## شکاف ۸۶همتی در سودآوری «شبندر»

**صدای بورس** | نماد «شبندر» ۶ آبان‌ماه گزارش فعالیت ماهانه مهرماه را منتشر کرد و امروز ۹ آبان به منظور بررسی وضعیت شفافیت اطلاعاتی ناشر تعلیق شد. براساس گزارش فعالیت مهر، درآمد فروش شبندر به حدود ۱۱۳/۵ هزار میلیارد تومان رسیده؛ در حالی که این رقم در شهریور نزدیک به ۱۷۷ هزار میلیارد تومان بود. کاهش ۳۵/۹ درصدی درآمد زمانی معنادارتر می‌شود که بدانیم مقدار فروش شرکت تنها ۳/۵ درصد کاهش داشته است. بنابراین افت درآمد رابیش از کاهش حجم فروش، باید در تغییر نرخ‌های محاسباتی و ترکیب محصولات جست‌وجو کرد. نکته قابل توجه دیگر مبلغ مواد اولیه است. شبندر در مهر حدود ۱۱۹/۲ هزار میلیارد تومان مواد اولیه گزارش کرده که تقریبا ۵/۷ هزار میلیارد تومان بیشتر از درآمد فروش همان ماه است. همین اختلاف منشأ زیان ده‌شدن شرکت است.

ابهام زمانی جدی‌تر می‌شود که محاسبات مهر در شرایط عادی را کنار گزارش منتشرشده قرار دهیم. در «شرایط عادی (غیراضطرار)»، فروش مهر حدود ۱۸۶/۶۵ هزار میلیارد تومان و مبلغ نفت خام و میعانات گازی حدود ۱۷۳/۱۹ هزار میلیارد تومان درج شده است. به این ترتیب، درآمد فروش در محاسبات شرایط عادی حدود ۷۳/۱۴ هزار میلیارد تومان بیشتر از رقم گزارش منتشرشده مهر است. البته این فاصله نه زیان قطعی است و نه مستقیماً پولی که شرکت از دست داده؛ بلکه نشان می‌دهد تغییر مبنای قیمت‌گذاری تا چه اندازه می‌تواند تصویر درآمد پالایشگاه را دگرگون کند.

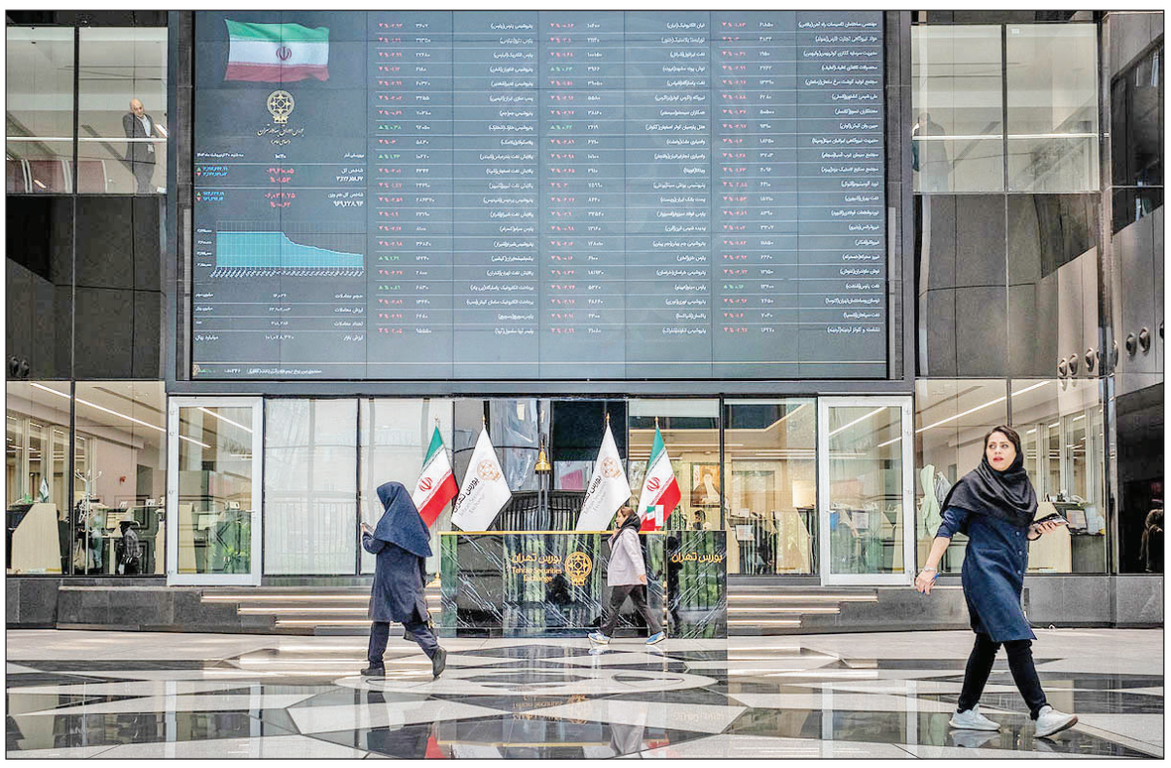
ریشه این تفاوت به مصوبه جدید هیات وزیران و دستورالعمل اجرای آن بازمی‌گردد. طبق مقررات شرایط اضطرار، برای برخی فرآورده‌های اصلی، آخرین قیمت‌های اعلامی پیش از ۹ اسفند ۱۴۰۴ مبنای محاسبه قرار می‌گیرد. در عین حال تغییر فرمول علاوه بر درآمد فروش، مبلغ خوراک را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. اثر بزرگ‌تر این ابهام در برآورد عملکرد سالانه شرکت دیده می‌شود. شبندر در گزارش تفسیری شش‌ماهه، دو سناریوی متفاوت از سودآوری سال ۱۴۰۵ ارایه کرده است. شرکت در نیمه نخست سال حدود ۱۲۳/۳ هزار میلیارد تومان سود خالص شناسایی کرده است. بنابراین اگر سناریوی اضطرار تحقق یابد، سود نیمه دوم در مقایسه با نیمه نخست حدود ۷۰ درصد کاهش خواهد یافت. مساله فقط شبندر نیست. نمادهای شپنا، شتران و شراز نیز پیش‌تر با تعلیق مواجه و سوم آبان بازگشایی شدند. شتران در مهر با وجود افزایش مقدار فروش، کاهش محسوس درآمد ریالی را ثبت کرد؛ نشانه‌ای از اینکه تغییر نرخ‌ها برای دیگر پالایشگاه‌ها نیز اهمیت دارد. البته آثار نهایی به ترکیب خوراک و فرآورده‌های هر شرکت وابسته است. اکنون پرسش اصلی از شبندر و نهادناظر این است: کدام نرخ‌ها همچنان قطعی نشده‌اند، اثر واقعی قیمت‌گذاری اضطراری بر سود شرکت چقدر است و سهامداران باید بر اساس کدام برآورد تصمیم بگیرند؟ تا زمانی که پاسخ روشنی منتشر نشود، مساله اصلی ابهام درباره میزان سودی است که سهامداران می‌توانند روی آن حساب کنند.

