نخستین هفته‌نامه بازار سرمایه ایران

بورس اطلاعات

ETELAAT BOURSE

هفته‌نامه بورس را از مهمانداران ماهان، کاسپین، تابان
کیش‌ایر و ایران ایرتور بخواهید

هواپیمایی ماهان Mahan Air
هواپیمایی تابان
هواپیمایی کاسپین CASPIAN
KISH AIRLINES
IRAN AIRTOUR AIRLINES




سال سیزدهم ■ شماره ۶۱۹ ■ هفته چهارم آذر ■ شنبه ۲۲ آذر ۱۴۰۴ ■ ۱۳ دسامبر ۲۰۲۵ ■ ۱۶ صفحه ■ ۲۰۰،۰۰۰ تومان ■ ISSN: 2252 - 035X

# خروج پول از طلا ورود به بورس

صفحه ۲

## رشد عرضه‌های اولیه؛ نشانه بازگشت اعتماد

صفحه ۳



مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری نیرو اعلام کرد:

## هدف‌گذاری ۵۰۰۰ مگاواتی «ونیرو»

صفحه ۱۴

## راز نجات سبدگردان‌ها

صفحه ۴

معاون اقتصادی شرکت‌هامون نایزه مطرح کرد:

## «هانیکو» بازیگرجدید صنعت آب



صفحه ۹

### «دالبر» زیر ذره‌بین

- فراصندوق «تمشک» ترکیب بهینه طلا و درآمدثابت
- افزایش ۷۶ درصدی درآمد «تپسی» در گزارش ۶ ماهه
- دلایل افت درآمد «تجلی» و زیان ۱۰ میلیارد تومانی
- شتاب‌گیری توسعه «کیمازی» با اتکا به IPO
- افزایش سرمایه «وبملت» در دست بررسی
- رشد ۲۲۸ درصدی سود خالص «وتوصا»

صفحات ۷، ۱۰ و ۱۱

سرمقاله

## تحلیلی بر نسبت پایین P/E در بازار سرمایه ایران



علی سنگینیان

نسبت قیمت به درآمد (P/E)، شاخص کلیدی ارزیابی سهام و بازتاب‌دهنده شرایط کلان اقتصادی و احساسات سرمایه‌گذاران نسبت به بازار است. از نظر بنیادی، P/E انتظارات بازار از رشد سودآوری آینده شرکت را بازتاب می‌دهد و بالا بودن آن معمولاً به این معنی است که بازار انتظار رشد بالای سود را دارد و حاضر است برای کسب سود فعلی، قیمت بیشتری بپردازد. در مقابل، P/E پایین، حاکی از انتظارات بازار از رشد پایین یا وجود ریسک‌های سیستماتیک در شرکت است. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران از P/E برای سنجش ارزندگی یک سهم در مقایسه با میانگین صنعت، میانگین تاریخی شرکت یا سایر جایگزین‌های سرمایه‌گذاری مانند نرخ سود بدون ریسک استفاده می‌کنند.

صفحه ۲

دیدگاه

## سرمایه‌گذاران در دو راهی کدال و کانال



**شایعه لذت روانی ایجاد می‌کند**

امیر آشتیانی عراقی



**شایعه عناصری از خبر را دارد اما مرجع روایت ندارد**

امیر لعلی



**بستر طبیعی شایعه «ابهام» است**

سروش خسروی

صفحه ۱۲






## اخبار هفته

### گره خوردن آینده بورس با فناوری



رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار گفت: کاملاً روشن است که آینده اقتصاد ایران به فناوری و شرکت‌های دانش‌بنیان گره خورده است و اتکای صرف به ذخایر معدنی، نفتی و منابع سنتی، دیگر مزیت رقابتی پایدار برای کشور ایجاد نمی‌کند.
حجت‌اله صیدی افزود: نقش نهاد ناظر بازار سرمایه در این حوزه بسیار مهم است، ما وظیفه حقوقی و تخصصی خود می‌دانیم که از توسعه زیست‌بوم نوآوری و فناوری حمایت کنیم و در این مسیر در خدمت مجموعه‌های فعال باشیم. تجاری‌سازی مهم‌ترین گلوگاه مسیر توسعه اقتصاد دانش بنیان است، چنان‌که بسیاری از ایده‌های خوب وجود داشته‌اند که در عبور از گردنه تجاری‌سازی متوقف شده‌اند. او ادامه داد:در بازار نوآفرین باید شاخص‌های اختصاصی تعریف شود؛ مشابه آن‌چه در سیلیکون‌ولی وجود دارد، تا بر اساس آن، عملکرد شرکت‌ها به‌صورت شفاف ارزیابی شود.

