی را تجربه کرده است و این رژیم‌های تورمی می‌تواند ارتباط بین تورم و بازده بازار سهام را به نحو مطلوب نشان دهد. بررسی ساختار اقتصاد ایران حاکی از آن است که تحریم‌های اقتصادی منشأ بروز این تورم در کشور است. در سال‌های ۹۸ و ۹۹ نیز تورم‌های شدید در اقتصاد ایران به وجود آمده است که منشأ آن نیز شیوع بیماری کرونا و تأثیری بوده است که این بیماری در عرضه نیروی کار و کاهش عرضه کل داشته است.

با توجه به موارد اشاره شده، سؤالی که مطرح می‌شود این است که آیا تورم بالا باعث افزایش بازده بازار سهام می‌شود؟ یا وجود ثبات اقتصادی که رابطه تنگاتنگی با ثبات سطح عمومی قیمت‌ها و تورم پایین دارد، به افزایش بازده بازار سهام اوراق بهادار تهران منجر می‌شود؟ پاسخ این پرسش‌ها چارچوب مقاله حاضر را تشکیل می‌دهد.

طبق مشاهدات تجربی، به نظر می‌رسد بررسی ارتباط تورم و بازده بازار سهام بدون در نظر گرفتن شکست‌های ساختاری موجود در اقتصاد ایران می‌تواند گمراه‌کننده باشد و لازم است از تکنیک‌هایی استفاده شود که ضمن شناسایی شکست‌های ساختاری و تفکیک رژیم‌های تورمی، واکنش بازار سهام در شرایط مختلف را به نحو احسن نشان دهد.

در دهه ۱۳۹۰ شوک‌های مختلف سیاسی و اقتصادی، مانند تحریم‌های اقتصادی، توافق برجام، خروج آمریکا از برجام، چندین رخ شدن ارز، تغییرات مختلف درآمدهای نفتی، توصیه‌های

بوده است. این آمار بعد از سال ۱۳۹۷ دچار جهش شد و به‌طور متوسط بالای ۳۰ درصد بوده است. با توجه به آمار ارائه شده می‌توان گفت که میزان تورم در اقتصاد ایران بالا است و این امر می‌تواند یکی از عوامل مؤثر بر فعالیت‌های سفته‌بازانه و مخرب توسعه اقتصادی در ایران باشد.

❖ مبانی نظری: مدل توازن پور تفوی

بر اساس دیدگاه پول‌گرایی، مدل توازن پور تفوی مدلی است که به‌عنوان یک توضیح برای تغییرات قیمت سهام در اثر تغییرات سطح عمومی قیمت‌ها عمل می‌کند. مدل توازن پور تفوی با نام پور تفوی پولی نیز شناخته می‌شود. این مدل به پیامدهای افزایش عرضه پول اشاره دارد که دارایی‌های پولی عوامل خصوصی را نامتعادل می‌کند. این اثر در زمانی مطرح است که عوامل خصوصی درک کنند پول زیادی در مقایسه با الگوهای مصرف دارند.

در نتیجه، اشخاص می‌توانند به سه روش مختلف به شوک عرضه پول پاسخ دهند: با افزایش مخارج خود برای کالاهای مصرفی؛ با جایگزین کردن پول با سایر دارایی‌ها؛ و ترکیبی از حالت‌های اول و دوم. در حالی که روش دوم بر قیمت‌های نسبی تأثیر مستقیم دارد، روش اول بر قیمت‌های نسبی تأثیر غیرمستقیم دارد. افراد می‌توانند از طریق خرید کالاهای اضافی دارایی پولی خود را کاهش دهند؛ ولی در کل، جامعه نمی‌تواند مقدار پول را کاهش دهد.

بنابراین، در کوتاه‌مدت، پول بیشتری به سهام یا سایر گزینه‌های سرمایه‌گذاری سرازیر خواهد شد. در بلندمدت، افزایش هزینه‌ها باعث افزایش تقاضا می‌شود. در نتیجه، قیمت کالاهای مورد تقاضا و دارایی‌ها به سمت بالا تنظیم می‌شود تا تعادل بین موجودی سرمایه، دارایی و الگوهای هزینه برقرار شود.

همچنین، شوک پولی به تغییرات در موجودی پول نسبت به موجودی سایر دارایی‌های داخلی و خارجی، به تغییرات در مطلوبیت نهایی نسبی و مطلوبیت مصرف منجر می‌شود. این رویکرد نتیجه این واقعیت است که دارایی‌های مختلف جایگزین ناقصی در پرتفوی سرمایه‌گذاران هستند. در ادامه می‌توان به این مورد اشاره کرد که پول نوعی کالا است و به این ترتیب، از قانون کاهش مطلوبیت نهایی تبعیت می‌کند. دارندگان پول تلاش می‌کنند تا سطح تعادل خود را با مقایسه نسبت قبض‌های مصرفی به قیمت‌های نسبی تمام دارایی‌ها و تولید و مصرف جاری، دوباره برقرار سازند.

❖ بازار سهام به عنوان پوشش تورم

ملاحظه می‌شود که بازار سهام می‌تواند به عنوان

یکی از اهداف اصلی سیاستگذاران اقتصادی، تقویت رشد و توسعه اقتصادی در جهت دستیابی به رفاه اقتصادی است. یکی از عوامل اقتصادی بسیار مهم در راستای رسیدن به رشد و توسعه اقتصادی، وجود منابع مالی پایدار برای سرمایه‌گذاری خصوصی است. طبق ادبیات اقتصادی، بخش پول و به‌ویژه بانک‌های تجاری و جوه مورد نیاز را برای سرمایه‌گذاران خصوصی فراهم می‌کنند؛ اما آنها این کار را فقط برای دوره‌های کوتاه‌مدت انجام می‌دهند و سرمایه‌گذاران به مؤسسه‌ای نیاز دارند که برای دوره‌های طولانی‌تر جوه ارائه کند و بانک‌ها برای این کار مناسب نیستند. مفهوم این جمله آن است که عدم وجود سرمایه‌گذاری خصوصی پایدار، عامل بسیار منفی برای رشد اقتصادی تلقی می‌شود.

بازار سرمایه همواره با بسیج منابع مالی بلندمدت برای سرمایه‌گذاری خصوصی، کارهای بخش بانکی را تکمیل می‌کند. بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های سودآور نیازمند سرمایه بلندمدت هستند و از آنجایی که سرمایه‌گذاران تمایلی به کنار گذاشتن کنترل پس‌انداز خود برای دوره‌های طولانی ندارند، بانک‌ها برای تأمین مالی رشد اقتصادی مناسب نخواهند بود.

اگر رشد اقتصادی بر فعالیت‌های بازار سرمایه متکی باشد، توسعه بازار سرمایه باید بر رشد اقتصادی مقدم باشد. در این چارچوب نظری، نوآوری زمانی در اقتصاد منعکس خواهد شد که سرمایه مالی در دسترس باشد.

به عبارت دیگر، سرمایه مالی توسعه پروژه‌هایی را که به‌زین‌ه‌های مالی زیادی نیازمندند و مدت زمان زیادی برای رسیدن به سود دارند، آسان می‌کند. این دیدگاه بر نقش بازارهای سرمایه در تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی تأکید می‌کند و عملکرد بازارهای سرمایه برای تخصیص منابع در یک اقتصاد بسیار مهم است و امکان انتقال کارآمد و جوه از پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاران را فراهم می‌کند.

❖ مرور تجربیات جهانی در زمینه رابطه تورم و بازار سهام

مطالعات تجربی در زمینه رابطه بین تورم و بازده بازار سهام نتایج متفاوتی را نشان داده است. مطالعات موردی تاریخی بینش‌های ارزشمندی را در مورد چگونگی تأثیر تورم بر بازده بازار سهام ارائه می‌دهد. در طول دهه ۱۹۷۰، تورم بالا همراه با رشد اقتصادی راکد، به عملکرد ضعیف بازار سهام منجر شد که نشان‌دهنده اثرات منفی تورم بالا بر سهام است.

مواردی از ابورتورم، مانند مواردی که در ژیمبابوه و آلمان و ایمار وجود داشت، با افزایش سرمایه‌گذاران در بازار سهام به دنبال دارایی‌های واقعی همراه بود؛ اما ابورتورم طولانی‌مدت، در نهایت به اختلال‌های شدید اقتصادی و بازار منجر شد.

در دوران بحران مالی پس از سال ۲۰۰۸، نرخ‌های بهره پایین و تورم متوسط با عملکرد قوی بازار سهام هم‌زمان شدند و مفهوم رابطه منفی مستقیم بین تورم و بازده را به چالش کشیدند.

درک اثرات تورم بر بازده بازار سهام، پیامدهای مهمی دارد. سیاستگذاران باید کنترل تورم را با ارتقای رشد اقتصادی متعادل کنند؛ زیرا ارتباطات مؤثر و سیاست‌های معتبر می‌تواند به تثبیت انتظارات تورمی و ثبات بازارهای مالی کمک کند. سرمایه‌گذاران می‌توانند استراتژی‌هایی را برای کاهش ریسک تورم اتخاذ کنند. بر اساس آمارهای اقتصادی در طول سال‌های بعد از انقلاب اسلامی، متوسط تورم ایران تا سال ۱۳۹۷ حدود ۲۰ درصد

تورم و بازار سهام؛ تحلیل نظری و تجربی رابطه‌ای پیچیده در اقتصاد ایران

ادامه از صفحه ۱۲

نقش سیاست پولی

رشته دیگری از ادبیات وجود دارد که بر نقش سیاست پولی در تعیین بازده سهام و تورم تأکید دارد. منطق این است که بانک‌های مرکزی که تورم را هدف قرار می‌دهند، به شوک‌های تورمی واکنش نشان خواهند داد. در نتیجه تغییر موضع سیاست پولی موجب تجدید ارزیابی بازار سهام می‌شود. برخی مطالعات با تأکید ویژه بر نقش سیاست پولی، بررسی جامعی از ادبیات در مورد تعامل بین بازده سهام، تورم و رشد پول ارائه می‌کنند. رابطه بین بازده سهام و تورم از فرایندهای تعادلی در بخش پولی نشئت می‌گیرد.

روابط منفی بازده سهام و تورم ناشی از تقاضای پول و اثرهای ضد چرخه‌ای عرضه پول است. برخی استدلال می‌کنند که این پدیده تجربی گیج‌کننده، به دلیل پیوند مالی و پولی است. شوک‌های برونزا در تولید واقعی که توسط بازار سهام علامت‌گذاری می‌شود، تغییراتی را در درآمد مالیاتی ایجاد می‌کند، سپس خزانه‌داری بیشتر وام می‌گیرد و بانک مرکزی بدهی‌های افزایش یافته را پولی می‌کند. سرمایه‌گذاران منطقی قیمت‌ها را بدون تأخیر بر این اساس تنظیم می‌کنند.

مدل‌های تعادلی و شوک‌های خبری

در یک مدل نقدی پیش پرداخت نشان داده شده است که بازده سهام با تورم همبستگی منفی دارد زمانی که سیاست پولی ضد چرخه یا ضعیف است. در مدل تعادلی دیگر قیمت‌گذاری دارایی‌های پولی، پیش‌بینی می‌شود که همبستگی تورم-بازده دارایی زمانی که تورم توسط نوسان در فعالیت اقتصادی واقعی ایجاد می‌شود، به شدت منفی خواهد بود تا زمانی که توسط نوسان‌های پولی ایجاد می‌شود. مطالعات نشان می‌دهد که از نظر تاریخی، تورم در طول رونق بازار سهام در ایالات متحده و ژاپن پایین است. در این دیدگاه از مفهوم شوک خبری، یعنی اختلال در اطلاعات مربوط به نوآوری دوره بعدی در فناوری، برای تفسیر شواهد استفاده می‌شود. استدلال می‌شود که یک قانون نرخ بهره که به شدت بر تورم متمرکز است، بازارهای دارایی و اقتصاد را بی‌ثبات می‌کند.

بنابراین اگر بازده اوراق قرضه کاهش یابد، سهام نسبتاً جذاب‌تر می‌شود و افزایش تقاضا به افزایش قیمت سهام منجر می‌شود و در نتیجه بازده سهام را کاهش می‌دهد و بازده اوراق قرضه و سود را مجدداً همسو می‌کند.

نظریه مقداری پول و رابطه تورم با بازار

سهام

نظریه مقداری پول بیان می‌کند که تورم همیشه و همه جا یک پدیده پولی است. طرفداران این نظریه معتقدند که اگر پول افزایش یابد و سرعت گردش پول ثابت باقی بماند، نتیجه این رویداد تورم خواهد بود. اگر این امر برقرار باشد، عوامل اقتصادی انتظار دارند که تورم پس از افزایش رشد عرضه پول افزایش یابد. به نظر می‌رسد که کاهش قیمت برای بازارهای سهام منفی است.

با این حال، پاسخ این پرسش که چرا تورم برای بازار سهام بد است، چندان روشن نیست؛ در حالی که به نظر می‌رسد عکس این موضوع صادق باشد. سهام ادعایی در رابطه با سرمایه تولیدی واقعی اقتصاد هستند و بنابراین باید به عنوان پوشش در برابر تورم قابل استفاده باشند.

علاوه بر این، در صورت افزایش قیمت مواد، انتظار می‌رود که شرکت‌ها قیمت فروش خود را نیز افزایش دهند. سود اسمی با تورم افزایش خواهد یافت و در نتیجه، تورم ارزش واقعی سهام را تضعیف نمی‌کند (برخلاف ارزش واقعی اوراق قرضه اسمی).



است. از ویژگی‌های مهم در ایجاد چنین وضعیتی، عدم وجود اعتبار در شرکت‌ها و فعالیت‌های تولیدی با وجود نقدینگی بالا در اقتصاد است. مطالعه ویژگی کشورهای مهم پیشرفته از نظر اقتصادی نشان می‌دهد که وجود بازار سرمایه کارآمد از دلایل بسیار مهم در انتقال پول به فعالیت‌های تولیدی است که ضمن تقویت و تأمین سرمایه‌های اقتصادی، از ایجاد تورم در اقتصاد جلوگیری می‌کند.

بنابراین به نظر می‌رسد عدم وجود بازار سرمایه کارآمد، در پیدایش مشکلات عمیق اقتصادی ایران نقش بسیار مهمی داشته باشد.

در این راستا مطالعه عوامل مخرب در عملکرد بازار سهام می‌تواند بسترهای لازم برای سیاست‌گذاری مناسب برای تقویت توسعه بازار سهام را فراهم آورد یکی از متغیرهایی که رابطه نزدیکی با عملکرد بازار سهام دارد، میزان تورم است.

تئوری‌های اقتصادی نشان می‌دهند که وجود تورم سبب می‌شود تا آحاد مردم در راستای پوشش و حفظ دارایی‌های پولی خود اقدام به سرمایه‌گذاری در بازار سهام کنند و با افزایش تقاضا برای سهام، این بازار به رشد بازار سهام منجر شود؛ اگر چه با وجود تورم بالا و بازار سهام ناکارآمد در ایران، به نظر می‌رسد این فرضیه‌ها در مورد تورم و بازار سهام صحیح نباشد.

رژیم‌های تورم بالا، ابتدا به شدت به افزایش بازده بازار منجر می‌شود؛ ولی در وقفه‌های بعدی، به شدت بازده بازار سهام را کاهش می‌دهند. در مقابل، تورم‌های اندک، ضریب اثرگذاری اندکی نسبت به رژیم صفر دارد؛ ولی مجموع ضرایب این نوع تورم، به تقویت بازده بازار سهام منجر می‌شود. از ویژگی‌های مهم رژیم‌های تورم بالا آن است که هم رکود شدید در بازار حاکم بوده و هم بازده‌های بالا در بازار سهام حاکم می‌شود؛ اما رژیم‌های تورمی اندک، بازده‌های مثبت اندکی دارند؛ ولی بازده‌های منفی نیز جزئی هستند.

بر این اساس می‌توان گفت که وجود تورم‌های اندک، به افزایش بازده بازار سهام منجر شده است و ثبات اقتصادی یکی از عوامل بسیار مهم مؤثر در تقویت بازار سهام است. نتایج این تحقیق در راستای تحقیقات مشابه بین‌المللی است.

برخلاف اثرهای منفی که در بالا توضیح داده شد، انتظارات تورمی بالاتر موقعیت نسبی سرمایه‌گذاری‌های سهام را بهبود می‌بخشد. به ویژه، این امر از تأثیر منفی بر دو گزینه اصلی سرمایه‌گذاری، یعنی پول و اوراق قرضه ناشی می‌شود.

در مورد اول، تورم به عنوان مالیات بر دارایی پول با اثرهای منفی بر ارزش مبادله‌ای پول عمل می‌کند. بنابراین سرمایه‌گذاران موجودی واقعی پول را پایین‌تر نگه می‌دارند و از پول به دارایی‌های غیر اسمی تغییر می‌کنند.

مورد دوم نتیجه تقاضای بعدی سرمایه‌گذاران برای بازده اسمی بالاتر اوراق قرضه در واکنش به تورم مورد انتظار بالاتر است. سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند دارایی‌های اسمی را در بلندمدت نگه دارند، برای جبران ریسک‌های موجود، «حق بیمه ریسک تورمی» را طلب می‌کنند؛ در نتیجه انتظار می‌رود که قیمت اوراق قرضه کاهش یابد و سهام جایگزین جذاب‌تری برای سرمایه‌گذاران اوراق قرضه شود. اگر آثار ذکر شده قوی‌تر از اثرهای منفی ذکر شده در بالا بر سهام باشد، رقابت‌پذیری سهام برای وجوه سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد.

با این حال، سهام تنها جایگزین نیست. اگر انتظار می‌رود تورم بالا و پایدار باشد، ممکن است سرمایه‌گذاری واقعی در خانه‌ها یا کالاهای بادوام نیز در نظر گرفته شود. بنابراین این اثر مثبت «نسبتاً» باید در مقایسه با اثر منفی افزایش عدم قطعیت کوچک باشد.