## افت قیمت و رشد حجم معاملات گواهی سپرده شمش طلا

گواهی سپرده شمش طلا در هفته معاملاتی گذشته، معاملات خود را از قیمت ۳ میلیون و ۴۵۹ هزار و ۸۵۷ تومان آغاز کرد. این ابزار روز دوشنبه ۴ آبان، با ثبت نرخ ۳ میلیون و ۴۹۷ هزار و ۵۲۸ تومان به بیشترین سطح هفتگی رسید و کم‌ترین قیمت آن در روز سه‌شنبه ۵ آبان، برابر با ۳ میلیون و ۴۵۱ هزار و ۵۰۰ تومان بود. قیمت پایانی گواهی سپرده شمش طلا به ۳ میلیون و ۴۵۸ هزار و ۷۶۲ تومان رسید. بازده هفتگی این ابزار منفی ۳،۹ درصد و میانگین تغییرات روزانه آن منفی ۰،۶ درصد بود. در بخش معاملات، میانگین حجم روزانه گواهی سپرده شمش طلا با رشد ۲ درصدی به ۵۸۱ هزار و ۹۰۶ واحد رسید. میانگین ارزش معاملات روزانه نیز با افزایش یک درصدی، ۲ هزار و ۱۷ میلیارد تومان گزارش شد. به این ترتیب، کاهش قیمت این ابزار در هفته مورد بررسی با افزایش محدود میانگین حجم و ارزش معاملات روزانه همراه بود. گواهی سپرده سکه طلا در هفته منتهی به ۷ آبان، معاملات خود را از قیمت ۲۶۴ میلیون و ۲۱۱ هزار و ۶۱۲ تومان آغاز کرد. این ابزار روز دوشنبه ۴ آبان، با رسیدن به ۲۶۶ میلیون و ۸۲۶ هزار و ۵۰۷ تومان، بیشترین قیمت هفتگی را ثبت کرد. کم‌ترین نرخ آن در روز یک‌شنبه ۳ آبان، برابر با ۲۶۴ میلیون و ۱۱۲ هزار و ۸۶۰ تومان بود و قیمت پایانی گواهی سپرده سکه به ۲۶۴ میلیون و ۴۷۷ هزار و ۸۲۵ تومان رسید. بازده هفتگی این ابزار منفی ۳،۲ درصد و میانگین تغییرات روزانه آن منفی ۰،۵ درصد بود. میانگین حجم معاملات روزانه گواهی سپرده سکه با افزایش ۱۹ درصدی به ۵۳۸ واحد رسید. میانگین ارزش معاملات روزانه نیز با رشد ۱۹ درصدی، ۱۴۲ میلیارد تومان گزارش شد. در نتیجه، افت قیمت این ابزار در هفته مورد بررسی با افزایش حجم و ارزش معاملات همراه شد. گواهی سپرده نقره در هفته معاملاتی منتهی به ۷ آبان، از قیمت ۴۸۴ هزار و ۹۶ تومان آغاز شد و روز چهارشنبه ۶ آبان، با ثبت نرخ ۴۸۸ هزار و ۷۹۰ تومان به بیشترین سطح هفتگی رسید. قیمت پایانی این ابزار ۴۸۷ هزار و ۱۸ تومان بود. بازده هفتگی گواهی سپرده نقره منفی ۲،۲ درصد و میانگین تغییرات روزانه آن منفی ۰،۴ درصد ثبت شد. میانگین حجم معاملات روزانه گواهی سپرده نقره با کاهش یک درصدی به ۴۷۶ هزار و ۹۸۰ واحد رسید. میانگین ارزش معاملات روزانه نیز با افت ۲ درصدی، ۲۳۱ میلیارد تومان گزارش شد. عملکرد این ابزار در هفته مورد بررسی، هم‌زمان با افت اونس نقره در بازار جهانی و کاهش قیمت گواهی سپرده، با افت محدود شاخص‌های معاملاتی همراه بود. بررسی ترکیب دارایی صندوق‌های طلا نشان می‌دهد ۹۰ درصد از دارایی این صندوق‌ها به گواهی سپرده شمش طلا اختصاص دارد. صندوق‌های گنج، تابش، حامیان، درنا و زرگر تمام دارایی خود را در گواهی‌های سپرده شمش طلا سرمایه‌گذاری کرده‌اند. گواهی سپرده سکه طلا سهمی معادل ۹ درصد از ترکیب دارایی صندوق‌های طلا دارد. در میان صندوق‌های مورد بررسی، سهم این دارایی در زر ۱۶ درصد، کهربا ۱۵ درصد و طلا ۱۲ درصد گزارش شده است. وجه نقد نیز یک درصد از ترکیب دارایی صندوق‌های طلا را تشکیل می‌دهد. در این بخش، هیرا تمام دارایی خود را به وجه نقد اختصاص داده است. سهم وجه نقد در جام طلا ۱۰ درصد و در درخشان ۷ درصد است. میانگین بازده صندوق‌های طلا در هفته منتهی به ۶ آبان، منفی ۲،۱ درصد بود. در میان صندوق‌های مورد بررسی، نگین فارس با افت ۳،۱ درصدی، زرگر با کاهش ۲،۶۹ درصدی و مهر طلا با افت ۲،۶۱ درصدی، بیشترین کاهش بازده را ثبت کردند.

