



# سه برگ برنده



۵

بورس ایران ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۴؛  
روایت پنج فاز تحول

۱۱

بازار سرمایه در مسیر  
استانداردسازی قیمت

۱۶

پالایشگاه هادر فشار ناترازی  
زمستان و تهاتر یارانه ها

## درآمد عملیاتی ۶۲۳ هزار میلیارد ریالی همراه اول در ۹ ماهه نخست سال



**همراه اول**  
MCI  
Mobile Communications of Iran

بخش عمده درآمد از سرویس های مشترکین شامل مکالمه، پیامک و اینترنت به ارزش ۵۷۴ هزار میلیارد ریال محقق شد.

همچنین این شرکت در نیمه نخست سال جاری ارزش دارایی های نامشهود خود را با رشد ۳۲۳ درصدی به بیش از ۱۰۵ هزار میلیارد ریال رساند.

شرکت ارتباطات سیار ایران به همراه شرکت های زیرمجموعه خود در شش ماهه نخست سال جاری ارزش دارایی های مشهود خود را با رشد ۴ درصدی به ۶۶۳ هزار و ۵۳ میلیارد ریال رساند. این دارایی ها عمدتاً شامل ۳۶ هزار و ۹۷۸ میلیارد ریال زمین، ۱۸ هزار و ۲۱۵ میلیارد ریال ساختمان و ۶۰۲ هزار و ۶۴۹ میلیارد ریال تجهیزات ارتباطی و مخابراتی بوده است.

این گروه در شش ماهه نخست امسال ضمن افزایش دارایی های ثابت مشهود خود، به منظور توسعه فعالیت ارزش دارایی های در جریان تکمیل خود را از ۵۶ هزار و ۵۵۲ میلیارد ریال به ۶۸ هزار و ۲۹۰ میلیارد ریال رساند؛ به طوری که برای انجام پروژه های خود میزان پیشپرداخت ها را از ۳۱ هزار و ۶۹۴ میلیارد ریال به ۴۵ هزار و ۲۲۹ میلیارد ریال افزایش داد و در کنار آن ارزش کالاهای سرمایه ای موجود را از ۱۳۳ هزار و ۷۱۶ میلیارد ریال به ۱۵۸ هزار و ۴۶۶ میلیارد ریال رساند.

سهم شرکت ارتباطات سیار ایران به تنهایی ۶۴۱ هزار و ۷۶۱ میلیارد ریال دارایی ثابت مشهود بوده است که نسبت به ابتدای سال به میزان ۵ درصد نسبت ابتدای سال جاری افزایش داشته است. این افزایش در بخش تجهیزات ارتباطی و مخابراتی به میزان ۵ درصد بوده و ارزش آن را به ۵۹۶ هزار و ۶۶۸ میلیارد ریال رسانده است. در بخش ساختمان نیز شاهد رشد ۵ درصدی و رسیدن به ارزش ۱۱ هزار و ۲۴۸ میلیارد ریال بودیم.

ارزش دارایی های زمین همراه نیز در این دوره با رشد ۳ درصدی به ۳۱ هزار و ۱۶۸ میلیارد ریال رسید. شرکت ارتباطات سیار ایران در این دوره میزان ارزش دارایی های در جریان تکمیل خود را با افزایش ۱۷ درصدی به ۵۹ هزار و ۵۵۹ میلیارد ریال رساند که مربوط به پروژه های توسعه نسل های چهارم و پنجم تلفن همراه بود.

همچنین، پیش پرداخت های سرمایه را ۴۴ درصد افزایش و به مبلغ ۴۴ هزار و ۲۸۱ میلیارد ریال بهبود یافت. ارزش موجودی کالای سرمایه ای همراه نیز در ۶ ماهه نخست سال جاری با رشد ۱۸ درصدی به مبلغ ۱۵۶ هزار و ۷۸ میلیارد ریال افزایش یافت.

در این دوره گروه همراه اول ارزش دارایی های نامشهود خود را نیز با رشد ۳۰۴ درصدی نسبت به ابتدای دوره به ۱۰۵ هزار و ۶۹۹ میلیارد ریال رساند که حق امتیاز استفاده از خدمات اشتراکی ۲۱۴ هزار و ۹۱۵ میلیارد ریال، سرقتی محل کسب ۳۸۵ میلیارد ریال، حق امتیاز فیبر ۱۷ هزار و

از امکانات شبکه خود نیز درآمد ۴۳ هزار و ۳۱۹ میلیارد ریالی و از محل فروش خطوط جدید تلفن همراه مبلغ ۲ هزار و ۱۵۰ میلیارد ریال کسب کرد. همراه در پاییز امسال توانست در چند مرحله مجوز افزایش نرخ خدمات خود را از سازمان تنظیم مقررات و ارتباطات رادیویی دریافت کند. این شرکت در ابتدای آذر ماه مجوز افزایش نرخ خدمات بسته اینترنت از مبلغ ۴۳ هزار و ۶۰۳ ریال به ۵۲ هزار و ۳۲۴ ریال را از سازمان مذکور نیز دریافت نمود.

شرکت ارتباطات سیار ایران که در سال گذشته ۵۸ درصد درآمد عملیاتی خود را از محل ارائه خدمات بسته های اینترنتی به ارزش ۴۰۹ هزار و ۵۰۹ میلیارد ریال دریافت کرد، در آذر ماه با کسب مجوز افزایش نرخ بسته های اینترنتی به میزان ۲۰ درصد می تواند سود خالص سال مالی ۱۴۰۴ را نسبت به سال مالی ۱۴۰۳ به میزان ۱۷ درصد افزایش دهد و سود هر سهم را به ارزش ۱۵۶ ریال از این محل بهبود بخشد.

در روزهای پایانی آذر ماه نیز شرکت ارتباطات سیار ایران از دریافت مجوز افزایش تعرفه مکالمه و پیامک به میزان ۳۰ درصد خبر داد که با توجه به افزایش هزینه های توسعه شبکه و زیرساخت نسل پنجم ارتباطات می تواند بر درآمد زمستان همراه اثرگذار باشد.

کمیسیون تنظیم مقررات و ارتباطات با موضوع واگذاری حق بهره برداری از باند فرکانسی ۲۳۰۰ مگاهرتز بوده است شرکت ارتباطات سیار ایران با برخورداری از دارایی های

۴۵۸ میلیارد ریال، حق استفاده از فرکانس ۸۵ هزار و ۴۵۸ میلیارد ریال و نرم افزار رایانه ای ۲ هزار و ۲۲۰ میلیارد ریال بوده است.

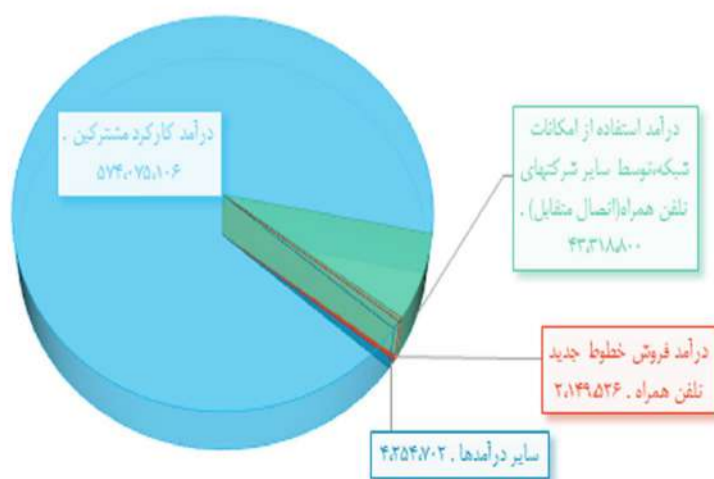
**در شش ماهه نخست امسال، ارزش دارایی های نامشهود گروه همراه اول با رشد ۳۰۴ درصدی به ۱۰۵ هزار و ۶۹۹ میلیارد ریال رسید. مهم ترین اقلام آن شامل حق امتیاز خدمات اشتراکی، فرکانس، فیبر، سرقتی و نرم افزار بوده است. در این میان، شرکت ارتباطات سیار ایران سهمی ۱۰۳ هزار و ۴۶۱ میلیارد ریالی داشته که نسبت به ابتدای سال مالی جاری رشد ۳۲۳ درصدی را نشان می دهد**

مشهود و نامشهود مذکور در ۹ ماهه نخست سال جاری موفق به کسب درآمد عملیاتی ۶۲۳ هزار و ۷۹۸ میلیارد ریالی شد که عمده آن از محل درآمد کارکرد مشترکین از سرویس های مکالمه، پیام کوتاه، اینترنت و پیام انبوه به ارزش ۵۷۴ هزار و ۷۵ میلیارد ریال گردید. این شرکت از محل استفاده سایر شرکت های شبکه، متوسط سایر شرکت های تلفن همراه (تلفن همراه)، درآمد استفاده از امکانات شبکه، متوسط سایر شرکت های تلفن همراه (تلفن همراه)، درآمد فروش خطوط جدید تلفن همراه، ۲۰۱۴۹۵۲۶ سایر درآمدها، ۴۲۵۴۷۰۲

شرکت ارتباطات سیار در این بین، سهم ۱۰۳ هزار و ۴۶۱ میلیارد ریالی داشته که نسبت به ابتدای سال مالی جاری با رشد ۳۲۳ درصدی را تجربه کرد.

این افزایش ناشی از رشد حق استفاده از فرکانس از ۵ هزار و ۴۲۵ میلیارد ریال به ۸۵ هزار و ۴۵۸ میلیارد ریال بوده است که نتیجه شرکت در مزایده برگزار شده از سوی

سبد درآمدی ۹ ماهه همراه در ۱۴۰۴



دارایی های ثابت مشهود گروه همراه



## از کف‌های چندساله تا جدایت P/E آینده‌نگر؛ روایت اصلاح و بازگشت بورس

سید محمود یاسینی اردکانی

مدیر عامل کارگزاری سرمایه گذاری ملی ایران

پس از جنگ ۱۲ روزه و در ادامه فضای پرابهام سیاسی کشور، بازار سرمایه ایران وارد یکی از سنگین‌ترین مقاطع اصلاحی خود در سال‌های اخیر شد. از آن مقطع تا اوایل شهریورماه، افت ممتد قیمت سهام در بسیاری از صنایع به گونه‌ای پیش رفت که نسبت‌های ارزش‌گذاری، به‌ویژه P/E و P/S گذشته‌نگر، به محدوده‌های حمایتی تاریخی نزدیک شدند و در برخی نمادها حتی به کف‌های چندساله رسیدند. هم‌زمان با این اتفاق، P/E آینده‌نگر در بخش قابل توجهی از بازار به سطوحی رسید که از منظر تحلیلی، جذابیت آن نه تنها نسبت به گذشته بازار، بلکه نسبت به سایر کلاس‌های دارایی نیز برجسته بود. این وضعیت در شرایطی رقم خورد که بازار سرمایه به‌صورت معناداری از تورم اقتصاد عقب مانده بود. طی ماه‌های گذشته، رشد سطح عمومی قیمت‌ها ادامه داشت، اما قیمت سهام عملاً نتوانسته بود خود را با این واقعیت تطبیق دهد.

همین عقب‌ماندگی، به‌ویژه برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای تر، به‌عنوان یک عدم تعادل قیمتی تلقی شد؛ عدم تعادلی که در نهایت توانست زمینه‌ساز یک حرکت اصلاحی رو به بالا در قیمت دارایی‌ها باشد. به بیان ساده‌تر، نقطه شروع رشد اخیر بورس نه یک محرک بیرونی قدرتمند، بلکه ارزان شدن نسبی بازار در مقایسه با تورم بود.

با فروکش کردن فضای هیجانی ناشی از تنش‌ها و ثبات نسبی در متغیرهای سیاسی، اولین موج بازگشت تقاضا در بازار شکل گرفت. در این موج، رشد بازار بیشتر ناشی از تعدیل بیش از حد قیمت‌ها و بهبود نسبت‌های ارزش‌گذاری بود. اما آنچه باعث شد این حرکت مقطعی باقی‌ماند و به یک روند صعودی پایدارتر

تبدیل شود، تغییر یک محرک مهم در سطح اقتصاد یعنی افزایش شدید فاصله میان نرخ ارز آزاد و نیما بود. در ماه‌های اخیر، شکاف دلار آزاد و دلار نیما به سطوحی بالاتر از ۷۰ درصد رسید؛ فاصله‌ای که هم از منظر تاریخی غیرعادی است و هم از نظر پایداری اقتصادی دوام چندانی نخواهد داشت. چنین شکافی عملاً سیگنال می‌دهد که قیمت‌گذاری فعلی بسیاری از شرکت‌ها، به‌ویژه در صنایع صادرات‌محور یا کالامحور، بر مبنای نرخ‌های نامعقول است. این وضعیت نیازمند بازنگری در ارزش‌گذاری است. سرمایه‌گذاران باید به‌دقت به این موضوع توجه کنند. در حالی که فاصله این دو ارز کاهش یابد به استقبال این موضوع رفت و به همین دلیل، شکاف ارزی نه به‌عنوان یک عامل مجزا، بلکه به‌عنوان شتاب‌دهنده روندی که از قبل آغاز شده بود عمل کرد. همچنین طی هفته‌های اخیر شاهد واگذاری بلوک‌های نامعقول از نمادهای بزرگ و شاخص‌ساز و بلوک‌های بانکی بودیم که این اتفاق می‌تواند به اصلاح ساختار ترازنامه‌های گروه بانکی و بهبود ترازهای عملیاتی آن‌ها کمک شایانی نماید. این مبحث بلوک‌ها نیز در بهبود هر چه بیشتر شرایط بازار تأثیرگذار بود. از سوی دیگر، بازگشت صندوق‌های اهرمی به وضعیت صف خرید، پس از یک دوره که خیلی مورد توجه بازار نبودند نشانه تغییر فاز رفتاری سرمایه‌گذاران است.

استقبال از ابزارهای اهرمی نشان می‌دهد که بخش‌هایی از بازار، افق کوتاه مدت را صعودی می‌بینند و حاضرند ریسک بیشتری بپذیرند. در مجموع، رشد تقاضای خرید در بازار سرمایه طی ماه‌های اخیر را باید نتیجه ترکیب عقب‌ماندگی بازار از تورم، افت قابل توجه قیمت‌ها پس از شوک‌های سیاسی و سپس شکل‌گیری انتظارات اصلاح ارزی در سایه شکاف بالای دلار آزاد و نیما دانست. تا زمانی که این عدم تعادل‌های کلان پابرجاست، بازار سهام همچنان از منظر نسبی جذاب باقی می‌ماند؛ هرچند پایداری روند صعودی، وابسته به نحوه مدیریت سیاست‌های ارزی و پرهیز از بازگشت ناگهانی به نرخ‌گذاری‌های دستوری خواهد بود.

## چرا سرمایه‌گذاران محتاط‌تر شده‌اند؟ درس‌های سال ۱۳۹۹؛

احسان محمدیان نیک‌پی

مدیر سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاری مالی ملل

طی ماه‌های گذشته شاهد رشد پرشتاب بازارهایی نظیر طلا و ارز در اقتصاد کشور بوده‌ایم. این امر عمدتاً متأثر از افزایش ریسک‌های سیاسی و منطقه‌ای، کسری بودجه حاد دولت، مشکلات شدید دولت در فروش نفت و وصول درآمدهای ناشی از آن، افزایش تورم انتظاری و همچنین رشد قیمت‌های جهانی طلا بوده است.

با توجه به سهم بالای پول از نقدینگی (بر اساس آخرین گزارش بانک مرکزی نزدیک به ۲۴ درصد) و بسته بودن اقتصاد کشور، به صورت تاریخی حرکت بخشی از این منابع درگیر در بازارهای فوق‌الذکر بین کلاس‌های مختلف دارایی‌های تخصصی پس از یک دوره رشد شارپ دور از انتظار نمی‌باشد.

اما با توجه به شرایط خاص کشور از حیث ریسک‌های سیاسی و تنش‌های منطقه‌ای و همچنین تجربه تلخ سال ۱۳۹۹ در بازار سرمایه کشور به نظر می‌رسد حداقل در کوتاه مدت، نمی‌توان سهام را به‌عنوان مقصد هدف بخش قابل توجهی از پول‌های موجود در بازارهای رقیب دانست.

بر این اساس می‌توان رشد اخیر بازار سرمایه کشور را ناشی از حضور پرنرگتر فعالین تخصصی این بازار عمدتاً در واکنش به تورم انتظاری و همچنین تزریق بخشی از منابع در دسترس آنها به بازار سرمایه دانست. در کنار این امر، عواملی چون رشد نرخ دلار نیما، افزایش نرخ محصولات شرکت‌ها و ... نیز با تأثیرگذاری بر درآمد شرکت‌ها و رشد سودآوری آنها به صورت رالی موجبات رشد بازار را فراهم کرده است. به گونه‌ای که طی سه ماه اخیر نسبت

P/E آینده‌نگر بازار سرمایه کشور بارشده بیش از یک واحدی مواجه بوده است. همچنین طی این دوره شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران بارشده بیش از ۶۰ درصدی به سطوح بالاتر از ۴،۱ میلیون واحد رسیده است.

طی ۶ سال اخیر که شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران موفق به ثبت اعدادی بیش از یک میلیون واحد شده است، همواره سطوح جدید شاخص کل همانند فتح قله یک میلیون واحد برای اولین بار در اردیبهشت ۱۳۹۹، دو میلیون واحد در فروردین ۱۴۰۲، سه میلیون واحد در فروردین ۱۴۰۴ و اخیراً در سوم دی ماه، فتح قله چهار میلیون واحدی، به‌عنوان مقاومت روانی بازار سرمایه کشور در بین بخشی از فعالین مطرح بوده است که این سطوح را بعنوان سطوح روانی به منظور سیو سود یا خروج موقتی از بازار سرمایه در نظر گرفته‌اند.

افزایش حجم معاملات در سطوح مورد اشاره خود گواه این امر در کوتاه مدت است. اما بر اساس تجربه تاریخی و با در نظر گرفتن چشم‌انداز میان مدت و بلندمدت سهام، به نظر می‌رسد پس از یک دوره رشد شتابان در کلیات بازار سرمایه کشور، در نگاه فعالین بازار برای پیش‌بینی روند آتی این بازار علاوه بر عواملی چون تورم انتظاری و ریسک‌های سیاسی، نقش عوامل و پارامترهای بنیادی همچون میزان پایداری درآمد و سود شرکت، میزان سود نقدی و ... بیش از پیش اهمیت پیدا خواهد کرد.

در نتیجه ثبات، رشد و افت شاخص کل از هر سطحی در ادامه سال جاری و آینده بیش از وابستگی به سطوح روانی شاخص کل همچون چهار میلیون واحد، وابستگی بالایی به مواردی چون نسبت P/E آینده‌نگر بازار سرمایه، نقش نهاد ناظر، قدرت و ضعف بازارهای رقیب و از همه مهمتر ریسک‌های سیاسی و حاکمیتی موثر بر بازار سرمایه کشور دارد.

## مسئولیت اجتماعی فولادسنگان؛ پیش‌ران پایداری تولید، سرمایه‌انسانی و توسعه منطقه‌ای



مسئولیت اجتماعی در فولاد سنگان تنها یک فعالیت جانبی نیست، بلکه بخشی از راهبرد کلان شرکت برای پیوند میان توسعه صنعتی و رفاه اجتماعی است. در این گفت‌وگو با علی رسولیان، مدیر عامل فولاد سنگان، به بررسی ابعاد مختلف این رویکرد و نقش آن در پایداری تولید، سرمایه‌انسانی و توسعه منطقه‌ای می‌پردازیم:

**●●● مسئولیت اجتماعی در ساختار مدیریتی فولاد سنگان چه جایگاهی دارد؟**

**دکتر رسولیان:** در فولاد سنگان، مسئولیت اجتماعی بخشی تفکیک‌شده یا حاشیه‌ای از فعالیت شرکت نیست، بلکه یکی از ارکان اصلی حاکمیت شرکتی، مدیریت پایدار و شفافیت عملکرد محسوب می‌شود. این رویکرد علاوه بر پشتوانه‌های فرهنگی، اخلاقی و دینی، از منظر مدیریتی نیز، سازمان را نسبت به ذی‌نفعان خود در حوزه‌های نیروی انسانی، جامعه محلی، زیست‌محیطی و فولادی منطقه‌ای پاسخگو می‌کند. امروزه شرکت‌های معدنی و فولادی به‌عنوان بازیگران کلیدی اقتصاد، نقش یک «شهروند صنعتی» ایفا می‌کنند و متناسب با ظرفیت‌های فنی و مالی خود، در توسعه متوازن محیط پیرامون مشارکت فعال دارند. در رویکرد حرفه‌ای، مسئولیت اجتماعی نه تنها مغایر با مأموریت اصلی سازمان نیست، بلکه به‌طور مستقیم در خدمت پایداری تولید و کاهش ریسک‌های عملیاتی قرار دارد. شرکت باید به‌گونه‌ای مدیریت شود که هم‌زمان منافع اقتصادی، اجتماعی و توسعه‌ای را در افق میان مدت و بلندمدت تأمین کند. این موضوع به‌ویژه در صنایع پیش‌ران مانند فولاد، یک مسئله جدی است.

**●●● نمرکز فولاد سنگان در حوزه مسئولیت اجتماعی بیشتر بر چه بخش‌هایی است؟**

**مدیر عامل فولاد سنگان:** ما فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی را در دو محور اساسی تعریف کرده‌ایم: نخست سرمایه‌انسانی و دوم جامعه و نهادهای بیرونی. در حوزه سرمایه‌انسانی، تعریف ما از کارکنان صرفاً نیروی شاغل نیست؛ خانواده آنان نیز بخشی از اکوسیستم سازمانی محسوب می‌شوند. تجربه نشان داده است که پایداری روحی، رضایتمندی خانوادگی و رفاه کارکنان، تأثیر مستقیمی بر بهره‌وری، ایمنی و کیفیت عملکرد در محیط‌های صنعتی دارد. محور دوم، جامعه و شهروندان را شامل می‌شود که فولاد سنگان در سرفصلهای مختلف به‌خصوص توسعه زیرساختی

اقدامات مهم و مؤثری را انجام می‌دهد.

**●●● در راستای حمایت از کارکنان چه اقداماتی در فولاد سنگان اجرایی شده است؟**

**دکتر رسولیان:** ما خود را متعهد می‌دانیم، همان‌گونه که کارکنان در سخت‌ترین شرایط کاری و به‌صورت شبانه‌روزی در مسیر تحقق اهداف تولید تلاش می‌کنند، شرکت نیز در تمامی مراحل زندگی شغلی و خانوادگی در کنار آنها باشد. در فولاد سنگان برنامه‌های ساختاری و زیرساختی لازم تدوین شده است و خدمات مختلفی به شهروندان و کارکنان ارائه می‌شود که یکی از راهبردی‌ترین این اقدامات، آغاز پروژه احداث شهرک کارکنان فولاد سنگان (صنعت‌شهر) با کلیه امکانات رفاهی است که در پاسخ به یکی از جدی‌ترین دغدغه‌های نیروی انسانی؛ یعنی موضوع مسکن طراحی شده است.

**●●● نقش فولاد سنگان در توسعه اجتماعی و زیرساختی منطقه چگونه تعریف شده است؟**

**مدیر عامل فولاد سنگان:** در سطح منطقه‌ای، فولاد سنگان تلاش کرده است مسئولیت اجتماعی را به‌گونه‌ای اجرا کند که منجر به ایجاد ظرفیت‌های پایدار، ارتقای شاخص‌های توسعه انسانی و افزایش امید اجتماعی شود. ما پروژه‌هایی را در دست اقدام داریم که ضمن پشتیبانی از فعالیت‌های فعلی شرکت، در آینده موجب افزایش اشتغال مستقیم و غیرمستقیم خواهند شد. هدف ما این است که رشد صنعتی شرکت هم‌زمان با رشد و ارتقای کیفیت زندگی در شهرستان خواف و مناطق پیرامونی رخ دهد.

**●●● یکی از اقدامات مهم فولاد سنگان، برنامه‌ریزی و اقدام برای احداث در مانگاه تخصصی شهرستان است. علت ورود فولاد سنگان به این حوزه و اثرات این اقدام را چگونه ارزیابی می‌کنید؟**

**دکتر رسولیان:** ورود فولاد سنگان به حوزه توسعه زیرساخت‌های درمانی، مبتنی بر یک ارزیابی دقیق از نیازهای شهروندان و الزامات توسعه پایدار منطقه‌ای بوده است. احداث در مانگاه تخصصی صرفاً یک اقدام رفاهی نیست، بلکه نوعی سرمایه‌گذاری در زیرساخت سلامت عمومی به‌شمار می‌رود. این مرکز با کاهش ارجاع بیماران به شهرهای بزرگ‌تر، امکان ارائه خدمات تشخیصی و درمانی تخصصی را در سطح شهرستان فراهم می‌کند که نتیجه آن کاهش هزینه‌های

مستقیم و غیرمستقیم درمان، افزایش رضایتمندی کارکنان و ارتقای امنیت روانی خانواده‌هاست. از نگاه توسعه منطقه‌ای نیز، ایجاد چنین زیرساختی موجب ارتقای شاخص‌های بهداشت و درمان، افزایش جذابیت سکونت و اشتغال در منطقه و تقویت ماندگاری نیروی متخصص خواهد شد. در نهایت، این اقدام در راستای سیاست کلان فولاد سنگان برای هم‌افزایی میان توسعه صنعتی و رفاه اجتماعی اجرا شده و مصداق عملی پیوند مسئولیت اجتماعی با پایداری تولید و رشد سازمانی است.

**●●● احداث پارک مادر و کودک در شهرستان خواف از جمله اقدامات شاخص فولاد سنگان در حوزه مسئولیت‌های اجتماعی بوده است. این پروژه با چه اهدافی تعریف و اجرا شد؟**

**مدیر عامل فولاد سنگان:** احداث پارک مادر و کودک با رویکردی کاملاً کارشناسی و مبتنی بر نیازسنجی اجتماعی منطقه در دستور کار فولاد سنگان قرار گرفت. در مناطق صنعتی و معدنی، توسعه فضاهای تخصصی مرتبط با خانواده، به‌ویژه بانوان و کودکان، یکی از مؤلفه‌های مغفول اما اثرگذار در ارتقای کیفیت زندگی، سلامت روان و پایداری اجتماعی محسوب می‌شود. هدف اصلی این پروژه، ایجاد زیرساختی ایمن، استاندارد و کارکردی برای تقویت تعاملات خانوادگی و اجتماعی، افزایش نشاط عمومی و فراهم‌سازی بستر مناسب برای رشد جسمی و روانی کودکان بوده است. از منظر مدیریتی، این اقدام به‌عنوان یک سرمایه‌گذاری نرم در سرمایه اجتماعی منطقه تعریف می‌شود که به‌طور غیرمستقیم بر کاهش آسیب‌های اجتماعی، افزایش رضایتمندی شهروندان و ارتقای شاخص‌های زیست‌پذیری شهرستان اثرگذار است. علاوه بر این، چنین پروژه‌هایی نقش مهمی در افزایش جذابیت سکونت در منطقه، ماندگاری نیروی انسانی و تقویت پیوند میان صنعت و جامعه محلی ایفا می‌کنند. فولاد سنگان بر این باور است که توسعه صنعتی پایدار بدون توجه به نیازهای فرهنگی و اجتماعی خانواده‌ها امکان‌پذیر نیست و پارک مادر و کودک در همین چارچوب و به‌عنوان بخشی از راهبرد مسئولیت اجتماعی شرکت اجرا شده است.

**●●● فولاد سنگان در پروژه چهارباندسازی محور تربت حیدر به‌خواف مشارکت فعال داشته است. دلایل ورود شرکت به این پروژه زیرساختی و آثار آن را چگونه ارزیابی می‌کنید؟**

دکتر رسولیان: محور تربت حیدر به‌خواف یکی از شریان‌های حیاتی مواصلاتی محسوب می‌شود و می‌دانیم برای مردم منطقه دسترسی به زیرساخت مواصلاتی استاندارد مهم است. مشارکت فولاد سنگان در چهارباندسازی این محور، مبتنی بر یک رویکرد تحلیل محور و مبتنی بر رفع دغدغه مردم منطقه بوده است. ارتقای ظرفیت و ایمنی این مسیر، نقش مستقیمی در کاهش حوادث جاده‌ای ایفا می‌کند. از منظر توسعه منطقه‌ای نیز، این پروژه موجب بهبود ارتباطات بین‌شهری، افزایش ایمنی تردد شهروندان، تسهیل دسترسی به خدمات آموزشی و درمانی و افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری در شهرستان خواف می‌شود. ما معتقدیم توسعه پایدار صنعتی بدون توسعه متوازن زیرساخت‌های عمومی امکان‌پذیر نیست و به همین دلیل فولاد سنگان خود را در قبال چنین پروژه‌هایی مسئول می‌داند. در مجموع، مشارکت در احداث این محور را باید یک سرمایه‌گذاری زیرساختی مشترک با منافع دوگانه صنعتی و اجتماعی دانست که هم پایداری تولید را تقویت می‌کند و هم سطح ایمنی و رفاه عمومی منطقه را ارتقا می‌دهد.

**●●● دیگر اقدامات فولاد سنگان در حوزه مسئولیت اجتماعی را بیان نمایید؟**

**مدیر عامل فولادسنگان:** از جمله اقدامات شاخص فولاد سنگان در این حوزه می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- احداث مدارس هفتگانه فولادسنگان و کلنگ‌زنی ۱۴۴ کلاس درس
- اهدای ۱۱۰ سری جهیزیه در راستای ترویج ازدواج آسان
- برگزاری جشن ازدواج زوج‌های کم‌توان مالی
- اهدای ۵۱۰ دستگاه تبلت به دانش‌آموزان مناطق محروم
- افتتاح نخستین مرکز سلامت روان منطقه
- مشارکت در برنامه‌های فرهنگی و توسعه آمان‌های ملی و مذهبی شهرستان خواف
- برگزاری نخستین همایش چهره‌های ماندگار و تجلیل از نخبگان منطقه
- کمک به نوسازی مساجد
- توزیع بیش از ۳۵۰۰ بسته حمایتی در قالب طرح مواسات
- حمایت از سازمان‌های مردم‌نهاد با رویکرد محرومیت‌زدایی
- مشارکت در طرح انتقال آب در یای عمان به سه استان شرقی کشور و موارد متعدد دیگر است

## بورس در مسیر دلاری شدن؛ روایت جهش پاییزی و سیاست های ارزی

محمدحسین نیاتی

مدیر سرمایه گذاری و تحلیل مشاور سرمایه گذاری فاین تک

مسیر صعودی بازار سرمایه در سه ماهه اخیر با شتابی کم نظیر پاییزی متفاوت را برای سرمایه گذاران رقم زده به طوری که شاخص کل بورس به عنوان نماد اصلی بازار از محدوده ۲،۴ میلیون در ابتدای شهریور به بیش از ۴،۱ میلیون واحد در روزهای ابتدایی دی ماه افزایش یافت. با بررسی عوامل سیاسی-اقتصادی موثر بر فضای کلان کشور و بازار سرمایه، می توان به شناسایی عوامل این رشد چشمگیر پرداخت و نسبت به تداوم روزهای سبز بازار اظهار نظر نمود. گذار از ریسک های سیاسی مرتب بر کشور نخستین عامل محرک تقاضای سرمایه گذاران برای خرید سهام بوده است. کم رنگ شدن احتمال وقوع مجدد تنش نظامی از سویی و تعدیل فضای اقتصادی با اعمال دوباره تحریم ها پس از فعال سازی مکانیزم ماشه از سوی دیگر موجب شد تا فعالان اقتصادی نسبت به تخصیص منابع به دارایی های ریسکی از جمله سهام تمایل نشان دهند.

با این وجود شاید مهم ترین عامل تداوم روند رو به رشد بازار را باید در تغییرات سیاست گذاری در حوزه ارزی جستجو کرد. علی رغم برنامه ریزی بانک مرکزی در راستای کنترل بازار ارز و ایجاد فشار مضاعف بر شرکت ها جهت عرضه ارز در نرخ های سرکوب شده سامانه معاملات ارزی در محدوده ۲۰ هزار تومان، به دلیل بروز مشکلات و دشواری ها در تأمین ارز و افزایش افسار گسیخته نرخ ها در بازار غیر رسمی، عملاً کنترل گری بانک مرکزی در این بازار با چالش جدی مواجه بوده است. از سوی دیگر وزارت اقتصاد و سازمان برنامه و بودجه با توجه به معضلات ذکر شده همواره بر سیاست همسوسازی نرخ ارز سامانه مبادلات با واقعیات اقتصادی تأکید داشته اند. این تفاوت دیدگاه در پاییز سال جاری به اوج خود رسید و در نهایت با غلبه رویکرد تیم

اقتصادی دولت، نرخ ارز محاسباتی در آمد شرکت ها به تالار تازه تاسیس دوم روانه شد که نرخ های آن به مراتب به واقعیات اقتصادی و بازار آزاد نزدیک تر هستند. تأثیرات مستقیم و غیر مستقیم افزایش نرخ ارز نمود خود را در عملکرد شرکت های حاضر در بازار سرمایه نشان داده است. طی دو ماه پایانی پاییز سال جاری، قیمت محصولات عرضه شده در بورس کالا همگام با رشد نرخ ارز در بازار آزاد افزایش قابل توجهی یافته که در گزارش عملکرد ماهانه شرکت ها مشهود می باشد. از سوی دیگر با راه اندازی تالار دوم، پیش بینی می شود گزارش های زمستانی شرکت ها نیز با افزایش قابل توجه در نرخ های صادراتی همراه باشد. به طور همزمان حذف نرخ ترجیحی ۲۸،۵ هزار تومانی کالاهای اساسی و افزایش آن به نرخ های تالار اول یا دوم، صنایع متأثر از این موضوع از جمله صنایع دارو، محصولات غذایی و زراعت را دچار تحول خواهد نمود. با در نظر گرفتن موارد ذکر شده در کنار لایحه بودجه سال ۱۴۰۵، می توان انتظار داشت با رشد درآمد های عملیاتی و سودآوری شرکت ها در ادامه سال جاری و سال آینده، بازار با رنگ و بوی دلاری به رشد خود ادامه دهد. تداوم رشد بازار به بهبود وضعیت عملیاتی ابزارها و نهادهای مالی نیز خواهد انجامید. از جمله فاصله معنادار مابین NAV و قیمت صندوق های اهرمی که مدت ها با حباب منفی مواجه بوده اند، با تغییرات در ضرب اهرمی و تسهیل گری سازمان می تواند در فضای مثبت بازار مرتفع گردد. همچنین افزایش ارزش معاملات خرد و ورود وجوه سرمایه گذاران حقیقی و عمقی یابی بیشتر بازار اختیار معاملات، فعالان بازار را نسبت به رشد بازار همگام با حفظ نقدشوندگی امیدوارتر نموده است. دولت نیز با می تواند بهره گیری از فرصت ایجاد شده در بازار سرمایه به واگذاری دارایی های مزاد تحت مدیریت خود بپردازد. عرضه بلوک سهام تحت تملک بانک ها، واحدهای ممتاز صندوق های پلایش یکم و دارا یکم و سهام دولت در خودروسازها مسیر است که انتظار می رود با تداوم رشد بازار دولت به سوی آن گام برداشته و با خصوصی سازی شرکت های تحت تملک خود، ضمن بهبود مدیریت و روند عملیاتی آن ها، نسبت به کسب در آمد و واگذاری و تخصیص آن به حوزه ها ضروری و مورد نیاز کشور اقدام نماید.

## جان تازه بورس در پاییز ۱۴۰۴

حنانه تفرشی

تحلیلگر بازار سرمایه

در بازه زمانی مهر تا آذر ۱۴۰۴، بازار سرمایه ایران یکی از پرتحرک ترین دوره های خود را تجربه کرد؛ دوره ای که با افزایش محسوس تقاضا، رشد ارزش معاملات و بازگشت نسبی اعتماد سرمایه گذاران همراه بود. مجموعه ای از عوامل اقتصادی، سیاستی و رفتاری در کنار هم باعث شدند تا بورس تهران پس از دوره ای رکود، بار دیگر به کانون توجه فعالان اقتصادی بازگردد.