تورم و بازار سهام؛ تحلیل رابطه غیر خطی در اقتصاد ایران

در اقتصاد ایران

پژوهش‌های انجام شده در ایران درباره رابطه تورم و بازار سهام نتایج متفاوتی داشته است. برخی تحقیقات اثر مثبت و برخی اثر منفی تورم بر بازده سهام را نشان داده‌اند. نکته مشترک این مطالعات، بی‌توجهی به ماهیت غیرخطی این رابطه و رژیم‌های مختلف تورمی در اقتصاد ایران است.

اقتصاد ایران جزء اقتصادهایی محسوب می‌شود که همواره تورم بالا و رشد اقتصادی اندک داشته

با این حال، تاریخ تصویر متفاوتی را ترسیم می‌کند. در طول سال‌های تورم بالا در اوایل دهه ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰، میانگین نسبت قیمت به درآمد سهام به شدت کمتر از میانگین بلندمدت بود.

علاوه بر این، چندین مطالعه نشان می‌دهد که سهام در مراحل تورم نسبتاً بالاتر عملکرد ضعیفی دارند. برای داده‌های پس از جنگ ایالات متحده، بازده واقعی سهام و تورم همبستگی منفی دارند.

اثر عدم اطمینان تورمی

یک اثر منفی عمده وجود دارد که از افزایش عدم اطمینان و بدتر شدن شفافیت قیمت ناشی می‌شود. این افزایش در عدم قطعیت ناشی از این واقعیت است که نوسان‌های تورم با مقدار مطلق آن افزایش می‌یابد. در نتیجه، افزایش تغییرپذیری تورم منجر به عدم اطمینان بیشتر و کاهش رفاه می‌شود.

برای شرکت‌ها، این به دشواری بیشتر در ارزیابی هزینه‌های خرید، هزینه‌های تولید و قیمت‌های فروش تبدیل می‌شود.

در نتیجه، شرکت‌ها برای جلوگیری از اشتباه در تصمیم‌گیری، حق بیمه ریسک را در محاسبات سودآوری افزایش می‌دهند. افزایش حق بیمه ریسک در سایر بازارها نیز افزایش می‌یابد، به طور مثال سرمایه‌گذاران اوراق قرضه برای جبران تورم غیرمنتظره، بازده واقعی بالاتری را درخواست می‌کنند. سرمایه‌گذاران سهام با همان معضل شرکت‌ها روبرو هستند؛ زیرا به سیگنال‌های قیمت بازار اطمینان ندارند؛ بنابراین عدم قطعیت و تغییر قیمت‌های نسبی به تخصیص نادرست منابع منجر می‌شود.

دیدگاه‌های جایگزین در مورد رابطه تورم و بازار سهام

بازار سهام

دیدگاهی جایگزین و متفاوت برای رابطه بین بازده سهام و تورم وجود دارد که بر اساس آن همبستگی منفی بین بازده سهام و تورم یک رابطه علی نیست. در عوض، می‌تواند با یک رابطه مثبت بین بازده سهام و فعالیت واقعی و یک رابطه منفی بین فعالیت واقعی و تورم مرتبط باشد.

از مار کویتز تا جنگل تصادفی؛ پایان دوران تحلیل سنتی

مطلوب است. این معیار نسبت به شاخص‌های مبتنی بر حسابداری از محتوای اطلاعاتی بیشتری برخوردار است، زیرا ارزیابی مبتنی بر بازار، بازتاب‌دهنده اطلاعات سرمایه‌گذاران است.

❖ یادگیری ماشین

در موارد زیر به یادگیری ماشین نیاز پیدا می‌کنیم: زمانی که انسان خبره در دسترس نباشد؛ هنگامی که مسئله در طول زمان تغییر می‌کند؛ در شرایطی که حل مسئله به تطبیق با وضعیت خاصی نیاز داشته باشد. اگرچه ممکن است مدلی کاملاً دقیق ارائه نشود، اما می‌توان به تقریب خوب و مفیدی دست یافت.

مدل به دست آمده می‌تواند برای پیش‌بینی مورد استفاده قرار گیرد یا به منظور استخراج دانش از داده‌ها به کار آید. روش‌های مختلف یادگیری ماشین به شرح زیر است:

❖ روش‌های یادگیری نظارت شده

در این الگوریتم‌ها باید تابعی ایجاد شود که ورودی‌ها را گرفته و خروجی مورد نظر را تولید کند. نمونه‌هایی از این الگوریتم‌ها عبارت‌اند از رگرسیون، درخت‌های تصمیم، جنگل‌های تصادفی، K نزدیک‌ترین همسایه و رگرسیون لجستیک.

❖ روش‌های یادگیری بدون نظارت

یادگیری بدون ناظر متغیر هدف ندارد و خروجی الگوریتم نامشخص است. بهترین مثال برای این نوع الگوریتم‌ها، خوشه‌بندی خودکار یک جمعیت است؛ به عنوان مثال با داشتن اطلاعات مشتریان، می‌توان آن‌ها را به صورت خودکار به گروه‌های همسان تقسیم کرد. الگوریتم‌های K-MEANS و K-MEDOID از این دسته هستند.

❖ روش‌های پیشرفته یادگیری ماشین و کاربرد فینتک در بازارهای مالی

یادگیری تقویتی نوع سوم الگوریتم‌هاست که شاید بتوان آن‌ها را در زمره الگوریتم‌های بدون ناظر نیز دسته‌بندی کرد. در این نوع الگوریتم‌ها، یک ماشین برای گرفتن یک تصمیم خاص آموزش داده می‌شود. ماشین بر اساس موقعیت فعلی و عمل‌های مجاز، یک تصمیم می‌گیرد. به ازای هر عمل، سیستم یک بازخورد یا امتیاز به آن می‌دهد. ماشین از طریق این بازخورد متوجه می‌شود که تصمیم درست را اتخاذ کرده یا نه تا در مراحل بعدی همان عمل را تکرار کند یا رفتار دیگری را بیازماید. فرآیند تصمیم‌گیری مارکوف یکی از مثال‌های این گروه است. منظور از کلمه تقویتی، اشاره به مرحله بازخورد است که باعث تقویت و بهبود عملکرد الگوریتم می‌شود.

❖ روش‌های یادگیری عمیق

نوع جدیدی از یادگیری ماشین بر گرفته از نحوه عملکرد مغز انسان است. مغز انسان ابتدا لبه‌ها، سپس لکه‌ها، سپس سطوح و بعد اشیاء را استخراج می‌کند. این مشاهدات الهام‌بخش روند جدیدی در یادگیری ماشین به عنوان یادگیری عمیق شده است.

❖ جنگل تصادفی

جنگل تصادفی یکی از محبوب‌ترین و پرکاربردترین الگوریتم‌های یادگیری ماشین از نوع نظارت شده و پارامتریک است که برای طبقه‌بندی و رگرسیون استفاده می‌شود. این الگوریتم از مجموعه‌ای از درخت‌های تصمیم چندگانه برای تولید پیش‌بینی بهره می‌گیرد. با ترکیب خروجی‌های درختان، جنگل تصادفی نتیجه‌ای تلفیقی و دقیق‌تر ارائه می‌دهد. قدرت آن در توانایی مدیریت مجموعه داده‌های پیچیده و کاهش بیش‌برازش نهفته است.

ادامه در صفحه ۱۵



● سبد خود را بر مبنای میانگین و واریانس مورد انتظار بازدهی انتخاب می‌کنند
● هر گزینه سرمایه‌گذاری تا بینهایت قابل تقسیم است

● افق زمانی یک‌دوره‌ای و یکسان دارند
● در سطح مشخصی از ریسک، بازده بالاتری را ترجیح می‌دهند و بالعکس
● به دو عامل بازده مورد انتظار بالاتر و عدم اطمینان از بازده توجه می‌کنند

بهینه‌سازی نوین و کاربرد یادگیری ماشین در پیش‌بینی بازده سهام

مبنای روش بهینه‌سازی نوین بر این استدلال استوار است که احتمال خطر از دست دادن سرمایه در یک سهام خاص، بسیار بیشتر از مجموعه یا ترکیبی از سهام است. بنابراین سرمایه‌گذار حرفه‌ای باید سرمایه خود را در مجموعه‌ای از سهام توزیع نماید که به آن پرتفوی یا سبد سهام می‌گویند. سبد سهام متشکل از سهام متعدد شرکت‌هایی است که در شرایط عادی، احتمال کاهش همزمان بازده همه آن‌ها نزدیک به صفر است.

با توجه به پیچیدگی عوامل تأثیرگذار در تشکیل پرتفوی بهینه، استفاده از روش‌های سنتی دشوار شده است. رفتار سهام در بازار رفتاری غیرخطی است؛ از این رو روش‌های خطی توانایی تشخیص صحیح این رفتار را ندارند و استفاده از الگوهای غیرخطی تأثیر بسزایی در اتخاذ تصمیمات بهینه دارد.

پس از مدل‌های کلاسیک، مدل‌های متعددی برای تشکیل پرتفوی بهینه ارائه شده است. ایده اساسی نظریه مدرن پرتفوی این است که اگر در دارایی‌هایی سرمایه‌گذاری شود که با یکدیگر همبستگی کامل ندارند، ریسک آن‌ها یکدیگر را خنثی کرده و می‌توان بازدهی نسبتاً ثابت با ریسک کمتر به دست آورد. یکی از فناوری‌های نوین که مورد توجه قرار گرفته، مدل‌های مبتنی بر یادگیری ماشین و هوش مصنوعی است. این مدل‌ها می‌توانند روش‌های متعددی را برای انتخاب پرتفوی بهینه سهام ارائه دهند.

❖ بازده سهام

بازده سهام عبارت است از نسبت کل درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری به میزان سرمایه‌ای که برای کسب آن درآمد طی یک دوره معین استفاده شده است. برای ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری معیارهای مختلفی ارائه شده که مهم‌ترین آن‌ها نرخ بازده سهام است؛ معیاری که نقش اساسی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری دارد. کاهش این معیار، زنگ هشدار برای شرکت محسوب شده و نشانه‌ای از عدم عملکرد

کرد که سرمایه‌گذاران ریسک و بازده را به صورت توأمان در نظر بگیرند و میزان تخصیص سرمایه بین فرصت‌های مختلف را بر اساس تعامل این دو عامل انتخاب کنند.

یکی از مباحث مهم در بازارهای سرمایه، انتخاب سبد سرمایه‌گذاری بهینه است. سرمایه‌گذاران معمولاً ریسک‌گریز هستند و همواره به دنبال سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی با بیشترین بازده و کمترین ریسک می‌باشند. به عبارت دیگر، بازده سرمایه‌گذاری به عنوان عاملی مطلوب و واریانس بازده (ریسک) به عنوان عنصری نامطلوب در نظر گرفته می‌شود.

در بهینه‌سازی پرتفوی، مسئله اصلی انتخاب بهینه دارایی‌ها با مقدار مشخصی سرمایه است. مسئله بهینه‌سازی مارکوویتز و تعیین مرز کارایی سرمایه‌گذاری، زمانی که تعداد دارایی‌ها و محدودیت‌ها کم باشد، با مدل‌های ریاضی قابل حل است. اما با در نظر گرفتن شرایط دنیای واقعی، مسئله پیچیده و دشوار می‌شود. سال‌هاست که ریاضیات پیشرفته و رایانه‌ها در حل چنین مسائل پیچیده‌ای به کمک انسان آمده‌اند.

از جمله روش‌هایی که در سال‌های اخیر موفق بوده‌اند، الگوریتم‌های فراابتکاری هستند. این روش‌ها با هدف رفع کاستی‌های روش‌های کلاسیک معرفی شدند و با جستجوی جامع و تصادفی، احتمال دستیابی به نتایج بهتر را تضمین می‌کنند. از جمله این الگوریتم‌ها می‌توان به ژنتیک، کوچ پرندگان، تبرید فلزات، جستجوی ممنوعه، کولونی مورچگان، رقص زنبورها و رقابت استعماری اشاره کرد.

❖ بهینه‌سازی کلاسیک و مدل مارکوویتز

مارکوویتز مفهوم تنوع‌بخشی در سبد سهام را معرفی و توسعه داد. او نشان داد که چگونه تنوع‌بخشی ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. سرمایه‌گذاران می‌توانند سبد سهام کارا را به ازای یک بازده معین و از طریق کمینه کردن ریسک به دست آورند. این فرآیند منجر به تشکیل سبدهای کارایی می‌شود که مرز کارایی میانگین-واریانس نامیده می‌شوند.

دلیل ریسکی بودن سهام یک شرکت، تصادفی بودن نرخ بازدهی آن است. از آنجاکه این نرخ‌ها با گذشت زمان تغییر می‌کنند، می‌توان برای آن‌ها تابع توزیع احتمال تعریف کرد و معیارهای مورد نیاز مدل مارکوویتز نظیر میانگین، انحراف معیار و کوواریانس را به دست آورد.

مدل مارکوویتز بر مبنای مفروضات زیر بنا شده است:

● سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند و مطلوبیت مورد انتظار افزایشی دارند

❖ کامیار منکچیان شریف آباد

فریدون رهنمای رودپشتی

بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از ارکان اصلی بازارهای مالی و سرمایه، نقش حیاتی در تأمین نیاز مالی شرکت‌ها و توسعه اقتصادی کشور دارد. تلاش برای استفاده از فناوری‌های نوین در تحلیل روندهای قیمتی و شکل‌دهی سبدهای سرمایه‌گذاری به منظور کسب بازدهی مطلوب، از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران امروزی محسوب می‌شود. با افزایش پیچیدگی‌ها در داده‌های مالی و تأثیر عوامل بیرونی نظیر سیاست و عوامل روان‌شناختی سرمایه‌گذاران، رویکردهای سنتی تحلیل اغلب ناکافی به نظر می‌رسند.

در همین راستا، استفاده از رویکردهای یادگیری ماشین به ویژه الگوریتم جنگل تصادفی، با توجه به توانمندی آن در تحلیل داده‌های حجیم و نامنظم، زمینه‌ساز ایجاد سیستم‌های پیش‌بینی دقیق و ارائه راهکارهای بهینه در مدیریت سبد سهام شده است. تلفیق این الگوریتم‌ها با روش‌های برنامه‌ریزی درجه دوم، امکان پیش‌بینی قیمت و بازده سهام و بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری را فراهم می‌کند. از مهم‌ترین مزایای این رویکرد می‌توان به بهبود دقت پیش‌بینی، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و ارائه سودمندی بالاتر نسبت به روش‌های کلاسیک مانند مدل مارکوویتز اشاره کرد.

تشکیل سبد بهینه جهت کاهش ریسک و افزایش بازده در سرمایه‌گذاری‌های بورس، همواره مورد توجه فعالان بازار بوده است. مدل‌های سنتی مانند پرتفوی حداقل واریانس مبتنی بر داده‌های تاریخی، محدودیت‌هایی از جمله عدم انعکاس دقیق روند آینده را دارند. استفاده از داده‌های تاریخی به تنهایی برای پیش‌بینی تغییرات آینده سهام، ریسک‌های قابل توجهی به همراه دارد؛ از این رو، رویکردهای مبتنی بر یادگیری ماشین با استفاده از داده‌های به روز تر و الگوریتم‌های هوشمند می‌توانند به عنوان جایگزینی کارآمد معرفی شوند. توجه به اهمیت شفافیت اطلاعات و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران از جمله مواردی است که می‌تواند به توسعه بازارهای سرمایه کمک شایانی نماید.

❖ تکامل بازارهای مالی و نظریه‌های مدیریت سبد سرمایه‌گذاری

بازار بورس اوراق بهادار از قرون وسطی آغاز شد و با گذر زمان به یکی از مهم‌ترین ارکان سیستم‌های مالی تبدیل گردید. نخستین مفاهیم خرید و فروش سهام در اروپا ایجاد شد و سپس با گسترش اقتصادی و فناوری‌های مدرن، مدل‌های تحلیل بنیادی و تکنیکال در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران نقش مهمی ایفا کردند.

❖ پرتفوی و بهینه‌سازی آن: از مدل کلاسیک مارکوویتز تا رویکردهای نوین

پرتفوی که به معنای سبد سرمایه‌گذاری ترجمه شده، مفهومی فراتر از سبد سهام دارد و سایر سرمایه‌گذاری‌های غیرسهام را نیز شامل می‌شود. از منظر فنی، یک سبد سرمایه‌گذاری مجموعه کاملی از دارایی‌های حقیقی و مالی سرمایه‌گذار را در بر می‌گیرد.

مفاهیم بهینه‌سازی سبد سهام و تنوع‌بخشی، به ابزاری برای توسعه و فهم بازارهای مالی و تصمیم‌گیری مالی تبدیل شده‌اند. انتشار نظریه پرتفوی هری مارکوویتز، مهم‌ترین موفقیت در این مسیر بود. مدل مارکوویتز از زمان انتشار، تحولات و بهبودهای فراوانی در شیوه نگرش به سرمایه‌گذاری ایجاد کرد و به عنوان ابزاری کارا برای بهینه‌سازی سبد سهام به کار گرفته شد. مارکوویتز پیشنهاد

تورم و بازار سهام؛ تحلیل نظری و تجربی رابطه‌ای پیچیده در اقتصاد ایران

دارویی، فلزی و نفتی نشان داد که مدل‌های بهینه‌سازی میانگین-واریانس با پیش‌بینی بازده به‌وسیله جنگل تصادفی، عملکرد بهتری دارند.

❖ کاربرد یادگیری ماشین در مدیریت سبد سهام

در سال‌های اخیر، استفاده از الگوریتم‌های یادگیری ماشین در کنار روش‌های بهینه‌سازی کلاسیک، افق تازه‌ای را در مدیریت سرمایه‌گذاری گشوده است. تجربه‌ای که در این زمینه با ترکیب الگوریتم جنگل تصادفی و برنامه‌ریزی درجه دوم به دست آمده، نتایج قابل توجهی را نشان می‌دهد.

جنگل تصادفی به عنوان یکی از الگوریتم‌های قدرتمند یادگیری ماشین، با بهره‌گیری از ویژگی‌های انتخابی و تکنیک‌های نمونه‌گیری، توانسته است پیش‌بینی نسبتاً دقیقی از تغییرات و بازده سهام ارائه کند. آنچه این روش را متمایز می‌کند، توانایی آن در کاهش وابستگی به داده‌های تاریخی صرف و افزایش انعطاف‌پذیری در مواجهه با نوسانات بازار است. به عبارت دیگر، به جای تکیه بر روندهای گذشته که ممکن است تکرار نشوند، این الگوریتم با استخراج الگوهای پنهان از داده‌های به‌روز، تصویر واقعی‌تری از آینده ارائه می‌دهد.