### «تعادل» بررسی می‌کند

# شاخص کل بورس واقعیت بازار را پنهان می‌کند؟



شاخص کل بورس یکی از اصلی‌ترین و مهم‌ترین معیارهای سنجش وضعیت بازار سرمایه است، اما تغییرات این نماگر به‌طور کلی نشان‌دهنده عملکرد تمام نمادها و بازدهی سبد سهام همه سرمایه‌گذاران نیست. تفاوت میان شاخص کل و شاخص هم‌وزن، وزن شرکت‌های بزرگ در محاسبات و گستردگی نمادهای مثبت و منفی، پرسشی اساسی را مطرح می‌کند. ماهیت بازار سرمایه اعداد و ارقام است و به‌نوعی ماهیت این بازار با مجموعه‌ای از اعداد و ارقام معرفی می‌شود؛ شاخص کل رشد کرده یا افت کرده است، شاخص هم‌وزن چه تغییری داشته، ارزش معاملات چقدر بوده و چه میزان پول حقیقی وارد بازار شده یا از آن خارج شده است. در میان این متغیرها، شاخص کل معمولا بیشترین توجه را به خود اختصاص می‌دهد و حتی در بسیاری از مواقع، جهت حرکت آن به عنوان معیاری برای توصیف وضعیت کلی بورس در نظر گرفته می‌شود. نکته اصلی اینجاست که بررسی تجربه‌های سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد که حرکت شاخص کل به معنای تغییر واقعی در پرتفوی نیست و به‌نوعی هر روز خرکت پرتفوی سرمایه‌گذاران با بازار هم جهت نیست. ممکن است شاخص کل در یک روز معاملاتی رشد کند، اما بخش قابل توجهی از نمادها با افت قیمت مواجه شوند. در شرایطی دیگر، شاخص کل کاهش یابد، در حالی که گروهی از سهم‌های کوچک و متوسط عملکرد بهتری نسبت به شرکت‌های بزرگ داشته باشند. البته این تفاوت به معنای نادرست بودن شاخص کل نیست؛ بلکه نشان می‌دهد برای درک وضعیت بازار سرمایه، باید روش محاسبه شاخص‌ها و اطلاعاتی را که هر کدام در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند، به‌درستی شناخت.

### شاخص کل چگونه وضعیت بورس را نشان می‌دهد؟

شاخص کل بورس تهران، تغییرات سطح عمومی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار را با در نظر گرفتن وزن آنها در محاسبات دنبال می‌کند. در این روش، شرکت‌های بزرگ‌تر از نظر ارزش بازار و سهام اثر گذارتر، نقش بیشتری در تغییرات شاخص دارند. همچنین سود نقدی توزیع‌شده شرکت‌ها نیز در محاسبه این شاخص لحاظ می‌شود؛ بنابراین، شاخص کل صرفاً تغییرات قیمت سهام را منعکس نمی‌کند. این ویژگی باعث می‌شود شاخص کل برای بررسی روند عمومی بازار و ارزیابی عملکرد کلی سهام از منظر روش محاسباتی خود، اهمیت زیادی داشته باشد. با این حال، وزن متفاوت شرکت‌ها موجب می‌شود که تغییرات قیمت چند نماد بزرگ بتواند تأثیر قابل توجهی بر جهت حرکت شاخص بگذارد. برای نمونه، زمانی که سهام شرکت‌های بزرگ فلزی، پتروشیمی، معدنی یا پالایشی با افزایش تقاضا مواجه می‌شوند، ممکن است شاخص کل رشد کند؛ حتی اگر تعداد زیادی از شرکت‌های کوچک‌تر در همان روز بازدهی منفی داشته باشند. در سوی مقابل، افت قیمت نمادهای بزرگ می‌تواند شاخص کل را تحت فشار قرار دهد، در حالی که بخشی از بازار همچنان با افزایش قیمت سهام روبرو باشد.