یکی از مهم ترین محرک های این روند صعودی، افزایش نرخ ارز در بازارهای رسمی و آزاد بود. رشد نرخ دلار، به ویژه در سامانه های رسمی، مستقیماً سودآوری شرکت های صادرات محور را تقویت کرد. صنایع پتروشیمی، فلزی و معدنی که بخش عمده درآمد آن ها ارزی است، بیشترین بهره را از این شرایط بردند. افزایش انتظارات تورمی و تعدیل پیش بینی سود شرکت ها باعث شد نگاه سرمایه گذاران نسبت به سهام دلاری مثبت تر شود و جریان نقدینگی به سمت این گروه ها حرکت کند.

در واقع بازار سهام به عنوان سپری در برابر کاهش ارزش پول ملی مورد توجه قرار گرفت. عامل مؤثر دیگر، واگذاری بلوک های سهام دولتی و حقوقی بود. عرضه این بلوک ها نه تنها باعث افزایش عمق بازار و بهبود نقدشوندگی شد، بلکه سیگنال مهمی درباره ارزندگی دارایی های بورسی به سرمایه گذاران داد.

بسیاری از فعالان بازار این واگذاری ها را نشانه ای از تمایل دولت به اصلاح ساختار مالکیتی و آزادسازی اقتصاد تلقی کردند.

همین موضوع نگاه میان مدت سرمایه گذاران را تقویت کرد و انگیزه ورود سرمایه های جدید را افزایش داد. در کنار این عوامل، افزایش استقبال از صندوق های سرمایه گذاری به ویژه صندوق های اهرمی، نقش مهمی در رشد تقاضا داشت.

صفه های خرید سنگین در این صندوق ها نشان دهنده افزایش ریسک پذیری سرمایه گذاران و تمایل آن ها به کسب بازدهی بالاتر بود. جابه جایی نقدینگی از ابزارهای کم ریسک به سمت ابزارهای پر بازده تر، نشانه ای از بهبود انتظارات و تغییر فاز روانی بازار محسوب می شود.

از سوی دیگر، رشد چشمگیر ارزش معاملات روزانه و ورود پول حقیقی به بازار، مهر تأییدی بر بازگشت اعتماد سرمایه گذاران بود. افزایش گردش پول در نمادهای بزرگ و شاخص ساز نشان داد که فعالان بازار چشم انداز مثبتی نسبت به آینده دارند و بازار را مستعد تداوم رشد می دانند. در مجموع، ترکیب عواملی همچون رشد نرخ ارز، واگذاری دارایی های دولتی، افزایش ریسک پذیری سرمایه گذاران و ورود نقدینگی تازه، موجب شد بورس تهران در پاییز ۱۴۰۴ جانی تازه بگیرد. اگرچه تداوم این روند به ثبات سیاست های اقتصادی و مدیریت انتظارات وابسته است، اما شواهد نشان می دهد بازار سرمایه بار دیگر به یکی از گزینه های اصلی سرمایه گذاری در اقتصاد ایران تبدیل شده است.

## سودآوری و خلق ارزش پایدار؛

### کارنامه خورشید سپهر در سال مالی ۱۴۰۴

مدیریت ریسک و پرهیز از رفتارهای هیجانی، در عمل نیز منجر به خلق ارزش شده است. مدیر عامل خورشید سپهر در ادامه در خصوص برنامه های شرکت بیان داشت بنا به سند بیانیه سیاست گذاری پرتفوی و تمهیدات هیات مدیره شرکت برنامه ریزی در افق زمانی های کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت تدوین شده است که خورشید سپهر در افق کوتاه مدت بر بهینه سازی عملیاتی پرتفوی تمرکز دارد. بهره برداری هوشمندانه از نوسانات کوتاه مدت بازار از طریق تحلیل تکنیکال و پایش جریان نقدینگی، مدیریت فعال بهای تمام شده سهام و تثبیت سود دورهای، از جمله محورهای اصلی این دوره محسوب می شود. همچنین برگزاری جلسات منظم تحلیلی داخلی و کمیته های تخصصی ماهانه، با هدف ارتقای کیفیت تصمیم گیری، در دستور کار قرار گرفته است. در برنامه های میان مدت، ارتقای کیفیت پرتفوی و مدیریت ریسک مدنظر است. در افق میان مدت، تمرکز شرکت بر بازبینی ساختار پرتفوی، انتخاب صنایع پرتو و افزایش نقدشوندگی دارایی ها است. کاهش وزن صنایع پرریسک یا کم بازده، مشارکت در افزایش سرمایه ها، پذیره نویسی ها و عرضه های اولیه، و تعیین حداقل سطح نقدشوندگی به گونه ای که امکان نقد شدن ۲۰ درصد از پرتفوی طی سه روز کاری فراهم باشد، از جمله برنامه های اعلام شده در این دوره است.

در حوزه مدیریت ریسک نیز توسعه ابزارهای نوین، از جمله سرمایه گذاری در گواهی سپرده های کالایی طلا، نقره و مس، استفاده از صندوق های کالایی و بهره گیری از استراتژی های مشتقه، نقش مهمی در کاهش ریسک سیستماتیک و ایجاد تعادل در پرتفوی ایفا می کند. هدف گذاری افق بلندمدت شرکت خلق ارزش پایدار است. در افق بلندمدت، شرکت سرمایه گذاری خورشید سپهر به دنبال ایجاد ساختاری پایدار و سودآور برای سهامداران است. تمرکز بر ایجاد جریان نقدی پایدار از محل سود تقسیمی، توسعه سرمایه گذاری های غیربورسی، ورود به صندوق های جسورانه و خصوصی، و ارتقای زیرساخت های فناوری و تحلیل داده، از جمله برنامه های کلان این شرکت در سال های آتی به شمار می رود. مدیر عامل خورشید سپهر در جمع بندی عملکرد سال مالی ۱۴۰۴ تأکید کرد: هدف ما صرفاً ثبت یک عدد بازدهی نیست؛ بلکه ایجاد یک مسیر پایدار برای خلق ارزش، مدیریت حرفه ای ریسک و ایفای نقش مؤثر به عنوان بازوی بازار سرمایه گروه سپهر صادرات است. عملکرد مالی سال ۱۴۰۴ و بازدهی بالاتر از شاخص های بازار نشان می دهد که شرکت سرمایه گذاری خورشید سپهر با بهره مندی از سرمایه انسانی توانمند و حرفه ای و تکیه بر رویکرد تحلیلی و انضباط سرمایه گذاری، توانسته است جایگاه خود را به عنوان یکی از بازیگران حرفه ای بازار سرمایه تثبیت کند؛ جایگاهی که به نظر می رسد در سال های آینده نیز تقویت خواهد شد.

سال مالی منتهی به ۳۰ آذر ۱۴۰۴ شرکت سرمایه گذاری خورشید سپهر که به عنوان بازوی تخصصی بازار سرمایه گروه سرمایه گذاری سپهر صادرات فعالیت می کند، با تحقق سود خالص ۱،۴۸۰ میلیارد تومانی و افزایش ارزش سبد سهام تحت مدیریت به بیش از ۱۲ هزار میلیارد تومان به پایان رسید؛ عملکردی که در کنار ثبت بازدهی بالاتر از شاخص های کل، هم وزن و صنعت سرمایه گذاری، این شرکت را در زمره بازیگران موفق بازار سرمایه قرار داده است. حسام سرفرازیان، مدیر عامل شرکت سرمایه گذاری خورشید سپهر با اشاره به راهبردهای این شرکت اظهار کرد: شرکت سرمایه گذاری خورشید سپهر به عنوان بخشی از گروه سرمایه گذاری سپهر صادرات، با تمرکز بر مدیریت حرفه ای دارایی های مالی و رویکردی مبتنی بر تحلیل فعالیت می کند. راهبرد اصلی شرکت، خلق بازدهی پایدار از طریق تحلیل داده محور، تنوع بخشی به پرتفوی و کنترل نظام مند ریسک است. وی افزود: تمرکز سرمایه گذاری خورشید سپهر بر سهام، اوراق بهادار و فرصت های منتخب بازار سرمایه است و اصولی همچون شفافیت، انضباط سرمایه گذاری و پاسخگویی به ذی نفعان، چارچوب حرفه ای تصمیم گیری در این شرکت را شکل می دهد.

#### ارز یابی حرفه ای عملکرد با TWRR

بمطور ارزیابی دقیق عملکرد و فراهم سازی امکان مقایسه منصفانه با سایر ابزارهای سرمایه گذاری غیرمستقیم، بازه موزون زمانی (TWRR) پرتفوی شرکت سرمایه گذاری خورشید سپهر، در مقابل نرخ بازده مبتنی بر تغییرات خالص ارزش دارایی (NAV RETURN) صندوق های سرمایه گذاری سهامی و شاخصی، با افق زمانی یکسان مورد بررسی قرار گرفته است. بر اساس نتایج این مقایسه، بازه ۵۲،۷ درصدی پرتفوی کوتاه مدت شرکت در دوره یک ساله، جایگاه رتبه دوازدهم را در میان یکصد و ده (۱۱۰) صندوق های سهامی و شاخصی فعال در دوره زمانی مذکور به خود اختصاص داده است؛ جایگاهی که بیانگر سطح بالای رقابت پذیری و کارایی عملکرد خورشید سپهر در فضای حرفه ای مدیریت دارایی است. سرفرازیان افزود استفاده از معیار TWRR این امکان را فراهم می کند که عملکرد واقعی مدیریت پرتفوی، مستقل از اثر جریان های ورودی و خروجی نقدی، مورد سنجش قرار گیرد. این شاخص، تصویری شفاف تر از کیفیت تصمیم گیری های سرمایه گذاری ارائه داده و مبنای مناسبی برای مقایسه عملکرد با صندوق های سرمایه گذاری محسوب می شود. وی تأکید کرد: قرار گرفتن بازدهی شرکت بالاتر از شاخص کل، هم وزن و شاخص صنعت سرمایه گذاری نشان می دهد که تمرکز بر تحلیل،

سود خالص سال مالی منتهی به آذرماه ۱۴۰۴ محقق شد

هفتاد و چهار هزار و چهارصد و هشتاد میلیارد ریال

## بورس ایران ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۴؛ روایت پنج فاز تحول

محمد مهدی دژدار

مدیر تحلیل شرکت تامین سرمایه بانک مسکن

روند بیش از یک دهه بازار سرمایه ایران نشان می دهد که همبستگی میان نرخ ارز و عملکرد نمادهای بزرگ بورسی، تصویری روشن از چرخه های اقتصادی کشور ارائه می دهد. بررسی داده های تجمعی از سال ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۴ نشان می دهد که هر جهش ارزی، محرک اصلی رشد صنایع صادرات محور بوده است. در این میان، نمادهایی چون شپنا و فملی توانسته اند با استفاده از شرایط جهانی و مزیت های داخلی، بازدهی فراتر از رشد دلار ثبت کنند. در مقابل، برخی نمادها مانند مارون با وجود صادراتی بودن، رشد محدودتری داشته اند. این مطالعه، با تقسیم بندی پنج فاز زمانی، مسیر تحول بازار و جایگاه برندگان و بازندگان بلندمدت را آشکار می سازد. این نمودار روند رشد تجمعی چند نماد بورسی مهم و نرخ دلار را در فاصله زمانی از سال ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۴ نشان می دهد.



مارون کمترین رشد را در میان صنایع بزرگ دارد.

این دوره همزمان با جهش قیمت دلار و رشد عمومی در بازار سهام ایران است (اوج بورس سال ۱۳۹۹).

**فاز ۴: اصلاح و رکود موقت (۱۴۰۰ تا ۱۴۰۲)**

**پس از جهش:** شپنا دچار کاهش موقت می شود (نوسان یا اصلاح قیمتی). دلار به رشد آهسته تری ادامه می دهد. وبملت و فملی روند پایدار و رو به رشد دارند. مارون تقریباً وارد فاز رکود طولانی می شود (افقی شده). این دوره با کاهش حجم معاملات بورس و سیاست های کنترل نرخ ارز همزمان بوده است.

**فاز ۵: جهش نهایی (۱۴۰۲ تا ۱۴۰۴)**

از ۱۴۰۲ به بعد دوباره رشد شدیدی آغاز می شود:

شپنا و فملی بیشترین افزایش را دارند و در رأس نمودار هستند. وبملت رشد قابل توجهی دارد و حتی از فولاد پیشی گرفت.

دلار همچنان صعودی است ولی با شیب متوسط. مارون کم تحرک باقی می ماند احتمالاً این جهش نتیجه افزایش تورم، رشد نرخ ارز و رونق دوباره بازار سهام در ۱۴۰۳-۱۴۰۴ است.

**جمع بندی عددی و نسبی در سال ۱۴۰۴:**

شپنا تقریباً در سطح رشد ۱۷۰-۱۸۰ برابر قرار دارد (بالترین رشد). فملی نزدیک به همین مقدار است.

وبملت حدود ۱۳۰ برابر تجمعی دارد. فولاد نزدیک به ۱۰۰ برابر. دلار حدود ۸۰-۹۰ برابر رشد تجمعی.

مارون حدود ۴۰-۵۰ برابر، کمترین رشد.

**نکات تحلیلی و فنی:**

**همبستگی دلار و سهام:** رابطه مثبت قابل مشاهده است: هر زمان دلار جهش کرده، سهام های فلزی و پالایشی هم رشد کرده اند اما معمولاً با شتاب بیشتری نسبت به دلار.

**صنایع پیشرو در بحران ها:**

نمادهای وابسته به صادرات (مثل فملی، فولاد، شپنا) از رشد نرخ ارز سود برده اند، چرا که درآمد دلاری دارند.

**نماد کم رشد (مارون):** با وجود اینکه پتروشیمی مارون صادر کننده است، احتمالاً کنترل قیمت های داخلی یا کمبود نقدشوندگی باعث رشد کمتر شده است.

**بانک ملت (وبملت):** در دوره های تورمی و افزایش نرخ بهره، این بانک رشد کرده و در پایان دوره چهارم از فولاد سبقت گرفته است.

**نتیجه گیری نهایی**

**برنده بلندمدت:** شپنا و فملی بهترین عملکرد در بیش از یک دهه اخیر.

**پایدار ترین رشد:** وبملت - رشد تدریجی، بدون نوسان زیاد.

**ضعیف ترین بازده:** مارون - رشد کم و دوره های رکود طولانی.

**شاخص دلار:** نقش محرک اصلی، ولی کمتر از سهام های قوی رشد کرده (نشانه ای اهرم تورمی در سهام). در نمادهایی مانند فملی، شپنا و حتی بانک ملت

با اختلاف بازدهی بیشتری نسبت به دلار ایجاد کرده اند، علاوه بر تغییرات ارز، پیشران دیگری نیز در این نمادها وجود داشته است که عبارتند از وضعیت مناسب

قیمت جهانی مس، شرایط مساعد کرک اسپرید پالایشی ها و عملیات بانکی نماد بانک ملت و دارایی های تحت تملک آن از دارایی های تا سهام تحت تملک. اما

نمادهای مانند فولاد به دلیل عدم شرایط مناسب قیمت جهانی محصولات مرتبط با صنعت فولاد تنها توانسته به اندازه رشد ارز بازدهی ایجاد کند.

## رشد ۴۳ درصدی قیمت سهام بانک صادرات در پاییز

همچنین در این دوره، افزایش ۷۳ درصدی هزینه سود سپرده ها و تجربه رشد ۲۳ درصدی درآمد کارمزد که به دلیل توسعه فعالیت های بانکداری الکترونیک و دیجیتال و استفاده از محصولات جدید نظیر چک نو، ست و... بوده است، سود خالص بانک ۹۱ درصد بهبود بخشیده است.

به این ترتیب بانک صادرات ایران در پاییز سال جاری موفق به کسب رشد ۴۳ درصدی در قیمت هر سهم خود شد و متوسط حجم معاملات سهام ۹۱۶ میلیون و ۱۲۹ هزار و ۸۱۴ و متوسط ارزش معاملات ۵۳۲ میلیارد ریالی را تجربه کرد که ضمن افشائیه های مذکور، با برگزاری کنفرانس از دیگر علل استقبال سهم توسط سرمایه گذاران سخن گفت.

طبق کنفرانس برگزار شده، بخش زیادی از مطالبات بانک صادرات ایران از دولت به تایید حسابرس رسیده و این بانک قرار است بخشی از آن را به صورت سهام شرکت ها دریافت نماید تا نقد شوندگی و درآمدزایی بیشتری کسب کند.

همچنین وبصادر برای تسویه مطالبات ارزی از فولاد خوزستان پیگیری نموده و ۱۷۵ میلیون یورو را از این شرکت دریافت کرده است. این بانک همچنان برای تسویه کامل با وزارت اقتصاد و شرکت فولاد خوزستان در حال مذاکره است.

از سوی دیگر، بانک صادرات در هشت ماه نخست امسال برنامه افزایش سرمایه جهت رسیدن به سرمایه ۱۲۰ هزار میلیارد تومانی را تنظیم کرده بود که به دلیل شرایط اقتصادی تنها ۱۰۰ هزار میلیارد تومان در دستور کار قرار گرفت و ادامه آن به سال آتی موکول شد.

این بانک در عملکرد ۹ ماهه خود توانست، از محل اعطای تسهیلات درآمد ۹۴۲ هزار و ۶۹۶ میلیارد ریالی، از محل سپرده گذاری درآمد ۶۸ هزار و ۱۱۷ میلیارد ریالی و از محل اوراق بدهی درآمد ۷۰ هزار و ۳۷۵ میلیارد ریالی کسب نماید.

از دیگر منابع درآمدی ۹ ماهه وبصادر می توان به درآمد ۹۴ هزار و ۵۰۷ میلیارد ریالی از محل سرمایه گذاری ها و درآمد ۹۷ هزار و ۹۲ میلیارد ریالی از محل کارمزد اشاره کرد.

بانک صادر نت بخشی از مطالبات خود را به صورت سهام شرکت ها دریافت می کند و افزایش سرمایه تا ۱۰۰ هزار میلیارد تومان را در دستور کار دارد. در این میان انتشار افشائیه ها، برگزاری

مزایده ها و بهبود سودآوری عملیاتی موجب استقبال سرمایه گذاران از سهام وبصادر در فصل پاییز شد.



بانک صادرات ایران

بانک صادرات ایران در پاییز امسال افشائیه های مختلفی را منتشر کرد که بر روند قیمتی سهام آن اثر داشت. این بانک در مهر ماه خبر برگزاری سه مزایده در آبان ماه داد که مربوط به سهام سه شرکت تولید تجهیزات سنگین هپکو، ابنیه و ساختمان پدیده شاندریز و شرکت توسعه بین المللی صنعت گردشگری پدیده شاندریز بوده است.

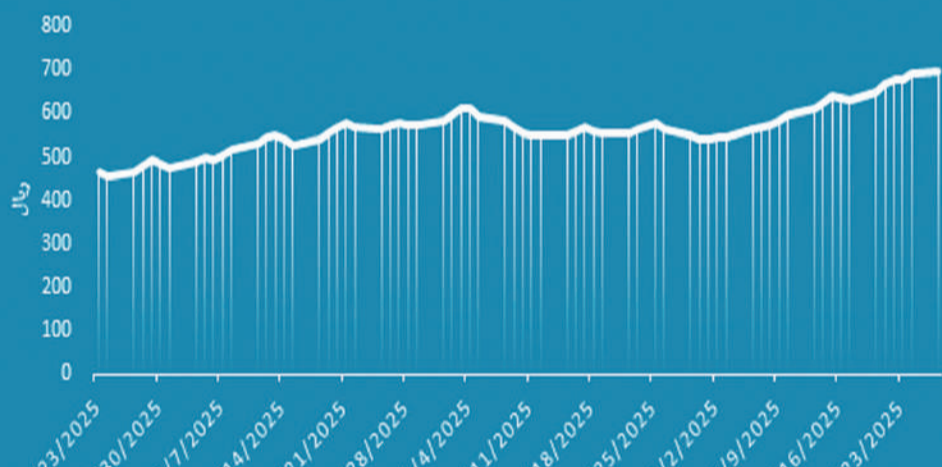
وبصادر قصد داشت با عرضه یک میلیارد و ۵۷۱ میلیون و ۶ هزار و ۴۴ سهم از شرکت تولید تجهیزات سنگین هپکو، ۱۸۷ درصد سهام این شرکت را به صورت عمده و نقد در ۶ آبان ماه عرضه نماید.

این بانک برای واگذاری سهام شرکت ابنیه و ساختمان پدیده شاندریز برنامه فروش ۸۸۷ میلیون و ۵۵۱ هزار و ۷۵ سهم معادل ۶۰۵۷ درصد سهام این شرکت را برای ۱۲ آبان ماه چید که با مزایده عرضه ۲۰۶ میلیون و ۶۱۴ هزار و ۲۴۸ سهم شرکت توسعه بین المللی صنعت گردشگری پدیده شاندریز معادل ۱۳۰۹ درصد سهام این شرکت همزمان بود تا به این ترتیب فرایند خروج از بنگاه داری را تداوم و اجرایی نماید.

بانک صادرات ایران در آبان ماه علت تغییرات قابل توجه سود شش ماهه نخست سال جاری خود را نیز بیان نمود که از دیگر عوامل اثرگذار بر استقبال سرمایه گذاران از سهام این بانک بوده است.

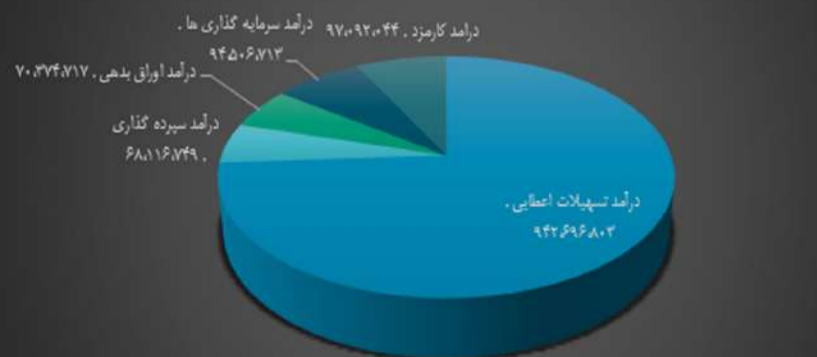
وبصادر اعلام کرد بهبود فرایند اعطای تسهیلات و تمرکز بر سودآوری در بخش فعالیت های عملیاتی منجر به رشد ۵۷ درصدی درآمد عملیاتی شش ماهه نخست امسال شد.

### روند قیمتی وبصادر در پاییز ۱۴۰۴



### سبد درآمدی ۹ ماهه وبصادر

اعداد به میلیون ریال می باشد.



درآمد کارمزد - درآمد سرمایه گذاری ها - درآمد اوراق بدهی - درآمد سپرده گذاری - درآمد تسهیلات اعطایی



### بودجه ۱۴۰۵؛ انضباط گرا اما تورم زا

مالیاتی از سود انباشته ۲۰ همت تعیین شده و با حذف نرخ ارز ترجیحی ۲۸،۵۰۰ تومانی، ۵۷۲ همت نیز در قالب کالا برگ به مردم اختصاص می‌یابد.

در بخش صنایع، برای صنعت برق تخصیص بخشی از افزایش نرخ به تولید و توزیع پیش‌بینی شده و این موضوع بر گروه برق و نیروگاه اثر گذار است. در صنعت معدن، نرخ گاز صنایع بدون تغییر باقی مانده و حقوق دولتی معدن نیز مانند سال گذشته بدون تغییر و در سطح ۵۵ درصد اعلام شده که خبر خنثی و مطابق انتظار بازار ارزیابی می‌شود. در حوزه مالیات ارزش افزوده، نرخ از ۱۰ به ۱۲ درصد افزایش یافته و انتشار اوراق با رقم ۹۴۰ همت رشد ۲۵ درصدی نسبت به سال قبل داشته است. در صنعت بانک، سقف معافیت مالیاتی ناشی از افزایش سرمایه از سود انباشته به ۲۰ همت رسیده و این موضوع بر بانک ملت و پارسیان اثر گذار عنوان شده است. در صنعت غذا و دارو، حذف ارز ترجیحی عمده تأثیر را بر گروه دارو دارد و احتمال رشد قابل توجه نرخ دارو، روغن، لبنیات و شیرینی جات مطرح شده است. در صنعت فولاد و پتروشیمی، عدم تغییر نرخ گذاری فرمول گاز و اثر گذاری بر پتروشیمی‌های خوراک گاز و فولادی‌های غیر کارمزدی مورد اشاره قرار گرفته و در صورت رشد نرخ دلار، این صنایع اثر متناسب با رشد نرخ دلار خواهند داشت، هر چند ابهام در نرخ تسعیر میان تالار اول و دوم همچنان وجود دارد. در جمع بندی بخش صنایع، تخصیص بخشی از افزایش نرخ به تولید و توزیع در صنعت برق و احتمال رشد تولید با توجه به امکان سرمایه گذاری از محل منابع شرکت ها مطرح شده و در صنعت معدنی نیز عدم تغییر درصد نرخ حقوق و عوارض دولتی به عنوان خبر خنثی و مطابق انتظار بازار بیان شده است.



اصلی همچنان تأمین درآمد پایدار و کنترل کسری است. در بازار سرمایه نیز اثرات بودجه محدود ارزیابی شده و حذف ارز ترجیحی بر صنایع فعال در زنجیره کالاهای اساسی اثر گذار بوده و حقوق دولتی معدن بدون تغییر باقی مانده است. همچنین انتشار اوراق به عنوان سیاست مالی انقباضی رشد محدودی داشته است.

در بخش مفروضات بودجه، تمام ارز نفتی به تالار دوم منتقل شده و نرخ تالار دوم برای نفت و صندوق ۱۰۱ هزار تومان و نرخ تالار اول برای واردات و گمرک ۸۵ هزار تومان تعیین شده است. استقراض از صندوق توسعه ملی ۵۹۰ همت در نظر گرفته شده که نسبت به سال گذشته افزایش دارد و کل فروش نفت با فرض صادرات یک میلیون بشکه در روز ۱۹ میلیارد دلار برآورد شده است. سقف معافیت

شدن متمرکز است. با وجود رشد درآمدهای مالیاتی، کسری بودجه ساختاری همچنان پابرجاست و برآورد می‌شود بین ۷۰۰ تا ۸۰۰ همت باشد. در صورت جبران کسری از طریق استقراض یا افزایش پایه پولی، فشار تورمی تداوم خواهد داشت؛ هر چند منابع صندوق توسعه ملی برای دومین سال متوالی مستقیماً در بودجه لحاظ شده است. کمبود اعتبارات عمرانی ریسک اجرای پروژه‌ها را افزایش داده و رشد مالیات‌ها در کوتاه مدت می‌تواند بخش خصوصی را تحت فشار قرار دهد، اما در بلندمدت در صورت کاهش تورم می‌تواند به پایداری بیشتر منجر شود. در مجموع، بودجه ۱۴۰۵ بودجه‌ای انضباط گرا اما تورم‌زا توصیف می‌شود که در آن تلاش شده میان حمایت معیشتی، توسعه زیرساخت و انضباط مالی تعادل برقرار شود، هر چند چالش

### آرش صدیقی

#### تحلیلگر تأمین سرمایه بانک مسکن

در لایحه بودجه ۱۴۰۵، درآمدهای مالیاتی به عنوان مهم‌ترین منبع پایدار دولت با رشد قابل توجهی همراه شده و سهم مالیات‌ها با افزایش حدود ۶۵ درصدی، به‌ویژه در بخش‌های مالیات بر شرکت‌ها، حقوق و ارزش افزوده، بخش عمده منابع را تشکیل می‌دهد. در بخش درآمدهای نفتی، با وجود نوسانات بازار، فرض بر کاهش صادرات نفت به حدود یک میلیون بشکه در روز گذاشته شده و نرخ تسعیر دلار حدود ۱۰۰ هزار تومان در نظر گرفته شده است؛ در حالی که تسعیر ارز به‌طور کامل به تالار دوم منتقل شده است. واگذاری دارایی‌های مالی شامل انتشار اوراق بدهی، فروش سهام شرکت‌های دولتی و استقراض نیز حدود ۳۰ درصد منابع عمومی را تشکیل می‌دهد. در بخش مصارف، هزینه‌های جاری به‌ویژه حقوق و دستمزد بیش از نیمی از کل بودجه عمومی را به خود اختصاص داده و افزایش ۲۰ تا ۲۵ درصدی حقوق کارکنان فشار قابل توجهی بر این بخش وارد کرده است.

اعتبارات عمرانی در سطح حدود ۶۰۰ همت برآورد شده که رقم محدودی محسوب می‌شود و احتمال کندی یا تأخیر در اجرای پروژه‌های عمرانی را افزایش می‌دهد. جهت گیری‌های مالی دولت بر افزایش درآمدهای مالیاتی، کاهش وابستگی به نفت، کنترل هزینه‌های جاری از طریق ساماندهی پرداخت‌ها و حذف ردیف‌های غیر ضرور، حمایت از تولید داخلی و صادرات غیر نفتی با تخصیص مشوق‌ها، گسترش شفافیت تراکنش‌ها و ورود کسب و کارهای دیجیتال به نظام مالیاتی و همچنین تداوم سیاست‌های یارانه‌ای با هدف هدفمندتر

### سهم ۶۷ درصدی پاییز از کل درآمد ۹ ماهه آرمان مهان

بخش دیگر سود فروش مربوط به فروش بخشی از واحدهای صندوق‌های سرمایه گذاری بوده است که در این دوره درآمد ۲۵۵ میلیارد ریالی را برای شرکت سرمایه گذاری توسعه آرمان مهان به ارمغان آورد؛ به عنوان مثال واگذاری ۶۲ میلیون و ۵۲۱ هزار و ۱۷۰ واحد از صندوق زمد کوروش سود ۱۲۱ میلیارد ریالی و واگذاری ۶۳ هزار و ۴۴۴ واحد صندوق سرمایه گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت ماهور سود ۵۳ میلیارد ریالی را برای شرکت به ارمغان آورد.

این شرکت ضمن واگذاری و شناسایی سود در پاییز، اقدام به خرید سهام و صندوق‌های سرمایه گذاری نیز کرد که بهای تمام شده سهام خریداری شده به ارزش ۸۰۴ میلیارد ریال بود. در این بین، بیشترین بهای تمام شده سهام خریداری شده مربوط به نماد آتی به ارزش ۱۴۵ میلیارد ریال، نماد وغدیر به ارزش ۸۹ میلیارد ریال، نماد و خاور به ارزش ۵۹ میلیارد ریال و نماد حکشتی به ارزش ۳۳ میلیارد ریال بوده است.

در ۹ ماهه نخست امسال شرکت سرمایه گذاری توسعه آرمان مهان با خرید و فروش سهام و اوراق در بازار سرمایه، ارزش پرتفوی خود را به ۲۶ هزار و ۴۳۲ میلیارد ریال رساند که نسبت به وضعیت انتهای سال ۱۴۰۳ با افزایش ۱۶ درصدی همراه بوده است؛ به گونه‌ای که ارزش سهام شرکت‌های قابل معامله در بازار سرمایه از ۱۹ هزار و ۷۵۳ میلیارد ریال به ۲۰ هزار و ۳۳۲ میلیارد ریال رسید و ارزش واحدهای صندوق‌های سرمایه گذاری نیز از ۳ هزار و ۹۶ میلیارد ریال به ۶ هزار و ۹۹ میلیارد ریال افزایش یافت اما ارزش سهام سایر شرکت‌ها که مربوط به شرکت‌های خارج از بازار سرمایه می‌باشد، به مبلغ ۱۰ میلیون ریال ثابت ماند.

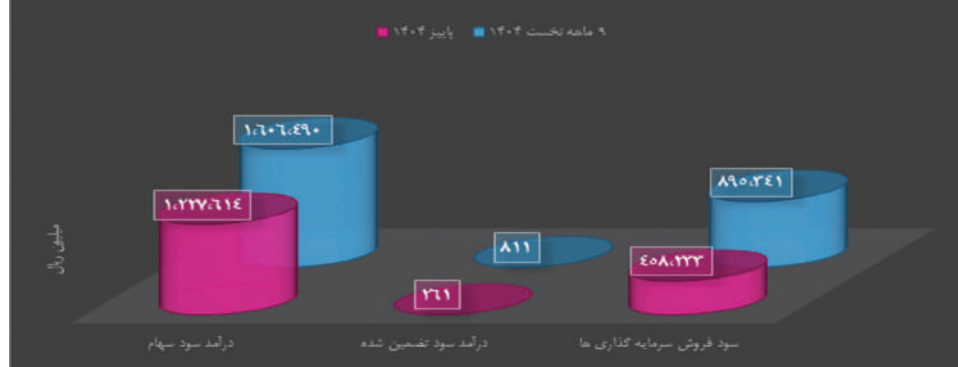
شرکت سرمایه گذاری توسعه آرمان مهان در سه ماهه پاییز با کسب درآمد عملیاتی ۱،۶۸۶ میلیارد ریالی بخش عمده‌ای از سود سال جاری را محقق کرد.



#### سرمایه گذاری توسعه آرمان مهان (سهامی خاص)

شرکت سرمایه گذاری توسعه آرمان مهان در سه ماهه پاییز سال جاری موفق به کسب درآمد عملیاتی یکپنجاه و ۶۸۶ میلیارد ریال شد که سهم ۶۷ درصدی از کل درآمد ۹ ماهه نخست سال جاری داشته است. این شرکت در پاییز امسال یکپنجاه و ۲۲۸ میلیارد ریال از محل سود سهام، ۲۶۱ میلیون ریال از محل سود تضمین شده و ۴۵۸ میلیارد ریال از فروش سرمایه گذاری‌های خود کسب کرد. همچنانکه مشاهده می‌شود، درآمد حاصل از سود سهام در پاییز امسال سهم ۷۶ درصدی از ۹ ماهه نخست امسال و سود حاصل از فروش سرمایه گذاری‌ها سهم ۵۱ درصدی داشته است. از کل مبلغ سود سهام دریافتی، بیشترین ارزش مربوط به سود نماد فارس به ارزش ۳۱۰ میلیارد ریال و نماد حکشتی به ارزش ۸۹ میلیارد ریال بوده است. بخشی از سود حاصل از فروش سرمایه گذاری‌ها مربوط به واگذاری سهام در سه ماهه پاییز بوده است که بهای کل سهام واگذار شده یکپنجاه و ۵۰۷ میلیارد ریال و ارزش واگذاری یکپنجاه و ۷۱۰ میلیارد ریال بوده است. در نتیجه از محل واگذاری سهام مبلغ ۲۰۴ میلیارد ریال به عنوان سود شناسایی شد.

#### سبد درآمدی شرکت توسعه آرمان مهان



**ششمین سالگرد شهادت قهرمان وطن، سردار شهید حاج قاسم سلیمانی، اسوه مقاومت و ایثار گرامی باد**

شهید سلیمانی اهل معنویت و اخلاص و آخرت جویی بود.

۹۹/۹/۲۶

**ارمان مهان**

شرکت معنی و معنی گرا  
SARMAH INVESTMENT COMPANY  
روابط عمومی و امور بین الملل

## بازگشت بانک‌ها به رسالت اصلی با واگذاری دارایی‌ها

حسن خضوعی

مدیر تحلیل کارگزاری صبا تامين

سرعت تحولات پیرامون بازار سرمایه در آذر ماه و هفته ابتدایی دی ماه آن چنان زیاد بود که بسیاری از اخبار مهم در لابلای اخبار بسیار مهم حوزه نادیده گرفته شد.

روند رشدی بازار، جهش قیمت ارز و طلا، ورود پول حقیقی جدید، تحولات مربوط به انتقال ارز به تالار دوم، مجوز افزایش نرخ در برخی از کالاهای اساسی، قطعی سوخت و خوراک در برخی از صنایع، جهش نرخ‌های معاملاتی در بورس کالا و ... تنها بخشی از خبرهای مهم پیرامون بازار در هفته‌های اخیر بوده است.