اما پیش‌بینی به تنهایی کافی نیست. نقطه قوت این رویکرد، ترکیب خروجی مدل پیش‌بینی با برنامه‌ریزی درجه دوم برای تعیین وزن بهینه سهام است. این ترکیب باعث می‌شود که ریسک غیر سیستماتیک سبد کاهش یافته و پایداری بازدهی افزایش پیدا کند. در مقایسه با روش‌های سنتی مانند پرتفوی حداقل واریانس، این رویکرد هوشمند از نظر سوددهی و کنترل ریسک عملکرد بهتری از خود نشان داده است.

نکته مهم دیگر، توجه به داده‌های به‌روز در کنار الگوریتم‌های هوشمند است. در شرایطی که بازارهای مالی با سرعت زیادی تغییر می‌کنند، اتکا صرف به داده‌های تاریخی می‌تواند گمراه‌کننده باشد. رویکردهای نوین با استفاده از داده‌های جاری و تکنیک‌های پیش‌بینی مبتنی بر هوش مصنوعی، امکان تصمیم‌گیری دقیق‌تری را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند.

❖ تورم و بازار سهام؛ رابطه‌ای پیچیده

یکی از موضوعات چالش‌برانگیز در بازارهای مالی، رابطه بین تورم و بازده سهام است. تجربه‌های مختلف در این زمینه نشان می‌دهد که این رابطه به سادگی خطی نیست. در بسیاری از موارد، تورم بالا با کاهش بازده سهام همراه بوده است؛ زیرا افزایش تورم می‌تواند سود شرکت‌ها را کاهش دهد، فضای عدم اطمینان اقتصادی را تشدید کند و با افزایش نرخ تنزیل، ارزش فعلی سودهای آتی را پایین بیاورد. اما این تمام ماجرا نیست. در شرایط خاص، به ویژه زمانی که تورم در سطوح متوسط قرار دارد، سهام می‌تواند نقش محافظتی در برابر تورم ایفا کند. در چنین وضعیتی، شرکت‌ها قادرند هزینه‌های افزایش یافته را به مصرف‌کنندگان منتقل کنند و حاشیه سود خود را حفظ نمایند که این موضوع از قیمت سهام حمایت می‌کند.

آنچه از بررسی‌ها برمی‌آید، غیرخطی بودن رابطه تورم و بازده سهام است. تورم ملایم تا متوسط ممکن است به نفع بازار سهام تمام شود، در حالی که تورم بالا اثرات منفی به همراه دارد. این نکته ظریف نشان می‌دهد که نمی‌توان با یک نسخه واحد برای همه شرایط اقتصادی تصمیم‌گیری کرد و توجه به بسط و زمینه اقتصادی برای تحلیل دقیق ضروری است.

در مجموع، به نظر می‌رسد که استفاده از ابزارهای نوین مانند یادگیری ماشین، همراه با درک عمیق از متغیرهای کلان اقتصادی مانند تورم، می‌تواند تصویر واقعی‌تری از آینده سرمایه‌گذاری ارائه دهد و به تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر کمک کند.



از بازده سهام شاخص‌های S&P ۵۰۰ و STOXX ۶۰۰ مقایسه گردید. نتایج خارج از نمونه نشان داد هر دو بهینه‌ساز میانگین-واریانس و برابری ریسک سلسله‌مراتبی از قانون $N/1$ بهتر عمل می‌کنند. این نتیجه در تقابل با انتقاد رایج از کارایی بهینه‌سازها قرار دارد و روش جدیدی را برای استفاده عملی بالقوه از آن‌ها ارائه می‌دهد.

❖ تجارب مرتب در داخل کشور

انتخاب سبد سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوریتم ژنتیک نشان داد که بهینه‌سازی پرتفوی با این رویکرد نسبت به راه‌حل‌های حاصل از مدل‌های کلاسیک کارآمدتر است و عملکرد بهتری نسبت به مدل سنتی مارکوویتز به دست می‌آید. مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای تجدیدنظر شده با اندازه‌گیری درجه‌های اقتصادی شامل اثرات پنج متغیر کلان (نرخ تورم، نرخ ارز، نرخ بیکاری، صادرات و هزینه مالی) بر فروش شرکت‌ها معرفی گردید. این مدل برای ۶۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس تهران طی یک دوره ۸ ساله با سایر مدل‌های قیمت‌گذاری مقایسه شد و توان تبیین بالاتری در پیش‌بینی ریسک و بازده داشت. بهینه‌سازی پرتفوی متشکل از سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بورس تهران با رویکرد الگوریتم ژنتیک در ۳۰ صندوق فعال طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۱ نشان داد که سبدهای تشکیل شده با الگوریتم ژنتیک نسبت به روش سنتی مطلوب‌تر هستند. هرچه تنوع سبد بیشتر باشد، برتری الگوریتم ژنتیک بر روش خطی قابل ملاحظه‌تر می‌شود.

فرایند انتخاب پرتفوی بهینه به روش ارزش در معرض ریسک با انواع روش‌های بهینه‌سازی شامل واریانس-کوواریانس، شبیه‌سازی تاریخی و شبیه‌سازی مونت کارلو بررسی و نتیجه گرفته شد که مدل ارزش در معرض ریسک بهترین مدل پیشنهادی است. انتخاب پرتفوی بهینه با استفاده از سیستم خبره برای صنایع شیمیایی، فراورده‌های نفتی، کانی‌های فلزی و فلزات اساسی بورس تهران در بازه ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۰ انجام شد. با متغیرهایی مانند حاشیه سود خالص، سود قبل از کسر مالیات، بازده حقوق صاحبان سهام، بدهی به حقوق صاحبان سهام، ارزش بازار، نسبت قیمت به سود، سود تقسیمی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، مومنتوم قیمت و شاخص فنی، شرکت‌ها رتبه‌بندی شدند. عملکرد پرتفوی برای سه حالت سرمایه‌گذار ریسک‌گریز، ریسک‌خنثی و ریسک‌پذیر مثبت بود، اما پرتفوی سرمایه‌گذار ریسک‌گریز در وضعیت مطلوب‌تری قرار داشت.

پیش‌بینی بازده در تشکیل پورتفولیو با ترکیب مدل یادگیری ماشین (جنگل تصادفی) و مدل یادگیری عمیق حافظه کوتاه‌مدت بلندمدت با داده‌های ۵ ساله (۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱) از ۵ صنعت بانکی، خودرویی،

شد و پس از آن ماشین بردار پشتیبان، KERNEL FACTORY، ADABOOST، شبکه عصبی، K نزدیک‌ترین همسایه و رگرسیون لجستیک قرار گرفتند. یک روش یادگیری ماشین برای ارزیابی قیمت آتی سهام در طول زمان توانست در ۷۶.۵ درصد موارد به درستی پیش‌بینی کند که آرزای یک شرکت طی یک سال ۱۰ درصد یا بیشتر افزایش می‌یابد. انتخاب پرتفوی سهام با استفاده از تئوری شواهد دمپستر-شیفر در بورس بمبئی با بهره‌گیری از متغیرهایی مانند نسبت قیمت به سود، نسبت قیمت به ارزش دفتری، نسبت قیمت به فروش، نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام، سود هر سهم و نسبت پرداخت بررسی شد. از مدل دلفی-فازی برای شناسایی عوامل ضروری استفاده و سپس با تئوری شواهد، تبه‌بندی سهام انجام و مدل پرتفویی با سهام با رتبه بالا انتخاب گردید. نتیجه عملکرد در مقایسه با عملکرد اخیر دارایی‌ها بسیار رضایت‌بخش بود.

مقایسه روش‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره برای انتخاب پرتفوی سهام در بورس نزدک آمریکا طی دوره چهل‌وسه‌ساله ۱۹۶۹ تا ۲۰۱۱ با چهار روش شامل مقیاس متوسط، فرآیند سلسله‌مراتب تحلیلی، تکنیک اولویت‌دهی بر اساس شباهت به راه‌حل ایده‌آل و تحلیل پوشش افزایشی داده‌ها انجام شد. متغیرها شامل ارزش بازار سهام، ارزش شرکت، سود، ارزش دفتری سهام، فروش، سود سهام عادی، جریان نقد عملیاتی، جریان نقد آزاد، سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک و سود قبل از بهره و مالیات بودند. سرمایه‌گذاران با سبک‌های مشخص می‌توانند از روش‌های مختلفی استفاده کنند که بهترین سازگاری را با اهداف انتخاب پرتفوی آن‌ها دارد.

رویکرد برابری ریسک سلسله‌مراتبی برای تخصیص سبد سهام با استفاده از نظریه گراف و یادگیری ماشین برای ایجاد پرتفوی متنوع بررسی شد. این رویکرد تابعی از برآورد ماتریس کوواریانس است اما به برگشت‌ناپذیری ماتریس نیاز ندارد. تأثیر نادرست تشخیص کوواریانس بر عملکرد روش‌های مختلف تخصیص مطالعه و سپس تحت یک مدل پیش‌بینی کوواریانس مناسب بررسی شد. وقتی برآورد کوواریانس خام قوی‌تر است، پرتفوی‌های معیار نوسانات معکوس عملکرد بهتری دارند و پس از آن پرتفوی‌های مبتنی بر یادگیری ماشین قرار می‌گیرند.

تکنیک‌های بهینه‌سازی سبد دارایی ارائه‌شده توسط میانگین-واریانس مارکوویتز و برابری ریسک سلسله‌مراتبی، بازدهی تعدیل‌شده سهام را با استفاده از سهام از پیش انتخاب‌شده با ابزار یادگیری ماشین افزایش می‌دهند. از روش جنگل تصادفی برای پیش‌بینی مقطع بازده اضافی مورد انتظار استفاده و N سهام با بیشترین پیش‌بینی ماهانه انتخاب شد. سپس با سه تکنیک مختلف وزن‌های سبد با استفاده

ادامه از صفحه ۱۴

روش کار بدین صورت است که داده‌های نمونه‌ای با عمل‌گذاری به N مجموعه نمونه تقسیم می‌شود و از هر دسته، نمونه‌ای برای آموزش یک درخت استفاده می‌گردد. تمام درخت‌ها عمق مشخصی دارند و در هر گره، یک ویژگی به‌طور تصادفی انتخاب شده و تقسیم‌بندی بر اساس آن صورت می‌گیرد. به دلیل استفاده از چندین دسته نمونه، این روش مشکل داده‌های پرت و داده‌های گم‌شده را ندارد.

❖ فینتک

فینتک به معنای فناوری مالی است که در حال تبدیل شدن به بازاری سیستم مالی فعلی می‌باشد. استفاده از بستری‌های ترکیبی فناوری‌هایی نظیر بلاک‌چین، اینترنت اشیا و هوش مصنوعی، این حوزه را دستخوش تغییرات عمده خواهد کرد.

فناوری‌های نوآورانه در حال ایجاد تحولات مهمی در عرصه خدمات مالی از جمله سپرده‌گذاری و وام‌دهی، سرمایه‌گذاری، بیمه، خدمات پرداخت و توسعه بازار سرمایه هستند. استفاده از این فناوری‌ها موجب کاهش زمان و هزینه و ارتقای کیفیت خدمات شده که آثار مثبتی در رشد و توسعه اقتصادی، افزایش داده‌ها برای تحلیل‌ها، ایجاد شفافیت و افزایش تاب‌آوری اقتصادی به همراه خواهد داشت.

فناوری مالی با هدف رقابت با روش‌های سنتی در ارائه خدمات مالی، از فناوری برای بهبود فعالیت‌ها استفاده می‌کند. استفاده از تلفن‌های هوشمند برای بانکداری همراه، سرمایه‌گذاری و ارزهای رمزنگاری شده نمونه‌هایی از این فناوری‌ها هستند.

فناوری‌های مالی جدید با استفاده از بلاک‌چین، یادگیری ماشین، بیومتریک و محاسبات ابری تغییرات بزرگی در خدمات مالی ایجاد خواهند کرد. این فناوری‌ها می‌توانند تغییرات قابل توجهی در بازارهای مالی و رفتار سرمایه‌گذاران ایجاد نمایند. افزایش کارایی و اثربخشی در حوزه مالی، می‌تواند زمینه مناسبی برای رشد و توسعه اقتصادی فراهم آورد.

به کارگیری فناوری‌های مالی در راستای دستیابی به راه‌حل بهینه برای تصمیم‌گیری‌های کارآمدتر در خصوص سرمایه‌گذاری در بازار سهام، در عصر حاضر ضرورت یافته است تا در کنار مدل‌های کلاسیک، از یادگیری ماشین برای کمک به تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده شود. اگرچه فینتک از بسیاری جهات مانند ارائه راه‌حل‌های مشتری‌محور و هزینه‌های کمتر، بهتر از روش‌های سنتی عمل می‌کند، اما سازمان‌های مالی سنتی در عرصه اعتمادسازی موفق‌تر هستند. با این حال، پیش‌بینی می‌شود سهم بازار فینتک در آینده افزایش یابد.

❖ پیشینه کاربرد یادگیری ماشین در پیش‌بینی و بهینه‌سازی سبد سهام

شبکه‌های عصبی برای پیش‌بینی کوتاه‌مدت و روزانه قیمت سهام با بررسی سه سهام مهم آلمان به کار گرفته شدند. شبکه‌های پرسپترون، آدالین، مادالین و پس‌انتشار خطا در مدت ۱۰ روز به دقت بالایی تا ۹۰ درصد دست یافتند.

روش دیگری برای استفاده هم‌زمان از دانش قبلی و شبکه‌های عصبی به منظور بهبود توانایی پیش‌بینی ارائه شد. دانش قبلی درباره قیمت سهام و اطلاعات روزنامه‌های داخلی و خارجی و چند شاخص اقتصادی بر اساس دانش پیشین انتخاب و به شبکه‌های عصبی وارد شدند. خطای پیش‌بینی این رویکرد از تحلیل رگرسیون چندگانه کوچکتر بود.

روش‌های اجماعی نظیر جنگل تصادفی، ADABOOST و KERNEL FACTORY در برابر مدل‌های طبقه‌بندی واحد نظیر شبکه‌های عصبی، رگرسیون لجستیک، ماشین‌های بردار پشتیبانی و K نزدیک‌ترین همسایه با اطلاعات ۵۷۶۷ شرکت اروپایی ارزیابی شدند. جنگل تصادفی بهترین الگوریتم شناخته

سایه سنگین بهره بر سر تولید؛ تحلیل اثرات نرخ اخزای ۴۰ درصدی بر ارزشگذاری بازار سهام

نیست (رشد اسمی)، در حالی که برای ایجاد ارزش واقعی برای سهامدار، شرکت باید رشدی بالاتر از هزینه سرمایه (WACC) داشته باشد که در شرایط فعلی تقریباً غیرممکن است.

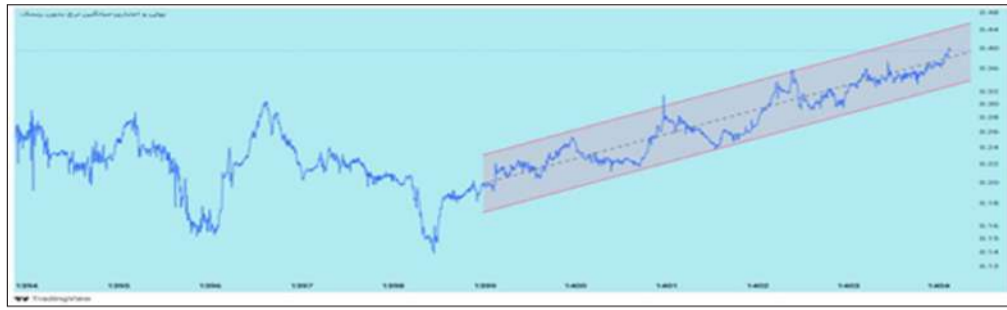
❖ **۴. استراتژی‌های کاربردی برای سرمایه‌گذاران**
با توجه به تغییر فاز اقتصاد از حالت «سرمایه‌گذاری بلندمدت» به اقتصاد «کوتاهمدت و بقلمحور»، فعالان بازار سرمایه نیازمند بازبینی استراتژی‌های خود هستند:

❖ **۱. دوری از شرکت‌های با اهرم مالی بالا: بنگاه‌هایی که** بدهی بانکی سنگین یا نیاز مبرم به سرمایه در گردش دارند، زیر بار هزینه‌های مالی له خواهند شد.

❖ **۲. تمرکز بر شرکت‌های محور سود نقدی (DPS) - محور** (ر دوران نرخ بهره بالا، جریان‌های نقدی نزدیک (سود نقدی) بالا که سریعاً پرداخت می‌شود) ارزش بسیار بیشتری نسبت به طرح‌های توسعه‌ای بلندمدت دارند.

❖ **۳. تخصیص بهینه دارایی: (ASSET ALLOCATION) حفظ** بخش قابل توجهی از پرتفو در صندوق‌های درآمد ثابت (FIXED INCOME) تا زمان تثبیت متغیرهای کلان اقتصادی و کاهش ریسک‌های سیستماتیک، یک استراتژی دفاعی و کاملاً منطقی است

❖ **نتیجه‌گیری**
تا زمانی که لنگر نرخ بهره بدون ریسک در محدوده‌های فعلی قرار دارد و ریسک‌های سیستماتیک سایه سنگینی بر اقتصاد انداخته‌اند، خروج نقدی از بازار سهام رفتاری کاملاً منطقی از سوی سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. سیاست‌گذاران بازار سرمایه باید بپذیرند که رونق بورس با دستور و بخشنامه محقق نمی‌شود، بلکه نیازمند اصلاحات بنیادین در سیاست‌های پولی، کاهش فشارهای قیمت‌گذاری دستوری و بهبود چشم‌انداز کلان اقتصاد است.



❖ **عصر بهره بالا**
مهم‌ترین کاربرد تحلیل نرخ بهره، اثرگذاری آن بر مدل‌های ارزش‌گذاری (مانند مدل تنزیل سود تقسیمی یا DDM) است. وقتی نرخ بهره بدون ریسک در محدوده ۴۰ درصد قرار دارد، با احتساب حداقل ۱۰ الی ۱۵ درصد صرف ریسک بازار سهام (EQUITY RISK PREMIUM)، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار از بازار سهام به بالای ۵۵ درصد می‌رسد.