در نتیجه، شاخص کل اطلاعات مهمی درباره عملکرد بازار ارایه می‌کند، اما به‌تنهایی مشخص نمی‌کند که چه تعداد از شرکت‌ها رشد کرده‌اند، چه تعداد افت داشته‌اند و سرمایه‌گذاران با ترکیب‌های مختلف پرتفوی چه عملکردی را تجربه کرده‌اند. در کنار شاخص کل، شاخص کل هم‌وزن یکی از مهم‌ترین معیارهایی است که می‌تواند به درک بهتر وضعیت بازار کمک کند. در محاسبه شاخص هم‌وزن، شرکت‌ها فارغ از تفاوت اندازه خود، وزن یکسانی دارند. به همین دلیل، تغییرات قیمت شرکت‌های کوچک‌تر نیز در مقایسه با شاخص کل، نقش پررنگ‌تری در نمایش وضعیت عمومی بازار پیدا می‌کند. تفاوت این دو شاخص می‌تواند اطلاعات مهمی درباره گستردگی رشد یا افت بازار ارایه دهد. فرض کنیم شاخص کل در یک روز معاملاتی دو درصد رشد کند، اما شاخص هم‌وزن تنها ۰،۲ درصد افزایش یابد. چنین وضعیتی می‌تواند نشان دهد که رشد بازار در میان شرکت‌ها به یک اندازه توزیع نشده و شرکت‌های بزرگ‌تر نقش بیشتری در افزایش شاخص کل داشته‌اند. البته این اختلاف به‌تنهایی ثابت نمی‌کند که فقط چند سهم بزرگ رشد کرده‌اند؛ برای رسیدن به چنین نتیجه‌ای باید تعداد نمادهای مثبت و منفی و میزان تغییرات قیمت آنها نیز بررسی شود. در سوی دیگر نیز، ممکن است شاخص کل با افت مواجه شود، اما شاخص هم‌وزن کاهش محدودتری را ثبت کند یا حتی افزایش یابد. چنین وضعیتی می‌تواند از عملکرد بهتر نسبی شرکت‌های کوچک‌تر در مقایسه با شرکت‌های بزرگ حکایت داشته باشد.

با این حال، شاخص هم‌وزن نیز محدودیت‌های خود را دارد. این شاخص به دلیل وزن یکسان شرکت‌ها، الزاماً بازتاب‌دهنده بازدهی سبدی نیست که سرمایه‌گذار بر اساس ارزش بازار یا معیارهای دیگر تشکیل داده است؛ بنابراین، نمی‌توان آن را به‌تنهایی معیار قطعی سنجش وضعیت تمام سهامداران دانست.

### چرا رشد شاخص کل به معنای سودآوری نیست؟

سوال اصلی اینجاست که چرا گاهی با وجود رشد شاخص کل، ارزش پرتفوی آنها افزایش پیدا نمی‌کند یا حتی کاهش پیدا می‌کند. در اصل سودسازی به ترکیب پرتفوی سرمایه‌گذاران بستگی دارد.

هر سرمایه‌گذار بر اساس میزان سرمایه، استراتژی معاملاتی، افق زمانی و ارزیابی خود از صنایع مختلف، ترکیب متفاوتی از سهام را در اختیار دارد. ممکن است فردی بخش عمده سرمایه خود را به شرکت‌های بزرگ اختصاص داده باشد و دیگری بیشتر در نمادهای کوچک و متوسط سرمایه‌گذاری کرده باشد. در چنین شرایطی، حتی اگر هر دو سرمایه‌گذار در یک روز معاملاتی در بازار حضور داشته باشند، بازدهی آنها می‌تواند کاملا متفاوت باشد.

برای نمونه، اگر سهام بزرگ بازار رشد کنند، اما نمادهای کوچک‌تر با فشار فروش مواجه شوند، پرتفوی سرمایه‌گذار اول ممکن است بازدهی مثبتی ثبت کند، در حالی که سرمایه‌گذار دوم زیان ببیند. از سوی دیگر، حتی در میان سهامداران یک صنعت نیز تفاوت عملکرد وجود دارد. شرکت‌هایی که در یک گروه فعالیت می‌کنند، ممکن است از نظر میزان بدهی، ساختار هزینه، درآمد صادراتی، کیفیت مدیریت، وضعیت تولید و چشم‌انداز سودآوری شرایط یکسانی نداشته باشند. در نتیجه، رشد یک صنعت نیز لزوماً به معنای رشد تمام نمادهای آن نیست.