با این وجود اتفاق بسیار مهم و بنیادی که در لابلای هیاهوی اخبار یاد شده، کمتر به آن پرداخته شد، انتشار خبر فروش بلوکی دارایی‌ها در برخی از بانک‌ها بود. این خبر در حالت عادی می‌توانست موجب روند گرفتن قیمت سهام در بسیاری از نمادهای بانکی گردد اما در هیاهوی اخبار متعدد چندان به آن پرداخته نشد.

واگذاری بلوک‌های سهامداری بانک ملت (به صورت غیرمستقیم از طریق شرکت سرمایه‌گذاری معین ملت) در شبندر، شتران و نیکی باعث شده تا علاوه بر شناسایی حدود ۱۲ هزار میلیارد تومانی، نقدینگی حدود بیش از ۱۷ همتی وارد مجموعه بانک ملت گردد. بانک تجارت نیز بلوک ۴,۴ درصدی

نام دارایی	نام خریدار	مبلغ فروش (میلیارد تومان)	بانک فروشنده
بلوک ۲,۸۳ درصدی سهام شبندر	صندوق بازنشستگی کارکنان بانک‌ها	۸,۴۴۸	بانک ملت (شرکت س معین ملت)
بلوک ۲,۳۳ درصدی سهام شتران	صندوق بازنشستگی کارکنان بانک‌ها	۷,۵۳۲	بانک ملت (شرکت س معین ملت)
بلوک ۲,۳۸ درصدی سهام ونیکی	صندوق بازنشستگی کارکنان بانک‌ها	۱,۱۷۶	بانک ملت (شرکت س معین ملت)
بلوک ۴,۴۳ درصدی سهام شپنا	صندوق بازنشستگی کارکنان بانک‌ها	۱۶,۵۲۸	بانک تجارت (شرکت س ایرانیان)
بلوک ۹۰,۵۲ درصدی سهام شفا دارو	بخش خصوصی	۳۷,۰۰۰	بانک ملی (وبانک و آینده پویا)
بلوک ۱۵,۸۴ درصدی سهام بیمه دی و ۵۵ فقره ملک	سازمان اقتصادی کوثر	۲,۸۰۳	بانک دی

آنهاست. آنچه مسلم است رسالت تاسیس و راه اندازی هیچ یک از بانک‌ها در کشور سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها و بنگاه‌داری نبوده و تملک سهام شرکت‌هایی از این دست می‌تواند بنگاه‌ها را از رسالت اصلی که تجهیز و تخصیص بهینه منابع بوده دور کند. یقیناً با ورود نقدینگی جدید بانک‌ها تا حدی می‌توانند تمرکز خود را بر فعالیت عملیاتی خود (اعطای تسهیلات و نه سهامداری) افزایش دهند.

بررسی‌ها نشان می‌دهد علیرغم رشد بازار سرمایه، همچنان حدود ۸۰ درصد از تأمین مالی کشور از طریق بازار پول صورت می‌پذیرد و افزایش قدرت وام دهی از سوی بانک‌ها می‌تواند از یک سو نرخ تأمین مالی برای طرح‌ها را کاهش داده و موجبات افزایش تولید را فراهم کرده و از سوی دیگر جذابیت سرمایه‌گذاری در بازار بدهی (به عنوان یکی از اصلی‌ترین

رقبای بازار سهام) را کاهش دهد. با این وجود، ارقام گزارش شده در معاملات بلوکی یاد شده در مقایسه با جمع دارایی‌های فریز شده در نظام بانکی بسیار ناچیز است و برای مشاهده تأثیرات اساسی باید دیگر دارایی‌بانک‌ها نیز یک به یک در صف فروش گذاشته شده و به دارایی مولد تبدیل گردند. نگاهی به فرایندهای واگذاری در دو سال اخیر (همچون واگذاری بلوک شاراک از سوی وبانک و فروش بلوک اپال از سوی بانک پارسیان) نشان از آن دارد که نظام بانکی در واگذاری‌ها عزمی جدی دارد و لذا با تداوم این روند می‌توان به اصلاح در این بخش از نظام بانکی و اقتصاد کلان در کشور تا حدی امیدوار بود.

اما عجیب‌ترین فروش، به واگذاری بلوک کنترلی (حدود ۹۰ درصدی) هلدینگ شفا دارو از سوی بانک ملی (به صورت غیرمستقیم از طریق وبانک و شرکت آینده پویا) مربوط است که در صورت نهایی‌سازی، زیرمجموعه‌های بانک ملی از محل این فروش، رقمی حدود ۳۷ هزار میلیارد تومان دریافت خواهند کرد. شنیده شده کنسرسیومی که خریدار این بلوک دارویی بوده تحت تملک یک بخش خصوصی است. فارغ از تأثیرات سود و زیانی فروش این دارایی‌ها، نکته بسیار با اهمیت، ورود نقدینگی به بانک‌ها، مولد تر شدن دارایی‌ها، کاهش چالش نقدینگی و افزایش قدرت ارائه تسهیلات از سوی

تحت تملک خود (به صورت غیرمستقیم از طریق شرکت سرمایه‌گذاری ایرانیان) در شپنا را به مبلغ حدود ۱۶,۵ همت واگذار کرد. بنا بر اطلاعات در دسترس، صندوق بازنشستگی کارکنان بانک‌ها خریدار این بلوک‌ها بوده است.

واگذاری بلوک حدود ۱۵ درصدی بیمه دی نزد بانک دی و همچنین ۵۵ فقره ملک به ارزش حدود ۲,۸۰۰ میلیارد تومان نیز امیدواری‌ها را برای کاهش ناترازی این بانک به شدت افزایش داده است.

شنیده شده این بانک همچنین قرار است بلوک سهامداری خود در نیروگاه دماوند را نیز بزودی واگذار نماید.

## مهار کسری بودجه

### با تغییر ترکیب مخارج

محمد رضا زاری

مدیر صندوق گروه خدمات بازار سرمایه پاسارگاد

یارانه‌های پنهان و ناکارآمد، جلوگیری کند و پرداخت‌ها را هدمند سازد. حرکت به سمت تخصیص یارانه در انتهای زنجیره مصرف، اصلاح نظام ارزی و افزایش سهم درآمدهای پایدار مانند مالیات، ابزارهای اصلی مهار کسری بودجه محسوب می‌شوند. همچنین پرهیز از استقراض مستقیم و غیرمستقیم از بانک مرکزی و محدود کردن سیاست‌های تکلیفی در نظام بانکی نقش کلیدی در جلوگیری از فشار تورمی خواهد داشت.

افزایش سهم مالیات در درآمدهای دولت، در صورت طراحی صحیح، می‌تواند اثرات دوگانه‌ای بر بازار سرمایه داشته باشد. در کوتاه‌مدت ممکن است برخی صنایع با افزایش هزینه‌های مالیاتی مواجه شوند و سودآوری اسمی شرکت‌ها تحت فشار قرار گیرد، اما در افق میان‌مدت و بلندمدت، کاهش کسری بودجه، کنترل تورم و ثبات اقتصاد کلان به سود بازار سرمایه خواهد بود. نکته مهم، نحوه اخذ مالیات است؛ اگر تمرکز بر گسترش پایه‌های مالیاتی، کاهش فرار مالیاتی و اخذ مالیات از فعالیت‌های غیرمولد باشد، فشار مستقیم بر شرکت‌های بورسی کاهش یافته و بازار سرمایه می‌تواند از ثبات و پیش‌بینی‌پذیری بیشتر منتفع شود.

افزایش نرخ ارز رسمی به‌تنهایی نمی‌تواند نشانه‌ای از انبساطی بودن بودجه باشد. این تغییر زمانی معنا پیدا می‌کند که در کنار سمت هزینه‌ها و نحوه تأمین منابع بررسی شود. اگر رشد نرخ ارز با هدف واقعی‌سازی منابع، کاهش رانت ارزی و هماهنگی با متغیرهای کلان صورت گرفته باشد، لزوماً به معنای سیاست انبساطی تورم‌زا نیست. آنچه اهمیت دارد، رشد حقیقی مخارج دولت و میزان اتکای بودجه به پایه پولی است. در صورتی که افزایش منابع ارزی به رشد بی‌ضابطه هزینه‌های جاری منجر نشود و دولت مسیر اصلاح ساختار بودجه را دنبال کند، می‌توان بودجه سال آینده را دارای ماهیتی نسبتاً خنثی یا حتی متمایل به انقباض هوشمند دانست.

کنترل رشد هزینه‌ها و مهار کسری بودجه بیش از هر چیز نیازمند تغییر ترکیب مخارج و ارتقای انضباط مالی است. دولت ناگزیر است از افزایش هزینه‌های جاری غیرمولد، به‌ویژه



## بودجه ۱۴۰۵؛

### انقباض روی کاغذ، انبساط در واقعیت

علی خوش طینت

کارشناس بازار سرمایه

را به آینده و به ترازنامه بازارها منتقل می‌سازد؛ وضعیتی که برای بازار سرمایه به معنای رقابت دولت با بنگاه‌ها برای جذب منابع مالی و افزایش ریسک سیستماتیک است.

افزایش سهم مالیات در درآمدهای دولت نیز در شرایط فعلی بیش از آنکه نشانه اصلاح ساختار مالی باشد، علامت انتقال بار کسری بودجه به بخش شفاف اقتصاد است. متأسفانه شفاف‌ترین بخش اقتصاد، بازار سرمایه است.

تجربه نشان داده هر زمان دولت با کسری مواجه می‌شود، ساده‌ترین و کم‌هزینه‌ترین مسیر سیاسی، فشار مالیاتی بر شرکت‌های بورسی است؛ شرکت‌هایی که نه امکان پنهان‌کاری دارند و نه قدرت چانه‌زنی خارج از قواعد رسمی.

نتیجه چنین سیاستی کاهش مستقیم سودآوری بنگاه‌ها، بی‌ثباتی در پیش‌بینی سود و افزایش ریسک سیستماتیک بازار خواهد بود. مهم‌تر آنکه این نوع مالیات‌ستانی پیام غلطی به اقتصاد می‌دهد: شفافیت و حضور در بازار سرمایه تشبیه می‌شود، در حالی که فعالیت‌های غیرمولد و اقتصاد زبرزمینی از تور مالیاتی می‌گریزند. در چنین فضایی، انتظار توسعه بازار سرمایه با افزایش عمق آن بیشتر به شوخی شبیه است تا سیاست‌گذاری.

سرمایه‌گذار حرفه‌ای وقتی می‌بیند هر بهبود سودآوری بالقوه می‌تواند با یک بخشنامه مالیاتی یا تغییر ناگهانی نرخ‌ها خنثی شود، ترجیح می‌دهد سرمایه خود را به سمت دارایی‌های غیرمولد اما کم‌ریسک‌تر از منظر سیاست‌گذاری سوق دهد.

اگر افزایش درآمدهای مالیاتی بدون تفکیک میان «مالیات توسعه‌محور» و «مالیات کسری‌محور» اجرا شود، بازار سرمایه عملاً به فلک جبران ناکارآمدی بودجه‌ای دولت تبدیل خواهد شد، نه بازوی تأمین مالی تولید. این مسیر در نهایت نه تنها به تضعیف بورس، بلکه به کاهش سرمایه‌گذاری، فرار سرمایه و تعمیق رکود منجر می‌شود.

به بیان صریح، با این رویکرد مالیاتی نمی‌توان انتظار داشت بازار سرمایه هم‌زمان هم مالیات بدهد، هم تأمین مالی کند و هم موتور رشد اقتصادی باشد.

بودجه سال آینده در ظاهر انقباضی معرفی می‌شود، اما در عمل ماهیتی انبساطی پنهان دارد. افزایش نرخ ارز رسمی بدون اصلاح ساختار هزینه‌ها، تنها به بزرگ شدن ریبالی منابع دولت منجر می‌شود و این به معنای انقباض مالی نیست.

دولت از محل تسعیر ارز و افزایش درآمدهای اسمی قدرت خرج کردن بیشتری پیدا می‌کند، اما هم‌زمان تعهدات هزینه‌ای از حقوق و دستمزد تا یارانه‌های آشکار و پنهان با همان منطق تورمی رشد می‌کنند.

نتیجه نهایی چنین وضعیتی فشار بر تقاضای کل و تداوم تورم است. بنابراین، با وجود ادعای انقباض، اثر واقعی بودجه بر اقتصاد و بازارها انبساطی خواهد بود؛ انبساطی که نه از مسیر سرمایه‌گذاری مولد، بلکه از کانال تورم و جابه‌جایی ثروت عمل می‌کند.

کنترل رشد هزینه‌ها و مهار کسری بودجه در ایران بیش از آنکه یک مسئله فنی باشد، یک مسئله نهادی و سیاسی است. بخش عمده هزینه‌های دولت چسبیده‌اند و کاهش آن‌ها بدون اصلاحات عمیق در ساختار شرکت‌های دولتی، نظام یارانه انرژی و صندوق‌های بازنشستگی تقریباً غیرممکن است.

ابزارهای کلاسیک کنترل کسری بودجه یا ناقص اجرا می‌شوند یا هزینه سیاسی بالایی دارند. آنچه محتمل‌تر است، «مدیریت کسری» به جای «حذف کسری» است؛ یعنی استفاده ترکیبی از افزایش درآمدهای مالیاتی، تعویق پرداخت‌ها به پیمانکاران و صندوق‌ها و تأمین مالی غیرمستقیم از طریق بازار بدهی و شبکه بانکی.

این رویکرد شاید در کوتاه‌مدت تراز حسابداری بودجه را قابل قبول نشان دهد، اما هزینه آن افزایش نرخ بهره حقیقی، فشار بر نقدینگی و تضعیف سرمایه‌گذاری بخش خصوصی خواهد بود. در عمل، دولت کسری را حذف نمی‌کند، بلکه آن

### سه کلید طلایی در گزارش های ماهانه

حمیدرضا علیزاده

عضو هیات مدیره شرکت ایتالران



انتشار گزارش های ماهانه در سامانه کدال طی سال های اخیر به یکی از مهم ترین ابزارهای شفافیت مالی در بازار سرمایه ایران تبدیل شده است. این گزارش ها نه تنها وضعیت فروش، درآمد و هزینه شرکت ها را آشکار می سازند، بلکه به عنوان محرک قیمتی در بازار عمل می کنند. بررسی اثر این گزارش ها نشان می دهد که نمادهای کوچک و بزرگ واکنش های متفاوتی به انتشار اطلاعات دارند و همین تفاوت، استراتژی سرمایه گذاران را تحت تأثیر قرار می دهد.

#### نمادهای کوچک؛ محرک رشد سریع

شرکت های کوچک معمولاً انتظارات قیمتی محدودی در بازار دارند. بنابراین هرگونه بهبود در فروش، افزایش نرخ محصولات یا رشد حاشیه سود می تواند به عنوان غافلگیری مثبت تلقی شود و رشد سریع قیمت را رقم زند. در بسیاری از موارد، یک گزارش ماهانه مثبت کافی است تا توجه سرمایه گذاران خرد به سمت این نمادها جلب شود و موجی از تقاضا شکل گیرد. این واکنش ها به ویژه در صنایعی که کمتر در کانون توجه بازار بوده اند، پررنگ تر است.

#### نمادهای بزرگ؛ هشدارهای جدی

در مقابل، نمادهای بزرگ بخش عمده ای از انتظارات بازار را پیشاپیش در قیمت خود منعکس کرده اند. به همین دلیل، حتی انحراف های جزئی منفی در گزارش های ماهانه می تواند به عنوان هشدار افت سودآوری تعبیر شود و فشار فروش

ایجاد کند. سرمایه گذاران نهادی و حقوقی معمولاً نسبت به این تغییرات حساس تر هستند و همین امر باعث می شود واکنش بازار به گزارش های منفی در نمادهای بزرگ سریع تر و شدیدتر باشد.

#### اصلاح ترکیب پورتفو در شرایط ضعف بنیادی

وقتی گزارش های ماهانه برخی شرکت ها ضعف بنیادی را نشان می دهند، سرمایه گذاران باید استراتژی مدیریت ریسک را در اولویت قرار دهند. اصلاح تدریجی پورتفو بهترین راهکار است؛ یعنی کاهش وزن سهم هایی که افت پایدار فروش یا افزایش هزینه ها دارند و جایگزینی آن ها با

شرکت هایی که درآمد ثابت تر و سودآوری قابل پیش بینی دارند. صنایع با وابستگی کمتر به متغیرهای پرریسک مانند نرخ ارز یا قیمت جهانی کالاها، گزینه های مناسبی برای این چرخش هستند. علاوه بر این، نگاهداشت بخشی از سرمایه به صورت نقد می تواند به مدیریت نوسانات و استفاده از فرصت های بعدی کمک کند.

#### رشد صنایع کوچک؛ کوتاه مدت یا پایدار؟

رشد صنایع کوچک پس از انتشار گزارش های کدال الزاماً به معنای یک روند پایدار نیست. بسیاری از این واکنش ها هیجانی و مقطعی هستند و تنها زمانی می توانند به روندی

پایدار تبدیل شوند که چند شرط اساسی برقرار باشد: رشد فروش و سودآوری در چند ماه متوالی تکرار شود. حاشیه سود حفظ یا تقویت گردد. گزارش های فصلی نیز این بهبود را تأیید کنند. در غیر این صورت، رشد صنایع کوچک بیشتر به عنوان یک موج کوتاه مدت باقی خواهد ماند و سرمایه گذاران باید با احتیاط وارد این نمادها شوند.

#### پیامدهای استراتژیک برای سرمایه گذاران

انتشار گزارش های ماهانه فرصتی برای بازنگری در استراتژی سرمایه گذاری است. سرمایه گذاران باید به طور همزمان سه نکته را مدنظر قرار دهند: شناسایی محرک های رشد در نمادهای کوچک و استفاده از فرصت های کوتاه مدت. رصد دقیق هشدارها در نمادهای بزرگ و کاهش ریسک از طریق اصلاح پورتفو.

تشخیص روندهای پایدار از میان واکنش های هیجانی بازار و تمرکز بر صنایعی که توانایی حفظ سودآوری در بلندمدت دارند.

گزارش های ماهانه در کدال نه تنها ابزار شفافیت مالی هستند، بلکه به عنوان محرک قیمتی در بازار عمل می کنند. برای نمادهای کوچک، این گزارش ها می توانند موتور رشد سریع باشند، در حالی که برای نمادهای بزرگ بیشتر نقش هشدار دارند. در شرایط ضعف بنیادی، اصلاح ترکیب پورتفو و حرکت به سمت صنایع با ثبات ضروری است. همچنین رشد صنایع کوچک تنها زمانی پایدار خواهد بود که در چند دوره متوالی با سودآوری و حاشیه سود تثبیت شود.

### رشد ۵۵ درصدی فروش شرکت های بورسی در آذر

درآمد ۹ ماهه به ۳۸۶۰ همت رسید

بهناز اکبرپور

تحلیلگر و کارشناس بازار سرمایه

شرکت های بورسی طی ۵ روز کاری اول هر ماه موظف می باشند که گزارش عملکرد ماه گذشته خود را در سامانه کدال بارگزاری نمایند و فعالین بازار سرمایه نیز با دقت به صورت ماهانه به رصد گزارش های عملکرد ماهانه شرکت ها می پردازند و عملکرد ضعیف و یا مناسب شرکت ها سریعاً در قیمت تابلوی آن ها منعکس می گردد. از تیر ماه سال جاری به جز مهر، در هر ماه مبلغ فروش و ارائه خدمات شرکت ها نسبت به ماه گذشته با رشد همراه بوده است.

در آذر ماه سال جاری نیز مبلغ فروش و ارائه خدمات ۴۳۸ نماد بورسی معادل ۵۲۵ همت بود که به نسبت آذر سال گذشته رشد ۵۵ درصدی ثبت شده است.

همچنین این شرکت ها در ۹ ماهه سال جاری نسبت به ۹ ماهه سال گذشته به درآمد ۳،۸۶۰ همتی رسیده اند که نسبت به مشابه سال گذشته رشد ۴۴ درصدی داشته است.

حال اگر به این جامعه آماری، شرکت های بانک، بیمه، لیزینگ و تأمین سرمایه را نیز اضافه نماییم، جمع مبلغ درآمد آن ها در آذر ماه به مبلغ ۶۷۶ همت می رسد که شاهد رشد نقطه به نقطه ۵۸ درصدی و رشد ۹ ماهه به ۹ ماهه ۴۶ درصدی می باشیم.

در سطح صنایع اگر به بررسی گزارش های آذر پیردازیم، فراکابی ها، قند و شکر و محصولات دارویی از گروه هایی بودند که رشد نقطه به نقطه ۱۴۰، ۱۳۹ و ۸۷ درصدی داشتند و عملکرد این سه صنعت جالب توجه بوده است.

با توجه به این که نرخ رسمی تورم نقطه به نقطه آذر سال جاری ۵۲،۶ درصد بوده است، اگر همین معیار را برای مقایسه صنایع به کار گیریم، می توان اذعان داشت که ۲۲ صنعت معادل ۵۶ درصد صنایع، عملکرد بالاتری نسبت به تورم داشته اند و مابقی صنایع عملکرد ضعیف تری را در این زمینه ثبت کرده اند. با بررسی عملکرد ۹ ماهه صنایع، باز هم می توان اذعان داشت که فراکابی ها و قند و شکر با رشد ۱۱۳ و ۸۳ درصدی بهترین عملکرد را داشته اند و ماشین آلات و دستگاه های

برقی، کانه های فلزی و سیمانی ها نیز عملکرد جالب توجهی داشته اند.

در سطح شرکتی و بررسی ۹ ماهه به ۹ ماهه به طور خلاصه سه شرکت رویی کبافق، کاما و کیمیا، خکاوه و ناما در خودرو و ساخت قطعات، مداران و تاپکیش در رایانه های ها، در سیمانی ها شرق کشور، هاز جمله سیافر،

سجام و سقاین، کالا در فراکابی ها، فغدیر و سیسکو در فلزی ها، قمر و قمرست در قند و شکر، کپارس در کاشی ها، کرماشا، پاکشو، قرن و خراسان در اوره ای ها، غدانه، غانیزان و کوچین در غذایی ها و کی بی سی، دارو، دلتما و دسینا در گروه دارویی بهترین عملکرد را داشته اند.

صنعت	نه ماهه ۱۴۰۴ به نه ماهه ۱۴۰۳	نماد	نه ماهه ۱۴۰۴ به نه ماهه ۱۴۰۳	نماد
فراکابی ها	٪۱۱۳	مداران	٪۹۰۳	دارو
قند و شکر	٪۸۳	شگستر	٪۸۳۰	کیمیا
دستگاه های برقی	٪۶۸	کبافق	٪۶۲۸	ناما
کانه های فلزی	٪۶۳	کی بی سی	٪۴۱۶	کرماشا
سیمان	٪۶۳	اوان	٪۳۰۹	قشیر
محصولات دارویی	٪۵۸	ریشمک	٪۲۵۳	فتوسا
حمل و نقل، انبارداری	٪۴۸	شگامرن	٪۲۴۳	دلتما
فرآورده های نفتی	٪۴۷	خکاوه	٪۲۱۹	کالا
عرضه برق، گاز	٪۴۵	قیستو	٪۲۱۴	حبر تو
محصولات غذایی	٪۴۵	تاتمس	٪۱۸۹	خدیزل
کاشی و سرامیک	٪۴۵	قمر و	٪۱۸۹	سباقر
محصولات شیمیایی	٪۴۵	قمرست	٪۱۸۲	فغدیر
خودرو	٪۴۲	بانیان	٪۱۷۹	سجام
کانی غیر فلزی	٪۴۱	کاما	٪۱۷۰	پاکشو
زراعت	٪۴۰	تاپکیش	٪۱۶۸	حبر تو

در بانکی ها بهترین عملکرد تراز تجمعی نه ماهه متعلق به وپاسار، وپاسار و سامان، در بیمه ای ها رشد تراز نوین و ودی قابل توجه بوده است. همچنین در گروه لیزینگ رشد تراز ۹ ماهه و لشرق و ولبهمن مناسب بوده است.

در نهایت باید اذعان داشت که هنوز اثرات رشد ارز نیما و اسکناس خود را به طور کامل در عملکرد شرکت های صادرات محور نشان نداده است و لذا می توان انتظار داشت که گزارش های دی ماه از آذر نیز بهتر باشند و اثرات رشد ارز در ماه های آتی خود را به طور بهتری نشان دهد.

## از نیویورک تا تهران؛ تجربه جهانی حراج پایانی و چالش های نهادی ایران

امیر حسین بیطرفان

کارشناس تحلیل صورت های مالی و  
ارز شگذاری اوراق بهادار



کیفیت بازارگردانی، دسترسی به داده های زمان واقعی و کارآمدی سامانه های نظارتی هوشمند نهفته است.

با وجود پتانسیل های مثبت، برخی فعالان حرفه ای بازار نسبت به تأثیر TAL بر نرخ گردش معاملات و سرعت اجرای سفارش ها ابراز نگرانی کرده اند. این نگاه عمدتاً به نقدشوندگی کمی معطوف است؛ یعنی کاهش دفعات و حجم معاملات. با این حال، باید میان نقدشوندگی کمی و نقدشوندگی کیفی تمایز قائل شد. اگر به درستی اجرا شود، می تواند کیفیت نقدشوندگی را ارتقا دهد؛ بدین معنا که معاملات انجام شده بر اساس قیمت های عادلانه، منطقی و مبتنی بر اطلاعات شکل گرفته و نه بر پایه هیجانات لحظه ای یا رفتارهای توده وار. در واقع، TAL تعادل بین «سرع» و «دقت» را به نفع دقت، بازتعریف می کند. با این حال، پیاده سازی موفق TAL نیازمند وجود زیرساخت های مکمل است. بدون حضور بازارگردان های پاسخگو و فعال، شفافیت کامل در داده های سفارش گذاری و معاملات انتهایی و همچنین نظارت هوشمند و لحظه ای بر رفتار بازگران عمده بازار، اثربخشی TAL به شدت کاهش خواهد یافت. این ابزار، به تنهایی توانایی اصلاح رفتار بازار را ندارد، مگر آنکه در چارچوبی جامع و با تکیه بر تقویت نهادهای بازار و فناوری های نظارتی نوین اجرا شود. در نهایت، TAL نه عصای جادویی برای درمان تمام نارسایی های بازار سرمایه است و نه ابزار نمایشی برای تعدیل مصنوعی قیمت ها. بلکه سازوکاری است برای مهندسی دقیق تر قیمت پایانی که در ترکیب با اصلاحات ساختاری، توسعه نهادهای بازار، ارتقای کیفیت بازارگردانی و افزایش شفافیت، می تواند به بهبود کیفیت کشف قیمت، کاهش نوسانات مخرب و تقویت اعتماد سرمایه گذاران کمک کند. بازار سرمایه ایران برای عبور از وضعیت فعلی، بیش از هر چیز به نگاه سیستمی، درک عمیق از ریزساختارها و انسجام سیاست گذاری نیاز دارد، و TAL تنها یک قطعه از این پازل کلان است، نه تمام آن.

و کاهش اعتماد سرمایه گذاران را به همراه داشته باشند. در مقابل، TAL از طریق تنظیم فرآیند شکل گیری قیمت - نه مداخله در نتیجه آن - بستری برای تثبیت انتظارات، ارتقای شفافیت و بهبود کارایی کشف قیمت فراهم می آورد.

نگاهی تطبیقی به بورس های توسعه یافته نشان می دهد که سازوکارهای مشابه TAL سال هاست در بورس های نیویورک، لندن، فرانکفورت و توکیو مورد استفاده قرار گرفته اند. در این بازارها، بخش قابل توجهی از حجم روزانه معاملات در بازه حراج پایانی متمرکز شده است؛ به گونه ای که این تمرکز منجر به کاهش بایاس قیمتی، افزایش عمق بازار و محدودسازی دستکاری های لحظه ای شده است. تفاوت اساسی بازار ایران با این نمونه ها، نه در ماهیت ابزار، TAL، بلکه در ضعف های نهادی مانند سطح نقدشوندگی،

اصلی برای سهام داران خرد و سرمایه گذاران غیر حرفه ای محسوب می شود. تحلیل های آماری نشان می دهد که در برخی نمادها، حجم محدودی از معاملات در واپسین دقایق بازار می تواند قیمت پایانی را به طور معناداری دستخوش تغییر کند. در این بستر، TAL به عنوان راهکاری ریزساختاری، می کوشد وزن معاملات تأثیرگذار و اطلاعات محور را در شکل گیری قیمت نهایی افزایش دهد و میدان اثرگذاری معاملات دستکاری شده یا کم حجم را کاهش دهد.

از منظر سیاست گذاری مالی، TAL یک ابزار مداخله غیر مستقیم و تدریجی است که در مقایسه با گزینه های نظیر حذف فوری دامنه نوسان یا بازطراحی بنیادی نظام معاملات، کم هزینه تر و کم ریسک تر ارزیابی می شود. اقداماتی مانند تغییر ناگهانی در چارچوب های ریزساختاری می توانند شوک های سیستمی، نوسانات غیر عقلانی

در معماری پیچیده بازار سرمایه، قیمت پایانی صرفاً یک عدد نمایشی در تابلوی معاملات نیست، بلکه حکم لنگر ذهنی و مرجع کلیدی برای قیمت گذاری دارایی ها و تصمیم گیری فعالان اقتصادی را دارد. این قیمت به عنوان نقطه تمرکز انتظارات، جهت دهنده روانی بازار است و در بستر بازاری که محدودیت دامنه نوسان، حجم مبنا و الگوهای رفتاری توده ای در آن نقش آفرین هستند، می تواند نقش راهبر روز آتی را ایفا کند. در چنین نقطه ای از حساسیت و تمرکز، ابزار TAL وارد میدان می شود؛ دقیقاً جایی که تلاقی نقدینگی، انتظارات جمعی و قدرت مانور بازگران، قالب نهایی قیمت را شکل می دهد. TAL یا «ساز و کار تجمیعی قیمت گذاری پایانی» یک ابزار ریزساختاری هوشمند است که به جای تکیه صرف بر آخرین معامله، فرآیند کشف قیمت پایانی را به یک مکانیسم هدفمند، چندمعیاره و تعادلی تبدیل می کند. در چارچوب این مکانیسم، سفارش های انتهایی در بازه زمانی معین تجمیع شده و قیمت نهایی با لحاظ شاخص هایی چون بیشینه سازی حجم مؤثر معاملات، حداقل سازی شکاف عرضه و تقاضا و کاهش نوسانات مصنوعی تعیین می شود. در واقع، TAL تلاش دارد تا قیمت پایانی را از آسیب پذیری در برابر معاملات کم حجم، جهت دار یا سفته بازیانه نجات داده و آن را به بازتابی دقیق تر از تعادل واقعی بازار بدل کند.

در ساختار معاملاتی بازار سرمایه ایران، قیمت پایانی فراتر از یک میانگین آماری روزانه عمل می کند. این نرخ، پایه محاسبه دامنه نوسان فردای معاملاتی، مرجع تسویه ابزارهای مشتقه و صندوق های سرمایه گذاری و مهم تر از همه، سیگنال رفتاری

کارگزاری  
بانک سامان



پولسار راه هموار تأمین مالی سریع و  
آسان برای کسب و کارهای در حال رشد

راه پرپیچ و خم کسب و کار بلسند،  
مسیر تأمین سرمایه کوتاه!

### بازار سرمایه در مسیر استانداردسازی قیمت

دفتر سفارش و نظم بخشی به پایان روز معاملاتی بحث کرد. به بیان دیگر، فاز نخست را نباید با معیارهای یک طرح نهایی سنجید؛ آن مرحله بیشتر آزمون میدانی بود تا داوری درباره کارآمدی یا ناکارآمدی. اکنون که دامنه اجرا توسعه یافته، زمان نقد و ارزیابی آغاز شده است. از این منظر، برداشت کم اثر بودن TAL در روزهای آغازین بیش از آنکه خطای تحلیلی باشد، نتیجه طبیعی مقایسه یک مرحله آزمایشی با انتظاری نهایی است. اثرگذاری واقعی این سازو کار تنها در مرحله تعمیم یافته قابل سنجش است؛ جایی که بازار نه در مقیاس محدود، بلکه در پهنه اصلی خود با آن مواجه می شود.

**❖ تمرکز سفارش ها در انتها؛ خلوتی میانه روز**  
اگرچه معاملات مرحله پایانی (TAL) با هدف کاهش هیجان انتهای جلسه معاملاتی طراحی شده است، اما این کاهش تنش الزاماً به معنای بهبود نقدشوندگی نیست و از همین جا ریشه نگرانی بر برخی معامله گران حرفه ای قابل فهم می شود. آرام سازی قیمت لزوماً معادل افزایش عمق، حجم یا سهولت اجرای سفارش نیست؛ بازار می تواند از نظر رفتاری آرام باشد، اما در عین حال کم عمق و با جریان نقدینگی ناپیوسته عمل کند.

TAL تنش لحظه ای پایان روز را کاهش می دهد، اما به تنهایی قادر نیست «جریان پیوسته نقدشوندگی» را تضمین کند. نگرانی در این جاست که تمرکز بخشی از سفارش ها در بازه پایانی روز، موجب خلوت تر شدن ساعات ابتدایی و میانی جلسه معاملاتی شود و در نتیجه، نقدشوندگی از یک روند توزیع شده در طول روز به یک تجمع مقطعی در انتها تغییر شکل دهد. این وضعیت نه محکومیتی برای TAL است و نه به معنای ناکارآمدی قطعی آن، بلکه یادآور این نکته است که TAL باید در کنار سایر تصمیمات مکمل سنجیده شود تا اثر آن در سطح جریان معاملاتی متعادل بماند.

بنابراین، نگرانی حرفه ای ها لزوماً مخالفت با اصل TAL نیست؛ بلکه اشاره به این واقعیت دارد که کاهش هیجان بدون تقویت سایر لایه های ساختار بازار، ممکن است پیامدهای جانبی در حوزه نقدشوندگی ایجاد کند. به همین دلیل، بحث اصلی نه حذف یا تأیید مطلق TAL، بلکه توجه به سیاست های تکمیلی است که باید همراه آن طراحی شود تا رابطه میان آرامش قیمتی و پویایی مبادلات به تعادل برسد.

**❖ بازار منضبط تر در گرو مراقبت از لحظه پایانی**  
مانع تبدیل معاملات مرحله پایانی (TAL) به ابزاری صرف در اختیار بازیگران بزرگ، در تمایز میان «قواعد سازو کار» و «نتایج حاصل از مشارکت» قابل توضیح است. هیچ سازو کار معاملاتی در بازارهای مالی جهان تضمین کننده برابری نتیجه نیست؛ زیرا نتیجه همواره تابع متغیرهایی چون توان تحلیل، زمان سنجی ورود و خروج، و اندازه موقعیت معاملاتی است. از این منظر، TAL نه دشمن مشارکت کنندگان خرد است و نه ناجی آن ها؛ بلکه یک چارچوب اجرایی بی طرف است که دسترسی به قاعده پایانی واحد را برای همگان فراهم می کند، بی آنکه تعهدی نسبت به برابری بازه ایجاد کند. در واقع، TAL تنها «قاعده برابر» را تضمین می کند، نه «نتیجه برابر» را. عدالت در بازار، اگر موضوع بحث باشد، باید در سطح نظارت نهادی، الزامات رفتاری، و کنترل پیشینی بر لحظه تشکیل قیمت پایانی جست و جو شود، نه در خود TAL.

این سازو کار همان قدر که می تواند امکان شفافیت پایانی را تقویت کند، به همان میزان نیز نیازمند مراقبت از مرحله پیش از تثبیت قیمت است تا کارکرد آن مخدوش نشود. از این رو، TAL را باید در مقام مرحله میانی اصلاحات ساختاری فهم کرد؛ نه ابزار دگرگون ساز و نهایی، نه حرکت صرفاً نمایشی. جایگاه آن میان دو وضعیت قرار دارد؛ میان بازار پرتنش پیشین و چشم اندازی از بازاری منضبط تر که سیاست گذار در پی آن است. موفقیت این سازو کار وابسته است به کیفیت نظارت در لحظه ای که قیمت پایانی شکل می گیرد. هر جا که کنترل و شفافیت آن بازه زمانی تقویت شود، TAL می تواند هویت واقعی خود را باز یابد و به نقش مورد انتظار نزدیک تر شود.