### ضرورت پیوند شرکت‌های دانش‌بنیان و بازار سرمایه



مدیرعامل فرابورس اعلام کرد: کندی آماده‌سازی شرکت‌های دانش‌بنیان، چالش اصلی ورود آن‌ها به بازار سرمایه است.
محمدعلی شیرازی با اشاره به شکاف میان ظرفیت مالی صندوق‌ها و کمبود طرح‌های آماده پذیرش، خواستار افزایش تعامل و تکرار جلسات مشترک برای تقویت ورود شرکت‌های دانش‌بنیان به بازار سرمایه شد. وی با ارائه گزارشی از وضعیت بازارهای مرتبط با شرکت‌های نوآور و دانش‌بنیان، بر ضرورت افزایش تعامل میان نهادهای مالی و اکوسیستم نوآوری تأکید کرد و افزود: درحال‌حاضر نزدیک به ۲۰ درصد شرکت‌های دانش‌بنیان در این بازار فعال هستند. بازار نوآفرین دو تابلوی دانش‌بنیان و رشد دارد. تاکنون ۳۸ درخواست پذیرش در این بازار ثبت شده که از این میان ۳۰ پرونده پذیرفته شده و در حال طی مراحل اجرایی هستند. او بازده شرکت‌های پذیرفته‌شده در این بازار را قابل توجه دانست.

### ورود صندوق‌های رمز ارز به بازار سرمایه



محمود گودرزی گفت: حدود یک سال و نیم است که موضوع ورود صندوق‌های رمز ارزی به بازار سرمایه را دنبال می‌کنیم و هدف اصلی ما در بورس تهران، پاسخ‌دادن به یک نیاز واقعی در بازار سرمایه است.
مدیرعامل بورس اوراق بهادار تهران ادامه داد: در ساختار بازار، تمایل جدی به اوراق‌بهادارسازی وجود دارد و از سوی دیگر، نسل زد نیز اشتیاق بالایی برای سرمایه‌گذاری در کلاس دارایی‌های دیجیتال نشان می‌دهد. اگر بتوانیم این کلاس دارایی را در بازار سرمایه به اوراق بهادار تبدیل کنیم و امکان توثیق آن را نیز فراهم سازیم، یک تحول بزرگ در نظام مالی کشور رقم خواهد خورد. وی افزود: سازمان بورس به‌طور مشخص، مسئولیت راه‌اندازی صندوق‌های رمز ارز را بر عهده بورس تهران گذاشته و به نظر می‌رسد به‌زودی شاهد شکل‌گیری این صندوق‌ها در بازار سرمایه باشیم.

### تدوین ترازنامه دولت جهت شفافیت عملکرد مالی



خزانه‌دار کل کشور با شاره به نقش حسابداری در بخش خصوصی و دولتی بیان کرد: تدوین ترازنامه دولت با همکاری حسابداران بخش خصوصی و دولتی، برای شفاف‌سازی دارایی‌ها و بدهی‌های دولت و ارزیابی عملکرد آن آغاز شده و در حال تکمیل است.
سید رحمت‌الله اکرمی گفت: در بخش خصوصی، حسابداران تحت نظارت شورای عالی جامعه حسابداران و حسابداران رسمی، با تهیه گزارش‌های مالی، به شفاف‌سازی وضعیت شرکت‌ها می‌پردازند. همچنین دولت به عنوان متولی حسابداری بخش عمومی موظف است با نظارت بر عملکرد دستگاه‌های اجرایی و بودجه کشور، گزارش‌های لازم را ارائه دهد. تدوین این ترازنامه، به‌عنوان ابزاری دقیق و مشخص، امکان پایش و گزارش‌دهی درباره آنچه دولت تحویل گرفته و آنچه تحویل داده را فراهم می‌کند و این سند به جامعه و نهادهای نظارتی اجازه می‌دهد تا عملکرد مالی دولت را به‌طور عینی مورد ارزیابی قرار دهند.