نکته مهم دیگر آن است که شاخص کل، بازدهی پرتفوی یک سرمایه‌گذار مشخص را محاسبه نمی‌کند. هزینه معاملات، زمان ورود به بازار، زمان خرید و فروش، دریافت سود نقدی، وزن هر سهم در سبد و انتخاب نمادهایی که می‌توانند بر عملکرد نهایی سرمایه‌گذار اثر بگذارند. به همین دلیل، مقایسه بازدهی یک پرتفوی با شاخص کل تنها زمانی معنا پیدا می‌کند که محدودیت‌های این مقایسه در نظر گرفته شود. فرض کنیم در یک روز معاملاتی، شاخص کل افزایش یافته باشد، اما تعداد نمادهای منفی به‌مراتب بیشتر از نمادهای مثبت باشد. در این شرایط، رشد شاخص به‌تنهایی نمی‌تواند نشان‌دهنده بهبود فراگیر وضعیت بازار باشد. در مقابل، اگر شاخص کل افت کند، اما تعداد زیادی از نمادها در محدوده مثبت معامله شوند، می‌توان احتمال داد که فشار فروش بیشتر بر دوش شرکت‌های بزرگ‌تر قرار گرفته باشد.

البته تعداد نمادهای مثبت و منفی نیز تمام واقعیت را نشان نمی‌دهد. ممکن است تعداد زیادی از شرکت‌ها رشد محدودی داشته باشند، اما افت چند شرکت بزرگ تأثیر بیشتری بر شاخص کل بگذارد. همچنین مثبت یا منفی بودن قیمت پایانی، به‌تنهایی اطلاعات کاملی درباره شدت تقاضا، عمق معاملات یا پایداری روند ارایه نمی‌کند.

به همین دلیل، برای تحلیل دقیق‌تر بازار باید تعداد نمادهای مثبت و منفی در کنار میزان تغییرات قیمت، ارزش معاملات، وضعیت صف‌های خرید و فروش و جریان ورود و خروج پول بررسی شود. این مجموعه اطلاعات کمک می‌کند مشخص شود که حرکت بازار تا چه اندازه فراگیر بوده و آیا تغییرات شاخص کل با رفتار بخش بزرگی از نمادها هم‌خوانی دارد یا خیر.

### شاخص کل وضعیت واقعی بورس را پنهان می‌کند؟

شاخص کل به‌خودی خود اطلاعات نادرستی ارایه نمی‌کند؛ بلکه بر اساس روش محاسباتی مشخصی طراحی شده است. مساله زمانی ایجاد می‌شود که از یک شاخص برای پاسخ‌دادن به پرسش‌هایی استفاده کنیم که اساساً برای پاسخ‌گویی به آنها طراحی نشده است.

برای نمونه، اگر شاخص کل رشد کند، نمی‌توان بدون بررسی سایر اطلاعات نتیجه گرفت که بیشتر سهامداران سود کرده‌اند. همچنین کاهش شاخص کل به‌تنهایی ثابت نمی‌کند که تمام بازار در مسیر نزولی قرار گرفته است. در واقع، شاخص کل تصویری از تغییرات بازار با لحاظ وزن شرکت‌ها ارایه می‌دهد، اما گستردگی رشد و افت نمادها، تفاوت عملکرد صنایع و بازدهی پرتفوی سرمایه‌گذاران را به‌صورت کامل نمایش نمی‌دهد.

این تفاوت به‌ویژه در دوره‌هایی اهمیت پیدا می‌کند که عملکرد شرکت‌های بزرگ با سایر بخش‌های بازار فاصله می‌گیرد. در چنین شرایطی، تمرکز صرف بر شاخص کل ممکن است باعث شود سرمایه‌گذاران برخی تغییرات مهم در بازار را نادیده بگیرند؛ تغییراتی که برای ارزیابی وضعیت صنایع یا تصمیم‌گیری درباره ترکیب پرتفوی اهمیت دارند. از سوی دیگر، نباید از این موضوع نتیجه گرفت که شاخص هم‌وزن همیشه معیار بهتری است. هر دو شاخص اطلاعات متفاوتی ارایه می‌کنند و انتخاب معیار مناسب به پرسشی بستگی دارد که تحلیلگر قصد پاسخ‌دادن به آن را دارد.

اگر هدف، بررسی عملکرد کلی بازار یا در نظر گرفتن وزن شرکت‌ها باشد، شاخص کل اهمیت دارد. اگر هدف، بررسی وضعیت شرکت‌ها با وزن یکسان باشد، شاخص هم‌وزن می‌تواند اطلاعات مکمل فراهم کند. سرمایه‌گذاران برای ارزیابی وضعیت بازار بهتر است به جای تکیه بر یک عدد، مجموعه‌ای از شاخص‌ها و اطلاعات معاملاتی را در کنار یکدیگر قرار دهند. اولین مورد، بررسی هم‌زمان شاخص کل و شاخص هم‌وزن است. اختلاف میان این دو می‌تواند سرنخ‌هایی درباره تفاوت عملکرد شرکت‌های بزرگ و کوچک ترا ارایه دهد. دومین مورد، تعداد نمادهای مثبت و منفی است. این اطلاعات کمک می‌کند گستردگی رشد یا افت بازار بهتر ارزیابی شود. سومین مورد، ارزش معاملات است. افزایش یا کاهش ارزش معاملات باید در کنار جهت حرکت قیمت‌ها بررسی شود؛ زیرا بالا بودن ارزش معاملات به‌تنهایی به معنای ورود پول جدید یا افزایش تقاضای پایدار نیست. چهارمین مورد نیز، جریان ورود و خروج پول حقیقی است. این متغیر می‌تواند اطلاعاتی درباره رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی ارایه کند، اما نباید آن را معادل ورود یا خروج قطعی سرمایه از کل بازارهای مالی دانست.