مکمل یکدیگرند؛ تا زمانی که حجم مینا پابرجا بود، امکان شکل گیری «حراج پایانی» (CLOSING AUCTION) و واگذاری تعیین قیمت پایانی به یک فرآیند رقابتی عملاً محدود می شد. حذف حجم مینا این محدودیت را برداشت و مسیر را برای واگذاری نقش تعیین قیمت پایانی به مرحله ای رقابتی تر هموار کرد.

چنانچه روند کنونی در ماه های پایانی سال ۱۴۰۴ استمرار یابد، معرفی شاخص های تفکیکی برای شرکت های بزرگ، متوسط و کوچک می تواند حلقه بعدی این زنجیره اصلاحی باشد؛ حلقه ای که نه تنها تصویر دقیق تری از ساختار بازار ارائه می دهد، بلکه امکان رصد واکنش بخش های مختلف بازار به نوسان ها و شوک های معاملاتی را نیز افزایش می دهد. از این زاویه، مجموعه تحولات اخیر را باید نه پایان مسیر، بلکه مرحله مقدماتی استانداردسازی ساختار قیمت گذاری دانست.

بدین ترتیب، سال ۱۴۰۴ را می توان نقطه عطفی در اصلاح

این مرحله از پیش تثبیت شده و امکان تغییر دادن آن در بازه ۱۲:۴۵ تا ۱۳:۰۰ فراهم نیست. آنچه محل دغدغه است، نه خود TAL، بلکه جابجایی نقطه حساسیت بازار به دقیق منتهی به تعیین قیمت پایانی است؛ یعنی جایی که نتیجه معاملات پیش از ۱۲:۳۰ مینای کار قرار می گیرد.

از این منظر، TAL را نمی توان عامل ایجاد دستکاری دانست؛ بلکه می توان آن را عاملی تلقی کرد که «میدان بروز انگیزه ها» را تغییر می دهد. به بیان دقیق تر، اگر پیش از این تمرکز احتمالی بر دقیقه های آخر بازار بود، پس از راه اندازی TAL، هر گونه انگیزه برای اثر گذاری به بازه زمانی منتهی به قیمت پایانی منتقل می شود.

بنابراین، موضوع اصلی نه خود TAL، بلکه کیفیت نظارت پیش از تثبیت قیمت پایانی است.

در نتیجه، ارزیابی ریسک بالقوه نه به حذف این سازو کار، بلکه به کارآمدی لایه های نظارتی وابسته است که پیش از ورود به TAL اعمال می شوند. هر سازو کاری که قیمت را

### سال ۱۴۰۴ را می توان نقطه عطفی در اصلاح ریز ساختارهای بازار سرمایه ایران دانست؛

سالی که با تعمیم TAL و حذف حجم مینا زمینه اجرای حراج پایانی و حرکت به سمت

معماری مدرن معاملات فراهم شد. این تغییرات هر چند بی نقد و بی ریسک نیستند، اما

نشان می دهند پایان روز معاملاتی در بورس تهران وارد مرحله ای تازه از سامان دهی

ساختاری شده است

تغییر نمی دهد، ذاتاً ابزار دستکاری نیست، اما اگر «مرحله پیشینی آن» زیر چتر نظارت کارآمد قرار نگیرد، می تواند به طور غیرمستقیم حساسیت بازار را به نقطه ای متفاوت منتقل کند. بنابراین، بحث اصلی نه انکار TAL است و نه پذیرش بی قید آن؛ مسئله، نحوه مراقبت از لحظه ای است که قیمت پایانی شکل می گیرد.

**❖ بازار سرمایه در گذار به ساختار مدرن تر پایان روز**  
اولویت سیاست گذار برای اجرای معاملات مرحله پایانی (TAL) پیش از اصلاحاتی چون تغییر دامنه نوسان یا حذف حجم مینا، از ماهیت کم اصطکاک این سازو کار ناشی می شود. تغییری که ساختار اصلی قیمت گذاری را جابه جایی می کند، ریسک سیستماتیک را دگرگون نمی سازد و نیازمند اجماع نهادی گسترده نیست.

همین ویژگی، آن را به ابزاری انتقالی تبدیل می کند؛ گامی مقدماتی اما قابل سنجش پیش از ورود به اصلاحات عمیق تر. از این منظر، TAL نه نقطه پایان اصلاحات است و نه نسخه نهایی؛ بلکه «سکوی آزمون»ی است که ظرفیت بازار، رفتار سفارش گذاران و توان عملیاتی سامانه ها را در معرض ارزیابی قرار می دهد.

در امتداد همین جریان، حذف حجم مینا پس از بیش از دو دهه اجرا را نمی توان اقدامی منفرد یا مقطعی تلقی کرد. این تصمیم را باید ادامه منطقی مسیری دانست که با استقرار TAL آغاز شد. TAL ساختار پایان جلسه را منسجم تر کرد و حذف حجم مینا همان مسیر را در سطح قیمت گذاری دنبال می کند. این دو تصمیم از حیث ریزساختاری

### محمد رضایات

مدیر صندوق بازارگردانی صباگستر

معاملات مرحله پایانی با TAL را می توان تازه ترین حلقه افزوده شده به ریزساختار بازار سرمایه ایران دانست؛ حلقه ای که با هدف تثبیت فرآیند پایان جلسه معاملاتی و تعریف یک نقطه خاتمه روشن برای روز دادوستد طراحی شده است.

این سازو کار نخستین بار در ۲۰ آبان ۱۴۰۴ به صورت محدود و صرفاً در تعدادی از نمادهای بازار اول به کار گرفته شد، اما از ۳ دی ۱۴۰۴ دامنه آن به کلیه نمادهای بازار اول و دوم تسری یافت و به بخشی دائمی از معماری معاملاتی بازار تبدیل شد.

TAL قیمت تازه ای خلق نمی کند؛ بلکه تمام معاملات این مرحله بر مبنای قیمت پایانی تثبیت شده در ساعت ۱۲:۳۰ انجام می گیرد. از این منظر، TAL را باید نه در رده ابزارهای کشف قیمت، بلکه در زمره سازو کارهای تثبیت، جمع بندی و خاتمه بخشی به جریان معاملاتی طبقه بندی کرد. همین ویژگی است که آن را از یک «مرحله افزوده» فراتر می برد و در موقعیت یک پایان بندی ساختار یافته برای روز معاملاتی قرار می دهد.

تاز یخچه شکل گیری TAL را باید در پیوند با نیاز به نظم بخشی به دقیق پایانی بازار فهم کرد؛ دقیقی که پیش از این، به دلیل فاصله میان «آخرین معامله» و «قیمت پایانی»، زمینه ساز برداشت های نادرست، تردید در تفسیر سیگنال ها و گاه رفتارهای شتاب زده بود.

TAL نه برای مداخله در روند قیمت گذاری و نه برای تغییر مسیر حرکت بازار به کار گرفته شد، بلکه با این هدف شکل گرفت که پایان جلسه معاملاتی بر اساس قاعده ای مشترک و قابل پیگیری برای همگان رقم خورد. از این رو، TAL را نه می توان نقطه آغاز اصلاحات بنیادی دانست و نه پایان مسیر؛ بلکه باید آن را مرحله میانی در گذار به ساختار دقیق تر و هماهنگ تر معاملات قلمداد کرد.

چنانچه با نگاهی کلاسیک به سازو کارهای مالی به آن بنگریم، TAL در جایگاهی میان «تسویه سازی رفتاری پایان جلسه» و «تثبیت نهایی فرآیند دادوستد» قرار می گیرد؛ جایگاهی که ورود به بحث های تحلیلی و طرح پرسش های انتقادی در برآورد کارکرد، فرصت ها و محدودیت های این سازو کار را امکان پذیر می سازد. از همین نقطه، مسیر تحلیل گشوده می شود و پرسش های اصلی درباره دلالت های اجرایی و پیامدهای احتمالی TAL در ریزساختار بازار موضوعیت پیدا می کند.

### ❖ پایان مشترک برای معاملات، دور از تنش های لحظه ای

برخی فعالان بازار بر این باورند که معاملات مرحله پایانی (TAL) کارکردی نمایشی دارد و در عمل به شفافیت واقعی نمی افزاید. این برداشت تنها در صورتی قابل اتکا به نظر می رسد که شفافیت را صرفاً معادل «خلق قیمت» بدانیم؛ زیرا TAL اساساً قیمت تازه ای تولید نمی کند و معاملات آن بر پایه قیمت پایانی پیش تر تثبیت شده انجام می شود.

با این حال، اگر شفافیت را نه در معنای تولید قیمت جدید، بلکه به مثابه «سامان دادن به پایان روز معاملاتی و کاهش ابهام در لحظه خاتمه» تعریف کنیم، کارکرد TAL جلوه دیگری پیدا می کند. این سازو کار در پی داوری درباره مسیر قیمت یا تغییر جهت بازار نیست؛ وظیفه اصلی آن ایجاد یک نقطه پایان مشترک، قابل پیگیری و دور از تنش های لحظه ای است.

به بیان دیگر، TAL نقش «قاضی قیمت» را بر عهده ندارد، بلکه نقش «ثبث کننده و تثبیت کننده زمان خاتمه» را ایفا می کند. از این منظر، داوری درباره کارآمدی یا بی اثر بودن TAL وابسته است به معیاری که برای شفافیت برمی گزینیم و رویکردی که در تحلیل پایان جلسه معاملاتی اتخاذ می شود

### ❖ قیمت پایانی، قلب واقعی نگرانی ها

معاملات مرحله پایانی (TAL) تنها در صورتی می تواند زمینه ساز دستکاری قیمت و زبان مشارکت کنندگان خرد تلقی شود که میان «مرحله TAL» و «لحظه شکل گیری قیمت پایانی» تفکیک روشنی صورت گیرد. در خود TAL، بستر مستقیمی برای دستکاری وجود ندارد، زیرا قیمت در

## از رسانه تا معاملات؛ اثر اعلام سود بر بازار سرمایه



ن. حمیدیان

استادیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

علیرضا هروی

استادیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

اعلام سود شرکت‌ها همواره یکی از مهم‌ترین لحظات در بازار سرمایه است؛ لحظاتی که می‌تواند جریان نقدینگی، انتظارات سرمایه‌گذاران و حتی مسیر قیمت سهام را تحت تأثیر قرار دهد. تجربه نشان داده است که بازار نسبت به انتشار اطلاعات تازه واکنش سریع نشان می‌دهد و این واکنش‌ها در حجم معاملات و تغییرات قیمت قابل مشاهده است. در واقع، اطلاعات مالی به‌عنوان سیگنال‌هایی عمل می‌کنند که بیرون از شرکت نیز بازتاب می‌یابند و سرمایه‌گذاران بر اساس آن تصمیم‌گیری می‌کنند.

یکی از نکات کلیدی در این میان، نقش حجم معاملات است. وقتی سود اعلام می‌شود، اگر بازار انتظار تغییر داشته باشد، حجم معاملات می‌تواند به‌طور غیرعادی افزایش یابد و این افزایش خود نشانه‌ای از واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید است. در شرایطی که بازار با عدم اطمینان مواجه باشد، شدت این واکنش‌ها بیشتر می‌شود و نوسان‌ها افزایش می‌یابد.

از سوی دیگر، اندازه شرکت و میزان دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات نیز بر شدت واکنش‌ها اثرگذار است. شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً توجه بیشتری را به خود جلب می‌کنند و واکنش بازار به اطلاعاتی آن‌ها پررنگ‌تر است. در مقابل، شرکت‌های کوچک‌تر ممکن است با واکنش‌های ضعیف‌تر یا پرآکنده‌تر مواجه شوند.

در نهایت، باید توجه داشت که اعلام سود تنها یک گزارش مالی نیست؛ بلکه سیگنالی است که می‌تواند انتظارات آینده بازار را شکل دهد. سرمایه‌گذاران با دریافت این اطلاعات، نه تنها وضعیت فعلی شرکت را ارزیابی می‌کنند، بلکه چشم‌انداز نقدینگی و سودآوری آینده را نیز در نظر می‌گیرند. به همین دلیل، اعلام سود را باید یکی از مهم‌ترین محرک‌های رفتاری در بازار سرمایه دانست که فراتر از اعداد و ارقام، بر روانشناسی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارد.

### اندازه شرکت و نقش آن در شدت واکنش بازار

اعلام سود شرکت‌ها همواره یکی از مهم‌ترین رویدادها در بازار سرمایه به‌شمار می‌رود؛ رویدادی که می‌تواند حجم معاملات را به‌طور غیرعادی افزایش دهد و توجه سرمایه‌گذاران را به خود جلب کند. تجربه نشان داده است که در شرایطی که سطح عدم اطمینان بازار بالاست، واکنش‌ها به این اطلاعاتی‌ها شدیدتر بوده و حجم معاملات بیش از دوره‌های عادی رشد می‌کند.

یکی از عوامل اثرگذار در این میان، اندازه شرکت است. شرکت‌های بزرگ به دلیل دسترسی بیشتر به منابع مالی، سهم بالاتر از بازار و جایگاه رقابتی قوی‌تر، معمولاً واکنش پررنگ‌تری در معاملات تجربه می‌کنند.

این شرکت‌ها به واسطه توانایی در تولید و فروش گسترده، توجه بیشتری از سوی تحلیلگران و سرمایه‌گذاران دریافت می‌کنند و اعلام سود آن‌ها به‌عنوان سیگنالی معتبر در بازار تلقی می‌شود. در مقابل، شرکت‌های کوچک‌تر به دلیل هزینه‌های بالاتر افشا و محدودیت منابع، کمتر مورد توجه قرار می‌گیرند و واکنش بازار به اطلاعاتی‌های آن‌ها ضعیف‌تر است.

به همین دلیل، اعلام سود در شرکت‌های بزرگ اغلب با افزایش قابل توجه حجم معاملات همراه می‌شود و این موضوع نشان‌دهنده نقش کلیدی اندازه شرکت در شکل‌دهی انتظارات سرمایه‌گذاران است. در شرایطی که عدم اطمینان بازار بالاست، این واکنش‌ها شدت بیشتری پیدا می‌کنند و حجم معاملات غیرعادی در سهام شرکت‌های بزرگ بیش از سایرین مشاهده می‌شود.

در مجموع، اعلام سود را باید فراتر از یک گزارش مالی دانست؛ این رویداد به‌عنوان یک سیگنال اطلاعاتی عمل می‌کند که بسته به اندازه شرکت و شرایط بازار، می‌تواند مسیر معاملات و رفتار سرمایه‌گذاران را تغییر دهد.

### اعلام سود؛ محرک پنهان حجم معاملات

اعلام سود شرکت‌ها در بازار سرمایه تنها یک گزارش مالی ساده نیست؛ بلکه محرکی است که می‌تواند حجم معاملات را به‌طور غیرعادی افزایش دهد. تجربه نشان داده است که در شرایطی که سطح عدم اطمینان بازار بالاست، واکنش‌ها به این اطلاعاتی‌ها شدیدتر بوده و شرکت‌های بزرگ بیش از شرکت‌های کوچک بارشده حجم معاملات مواجه می‌شوند.

دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات و میزان شفافیت بازار، نقش مهمی در شدت این واکنش‌ها دارد. هرچه اطلاعات بیشتری در دسترس باشد، تحلیلگران و سرمایه‌گذاران تصمیمات خود را بر پایه داده‌های روشن‌تری اتخاذ می‌کنند

### کمتر، به‌طور مستقیم بر قیمت سهام و حجم معاملات اثر می‌گذارد.

هرچه میزان سود غیرمنتظره بیشتر باشد، تغییرات حجم معاملات نیز شدیدتر خواهد بود. این موضوع نشان می‌دهد که بازار نه تنها به محتوای گزارش‌های مالی حساس است، بلکه به سطح شفافیت و کیفیت اطلاعات نیز واکنش نشان می‌دهد. اندازه شرکت نیز یکی از عوامل کلیدی در شدت این واکنش‌هاست. شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل ارزش بازار بالاتر و نقدشوندگی بیشتر، فرصت‌های بیشتری برای جذب سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کنند. در مقابل، شرکت‌های کوچک‌تر به دلیل هزینه‌های بالاتر افشا و محدودیت منابع، کمتر مورد توجه قرار می‌گیرند و واکنش بازار به اطلاعاتی‌های

معاملات غیرعادی افزایش می‌یابد. نقش رسانه‌ها و میزان پوشش خبری نیز در این میان پررنگ است؛ هرچه پوشش رسانه‌ای بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران نهادی و خرد واکنش فعال‌تری نشان می‌دهند.

اندازه شرکت نیز اهمیت دارد؛ شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل دسترسی بیشتر به منابع اطلاعاتی و نقدینگی بالاتر، معمولاً با افزایش قابل توجه حجم معاملات پس از اعلام سود مواجه می‌شوند. در مقابل، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی پیش از اعلام سود می‌تواند نوسان‌ها را کاهش دهد و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را منطقی‌تر سازد.

در مجموع، اعلام سود تنها یک گزارش مالی نیست؛ بلکه سیگنالی اطلاعاتی است که بسته به شرایط کلان اقتصادی، ویژگی‌های شرکت، سطح شفافیت و نقدشوندگی سهام، می‌تواند مسیر رفتار سرمایه‌گذاران و حجم معاملات را به‌طور معناداری تغییر دهد.

### عدم اطمینان و حجم معاملات غیرعادی؛ تحلیل واکنش به سود

بررسی‌های گسترده در حوزه بازار سرمایه نشان می‌دهد که واکنش قیمت سهام و حجم معاملات به اعلام سود شرکت‌ها تحت تأثیر مجموعه‌ای از عوامل کلان قرار دارد. در شرایط عدم اطمینان بالا، به‌ویژه در بازارهای بی‌ثبات، حجم معاملات غیرعادی پیرامون پنجره اعلام سود افزایش می‌یابد و شدت واکنش سرمایه‌گذاران بیشتر است.

از مهم‌ترین عوامل اثرگذار می‌توان به «اندازه شرکت، سطح شفافیت اطلاعاتی، نقدشوندگی سهام و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری» اشاره کرد. شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل دسترسی بیشتر به منابع مالی و اطلاعاتی، معمولاً واکنش شدیدتری در حجم معاملات نشان می‌دهند. در مقابل، شرکت‌های کوچک‌تر به دلیل محدودیت منابع و سطح پایین‌تر افشا، بیشتر در معرض نوسان‌های ناشی از عدم اطمینان قرار دارند.

شفافیت اطلاعاتی و کیفیت افشا نقش کلیدی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ایفا می‌کند. هرچه سطح افشا بالاتر باشد، بازار واکنش منطقی‌تر و مثبت‌تری به اعلام سود نشان می‌دهد؛ در حالی که کمبود شفافیت می‌تواند نوسان‌های قیمتی و حجم معاملات غیرعادی را تشدید کند.

علاوه بر ویژگی‌های درونی شرکت، «شرایط کلان اقتصادی، قوانین و سیاست‌های دولتی، و میزان پوشش رسانه‌ای» نیز شدت واکنش بازار را تعیین می‌کنند. در دوره‌های بحران اقتصادی یا همه‌گیری‌ها مانند کووید-۱۹، واکنش بازار به اعلام سود ناهمگون و وابسته به صنعت بوده است؛ به‌گونه‌ای که برخی بخش‌ها مانند فناوری و خدمات ارتباطی رشد معاملات را تجربه کرده‌اند، در حالی که صنایع وابسته به مواد اولیه یا املاک با کاهش حجم مواجه شده‌اند.

در مجموع، اعلام سود تنها یک گزارش مالی نیست؛ بلکه «سیگنالی اطلاعاتی» است که می‌تواند انتظارات سرمایه‌گذاران را تغییر دهد، جریان نقدینگی را تحت تأثیر قرار دهد و مسیر رفتار بازار را شکل دهد. شدت این واکنش به ترکیبی از عوامل بنیادی شرکت، شرایط کلان اقتصادی، سطح شفافیت و نقدشوندگی سهام بستگی دارد.

### اعلام سود شرکت‌ها و واکنش قیمت و حجم معاملات را تحت تأثیر می‌گذارد؛

در شرایط بی‌ثباتی، معاملات غیرعادی بیشتر می‌شود و عواملی چون اندازه شرکت،

### شفافیت اطلاعات، نقدشوندگی و نسبت ارزش بازار به دفتری نقش

#### اصلی دارند

آن‌ها ضعیف‌تر است.

در نهایت، باید توجه داشت که نقدشوندگی سهام و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نیز بر شدت واکنش‌ها اثرگذار است. سهمی که نقدشوندگی بالاتری دارند، سریع‌تر خرید و فروش می‌شوند و اعلام سود در این شرکت‌ها می‌تواند تغییرات قابل توجهی در حجم معاملات ایجاد کند. بنابراین، اعلام سود را باید یک سیگنال اطلاعاتی دانست که بسته به شرایط بازار، اندازه شرکت و ویژگی‌های سهام، مسیر رفتار سرمایه‌گذاران را شکل می‌دهد.

### وقتی سود غیرمنتظره بازار را غافلگیر می‌کند

بررسی‌های بازار سرمایه نشان می‌دهد که واکنش قیمت سهام و حجم معاملات به اعلام سود شرکت‌ها تحت تأثیر مجموعه‌ای از عوامل متنوع قرار دارد. متغیرهای بنیادی مانند ساختار مالی، تجربه هیئت‌مدیره، استراتژی‌های مدیریتی و نقدشوندگی سهام از مهم‌ترین محرک‌های این واکنش‌ها هستند. علاوه بر این، شرایط کلان اقتصادی، قوانین و سیاست‌های دولتی نیز شدت و جهت واکنش بازار را تعیین می‌کنند.

شفافیت اطلاعاتی و کیفیت افشا نقش کلیدی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی دارند؛ هرچه سطح افشا بالاتر باشد، بازار واکنش مثبت‌تری نشان می‌دهد و در مقابل، کمبود شفافیت می‌تواند نوسان‌های قیمتی را تشدید کند. همچنین، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و میزان نقدشوندگی سهام از جمله شاخص‌هایی هستند که شدت تغییرات حجم معاملات را توضیح می‌دهند.

اعلام سود غیرمنتظره به‌عنوان یک سیگنال قوی عمل می‌کند و در شرایط عدم اطمینان بالا، واکنش‌ها شدیدتر و حجم

و این امر به افزایش معاملات سهام منجر می‌شود. در مقابل، کمبود اطلاعات یا پراکندگی منابع خبری می‌تواند نوسان‌ها را تشدید کند و بازار را به سمت واکنش‌های غیرمنتظره سوق دهد.

به همین دلیل، اعلام سود در شرکت‌های بزرگ معمولاً به‌عنوان یک سیگنال معتبر تلقی می‌شود و توجه بیشتری را به خود جلب می‌کند. این شرکت‌ها به دلیل منابع مالی گسترده و جایگاه رقابتی قوی‌تر، توانایی بیشتری در ایجاد اعتماد میان سرمایه‌گذاران دارند. در شرایط عدم اطمینان، این اعتماد اهمیت دوچندان پیدا می‌کند و حجم معاملات غیرعادی در سهام آن‌ها بیشتر مشاهده می‌شود.

در نهایت، باید توجه داشت که اعلام سود تنها بر قیمت سهام اثر می‌گذارد، بلکه انتظارات سرمایه‌گذاران را نیز شکل می‌دهد. بازار در مواجهه با این اطلاعات، سطحی تازه از واکنش‌ها را تجربه می‌کند و همین امر نشان می‌دهد که اطلاعاتی‌های سود، فراتر از اعداد و ارقام، بر رفتار و روانشناسی سرمایه‌گذاران اثر گذارد.

### نقدشوندگی سهام و اثر آن بر واکنش بازار به سودآوری

اعلام سود شرکت‌ها در بازار سرمایه تنها یک رویداد مالی نیست؛ بلکه محرکی است که می‌تواند حجم معاملات را به شکل غیرعادی افزایش دهد. این واکنش‌های شدید بیشتر از آنکه به دلیل عدم اطمینان در بازار بالاست؛ در چنین شرایطی، شرکت‌های بزرگ به دلیل دسترسی گسترده‌تر به منابع اطلاعاتی و مالی، واکنش پررنگ‌تری نسبت به شرکت‌های کوچک نشان می‌دهند.

انتشار اطلاعات مرتبط با سود، چه فراتر از انتظار باشد و چه

# سرمایه گذاری؛ فراتر از بازی عددی

مدل گلوب (۲۰۱۶) تلاش کرد این دیدگاه را توسعه دهد. او معیارهای جدیدی برای سنجش ریسک معرفی کرد که دو پارامتر مهم داشت:

● **پارامتر اول (D1):** نشان دهنده حساسیت سرمایه گذار به زیان است. هر چه این حساسیت بیشتر باشد، سرمایه گذار در برابر زیان واکنش شدیدتری نشان می دهد.

● **پارامتر دوم (D2):** نشان دهنده آستانه تغییر بازده است. این پارامتر مشخص می کند سرمایه گذار تا چه حد نسبت به تغییرات بازده حساس است.

با استفاده از این دو پارامتر، مدل گلوب توانست معیارهای رفتاری را وارد محاسبات ریسک کند و تصویر دقیق تری از انتخاب پرتفوی ارائه دهد. در واقع، این مدل نشان داد که ترکیب معیارهای کلاسیک و رفتاری می تواند نتایج بهینه تری در مقایسه با استفاده صرف از معیارهای سنتی داشته باشد.

### بهبودسازی پرتفوی در بازارهای محدود؛ درس هایی از نگاه رفتاری

وقتی صحبت از انتخاب ترکیب سهام می شود، معیارهای ریسک می توانند نتیجه های متفاوتی به همراه داشته باشند. نگاه کلاسیک یک تصویر مشخص از ریسک می دهد، اما نگاه رفتاری — به ویژه زیان گریزی — زاویه تازه ای اضافه می کند. در این نگاه، افراد سود و زیان را در مقایسه با یک نقطه ذهنی می سنجند و همین نقطه تعیین می کند که در شرایط خاص محتاط تر یا ریسک پذیر تر باشند. برای مثال، اگر نقطه مرجع مثبت یا نزدیک به صفر باشد، زیان گریزی معمولاً نتیجه بهتری نسبت به معیارهای سنتی دارد و ترکیب سهام کارا تر می شود. اما وقتی نقطه مرجع منفی باشد، این بر تری از بین می رود.

● **دهه ۲۰۰۰؛ ورود نگاه رفتاری**  
در این دوره نظریه های رفتاری وارد صحنه شدند و نشان دادند که سرمایه گذاران همیشه عقلایی عمل نمی کنند. مفهوم زیان گریزی و نقش نقاط مرجع ذهنی در تصمیم گیری سرمایه گذاران مطرح شد. این نگاه رفتاری نشان داد که افراد در شرایط سود و زیان رفتار



ریسک، مثل انحراف معیار یا بتا، همیشه نتایج دقیقی در عمل نداشته باشند.

مدل های جدیدتر تلاش کرده اند این شکاف را پر کنند. مثلاً مدل گلوب در سال ۲۰۱۶ سعی کرد معیارهای رفتاری را وارد محاسبات کند تا تصویر کامل تری از ریسک ارائه دهد. این مدل ها نشان می دهند که باید علاوه بر داده های عددی، روانشناسی سرمایه گذاران هم در نظر گرفته شود. با این حال، تجربه عملی این مدل ها هنوز محدود است و بیشتر در سطح نظری باقی مانده اند. در مطالعات گذشته، تمرکز اصلی بر معیارهای کلاسیک بوده است. پژوهش هایی مثل کارهای جگیش و تیتمان در دهه ۹۰ نشان دادند که استراتژی های مبتنی بر مومنوم می توانند بازدهی بالایی داشته باشند، اما این استراتژی ها هم به معیارهای ریسک حساس اند. اگر معیار درست انتخاب نشود، ممکن است کل استراتژی شکست بخورد. همین موضوع اهمیت بررسی معیارهای مختلف ریسک را بیشتر می کند.

به طور کلی، می توان گفت که انتخاب معیار ریسک نه تنها

### سرمایه گذاران همیشه بر اساس محاسبات ریاضی تصمیم نمی گیرند؛ آن ها سود و زیان را ذهنی و نسبی می بینند، زیان را سنگین تر از سود تلقی می کنند و در شرایط مختلف رفتار محتاط یا ریسک پذیر دارند. همچنین احتمالات را درست درک نمی کنند و احتمال های کوچک را بزرگ تر و احتمال های بزرگ را کوچک تر از واقعیت می بینند

### سرمایه گذاران همیشه بر اساس محاسبات ریاضی تصمیم نمی گیرند؛ آن ها سود و زیان را ذهنی و نسبی می بینند، زیان را سنگین تر از سود تلقی می کنند و در شرایط مختلف رفتار محتاط یا ریسک پذیر دارند. همچنین احتمالات را درست درک نمی کنند و احتمال های کوچک را بزرگ تر و احتمال های بزرگ را کوچک تر از واقعیت می بینند

متفاوتی دارند و همین موضوع بر انتخاب پرتفوی اثر می گذارد.

● **دهه ۲۰۱۰ تا امروز؛ ترکیب کلاسیک و رفتاری**  
مدل های رفتاری و پویا به تدریج در کنار مدل های کلاسیک قرار گرفتند. مطالعات نشان دادند که در شرایط بازده بالا، مدل های رفتاری عملکرد بهتری دارند، اما در شرایط بازده پایین، مدل های کلاسیک عقلایی تر عمل می کنند. امروزه ترکیب معیارهای کلاسیک، معیارهای پیشرفته ریسک و نگاه رفتاری تصویری کامل تر از ریسک و بازده ارائه می دهد.

● **ورود عصر جدید در مالی رفتاری**  
با ورود مدل های رفتاری مانند مدل چشم انداز (PROSPECT THEORY) کانمن و تورسکی و مدل تجمعی (CUMULATIVE PROSPECT THEORY)، مالی وارد عصر جدیدی شد. این نظریه ها نقش مهمی در توضیح رفتار سرمایه گذاران دارند و می توان آنها را مکمل نظریه مطلوبیت مورد انتظار در مالی مدرن دانست.

در نظریه چشم انداز، سود و زیان افراد نه به صورت مطلق، بلکه نسبت به نقاط مرجع ذهنی شان سنجیده می شود. یعنی سرمایه گذاران بازده و زیان را در مقایسه با یک نقطه مرجع ارزیابی می کنند. بر اساس این نظریه، تابع ارزش سرمایه گذار شکلی S مانند دارد: در ناحیه سود، منحنی مقعر است (سرمایه گذار ریسک گریز می شود) و در ناحیه زیان، منحنی محدب است (سرمایه گذار ریسک پذیرتر عمل می کند).

کانمن و تورسکی در سال ۱۹۹۲ نشان دادند که سرمایه گذاران در برابر سود و زیان رفتار متفاوتی دارند. این یافته ها به ویژه زمانی اهمیت پیدا می کند که معیارهای کلاسیک ریسک، ریسک واقعی را کمتر از حد نشان دهند. در چنین شرایطی، معیارهای رفتاری می توانند تصویر دقیق تری از واکنش سرمایه گذاران ارائه دهند.

نظریه مارکوویتز در سال ۱۹۵۲ نقطه عطفی در این مسیر بود. او نشان داد که می توان با انتخاب ترکیب مناسب دارایی ها، ریسک را کاهش داد بدون اینکه الزاماً بازده قربانی شود. در این مدل، ریسک با انحراف معیار بازده ها سنجیده می شود. اما نقدهایی هم وجود داشت: فرض توزیع نرمال بازده ها همیشه در عمل درست نیست و همین باعث شد بعدها معیارهای دیگری برای سنجش ریسک معرفی شوند.

بعد از آن، نظریه مطلوبیت مورد انتظار (EUT) مطرح شد. این نظریه می گوید سرمایه گذار گزینه ای را انتخاب می کند که بیشترین مطلوبیت مورد انتظار را داشته باشد. به زبان ساده، افراد سعی می کنند تصمیمی بگیرند که بیشترین رضایت ذهنی را برایشان به همراه داشته باشد. اما این نظریه هم محدودیت هایی دارد: افراد معمولاً نسبت به زیان حساس تر از سود هستند، ترجیحاتشان در طول زمان تغییر می کند و احتمالات را به شکل واقعی در نظر نمی گیرند.

اینجا بود که نظریه های رفتاری وارد شدند. کانمن و تورسکی با نظریه چشم انداز نشان دادند که سرمایه گذاران در عمل رفتارهایی متفاوت از پیش بینی های کلاسیک دارند. مثلاً افراد سودهای کوچک را با ریسک پذیری بیشتری دنبال می کنند، اما وقتی پای زیان در میان باشد، محتاط تر می شوند. همچنین افراد احتمالات کوچک را بیش از حد بزرگ می بینند و احتمالات بزرگ را کمتر از واقعیت در نظر می گیرند. این یعنی ذهن انسان در مواجهه با ریسک و فرصت، محاسباتی متفاوت از مدل های ریاضی انجام می دهد.

در نتیجه، ترکیب نظریه های کلاسیک و رفتاری دیدگاه کامل تری از رفتار سرمایه گذاران ارائه می دهد. محاسبات ریاضی برای ساخت پرتفوی لازم است، اما کافی نیست. باید روانشناسی تصمیم گیری هم در نظر گرفته شود. سرمایه گذاری فقط یک بازی عددی نیست؛ بازتابی از رفتار انسانی در مواجهه با ریسک، امید و ترس است.

### از بحران ۲۰۰۸ تا نظریه های رفتاری؛ چرا معیار ریسک مهم است؟

وقتی درباره بهینه سازی پرتفوی صحبت می کنیم اولین نکته این است که معیارهای مختلف ریسک می توانند نتایج متفاوتی به همراه داشته باشند. یعنی اگر دو سرمایه گذار از دو معیار متفاوت برای سنجش ریسک استفاده کنند، احتمالاً به دو ترکیب متفاوت از دارایی ها می رسند. این موضوع فقط یک بحث نظری نیست؛ در عمل هم بارها دیده شده که انتخاب معیار نادرست چه پیامدهایی داشته است. بحران مالی ۲۰۰۸ نمونه بارز آن بود. بسیاری از نهاد های مالی بزرگ، از بانک ها گرفته تا صندوق های بازنشستگی، در محاسبات ریسک دچار خطا شدند. آنها ریسک واقعی را کمتر از حد برآورد کردند و همین باعث شد سرمایه گذاری های سنگین در دارایی های پرخطر انجام دهند. نتیجه، ورشکستگی های زنجیره ای و بحران جهانی بود. این تجربه نشان داد که انتخاب معیار ریسک فقط یک محاسبه ساده نیست؛ بلکه می تواند سر نوشت اقتصاد یک کشور را تغییر دهد.

از سوی دیگر، نظریه های رفتاری به ما یادآوری می کنند که سرمایه گذاران همیشه بر اساس محاسبات ریاضی تصمیم نمی گیرند. نظریه چشم انداز کانمن و تورسکی نشان داد که افراد سود و زیان را به شکل ذهنی و نسبی می بینند. زیان برایشان سنگین تر از سود است، بنابراین در شرایط زیان محتاط تر عمل می کنند و در شرایط سود محدود، ریسک پذیرتر می شوند. علاوه بر این، افراد احتمالات را به درستی درک نمی کنند؛ احتمال های کوچک را بزرگ تر از واقعیت می بینند و احتمال های بزرگ را کمتر از واقعیت. این رفتارها باعث می شود معیارهای کلاسیک

● **دهه های بعدی؛ نقد و توسعه**  
به مرور زمان، ضعف هایی در مدل مارکوویتز آشکار شد. مهم ترین نقد، فرض نرمال بودن توزیع بازده ها بود که در عمل همیشه برقرار نیست. همین موضوع باعث شد پژوهشگران به دنبال

محمدحسن ابراهیمی سرو علیا  
دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی

مسلم پیمانی فروشان  
دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی

### از اقتصاد واقعی تا ترانز نامه مالی؛ پیامدهای مالی سازی بر تأمین مالی

دارایی های مالی نقش ضربه گیر نقدینگی را ایفا می کنند و انعطاف پذیری شرکت ها را بالا می برند. نگهداری این دارایی ها باعث می شود شرکت ها بتوانند تعهدات کوتاه مدت را راحت تر پوشش دهند و فرصت های سرمایه گذاری را بدون نیاز به استقراض جدید دنبال کنند. این وضعیت نه تنها استقلال مالی شرکت ها را تقویت می کند، بلکه به آن ها امکان مدیریت بهتر ریسک در مواجهه با شوک های بیرونی یا نوسان سود را می دهد.