❖ **تغییر معیار ارزندگی:** بازتاب این نرخ بازده مورد انتظار در ضریب قیمت به درآمد (P/E) خود را نشان می‌دهد. در این شرایط اقتصاد کلان، نسبت P/E آینده‌نگر (FORWARD P/E) یک شرکت باید در محدوده ۲ تا ۲.۵ مرتبه باشد تا بتواند با سود بدون ریسک بانکی و اوراق رقابت کند.

❖ **تله ارزش: (VALUE TRAP)** اینست که برخی تحلیلگران با استناد به داده‌های تاریخی، بازار را با P/E فوروارده ۴.۵ ارزنده می‌دانند. اما ارزندگی یک مفهوم نسبی است؛ با تغییر متغیرهای کلان و افزایش نرخ تنزیل، P/E تاریخی دیگر معیار مناسبی برای تصمیم‌گیری نیست.

❖ **رشد اسمی در برابر رشد واقعی:** در حال حاضر، رشد سودآوری شرکت‌ها عمدتاً ناشی از تورم و اثرات مقداری فروش

❖ **افزایش صرف ریسک نکول (DEFAULT RISK PREMIUM):** با تشدید ریسک‌های سیستماتیک، خریداران اوراق خواهان بازدهی بیشتری برای پوشش ریسک‌های احتمالی هستند.

❖ **بحران تامین مالی در بازار غیررسمی (سایه هزینه سرمایه ۱۰۰ درصدی)**

این نرخ بهره ۴۰ درصدی تمام واقعیت اقتصاد ایران است؟ بررسی‌های میدانی نشان می‌دهد که به دلیل محدودیت شدید اعتبارات بانکی (CREDIT CRUNCH)، هزینه تامین مالی سرمایه در گردش برای بنگاه‌های اقتصادی در بازار غیررسمی بعضاً از مرز ۱۰۰ درصد نیز عبور کرده است.

این شکاف عمیق نشان‌دهنده دو پیامد خطرناک است: اول، انتظارات تورمی فعالان اقتصادی در افق یک‌ساله بسیار بالاتر از آمارهای رسمی است. دوم، هیچ فعالیت مولد و سالمی در اقتصاد قادر به خلق حاشیه سود ۱۰۰ درصدی نیست؛ لذا تداوم این وضعیت به معنای سوق یافتن دومینووار بنگاه‌ها به سمت بحران نقدینگی و ورشکستگی خواهد بود.

❖ **۳. پارادایم جدید ارزش‌گذاری سهام؛ معمای P/E در**

سعید آخوندی

مدیر سرمایه‌گذاری سبدگردان البرز

نمودار میانگین نرخ بهره بدون ریسک (YTM) اوراق بدهی دولتی (از اواسط دهه ۹۰ تاکنون، رآوی یکی از مهم‌ترین تحولات اقتصاد کلان ایران است. گذار از سیاست‌های پولی نسبتاً انبساطی به یک انقباض شدید پولی، نرخ بهره مؤثر را در بازار رسمی به محدوده بی‌سابقه ۴۰ درصد رسانده است. در اقتصاد کلان، نرخ بهره بدون ریسک لنگر ارزش‌گذاری تمام دارایی‌هاست. این مقاله به بررسی ریشه‌های این جهش نرخ و پیامدهای کاربردی آن برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در بورس تهران می‌پردازد.

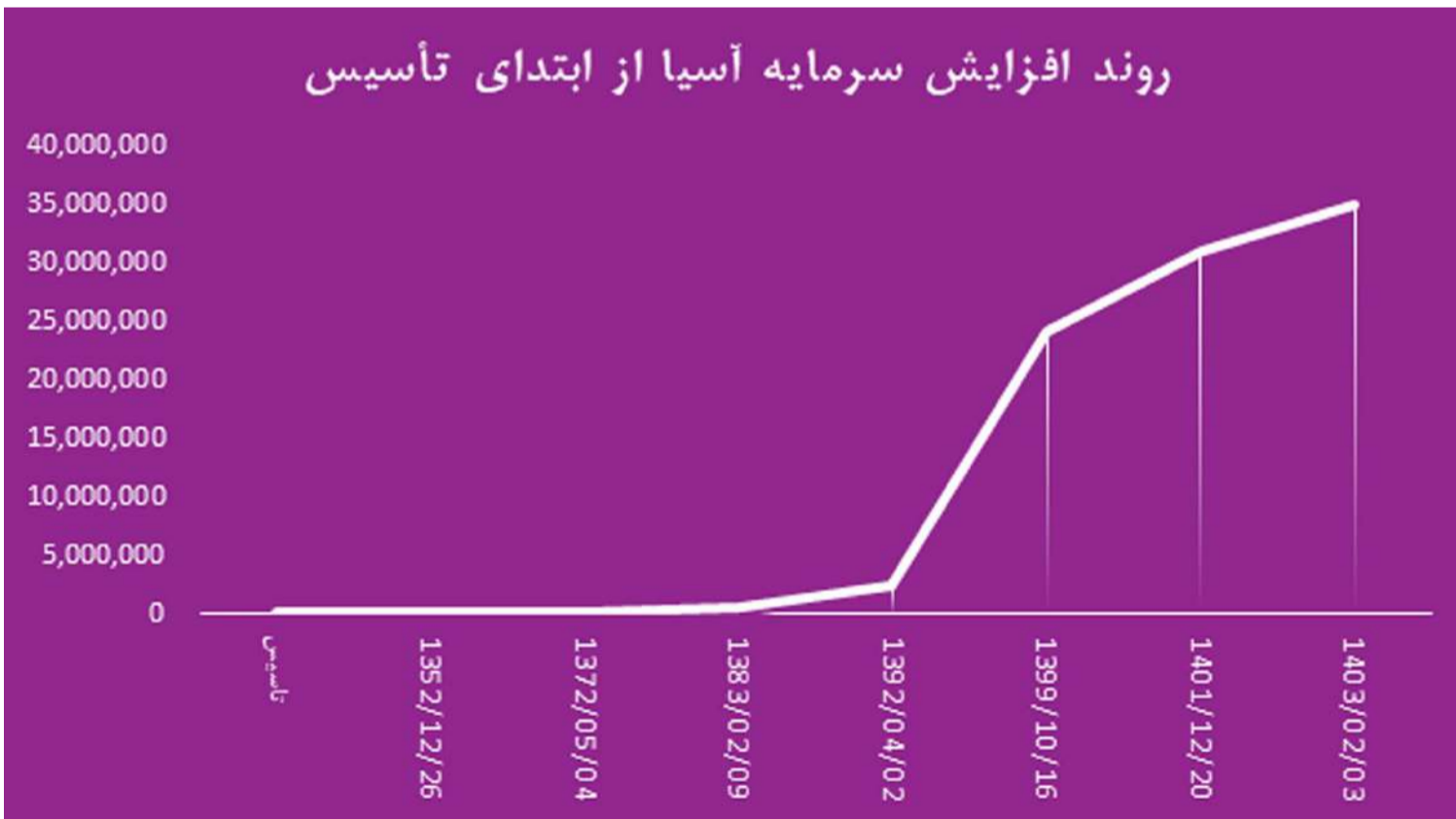
❖ **ریشه‌های جهش نرخ بهره؛ از کسری بودجه تا انتظارات تورمی**

دولت و بانک مرکزی با هدف کنترل تورم و مهار نقدینگی، سیاست انقباضی را در پیش گرفته‌اند. اما دلیل اصلی تثبیت نرخ بهره در کانال ۴۰ درصد، نیاز مبرم دولت به تامین مالی کسری بودجه از طریق انتشار اوراق بدهی (اخزا و ارا) است. از منظر تئوری‌های اقتصادی، دلایل اصلی این جهش عبارتند از:

❖ **معادله فیشر و تورم انتظاری:** بر اساس معادله فیشر، نرخ بهره اسمی تابعی از نرخ بهره حقیقی و تورم انتظاری است. با توجه به تورم ساختاری بالا، سرمایه‌گذاران برای حفظ قدرت خرید خود، تقاضای نرخ‌های بالاتری دارند.

❖ **اثر برون‌رانی بخش خصوصی (CROWDING-OUT EFFECT):** حضور سنگین دولت به عنوان بزرگ‌ترین وام‌گیرنده در بازار بدهی، باعث جذب حداکثری نقدینگی شده و عملاً منابعی برای تسهیلات‌دهی به بخش خصوصی باقی نگذاشته است.

پیشنهاد افزایش سرمایه ۴۴۳,۵۹ درصدی آسیا با پیش بینی NAV ۲۵ هزار میلیارد ریالی



هیئت مدیره شرکت بیمه آسیا به منظور ارتقا جایگاه شرکت در بازار بیمه و کسب بازده بیشتر برای سرمایه‌گذاران پیشنهاد افزایش سرمایه ۴۴۳,۵۹ درصدی را به مجمع ارائه نمود تا با افزایش سودآوری خود

بازده ۲۵ هزار میلیارد ریالی را به ارزش کنونی برای سهامداران به‌ارمغان آورد.

شرکت بیمه آسیا در ۲۱ دی ماه پیشنهاد افزایش سرمایه از مبلغ ۳۵ هزار میلیارد ریال به ۱۹۰ هزار و ۲۵۶ میلیارد ریال معادل ۴۴۳,۵۹ درصد سرمایه فعلی از محل تجدید ارزیابی عرصه و اعیان و سود انباشته را ارائه کرد. این شرکت پیش از افزایش سرمایه مذکور، از ابتدای تاسیس تا کنون ۷ افزایش سرمایه را به ثبت رسانده است.

آسیا که فعالیت خود را با سرمایه صد میلیون ریال در سال ۱۳۳۸ آغاز نمود، اولین افزایش سرمایه خود را در اسفند ۱۳۵۲ به میزان ۴۰۰ میلیون ریال از محل آورده نقدی انجام و ارزش سرمایه خود را به ۵۰۰ میلیون ریال رساند. به طور متوسط این شرکت در هر دهه یک افزایش سرمایه را به ثبت رسانده است که عمدتاً از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌های ثابت بوده است. در دهه ۱۴۰۰، آسیا با بهره‌برداری از سود انباشته خود، دو افزایش سرمایه به ارزش ۶ هزار و ۸۶۸ میلیارد ریال در اسفند ۱۴۰۱ و به ارزش ۴ هزار میلیارد ریال در اردیبهشت ۱۴۰۳ به ثبت رساند.

طبق آخرین صورت مالی شرکت بیمه آسیا مربوط به دوره ۶ ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ماه، ارزش دارایی‌های ثابت شرکت ۳۲ هزار و ۴۱۸ میلیارد ریال و سود انباشته ۱۹ هزار و ۴۳۰ میلیارد ریال ثبت شده است. بر این اساس، آسیا پیشنهاد افزایش ۱۳۰ هزار و ۵۳ میلیارد ریال از محل تجدید ارزیابی عرصه و ۲۰ هزار و ۲۰۳ میلیارد ریال افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی اعیان را در کنار افزایش سرمایه ۵ هزار میلیارد ریالی از محل سود انباشته ارائه کرد تا ۱۵۰ هزار و ۲۵۶

سال ۲۰ درصد آن تقسیم خواهد شد. در صورت مقایسه سود خالص آسیا در دو حالت انجام و عدم انجام افزایش سرمایه، جریان نقدی کل در پایان سال ۱۴۰۸ به ارزش ۴۸ هزار و ۲۶۳ میلیارد ریال خواهد بود که با نرخ تنزیل ۲۸ درصدی، به مبلغ ۲۵ هزار و ۷۸۷ میلیارد ریال در حال حاضر (NAV) می‌رسد.

با این شرایط، اجرای افزایش سرمایه پیشنهادی هیئت مدیره شرکت از دو محل مذکور، میتواند ضمن حفظ سهم بازار و تثبیت جایگاه شرکت آورده ۲۵ هزار و ۷۷۸ میلیارد ریالی را به ارزش فعلی برای سهامداران به‌ارمغان آورد.

با افزایش سرمایه مذکور شرکت بیمه آسیا میتواند سود ناخالص فعالیت‌های بیمه‌ای را از ۱۵ هزار و ۴۴ میلیارد ریال سال ۱۴۰۳ به رقم ۴۰ هزار و ۹۸۵ میلیارد ریال در سال جاری برساند که در ادامه با تداوم روند افزایشی به ارزش ۱۴۷ هزار و ۱۷۷ میلیارد ریال در سال ۱۴۰۸ برسد.

این افزایش سرمایه که با فرض رشد ۴۳ درصدی نرخ رشد حق بیمه همراه با ارتقاء ظرفیت سهم‌نگهداری شرکت پیش‌بینی شده است، میتواند سود خالص ۴۵ هزار و ۴۱۵ میلیارد ریالی را برای آسیا به همراه داشته و برای هر سهم، سود ۲۳۹ ریالی خلق کند که در هر

میلیارد ریال را صرف اصلاح ساختار مالی از محل تجدید ارزیابی املاک نموده و ۵ هزار میلیارد ریال سود انباشته را برای تقویت سرمایه در گردش استفاده نماید آسیا با پیشنهاد این افزایش سرمایه میتواند به حفظ و ارتقا سهم خود در بازار بیمه پرداخته و با افزایش منابع لازم جهت توسعه فعالیت‌های آتی شرکت، میزان حق بیمه صادره را در طی سال‌های آتی افزایش داده و از ۶۰۰ هزار و ۳۱۹ میلیارد ریال سال ۱۴۰۴ به ۲,۷۰۲ هزار و ۸۵۵ میلیارد ریال برساند تا درآمد حق بیمه ناخالص از ۵۱۹ هزار و ۹۲۷ میلیارد ریال به ۲,۲۵۳ هزار و ۴۵۷ میلیارد ریال برساند.

آیا بازار سهام در سایه بازدهی ۴۰ درصدی اخزا هنوز توجیه سرمایه گذاری دارد؟

علی سلامت

مدیر عرضه و پذیرش شرکت‌ها - کارگزاری آینده نگر خوارزمی



افزایش بازدهی اوراق اخزا و صندوق‌های درآمد ثابت به سطوحی نزدیک به ۴۰ درصد، این پرسش جدی را در ذهن فعالان بازار ایجاد کرده است که آیا در چنین شرایطی، بازار سهام همچنان توجیهی برای سرمایه گذاری دارد یا خیر؟ پاسخ به این سؤال، برخلاف تصور رایج، یک پاسخ مطلق و صفر و یکی نیست، بلکه به افق سرمایه گذاری، نوع سهام و سطح ریسک پذیری سرمایه گذار وابسته است.

در کوتاه مدت و از منظر مقایسه‌ای، بازار سهام به وضوح در رقابت با ابزارهای کم‌ریسک عقب‌نشینی کرده است. زمانی که نرخ بازده بدون ریسک به محدوده‌های بالا می‌رسد، انتظار بازدهی از سهام نیز به همان نسبت افزایش می‌یابد. در نتیجه، بسیاری از سهام که در دوره‌های گذشته با بازده‌های متوسط جذاب تلقی می‌شدند، در شرایط فعلی فاقد مزیت رقابتی هستند. این موضوع به ویژه برای سرمایه‌گذارانی که افق کوتاه مدت دارند یا به دنبال حفظ اصل سرمایه هستند، اهمیت دوچندان پیدا می‌کند.

با این حال، بازار سهام ماهیتی ذاتاً متفاوت از بازار بدهی دارد. ابزارهای با درآمد ثابت، بازدهی اسمی مشخص و محدودی ارائه می‌دهند، در حالی که بازار سهام، به رغم ریسک بالاتر، امکان پوشش تورم و حتی خلق بازده واقعی مثبت در افق‌های میان مدت و بلندمدت را فراهم می‌کند. از این منظر، نمی‌توان به طور کلی حکم به خروج کامل از بازار سهام داد، بلکه باید رویکرد سرمایه گذاری را باز تعریف کرد. نکته کلیدی آن است که در فضای نرخ‌های بهره بالا، بورس از

بایات تری را تجربه می‌کنند. دومین گروه، شرکت‌های با سود نقدی قابل اتکا و سیاست تقسیم سود شفاف هستند. در دوره‌های نرخ بهره بالا، سود نقدی به یکی از مهم‌ترین عوامل جذابیت سهام تبدیل می‌شود. سرمایه‌گذار ترجیح می‌دهد در ازای پذیرش ریسک سهام، حداقل بخشی از بازده خود را به صورت نقدی و قابل پیش‌بینی دریافت کند. بنابراین، شرکت‌هایی که سابقه تقسیم سود منظم و نسبت پرداخت مناسب دارند، نسبت به سایر نمادها وضعیت بهتری خواهند داشت.

گروه سوم، سهام با نسبت‌های ارزش گذاری پایین و حاشیه امنیت مناسب هستند. در شرایطی که نرخ بازده بدون ریسک بالاست، بازار نسبت به سهام گران‌قیمت و دارای انتظارات خوش‌بینانه حساس‌تر می‌شود. در مقابل، شرکت‌هایی که با تخفیف نسبت به ارزش ذاتی معامله می‌شوند یا نسبت‌های قیمتی آن‌ها در سطوح محافظه‌کارانه قرار دارد، شانس بیشتری

یک بازار «عمومی و فراگیر» به یک بازار «انتخاب‌محور» تبدیل می‌شود. به بیان دیگر، دوران رشد‌های همگانی و موج‌های گسترده صعودی کمرنگ شده و جای خود را به دوره‌ای می‌دهد که تنها برخی سهام خاص، با ویژگی‌های مشخص، قادر به جذب سرمایه و بقا هستند.