پنجمین مورد، بررسی عملکرد صنایع و نمادهای اثرگذار است. شناخت شرکت‌هایی که بیشترین تأثیر را بر شاخص کل گذاشته‌اند، کمک می‌کند مشخص شود تغییرات شاخص از کدام بخش بازار ناشی شده است. برای ارزیابی وضعیت واقعی سرمایه‌گذاری، باید بازدهی سبد سهام را نیز با توجه به ترکیب آن سنجید. شاخص کل یا هم‌وزن می‌تواند معیار مقایسه باشد، اما هیچ‌کدام لزوماً بازدهی قابل تحقق برای تمام سرمایه‌گذاران را نشان نمی‌دهند.

### شاخص کل تمام واقعیت بورس نیست

شاخص کل یکی از مهم‌ترین ابزارهای سنجش وضعیت بازار سرمایه است، اما نمی‌توان تمام واقعیت بورس را در تغییرات این نماگر خلاصه کرد. وزن متفاوت شرکت‌ها، اختلاف عملکرد صنایع، تعداد نمادهای مثبت و منفی و تفاوت ترکیب پرتفوی سرمایه‌گذاران، همگی عواملی هستند که باعث می‌شوند تجربه سهامداران از بازار یکسان نباشد. بر همین اساس، رشد شاخص کل لزوماً به معنای رونق فراگیر بازار نیست و افت آن نیز الزاما نشان‌دهنده کاهش قیمت تمام سهام نیست. برای تشخیص وضعیت بازار باید مجموعه‌ای از داده‌ها شامل شاخص کل، شاخص هم‌وزن، گستردگی معاملات، ارزش معاملات، جریان پول و عملکرد صنایع را کنار یکدیگر قرار داد. نکته اساسی این است که شاخص کل را نباید معیاری برای سنجش سود و زیان تمام سهامداران در نظر گرفت. این نماگر وضعیت بازار را از زاویه مشخصی نشان می‌دهد، اما برای درک بهتر واقعیت بورس، باید به سراغ اطلاعات مکمل رفت.

# پارادوکس سبز و قرمز بورس



بازار سرمایه در هفته‌های اخیر با وضعیتی متفاوت و تا حدی متناقض مواجه شده است؛ از یک طرف، گزارش‌های عملکرد شش‌ماهه شرکت‌های بورسی از رشد قابل توجه سودآوری و بهبود وضعیت عملیاتی بخش مهمی از بنگاه‌های اقتصادی حکایت دارد و از طرف دیگر، شاخص‌های سهامی همچنان تحت فشار عرضه قرار دارند و جریان خروج نقدینگی حقیقی از بازار ادامه پیدا کرده است. این شرایط بار دیگر این پرسش را مطرح می‌کند که چرا با وجود انتشار گزارش‌های مطلوب و بهبود متغیرهای بنیادی، بازار سهام همچنان نتوانسته است به مسیر صعودی بازگردد؟ بررسی عملکرد مالی شرکت‌ها نشان می‌دهد وضعیت بنیادی بخش قابل توجهی از بازار نسبت به دوره مشابه سال گذشته بهبود پیدا کرده است. بر اساس آمارهای منتشرشده، حدود ۷۰۰ نماد بورسی در مجموع موفق به شناسایی ۲ هزار همت سود خالص شده‌اند؛ رقمی که در مقایسه با دوره مشابه سال گذشته رشد ۱۳۵ درصدی را نشان می‌دهد. نکته قابل توجه آن است که روند بهبود سودآوری در فصل تابستان نیز ادامه داشته و شرکت‌ها در این دوره بیش از هزار و ۲۰۰ همت سود خالص شناسایی کرده‌اند. مجموع سود خالص شرکت‌ها در تابستان نسبت به تابستان سال گذشته ۱۹۷ درصد افزایش یافته و در مقایسه با فصل بهار نیز رشد دست‌کم ۶۱ درصدی را تجربه کرده است. این آمارها نشان می‌دهد که عملکرد مالی شرکت‌های بورسی در ماه‌های گذشته، دست‌کم از منظر سودآوری، با بهبود قابل توجهی همراه بوده است. با این حال، واکنش بازار سهام به این اطلاعات چندان متناسب با رشد سود شرکت‌ها نبوده و انتشار گزارش‌های مثبت نتوانسته است جریان تقاضای قدرتمندی را در بازار ایجاد کند.