در مجموع، مالی سازی با افزایش ظرفیت تأمین مالی داخلی، بهبود موقعیت نقدینگی و ایجاد ذخایر احتیاطی، جذابیت بدهی را کاهش می دهد و شرکت ها را به سمت استفاده محتاطانه تر از اهرم مالی سوق می دهد.

#### حاکمیت شرکتی و نظارت بیرونی در عصر مالی سازی

افزایش سهم دارایی های مالی در شرکت ها به طور معناداری سطح بدهی آن ها را کاهش می دهد و نشان می دهد میان منابع مالی داخلی و بدهی بیرونی یک رابطه جایگزینی وجود دارد. این تغییر تنها به تخصیص منابع محدود نمی شود، بلکه رفتار مدیریتی و شیوه گزارشگری مالی شرکت ها را نیز تحت تأثیر قرار می دهد.

مالی سازی باعث افزایش ریسک پذیری شرکت ها و کاهش دستکاری سود می شود؛ دو عاملی که بخشی از رابطه میان مالی سازی و کاهش بدهی را توضیح می دهند. همچنین، این اثر در شرکت های دولتی و بنگاه هایی که تحت توجه و نظارت تحلیلگران قرار دارند، پررنگ تر است. بنابراین، ساختار مالکیت و نظارت بیرونی نقش مهمی در شکل دهی تصمیمات مالی شرکت ها ایفا می کنند.

#### توصیه های سیاستی

۱. از آنجا که اثر منفی مالی سازی بر بدهی در شرکت های دولتی شدیدتر است، لازم است چارچوب های نظارت بر دارایی ها تقویت شود و اصلاحات حاکمیت مالی متناسب با این شرکت ها اجرا گردد. شفاف سازی حدود استفاده از دارایی های مالی و تقویت کنترل های داخلی می تواند به حفظ ثبات ساختار سرمایه کمک کند.

۲. نقش نظارت بیرونی از طریق توجه تحلیلگران نشان می دهد که گسترش پوشش تحلیلی می تواند به عنوان یک سازوکار انضباطی بازار عمل کند. حمایت از شفافیت بیشتر در گزارشگری مالی و تشویق مشارکت سرمایه گذاران نهادی می تواند از شکل گیری بدهی های بیش از حد در شرکت های مالی محور جلوگیری کند.

۳. برای ایجاد تعادل میان انعطاف مالی و سرمایه گذاری در بخش واقعی، تدوین دستورالعمل هایی برای محدود کردن سرمایه گذاری های سفته بازانه و هدایت استفاده از دارایی های مالی به سمت اهداف راهبردی بلندمدت ضروری است. تقویت انضباط بازار و طراحی سیاست های تأمین مالی متناسب با سطح مالی سازی شرکت ها می تواند به ایجاد ساختارهای سرمایه ای مقاوم تر و پایدارتر در بخش شرکتی کمک کند.

#### محدودیت ها و مسیرهای آینده

با وجود اینکه بحث مالی سازی و ساختار سرمایه نکات مهمی را روشن کرده، چند محدودیت باید در نظر گرفته شود. نخست، سنجش مالی سازی معمولاً بر پایه نسبت دارایی های مالی به کل دارایی ها انجام می شود، بدون آنکه میان دارایی های کوتاه مدت و بلندمدت یا سطح ریسک آن ها تفاوتی گذاشته شود.

در آینده می توان این شاخص را دقیق تر کرد و ساختار سررسید یا میزان مواجهه با ریسک را لحاظ نمود. دوم، هر چند برای کاهش خطا از روش های مختلف استفاده شده، شناسایی علیت قوی تر می تواند از طریق رویدادهای طبیعی یا تغییرات سیاستی مانند اصلاحات مالی منطقه ای یا آزادسازی اعتباری حاصل شود. سوم، بررسی تفاوت ها تنها به مالکیت و توجه تحلیلگران محدود بوده است؛ در حالی که ترکیب هیئت مدیره، شدت رقابت در صنعت یا دسترسی به کانال های تأمین مالی جایگزین نیز می تواند تصویر کامل تری ارائه دهد.



انباشت سرمایه سفته بازانه را فراهم کند، اما منابع آن بیشتر از تخصیص مالی ناشی می شود تا رشد واقعی در سود عملیاتی. این وضعیت نه تنها مشکل تخصیص نادرست منابع مالی را حل نمی کند، بلکه می تواند محیط مالی بخش واقعی اقتصاد را تضعیف کند.

زمانی که شرکت ها بخش بزرگی از دارایی های پریسک مالی را در اختیار دارند و این دارایی ها دچار نوسان های شدید می شوند، آسیب پذیری آن ها در برابر شوک های بیرونی بیشتر خواهد بود.

#### بسیاری از شرکت ها زمانی که منابع مازاد دارند، دارایی های مالی بیشتری نگه

می دارند تا کارایی استفاده از سرمایه را بالا ببرند؛ این رفتار بیشتر ناشی از

#### انگیزه های احتیاطی است

در عمل، ساختار سرمایه هدف یک برآورد پویا است که به طور مداوم در تعامل شرکت با محیط اطرافش بهینه می شود. ساختار سرمایه مطلوب به منافع و هزینه های احتمالی بدهی، میزان نوسان دارایی های اصلی، نرخ بهره بدون ریسک و هزینه بازسازی سرمایه بستگی دارد. مطالعات جدیدتر نشان می دهند که انتخاب های مربوط به ساختار سرمایه به ویژگی های مدیران، شیوه های حاکمیت شرکتی، معماری مالی، خصوصیات در سطح شرکت و شرایط محیط کسب و کار گره خورده است.

#### دارایی های مالی؛ ضربه گیر نقدینگی و جایگزین بدهی

هرچه نسبت دارایی های مالی در شرکت ها بالاتر باشد، اتکای آن ها به بدهی کاهش می یابد. این رابطه منفی میان مالی سازی و تأمین مالی بدهی پایدار است و حتی با در نظر گرفتن عوامل کنترلی مختلف همچنان معنادار باقی می ماند. در واقع، افزایش سهم دارایی های مالی به شرکت ها امکان می دهد بیشتر بر منابع داخلی تکیه کنند و کمتر به بازار بدهی وابسته باشند.

در کنار این متغیر اصلی، چند عامل دیگر نیز بر سطح بدهی اثر گذارند. شرکت های بزرگ تر معمولاً دسترسی بیشتری به بازارهای اعتباری دارند و به همین دلیل بیشتر از بدهی استفاده می کنند. در مقابل، شرکت هایی که جریان نقدی قوی تری دارند، کمتر به بدهی نیاز پیدا می کنند؛ موضوعی که با منطق «نظر به سلسله مراتبی تأمین مالی» همخوانی دارد. همچنین، تمرکز مالکیت بالاتر می تواند تمایل شرکت ها به استفاده از بدهی را افزایش دهد، زیرا کنترل و حاکمیت قوی تر، اعتماد بیشتری برای اعتبار دهندگان ایجاد می کند.

شود، اتکای شرکت ها به بدهی کاهش می یابد و این روند حتی در شرایط متفاوت اقتصادی نیز پایدار مانده است. دلیل اصلی این تغییر را باید در دو کانال جستجو کرد: نخست، افزایش ریسک پذیری که باعث نوسان بیشتر سود می شود و جذابیت بدهی را کاهش می دهد؛ دوم، کاهش مدیریت سود که شفافیت بیشتری در گزارشگری مالی ایجاد می کند و نیاز به بدهی برای پوشاندن فشارهای کوتاه مدت را کمتر می سازد.

این اثر در شرکت های دولتی و بنگاه هایی که تحت توجه

و نظارت تحلیلگران قرار دارند، پررنگ تر است؛ زیرا ساختار مالکیت و نظارت بیرونی نقش تعدیل کننده دارند و مسیر تصمیم گیری را مشخص تر می کنند. در مجموع، مالی سازی نه تنها بر نحوه تخصیص منابع اثر می گذارد، بلکه الگوهای حکمرانی داخلی و ترجیحات ریسک شرکت ها را نیز بازتعریف می کند و ساختار سرمایه را به سمت بدهی کمتر سوق می دهد. این تغییرات برای مدیران و سیاست گذاران اهمیت دارد، زیرا تعادل میان انعطاف مالی و تأمین مالی پایدار را تحت تأثیر قرار می دهد.

#### بازار واقعی زیر سایه دارایی ها

در شرکت های غیر مالی، افزایش سرمایه گذاری در دارایی های مالی معمولاً به کاهش سرمایه گذاری در دارایی های واقعی منجر می شود. بازده بالای این دارایی ها می تواند باعث تغییر ترجیحات مدیریتی و سوق دادن منابع به سمت فعالیت های مالی شود. در عین حال، دارایی های مالی کوتاه مدت نقش ضربه گیر نقدینگی دارند و به شرکت ها کمک می کنند فشارهای مالی را کاهش دهند و سرمایه گذاری در بخش واقعی را حفظ کنند. رشد قیمت دارایی های مالی نیز ترانز نامه شرکت ها را تقویت کرده، محدودیت های تأمین مالی مجدد را کاهش می دهد و سلامت مالی را بهبود می بخشد.

بسیاری از شرکت ها زمانی که منابع مازاد دارند، دارایی های مالی بیشتری نگه می دارند تا کارایی استفاده از سرمایه را بالا ببرند؛ این رفتار بیشتر ناشی از انگیزه های احتیاطی است.

با این حال، مالی سازی می تواند ریسک اقتصادی را افزایش دهد، هر چند ممکن است سود سهام را بالا ببرد و زمینه

**Qing Zhao**  
دانشکده کسب و کار، دانشگاه هوآنوردی ژنگزو

**Yihan Gan**  
دانشکده کسب و کار، دانشگاه گرسبری اقیانوس هاینن

در سال های اخیر، افزایش سهم دارایی های مالی در ترانز نامه شرکت ها به طور محسوس بر شیوه تأمین مالی آن ها اثر گذاشته است. مشاهده می شود هر چه وزن دارایی های مالی در ساختار شرکت ها بیشتر باشد، تمایل به استفاده از بدهی کاهش می یابد. این تغییر تنها یک انتخاب حسابداری نیست، بلکه بازتابی از تغییر در رفتار ریسک پذیری و مدیریت سود شرکت هاست؛ شرکت هایی که دارایی های مالی بیشتری نگه می دارند، معمولاً ریسک بیشتری را می پذیرند و کمتر به دستکاری سود متوسل می شوند.

همچنین تجربه نشان داده است که این روند در بنگاه های دولتی و شرکت هایی که تحت نظارت بیرونی بیشتری قرار دارند مانند پوشش تحلیلی توسط تحلیلگران، پررنگ تر است. در نتیجه، مالی سازی نه تنها ساختار مالی شرکت ها را تغییر می دهد، بلکه الگوهای حکمرانی داخلی و ترجیحات ریسک آن ها را نیز بازتعریف می کند.

#### از باز خرید سهام تا کاهش مدیریت سود

در چند دهه گذشته، مالی سازی شرکتی - یعنی افزایش ادغام فعالیت ها و بازارهای مالی در راهبردهای اصلی شرکت ها برای کسب سود به یکی از ویژگی های برجسته نظام های اقتصادی مدرن تبدیل شده است. این پدیده که شامل تغییر جهت از عملیات سنتی کسب و کار به فعالیت های مالی است، بر نحوه تصمیم گیری و تخصیص منابع شرکت ها اثر گذاشته است.

هر چند مالی سازی فرصت هایی برای متنوع سازی جریان های درآمدی، بهینه سازی تخصیص سرمایه و افزایش ارزش سهامداران از طریق سازوکارهایی چون باز خرید سهام، پرداخت سود نقدی و سرمایه گذاری های سفته بازانه فراهم کرده است، اما نگرانی های عمیقی نیز در باره پیامدهای اجتماعی و اقتصادی گسترده تر آن ایجاد کرده است.

این روند نقش بنیادین اقتصاد واقعی را تضعیف می کند، عدم توازن های ساختاری میان اقتصاد واقعی و مجازی ایجاد می نماید و ریسک های سیستمی را افزایش می دهد.

ساختار سرمایه به ترکیب نسبی منابع تأمین مالی یک شرکت اشاره دارد. این شاخص، معیاری کلیدی برای سلامت مالی است و نقش مهمی در تعیین ارزش شرکت ایفا می کند. ساختار سرمایه نه تنها تحت تأثیر محدودیت های تأمین مالی بیرونی قرار دارد، بلکه از تصمیمات راهبردی مدیریت نیز اثر می پذیرد. فعالیت های اقتصادی بخش عمومی دسترسی به اعتبار بانکی و شرایط کلان اقتصادی همگی تأثیرات مهمی بر ساختار سرمایه دارند.

#### تغییرات در ساختار سرمایه اغلب پاسخی مدیریتی به تحولات محیط بیرونی است.

درک اینکه مالی سازی شرکتی چگونه بر سطح بدهی شرکت ها اثر می گذارد، از نظر نظری و عملی اهمیت زیادی دارد. از یک سو، مالی سازی ساختار دارایی ها، الگوهای جریان نقدی و ترجیحات ریسک شرکت ها را تغییر می دهد که می تواند به طور مستقیم بر رفتار تأمین مالی و تصمیمات ساختار سرمایه اثر بگذارد. از سوی دیگر، با تعمیق ادغام بخش های مالی و واقعی، مالی سازی بیش از حد ممکن است تعادل بهینه میان تأمین مالی از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام را برهم زند و شکنندگی مالی را افزایش دهد. بنابراین، بررسی رابطه میان مالی سازی و سطح بدهی به روشن شدن سازوکارهای انتقال رفتار مالی بر ثبات مالی در سطح شرکت کمک می کند و پیامدهای مهمی برای حاکمیت شرکتی و تنظیمات کلان اقتصادی به همراه دارد.

در سال های اخیر، افزایش سهم دارایی های مالی در شرکت ها به طور مستقیم بر ساختار سرمایه و شیوه تأمین مالی آن ها اثر گذاشته است. هر چه وزن این دارایی ها بیشتر می

### نرخ ارز و نرخ بهره؛ دو متغیر کلیدی در مسیر آینده بورس

دارد. حذف این ارز اگر چه اقدامی ضروری بود، اما اجرای آن بدون سازو کار حمایتی کار آمد، به افزایش تورم و کاهش قدرت خرید خانوار منجر شد. پرداخت نقدی مستقیم به عنوان یکی از ابزار های جبرانی مطرح شده است. این سیاست می تواند نسبت به تخصیص ارز ترجیحی کارا تر باشد، زیرا رانت و نا کار آمدی زنجیره توزیع را کاهش داده و یارانه را مستقیماً به مصرف کننده نهایی می رساند. با این حال، اثر بخشی آن به چند شرط کلیدی وابسته است: میزان پرداخت باید متناسب با افزایش واقعی هزینه های زندگی باشد؛ منابع مالی آن پایدار و غیر تورمی تأمین شود؛ و همزمان سیاست های کنترلی در سمت انتظارات تورمی و انضباط مالی دولت اجرا گردد. در غیر این صورت، پرداخت نقدی خیلی زود اثر خود را از دست داده و حتی می تواند فشار بیشتری بر بازار ارز و سایر دارایی ها وارد کند.

#### نرخ بهره بالا و جریان نقدی در بورس

نرخ بهره بالا یکی از مهم ترین چالش های فعلی بازار سرمایه است. در چنین شرایطی، سرمایه گذاری بدون ریسک در سپرده های بانکی و اوراق بدهی بازدهی قابل قبولی را با کمترین ریسک برای سرمایه گذاران فراهم می کند. این موضوع هزینه فرصت سرمایه گذاری در بورس را افزایش داده و جریان نقدی را از بازار سهام دور می سازد. پایداری جریان نقدی در بورس زمانی اتفاق می افتد که بازده مورد انتظار سهام به طور معناداری بالاتر از نرخ بهره بدون ریسک باشد یا چشم انداز روشنی از رشد سود آوری شرکت ها وجود داشته باشد. اگر نرخ بهره بالا برای مدت طولانی تداوم یابد و همزمان ریسک های سیاسی و اقتصادی کاهش پیدا نکند، جریان نقدی در بورس شکننده خواهد بود و سرمایه ها به صورت مقطعی وارد بازار می شوند. در چنین فضایی، بازار های مازای مانند اوراق بدهی، طلا و ارز مقصد جذاب تری برای سرمایه گذاران محافظه کار خواهند بود.

#### جمع بندی

آینده بورس در گرو ایجاد تعادل میان نرخ ارز، سیاست های حمایتی هدفمند و تعدیل تدریجی نرخ بهره است. بدون این هماهنگی، نمی توان انتظار داشت جریان نقدی در بازار سرمایه پایدار بماند و روندی بلندمدت و سالم شکل گیرد.

#### فرزاد محمدی

#### تحلیلگر بازار سرمایه

تحولات اخیر بازار ارز و تثبیت نرخ دلار در سطوح بالای ۱۳۰ هزار تومان، بار دیگر توجه فعالان اقتصادی و سرمایه گذاران را به رابطه میان نرخ ارز، سیاست های جبرانی دولت و نرخ بهره جلب کرده است. در چنین شرایطی، بورس به عنوان یکی از مهم ترین بازار های دارایی، بیش از هر زمان دیگری تحت تأثیر این متغیر ها قرار دارد و ارزیابی درست این روابط می تواند به تصمیم گیری آگاهانه تر سرمایه گذاران کمک کند.

#### رشد نرخ ارز و جذابیت بورس

افزایش نرخ ارز، به ویژه زمانی که با تقاضای پر قدرت و انتظارات تورمی همراه باشد، به طور نظری می تواند به نفع بازار سهام عمل کند. بخش قابل توجهی از شرکت های بورسی ایران صادر کننده یا وابسته به قیمت های جهانی هستند و رشد دلار، به صورت مستقیم یا غیر مستقیم درآمد ریالی آن ها را افزایش می دهد. همین موضوع سبب می شود ارزش ذاتی سهام در نگاه تحلیلی رشد کند و بورس به عنوان پوششی در برابر کاهش ارزش پول ملی مطرح شود.

با این حال، تجربه نشان داده است که این رابطه همواره خطی و پایدار نیست، زمانی که رشد نرخ ارز بابتی اقتصادی، نااطمینانی سیاسی یا فشار های سیاست گذار همراه شود، جذابیت بورس کاهش می یابد. در چنین فضایی، سرمایه گذاران به جای تمرکز بر تحلیل بنیادی، نگران مداخلات دستوری، محدودیت های صادراتی و افزایش هزینه های تولید می شوند. بنابراین، رشد دلار تنها زمانی به افزایش جذابیت بورس منجر خواهد شد که با ثبات نسبی سیاستی و امکان پیش بینی سود آوری شرکت ها همراه باشد.

#### تجربه ارز ۴۲۰۰ و سیاست های جبرانی

تجربه ارز ترجیحی ۴۲۰۰ تومانی نشان داد که اصلاح سیاست های اشتباه بدون طراحی دقیق سیاست های جبرانی مؤثر، تبعات سنگینی

### جریان پول در بورس؛ ناپایدار زیر سایه نرخ بهره بالا



اصلاحات ساختاری دیده شود.

#### نرخ بهره ۳۵-۳۶ درصد

نرخ های بهره بالا رقیب جدی بورس اند. سرمایه گذاران ریسک گریز ترجیح می دهند بازدهی بدون ریسک از سپرده یا اوراق دریافت کنند. در نتیجه جریان پول در بورس ناپایدار و مقطعی است؛ ورود نقدی بیشتر جنبه سفته بازانه دارد و با کوچک ترین شوک سیاسی یا اقتصادی به سرعت خارج می شود. تنها شرکت هایی دوام می آورند که سود آوری شان فراتر از نرخ بهره باشد یا دارایی محور بوده و از تورم منتفع شوند.

#### جمع بندی

بورس در کوتاه مدت از شوک ارزی منتفع می شود، اما برای روند پایدار نیازمند کاهش نرخ بهره، ثبات ارزی و اصلاحات ساختاری است. تا زمانی که نرخ بهره واقعی بالا و افق سیاست گذاری مبهم باشد، بازار بیشتر صحنه نوسان خواهد بود تا جذب پایدار سرمایه.

#### اشکان چهرهنگار

#### عضو هیئت مدیره سبدگردان نوین نگر آسیا

رشد نرخ ارز اثری دوگانه بر بازار سرمایه دارد. از یک سو، شرکت های صادرات محور مانند پتروشیمی ها، فلزات و معدنی ها با تبدیل درآمد ارزی به ریال، رشد آسمی سود را تجربه می کنند و همین موضوع بورس را به پناهگاه تورمی تبدیل می کند. از سوی دیگر، اگر این رشد ناشی از بی ثباتی های کلان، کسری بودجه و انتظارات تورمی باشد، بیشتر نشانه کاهش ارزش پول ملی است تا رشد اقتصادی.

پیامد آن افزایش هزینه های تولید، فشار بر صنایع واردات محور و کاهش قدرت خرید مصرف کننده خواهد بود. بنابراین رابطه ارز و بورس خطی نیست؛ در کوتاه مدت سود آور، اما در بلندمدت تنها با ثبات سیاستی و اصلاحات اقتصادی پایدار می شود.

#### تجربه ارز ۴۲۰۰

سیاست ارز ترجیحی نشان داد که قیمت گذاری دستوری بدون سازو کار جبرانی کار آمد، به رانت و ناکارایی منجر می شود. حذف ارز ترجیحی اگر چه اصلاحی بود، اما شوک قیمتی سنگینی برای دهک های پایین ایجاد کرد.

پرداخت نقدی مستقیم می تواند ابزار کارآمدتری باشد، مشروط بر اینکه هدفمند، متناسب با تورم واقعی و دارای منابع پایدار باشد. در غیر این صورت، خود عامل تورم خواهد شد.

تجربه عملی نشان داده ضعف در اجرا و محدودیت منابع، کارایی این سیاست را کاهش داده است. بنابراین پرداخت نقدی شرط لازم اصلاحات است، اما کافی نیست و باید در کنار سایر

## پروپان و بوتان؛ محور اصلی در آمد صادراتی پتروشیمی پارس

بازار صادراتی نیز درآمد ۱۲۶ هزار و ۱۱۲ میلیارد ریالی را برای پارس به همراه داشت. مابقی درآمد پارس در بازار صادراتی نیز از عرضه ۱۰۰ تن اتیل بنزن کسب شد که مبلغ ۵۰ میلیارد ریالی را به همراه داشت.

در ۹ ماهه نخست سال جاری، نرخ فروش داخلی اتان نسبت به دوره مشابه سال گذشته با افزایش ۳۳ درصدی همراه شد و به ۱۶۰ میلیون و ۹۵ هزار و ۸۹۷ ریال رسید. قیمت محصول پروپان نیز نسبت به دوره مشابه سال گذشته با رشد ۳۹ درصدی همراه شد و نرخ پنتان در بازار داخلی با افزایش ۳۷ درصدی به مبلغ ۳۲۵ میلیون و ۷۴۹ هزار و ۵۱۵ ریال رسید. در این دوره، قیمت فروش تولوئن، اتیل بنزن و بوتان نیز در بازار داخلی به ترتیب ۳۰ درصد، ۳۶ درصد و ۲۸ درصد افزایش یافت.

در بازار صادراتی نیز نرخ فروش بوتان با افزایش ۳۷ درصدی همراه بود و به رقم ۳۷۵ میلیون و ۱۴۵ هزار و ۴۸۳ ریال رسید. قیمت فروش پروپان نیز با رشد ۴۱ درصدی به ۳۹۳ میلیون و ۴۵۹ هزار و ۷۵۴ ریال افزایش یافت. همچنانکه مشاهده می شود، نرخ فروش محصولات پارس در ۹ ماهه نخست سال جاری نسبت به دوره مشابه سال گذشته بیش از ۲۸ درصد افزایش داشته است که خود تأثیر مثبتی بر افزایش درآمد شرکت می گذارد.



فروش ۶۱۴ هزار تن پروپان و ۲۳۶ هزار تن بوتان بیشترین سهم را در درآمد صادراتی شرکت داشت.



شرکت پتروشیمی پارس در ۹ ماهه نخست سال جاری از فروش محصولات خود در دو بازار داخلی و صادراتی درآمد عملیاتی ۸۱۸ هزار و ۸۰۶ میلیارد ریال با رشد ۲۴ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته کسب کرد که ۵۵ درصد آن از فروش محصولات در بازار داخلی و ۴۵ درصد از محل عرضه صادراتی کسب کرد.

این شرکت در بازار داخلی عمده درآمد خود را از عرضه ۳۵۸ هزار و ۵۵۹ تن استایرن منومر با نرخ ۶۱۲ میلیون ریال به مبلغ ۲۱۹ هزار و ۳۸۰ میلیارد ریال معادل ۲۷ درصد درآمد کل ۹ ماهه کسب کرد. در این دوره از فروش یک میلیون و ۲۱ هزار و ۱۳۳ تن اتان با نرخ ۱۶۰ میلیون ریالی درآمد ۱۶۳ هزار و ۴۷۹ میلیارد ریالی نیز بدست آورد که معادل ۲۰ درصد از کل درآمد ۹ ماهه بود.

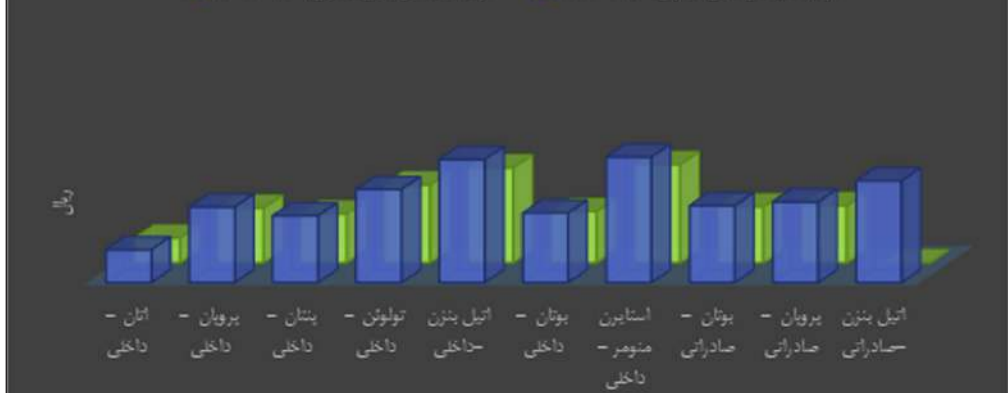
پارس در این دوره از محل فروش ۸۸ هزار و ۸۹ تن پنتان به نرخ ۳۲۶ میلیون ریال به درآمد ۲۸ هزار و ۶۹۴ میلیارد ریالی دست یافت که معادل ۴ درصد از کل درآمد ۹ ماهه بوده است.

است. در بازار صادراتی نیز این شرکت درآمد ۳۶۸ هزار و ۱۲ میلیارد ریالی از فروش سه محصول بوتان، پروپان و اتیل بنزن بدست آورد. عمده فروش صادراتی این شرکت از محل عرضه ۶۱۴ هزار و ۶۷۶ تن پروپان به ارزش ۲۴۱ هزار و ۸۵۰ میلیارد ریال کسب شد. عرضه ۳۳۶ هزار و ۱۶۹ تنی محصول بوتان در

از دیگر محصولات عرضه شده در بازار داخلی طی این دوره می توان به ۲ هزار و ۴۴۱ تن پروپان به ارزش ۸۹۹ میلیارد ریال، ۱۱ هزار و ۶۷۳ تن تولوئن به ارزش ۵۰۵ هزار و ۳۰۱ میلیارد ریال، ۱۹۸ تن اتیل بنزن به ارزش ۱۱۹ میلیارد ریال و ۹۷ هزار و ۶۴ تن بوتان به ارزش ۳۲ هزار و ۹۲۰ میلیارد ریال بوده

#### تغییرات نرخ فروش محصولات پارس در دو دوره ۹ ماهه

از ابتدای سال مالی تا تاریخ ۱۴۰۴/۰۹/۳۰ از ابتدای سال مالی تا تاریخ ۱۴۰۳/۰۹/۳۰



#### سبد درآمدی پارس در ۹ ماهه نخست ۱۴۰۴



## پالایشگاه‌ها در مسیر تازه؛ نقطه عطفی برای نقدینگی و سودآوری

محمد مهاجر

تحلیلگر کارگزاری پیشرو

تصمیم‌گیران اخیر دولت و شورای اقتصاد مبنی بر عرضه آزاد محصولات صادراتی پالایشگاه‌ها در بورس انرژی، گامی مهم در راستای تقویت رویکرد بازارمحور در تعیین قیمت فرآورده‌های نفتی محسوب می‌شود. این اقدام که به پالایشگاه‌های دولتی و بورسی اجازه می‌دهد نفتا، گاز مایع، نفت کوره و سایر محصولات صادراتی خود را بدون تعیین نرخ دولتی و صرفاً از طریق بورس عرضه کنند، زمینه را برای کشف واقعی قیمت‌ها فراهم می‌کند و می‌تواند تحولات مهمی در بازار انرژی و اقتصاد کشور ایجاد کند.

تسا پیش از این، قیمت‌گذاری فرآورده‌های نفتی عمدتاً بر اساس نرخ‌های مصوب دولتی انجام می‌شد که اغلب با واقعیت‌های بازار همخوانی نداشت. این روش نه تنها موجب ناکارایی اقتصادی می‌شد، بلکه رانت و معاملات غیرشفاف را تشویق می‌کرد و امکان رصد دقیق عرضه و تقاضا را محدود می‌ساخت. عرضه آزاد در بورس انرژی، با ایجاد سازوکار شفاف و مبتنی بر رقابت واقعی میان خریداران و فروشندگان، این محدودیت‌ها را کاهش می‌دهد و به تخصیص بهینه منابع کمک می‌کند.

یکی از پیامدهای مهم عرضه آزاد، افزایش شفافیت در معاملات است. تمامی معاملات ثبت شده و قابل رصد بوده و اطلاعات مربوط به حجم عرضه، قیمت‌ها و خریداران در دسترس عموم و نهادهای نظارتی قرار می‌گیرد. این شفافیت، ریسک وقوع معاملات غیرقانونی و رانت‌ها را کاهش داده و امکان مدیریت بهتر بازار را فراهم می‌کند. علاوه بر این، عرضه آزاد به کارایی بازار کمک کرده و قیمت‌ها را با شرایط

واقعی عرضه و تقاضا هماهنگ می‌کند. در فروش دستوری، قیمت‌ها معمولاً پایین‌تر یا بالاتر از ارزش واقعی تعیین می‌شدند و این اختلاف منجر به فشار مالی بر پالایشگاه‌ها و کاهش انگیزه تولید می‌شد. در مقابل، عرضه در بورس انرژی باعث می‌شود بازار به طور طبیعی به سمت تعادل حرکت کند و منابع اقتصادی بهینه‌تر تخصیص یابند.

عرضه آزاد همچنین زمینه کاهش وابستگی به قیمت‌های مرجع خارجی را فراهم می‌کند. در گذشته، قیمت‌گذاری داخلی اغلب بر اساس قیمت‌های بین‌المللی نفت و فرآورده‌ها انجام می‌شد و هر نوسانی در بازارهای جهانی تأثیر مستقیم و فوری بر اقتصاد داخلی داشت. با ایجاد شاخص‌های قیمتی داخلی مبتنی بر معاملات شفاف بورس، امکان اتخاذ سیاست‌های مستقل‌تر انرژی فراهم می‌شود. این شاخص‌ها می‌توانند به عنوان مرجع برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی، تنظیم تعرفه‌ها و برنامه‌ریزی تولید مورد استفاده قرار گیرند و باعث کاهش اثرگذاری نوسانات خارجی بر اقتصاد کشور شوند.

در مقایسه با فروش دستوری، عرضه آزاد در بورس انرژی مزایای قابل توجهی دارد. فروش دستوری که مبتنی بر فرمول‌ها یا نرخ‌های مصوب دولتی است، معمولاً با واقعیت بازار همخوانی ندارد و باعث ایجاد ناکارایی، رانت و انحراف قیمت می‌شود. بخش زیادی از معاملات در این سیستم خارج از چارچوب شفاف انجام می‌شود و امکان رصد دقیق عرضه و تقاضا محدود است. در مقابل، عرضه آزاد در بورس، مبتنی بر رقابت واقعی میان خریداران و فروشندگان است و قیمت‌ها بر اساس عرضه و تقاضا کشف می‌شوند. این روش شفافیت بیشتری ایجاد کرده، ریسک رانت را کاهش می‌دهد و دسترسی به بازارهای متنوع و ابزارهای مالی را فراهم می‌کند. با این حال، نوسان قیمت‌ها و وابستگی بیشتر به شرایط جهانی و نرخ ارز از پیامدهای طبیعی این سازوکار است که نیازمند مدیریت مناسب است. مزایای عرضه آزاد برای پالایشگاه‌ها نیز قابل توجه است. نخستین

و مهم‌ترین اثر، بهبود نقدینگی است. فروش محصولات پالایشگاهی به قیمت‌های واقعی بازار، جریان نقدی شرکت‌ها را تقویت کرده و فشار مالی ناشی از بدهی‌ها و تأخیر در دریافت مطالبات را کاهش می‌دهد. این موضوع به ویژه برای پالایشگاه‌های بزرگ که هزینه‌های عملیاتی بالایی دارند اهمیت دارد. دومین مزیت، افزایش سودآوری است. فروش بر اساس قیمت‌های جهانی می‌تواند سود پالایشگاه‌ها را افزایش دهد، به ویژه در دوره‌هایی که قیمت نفت و فرآورده‌ها در بازارهای بین‌المللی بالاست. علاوه بر این، شفافیت معاملات در بورس، وضعیت مالی پالایشگاه‌ها را بهتر نشان می‌دهد و امکان جذب سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی را فراهم می‌کند، موضوعی که در بلندمدت می‌تواند به توسعه زیرساخت‌ها و افزایش ظرفیت تولید منجر شود. با این حال، این سیاست بدون ریسک نیست. وابستگی بیشتر به قیمت‌های جهانی می‌تواند باعث نوسان درآمد پالایشگاه‌ها شود و برنامه‌ریزی مالی و عملیاتی شرکت‌ها را دشوار سازد. همچنین، با توجه به اینکه بخش عمده فروش صادراتی به ارز انجام می‌شود، نوسانات نرخ ارز تأثیر مستقیم بر سود و جریان نقدی پالایشگاه‌ها دارد. از سوی دیگر، تمرکز بر فروش صادراتی ممکن است عرضه فرآورده‌ها به بازار داخلی را کاهش دهد و منجر به کمبود یا افزایش شدید قیمت‌ها شود. بنابراین، مدیریت دقیق سیاست‌ها و ایجاد توازن میان تأمین نیاز داخلی و صادرات برای موفقیت این رویکرد ضروری است.