چه سهامی در فضای نرخ بهره بالا شانس بقا و جذابیت دارند؟

نخستین گروه، شرکت‌های دارای جریان نقد عملیاتی قوی و پایدار هستند. در شرایطی که سرمایه‌گذار می‌تواند بازدهی قابل قبولی از ابزارهای بدون ریسک کسب کند، تنها شرکت‌هایی مورد توجه قرار می‌گیرند که توانایی ایجاد نقدینگی واقعی و مستمر داشته باشند. این شرکت‌ها معمولاً وابستگی کمتری به استقراض، افزایش سرمایه‌های مکرر یا تأمین مالی پرهزینه دارند و از منظر ریسک مالی، وضعیت

برای حفظ تقاضا دارند. گروه چهارم، شرکت‌هایی هستند که از تورم یا نوسانات ارزی منتفع می‌شوند. هر چند نرخ‌های بهره بالا جذابیت بورس را کاهش می‌دهد، اما در اقتصادی مانند ایران که تورم ساختاری همچنان یک متغیر تعیین‌کننده است، برخی شرکت‌ها توانایی انتقال تورم به قیمت محصولات خود را دارند. این ویژگی می‌تواند بخشی از فشار ناشی از افزایش نرخ تنزیل را جبران کند.

در مقابل، سهام رشدی، پروژه‌محور و شرکت‌هایی که سودآوری آن‌ها به افق‌های بلندمدت و نامطمئن وابسته است، بیشترین آسیب را در این فضا متحمل می‌شوند. چرا که افزایش نرخ بازده بدون ریسک، مستقیماً ارزش فعلی سودهای آتی این شرکت‌ها را کاهش می‌دهد و جذابیت آن‌ها را برای سرمایه‌گذاران کم‌رنگ می‌کند.

جمع‌بندی: بورس حذف نمی‌شود، اما سخت‌گیرانه‌تر می‌شود

در نهایت می‌توان گفت افزایش بازدهی اوراق اخزا به سطوح بالا، به معنای حذف کامل توجیه سرمایه‌گذاری در بازار سهام نیست، بلکه به معنای سخت‌تر شدن شرایط انتخاب و افزایش حساسیت بازار به کیفیت سود و ساختار مالی شرکت‌هاست. در چنین فضای، سرمایه‌گذاری در بورس بیش از هر زمان دیگری نیازمند تحلیل دقیق، نگاه بلندمدت و پرهیز از رفتارهای هیجانی است.

بازار سهام در این مقطع، بیش از آنکه میدان ریسک‌پذیری گسترده باشد، محیطی برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و انتخاب‌گر است؛ سرمایه‌گذارانی که می‌دانند در سایه نرخ‌های بهره بالا، تنها سهامی زنده می‌مانند که پشتوانه سود واقعی، جریان نقدی پایدار و ارزش گذاری منطقی داشته باشند.

پیشنهاد افزایش سرمایه ۲۶ درصدی

پتروشیمی پارس از محل سود انباشته تأمین مالی طرح‌های توسعه بدون فشار نقدینگی



شرکت پتروشیمی پارس در بهمن ماه سال جاری پیشنهاد افزایش سرمایه خود را از ۴۷۶ هزار میلیارد ریال به ۶۰۰ هزار میلیارد ریال از محل سود انباشته ارائه کرد. این افزایش سرمایه با هدف اصلاح ساختار مالی، حفظ نقدینگی و کاهش وابستگی به تسهیلات بانکی برای اجرای طرح‌های توسعه در دستور کار قرار گرفته است.

شرکت پتروشیمی پارس در بهمن ماه سال جاری پیشنهاد افزایش سرمایه خود را از مبلغ ۴۷۶ هزار و ۴۹ میلیارد ریال به مبلغ ۶۰۰ هزار میلیارد ریال از محل سود انباشته ارائه کرد تا به این ترتیب ساختار مالی خود را اصلاح نموده و از خروج نقدینگی جلوگیری نماید این شرکت طی ۵ سال گذشته یک افزایش سرمایه انجام داده است که در سال ۱۴۰۱ به میزان ۷۸۳۴ درصد به مبلغ ۴۷ هزار و ۴۹ میلیارد ریال از محل مازاد تجدید ارزیابی سرمایه گذاری‌ها صورت گرفت که صرف اصلاح ساختار مالی شرکت گردید.

در سه سال گذشته پارس با افزایش فروش محصولات موفق شد تا درآمدهای عملیاتی خود را از مبلغ ۵۱۵ هزار و ۹۵۲ میلیارد ریال در سال ۱۴۰۱ به مبلغ ۱۰۱۱ هزار و ۹۱ میلیارد ریال در سال ۱۴۰۳ برساند. لازم به ذکر است این شرکت در ۶ ماهه نخست سال جاری درآمد عملیاتی ۵۷۴ هزار و ۲۸۳ میلیارد ریال را محقق نمود.

روند افزایشی درآمد این شرکت در کسب سود خالص نیز به خوبی قابل مشاهده است؛ به طوری که سود خالص سال ۱۴۰۱ شرکت پتروشیمی پارس به ارزش ۱۴۵ هزار و ۲۳۷ میلیارد ریال محقق گردید و تا سال ۱۴۰۳ به ارزش ۱۸۵ هزار و ۱۰۶ میلیارد

رساند. بنابراین شرکت در صورت تأمین مالی طرح‌های توسعه از محل منابع داخلی نیاز کمتری به اخذ تسهیلات بانکی یا استفاده از سایر روش‌های تأمین مالی پیدا خواهد کرد موجب تحمیل هزینه‌های مالی به شرکت می‌شوند.

با انجام افزایش سرمایه مذکور شرکت در سال جاری می‌تواند ۱۲۳ هزار و ۹۵۱ میلیارد ریال را برای اجرای طرح توسعه خود تأمین نماید و تنها ۸۲ هزار و ۱۹۲ میلیارد ریال را تسهیلات اخذ کند تا به این ترتیب ۲۰۶ هزار و ۱۴۲ میلیارد ریال را برای طرح توسعه فراهم نماید که تنها ۱۱۷ هزار و ۴۱۷ میلیارد ریال برای پیشبرد طرح توسعه در سال ۱۴۰۴ نیاز باشد. اگرچه شرکت ممکن است در سال ۱۴۰۵ به اخذ ۱۵۸ هزار و ۹۲۳ میلیارد ریال نیاز داشته باد اما در سال ۱۴۰۶ تا ۱۴۰۷ ارزش تسهیلات اخذ شده دصد کمتری خواهد بود.

بنابراین، در سال ۱۴۰۴ مانده اول دوره تسهیلات اخذ شده به ارزش ۳۵ هزار و ۹۹۰ میلیارد ریال بوده و تنها مبلغ ۸۲ هزار و ۹۲ میلیارد ریال اخذ می‌گردد. در سال ۱۴۰۵ نیز با دریافت مبلغ ۱۵۸ هزار و ۹۲۳ میلیارد ریال و پرداخت ۴۵ هزار میلیارد ریال، مانده تسهیلات پایان دوره به مبلغ ۱۹۷ هزار و ۱۰۴ میلیارد ریال می‌رسد. در سال ۱۴۰۶ نیز شرکت تنها به ۸۲ هزار و ۷۸۰ میلیارد ریال تسهیلات جدید نیاز خواهد داشت و خواهد توانست مبلغ پرداختی تسهیلات را به ۹۴ هزار میلیارد ریال افزایش دهد.

طبق پیشنهاد هیئت مدیره شرکت پتروشیمی پارس این افزایش سرمایه معادل ۲۶ درصد سرمایه فعلی طی یک مرحله صورت خواهد گرفت و اجرای افزایش سرمایه مذکور، بازده ۴۴.۸۸ را نصیب سرمایه‌گذاران خواهد کرد که ارزش فعلی آن معادل ۳۵۸۳ میلیارد ریال با دوره بازگشت ۳ ساله می‌باشد.

انباشته شرکت پتروشیمی پارس در پایان ۶ ماهه نخست امسال با توجه به مصوبه تقسیم سود برای سال مالی ۱۴۰۳ و تحقق سود خالص ۴۲ هزار و ۷۵۲ میلیارد ریالی به رقم ۱۸۹ هزار و ۸۲۵ میلیارد ریال رسید.

افزایش سرمایه از محل سود انباشته ضمن اصلاح ساختار مالی شرکت پتروشیمی پارس می‌تواند نقدینگی لازم برای طرح‌های توسعه شرکت را فراهم نماید به طوری که در سال ۱۴۰۳ شرکت ۳۰ درصد منابع طرح‌های توسعه را به ارزش ۴ هزار و ۳۷۴ میلیارد ریال از منابع داخلی و ۷۰ درصد را از محل اخذ تسهیلات به ارزش ۱۰ هزار و ۲۰۷ میلیارد ریال تأمین کرد که ارزش کل منابع تأمین شده برای طرح توسعه به رقم ۱۴ هزار و ۵۸۱ میلیارد ریال

ریال رشد یافت. همچنین سود خالص این شرکت در ۶ ماهه نخست امسال به مبلغ ۴۲ هزار و ۷۵۲ میلیارد ریال صعود کرد.

شرکت پتروشیمی پارس با سیاست حفظ نقدینگی در صد تقسیم سود خود طی سال‌های گذشته را تغییر داده است. این شرکت که در تحقق سود هر سهم روند افزایشی داشته و موفق به بهبود آن از مبلغ ۳۰۵ ریال در سال ۱۴۰۱ به مبلغ ۳۸۹ ریال شده است، سود تقسیمی خود را از ۲۶۰ ریال طی سال ۱۴۰۱ به ۱۶۰ ریال در سال ۱۴۰۳ رسانده است.

این سیاست حفظ نقدینگی در شرکت طی ۳ سال اخیر موجب افزایش سود انباشته شرکت از مبلغ ۱۷۲ هزار و ۷۳۰ میلیارد ریال به ۲۲۵ هزار و ۳۷۸ میلیارد ریال در سال ۱۴۰۳ گردید. ارزش سود

افزایش ۴۶۰ درصدی سود خالص کارگزاری صبا جهاد در سال مالی ۱۴۰۴



مجمع عادی سالیانه شرکت کارگزاری صبا جهاد روز شنبه ۲۵ بهمن ماه ۱۴۰۴ در محل هلدینگ مالی صندوق بازنشستگی برگزار گردید و طی آن، عملکرد شرکت در سال مالی منتهی به ۳۰ آذر ۱۴۰۴ مورد بررسی و تصویب سهامداران قرار گرفت.

در ابتدای این مجمع، حامد قناعتی مدیرعامل شرکت، به ارائه گزارش عملکرد هیئت مدیره پرداخت. وی با اشاره به شرایط پر تلاطم بازار سرمایه و تأثیرات ناشی از نوسانات اقتصادی، تورم و بی ثباتی های منطقه‌ای، از افزایش ۴۶۰ درصدی سود خالص کارگزاری نسبت به سال مالی گذشته خبر داد.

قناعتی این موفقیت را حاصل تمرکز ویژه بر افزایش همکاری با شرکت های حقوقی، مدیریت بهینه منابع نقدی و رشد ۸۹ درصدی ارزش معاملات عنوان کرد.

از جمله مهمترین مصوبات این مجمع، تصویب صورت های مالی سالانه و تقسیم سود نقدی به مبلغ ۱۹۲ ریال به ازای هر سهم بود. همچنین بر اساس دستور کار مجمع، حسابرس و بازرس قانونی شرکت برای سال مالی جدید انتخاب شدند و روزنامه اطلاعات به عنوان روزنامه کثیرالانتشار برای درج آگهی های کارگزاری تعیین گردید.

مدیرعامل کارگزاری صبا جهاد در بخش دیگری از سخنان خود با اشاره به اصلاح ساختار سرمایه گذاری، از جابجایی سازی شرکت و

مدیرعامل گروه فولاد مبارکه با پیش بینی شکسته شدن رکورد تولید سالانه مطرح کرد:

رشد خیره کننده تولید در فولاد مبارکه با تحقق بیش از ۱۰۳ درصدی برنامه

با کاهش اتکا به شبکه برق سراسری توانست بالاترین میزان رشد تولید در تاریخ بهره برداری خود را به ثبت برساند.

تحقق ۱۰۲ درصدی برنامه تولید کلاف گرم فولاد مبارکه
به گفته مدیرعامل گروه فولاد مبارکه در زمینه تولید کلاف گرم در فولاد مبارکه نیز با تولید ۴ میلیون و ۸۳۵ هزار تن ۱۰۲ درصد برنامه محقق شده و نیاز صنایع داخلی کشور، به انواع ورق های فولادی گرم تأمین شده است.

رشد ۱۵.۱ درصدی تولید آهن اسفنجی و ۲.۷ درصدی کلاف گرم شرکت فولاد نورد سبا

وی از روند روبه رشد تولید در گروه فولاد مبارکه به عنوان یکی دیگر از دستاوردها از ابتدای سال جاری تا پایان بهمن ماه یاد و اضافه کرد: در یازده ماهه سال ۱۴۰۴ تولید آهن اسفنجی در شرکت فولاد و نورد سبا با تحقق ۱۱۷ درصدی برنامه به یک میلیون و ۲۸۳ هزار تن افزایش یافته که این میزان تولید نسبت به یازده ماهه سال ۱۴۰۳ رشد ۱۵.۱ درصدی را نشان می دهد. ضمن اینکه در همین بازه زمانی تولید کلاف گرم شرکت فولاد و نورد سبا با رشد ۲.۷ درصدی نسبت به مدت مشابه سال ۱۴۰۳ به ۱.۵ میلیون تن افزایش یافته است. مدیرعامل گروه فولاد مبارکه خاطر نشان کرد: گروه فولاد مبارکه همچنان با حفظ سهم حدود ۳۴ درصدی در تولید فولاد خام کشور، نقش بسزایی در حفظ رتبه دهم ایران بین تولیدکنندگان برتر فولاد جهان دارد. وی از روند روبه رشد تولید در گروه فولاد مبارکه به عنوان یکی دیگر از دستاوردها از ابتدای سال جاری تا پایان بهمن ماه یاد و اضافه کرد: در یازده ماهه سال ۱۴۰۴ تولید آهن اسفنجی در شرکت فولاد و نورد سبا با تحقق ۱۱۷ درصدی برنامه به یک میلیون و ۲۸۳ هزار تن افزایش یافته که این میزان تولید نسبت به یازده ماهه سال ۱۴۰۳ رشد ۱۵.۱ درصدی را نشان می دهد. ضمن اینکه در همین بازه زمانی تولید کلاف گرم شرکت فولاد و نورد سبا با رشد ۲.۷ درصدی نسبت به مدت مشابه سال ۱۴۰۳ به ۱.۵ میلیون تن افزایش یافته است. وی با ابراز امیدواری به تداوم این روند تا پایان سال تصریح کرد: با برنامه ریزی هوشمندانه تولید و به همت همکاران، پیش بینی می شود پایان سال ۱۴۰۴ شاهد شکسته شدن تمامی رکوردهای سالانه شرکت و همچنین شرکت های گروه نسبت به کل ادوار تاریخ بهره برداری تا کنون باشیم.



در شرایطی که صنعت کشور با چالش های ناترازی انرژی و محدودیت های شبکه سراسری مواجه بود، شرکت فولاد مبارکه در پایان یازده ماهه سال ۱۴۰۴ موفق به ثبت بالاترین میزان رشد تولید در تاریخ

بهره برداری شرکت نسبت به مدت مشابه در ادوار گذشته شد. سعید زرنندی، مدیرعامل گروه فولاد مبارکه، با اعلام این مطلب گفت: آمارهای مثبت از عملکرد در خشان کارکنان بخش های فولاد مبارکه نشان می دهد که از ابتدای سال جاری تا پایان بهمن ماه، کارکنان بلندهمت نواحی آهن سازی، فولاد سازی و ریخته گری مداوم، ناحیه نورد گرم و نورد سرد و همچنین کارکنان شرکت فولاد و نورد سبا فراتر از برنامه های خود به رشد بی سابقه ای دست یافته اند.

رشد ۱۹ درصدی تولید گندله در فولاد مبارکه

به گفته وی، کارکنان واحد گندله سازی فولاد مبارکه توانستند با تولید ۶ میلیون و ۲۲۸ هزار تن گندله در یازده ماهه سال ۱۴۰۴ و تحقق ۱۰۲ درصدی برنامه، به رشد ۱۹ درصدی تولید نسبت به مدت مشابه سال ۱۴۰۳ دست یابند.

رشد ۱۲.۱ درصدی تولید آهن اسفنجی فولاد مبارکه

مدیرعامل گروه فولاد مبارکه در ادامه از تولید ۶ میلیون و ۷۲۳ هزار تن آهن اسفنجی در واحدهای احیا مستقیم فولاد مبارکه خبر داد و گفت: طی یازده ماهه اخیر، ۱۱۳ درصد از برنامه تولید آهن اسفنجی شرکت محقق شده و به رشد ۱۲.۱ درصدی نسبت به مدت مشابه سال گذشته دست یافته ایم.

رشد ۲.۱ درصدی تولید تختال در فولاد مبارکه

بنا بر اظهارات زرنندی، از ابتدای سال ۱۴۰۴ که صنایع مختلف به ویژه فولادسازان همچنان با محدودیت های انرژی و بسیاری از چالش های دیگر مواجه بوده اند، تولید ۶ میلیون و ۹۵۹ هزار تن تختال و تحقق ۱۰۳ درصدی برنامه سالانه تولید و رشد ۲.۱ درصدی در این زمینه از دیگر اخبار مسرت بخش و امید آفرین در حوزه تولید کشور است. وی با تأکید بر اینکه خوشبختانه سرمایه گذاری های فولاد مبارکه در حوزه برق و آب در این شرایط سخت به ثمر رسیده است، خاطر نشان کرد: امروز گروه فولاد مبارکه




شرکت آلومینای ایران

IRAN ALUMINA CO



وبسایت



CATALOG

جایزه قطب سوم تولید شمش آلومینیوم کشور



ISO 50001 ENERGY MANAGEMENT
50001

WWW.IRANALUMINA.IR
info@iranalumina.ir
+۹۸۵۸۳۲۷۳۰۸۱-۵

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

کسری ساختاری بودجه و فشار بر بازار بدهی؛

دوراهی نرخ بهره و تورم

محدودیت ایجاد می کنند.

در سناریوی انتشار اوراق، ترکیب ۲۰۰ همت اوراق فروش نرفته و ۳۰۰ همت اوراق جدید، ۵۰۰ همت فشار بر بازار بدهی وارد می کند. این حجم عرضه بیش از ظرفیت تاریخی بازار است و احتمالاً بدون افزایش محسوس نرخ سود قابل جذب نخواهد بود. افزایش نرخ بازده اوراق به معنای رشد نرخ بهره در کل اقتصاد است که می تواند بر بازار سهام، هزینه تأمین مالی شرکت‌ها و حتی بازار مسکن اثر بگذارد.