### غلبه انتظارات منفی بر عملکرد بنیادی شرکت‌ها

یکی از مهم‌ترین دلایل این واگرایی را باید در تغییر اولویت‌های سرمایه‌گذاران جست‌وجو کرد. در شرایط عادی، انتشار گزارش‌های مالی مطلوب، افزایش سودآوری و بهبود وضعیت تولید و فروش شرکت‌ها می‌تواند به افزایش تقاضا و رشد قیمت سهام منجر شود؛ اما در شرایط فعلی، ریسک‌های سیاسی و اقتصادی سهم بیشتری در تصمیم‌گیری فعالان بازار پیدا کرده‌اند. در واقع، سرمایه‌گذاران دیگر صرفاً بر اساس عملکرد گذشته شرکت‌ها تصمیم نمی‌گیرند، بلکه چشم‌انداز فعالیت بنگاه‌ها و احتمال تغییر متغیرهای اثرگذار بر سودآوری آنها را نیز در محاسبات خود لحاظ می‌کنند. نوسانات نرخ ارز، تغییر سیاست‌های اقتصادی دولت، احتمال وضع مقررات جدید و تحولات سیاسی از جمله عواملی هستند که می‌توانند پیش‌بینی‌پذیری بازار را کاهش دهند.

### ارزندگی سهام در سایه نااطمینانی

از منظر ارزش‌گذاری نیز برخی متغیرهای بازار نشان می‌دهند که قیمت سهام نسبت به دوره‌های گذشته در سطوح پایین‌تری قرار گرفته است. نسبت قیمت به درآمد بازار که پیش‌تر در محدوده ۱۰ واحد قرار داشت، اکنون به حوالی ۷ واحد رسیده است. همچنین ارزش دلاری بازار سرمایه به کمتر از ۱۰۰ میلیارد دلار کاهش یافته است. این ارقام در کنار رشد سودآوری شرکت‌ها، از افزایش جذابیت بنیادی بخشی از سهام حکایت دارند. به بیان دیگر، در شرایطی که سود خالص شرکت‌ها با سرعت قابل توجهی افزایش یافته، نسبت قیمت به درآمد بازار کاهش پیدا کرده و ارزش دلاری بازار نیز در سطوح پایینی قرار گرفته است. با این حال، پایین بودن نسبت قیمت به درآمد به‌تنهایی نمی‌تواند تضمین‌کننده رشد بازار باشد. یکی از موضوعات مهم برای سرمایه‌گذاران، پایداری سودآوری شرکت‌ها در دوره‌های آینده است. اگر فعالان بازار نسبت به تداوم سودهای شناسایی‌شده یا امکان حفظ حاشیه سود شرکت‌ها اطمینان نداشته باشند، حتی کاهش نسبت‌های ارزش‌گذاری نیز لزوماً به افزایش تقاضا منجر نخواهد شد. به همین دلیل، فاصله میان ارزندگی بنیادی و رفتار معاملاتی بازار در شرایط فعلی بیشتر به چشم می‌خورد. بازار از یک طرف با شرکت‌هایی مواجه است که گزارش‌های مالی مطلوبی منتشر کرده‌اند و از طرف دیگر، با سرمایه‌گذارانی روبروست که نسبت به آینده اقتصاد و شرایط فعالیت صنایع اطمینان کافی ندارند.

### متغیرهای داخلی؛ ضلع دیگر فشار بر بازار سرمایه

در کنار ریسک‌های سیاسی، برخی عوامل داخلی نیز بر انتظارات فعالان بازار اثر گذاشته‌اند. احتمال افزایش نرخ بهره یکی از این متغیرهاست که می‌تواند از مسیر افزایش بازدهی دارایی‌های بدون ریسک، جذابیت نسبی سرمایه‌گذاری در سهام را تحت تأثیر قرار دهد. از سوی دیگر، مداخلات سیاست‌گذار و انتشار بخشنامه‌های مبهم، به‌ویژه مقرراتی که به‌صورت مستقیم بر هزینه تولید، درآمد فروش یا حاشیه سود صنایع اثر می‌گذارند، همچنان یکی از نگرانی‌های فعالان بازار سرمایه محسوب می‌شوند. در چنین شرایطی، سرمایه‌گذاران برای ارزیابی سودآوری آینده شرکت‌ها با ابهامات بیشتری مواجه هستند و همین مساله می‌تواند تصمیم‌گیری برای ورود نقدینگی جدید را به تعویق بیندازد. در این میان، عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر طلا و نقره نیز تحت تأثیر کاهش قیمت جهانی این فلزات قرار گرفته است. این موضوع نشان می‌دهد که فشار موجود در بازارهای مالی تنها به سهام محدود نیست و تغییرات قیمت دارایی‌های جهانی نیز می‌تواند بر عملکرد بازارهای سرمایه‌گذاری اثرگذار باشد.

### بازگشت بورس به اعتماد سرمایه‌گذاران وابسته است

شرایط فعلی بازار سهام را نمی‌توان صرفاً با تکیه بر رشد سودآوری شرکت‌ها یا افت شاخص‌های بورسی تحلیل کرد. آنچه در مقطع کنونی اهمیت بیشتری دارد، میزان پایداری عملکرد مالی شرکت‌ها، ثبات متغیرهای اقتصادی و کاهش سطح نااطمینانی‌های سیاسی و سیاست‌گذاری است.