از منظر مصرف‌کنندگان داخلی، عرضه آزاد در بورس انرژی آثار دوگانه دارد. از یک سو، حذف قیمت‌گذاری دستوری ممکن است باعث افزایش قیمت برخی فرآورده‌ها شود و هزینه تولید صنایع وابسته به انرژی را بالا ببرد. این مسئله می‌تواند فشار تورمی ایجاد کرده و صنایع مصرف‌کننده انرژی را تحت تأثیر قرار دهد. از سوی دیگر، افزایش شفافیت و رقابت، واسطه‌گری و معاملات غیررسمی را

کاهش داده و دسترسی به محصولات را بهبود می‌بخشد. به عبارت دیگر، مصرف‌کنندگان صنعتی و تجاری می‌توانند از قیمت‌های واقعی‌تر و دسترسی بهتر به محصولات بهره‌مند شوند، مشروط بر آنکه سیاست‌گذار بتواند تعادل میان عرضه داخلی و صادرات را حفظ کند. آثار کوتاه‌مدت این سیاست، بهبود فوری نقدینگی پالایشگاه‌ها، کاهش بدهی‌ها و تقویت جریان نقدی است. همچنین، شفافیت مالی بیشتر باعث می‌شود گزارش‌های مالی شرکت‌ها واقع‌بینانه‌تر و قابل اعتمادتر باشند و زمینه جذب سرمایه‌گذاری فراهم شود. در بلندمدت، تداوم عرضه آزاد در بورس انرژی می‌تواند بورس انرژی را به مرجع اصلی معاملات فرآورده‌های نفتی تبدیل کند. این امر نه تنها موجب افزایش شفافیت و کاهش مداخلات دستوری می‌شود، بلکه سرمایه‌گذاری و توسعه صنعت پالایش را تسهیل می‌کند. شرط موفقیت بلندمدت، حفظ ثبات مقررات، مدیریت نوسانات قیمت و ایجاد تعادل میان منافع تولیدکننده، مصرف‌کننده و دولت است. در غیر این صورت، ریسک کمبود عرضه داخلی و نوسان شدید قیمت‌ها همچنان باقی خواهد ماند. در مجموع، عرضه آزاد محصولات صادراتی پالایشگاه‌ها در بورس انرژی، تحولی اساسی در سازوکار قیمت‌گذاری فرآورده‌های نفتی به شمار می‌رود. این سیاست باعث افزایش شفافیت، کاهش رانت، بهبود نقدینگی و سودآوری پالایشگاه‌ها و کاهش وابستگی به قیمت‌های مرجع خارجی می‌شود. با این حال، موفقیت آن وابسته به مدیریت دقیق نوسانات بازار جهانی و نرخ ارز، حفظ توازن میان تأمین بازار داخلی و صادرات و ایجاد سیاست‌گذاری پایدار و شفاف است. در صورت اجرای صحیح، این رویکرد می‌تواند بورس انرژی را به مرجع اصلی مبادلات فرآورده‌های نفتی تبدیل کند و پایه‌ای محکم برای توسعه اقتصادی و سیاست‌گذاری مستقل انرژی فراهم آورد.

## تحقق ۲۹ درصدی بر نامه نیمه دوم شتران در دو ماهه مهر و آبان



با فروش ۶۱ و نیم هزار میلیارد تومانی در دو ماهه نخست نیمه دوم، شتران توانست بخش قابل توجهی از برآورد فروش ۲۱۱ هزار میلیارد تومانی خود را محقق کند؛ روندی که می‌تواند سودآوری شرکت را در پایان سال تقویت کند.

شرکت پالایش نفت تهران در شش ماهه نخست سال جاری با فروش ۷ میلیون و ۷۴ هزار و ۵۵۰ مترمکعب محصول پالایشی درآمد ۲،۱۵۹،۷۴۱ میلیارد ریالی را با رشد ۴۶ درصد نسبت به دوره مشابه سال گذشته کسب کرد. این فروش که در دو بازار داخلی و صادراتی صورت گرفت شامل عرضه ۷ میلیون و ۷۴ هزار و ۴۷۳ مترمکعب محصول به ارزش ۲،۱۵۹،۷۲۷ میلیارد ریال در بازار داخلی و ۷۷ مترمکعب به ارزش ۱۴ میلیارد و ۴۷۵ میلیون ریال در بازار صادراتی بوده است.

شتران در شش ماهه نخست سال جاری ۷ میلیون و ۸۰ هزار و ۷۸۸ مترمکعب محصول را تولید نمود که ۷ میلیون و ۷۴ هزار و ۵۵۰ مترمکعب به فروش رسید. عمده حجم تولید و فروش محصولات در بازار داخلی مربوط به عرضه ۲ میلیون و ۷۳۸ هزار و ۷۲۸ مترمکعب نفت گاز نهایی بود که با نرخ ۳۵۸ میلیون ریالی درآمد ۹۸۱ هزار و ۲۸۴ میلیارد ریالی را برای شتران ایجاد کرد. دومین محصول پر فروش مربوط به بنزین موتور به میزان یک میلیون و ۲۸۷ هزار و ۱۹۸ مترمکعب با نرخ ۳۰۵ میلیون ریالی بود که درآمد ۳۹۲ هزار و ۸۳۸ میلیارد ریالی را محقق نمود.

درآمد شتران در دو محصول اخیر طی شش ماهه نخست امسال با افزایش ۴۵ درصدی در مبلغ فروش نفت گاز نهایی و رشد ۶۰ درصدی در فروش انواع بنزین موتور همراه بوده است. همچنین فروش و کیوم باتوم در این دوره با رشد ۸۹ درصدی و فروش گوگرد با رشد ۵۲۶ درصدی همراه بوده است که در صد قابل توجهی را



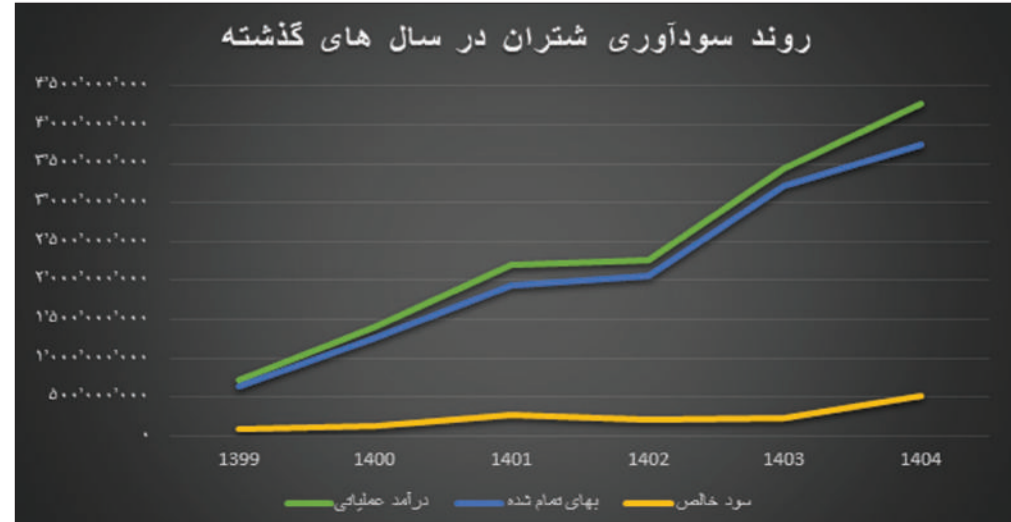
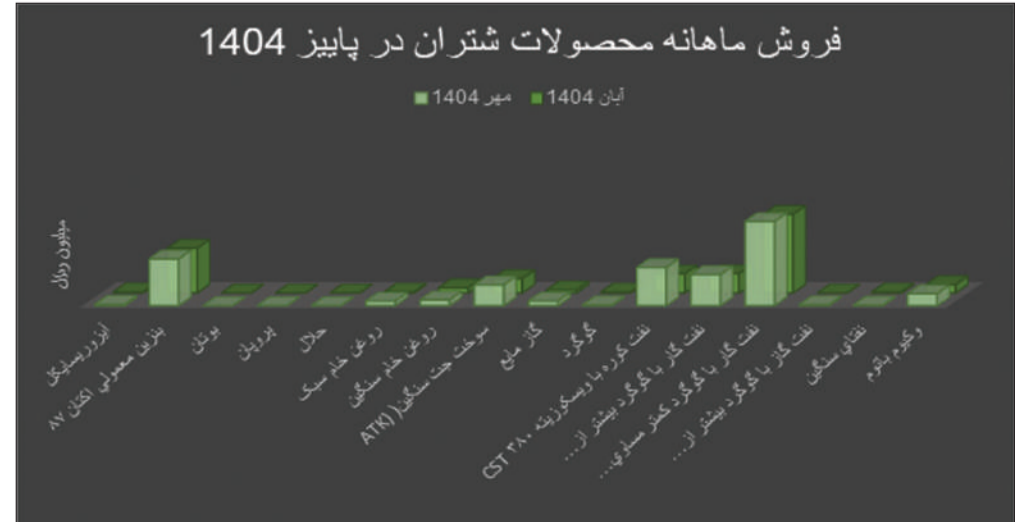
شامل می‌شود.

در کنار فروش محصولات پالایشی، در شش ماهه نخست امسال، درآمد ۱۲ هزار و ۵۶۶ میلیارد ریالی از محل سایر فعالیت‌های مرتبط به تولید نیز کسب شد. شتران در کنار عملکرد تولید و فروش طی شش ماهه نخست از فعالیت‌های غیر عملیاتی نیز درآمد ۲۳ هزار و ۶۴ میلیارد ریالی با رشد ۹۳ درصدی کسب کرد که در پایان دوره به سود خالص ۲۲۷ هزار و ۶۳۳ میلیارد ریال ختم شد و برای هر سهم مبلغ ۴۲۴ ریال با رشد ۱۶۵ درصدی شناسایی نمود.

این شرکت برای نیمه دوم سال جاری فروش ۲،۱۰۹،۹۵۹ میلیارد ریالی را برآورد کرده بود که با انجام کامل تعمیرات اساسی برنامه‌ریزی شده در آبان ماه، در دو

ماهه مهر و آبان توانست به ترتیب ۳۴۶ هزار و ۶۳۲ میلیارد ریال و ۲۶۸ هزار و ۳۴۲ میلیارد ریال را کسب کرد. مجموع دو درآمد مذکور که به ارزش ۶۱۴ هزار و ۹۷۴ میلیارد ریال می‌رسد، سهم ۲۹ درصدی از کل برآورد شش ماهه دوم شتران دارد. در دو ماهه مهر و آبان، پالایش نفت تهران بیشترین درآمد خود را از فروش نفت گاز با گوگرد کمتر مساوی 10PPM کسب کرد که در مهر ماه مبلغ ۱۱۶ هزار و ۲۲ میلیارد ریال و در آبان ماه مبلغ ۱۰۸ هزار و ۱۱۹ میلیارد ریال را برای شتران به ارمغان آورد. دومین محصول پر فروش دو ماهه مذکور مربوط به بنزین معمولی با اکتان ۸۷ بوده است که در مهر ماه ۶۴ هزار و ۴۵۳ میلیارد ریال و در آبان ماه ۶۱ هزار و ۴۲۷ میلیارد ریال را به همراه داشت. سومین محصول پر فروش دو ماهه مهر و آبان ۱۴۰۴، نفت کوره با ویسکوزیته 380CST بوده است که در مهر ماه به ارزش ۵۲ هزار و ۶۸۶ میلیارد ریال و در آبان ماه به ارزش ۲۶ هزار و ۱۱۱ میلیارد ریال به فروش رسید. با تحقق ۲۹ درصدی برنامه شش ماهه دوم امسال، شتران توانست درآمد هشت ماهه خود را به رقم ۲،۷۷۵،۶۴۸ میلیارد ریال با رشد ۳۹ درصدی نسبت دوره مشابه سال ۱۴۰۳ رساند که نتیجه فروش ۹ میلیون و ۳۱ هزار و ۴۶۷ مترمکعب محصول بوده است در حالی که در شش ماهه نخست سال گذشته حجم فروش بیشتر درآمد کمتری را نسبت به امسال ایجاد کرده است. به عبارت دیگر، شتران با جایگزینی محصولات با ارزش افزوده بیشتر همچون نفت گاز و نفت کوره با گوگرد کمتر، مبلغ درآمد خود را بهبود بخشید.

با بهبود کیفیت محصولات پالایشی، شرکت پالایش نفت تهران می‌تواند برآورد شش ماهه دوم خود را محقق نموده و نسبت به عملکرد سال‌های گذشته خود رشد ۱۲۰ درصدی در سود ناخالص خود ایجاد نماید. به طوری که با تحقق نیمه دوم، درآمد عملیاتی شتران می‌تواند به ۴،۲۶۹،۷۰۱ میلیارد ریال رسیده و سود ناخالص ۵۲۱ هزار و ۴۰۸ میلیارد ریالی را محقق نماید که حاشیه سود ۱۲ درصدی را پس از گذشت دو سال مجدداً برای این شرکت ایجاد نماید.



## پالایشگاهها در فشار ناترازی زمستان و تهاتر یارانه ها

می دهد. با این حال، این اصلاح ساختاری بدون ریسک نیست و مدیریت آن نیازمند دقت و هماهنگی نهادی است. از منظر عملیاتی، یکی از ریسک های مهم برای پالایشگاهها «انقضای مجوز» است؛ چرا که طبق ماده ۴ مصوبه، مجوزهای صادراتی تنها تا پایان سال مالی اعتبار دارند و اگر صادرات در مهلت مقرر محقق نشود، مطالبات همچنان دفتری باقی می ماند. همچنین احتمال تعدیل قیمت ها به دلیل انحراف کیفی می تواند ارزش نهایی تسویه شده را تغییر دهد و عدم قطعیت ایجاد کند. در سمت دولت و مصرف کننده داخلی نیز دو دغدغه برجسته است: نخست، امنیت انرژی و پایداری عرضه داخلی؛ هر چند صادرات به تأمین کامل نیاز داخل مشروط شده، اما بروز ناترازی در دوره های اوج مصرف خصوصاً زمستان می تواند به توقف یا تعلیق مجوزهای بینجامد و برنامه نقدینگی شرکتها را مختل کند. دوم، پایداری منابع هدفمندی بارانه است؛ زیرا وقتی ارزش مجوزهای صادراتی از تعهدات وزارت نفت به سازمان هدفمندی سازی یارانه ها کسر می شود، بخشی از تسویه ها از مسیر «نقد» به مسیر «تهاتر» منتقل می شود، در حالی که پرداخت های حمایتی ماهیتاً نقدی و زمان مند است. هر گونه ناهماهنگی میان تهاتر حسابداری و ورود واقعی و جوه نقد، می تواند فشار بر پرداخت های حمایتی را افزایش دهد. در جمع بندی، دستورالعمل آذرماه ۱۴۰۴ را می توان تلاشی معنادار برای حل مسئله دیرپای مطالبات صنعت پالایش و حرکت به سمت کشف قیمت شفاف تر در بازار انرژی دانست. با این حال، موفقیت آن به چند شرط کلیدی وابسته است: سرعت عمل دستگاه های اجرایی در فرآیند صدور مجوزها و تسویه، ثبات و قابلیت پیش بینی در سیاست های ارزی و مقرراتی، و مهم تر از همه پایبندی به اولویت تأمین داخلی و مدیریت دقیق اثرات نقدینگی آن بر زنجیره یارانه ها. اگر این ملاحظات رعایت شود، این سیاست می تواند هم به بهبود جریان نقدی پالایشگاهها کمک کند و هم شفافیت و کارایی بازار انرژی را یک گام به جلو ببرد.



مواجه بودند و بخش قابل توجهی از مابه التفاوت میان قیمت خوراک و قیمت تکلیفی فرآورده ها، به مطالبات دفتری تبدیل می شد؛ مطالباتی که در بسیاری موارد با تأخیرهای طولانی تسویه می شد و توان نقدی شرکتها را تحت فشار قرار می داد. در مقابل، فروش صادراتی از طریق بورس انرژی می تواند بخشی از این مطالبات کم نقد شوند را به جریان نقدی عملیاتی نزدیک کند؛ تغییری که هم امکان برنامه ریزی مالی و سرمایه گذاری را تقویت می کند و هم کیفیت سود را ارتقا می دهد. علاوه بر آن، شرط قطعی شدن مبلغ تسویه پس از تأیید سازمان حسابرسی و لحاظ تعدیلات احتمالی ناشی از انحراف کیفی خوراک یا محصول از منظر گزارشگری مالی اهمیت دارد؛ زیرا شفافیت صورت های مالی را افزایش می دهد و ریسک تعدیلات منفی غیرمنتظره در پایان دوره مالی را کاهش

«ترخ حواله فروش مرکز مبادله ارز و طلا» در روز صدور مجوز، به هم راستایی بیشتر درآمد ریالی پالایشگاهها با واقعیت های اقتصادی منجر می شود. همچنین تعیین قیمت پایه بر اساس متوسط قیمت های ماه میلادی منتهی به صدور مجوز، پیوند منظم تری میان قیمت داخلی صادراتی و روندهای بازار جهانی برقرار می سازد و از انحراف قیمتی می کاهد. در نهایت، تمرکز معاملات در بورس انرژی به عنوان بستر رسمی و قابل رصد شفافیت را افزایش می دهد و در میان مدت می تواند به تقویت نقش بورس انرژی ایران به عنوان مرجع قیمتی منطقه ای کمک کند. اما تفاوت اصلی میان نرخ گذاری دولتی و فروش از مسیر بورس انرژی، فقط به شفاف تر شدن قیمت محدود نیست؛ محور اصلی، «کیفیت تسویه و قابلیت وصول منابع» است. در سازوکار سنتی، پالایشگاهها عملاً با اختیار محدود فروش

### عرشیا خالقی

#### تحلیلگر کارگزاری بانک صنعت و معدن

صنعت پالایش نفت در ایران صرفاً یک بخش تولیدی نیست؛ این صنعت هم زمان بر امنیت انرژی کشور، ثبات بودجه دولت و کیفیت سودآوری در بازار سرمایه اثر می گذارد. با این حال، در سال های اخیر، ناهماهنگی ساختاری میان نرخ خوراک دریافتی پالایشگاهها و قیمت های تکلیفی فروش فرآورده های اصلی، به یکی از گره های جدی مالی در اقتصاد انرژی تبدیل شد. این شکاف قیمتی به ویژه در دوره های نوسانات ارزی و تغییرات بهای جهانی انرژی به انباشت مطالبات قابل توجهی میان دولت و پالایشگاهها انجامید؛ مطالباتی که عمدتاً به صورت غیر نقد باقی ماند و در عمل بخشی از منابع شرکتها را در حساب های فی مابین قفل کرد. پیامد طبیعی چنین وضعیتی، تضعیف جریان نقدی، دشوار شدن برنامه ریزی سرمایه گذاری و افزایش ابهام در ارزیابی کیفیت سود شرکتها بود. در این بستر، دستورالعمل ابلاغی شورای اقتصاد در آذرماه ۱۴۰۴ با استناد به بند «ج» تبصره (۳) قانون بودجه، تلاشی برای خروج از بن بست تسویه های فرسایشی و بازتعریف رابطه مالی دولت و صنعت پالایش محسوب می شود یعنی به جای آنکه مطالبات سال های گذشته در قالب بدهی های دفتری باقی بماند، امکان تسویه از مسیر فروش محصولات مازاد صادراتی در بورس انرژی فراهم شود. این تغییر، صرفاً یک ابزار تسویه بدهی نیست؛ بلکه در عمل می تواند به اصلاح سازوکار قیمت گذاری و تقویت شفافیت در بازار انرژی نیز کمک کند. از منظر «کشف قیمت»، الزام عرضه در بورس انرژی قیمت را از چارچوب های غیر رقابتی فاصله داده و به فرآیندی نزدیک تر می سازد که بتوان آن را کشف قیمت مبتنی بر بازار دانست. در این چارچوب، واقعی سازی نرخ تسعیر ارز بر مبنای

## نرخ جهانی اوره در مسیر صعود؛ چشم انداز ۲۰ دلاری در افق عرضه و تقاضا

ادامه سال در محدوده ۳۶۰ تا ۳۸۰ دلار باقی بماند. برآیند این عوامل سود دلاری سال ۱۴۰۴ را در سطح ۸۳ میلیون دلار و سود ریالی را در حدود ۶۱ همت قرار می دهد. پروژه فاز دو کرمانشاه با ظرفیت ۶۶۰ هزار تنی اوره، مهم ترین محرک میان مدت شرکت است. این پروژه از سال ۱۳۹۲ آغاز شده و اکنون به پیشرفت فیزیکی ۸۴ درصد رسیده است. با وجود صرف ۳۵۰ میلیون دلار تاکنون، حدود ۱۲۵ میلیون دلار هزینه تکمیلی باقی مانده که عمدتاً ناشی از اضافه شدن پکیج نیروگاهی GTG طی دو سال اخیر است. اگرچه هدف رسمی شرکت آغاز بهره برداری اولیه در پایان سال ۱۴۰۵ است، برآورد ما بهره برداری کامل در سال ۱۴۰۸ است و جریان نقدی پروژه از آن سال در مدل لحاظ شده است. برای پوشش هزینه سرمایه های باقی مانده، انتظار می رود شرکت طی دو سال آینده تقسیم سود محافظه کارانه تری در حدود ۵۰ درصد داشته باشد. در سطح صنعت، بازار جهانی اوره در محدوده ۳۷۰ تا ۴۲۰ دلار متعادل شده و تقاضای هند و سیاست های صادراتی چین عامل اصلی ثبات نرخها است. در بازار جهانی گاز نیز ورود ظرفیت جدید LNG از ۲۰۲۶ به بعد، چشم انداز میان مدت قیمت خوراک را کاهشی می کند. در ابعاد داخلی صنعت، مسیر نامشخص تسویه مطالبات اوره حمایتی همچنان تأثیر منفی بر جریان نقدی شرکت های اوره ساز می گذارد. اما با اعلام رسمی خبر خروج کود اوره و معافیت قطعی از مالیات صادراتی با اجرای مؤثر از ابتدای سال ۱۴۰۴ تأثیر مستقیم و قابل توجهی بر جریان های نقدی شرکت های اوره ساز دارد.



عدم قطعیت برآورد سود خالص را بر طرف می کند. اعمال معافیت از ابتدای سال ۱۴۰۴ موجب افزایش سود خالص سال جاری از ۵ همت به ۶۱ همت و سود سال ۱۴۰۵ از ۵،۵ همت به ۶،۶ همت شده است. همچنین، ارزش ذاتی شرکت در مدل تنزیل جریان نقدی از ۲۹ همت به ۳۵ همت افزایش یافته است. این تعدیل مثبت، ناشی از تقویت پایدار جریان نقد آزاد و کاهش خروجی های مالیاتی است و قابلیت اتکای پیش بینی های میان مدت شرکت را به شکل محسوس بهبود می دهد. بر این اساس، ارزیابی ما از موقعیت بنیادی و ارزش منصفانه پتروشیمی خراسان نسبت به نسخه پیشین گزارش به طور معناداری تقویت شده است.

کرمانشاه: پتروشیمی کرمانشاه در نیمه نخست سال ۱۴۰۴ عملکرد مطلوبی در تولید و فروش ثبت کرده است. تولید ۳۴۳ هزار تنی اوره با رشد ۱۲ درصد نسبت به سال گذشته (اختلال فنی دو ماهه نخست سال ۱۴۰۳) و بازگشت تولید به سطح میانگین شرکت بازگشته است. با در نظر گرفتن ناترازی گاز در زمستان، تولید کل سال حدود ۵۳۳ هزار تن برآورد می شود. در بخش فروش نیز شرکت ۳۱۶ هزار تن اوره را با میانگین نرخ ۲۷۵ دلار فروخته و انتظار می رود نرخ های فروش در

تأمین مالی، قراردادهای اجرایی و ساختار خوراک، در مدل ارزش گذاری لحاظ نشده است؛ ارزیابی اثر این پروژه بر ارزش شرکت را منوط به شفاف شدن ابعاد اجرایی آن در مراحل بعدی می دانیم.

در شرایط فعلی، با ارزش بازار حدود ۲۲۰ همت و برآورد سود خالص ۵۰ همت برای سال مالی ۱۴۰۵، سهم با نسبت P/E فوروارد حدود ۴،۳ واحد معامله می شود؛ سطحی که با توجه به میانگین تاریخی P/E فوروارد شرکت (محدوده ۴ واحد) در سطح کم ریسکی برای سرمایه گذاری قرار دارد. بر این اساس، پیشنهاد ما نگهداری سهم با دید میان مدت است. **خراسان:** معافیت صادرات اوره از مالیات و عوارض، که به تازگی به صورت رسمی اعلام و قطعی شده است، یکی از مهم ترین تغییرات مقرراتی صنعت در سال های اخیر محسوب می شود و به دلیل اثر مستقیم بر جریان نقدی و سودآوری، ضرورت به روزرسانی مدل مالی پتروشیمی شیراز را ایجاد کرده است.

این تصمیم، اختلاف چندساله میان شرکت و سازمان امور مالیاتی در باره ماهیت «نهایی» یا «نیمه خام» بودن اوره را خاتمه داده و بخش مهمی از ریسک های مقرراتی و

### علی پور رمضان

#### مدیر تحلیل و مشاور سبدهرگان ایساتیس پویا

صنعت پتروشیمی در کشور و بازار سرمایه سهم بالایی از تولید ناخالص و ارزش بازار را به خود اختصاص داده است به طوری که حدود ۱۳ درصد از ارزش کل بازار سرمایه ایران به مارکت صنعت پتروشیمی اختصاص دارد و سهم پتروشیمی های اوره ساز از کل بازار سرمایه ایران نیز حدود ۳ درصد می باشد. در تحلیل و بررسی نمادهای اوره ساز پارامترهای مهمی همیشه مدنظر فعالین بازار بوده است از جمله نرخ جهانی اوره، نرخ دلار، فرمول گاز خوراک و قطعی گاز در فصل زمستان.

در ادامه به بررسی این پارامترها و بررسی نمادهای شپدیس، خراسان و کرمانشاه خواهیم پرداخت. در حال حاضر قیمت هر تن اوره به طور متوسط حدود ۳۸۰ دلار می باشد که باتوجه به تحلیل های جهانی و بررسی عرضه و تقاضا، احتمال رشد تا محدوده ۴۲۰ دلار دور از ذهن نیست، از طرفی باتوجه به وضعیت تورمی کشور و پیش سناریوس بودجه، نرخ دلار نیز چشم انداز صعودی خواهد داشت و این دو پارامتر باعث رشد درآمدهای شرکت های اوره ساز خواهد شد اما به دلیل ناترازی گاز کشور و امکان قطعی گاز، کاهش تولید شرکت ها در فصول سرد نیز عامل کاهنده درآمد شرکت ها خواهد بود. طی سال های اخیر شرکت های اوره ساز عمدتاً زمان اورهال خود را به این مقاطع زمانی شیفت داده اند تا زمان اورهال با قطعی گاز همزمان شود و به نوعی کاهش تولید را مدیریت کنند.

شپدیس: با توجه به مفروضات فعلی شامل نرخ های مطلوب اوره جهانی، چشم انداز کاهشی قیمت گاز در افق میان مدت به واسطه مازاد عرضه LNG از ۲۰۲۶ به بعد، و بهره مندی شرکت از معافیت مالیاتی صادراتی، وضعیت بنیادی پتروشیمی پردیس در سطح مطلوبی ارزیابی می شود.

همچنین پروژه زیست محیطی همت که مجدداً در دستور کار شرکت قرار گرفته و تاکنون حدود ۱۰ میلیون یورو برای مطالعات پایه آن هزینه شده، در حال حاضر در مراحل ابتدایی قرار دارد و با توجه به ابهامات موجود در خصوص

## مزیت ارزی اوره سازان، قربانی محدودیت های انرژی

علی سلامت

گروه مشاوران مالی رهسا



صنعت پتروشیمی تولیدکننده اوره، طی سال های گذشته همواره یکی از ارکان اصلی صادرات غیر نفتی و ارزآوری کشور محسوب شده است. دسترسی به خوراک گاز طبیعی با نرخ های ترجیحی، در کنار بازار صادراتی گسترده، این صنعت را به یکی از سودآورترین بخش های بازار سرمایه تبدیل کرده است. با این حال، تشدید ناترازی گاز در کشور و تکرار محدودیت های فصلی، به ویژه در ماه های سرد سال، این مزیت راهبردی را به نقطه ای آسیب پذیر تبدیل کرده و ریسک جدیدی را در ساختار عملیاتی این شرکت ها ایجاد کرده است؛ ریسکی که دیگر نمی توان آن را مقطعی یا کوتاه مدت تلقی کرد.

فرآیند تولید اوره به گونه ای است که گاز طبیعی نقشی کاملاً حیاتی و غیر قابل جایگزین در آن دارد. این وابستگی بالا باعث شده است هرگونه اختلال در تأمین پایدار گاز، مستقیماً به کاهش ظرفیت بهره برداری و در برخی مقاطع به توقف خطوط تولید منجر شود. برخلاف برخی صنایع پتروشیمی که امکان مدیریت انعطاف پذیر تولید یا تغییر ترکیب خوراک را دارند، تولید اوره از نظر فنی انعطاف پذیری محدودی در برابر شوک های تأمین گاز دارد و همین موضوع، حساسیت این صنعت را به سیاست های انرژی افزایش می دهد.

تجربه عملکرد شرکت های اوره ساز در سال های اخیر نشان می دهد که محدودیت گاز، صرفاً یک ریسک بالقوه نیست، بلکه به صورت بالفعل نیز بر تولید و فروش اثر گذاشته است. کاهش ظرفیت تولید در دوره های اوج مصرف گاز، توقف های مقطعی و افت مقدار فروش، از جمله پیامدهای تکرار شونده این محدودیت ها بوده است. نکته قابل توجه آن است که در دوره کاهش یا توقف تولید، بخش قابل توجهی از هزینه های شرکت ها همچنان ثابت باقی می ماند و همین مسئله باعث می شود افت تولید، اثر نامتناسبی بر سودآوری و حاشیه سود شرکت ها بر جای بگذارد.

اگرچه ریسک قطعی گاز ماهیتی فراگیر در سطح صنعت دارد، اما شدت اثرگذاری آن در میان شرکت های مختلف یکسان نیست. موقعیت جغرافیایی مجتمع های

تولیدی، کیفیت و پایداری زیرساخت های انتقال گاز، امکان زمان بندی تعمیرات اساسی در دوره های محدودیت و ترکیب بازار فروش، عواملی هستند که می توانند میزان آسیب پذیری هر شرکت را در برابر این ریسک افزایش یا کاهش دهند. از این منظر، تحلیل صنعت اوره بدون توجه به ویژگی های عملیاتی هر شرکت، تصویری ناقص از ریسک واقعی ارائه می دهد.

اهمیت ریسک گاز در شرکت های اوره ساز صادرات محور ابعاد گسترده تری به خود می گیرد. این شرکت ها بخش عمده ای از درآمد خود را از محل صادرات تأمین می کنند و تداوم تولید، برای ایفای تعهدات صادراتی و حفظ جایگاه در بازارهای بین المللی، اهمیت حیاتی دارد. محدودیت گاز در این شرکت ها صرفاً به کاهش مقدار تولید ختم نمی شود، بلکه می تواند به تأخیر در تحویل محموله ها، کاهش حجم صادرات و تضعیف موقعیت رقابتی در بازارهای هدف منجر شود؛ بازاری که باز پس گیری آن در فضای رقابتی جهانی، به سادگی امکان پذیر نیست.

کاهش تولید در شرکت های صادرات محور، مستقیماً به نوسان در درآمد ارزی آن ها منجر می شود. این نوسان، پیش بینی سودآوری را با عدم قطعیت بیشتری

مواجه کرده و باعث می شود حتی در دوره هایی که قیمت های جهانی اوره در سطوح مناسبی قرار دارد، آثار مثبت این قیمت ها به طور کامل در صورت های مالی منعکس نشود. همزمان، سرشکن شدن هزینه های ثابت بر حجم کمتری از تولید، فشار مضاعفی بر حاشیه سود این شرکت ها وارد می کند.

پیامدهای محدودیت گاز در اوره سازان صادرات محور، فراتر از سطح بنگاه بوده و به متغیرهای کلان اقتصادی نیز تسری پیدا می کند. این شرکت ها سهم قابل توجهی در تأمین ارز غیرنفتی کشور دارند و هرگونه کاهش در صادرات آن ها، به طور مستقیم جریان ورودی ارز را کاهش می دهد. در شرایطی که اقتصاد کشور با محدودیت های ساختاری در دسترسی به منابع ارزی مواجه است، افت درآمد ارزی حاصل از صادرات اوره می تواند به عنوان عاملی فشارزا بر تعادل بازار ارز عمل کند.

کاهش عرضه ارز ناشی از افت صادرات، تنها به اثرات واقعی محدود نمی شود، بلکه می تواند بر انتظارات فعالان اقتصادی نیز اثر گذار باشد. بازار ارز در اقتصاد ایران به شدت به انتظارات حساس است و هرگونه نشانه از کاهش توان ارزآوری کشور، می تواند فضای روانی بازار را تحت تأثیر قرار دهد. از این منظر، تداوم محدودیت گاز در صنایع صادرات محور، به ویژه در صنعت اوره، می تواند به شکل گیری یا تشدید انتظارات منفی در خصوص چشم انداز عرضه ارز منجر شود.

در چنین شرایطی، ریسک قطعی گاز را باید عاملی سیاست محور و خارج از کنترل شرکت ها دانست. رشد مصرف داخلی، اولویت دهی به مصارف غیر صنعتی در فصل سرما و محدودیت سرمایه گذاری در توسعه ظرفیت های جدید، باعث شده است ناترازی گاز به یک چالش ساختاری تبدیل شود. این ریسک نه تنها سودآوری شرکت های اوره ساز را تحت تأثیر قرار می دهد، بلکه می تواند بر ارزش گذاری آن ها و حتی بر ثبات نسبی بازار ارز نیز اثر گذار باشد.

در مجموع، صنعت تولید اوره همچنان از مزیت های هزینه ای و ظرفیت های ارزآوری قابل توجهی برخوردار است، اما ریسک قطعی گاز به عنوان مهم ترین چالش عملیاتی این گروه، نقشی تعیین کننده در تحلیل سودآوری و ارزش گذاری آن ایفا می کند. برای سرمایه گذاران و تحلیل گران، درک پیوند میان ریسک انرژی، عملکرد شرکت های صادرات محور و متغیرهای کلان اقتصادی، ضرورتی اجتناب ناپذیر در ارزیابی این صنعت محسوب می شود.

**رقابت منطقه ای:** در غرب کشور، مصرف گاز خانگی بسیار بالاست و خطوط لوله غرب کشور معمولاً در انتهای لیست پایداری فشار قرار دارند.

### مدل سازی مالی و آنالیز حساسیت

در این بخش، اثر مالی قطعی گاز را بر اساس سناریوی محتمل ۶۰٪ روز قطعی محاسبه می کنیم.

**نکته کلیدی برای تحلیلگر:** بزرگترین ضربه به سودآوری در این شرکت ها، هزینه های جذب نشده در تولید است. حقوق و دستمزد پرسنل، هزینه استهلاک و هزینه های عمومی اداری در زمان قطعی گاز همچنان پابرجاست، اما چون تولیدی صورت نمی گیرد، این هزینه ها به جای اینکه در بهای تمام شده کالای فروش رفته بنشینند، مستقیماً به عنوان هزینه دوره از سود کسر می شوند. این موضوع باعث می شود اثر کاهش بر سود خالص، شدیدتر از کاهش خطی درآمد باشد.

**۶. سناریوهای پیش رو و پیشنهاد سرمایه گذاری سناریوی خوش بینانه (PROBABILITY: ۲۰٪):** زمستان گرم می شود. قطعی گاز به ۳۰ روز محدود می شود.

**نتیجه:** پتروشیمی خراسان بیشترین رشد قیمتی (BOUNCE BACK) را خواهد داشت چون بازار بدترین حالت را برای آن قیمت گذاری (PRICE-IN) کرده است.

**سناریوی محتمل (PROBABILITY: ۶۰٪):** قطعی گاز بین ۶۰ تا ۷۵ روز. کاهش ۲۰ تا ۳۰ درصدی تولید سالانه.

**نتیجه:** گزارش های ۳ ماهه زمستان ضعیف خواهد بود. P/E فرورود بازار اصلاح می شود.

**سناریوی بدبینانه (PROBABILITY: ۲۰٪):** قطعی گاز تا ۹۰ روز و افزایش نرخ خوراک در بودجه ۱۴۰۵.

**نتیجه:** ریزش شدید قیمت سهام و کاهش جذابیت صنعت تا تعیین تکلیف نرخ ها.

### جمع بندی نهایی

صنعت اوره ایران در حال حاضر گروگان ناترازی انرژی است. برای مدیران پترو، استراتژی پیشنهادی به شرح زیر است:

**پتروشیمی پردیس (شپدیس):** گزینه ای امن تر با نقدشوندگی بالا. مناسب برای پرتفوی های کم ریسک که به سود تقسیمی (DPS) مجمع آینده چشم دارند. کاهش تولید آن با افزایش نرخ دلار و نرخ جهانی تا حدی جبران می شود.