ظرفیت اصلی جذب اوراق در اختیار بانک‌ها و صندوق‌های درآمد ثابت است. بانک‌ها بزرگ‌ترین خریداران هستند، اما محدودیت‌های ترازنامه‌ای دارند. صندوق‌های درآمد ثابت وابسته به ورود نقدینگی جدیدند و صندوق‌های بانکشستگی و بیمه نیز به دلیل بدهی‌های انباشته دولت توان عملیاتی محدودی دارند. مشارکت سرمایه‌گذاران خرد معمولاً پایین است. بنابراین جذب ۵۰۰ همت اوراق بدون افزایش نرخ بهره یا مشوق‌های قوی بسیار دشوار خواهد بود.

اگر دولت نتواند اوراق بفروشد و نه از صندوق توسعه برداشت کند، گزینه‌های دیگر شامل استقراض از بانک مرکزی، کاهش هزینه‌های جاری یا اصلاح قیمت حامل‌های انرژی خواهد بود. هر یک از این گزینه‌ها پیامد ترمیمی یا اجتماعی دارد و احتمالاً ترکیبی از آن‌ها اجرا خواهد شد.

افزایش نرخ بهره پیامد مهمی برای صندوق‌های اهرمی دارد. این صندوق‌ها با استفاده از بدهی فعالیت می کنند و رشد نرخ بهره، هزینه تأمین مالی آن‌ها را افزایش می دهد. در نتیجه ممکن است اهرم خود را کاهش دهند یا دارایی‌ها را بفروشند، که فشار فروش در بازار سهام را افزایش می دهد.

در مجموع، مسیر تأمین کسری بودجه و تصمیمات دولت درباره نرخ بهره، عامل تعیین کننده تعادل بازارهای مالی ایران در ماه‌های آینده خواهد بود.

محمد مهاجر

تحلیلگر کارگزاری پیشرو

افزایش کسری بودجه دولت و باقی ماندن حدود ۶۰۰ هزار میلیارد تومان تعیین تکلیف نشده، اقتصاد ایران را در برابر تصمیمات سیاستی مهمی قرار داده است. نحوه تأمین این کسری چه از مسیر برداشت از صندوق توسعه ملی و چه از طریق انتشار اوراق بدهی صرفاً یک اقدام مالی نیست، بلکه مسیر نرخ بهره، تورم و تعادل بازارهای مالی در ماه‌های پیش‌رو را تعیین خواهد کرد.

اقتصاد ایران با کسری ساختاری مواجه است. برآوردها نشان می دهد کسری کل بودجه حدود ۸۵۰ همت است که از این میان ۲۰۰ همت اوراق فروش نرفته و ۶۰۰ همت هنوز تعیین تکلیف نشده است. رشد هزینه‌های جاری، محدودیت درآمدهای نفتی و فشار ترمیمی، شکل‌گیری چنین شکافی را قابل پیش‌بینی کرده است. ساختار بودجه طی سال‌های اخیر به گونه‌ای بوده که سهم هزینه‌های اجتناب‌ناپذیر افزایش یافته و انعطاف دولت برای مدیریت هزینه‌ها کاهش پیدا کرده است.

دولت برای تأمین کسری دو مسیر اصلی دارد: برداشت از صندوق توسعه ملی یا انتشار اوراق بدهی. برداشت از صندوق سریع و اجرایی است، اما استفاده از منابع بین‌نسلی برای هزینه‌های جاری، پایداری مالی را تضعیف می کند. انتشار اوراق بدهی نیز اگر صرف بازپرداخت بدهی‌های قبلی شود، تنها کسری را به آینده منتقل می کند. به همین دلیل احتمالاً دولت ترکیبی از این دو مسیر را انتخاب خواهد کرد.

بانرخ دلار ۱۵۰ هزار تومان، تأمین ۶۰۰ همت معادل حدود ۴ میلیارد دلار است. از نظر ذخایر صندوق توسعه ملی این رقم شدنی است، اما تعهدات قبلی و فشارهای سیاسی و مالی

بودجه در آستانه نقطه گسست؛

شکاف ۶۰۰ همتی و آزمون نهایی بازار بدهی ایران

امیر حسین بیطرفان

کارشناس تحلیل صورتهای مالی و ارزش گذاری اوراق بهادار

در ارزیابی شکاف مالی بودجه سال جاری ایران، اگرچه اعداد رسمی و نهایی ممکن است از نهادهای مختلف تاحدی متفاوت گزارش شود، اما یک واقعیت فنی و قابل تحلیل وجود دارد: وقتی حدود ۲۰۰ همت اوراق فروش نرفته در بازار بدهی باقی مانده و کسری حدود ۶۰۰ همت تعیین تکلیف نشده به عنوان حفره تأمین مالی پیش‌رو قرار می گیرد، این وضعیت نه تنها غیرمنتظره نیست، بلکه نشانه آشکار یک روند نظام‌مند ناترازی در بودجه عمومی است که طی سال‌های اخیر تشدید شده است. مطابق داده‌های بین‌المللی، کسری بودجه ایران در سال‌های اخیر نسبت به تولید ناخالص داخلی در سطوح قابل توجهی قرار دارد و پیش‌بینی می شود تا حدود ۶٪ از GDP در سال جاری منفی باشد، که در مقیاس تاریخی نیز قابل توجه است.

این شکاف عمیق ناشی از چند عامل ساختاری است: رکود درآمدهای نفتی به دلیل تحریم‌ها و محدودیت صادرات، رشد هزینه‌های جاری و انتقال بخش قابل توجهی از توان مالی به مصارف غیر اقتصادی و وابستگی بودجه به ابزارهای استقراضی به جای درآمدهای پایدار مالیاتی. به عنوان مثال، در سال‌های پیشین دولت مجبور به برداشت از منابع صندوق توسعه ملی برای جبران بخشی از کسری و تحقق تعهدات شده است، و فروش اوراق خزانه عملاً به ابزار تکرار شونده برای تسویه بدهی‌های گذشته تبدیل شده است. وقتی صحبت از تأمین کسری ۶۰۰ همتی می شود، دو مسیر اصلی - برداشت از صندوق توسعه ملی یا انتشار اوراق جدید - از منظر فنی و نهادی قابل بررسی هستند. انتخاب میان این دو گزینه بر اساس وزن بدهی به هزینه‌های ترمیمی و مالی، فشار بر بازار بدهی و تبعات بلندمدت حکمرانی مالی صورت می گیرد. انتشار اوراق جدید اگرچه از منظر تکنیکال فشار نقدینگی را کمتر ایجاد می کند، اما ظرفیت جذب بازار بدهی داخلی محدود است و برای جذب ۵۰۰ همت اوراق جدید (که شامل ۲۰۰ همت فروش نرفته و ۳۰۰ همت عرضه جدید فرضی است) نیازمند نهادهای بزرگ خریدار و چشم‌انداز سود جذاب است. بازار بدهی ایران تحت فشار ناترازی بانک‌ها، ضعف عمق و نقدشوندگی و تمایل پایین بخش خصوصی به نگهداری اوراق با بازده اسمی بالا قرار دارد، بنابراین جذب این حجم عرضه می تواند به افزایش بازده مورد انتظار و تضعیف بیشتر قیمت‌ها منجر شود.

از سوی دیگر، برداشت از صندوق توسعه ملی ظرفیت بالقوه چشمگیری دارد، اما الزامات قانونی و سیاستگذاری و همچنین الزامات حکمرانی و توافق نهادی، مانع استفاده بی‌حداز این ابزار می شود. آمارهای بین‌المللی و تحلیل‌های رسمی نشان می دهد که این صندوق در طول عمر خود منابع چنددهه‌میلیارد دلاری (بر اساس برخی گزارش‌ها تا حدود ۱۵۰ میلیارد دلار دارایی کل) جمع کرده است ولی دارایی در دسترس و قابل برداشت بسیار کمتر است و بخش زیادی از منابع آن در قالب تسهیلات دولتی و پروژه‌های سرمایه‌گذاری

بلندمدت به کار رفته یا با تعهدات روبه‌رو است. بنابراین این گزینه نیز چندان ساده نیست: برداشت مستقیم برای جبران کسری بودجه به معنای کاهش ذخایر استراتژیک کشور، افزایش انتظارات تورمی در بازار ارز و فشار بسیار شدید بر نرخ ارز و نقدینگی خواهد بود، امری که بیشتر به عنوان «تورم‌پوشی» تلقی می شود تا راه‌حل واقعی. به علاوه، استفاده از این منابع به نیاز به مجوز رهبری و تضاد با هدف اولیه صندوق (حفظ بخشی از درآمدهای نفتی برای نسل‌های آینده) دارد، امری که ممکن است در سطوح سیاستگذاری کلان محدود شود.

اما اگر اوراق جدید منتشر شود، سناریوی فشار ۵۰۰ همتی بر بازار بدهی، به معنای آن است که ظرفیت جذب این ابزارها به شدت تحت فشار قرار خواهد گرفت. در بسیاری از کشورها، نهادهایی مانند بانک‌ها، صندوق‌های بانکشستگی، و سرمایه‌گذاران نهادی بخشی از اوراق دولت را جذب می کنند، اما در ایران به دلیل مشکلات ساختاری در بخش بانک‌ها، کم‌عمقی بازار سرمایه و جذب پایین پس‌اندازهای خرد به ابزارهای بدهی دولتی، ظرفیت محدود است. بانک‌ها خود به عنوان خریداران سنتی اوراق، با کسری نقدینگی و مشکلات الگوهای اعتباری مواجه‌اند و نمی‌توانند حجم قابل توجهی از اوراق جدید را بدون فشار اضافه بر نسبت‌های سرمایه و نقدینگی جذب کنند. صندوق‌های بانکشستگی نیز با چالش‌های پرداخت و نبود دارایی‌های امن با بازده واقعی روبه‌رو هستند، و سرمایه‌گذاران خرد در هیچ‌یک از شرایط کنونی تمایل چندانی به نگهداری اوراق با ریسک نقدشوندگی بالا ندارند.

در صورتی که نه اوراق جدید فروخته شود و نه برداشت از صندوق توسعه ملی مجاز یا ممکن باشد، دولت می تواند به گزینه‌های جایگزین مانند افزایش مالیات یا بهبود پایه مالیاتی، کاهش هزینه‌های جاری از طریق تعدیل بارانه‌ها و بازنگری ساختاری بودجه، یا مبادرت به اصلاحات نهادی در نحوه تخصیص منابع و درآمدهای پایدار روی آورد؛ گزینه‌هایی که البته چالش‌های سیاسی و اجتماعی قابل توجهی دارند و در کوتاه‌مدت دسترسی به منابع سریع را فراهم نمی کنند.

در نهایت، اگر نرخ بهره در اقتصاد افزایش یابد، صندوق‌های اهرمی (که بر اساس اهرم مالی و تأمین مالی غالباً در بازار بدهی فعال‌اند) با افزایش هزینه تأمین مالی مواجه خواهند شد؛ هزینه بهره بالاتر، ارزش فعلی خالص اوراق را کاهش داده، و فشار بر ساختار سرمایه آنها را افزایش می دهد، که می تواند منجر به تضعیف بیشتر توانایی این صندوق‌ها در خرید اوراق دولت و افزایش ریسک‌های اعتباری در پرتفوی‌شان شود. این تقویت هزینه سرمایه تأثیر مستقیم بر بازار بدهی خواهد داشت و ظرفیت جذب اوراق جدید را بیش از پیش تحت فشار قرار می دهد.

در جمع‌بندی، شکاف مالی فعلی بودجه ایران نه یک پدیده کاملاً غیرقابل پیش‌بینی بود و نه راه‌حل ساده‌ای دارد؛ این موضوع ریشه در ناترازی‌های ساختاری، ضعف منابع درآمدی پایدار، و ضعف عمق بازار بدهی و ابزارهای مالی دارد. انتخاب میان برداشت از صندوق توسعه ملی و انتشار اوراق جدید تا حد زیادی تابع هزینه‌های اقتصادی، تبعات نقدینگی، و چشم‌انداز نرخ بهره و تورم خواهد بود، و هیچ‌یک از این گزینه‌ها بدون هزینه‌های اقتصادی مالی نیستند.

پایان مرحله دوم افزایش سرمایه تجلی در ۱۴۰۴



شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات

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

با ثبت مرحله نخست افزایش سرمایه

خود در مهر ماه، فرایند افزایش

سرمایه مرحله دوم را از ۲۸ دیماه آغاز

کرد تا با ارائه مهلت یکماهه برای مشارکت سهامداران، در نهایت آن را در ۲۷ بهمن ماه به



پایان رساند.

شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات در آذر ماه سال گذشته پیشنهاد افزایش سرمایه از مبلغ ۸۶ هزار میلیارد ریال به ۱۱۷ هزار و ۹۰۰ میلیارد ریال از محل مطالبات حال شده سهامداران و آورده نقدی را ارائه نمود تا به این ترتیب در کنار صرف ۸۷ میلیارد ریال وجه از منابع داخلی، با استفاده از افزایش سرمایه مذکور به جبران مخارج مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه پذیر به ارزش ۴۴۷ میلیارد ریال، جبران مخارج سرمایه گذاری در حوزه معدنی به ارزش ۷۷۵ میلیارد ریال و جبران مخارج تحصیل (تأسیس شرکت) سرمایه گذاری به ارزش ۲۳۰ میلیارد ریال پرداخته و برای مشارکت در افزایش سرمایه در حال انجام شرکت‌های سرمایه پذیر به ارزش ۳۰ هزار و ۵۳۵ میلیارد ریال، وجه لازم را تأمین نمایند.

این پیشنهاد در ۱۶ دی ماه توسط حسابرس مورد بررسی و اظهار نظر قرار گرفت و به این ترتیب مشخص شد که مفروضات هیئت مدیره در خصوص پیش‌بینی اثرات افزایش سرمایه از مبنای معقولی برخوردار بوده و مطابق با استانداردهای حسابداری تنظیم شده بود. پس از بررسی حسابرس، سازمان بورس در ۱۲ اسفند ماه ۱۴۰۳ موافقت خود را با انجام این افزایش سرمایه به مبلغ پیشنهادی هیئت مدیره اعلام کرد و به شرکت مهلت ۶۰ روزه برای شروع پذیره نویسی را اعطا نمود. تجلی نیز در ۳۱ فروردین ماه با برگزاری مجمع عمومی فوق العاده از مبلغ ۳۱ هزار و ۹۰۰ میلیارد ریال مجاز، با افزایش سرمایه ۲۱ هزار میلیارد ریالی از محل مطالبات و آورده نقدی موافقت نمود و انجام افزایش سرمایه به مبلغ ۱۰ هزار و ۹۰۰ میلیارد ریال را به هیئت مدیره تنفیض کرد.

باتوجه به اینکه مهلت مذکور شامل تعطیلات عید بود، شرکت با پیگیری‌های خود مهلت استفاده از مجوز را در ۱۷ اردیبهشت ماه به مدت ۱۵ روز تا ۲۵ اردیبهشت ماه تمدید و مهلت استفاده از حق تقدم خرید سهام را در اطلاعیه‌ای اعلام نمود که سهامداران تجلی در بازه زمانی ۱۴ اردیبهشت ماه تا ۱۲ خرداد ماه ۱۴۰۴ امکان استفاده از حق تقدم را با واریز وجه به شماره حساب اعلام شده کسب کردند.

با اتمام مهلت استفاده از حق تقدم خرید سهام توسط سهامداران فعلی تجلی، شرکت اعلامیه پذیره نویسی یک میلیارد و ۵۷۱ میلیون و ۶۰۵ هزار و ۳۶۸ سهم ۱۰۰ ریالی را منتشر کرد تا به این ترتیب سرمایه‌گذاران از ۸ مرداد ماه تا ۲۲ مرداد ماه با واریز وجه امکان

که قیمت سهم در این دوره بین یک هزار و ۳۷۰ ریال تا یک هزار و ۴۵۹ ریال بوده است. با ثبت افزایش سرمایه مذکور در اول مهر ماه سال جاری، هیئت مدیره تجلی مرحله دوم افزایش سرمایه تنفیض شده را آغاز نمود و توانست در ۲۳ آذر ماه مجوز سازمان بورس را در این خصوص کسب نماید. در دریافت مجوز سازمان، جلسه هیئت مدیره در خصوص افزایش سرمایه در ۶ دی ماه برگزار شد تا هیئت مدیره اجرای این افزایش سرمایه به تصویب کرد تا پیش از برگزاری مجمع عمومی عادی سالیانه منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۴، این افزایش سرمایه به ثبت رسد؛ لذا مهلت استفاده از حق تقدم خرید سهام را برای سهامداران خود از ۲۸ دی ماه تا ۲۷ بهمن ماه اعلام نمود.

شرکت در پذیره نویسی عمومی را داشتند. از آنجا که مهلت اعلام شده محدود بود، شرکت بازه زمانی را از ۲۳ مرداد ماه تا ۲۹ مرداد ماه تمدید نمود.