اگرچه رشد سود خالص شرکت‌ها، کاهش نسبت قیمت به درآمد و افت ارزش دلاری بازار می‌توانند از منظر بنیادی به افزایش جذابیت سهام منجر شوند، اما این عوامل زمانی اثرگذاری بیشتری خواهند داشت که سرمایه‌گذاران بتوانند چشم‌انداز روشن‌تری از شرایط پیش‌روی اقتصاد و صنایع بورسی ترسیم کنند. در واقع، بازار سرمایه برای عبور از وضعیت فعلی تنها به انتشار گزارش‌های مالی بهتر نیاز ندارد؛ بلکه باید زمینه لازم برای تبدیل عملکرد مطلوب شرکت‌ها به اعتماد سرمایه‌گذاران و تقاضای موثر فراهم شود. تا زمانی که ریسک‌های سیاسی و اقتصادی بر تصمیمات معامله‌گران سایه انداخته‌اند، احتمال دارد فاصله میان وضعیت بنیادی شرکت‌ها و رفتار معاملاتی بازار همچنان ادامه داشته باشد.

## مبانی «عرضه اولیه ترکیبی» به تایید مراجع قانونی رسید

سید مهدی موسوی خوشدل مدیر امور حقوقی و انتظامی سازمان بورس و اوراق بهادار گفت: با توجه به سوابق موضوعی مبنی بر شکایت برخی اشخاص در اعتراض به عرضه اولیه اوراق بهادار به روش ترکیبی، موضوع بندهای ۱۹، ۲۰ و ۲۴ از ماده ۱ و ماده ۲۶ و تبصره آن از دستورالعمل پذیره‌نویسی و عرضه اولیه اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، پرونده در هیات‌های تخصصی اداری و امور عمومی، مالیاتی بانکی و هیات عمومی دیوان عدالت اداری بررسی شد و مغایر با قوانین و مقررات شناخته نشد. مدیر امور حقوقی و انتظامی سازمان بورس و اوراق بهادار اضافه کرد: با طرح مجدد شکایت از سوی همان شاکی، با ادعای مغایرت بندهای مذکور از دستورالعمل پذیره‌نویسی و عرضه اولیه اوراق بهادار به روش ترکیبی با موازین شرعی، دیوان عدالت اداری موضوع را برای بررسی توسط فقهای شورای نگهبان به آن مرجع ارسال کرد. موسوی خوشدل تاکید کرد: فقهای شورای نگهبان نیز در نتیجه بررسی خود، ضمن تأیید مبانی شرعی این دستورالعمل، اعلام کردند مواد و تبصره‌های مورد شکایت خلاف شرع شناخته نشد و تشخیص مطابقت با قانون را بر عهده دیوان عدالت اداری قرار دادند. در این زمینه، دیوان عدالت اداری پیش از طرح ادعای مغایرت شرعی، نبود مغایرت قانونی بندهای مورد شکایت را اعلام کرده بود و لذا رسیدگی قانونی و شرعی نسبت به این موضوع توسط مراجع ذی‌صلاح پایان یافت. مدیر امور حقوقی و انتظامی سازمان بورس و اوراق بهادار تاکید کرد: با توجه به رخدادهای سال ۱۳۹۹ در بازار سرمایه و خریدوفروش‌های هیجانی و استقبال سرمایه‌گذاران از عرضه‌های اولیه، تکلیف سازمان بورس بر اتخاذ شیوه‌های حمایتی و مطابق با قوانین و مقررات به منظور صیانت از حقوق سهام‌داران به تصویب شیوه جدیدی در عرضه‌های اولیه موسوم به روش ترکیبی منجر شد. او با اشاره به اینکه عرضه اولیه اوراق بهادار به روش ترکیبی از روش‌های نوین عرضه اولیه در بازار سرمایه است و در فرابورس مورد استفاده قرار گرفته، اضافه کرد: در عرضه به روش ترکیبی در مرحله اول، عرضه خصوصی انجام می‌شود و از میان سرمایه‌گذاران نهادی که به صورت حرفه‌ای به امر سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه مشغول هستند، صندوق‌های سرمایه‌گذاری موضوع قانون بازار اوراق بهادار با شرکت در این عرضه و ارزش‌گذاری تخصصی اوراق، به کشف قیمت واقعی و قیمت‌گذاری اقدام می‌کنند و سپس بر مبنای قیمت کشف شده توسط صندوق‌های مذکور، عرضه در مرحله دوم که به عرضه عمومی موسوم است، صورت می‌پذیرد. موسوی خوشدل حمایت از سهام‌داران را از مزایای این شیوه عرضه اعلام کرد و گفت: این روش با ممانعت از رسوب سهام خریداری شده در پورتفوی اشخاص، به افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها کمک می‌کند.

## واریز ۱۲ همت سود برای ۲،۶ میلیون سهام‌دار

۴ ناشر فعال بازار سرمایه در نخستین هفته آبان امسال ۱۲ هزار و ۴۸ میلیارد تومان سود را از طریق اطلاعات سامانه جامع اطلاعات مشتریان (سجام) به حساب ۲ میلیون و ۶۸۵ هزار سهام‌دار واریز کردند.

سپرده‌گذاری مرکزی اعلام کرد: در نخستین هفته آبان امسال، ۴۰ شرکت، شامل: «تولیدژلاتین کپسول، تراکتورسازی، محورسازان ایران خودرو، گروه صنعتی سپاهان، سرمایه‌گذاری آرمان گستر پاریز، بیمه اتکایی تهران رواک، بهمن دیزل، سیم