**پتروشیمی خراسان (خراسان):** دارای ریسک بالا در فصل زمستان. خرید این سهم در اوج اخبار منفی قطعی گاز (بهمین ماه) می تواند یک فرصت نوسان گیری عالی برای بهار ۱۴۰۵ باشد.

**پتروشیمی کرمانشاه (کرمانشا):** باید با دید بلندمدت و با تمرکز بر راه اندازی طرح توسعه خریداری شود. نوسانات گاز فعلی، نوبز کوتاه مدت برای این سهم است.

## خواب زمستانی اوره

### واکاوی اثرات ناترازی گاز بر سودآوری استراتژیک ترین صنعت ارزآور ایران

شرح	پتروشیمی پردیس	پتروشیمی خراسان	پتروشیمی کرمانشاه
تولید روزانه (تن)	۹,۰۰۰	۱,۵۰۰	۲,۰۰۰
تولید از دست رفته (۶۰ روز)	۵۴۰,۰۰۰ تن	۹۰,۰۰۰ تن	۱۲۰,۰۰۰ تن
درآمد از دست رفته (میلیون دلار)	\$ ۱۹۴.۴	\$ ۳۲.۴	\$ ۴۳.۲

روز توقف تولید در پردیس معادل از دست رفتن تقریبی ۹۰,۰۰۰ تن اوره است.

**ارزش جایگزینی:** پردیس یکی از بهر روزترین تکنولوژی ها را دارد و توقف آن هزینه استهلاک سنگینی بر تجهیزات های تک آن وارد می کند.

**۲. پتروشیمی خراسان (خراسان):** گروگان جغرافیا **ظرفیت اسمی:** ۴۹۵ هزار تن اوره + ۲۰ هزار تن کریستال ملامین. **موقعیت:** بجنورد (انتهای خط لوله شمال شرق).

### تحلیل آسیب پذیری:

**شدیدترین ریسک:** خراسان کاملاً وابسته به گاز ورودی از منطقه خانگیران و خط لوله وارداتی ترکمنستان است. در زمستان، اولویت مطلق با گرمایش خانگی استان های سردسیر خراسان رضوی و شمالی است.

**اثر زنجیره ای:** واحد کریستال ملامین خراسان (که حاشیه سود بسیار بالایی دارد) خوراک خود را از واحد اوره می گیرد. قطع گاز = قطع آمونیاک = قطع اوره = قطع ملامین. این یعنی توقف ۱۰۰٪ درآمد عملیاتی.

**سابقه:** در سال ۱۴۰۱ این شرکت حدود ۷۰ روز قطعی گاز داشت. پیش بینی برای ۱۴۰۴ نیز حداقل ۶۰ روز است.

**۳. پتروشیمی کرمانشاه (کرمانشا):** در برزخ توسعه **ظرفیت اسمی:** ۶۶۰ هزار تن اوره. **موقعیت:** غرب کشور.

### تحلیل آسیب پذیری:

**ریسک تأمین مالی:** این شرکت در حال تکمیل فاز ۲ توسعه است. توقف تولید یعنی کاهش جریان نقدینگی که مستقیماً سرعت پیشرفت پروژه توسعه را کند می کند.

سانتی گراد در ریفرمر.

### ب) چالش های عملیاتی توقف و راه اندازی

**شوگ حرارتی:** کوره های ریفرمر دارای صدها تیوب آلیاژی گران قیمت هستند. سرد و گرم شدن ناگهانی باعث ایجاد ترک های میکروسکوپی (CREEP) و کاهش عمر مفید کاتالیست های نیکلی می شود. هزینه تعویض کاتالیست در مقیاس میلیون دلار است.

**نقطه سربسر فنی:** واحدهای اوره نمی توانند با ۱۰٪ ظرفیت کار کنند. حداقل ظرفیت عملیاتی معمولاً ۶۰٪ تا ۷۰٪ است. اگر فشار گاز شبکه سراسری افت کند، واحد قادر به ادامه فعالیت نیست و باید کاملاً متوقف شود.

**زمان از دست رفته راه اندازی:** پس از وصل مجدد گاز، رسیدن به خلوص محصول بین ۳ تا ۵ روز زمان می برد. در این مدت گاز مصرف می شود اما محصولی تولید نمی شود (هزینه خالص).

### کالبدشکافی وضعیت شرکت ها

**۱. پتروشیمی پردیس (شپدیس):** غول زمین گیر شده **ظرفیت اسمی:** ۳.۲۲۵ میلیون تن اوره (فاز ۲، ۱ و ۳).

**موقعیت:** منطقه ویژه اقتصادی انرژی پارس (عسلویه). **تحلیل آسیب پذیری:**

**مزیت:** پردیس به دلیل حجم عظیم تولید، پردیس وابستگی شدیدی به اسکله بارگیری دارد. در زمستان اگر گاز هم باشد، گاهی طوفان های دریایی مانع بارگیری می شود. اما امسال چالش اصلی، نرسیدن گاز حتی به عسلویه است.

**اثر مالی:** پردیس بیشترین ضربه اهرمی را به نرخ دلار دارد. هر

احسان یوسفی

تحلیلگر بازار سرمایه مشاور سرمایه گذاری ترنج

صنعت اوره و آمونیاک ایران با ظرفیت اسمی تولید سالانه حدود ۸.۵ تا ۹ میلیون تن، یکی از بازیگران کلیدی در بازار جهانی کودهای شیمیایی است. اما در زمستان، این صنعت با یک تغییر پارادایم مواجه می شود: گذر از «محدودیت های فصلی مدیریت شده» به «کسری ساختاری و توقف های پیش بینی نشده». ناترازی گاز در ایران که طبق آمارهای مرکز پژوهش های مجلس و وزارت نفت به عدد نگران کننده ۳۰۰ میلیون مترمکعب در روز در بیک زمستان رسیده است، دیگر یک ریسک احتمالی نیست؛ بلکه یک واقعیت قطعی است که در مدل های ارزش گذاری لحاظ شود.

### بررسی دینامیک بازار جهانی اوره

قبل از ورود به بحث داخلی، باید بدانیم شرکت ها چه فرصتی را از دست می دهند.

کف قیمت سازی (PRICE FLOOR): قیمت گاز در حساب اروپا (TTF) همچنان بالاست و این موضوع هزینه نهایی تولید (MARGINAL COST) اوره در اروپا را بالا نگه داشته است. این یعنی قیمت جهانی اوره به سختی به زیر ۳۲۰ دلار سقوط می کند.

### وضعیت عرضه و تقاضا:

**هند:** به عنوان بزرگترین واردکننده، همچنان مناقصات (TENDERS) فعالی دارد.

**چین:** سیاست های محدودیت صادراتی (CIQ) برای حفظ امنیت غذایی داخلی، عرضه چین را در بازارهای جهانی کاهش داده و فشار را برای ایران باز کرده است.

**نتیجه:** هر یک تن تولید از دست رفته در ایران، به معنای عدم نفع فروش با نرخ ۳۶۰ تا ۳۸۰ دلار (FOB) است.

### تحلیل فنی - مهندسی: چرا قطع گاز «فاجعه» است؟

برای مخاطب خبر، باید توضیح داد که چرا توقف تولید در پتروشیمی با توقف تولید در یک کارخانه سیمان یا فولاد متفاوت است.

### الف) ضریب مصرف

برای تولید یک تن اوره، ابتدا نیاز به تولید حدود ۰.۵۸ تن آمونیاک است.

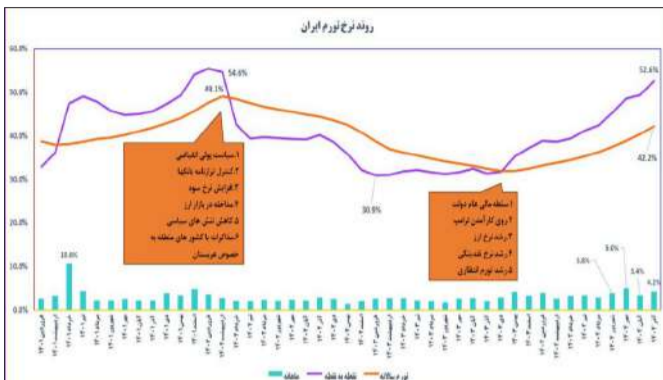
تولید هر تن آمونیاک به حدود ۶۷۰ تا ۷۵۰ مترمکعب گاز طبیعی نیاز دارد.

گاز در اینجا دو نقش دارد: **خوراک:** حدود ۶۰٪ گاز مصرفی. در ریفرمر با بخار واکنش می دهد **سوخت:** حدود ۴۰٪ گاز مصرفی. برای تأمین دمای ۱۰۰۰ درجه

## از نوسان ارز تا فرسایش سفره خانوار

محمدعلی جدیکار

تحلیل گر اقتصاد بیدار



در اقتصاد، قیمت‌ها همیشه بلافاصله واکنش نشان نمی‌دهند؛ اما هر چه شوک‌ها شدیدتر و تکرار شوند، چسبندگی قیمت‌ها می‌شکند. در چنین شرایطی، گذشته و نوسانات امروز، با سرعت بیشتری آینده قیمت‌ها و رفاه خانوار را شکل می‌دهند.

### تصویری کلی از تورم آذر ۱۴۰۴

آمارهای رسمی نشان می‌دهد که تورم در آذر ماه وارد فاز پرشتاب‌تری شده است. شاخص قیمت مصرف‌کننده به عدد ۴۳۵.۱ واحد رسیده که بیانگر افزایش ۴.۲ درصدی ماهانه، ۵۲.۶ درصدی نقطه‌به‌نقطه و ۴۲.۲ درصدی سالانه است. این ارقام نشان می‌دهد تورم در حال تثبیت در سطوح بالا نیست، بلکه همچنان «تقویت» می‌شود.

### پیوند آذر با آبان؛ تورم ادامه‌دار است

در گزارش تورم آبان ماه، به روشنی نشان داده شد که رشد نقدینگی، انتظارات تورمی و نوسانات ارزی سه موتور اصلی تورم هستند. داده‌های آذر ماه تأیید می‌کند که این عوامل نه تنها تضعیف نشده‌اند، بلکه با شدت بیشتری عمل می‌کنند.

### نرخ ارز؛ شکستن چسبندگی قیمت‌ها

در آذر ماه، نرخ دلار از حدود ۱۱۳ هزار تومان به ۱۳۱ هزار تومان افزایش یافت. وقتی نوسانات ارزی محدود و مقطعی باشند، بنگاه‌ها بخشی از شوک را جذب می‌کنند؛ اما در شرایط نوسان شدید و بی‌دری، چسبندگی قیمت‌ها کاهش می‌یابد و انتقال شوک ارزی به قیمت کالاهای سریع‌تر و مستقیم‌تر اتفاق می‌افتد. به بیان ساده‌تر، بازار دیگر منتظر «ثبات» نمی‌ماند و قیمت‌ها زودتر خود را با آینده تورمی تطبیق می‌دهند.

### متغیرهای پولی؛ نیروی پنهان اما ماندگار تورم

سال ۱۴۰۴ را می‌توان یکی از سال‌های شاخص در رشد شاخص قیمت مصرف‌کننده دانست. رشد نقدینگی که در مردادماه به ۳۶.۶ درصد رسیده بود، به احتمال زیاد اکنون از ۴۰ درصد نیز عبور کرده است. ریشه این روند را باید در کسری بودجه دولت، استقراض از بانک مرکزی، افت درآمدهای ارزی و افزایش ریسک‌های سیاسی جست‌وجو کرد. این ترکیب، نیروی تورمی قدرتمندی ایجاد کرده که اثر آن با وقوف کوتاه‌تری نسبت به گذشته در قیمت‌ها ظاهر می‌شود.

پایان سال ۱۴۰۴ حدود ۵۳.۸ درصد اعلام شده است. این ارقام هشدار می‌دهد که اقتصاد ایران در حال نزدیک شدن به الگویی شبیه تله تورمی مزمین است؛ الگویی که کشورهایی مانند آرژانتین سال‌ها با آن درگیر بوده‌اند. کسری بودجه مزمین، تورم بالا، نرخ بهره بالا و جهش‌های ارزی متوالی.

### یک هشدار نظری اما کاملاً عملی

تورم بالا فقط گرانی نیست؛ پدیده‌ای است که می‌تواند بنیان‌های اجتماعی را فرسوده کند. تشدید رشد نقدینگی به‌عنوان بازتاب کسری بودجه آشکار و پنهان دولت، نشان می‌دهد تورم فعلی مقطعی نیست و به‌سادگی مسیر نزولی نخواهد گرفت. افزایش سریع تورم نقطه‌به‌نقطه نیز بیانگر آن است که اثر رشد نقدینگی با تأخیر طولانی ظاهر نمی‌شود و فشار تورمی زودتر به سطح قیمت‌ها منتقل می‌گردد.

### جمع‌بندی

کاهش تورم، نه در ایران و نه در هیچ اقتصاد دیگری، مسیر ساده‌ای ندارد. در شرایط کنونی، شاید هدف کوتاه‌مدت سیاست‌گذار حتی نه «کاهش تورم»، بلکه جلوگیری از تشدید آن باشد.

داده‌های اقتصاد کلان نشان می‌دهد نیروهای بنیادی تورم همچنان فعال‌اند و تنها با انضباط مالی، کاهش نااطمینانی و مهار رشد نقدینگی می‌توان از ورود اقتصاد به سطوح خطرناک‌تر تورمی جلوگیری کرد؛ مسیری دشوار، اما اجتناب‌ناپذیر.

### انتظارات تورمی؛ تورم پیش‌خور شده

در کنار سایر عوامل، افزایش تدریجی نرخ ارزهای نیما و توافقی و همچنین مغروضات ارزی بالاتر در بودجه ۱۴۰۵ به‌طور طبیعی بر انتظارات تورمی اثر گذار است و این پیام را به بازار می‌دهد که مسیر قیمت‌ها همچنان صعودی است.

کم‌رنگ شدن سیاست‌های ترجیحی، اگرچه از منظر کارایی بلندمدت قابل دفاع است، در کوتاه‌مدت به تشدید انتظارات تورمی دامن زده و خود می‌تواند به افزایش تقاضای احتیاطی ارز در بازار آزاد منجر شود؛ موضوعی که در کنار محدودیت‌های ارزی و ریسک‌های سیاسی، شرایط پساچنگ و نااطمینانی نسبت به آینده اقتصاد کنترل نرخ ارز در بازار آزاد را دشوارتر می‌کند.

### خوراکی‌ها؛ کانون فشار تورمی

در آخرین ماه پاییز، اقلام خوراکی بیشترین نقش را در رشد تورم ایفا کرده‌اند. بالاترین تورم نقطه‌به‌نقطه آذر ماه، ۷۲.۳ درصد، مربوط به گروه خوراکی‌ها و آشامیدنی‌هاست. از منظر تورم ماهانه نیز، گروه‌هایی مانند شیر، پنیر و تخم‌مرغ (۱۰.۲٪) و نان و غلات (۷.۷٪) افزایش‌های کم‌سابقه‌ای ثبت کرده‌اند. نکته مهم‌تر آنکه فشار تورمی خوراکی‌ها در مناطق روستایی حتی بیش از مناطق شهری بوده است.

### نشانه‌های ورود به فاز پریسک تورم

بر اساس «اسناد پشتیبان بودجه ۱۴۰۵»، میانگین پیش‌بینی تورم

## افزایش چشمگیر حجم فروش داخلی بریکت فصبادر پاییز

نخستین ماه ۱۴۰۴، نرخ فروش محصول بریکت آهن اسفنجی در بازار صادراتی با رشد ۲۶ درصدی نسبت به فروردین ماه سال گذشته به ۱۶۹ میلیون و ۵۵۰ ریال رسید که نسبت به اسفند ۱۴۰۳ نیز حدود ۱ درصد رشد داشت. نرخ فروش صادراتی اردیبهشت ماه فصبانیز با افزایش ۵ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته به رقم ۱۵۰ میلیون و ۸۲۹ هزار و ۸۷۵ ریال رسید و در خرداد ماه نیز با افزایش ۲۱ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته، نرخ به ۱۷۲ میلیون و ۹ هزار و ۵۳۳ ریال افزایش یافت که با رشد ۱۴ درصدی نسبت به خرداد ماه امسال نیز همراه بود. در اولین ماه تابستان، نرخ فروش صادراتی بریکت آهن اسفنجی با رشد ۱۳ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته به ۱۶۶ میلیون و ۸۲۷ هزار و ۱۱۰ ریال و در دومین ماه با رشد ۱۰ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته به ۱۶۷ میلیون و ۲۴۳ هزار و ۹۰۵ ریال افزایش یافت. فصبا در حالی تابستان را به اتمام رساند که نرخ فروش صادراتی با رشد ۱۰ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته به ۱۶۶ میلیون و ۵۰۳ هزار و ۶۶۱ ریال رسید.



این محصول در فروردین ماه با تجربه رشد ۴۵ درصدی در مقدار فروش بریکت آهن اسفنجی نسبت به دوره مشابه سال گذشته، مقدار ۴۳ هزار را به فروش رساند. اگرچه در اردیبهشت ماه مقدار فروش به ۴ هزار و ۴۷۰ تن رسید اما در خرداد ماه با رشد ۲۶۷ درصدی نسبت به اردیبهشت ماه مقدار فروش از سقف ۱۶ هزار تن عبور کرد. در تیر ماه نیز مقدار فروش به ۱۲ هزار و ۱۲۱ تن رسید که نسبت به دوره مشابه سال گذشته با رشد ۲۱.۶۹ درصدی همراه بوده است. فصبا در مرداد ماه حجم فروش بریکت آهن اسفنجی را به ۶۳ هزار و ۴۶۳ تن در بازار داخلی رساند که نسبت به دوره مشابه سال گذشته با افزایش ۲۶۱۰ درصدی همراه بود و نسبت به تیر ماه نیز ۴۲۴ درصد رشد یافت. در شهریور ماه نیز حجم فروش با رشد ۳ درصدی نسبت به مرداد ماه به ۶۵ هزار و ۴۴۴ تن بود که نسبت به دوره مشابه سال گذشته با افزایش ۹۱ درصدی همراه شد.

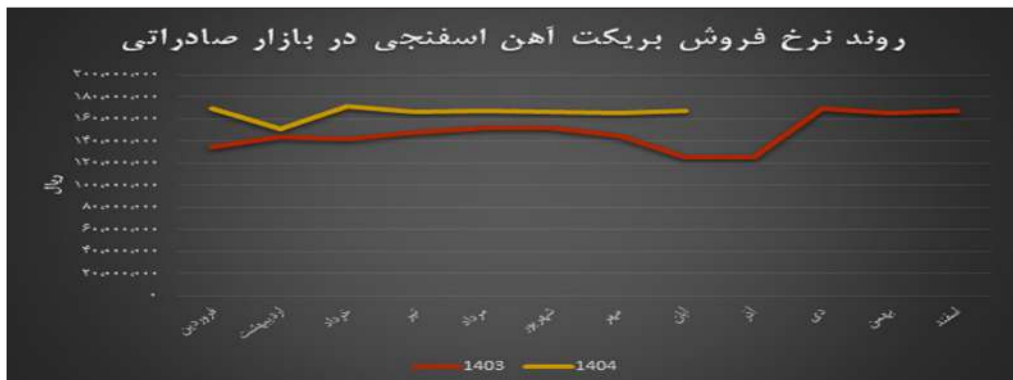
در نخستین ماه پاییز حجم فروش داخلی فصبادر بریکت آهن اسفنجی به ۱۵۸ هزار و ۹۳۴ تن رسید که نسبت به دوره مشابه سال گذشته ۲۱۱ درصد و نسبت به شهریور ماه امسال ۱۴۳ درصد رشد یافت اما در آبان ماه حجم فروش داخلی در رقم ۱۵۰ هزار و ۳۳۶ تن تثبیت شد. در بازار صادراتی نیز وضعیت رشد مطلوبی در نرخ فروش محصولات شاهد بودیم. در

این شرکت در مهرماه با فروش ۱۵۸ هزار تن بریکت آهن اسفنجی رشد ۲۰۲ درصدی نسبت به سال گذشته ثبت کرد، هر چند در آبان حجم فروش در سطح ۱۵۰ هزار تن تثبیت شد.

شرکت فولاد صبا خلیج فارس در آبان ماه سال جاری موفق شد نرخ فروش محصول بریکت آهن اسفنجی خود را در بازار داخلی به ۱۶۳ میلیون و ۲۳۵ هزار و ۴۱۹ ریال برساند. این محصول در فروردین ماه سال جاری با نرخ ۱۷۲ میلیون و ۳۴۰ هزار و ۳۰۲ ریال عرضه شد که نسبت به دوره مشابه سال گذشته با افزایش ۲۹ درصدی همراه بود. در اردیبهشت ماه نیز نرخ فروش بریکت آهن اسفنجی به ۱۷۰ میلیون و ۳۲۴ هزار و ۸۳۲ ریال بود که نسبت به اردیبهشت ماه سال گذشته ۲۰ درصد رشد یافت. در خرداد ماه نیز نرخ فروش بریکت آهن اسفنجی فصبا در بازار داخلی ۱۶۹ هزار و ۳۵۳ هزار و ۶۸۴ ریال بود که نسبت به خرداد ماه ۱۴۰۳ به میزان ۲۱ درصد افزایش یافت.

فصبا در تیر ماه نرخ فروش ۱۶۰ میلیون و ۹۸۹ هزار و ۲۷۵ ریالی را تجربه کرد که نسبت به تیر ماه سال گذشته با افزایش ۳۰ درصدی همراه شد. نرخ فروش داخلی بریکت آهن اسفنجی در مرداد ماه ضمن تجربه رشد ۳۳ درصدی نسبت به دوره مشابه، نسبت به تیر ماه نیز با افزایش یک درصدی همراه شد و به رقم ۱۶۲ میلیون و ۱۱۱ هزار و ۶۹۲ ریال رسید.

این شرکت در شهریور ماه با تجربه نرخ فروش ۱۵۶ میلیون و ۸۸۰ هزار و ۳۵ ریال محصول بریکت خود را در بازار داخلی عرضه نمود که این نرخ نسبت به دوره مشابه سال گذشته با افزایش ۲۸ درصدی همراه بوده است. نرخ داخلی فروش بریکت آهن اسفنجی در مهر ماه با رشد ۳۰ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته به ۱۶۰ میلیون و ۴۸۲ هزار و ۱۱۱ ریال رسید. در آبان ماه نیز نرخ فروش محصول بریکت آهن اسفنجی در بازار داخلی با رشد ۳۰ درصدی نسبت به دوره مشابه و رشد ۲ درصدی نسبت به مهر ماه به رقم ۱۶۳ میلیون و ۲۳۵ هزار و ۴۱۹ ریال رسید. علاوه بر رشد نرخ فروش بریکت آهن اسفنجی در بازار داخلی، مقدار فروش این محصول نیز در ۸ ماه گذشته نسبت به دوره‌های مشابه با افزایش قابل توجهی همراه بوده است.



## افزایش ۱۹.۴ درصدی تحویل گاز به پتروشیمی‌ها محرک سود پاییز

پیش‌بینی ۱۸ میلیارد تومان، رشد ۱۳۵ درصدی و آذرماه ۱۴۰۵ با پیش‌بینی ۸،۲۰۴ میلیارد تومان، رشد ۱۵۹ درصدی را نشان می‌دهد. این پیش‌بینی‌های بسیار بزرگ احتمالاً نشان‌دهنده پروژه‌های توسعه‌ای، افزایش ظرفیت یا قراردادهای فروش جدید برای آورده است.

### محرك‌های کلیدی سود آوری سال ۱۴۰۴

شرکت ملی گاز ایران در فصل پاییز ۱۴۰۴ یک تصمیم مهم گرفت و گاز تحویلی به واحدهای پتروشیمی را ۱۹.۴ درصد بیشتر از تعهدات قرار داد. این رویکرد حداکثری به تولید پایدار و زنجیره ارزش کمک کرده است و نشان‌دهنده اولویت‌گذاری دولت برای عملکرد بهتر این صنعت است. پتروشیمی بندرامام نمونه خوبی از استفاده از این فرصت است. متوسط دریافت خوراک مایع (کروک) برای این شرکت از ۴۰ هزار بشکه در روز به ۸۰ هزار بشکه در روز افزایش یافت. هدف بندرامام ایصال خوراک تا سطح ۱۰۰ هزار بشکه در روز تا تابستان ۱۴۰۵ است. این افزایش خوراک را می‌توان با توسعه ظرفیت تولید شرکت از ۶.۵ میلیون تن (سه دهه پیش) به ۵.۹ میلیون تن (کنترل کاهش و مقابله با محدودیت‌ها) مقایسه کرد.

### نرخ ارز و درآمد صادرات

افزایش نرخ ارز (با تقریب ۱۲۶ هزار تومان به ازای دلار در ۱۰ دی) درآمد ریالی صادرات کنندگان پتروشیمی را تقویت کرده است. شرکت‌های بسیار وابسته به صادرات (مانند نوری، مارون، آریا و زاگرس) از این مزیت به‌طور قابل توجهی بهره‌مند شده‌اند. این عامل را می‌توان یکی از دلایل اصلی رشد فروش این شرکت‌ها دانست.

### قیمت جهانی محصولات پتروشیمی

قیمت‌های جهانی محصولات پتروشیمی نوسانات متوسطی را در دسامبر ۲۰۲۵ نشان دادند. نرخ LPG متعادل حرکت می‌کند. قیمت پروپان در دسامبر ۲۰۲۵ به ۴۹۵ دلار برای هر تن رسید که نسبت به نوامبر، افزایش ۲۰ دلار را نشان می‌دهد. قیمت بوتان به ۴۸۵ دلار برای هر تن رسید که افزایش ۲۵ دلار را نشان می‌دهد. مخلوط ۵۰/۵۰ پروپان بوتان به قیمت ۴۹۰ دلار برای هر تن رسید که افزایش ۲۲۵ دلار را نشان می‌دهد.



### پتروشیمی زاگرس: پیش‌تاز رشد متانول

پتروشیمی زاگرس، تولیدکننده متانول و مشتقات، در ۹ ماهه ۱۴۰۴ بیشترین رشد نسبی میان شرکت‌های منتخب را ثبت کرد. فروش این شرکت به ۳۷،۸۹۰ میلیارد تومان رسید که نسبت به ۲۱،۸۸۰ میلیارد تومان در مدت مشابه ۱۴۰۳، رشد ۷۳ درصدی را نشان می‌دهد. اوج فروش در اردیبهشت ۱۴۰۴ رخ داد که فروش به ۵۵،۹۱۱ میلیارد تومان رسید و رشد ۱۳۳ درصدی را نمایان کرد. بیشترین جهش درصدی نیز در خرداد ۱۴۰۴ ثبت شد که رشد ۱۹۷ درصدی را نشان داد. رشد قابل توجه زاگرس بازتاب بهبود قیمت‌های جهانی متانول، افزایش تقاضای صادراتی منطقه‌ای و تقویت نرخ ارز است. این شرکت نمونه خوبی از سودآوری صادرات‌محور در صنعت پتروشیمی ایران است.

### پتروشیمی پردیس: چشم‌انداز صعودی برای سال ۱۴۰۵

پتروشیمی پردیس، تولیدکننده اوره و آمونیاک، در سال ۱۴۰۴ فروش ۵۷،۷۲۹ میلیارد تومان را ثبت کرد که نسبت به ۴۱،۰۰۷ میلیارد تومان در سال ۱۴۰۳، رشد ۴۱ درصدی را نشان می‌دهد. میانگین فروش ماهانه ۴،۸۱۱ میلیارد تومان بوده است. آنچه برای سرمایه‌گذاران به‌ویژه جذاب است، پیش‌بینی‌های شیدیس برای پاییز ۱۴۰۵ است. پیش‌بینی مهرماه ۱۴۰۵ برای ۷،۹۸۸ میلیارد تومان تنظیم شده است که نسبت به مهرماه ۱۴۰۴، رشد ۱۶۱ درصدی را نشان می‌دهد. آبان‌ماه ۱۴۰۵ با

مدل کسب‌وکار است. سیاست تقسیم بیش از ۸۰ درصد سود نیز برای سرمایه‌گذاران جذاب است. ارزش بازار آروند در ۱۰ دی ۱۴۰۴ حدود ۵۲،۱۲۸ میلیارد تومان بوده است با نسبت NVT (قیمت نسبت به حجم معاملات) حدود ۱۱۳ واحد که نشان‌دهنده نقدشوندگی مناسب است.

### پتروشیمی نوری: غول آروماتیک ایران

پتروشیمی نوری به‌عنوان بزرگ‌ترین تولیدکننده آروماتیک ایران و خاورمیانه و رتبه سوم جهان، در ۹ ماهه ۱۴۰۴ عملکرد فوق‌العاده‌ای را ثبت کرد. فروش این شرکت در ۹ ماهه به ۱۵۷،۶۷۸ میلیارد تومان رسید که نسبت به ۱۱۷،۱۹۹ میلیارد تومان در مدت مشابه ۱۴۰۳، رشد ۳۵ درصدی را نشان می‌دهد. میانگین فروش ماهانه نوری ۱۷،۵۲۰ میلیارد تومان بوده است که نشان‌دهنده حجم معاملات بزرگ‌تری است. حاشیه سود خالص برای این شرکت ۲۷ درصد محاسبه شده است. در آذرماه ۱۴۰۴، تولید نوری نسبت به مدت مشابه سال قبل رشد ۲۵ درصدی را ثبت کرد و ارزش فروش نیز ۳۴ درصد افزایش یافت. بهترین ماه عملکرد، شهریور ۱۴۰۴ بود که فروش به ۲۱،۷۱۴ میلیارد تومان رسید و رشد ۹۳ درصدی را نشان داد. تنها ماه منفی، مهرماه ۱۴۰۴ بود که با کاهش ۷ درصدی روبرو شد، احتمالاً به دلیل تعمیرات برنامه‌ریزی شده یا کاهش موقت تقاضا.

### کاوه شهریاری

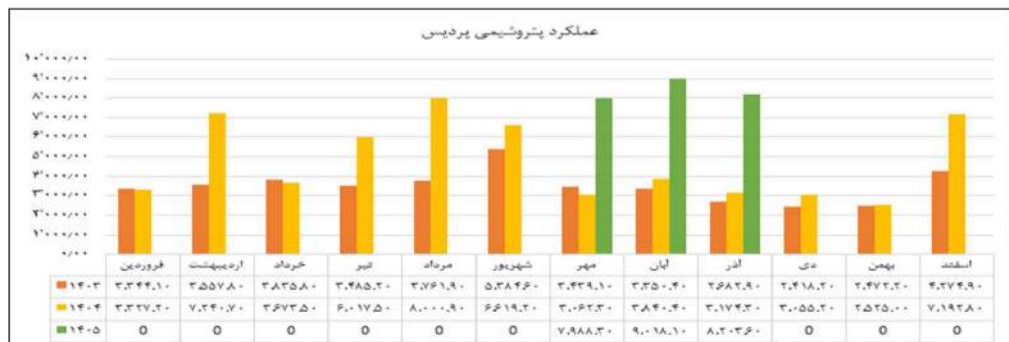
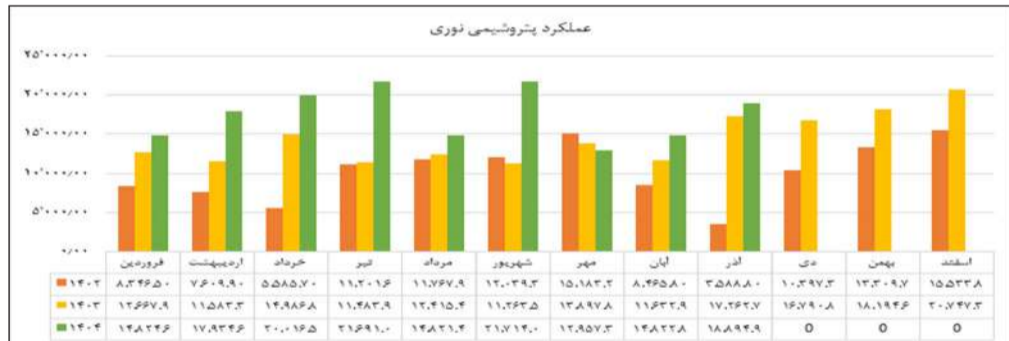
### رئیس واحد تحلیل و سرمایه‌گذاری کارگزاری پارسین

صنعت پتروشیمی ایران با هدف‌گذاری ظرفیت تولید ۱۳۰ میلیون تنی در برنامه هفتم توسعه، جایگاه کلیدی در اقتصاد ملی دارد. رتبه دوم خاورمیانه و سهم ۳.۵ درصدی از تولید جهانی، بیانگر اهمیت استراتژیکی این صنعت است. تأمین بیش از ۱۲.۵ میلیارد دلار آروماتیک سالانه (با امکان افزایش به ۲۰ میلیارد دلار با حمایت دولت) و تأمین ۴۰ درصد آروماتیک بازار ثانویه، ستون‌های اصلی اقتصاد ایران را تشکیل می‌دهند.

### پتروشیمی آروند: ستاره جدید بورس

پتروشیمی آروند، بزرگ‌ترین تولیدکننده زنجیره PVC و سود کاستیک کشور، به‌تازگی روز دوشنبه یکم دی ۱۴۰۴ با عرضه اولیه وارد بازار سرمایه شد. این عرضه شامل ۶۰۰ میلیون سهم (۵ درصد سهام) به قیمت مبنای ۳۵،۳۷۷ ریال بود و بیش از ۱.۵ میلیون کد معاملاتی در آن شرکت کردند. این سطح از مشارکت، اعتماد سرمایه‌گذاران را به عملکرد و سیاست شفاف سرمایه‌گذاری آروند نشان می‌دهد. اولین گزارش عملکرد آروند، که در آذرماه منتشر شد، درآمد ۹ ماهه ۱۴۰۴ را در سطح ۲۶۴،۵۸۸ میلیارد ریال (۲۶.۴ همت) نشان داد که در مقایسه با ۱۶۶،۵۲۷ میلیارد ریال در مدت مشابه ۱۴۰۳، رشد ۵۹ درصدی را نمایان می‌کند. تولید شرکت در ۹ ماهه ۱۴۰۴ به ۱،۶۷۹،۸۲۵ تن رسید که نسبت به ۱،۵۶۵،۰۵۶ تن در ۱۴۰۳، رشد ۷.۳ درصدی را نشان می‌دهد. افزایش تجمیعی درآمد حدود ۱۰ هزار میلیارد تومان نسبت به مدت مشابه بوده است.

مزایای رقابتی آروند در کنترل کامل زنجیره کلر-آلکالی از نمک دریا تا کلر خلاصه می‌شود. شرکت به‌عنوان تأمین‌کننده خوراک برای ۶ شرکت اصلی پایین‌دستی عمل می‌کند و بدون سوبسید دولتی فعالیت کرده است. سابقه ۷ سال رشد پایدار و سودآوری، حاکی از استحکام





## بزرگ‌ترین تولیدکننده شمش فولادی و میلگرد در جنوب شرق کشور

Sirjan Jahan Steel Company



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



## پاییز پر خبر بازار سرمایه؛ از نرخ گاز تا تسعیر ارز بانک ها

و بارانه صورت های مالی حسابرسی شده، مبلغ دقیق مشخص خواهد شد. سایر بانک ها به طور کامل مبلغ را برای زمان انتشار صورت های مالی شش ماهه موکول نموده و با برخی تأثیر آن را کم اهمیت اعلام کردند. از دیگر افشائیه های مهم پاییز صنایع می توان به افشائیه شرکت های زراعتی در خصوص شایعه تب برفکی در دام ها اشاره کرد که تمامی شرکت های زراعتی با اعلام واکنش های خود در زمان های مشخص برای دام ها، این شایعه را رد کردند. در صنعت خودرو و ساخت قطعات، خبرهایی در خصوص تولید محصول جدید منتشر شد. شرکت زامیاد در افشائیه ای اعلام کرد مجوز شماره گذاری محصول کامیونت زامیاد تک سوز EX پلیس راهنمایی و رانندگی فراجا اخذ کرد. خزامیا همچنین در پاییز امسال قرارداد فروش ۵۰ دستگاه اتوبوس دیزل شهری ۱۲ متری با شهرداری استان قم را منعقد کرد. دیگر رخدادهای صنعت خودرو می توان به پیگیری شرکت سایپا برای ارزشگذاری سهام سایپا در تملک شرکت های فرعی اشاره کرد که طبق تفاهم نامه شرکت های مالک با مرکز و کلا، کارشناسان رسمی و مشاوران خانواده قوه قضائیه، ارزیابی دارایی های گروه سایپا همچنان ادامه دارد تا پس از تعیین قیمت نهایی کارشناسی سهام سایپا، شرکت های مالک اعلام خواهند کرد.