با اتمام مهلت پذیره نویسی عمومی، تجلی از نتیجه فروش حق تقدم‌های استفاده نشده در پذیره نویسی عمومی را اعلام کرد. طبق اطلاعات منتشر شده، کل حق تقدم‌های استفاده نشده به ارزش ۳۸۸ میلیارد و ۵۸۱ میلیون و ۱۷۳ هزار و ۵۸۷ ریال به فروش رسید که با کسر هزینه‌ها و کارمزد‌های فروش به ارزش ۴ میلیارد و ۷۴ میلیون و ۷۱۲ هزار و ۱۵۲ ریال، به هر حق تقدم ۲۴۴ ریال تعلق گرفت. به عبارت دیگر، شرکت حق تقدم‌های استفاده نشده را در زمان پذیره نویسی عمومی بین ۲۴۳ ریال تا ۳۵۰ ریال به فروش رساند. در حالی

لینینگ در میدان نوسانات ارزی؛ آیا حکمرانی نوین می تواند زنجیره تأمین مالی را از شوک های ارزی نجات دهد؟

مسعود حاجیلو

عضو کمیسیون تنظیم گری، حقوقی و مقررات
انجمن ملی لینینگ ایران

در شرایطی که اقتصاد ایران با نوسانات مزمن نرخ ارز، نااطمینانی های سیاستی و چالش های ساختاری در نظام تأمین مالی مواجه است، صنعت لینینگ به عنوان یکی از ابزار های کلیدی تأمین مالی دارای محور، بیش از گذشته در معرض ریسک های ارزی و پیامدهای تنظیم گری قرار گرفته است. در همین راستا، گفتگویی با مسعود حاجیلو، عضو کمیسیون تنظیم گری، حقوقی و مقررات انجمن ملی لینینگ ایران انجام شده است که در آن، ابعاد مختلف حکمرانی نوین مالی، همگرایی سیاست های ارزی و تنظیم گری صنعت لینینگ و نقش این صنعت در مدیریت و تعدیل نوسانات ارزی مورد بررسی قرار گرفته است. در ادامه این گفتگو، تلاش شده است با نگاهی تحلیلی و تخصصی، جایگاه لینینگ در معماری نوین تأمین مالی کشور و الزامات نهادی آن در مواجهه با شوک های ارزی تبیین شود:

نقش صنعت لینینگ در چارچوب حکمرانی نوین مالی در مواجهه با نوسانات ارزی را چگونه ارزیابی می کنید؟

در چارچوب حکمرانی نوین مالی، لینینگ دیگر صرفاً یک ابزار تأمین مالی خرد یا مکمل نظام بانکی تلقی نمی شود، بلکه به عنوان یک نهاد واسط کارآمد در تخصیص بهینه منابع، مدیریت ریسک و تعمیق مالی ایفای نقش می کند. نوسانات ارزی در اقتصاد ایران، از طریق کانال افزایش بهای تمام شده دارایی ها، بی ثباتی در جریان های نقدی و افزایش ریسک نکول، به صورت مستقیم بر پرتفوی شرکت های لینینگ اثر گذار است. در این شرایط، حکمرانی نوین اقتضا می کند که تنظیم گری لینینگ از رویکرد دستوری و واکنشی فاصله گرفته و به سمت تنظیم گری مبتنی بر ریسک (RISK-BASED REGULATION) و سیاست گذاری پیش نگرانه حرکت کند. لینینگ ها به واسطه ماهیت دارای محور قراردادهای، نسبت به شوک های ارزی حساسیت مضاعف دارند؛ چرا که ارزش جایگزینی دارای، نرخ استهلاک اقتصادی و توان بازپرداخت مشتری همگی تحت تأثیر نرخ ارز قرار می گیرند. در

حکمرانی نوین، انتظار می رود با طراحی ابزار های پوشش ریسک ارزی، ایجاد شفافیت اطلاعاتی، اتصال لینینگ ها به بازار سرمایه و توسعه قراردادهای منعطف، تاب آوری این صنعت افزایش یابد. بدون چنین رویکردی، لینینگ ها به جای نقش ضد چرخه ای، خود به تقویت کننده بی ثباتی مالی تبدیل خواهند شد.

همگرایی سیاست های ارزی و سیاست های تنظیم گری لینینگ در حکمرانی نوین چه الزاماتی دارد؟

همگرایی سیاست های ارزی و تنظیم گری لینینگ مستلزم عبور از نگاه جزیره ای در سیاست گذاری اقتصادی است. در حال حاضر، سیاست های ارزی عمدتاً با هدف کنترل تورم یا مدیریت تراز پرداخت ها طراحی می شوند، در حالی که آثار سرریز آن ها بر نهادهای مالی غیربانکی، از جمله شرکت های لینینگ، کمتر مورد توجه قرار می گیرد. حکمرانی نوین ایجاب می کند که سیاست گذار پولی، ارزی و نهاد ناظر بازار مالی، در قالب یک چارچوب هماهنگ سیاستی (POLICY COORDINATION FRAMEWORK) عمل کنند. نوسانات شدید نرخ ارز موجب ایجاد عدم تطابق ارزی غیر مستقیم در ترازنامه لینینگ ها می شود؛ حتی اگر بدهی ارزی مستقیم نداشته باشند. افزایش نرخ ارز، ارزش دارایی های سرمایه ای را بالا می برد اما همزمان توان بازپرداخت مستأجران را کاهش می دهد. در این شرایط، تنظیم گری لینینگ باید به سمت اعمال ضریب های احتیاطی پویا، بازنگری در نسبت کفایت سرمایه و شناسایی ریسک های کلان احتیاطی حرکت کند. همگرایی واقعی زمانی محقق می شود که ابزارهایی مانند قراردادهای شاخص محور، تعدیل پذیری اقساط و امکان استفاده از بازار مشتقات ارزی برای پوشش ریسک، در چارچوب قانونی به رسمیت شناخته شوند. بدون این همگرایی، سیاست ارزی می تواند ناخواسته باعث تضعیف زنجیره تأمین مالی مبتنی بر لینینگ شود.

حکمرانی نوین چگونه می تواند ریسک های ارزی نهفته در قراردادهای لینینگ را مدیریت کند؟

یکی از مؤلفه های کلیدی حکمرانی نوین، انتقال تمرکز از کنترل صوری به مدیریت ریسک سیستمی است. در قراردادهای لینینگ، ریسک ارزی اغلب به صورت غیر مستقیم و از طریق قیمت دارایی پایه، هزینه های نگهداشت، قطعات یدکی و حتی ارزش اسقاط

دارایی بروز می کند. حکمرانی نوین با تأکید بر شفاف سازی ریسک و توزیع عادلانه آن میان ذی نفعان، می تواند ساختار قراردادهای بازار طراحی کند. استفاده از مکانیزم های تعدیل خودکار اقساط (INDEXATION MECHANISMS)، طراحی قراردادهای لینینگ مبتنی بر سناریوهای ارزی و الزام به افشای ریسک ارزی در زمان انعقاد قرارداد از جمله ابزار های کلیدی در این حوزه است. همچنین، نهاد ناظر می تواند با توسعه استانداردهای حسابداری مبتنی بر ارزش منصفانه و اعمال تست های تنش ارزی (FX STRESS TESTING)، تصویر دقیق تری از آسیب پذیری لینینگ ها ارائه دهد. در حکمرانی نوین، ریسک ارزی نباید صرفاً به مشتری یا شرکت لینینگ منتقل شود، بلکه از طریق ابزار های بازار محور، بیمه های تخصصی و حمایت های هوشمند سیاستی مدیریت گردد. این رویکرد، هم پایداری مالی لینینگ ها را تقویت می کند و هم مانع از سرکوب تقاضای سرمایه گذاری مولد می شود.

نقش بازار سرمایه در همگرایی لینینگ و حکمرانی نوین در شرایط نوسان ارزی چیست؟

بازار سرمایه در حکمرانی نوین، بازوی تکمیلی نظام بانکی و بستر توزیع ریسک محسوب می شود. برای صنعت لینینگ، اتصال به بازار سرمایه نه تنها منبع تأمین مالی پایدار تر ایجاد می کند، بلکه امکان مدیریت بهتر ریسک های ارزی را نیز فراهم می سازد. ابزارهایی مانند اوراق بهادار سازی مطالبات لینینگ (ABS)، صندوق های دارای محور و انتشار اوراق بانر خ های شناور، می توانند اثر نوسانات ارزی را در سطح پرتفوی خنثی کنند.

در شرایط نوسان ارزی، تأمین مالی کوتاه مدت بانکی می تواند ریسک نقدینگی لینینگ ها را تشدید کند. در مقابل، بازار سرمایه با افق های بلندمدت تر، امکان تطبیق سررسید دارایی و بدهی را افزایش می دهد. حکمرانی نوین باید با حذف موانع مقرراتی، استاندارد سازی قراردادهای لینینگ و افزایش شفافیت اطلاعاتی، مسیر ورود این صنعت به بازار سرمایه را تسهیل کند. بدون این پیوند، لینینگ ها در برابر شوک های ارزی آسیب پذیر باقی می ماند و نقش توسعه ای آن ها در اقتصاد تضعیف می شود.

آیا می توان لینینگ را به عنوان ابزار ضد نوسان ارزی در حکمرانی نوین تعریف کرد؟

در تئوری های نوین حکمرانی اقتصادی، ابزار های مالی زمانی ضد نوسان تلقی می شوند که بتوانند اثر شوک های کلان را بر بخش واقعی اقتصاد تعدیل کنند. لینینگ، به واسطه ماهیت تدریجی پرداخت و تمرکز بر دارایی های مولد، ظرفیت بالقوه ایفا ی چنین نقشی را دارد. اما تحقق این ظرفیت، وابسته به اصلاحات نهادی و تنظیم گری هوشمند است.

در صورت طراحی صحیح، لینینگ می تواند فشار افزایش ناگهانی قیمت دارایی های سرمایه ای ناشی از جهش ارزی را برای بنگاه ها تعدیل کند و مانع از توقف سرمایه گذاری شود. حکمرانی نوین با تقویت استقلال نهاد ناظر، کاهش مداخلات قیمتی و توسعه ابزار های پوشش ریسک، این امکان را فراهم می کند که لینینگ به جای انتقال شوک، آن را جذب کند.

با این حال، در نبود چارچوب حکمرانی منسجم، لینینگ خود به کانالی برای انتقال نوسانات ارزی به ترازنامه بنگاه ها و خانوار ها تبدیل می شود. بنابراین، ضد نوسان بودن لینینگ یک ویژگی ذاتی نیست، بلکه محصول حکمرانی صحیح است.

چه اصلاحات نهادی برای تحقق همگرایی لینینگ و حکمرانی نوین در اقتصاد پر نوسان ارزی ایران ضروری است؟

اصلاحات نهادی باید از سطح قوانین بالادستی آغاز شود و تا سطح ابزار های اجرایی امتداد یابد. نخست، بازتعریف جایگاه صنعت لینینگ در معماری تأمین مالی کشور ضروری است؛ لینینگ باید به عنوان نهاد مالی تخصصی با الزامات نظارتی متناسب با ریسک های خاص خود شناخته شود. دوم، استقلال نهادی تنظیم گری و حرکت به سمت نظارت مبتنی بر داده و فناوری (SUPTECH) اهمیت بالایی دارد. همچنین، توسعه زیرساخت های اطلاعاتی مشترک، اصلاح استانداردهای حسابداری، امکان استفاده از ابزار های نوین مالی و ایجاد مشوق های سرمایه ای، از الزامات کلیدی همگرایی محسوب می شود. حکمرانی نوین زمانی محقق می شود که سیاست گذار به جای کنترل نتیجه، بر کیفیت فرآیند و تاب آوری سیستم تمرکز کند.

در نهایت، بدون اجماع نهادی و ثبات در سیاست های کلان، هیچ ابزار مالی INCLUDING لینینگ نمی تواند در برابر نوسانات ارزی نقش پایدار ایفا کند.

افزایش چشمگیر درآمدهای ارزی فولاد خوزستان در ۱۴۰۴؛ فخوز در مسیر شناسایی سود سنگین تسعیر ارز با دلار تک نرخی

شتاب درآمدهای ارزی در نیمه دوم سال

در ادامه سال، فولاد خوزستان در مهر ماه با فروش ۲۶ هزار و ۳۳۳ تن محصول، درآمد ۶ هزار و ۳۱۲ میلیارد ریالی را با نرخ تسعیر ۶۹۳ هزار و ۷۵۶ ریالی ثبت کرد و در آبان ماه با افزایش صادرات به ۱۶۲ هزار و ۹۲۳ تن، درآمد شرکت به ۵۰ هزار و ۷۸۷ میلیارد ریال با نرخ تسعیر ۶۹۸ هزار و ۵۷۰ ریالی رسید. در آذر ماه نیز با فروش ۴۶ هزار و ۸۶۹ تن محصول، درآمد ۱۷ هزار و ۳۰۰ میلیارد ریالی محقق شد که این بار با جهش نرخ دلار به ۸۸۵ هزار و ۳۰۶ ریال همراه بود و اثر افزایش نرخ ارز را بیش از پیش در صورت های مالی شرکت برجسته کرد.

پیش بینی پایان سال و اثر ارز تک نرخی بر سود تسعیر

بر اساس برآوردهای شرکت، فولاد خوزستان برای سه ماهه پایانی سال صادرات ۴۹۱ هزار و ۴۱۳ تن محصول فولادی را هدف گذاری کرده و پیش بینی کرده است که از این محل، درآمدی معادل ۲۳۶ هزار و ۴۵۲ میلیارد ریال با متوسط نرخ تسعیر یک میلیون و ۱۵۰ هزار ریالی برای هر دلار محقق شود. در همین راستا، عملکرد دی ماه نشان می دهد فخوز با فروش ۱۵۵ هزار و ۴۰۲ تن محصول و نرخ دلار یک میلیون و ۵۶ هزار و ۴۱۹ ریالی، درآمد ۶۷ هزار و ۸۵۱ میلیارد ریالی را شناسایی کرده و برای دو ماه بهمن و اسفند نیز متوسط نرخ تسعیر یک میلیون و ۲۶۹ هزار و ۴۳۳ ریالی را پیش بینی کرده است که تحقق درآمدی معادل ۱۶۸ هزار و ۶۰۱ میلیارد ریال را به همراه خواهد داشت.

نکته کلیدی آن است که با تک نرخی شدن ارز، نرخ تسعیر دلار در ابتدای بهمن ماه در سطح یک میلیون و ۲۱۷ هزار و ۷۲۶ ریال قرار گرفت و این نرخ تا ۹ بهمن ماه به یک میلیون و ۲۶۰ هزار و ۹۰۶ ریال افزایش یافت. با توجه به فاصله معنادار این نرخ ها با میانگین نرخ های تسعیر پیش بینی فخوز و همچنین حجم بالای صادرات برنامهریزی شده تا پایان سال، انتظار می رود فولاد خوزستان بخش قابل توجهی از سود پایان سال خود را از محل تسعیر ارز شناسایی کند و به یکی از اصلی ترین ذی نفعان سیاست ارز تک نرخی در میان شرکت های صادرات محور بازار سرمایه تبدیل شود.



ارزی شرکت به ۴۱ هزار و ۷۷۷ میلیارد ریال با نرخ تسعیر ۶۹۰ هزار و ۳۲۵ ریال برای هر دلار افزایش یافته است. اگرچه فخوز در شهر یور ماه درآمد صادراتی ثبت نکرده، اما مجموع عملکرد شش ماهه نخست سال نشان می دهد فخوز با صادرات ۴۷۲ هزار و ۴۶۲ تن محصول، توانسته است درآمد ۱۳۵ هزار و ۸۶۴ میلیارد ریالی را با متوسط نرخ تسعیر ۶۸۵ هزار و ۳۹۵ ریالی شناسایی کند.

مقایسه با ماه ۶ ماهه ۱۴۰۳؛ نقش پرنرنگ تسعیر ارز

این عملکرد در حالی رقم خورده که فولاد خوزستان در شش ماهه نخست سال ۱۴۰۳ با فروش ۲۸۲ هزار و ۵۰۶ تن محصول صادراتی و نرخ تسعیر ۴۱۶ هزار و ۳۸۶ ریالی، تنها ۵۵ هزار و ۵۸۹ میلیارد ریال درآمد ارزی کسب کرده بود. مقایسه این دو دوره نشان می دهد که علاوه بر افزایش حجم صادرات، رشد نرخ تسعیر ارز نقش تعیین کننده ای در جهش درآمدهای ارزی فخوز ایفا کرده است.

گزارش های ۶ و ۹ ماهه حسابرسی نشده شرکت فولاد خوزستان نشان می دهد این شرکت با رشد همزمان حجم صادرات و جهش نرخ ارز، توانسته است درآمدهای ارزی خود را به طور معناداری افزایش دهد و اکنون با برنامه تولید و صادرات سنگین تا پایان سال و همزمانی آن با اجرای سیاست ارز تک نرخی، در آستانه شناسایی سود قابل توجهی از محل تسعیر ارز قرار گرفته است. شرکت فولاد خوزستان در ۹ ماهه نخست سال جاری از محل فروش ۷۰۸ هزار و ۵۸۷ تن محصول فولادی در بازار های صادراتی، موفق به تحقق درآمدی معادل ۲۱۰ هزار و ۲۶۲ میلیارد ریال شده است؛ رقمی که نسبت به دوره مشابه سال گذشته رشد ۶۶ درصدی را نشان می دهد. این در حالی است که حجم صادرات شرکت در ۹ ماهه نخست سال گذشته ۵۷۶ هزار و ۲۶۱ تن بوده و از منظر مقداری رشد ۲۳ درصدی را تجربه کرده، اما عامل اصلی جهش درآمدی، افزایش قابل توجه نرخ ارز بوده است؛ به طوری که متوسط نرخ دلار از ۴۷۴ هزار و ۶۴۵ ریال در ۹ ماهه سال گذشته به ۷۱۰ هزار و ۳۳۷ ریال در ۹ ماهه امسال افزایش یافته است.



شرکت فولاد خوزستان

روند ماهانه نرخ تسعیر و درآمدهای ارزی

بررسی جزئیات عملکرد ماهانه فولاد خوزستان نشان می دهد این شرکت در فروردین ماه با صادرات ۷۶ هزار و ۴۷۸ تن محصول، درآمد ارزی معادل ۲۱ هزار و ۶۷۹ میلیارد ریال شناسایی کرده و در اردیبهشت ماه با افزایش حجم فروش به ۹۷ هزار و ۷۷۲ تن، درآمد صادراتی خود را به ۲۷ هزار و ۸۹۹ میلیارد ریال رسانده است. این روند در خرداد ماه نیز ادامه یافته و فخوز با فروش ۱۱۲ هزار و ۹۵۰ تن محصول و نرخ تسعیر ۶۸۴ هزار و ۴۰۴ ریالی یافته و فخوز با فروش ۱۱۲ هزار و ۹۵۰ تن محصول و نرخ تسعیر ۶۸۴ هزار و ۴۰۴ ریالی برای هر دلار، درآمدی معادل ۳۲ هزار و ۱۶۲ میلیارد ریال به ثبت رسانده است؛ به گونه ای که متوسط نرخ تسعیر دلار در سه ماهه نخست سال به ۶۸۱ هزار و ۷۹۸ ریال رسید. در ماه های ابتدایی تابستان، فولاد خوزستان در تیر ماه با صادرات ۴۱ هزار و ۷۰۵ تن محصول، درآمد ۱۲ هزار و ۳۴۶ میلیارد ریالی را با نرخ تسعیر ۶۸۵ هزار و ۹۴۵ ریالی محقق کرده و در مرداد ماه با جهش محسوس صادرات به ۱۴۳ هزار و ۵۵۷ تن، درآمد

تحقق ۸۰ درصدی تولید و ۶۵ درصدی فروش فولاد خراسان در نه ماهه ۱۴۰۴؛ تثبیت جایگاه فخاس در زنجیره فولاد کشور



شرکت فولاد خراسان در نه ماهه نخست سال مالی ۱۴۰۴ بخش عمده‌ای از اهداف تولید و فروش شرکت مجتمع فولاد خراسان خود را محقق کرده و با تثبیت میانگین تحقق ۷۰ تا ۸۵ درصدی تولید، جایگاه خود را به‌عنوان یکی از تولیدکنندگان بزرگ زنجیره فولاد تثبیت کرده است. در همین دوره، تحقق حدود ۶۵ درصدی اهداف فروش داخلی و صادراتی به ارزش بیش از ۲۰۶ هزار میلیارد ریال، نشان‌دهنده پایداری عملکرد عملیاتی و مدیریت اثربخش بازار در شرایط متغیر اقتصادی کشور است. شرکت فولاد خراسان بر نامه‌ها و اهداف سال ۱۴۰۴ را با تمرکز بر پایداری تولید، ارتقای بهره‌وری عملیاتی، توسعه بازار فروش و تکمیل زنجیره ارزش تدوین کرد. فولاد خراسان در سال ۱۴۰۴ تأمین به‌موقع و با کیفیت ۲ میلیون و ۳۰۰ هزار تن کنسانتره سنگ آهن، ۳ هزار و ۵۴۵ تن الکترو، ۱۱ هزار و ۷۰۰ تن فرومگنز پر کربن و ۱۱۲ هزار تن قراضه را هدف گذاری کرد. فخاس تأکید داشت که تأمین اقلام استراتژیک باید به‌صورت پایدار، اقتصادی و با کیفیت مطلوب انجام شود و در همین راستا، شناسایی قابلیت‌ها و شایستگی‌های تأمین‌کنندگان و همکاران تجاری استراتژیک به‌عنوان یکی از الزامات اصلی پایداری تولید مورد توجه قرار گرفت.

در حوزه تعالی عملیات تولید، برنامه تولید شرکت برای سال ۱۴۰۴ شامل تولید ۱ میلیون و ۹۵۰ هزار تن گندله، ۱ میلیون و ۲۳۰ هزار تن آهن اسفنجی و بریکت، ۱ میلیون و ۱۰۰ هزار تن شمش فولادی و ۶۱۰ هزار تن محصولات سبک ساختمانی مطابق استانداردهای کیفی بود. در کنار اهداف کمی، شرکت توسعه بومی‌سازی قطعات و تجهیزات، افزایش کمی و کیفی محصولات، ارتقای آماده‌به‌کاری خطوط تولید و بهینه‌سازی مصرف انرژی و آب را به‌عنوان محورهای کلیدی افزایش بهره‌وری عملیاتی در دستور کار قرار داد.

فولاد خراسان به منظور مدیریت اثربخش بازار فروش برای سال ۱۴۰۴ فروش ۵۳۰ هزار و ۷۰۰ تن میلگرد در بازار داخلی و ۷۹ هزار و ۳۰۰ تن میلگرد در بازارهای صادراتی را پیش‌بینی کرده بود. همچنین در بخش شمش فولادی، فروش ۴۲۶ هزار و ۸۱۴ تن در بازار داخلی و ۲۲ هزار و ۴۶۴ تن در بازار خارجی هدف‌گذاری شده بود. تحقق این اهداف از طریق تحقیق نظاممند بازارهای هدف داخلی و صادراتی، طراحی و استقرار نظام مدیریت برند، تدوین نقشه تجربه مشتریان و ارتقای آن دنبال می‌شود. در همین راستا، افزایش رضایت مشتریان از طریق ارائه محصولات با کیفیت مطلوب، قیمت و شرایط پرداخت مناسب، تحویل به‌موقع و پایدار، پاسخ‌گویی مؤثر به درخواست‌ها و شکایات، توسعه روابط با مشتریان و مدیریت جایگاه شرکت در بازارهای داخلی مورد تأکید قرار گرفت.

در بخش توسعه ظرفیت و زنجیره تولید، شرکت مجموعه‌ای از پروژه‌های زیرساختی و توسعه‌ای را تعریف کرد. در حوزه زیرساخت، انعقاد قرارداد بلندمدت تأمین پایدار برق از طریق سرمایه‌گذاری در نیروگاه راشد تربت‌حیدر به مینا، احداث شبکه جمع‌آوری، تصفیه‌خانه و خط انتقال سبب شهر نیشابور، احداث انبارهای مورد نیاز مجتمع و ارزیابی محدودیت‌های بارگیری و حمل محصول در دستور کار قرار داد. در حوزه توسعه زنجیره ارزش، احداث خط اول تولید کنسانتره به ظرفیت ۲٫۵ میلیون تن در فولاد شرق خراسان پیش‌بینی شد و در بخش توسعه‌های زیر سقف نیز افزایش ظرفیت واحد گندله‌سازی به میزان ۹۰۰ هزار تن و بازسازی (REVAMP) خط تولید برنامهریزی شد. همچنین مطالعه احداث واحد فولادی‌ساز اسلب و نورد ورق و ورود به بازارهای جدید از طریق پیمان مدیریت تولید بدون کارخانه مقاطع طولی مورد بررسی قرار گرفت.

با توجه به این اهداف پیش‌بینی شده، عملکرد ۹ ماهه شرکت نشان‌دهنده تحقق بخش قابل توجهی از برنامه‌های عملیاتی و فروش است. به طوری در دوره ۹ ماهه منتهی به ۱۴۰۴/۰۹/۳۰، ۳۶۸ هزار و ۲۷۳ تن میلگرد در بازار داخلی به فروش رسید که از این میزان، ۳۶۲ هزار و ۷۸ تن از طریق بورس کالا عرضه شده و معادل ۲۱ درصد از کل حجم معاملات میلگرد در بورس کالا بوده است. مبلغ فروش میلگرد شرکت در بورس کالا ۱۲۵ هزار و ۷۵۴ میلیارد ریال ثبت شده که ۲۱ درصد از ارزش کل معاملات میلگرد در بورس کالا را به خود اختصاص داده است.

در بخش شمش (بلوم و بیلت)، فروش داخلی شرکت ۲۱۶ هزار و ۲۷۹ تن بوده که ۲۰۶ هزار و ۴۸ تن آن در بورس کالا عرضه

شده و سهمی ۳ درصدی از حجم معاملات شمش در بورس کالا را رقم زده است. مبلغ فروش شمش شرکت در بورس کالا نیز ۶۱ هزار و ۸۶۳ میلیارد ریال بوده که ۳ درصد از ارزش کل معاملات شمش در بورس کالا را شامل می‌شود. در مجموع، فروش داخلی شرکت در این دوره به ۵۸۴ هزار و ۵۵۲ تن رسید که از این میزان ۵۶۸ هزار و ۱۲۷ تن از طریق بورس کالا انجام شده و مجموع مبلغ فروش شرکت در بورس کالا ۱۸۷ هزار و ۶۱۷ میلیارد ریال بوده است.

همچنین، فولاد خراسان در این دوره ۴۵ هزار و ۳۷ تن میلگرد به ارزش ۱۳ هزار و ۴۱۹ میلیارد ریال و ۳ هزار تن شمش (بلوم و بیلت) به ارزش ۸۱۴ میلیارد ریال صادر کرده است. بر این اساس، مجموع فروش صادراتی شرکت در این دوره به ۴۸ هزار و ۳۶ تن و به ارزش ۱۴ هزار و ۲۳۳ میلیارد ریال رسیده است. لازم به ذکر است، قیمت‌گذاری محصولات صادراتی فخاس بر اساس

بررسی عملکرد ۹ ماهه شرکت فولاد خراسان تا پایان آذر ۱۴۰۴ نشان می‌دهد این شرکت بخش قابل توجهی از برنامه‌های تولیدی خود را متناسب با گذشت ۹ ماه از سال عملیاتی کرده است. در این دوره، برنامه تولید سالانه ۶۱۰ هزار تن میلگرد، مقدار ۴۵۹ هزار و ۱۲۱ تن محقق شده که معادل حدود ۷۵ درصد از هدف سالانه است. از برنامه تولید یک میلیون و ۱۰۰ هزار تن شمش فولادی (بلوم و بیلت) نیز فخاس موفق به تولید ۷۹۵ هزار و ۹۵ تن شده است که حدود ۷۲ درصد از برنامه سالانه تلقی می‌شود.

در زنجیره بالادستی، عملکرد شرکت فولاد خراسان قوی‌تر بوده است؛ به طوری که در بخش آهن اسفنجی و بریکت، از برنامه تولید یک میلیون و ۲۳۰ هزار تن، مقدار یک میلیون و ۲۳۳ هزار و ۳۴۲ تن معادل ۸۴ درصد از هدف سالانه و از برنامه یک میلیون و ۹۵۰ هزار تن گندله، مقدار یک میلیون و ۵۱۰ هزار و ۱۱۸ تن در ۹ ماهه محقق شده که معادل ۷۷ درصد از برنامه سالانه

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، عملکرد قابل توجهی از نظر حجم تولید، مقدار فروش و مبلغ فروش به ثبت رسانده است. فولاد خراسان طی دوره گزارش شده موفق به تولید ۴۵۹ هزار و ۱۲۱ تن و فروش ۴۱۳ هزار و ۳۱۰ تن میلگرد شده که مبلغ فروش آن به ۱۴۰ هزار و ۶۹۸ میلیارد و ۲۵۳ میلیون ریال رسیده است.

این در حالی است که میلگرد ذوب آهن اصفهان ۲۸۲ هزار و ۹۲۶ تن تولید و ۲۸۳ هزار و ۴۹۵ تن فروش رفته و مبلغ فروش آن ۸۹ هزار و ۲۹۶ میلیارد و ۴۲۰ میلیون ریال برای ذوب به همراه داشته است. همچنین حجم تولید میلگرد مجتمع جهان فولاد سیرجان ۲۹۷ هزار و ۵۸۳ تن و فروش آن ۲۷۷ هزار و ۹۷۳ تن به مبلغ ۹۱ هزار و ۳۳۲ میلیارد و ۹۱۰ میلیون ریال بود. مقایسه این ارقام نشان می‌دهد فولاد خراسان در بازار میلگرد، هم از نظر حجم تولید و هم از نظر مقدار ارزش فروش، عملکردی بالاتر از ذوب آهن اصفهان و جهان فولاد سیرجان داشته و جایگاه رقابتی قدرتمندی در این بخش از بازار تثبیت کرده است.

محصول شمش فولاد خراسان نیز در این دوره به میزان ۷۹۵ هزار و ۹۵ تن تولید و ۲۱۹ هزار و ۲۷۹ تن فروش به مبلغ ۶۵ هزار و ۴۸۳ میلیارد و ۹۷۵ میلیون ریال انجام شد. در مقایسه، ذوب آهن اصفهان محصول شمش را به میزان ۵۰۳ هزار و ۳۴۹ تن تولید و ۴۶۱ هزار و ۱۶۶ تن به مبلغ ۱۴۱ هزار و ۴۸۱ میلیارد و ۱۰ میلیون ریال فروخت. محصول شمش مجتمع جهان فولاد سیرجان نیز در این دوره به میزان ۷۵۷ هزار و ۴۸۷ تن تولید و به میزان ۴۱۹ هزار و ۵۱۱ تن به مبلغ ۱۲۶ هزار و ۷۸ میلیارد و ۳۱۵ میلیون ریال به فروش رسید.

در سطح بالاتر زنجیره شمش فولادی، فولاد خوزستان با تولید ۱ میلیون و ۴۱۸ هزار و ۲۹۱ تن و فروش ۱ میلیون و ۳۹۰ هزار و ۲۰ تن، درآمد ۴۳۴ هزار و ۳۷۹ میلیارد و ۶۵۵ میلیون ریالی را محقق کرد. همچنین فولاد ارفع با تولید ۶۵۸ هزار و ۲۶۲ تن و فروش ۶۵۹ هزار و ۱۴ تن، مبلغ فروش ۲۱۵ هزار و ۴۹۵ میلیارد و ۷۰۸ میلیون ریال را بدست آورد و فولاد کاوه جنوب کیش نیز با تولید ۱ میلیون و ۲۲۸ هزار و ۴۹۶ تن و فروش ۱ میلیون و ۱۸۴ هزار و ۷۱۶ تن، مبلغ فروش ۳۵۵ هزار و ۵۲۵ میلیارد و ۸۲۱ میلیون ریال را به ثبت رساند. بنابراین، فولاد خراسان، در بازار میلگرد ساختمانی توانسته از نظر حجم فروش و ارزش ریالی فروش عملکردی رقابتی و حتی برتر نسبت به برخی تولیدکنندگان بزرگ تر ارائه دهد. این موضوع بیانگر تمرکز اثربخش شرکت بر بازار محصولات نهایی ساختمانی، مدیریت فروش و بهره‌برداری مناسب از ظرفیت‌های تولیدی است و جایگاه فولاد خراسان را به‌عنوان یکی از بازیگران اصلی بازار میلگرد کشور تثبیت می‌کند.

فولاد خراسان در دوره ۹ ماهه منتهی به ۱۴۰۴/۰۹/۳۰ سهم قابل توجهی از تولید ملی را در اختیار داشت. در محصول میلگرد، تولید ۴۵۹ هزار و ۱۲۱ تن معادل ۶ درصد از کل تولید کشور ثبت شده است. در بخش شمش (بلوم و بیلت)، تولید ۷۹۵ هزار و ۹۵ تن سهمی ۵ درصدی از تولید کشور را به خود اختصاص داده است. همچنین با تولید ۱ میلیون و ۳۴۲ هزار و ۳۳۳ تن آهن اسفنجی و بریکت و ۱ میلیون و ۵۱۰ هزار و ۱۱۸ تن گندله، سهم شرکت از تولید ملی در هر دو بخش ۳ درصد شد

است؛ رقمی که نشان‌دهنده ثبات تولید در این حلقه از زنجیره فولاد است. در حوزه فروش، شرکت برای کل سال فروش ۵۳۰ هزار و ۷۰۰ تن میلگرد برای بازار داخلی و ۷۹ هزار و ۳۰۰ تن برای بازار صادراتی را هدف‌گذاری کرده بود. در ۹ ماهه نخست، مجموع فروش میلگرد شرکت در بازار داخلی و خارجی به حدود ۴۱۳ هزار تن رسید که به‌معنای تحقق حدود ۶۵ تا ۶۵ درصد از برنامه فروش سالانه میلگرد است. از برنامه فروش سالانه حدود ۴۴۹ هزار تن شمش فولادی (داخلی و صادراتی)، فروش ۹ ماهه شرکت حدود ۲۱۹ هزار تن بوده که معادل ۴۵ درصد از هدف سالانه است. بررسی وضعیت رقابتی شرکت فولاد خراسان در بازار محصولات فولادی کشور نشان می‌دهد این شرکت در هر دو گروه محصول میلگرد و شمش فولادی، در میان شرکت‌های

قیمت‌های منطقه‌ای، بهای تمام‌شده و از طریق فرآیند TENDER و تصویب کمیته فروش انجام می‌شود. بنابراین، فولاد خراسان در دوره ۹ ماهه منتهی به ۱۴۰۴/۰۹/۳۰ سهم قابل توجهی از تولید ملی را در اختیار داشت. در محصول میلگرد، تولید ۴۵۹ هزار و ۱۲۱ تن معادل ۶ درصد از کل تولید کشور ثبت شده است. در بخش شمش (بلوم و بیلت)، تولید ۷۹۵ هزار و ۹۵ تن سهمی ۵ درصدی از تولید کشور را به خود اختصاص داده است. همچنین با تولید ۱ میلیون و ۳۴۲ تن آهن اسفنجی و بریکت و ۱ میلیون و ۵۱۰ هزار و ۱۱۸ تن گندله، سهم شرکت از تولید ملی در هر دو بخش ۳ درصد شد؛ جایگاهی که نشان‌دهنده تثبیت موقعیت فولاد خراسان در میان تولیدکنندگان اصلی زنجیره فولاد کشور است.



گهر زمین؛

تلاودرخشان ارزش آفرینی از سنگ آهن تا فولاد

محصولات

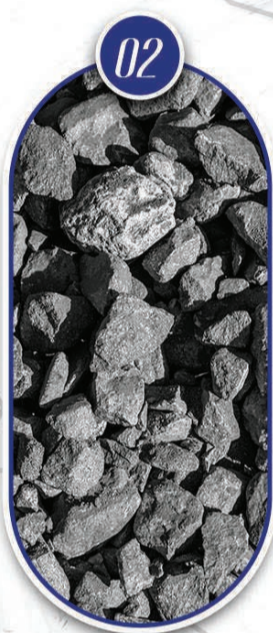
PRODUCTS



01



کلوخه



02



سنگ آهن
دانه بندی شده



03



کنسانتره



04



گندله



05



بیلت

GOHAR



ZAMIN



(سای نام)

شرکت معدنی و صنعتی گهر زمین

Goharzamin Mining and Industrial Company

www.goharzamin.com

روابط عمومی و امور بین الملل

goharzamin.co

رمضان مبارك

قال رسول الله صلى الله عليه و آله وسلم

شَهْرُ رَمَضَانَ شَهْرُ اللَّهِ عَزَّوَجَلَّ
وَهُوَ شَهْرٌ يُضَاعِفُ اللَّهُ فِيهِ الْحَسَنَاتِ
وَيَمْحُو فِيهِ السَّيِّئَاتِ وَهُوَ شَهْرُ الْبَرَكَاتِ؛

ماه رمضان، ماه خداست و آن ماهی
است که خداوند در آن حسنات را می افزاید و
گناهان را پاک می کند و آن ماه برکت است.

بحار الأنوار، ج ۹۶، ص ۳۴۰، ح ۵