در صنعت انبوه سازی، املاک و مستغلات نیز، شرکت بهساز کاشانه تهران به منظور تسویه بدهی به سهامدار عمده خود، شرکت توسعه ساختمان تدبیر، اقدام به واگذاری چند فقره از املاک خود نمود. شرکت ثنوسا نیز پیگیری پرونده کرانه بهشت کیش را انجام و مشخص شد که ادعای مطرح شده علیه ثنوسا باطل است.

در صنعت سرمایه گذاری نیز، شرکت سرچشمه از توقف انحلال شرکت سرمایه گذاری راهیان سهام خبر داد و اعلام کرد فرایند اعاده این شرکت طبق مصوبه مجمع آغاز شده است. شرکت سرمایه گذاری ارزش آفرینان نیز از مشخص نشدن فرایند پذیرش شرکت کارخانجات یاقوت صنعت تبریز در بازارهای بورس خبر داد و گفت، انجام افزایش سرمایه این شرکت نیز مستلزم مجوز از سازمان بورس و برگزاری مجمع می باشد. در صنعت پالایش و فرآورده های نفتی نیز شرکت ها در خصوص اعمال تعدیل کیفی نرخ خوراک توضیح دادند که هنوز اعلامیه بستناتکاری واصل نشده و از طریق انجمن صنفی کارفرمای صنعت پالایش نفت در دست پیگیری بوده است.



بانک ها توسط بانک مرکزی منتشر شد. بانک خاورمیانه در اطلاعیه ای اعلام کرد طبق بخشنامه دریافتی بانک مرکزی در ۸ مهر ماه، مبنای تسعیر ارقام پولی دارایی ها و بدهی ها ارزی برای گزارشگری مالی دوره مالی منتهی به پایان شهریور ماه سال ۱۴۰۴ مشخص شده است. بر این اساس، نرخ خرید حواله ETS مرکز مبادله ارز و طلای ایران برای هر یورو مبلغ ۸۱۲ هزار و ۹۷۷ ریال و برای هر دلار ۶۹۲ هزار و ۱۵۴ ریال نرخ تسعیر ارز اعلام شد که در سال گذشته برای هر یورو ۷۴۴ هزار و ۳۶ ریال و برای هر دلار ۶۸۱ هزار و ۲۰۳ ریال اعلام شده بود.

در ادامه ابلاغیه بانک مرکزی، بانک ها میزان خالص تسعیر ارز برای شش ماهه نخست امسال را اعلام کردند؛ بانک خاورمیانه میزان درآمد تسعیر ارز خود را برای شش ماهه نخست ۳ هزار و ۱۱۴ میلیارد ریال، بانک پاسارسرگاد ۵۶ هزار و ۴۱ میلیارد ریال، بانک شهر ۶ هزار و ۱۱۳ میلیارد ریال، بانک ملت ۲۴۲ هزار میلیارد ریال، بانک تجارت ۱۵ هزار و ۲۰۰ میلیارد ریال، بانک پارسیان ۴۵ هزار میلیارد ریال، بانک گردشگری یکپزار و ۷۶۶ میلیارد ریال اعلام شد که این مبلغ به صورت برآوردی بوده

شرکت پتروشیمی زاگرس اعلام کرد، نرخ های دریافتی موجب کاهش مبلغ ۳،۹۹۴ میلیارد ریال هزینه های گاز خوراک و سوخت در صورت های مالی میان دوره ای حسابرسی نشده دوره ۶ ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۴ شده اند اما برخی شرکت ها تعیین اثر را به زمان دریافت قبوض گاز از سوی شرکت گاز استانی موکول کردند تا با اعمال تعرفه ها، عوارض، مالیات و حقوق قانونی دولت همراه باشد. با وجود آنکه نرخ گاز مصرفی تمامی صنایع در نامه ارسالی وزارت نفت تعیین شده بود اما سایر صنایع تا پایان آذر ماه افشائیه ای در خصوص دریافت نامه مذکور اعلام نکردند.


از دیگر افشائیه های با اهمیت صنعت پتروشیمی، معافیت کود اوره از از فهرست مواد خام و نیمه خام بوده است که شرکت های پتروشیمی خراسان، کود شیمیایی اوره لردگان و پتروشیمی پردیس آن را تأیید نکردند و تصدیق و تعیین آثار مالی آن به دریافت ابلاغیه تصویب هیأت وزرات در این خصوص موکول کردند. در صنعت بانک ها و مؤسسات اعتباری نیز خبر اعلام نرخ تسعیر ارز ارقام پولی دارایی ها و بدهی های

در پاییز ۱۴۰۴ بازار سرمایه شاهد موجی از افشائیه های اثرگذار بود که هر کدام مسیر صنایع مختلف را تحت تأثیر قرار داد. از تعیین نرخ گاز و سوخت توسط وزارت نفت گرفته تا بخشنامه های ارزی بانک مرکزی، خبرهای مهمی در پتروشیمی، پالایش، فولاد و بانک ها منتشر شد. همزمان، صنایع زراعتی با شایعات بیماری دام ها مواجه شدند و با اطلاعیه های رسمی آن را رد کردند. در صنعت خودرو نیز خبر تولید محصولات جدید و قراردادهای تازه، نگاه ها را به سمت این بخش جلب کرد. مجموعه این رخدادهای تصویری روشن از پاییز پر خبر بازار سرمایه ارائه می دهد؛ فصلی که هر افشائیه می توانست بر سودآوری شرکت ها و انتظارات سرمایه گذاران اثر بگذارد.

از میان اطلاعیه های منتشره فصل پاییز که میان چند صنعت مشترک بود، می توان به تعیین نرخ گاز مصرفی که وزارت نفت اشاره کرد. در مهر ماه سال جاری وزارت نفت نرخ گاز مصرفی صنایع مختلف را اعلام کرد؛ به این ترتیب در صنعت محصولات شیمیایی، شرکت ملی صنایع پتروشیمی با رایج نامه وزارت نفت، نرخ گاز سبک و شیرین خوراک مصرفی مجتمع های پتروشیمی را اعلام کرد. طبق نامه دریافتی از شرکت ملی صنایع پتروشیمی، قیمت خوراک گاز و سوخت صنایع برای ۵ ماه نخست سال ۱۴۰۴ تعیین شد؛ به طوری که در فروردین ماه قیمت خوراک گاز طبیعی واحدهای پتروشیمی ۱۰۴ هزار و ۷۹۹ ریال به ازای هر مترمکعب استاندارد، در اردیبهشت ماه ۹۷ هزار و ۲۴۶ ریال، خرداد ماه ۱۰۰ هزار و ۲۷۹ ریال، تیر ماه ۹۶ هزار و ۱۸۲ ریال و در مرداد ماه ۹۲ هزار و ۲۹۰ ریال تعیین شد.

همچنین نرخ سوخت پتروشیمی ها، پالایشی ها و واحدهای احیا فولاد نیز در فروردین ماه ۷ هزار و ۴۱۹ ریال بود که در ماه های بعد کاهش یافت؛ به طوری که در اردیبهشت ماه نرخ به ۶۲ هزار و ۸۷۹ ریال رسید و در خرداد ماه ۵۸ هزار و ۳۴۸ ریال ثبت شد. در تیر ماه این نرخ به ۶۰ هزار و ۱۶۷ ریال افزایش یافت اما برای مرداد ماه نرخ ۵۷ هزار و ۷۰۹ ریال تعیین شد. در شهریور ماه نیز نرخ سوخت به ۵۵ هزار و ۳۷۴ ریال کاهش یافت.

با اعلام نرخ سوخت و خوراک صنایع پتروشیمی، شرکت ها براساس برآوردهای خود از میزان کاهش هزینه سوخت و خوراک برآوردی صورت های منتشر شده خبر دادند.




# IRAN ALUMINA COMPANY

## آلومینا


هیدروکسید آلومینیوم  
آلومینای متال گرید  
آلفا آلومینا  
هیدرات و یژه  
شمش آلومینیوم

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

www.IRANALUMINA.ir  
info@iranalumina.ir  
+۹۸ ۵۸ ۳۲۲۷۳۰۸۱-۵



کاتالوگ



CATALOG

## 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 آهنی در بین ۱۰۵ شرکت برتر ایران در همایش IMI100
- 05 کسب مدال طلا در جشنواره بین المللی اختراعات نوآوران 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  
GOLDOHAR IRON & STEEL DEVELOPMENT CO.  
روابط عمومی و امور بین الملل

DEVELOPMENT IS OUR BELIEF

www.gisdeo.com

## طوفان خاموش لیزینگ‌ها در بورس ایران؛ فرصتی که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای منتظرش بودند!

مسعود حاجیلو

کارشناس ارشد پولی و بانکی

تازه‌ترین داده‌های تکنیکال و مالی ۱۲ شرکت لیزینگ فعال در بورس ایران نشان می‌دهد صنعتی که سال‌ها در حاشیه بازار بود، اکنون با همگرایی سیگنال‌های EMA، MACD، باند بولینگر، و حجم معاملات، آماده یک دوره انفجاری قیمتی است؛ تحلیلی که مقایسه با غول‌های جهانی مانند TOYOTA LEASING و AYVENS، ALD، LEASEPLAN نشان می‌دهد ارزش فعلی این گروه در ایران شدیداً دست‌کم گرفته شده و فرصت‌های بالقوه سوددهی قابل توجهی برای سرمایه‌گذاران صورت فراهم شده است. صنعت لیزینگ ایران، در ظاهر کم‌حجم و بی‌صدا، اما در واقع بر روی دارایی‌های واقعی و ملموس ایستاده است؛ دارایی‌هایی که شامل خودرو، تجهیزات صنعتی و کالاهای بادوام هستند و ارزش آن‌ها مستقیماً به نرخ ارز، تورم و تقاضای بازار وابسته است. به همین دلیل نمودارهای قیمتی این شرکت‌ها در بورس، ترکیبی از تحلیل تکنیکال و بازتاب واقعیت اقتصادی هستند و سیگنال‌ها کمتر فریبنده و بیش از پیش قابل اعتمادند. این ویژگی، تحلیل تکنیکال در صنعت لیزینگ ایران را از بسیاری صنایع دیگر متمایز می‌کند.

تحلیل ۱۲ شرکت لیزینگ بورسی نشان می‌دهد شاخص‌های تکنیکالی مانند کراس EMA50/200، واگرایی مثبت MACD و پهنای باند بولینگر دقیق‌ترین پیش‌بینی‌کننده روندهای آتی هستند. عبور EMA50 از EMA200 معمولاً آغازگر رشد عملیاتی و بهبود جریان نقدی است، واگرایی مثبت MACD پیش از انعکاس در صورت‌های مالی سیگنال صعودی می‌دهد و جمع شدن باند بولینگر همراه با افزایش حجم معاملات نشانه جهش قیمتی بلندمدت است. نمونه‌های ولیز، ولگرد و ولملت در سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۱ این الگورا تأیید کرده و بازدهی بیش از ۲۰۰ درصدی در کمتر از یک سال ثبت کرده‌اند. برای تحلیل تطبیقی داخلی، داده‌های تکنیکال و مالی ۱۲ شرکت در جدول زیر شبیه‌سازی شده است تا شباهت‌ها و اختلاف‌ها مشخص شود:

مقایسه بین‌المللی با شرکت‌های بزرگ جهانی نشان می‌دهد که در حالی

نماد	نوع لیزینگ (صنعتی/ترکیبی)	۲۰۰/EMA50 (روند)	MACD	ATR (نوسان)	حجم معاملات	بازده فرضی ۵ ساله	ریسک فرضی نکول/نقدشوندگی
ولیز	ترکیبی	صعودی	مثبت	متوسط	بالا	۲۸۰%	متوسط
ولساپا	خودرو	صعودی	مثبت	بالا	بسیار بالا	۳۰۰%	بالا
ولگرد	خودرو	صعودی	مثبت	بالا	بالا	۲۷۰%	بالا
ولپارس	صنعتی	صعودی	مثبت	متوسط	متوسط	۱۸۰%	متوسط
ولبهمن	خودرو	صعودی	مثبت	بالا	بالا	۲۵۰%	بالا
ولصنم	صنعتی	صعودی	مثبت	کم	متوسط	۱۶۰%	متوسط
ولملت	صنعتی	صعودی	مثبت	متوسط	بالا	۲۰۰%	متوسط
ولکار	ترکیبی	صعودی	مثبت	متوسط	متوسط	۱۹۰%	بالا
ولشرق	ترکیبی	صعودی	مثبت	متوسط	متوسط	۲۱۰%	بالا
وایران	صنعتی	صعودی	مثبت	کم	متوسط	۱۷۰%	متوسط
ولانا	ترکیبی	صعودی	مثبت	متوسط	بالا	۲۲۰%	بالا
ولراز	صنعتی	صعودی	مثبت	کم	متوسط	۱۸۰%	متوسط

شاخص	۱۲ شرکت ایرانی	Ayvns	ALD	LeasePlan
دارایی تحت اجاره	۵۰-۱۰ هزار واحد	۳ میلیون واحد	۲.۵ میلیون	۲ میلیون
نرخ نکول	۵-۹%	۲.۵%	۲%	۲%
بازده سالانه	۱۵-۳۰% متوسط، در سیکل تورمی ۱۰۰-۳۰۰%	۸-۱۲%	۸-۱۰%	۸-۱۰%
حساسیت به تورم	بالا	متوسط	متوسط	متوسط
نوسان قیمت سهام	بالا	کم	کم	کم

به نرخ ارز و تورم دارند.

● صنعتی محورها (ولپارس، ولصنم) روندی مثبت‌تر و کم‌نوسان‌تر نشان می‌دهند.

● ترکیبی‌ها (ولیز، ولشرق) لیدر سیکل‌ها هستند و کراس‌های EMA آن‌ها آغازگر موج‌های گروهی است.

● از منظر تکنیکال: همگرایی EMA50/200 صعودی، MACD مثبت، کاهش باند بولینگر و رشد حجم معاملات سیگنال ورود قدرتمند محسوب می‌شود.

که LEASEPLAN و AYVENS، ALD بازده سالانه ۸-۱۲٪ دارند، ایران به دلیل عمق کمتر بازار و نوسان بالاتر دارایی‌ها، توان بازده بالقوه ۱۰۰-۳۰۰٪ را در سیکل‌های تورمی فراهم می‌کند. جدول زیر مقایسه بین ایران و جهان را نمایش می‌دهد:

این اعداد نشان می‌دهند که هر چند ریسک ایرانی‌ها بالاتر است، پتانسیل سوددهی بسیار بزرگ‌تر است و تحلیل تکنیکال، مسیر حرکت قیمت‌ها را با دقت بیشتری آشکار می‌کند.

● خودر محورها (ولساپا، ولگرد، ولبهمن) بیشترین نوسان و حساسیت

## رشد چشمگیر در آمد و سودآوری شرکت‌های گروه فولاد خوزستان در نیمه نخست سال جاری

تخلیه و بارگیری فعالیت می‌کند. شرکت چند وجهی فولاد لجستیک در پایان شش ماهه نخست امسال موفق شد با سود خالص یکپهزار و ۵۰۸ میلیارد ریال، برای هر سهم سود یکپهزار و ۵۰۸ ریالی ایجاد کند. شرکت ایده پردازان صنعت فولاد در شش ماهه نخست سال جاری درآمد عملیاتی ۲۰ هزار و ۹۵۷ میلیارد ریالی با رشد ۲۱ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته کسب کرد. این شرکت با انجام کلیه خدمات فنی در رشته‌های تاسیساتی و موارد مشابه سایر رشته‌های فنی به همراه انجام خدمات پشتیبانی و تولید و فروش و حمل‌بتن و محصولات و قطعات بتنی فعالیت می‌کند و در مالکیت مستقیم ۱ درصدی فولاد خوزستان و ۹۶ درصدی گروه توسعه فولاد خوزستان است. شرکت ایده پردازان صنعت فولاد در شش ماهه نخست سال جاری از محل فعالیت‌های عملیاتی به سود خالص ۹۳ میلیارد ریالی با رشد ۷۰۶ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته دست یافت و برای هر سهم سود ۱۰۶ ریالی را خلق کرد.

شرکت نمایندگی بیمه تامین آتیه فراگیر نیز از دیگر شرکت‌های گروه فولاد خوزستان می‌باشد که به طور انحصاری عرضه خدمات بیمه به نمایندگی از شرکت بیمه البرز را انجام می‌دهد. این شرکت در شش ماهه نخست سال جاری موفق به کسب درآمد عملیاتی ۱۵۵ میلیارد ریالی شد که در پایان به سود خالص ۱۳۱ میلیارد ریالی با رشد ۴۷ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته شد. این شرکت در پایان شش ماهه نخست امسال برای هر سهم سود ۶۵ هزار و ۴۶۰ ریالی خلق کرد.

شرکت توسعه اقتصادی فراگیر و فناور در این دوره موفق به کسب درآمد عملیاتی یکپهزار و ۹۲۱ میلیارد ریالی با رشد ۱۷ درصدی نسبت به دوره مشابه سال ۱۴۰۳ شد و توانست به سود خالص ۲۶ میلیارد ریالی دست یابد. این شرکت که در زمینه فعالیت‌های مورد نیاز جهت ارتقا سطح علمی و فنی کلیه مدیران و کارشناسان و کارگران خطوط تولید و تعمیرات کارخانجات فولادسازی و نورد کار فعالیت می‌کند، در مالکیت مستقیم ۰،۰۱ درصدی فولاد خوزستان و ۹۹،۹۶ درصدی شرکت گروه توسعه فراگیر فولاد خوزستان می‌باشد. این شرکت در پایان شش ماهه نخست امسال برای هر سهم سود ۵۱۵ ریالی خلق کرد.


شرکت توسعه اقتصادی پایدار فراگیر نیز در زمینه عملیات مهندسی معکوس و بومی سازی قطعات و تجهیزات صنعتی فعالیت می‌کند. این شرکت در شش ماهه نخست امسال موفق به کسب درآمد عملیاتی یکپهزار و ۱۳۲ میلیارد ریالی با رشد ۱۰۰ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته شد. این شرکت در مالکیت ۰،۰۰۱ درصدی مستقیم فولاد خوزستان و ۹۹،۹۹۶ درصدی گروه توسعه فراگیر فولاد خوزستان است.

شرکت چند وجهی فولاد لجستیک در شش ماهه نخست سال جاری موفق به کسب درآمد عملیاتی ۱۴ هزار و ۸۲۱ میلیارد ریالی با رشد ۲۵ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته شد. این شرکت که در مالکیت ۰،۷۵ درصدی فولاد خوزستان، ۴۸،۵ درصدی گروه توسعه فراگیر فولاد خوزستان و ۵۰ درصدی سرمایه‌گذاری و توسعه فولاد جنوب است در زمینه حمل و نقل ریلی و جاده‌ای و مدیریت حمل و

نخست امسال موفق به کسب درآمد عملیاتی ۷ هزار و ۵۰۴ میلیارد ریالی و سود خالص ۵۹۶ میلیارد ریالی با رشد ۳۷ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته شد. این شرکت در پایان شش ماهه مذکور برای هر سهم سود یکپهزار و ۳۲۵ ریالی را خلق کرد.

شرکت صنعتی و معدنی توسعه فراگیر سناباد نیز در شش ماهه نخست سال جاری درآمد عملیاتی ۱۰۷ هزار و ۲۹۱ میلیارد ریالی با رشد ۱۰ درصدی نسبت به دوره مشابه را کسب کرد که به سود خالص ۲۱ هزار و ۱۶۰ میلیارد ریالی ختم شد. این شرکت که در زمینه اکتشاف، استخراج و بهره‌برداری از معادن سنگ آهن و تولید کنسانتره، گندله و سنگ آهن دانه بندی شده فعالیت می‌کند در شش ماهه نخست امسال با تولید و فروش کنسانتره، گندله و آهن اسفنجی برای هر سهم سود ۸۸۲ ریالی خلق کرد. لازم به ذکر است، شرکت فولاد خوزستان مالکیت مستقیم ۰،۱۶۷ درصدی و شرکت گروه توسعه فراگیر فولاد خوزستان سهم ۶۶،۶۶۷ درصدی دارد.

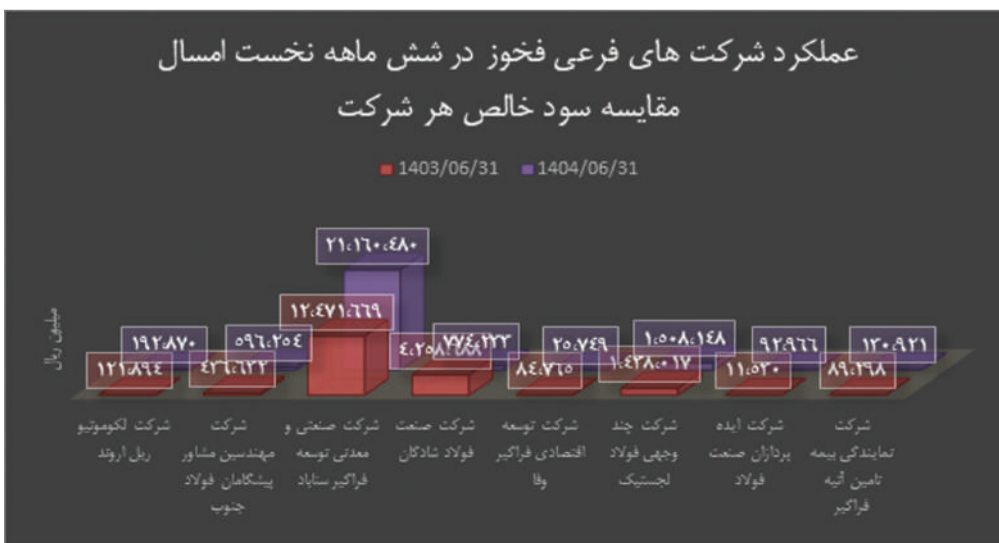
شرکت صنعت فولاد شادگان نیز در شش ماهه نخست سال جاری موفق به کسب درآمد عملیاتی ۴۶ هزار و ۳۹۲ میلیارد ریالی با رشد ۱۳ درصدی نسبت به دوره مشابه سال ۱۴۰۳ شد. این شرکت که در زمینه تولید آهن اسفنجی فعالیت می‌کند در مالکیت مستقیم ۰،۰۰۰۱ درصدی فولاد خوزستان و مالکیت مستقیم ۶۴،۹۹۹۸ درصدی شرکت گروه توسعه فراگیر فولاد خوزستان می‌باشد. شرکت فولاد شادگان در شش ماهه نخست سال جاری با کسب سود خالص ۷۷۴ میلیارد ریالی برای هر سهم سود ۷۷ ریالی را خلق کرد.



از لکوموتوریل ارون در ۱۰۶ درصدی در آمد تا ایده پردازان صنعت فولاد با جهش ۷۰۶ درصدی سود، شرکت‌های زیر مجموعه فولاد خوزستان عملکرد قابل توجهی در دوره شش ماهه نخست امسال ثبت کردند.

شرکت لکوموتوریل ارون که در زمینه در زمینه نگهداری و تعمیرات انواع لکوموتیو و واگن‌های حمل بار فعالیت می‌کند، یکی از شرکت‌های زیرمجموعه فولاد خوزستان است که این شرکت مالکیت مستقیم ۰،۰۴ درصدی داشته و عمده سهام در مالکیت شرکت چندوجهی فولاد لجستیک می‌باشد. شرکت لکوموتوریل ارون در شش ماهه نخست سال جاری موفق به کسب درآمد عملیاتی یکپهزار و ۹ میلیارد ریالی با رشد ۱۰۶ درصدی نسبت به دوره مشابه سال ۱۴۰۳ شد و توانست سود ناخالص خود را با رشد ۶۶ درصدی نسبت به دوره مشابه سال گذشته به رقم ۳۰۶ میلیارد ریالی برساند. نتیجه فعالیت‌های عملیاتی و غیرعملیاتی این شرکت کسب سود خالص ۱۹۳ میلیارد ریالی با رشد ۵۸ درصدی بود که برای هر سهم به رقم ۱۱ میلیون و ۲۱ هزار و ۱۴۳ ریالی رسید.

شرکت مهندسی مشاور پیشگامان فولاد جنوب که در حوزه مطالعات امکان‌سنجی طرح‌های صنعتی، تولیدی و خدماتی فعالیت می‌کند، از دیگر شرکت‌های گروه فوجوز است که در مالکیت مستقیم ۰،۰۰۰۰۰۰۲ درصدی فولاد خوزستان و مالکیت ۶۹،۹ درصدی گروه توسعه فراگیر فولاد خوزستان می‌باشد. این شرکت در شش ماهه



### رشد پایدار فولاد خراسان در تمامی حلقه‌های زنجیره تولید

**این مجتمع با وجود محدودیت‌های انرژی توانست در گندله‌سازی، احیا مستقیم، فولادسازی و نورد رشد مثبت ثبت کند.**



در شرایطی که صنعت فولاد کشور طی ماه‌های گذشته با محدودیت‌های انرژی، نوسانات محیطی و فشارهای ناشی از تغییرات مقطعی در تأمین زیرساخت‌ها مواجه بوده، مجتمع فولاد خراسان توانسته است تصویری متفاوت از وضعیت تولید در این صنعت ارائه دهد؛ تصویری که بر پایه انسجام عملیاتی، برنامه‌ریزی هدفمند، مدیریت بهره‌برداری و تلاش مستمر سرمایه انسانی شکل گرفته و نشان می‌دهد این مجموعه نه تنها توانسته از چالش‌های محیطی عبور کند، بلکه در اغلب نواحی زنجیره تولید، رشد پایدار و قابل اتکایی را به ثبت رسانده است. بررسی عملکرد ۹ ماهه و همچنین نتایج آذرماه، گواهی روشن بر این واقعیت است که فولاد خراسان با اتکا به ظرفیت‌های داخلی و هماهنگی میان واحدها، توانسته است مسیر رشد را تثبیت کرده و حتی در برخی بخش‌ها شتاب بیشتری به آن ببخشد.

نسبت به یک میلیون و ۳۹۴ هزار تن سال گذشته، رشدی بیش از ۱۱۶ هزار تن را تجربه کرده است؛ رشدی معادل حدود ۸.۳ درصد که نشان می‌دهد این ناحیه توانسته است نقش خود را در تأمین مواد اولیه پایدار برای سایر بخش‌ها به خوبی ایفا کند. اهمیت این رشد زمانی بیشتر نمایان می‌شود که بدانیم گندله‌سازی نقطه آغازین زنجیره تولید فولاد است و هرگونه نوسان در این بخش می‌تواند بر کل فرآیند گذار باشد. افزایش تولید در این بخش، به‌ویژه در شرایط محدودیت انرژی، نشان‌دهنده مدیریت دقیق فرآیندها و استفاده بهینه از تجهیزات است.

در ادامه زنجیره، ناحیه احیا مستقیم نیز عملکردی قابل توجه داشته است. تولید آهن اسفنجی در ۹ ماهه امسال با عبور از مرز یک میلیون تن و ثبت یک میلیون و ۳۳ هزار تن، نسبت به ۹۶۸ هزار تن سال گذشته، افزایشی حدود ۶۵ هزار تن را تجربه کرده است؛ رشدی نزدیک به ۶.۷ درصد که نقش کلیدی این ناحیه را در پایداری جریان تولید فولاد بر جسته می‌کند. احیا مستقیم یکی از حساس‌ترین بخش‌های زنجیره است و هرگونه اختلال در آن می‌تواند تولید شمش را تحت تأثیر قرار دهد. افزایش تولید در این بخش، آن هم در شرایطی که محدودیت‌های انرژی می‌توانست ظرفیت عملیاتی را کاهش دهد، نشان‌دهنده هماهنگی میان واحدهای فنی، تعمیرات و بهره‌برداری است.

در بخش فولادسازی، جهشی دو رقمی در تولید شمش فولادی ثبت شده است. تولید شمش در ۹ ماهه امسال با افزایش از ۷۱۵ هزار تن به ۷۹۹ هزار تن، رشدی بیش از ۸۳ هزار تن را رقم زده و با افزایش حدود ۱۱.۷ درصدی، یکی از بالاترین نرخ‌های رشد را در میان نواحی تولیدی به ثبت رسانده است. این رشد نشان می‌دهد که فولادسازی توانسته است از ظرفیت‌های ایجادشده در بخش‌های پیشین به خوبی بهره‌برداری کند و با مدیریت مناسب فرآیندهای ذوب و ریخته‌گری، تولید را در سطحی پایدار نگه دارد. افزایش تولید شمش، علاوه بر تأمین نیازهای داخلی شرکت، می‌تواند نقش مهمی در بازارهای منطقه‌ای نیز ایفا کند و جایگاه فولاد خراسان را در میان تولیدکنندگان فولاد کشور ارتقا دهد.

در انتهای زنجیره، ناحیه نورد نیز با وجود چالش‌های مقطعی، رشد مثبتی را ثبت کرده است. تولید محصولات نهایی در این

بخش از ۴۳۹ هزار تن در ۹ ماهه سال گذشته به ۴۵۷ هزار تن در سال جاری رسیده و رشدی معادل ۱۸ هزار تن، یعنی حدود ۴.۱ درصد را نشان می‌دهد. این رشد در شرایطی ثبت شده که نورد به‌طور مستقیم تحت تأثیر نوسانات بازار، تغییرات تقاضا و محدودیت‌های مقطعی تولید قرار دارد.

با این حال، مدیریت هوشمند تولید و تنوع بخشی به سبد محصولات باعث شده است که این ناحیه نیز روند رو به رشد خود را حفظ کند. عملکرد آذرماه نیز تصویری روشن از تداوم این روند ارائه می‌دهد. در این ماه، تولید گندله با جهشی کم‌سابقه از ۶۷ هزار تن در آذر سال گذشته به ۱۶۱ هزار تن رسیده و رشدی بیش از ۹۳ هزار تن، معادل حدود ۱۳۸ درصد را ثبت کرده است. این جهش نشان می‌دهد که برنامه‌ریزی برای افزایش ظرفیت عملیاتی در این ناحیه به خوبی اجرا شده و توانسته است محدودیت‌های پیشین را جبران کند. در ناحیه احیا مستقیم نیز تولید آهن اسفنجی از ۴۹ هزار تن به ۹۰ هزار تن رسیده و رشدی حدود ۸۴ درصدی را رقم زده است. این افزایش، علاوه بر تأمین نیاز فولادسازی، نشان‌دهنده بهبود آماده‌به‌کاری تجهیزات و مدیریت مؤثر تعمیرات است.

در بخش فولادسازی نیز تولید شمش در آذرماه با ثبت ۱۰۷ هزار تن، نسبت به ۷۰ هزار تن سال گذشته، افزایشی بیش از ۳۶ هزار تن و رشدی حدود ۵۲ درصدی را تجربه کرده است. این رشد قابل توجه، نشان‌دهنده هماهنگی میان واحدهای تولید، پشتیبانی و تأمین مواد اولیه است. در ناحیه نورد، هرچند تولید آذرماه با کاهش حدود ۴ هزار تنی نسبت به سال گذشته همراه بوده، اما این کاهش در چارچوب مدیریت هوشمند تولید و اولویت‌دهی به پایداری کل زنجیره ارزیابی می‌شود. در واقع، تمرکز بر حفظ تعادل میان حلقه‌های مختلف زنجیره باعث شده است که کاهش مقطعی در نورد، به‌عنوان بخشی از سیاست‌های کلان تولید، مدیریت شود.

در کنار دستاوردهای تولیدی، فولاد خراسان در حوزه پژوهش و نوآوری نیز گام‌های مهمی برداشته است. برگزاری مراسم تقدیر از پژوهشگران منتخب، که به‌عنوان نقطه عطفی در توجه به مقوله پژوهش و نوآوری در این شرکت معرفی شده، نشان‌دهنده اهمیت سرمایه انسانی و نقش آن در توسعه سازمان است. در این مراسم، بر

ضرورت گسترش همکاری‌های هدفمند با دانشگاه‌ها، مراکز علمی، پارک‌های علم و فناوری، مراکز رشد و شرکت‌های دانش‌بنیان تأکید شد؛ همکاری‌هایی که می‌تواند زمینه‌ساز توسعه فناوری‌های نوین، تحول دیجیتال و استفاده از هوش مصنوعی در فرآیندهای تولید، تعمیرات و ارزیابی هوشمند باشد.

در این برنامه همچنین بر نقش پژوهشگران در پیشبرد اهداف سازمان تأکید شد و بیان گردید که بخش قابل توجهی از دستاوردهای نوآورانه شرکت، حاصل تلاش داوطلبانه و مسئولانه کارکنانی است که بدون انتظار مشوق و حتی با صرف زمان و منابع شخصی، ایده‌های خود را به مرحله اجرا رسانده‌اند. تقدیر از طرح‌های برگزیده در حوزه‌های فناوری اطلاعات، نگهداری و تعمیرات و بهبود فرآیندهای تولید، نشان‌دهنده توجه مدیریت به توسعه رویکردهای دانش‌بنیان و حمایت از نوآوری است. این رویکرد می‌تواند در بلندمدت نقش مهمی در افزایش بهره‌وری، کاهش هزینه‌ها و ارتقای کیفیت محصولات ایفا کند.

مدیران حاضر در این مراسم نیز با اشاره به اهمیت پژوهش در رفع موانع عملیاتی و توسعه فناوری‌های نوین، بر عزم جدی مدیریت برای رفع موانع کار پژوهشی و ایجاد فضای حمایتگر برای پژوهشگران تأکید کردند. این نگاه، نشان‌دهنده تغییر رویکرد سازمان از یک ساختار صرفاً تولیدمحور به یک ساختار دانش‌بنیان است که در آن نوآوری، پژوهش و توسعه فناوری به‌عنوان ارکان اصلی پیشرفت شناخته می‌شوند. برآیند عملکرد ۹ ماهه، جهش‌های ثبت‌شده در آذرماه و توجه ویژه به حوزه پژوهش و نوآوری نشان می‌دهد که فولاد خراسان توانسته است مسیر رشد تولید را در بخش عمده‌ای از زنجیره تثبیت کند و هم‌زمان زیرساخت‌های لازم برای توسعه آینده‌محور را نیز تقویت کند. این مجموعه با اتکا به سرمایه انسانی متخصص، مدیریت بهره‌برداری، انسجام عملیاتی و رویکرد دانش‌بنیان، توانسته است جایگاه خود را در صنعت فولاد کشور ارتقا دهد و چشم‌اندازی روشن برای ادامه مسیر تولید و توسعه ترسیم کند. استمرار این روند می‌تواند زمینه‌ساز افزایش تاب‌آوری عملیاتی، تحقق اهداف تولیدی و نقش آفرینی پررنگ‌تر این شرکت در بازارهای داخلی و منطقه‌ای باشد.



# تسهیلات کاربردی بانک ایران زمین

## تا سقف یک میلیارد تومان

### متناسب با نیاز شما



طرح تسهیلاتی

# ایران یار



۰۲۱ ۲۴۸۰۹

مرکز تماس بانک ایران زمین



[www.lzbank.ir](http://www.lzbank.ir)