## سرمقاله

### تحلیلی بر نسبت پایین P/E در بازار سرمایه ایران

علی سنگینیان
کارشناس بازار سرمایه

نسبت قیمت به درآمد (P/E)، شاخص کلیدی ارزیابی سهام و بازتاب‌دهنده شرایط کلان اقتصادی و احساسات سرمایه‌گذاران نسبت به بازار است. از نظر بنیادی، P/E انتظارات بازار از رشد سودآوری آینده شرکت را بازتاب می‌دهد و بالا بودن آن معمولاً به این معنی است که بازار انتظار رشد بالای سود را دارد و حاضر است برای کسب سود فعلی، قیمت بیشتری بپردازد. در مقابل، P/E پایین، حاکی از انتظارات بازار از رشد پایین یا وجود ریسک‌های سیستماتیک در شرکت است. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران از P/E برای سنجش ارزندگی یک سهم در مقایسه با میانگین صنعت، میانگین تاریخی شرکت یا سایر جایگزین‌های سرمایه‌گذاری مانند نرخ سود بدون ریسک استفاده می‌کنند.
نسبت تاریخی پایین P/E در بازار سرمایه کشور، به نمادی از چالش‌های گسترده اقتصاد ایران بدل شده است؛ اقتصادی که با تورم بالا، نوسانات ارزی و بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران دست‌به‌گریبان است. میانگین P/E بازار سرمایه ایران در مقایسه با بازارهای توسعه‌یافته با میانگین ۲۱.۷ و حتی بازارهای در حال توسعه با میانگین ۱۵.۲، بسیار پایین‌تر است. بنابراین بررسی دلایل این موضوع و اثرات آن بر روند سرمایه‌گذاری ضروری است. دلایل اصلی پایین بودن این نسبت به شرح زیر طبقه‌بندی شده‌اند، هرچند که ممکن است با یکدیگر هم‌پوشانی داشته باشند:

**الف) ریسک‌های سیستماتیک و نااطمینانی‌های کلان اقتصادی**

**بی‌ثباتی اقتصادی:** اقتصاد ایران برای سال‌های متمادی با ناپایداری‌های قابل‌توجه روبه‌رو بوده است که به‌طور مستقیم باعث تضعیف اعتماد سرمایه‌گذاران و کاهش ارزش بازار شده است.

ادامه در صفحه ۳

در هفته منتهی به ۱۹ آذر اتفاق افتاد:

# خروج پول از طلا؛ ورود به بورس

ندا کریمی
کارشناس بازار سرمایه

بازار سرمایه در هفته منتهی به چهارشنبه ۱۹ آذرماه با رشد قابل توجه همه شاخص‌ها مواجه شد. شاخص کل با رشد ۵٫۳درصد به بالای ۳،۵۶۰،۰۰۰ واحدی رسید. شاخص هم وزن هم با رشد ۵درصد به بالای یک میلیون واحد رسید. در معاملات این هفته ۳٫۳ هزار میلیارد تومان ورود پول به سهام را داشتیم. خروج ۴۰۰ میلیارد تومانی هفتگی از صندوق های طلا از دیگر اتفاقات جالب این هفته بود. بیشترین رشد هفتگی بازار متعلق به نمادهای داترا، سکارون و ورازی بود که حدود ۱۶درصد رشد را تجربه کردند. بیشترین ریزش هم در این هفته متعلق به نمادهای کابگن، سدبیر و بهامرز بود که افت ۱۴درصد، ۱۲درصد و ۹درصد را نشان می دهد. ۷۷درصد نمادها در این هفته بازدهی مثبت به ثبت رساندند. ارزش معاملات خرد در این هفته با رشد ۱۰درصد نسبت به هفته قبل ۱۵ همت در میانگین روزانه بود.

#### در مجامع چه خبر بود؟

در مجامع این هفته وتوصا۳۳ تومان، خبازرس ۱۲۰ تومان و سشرق ۲۳۸ تومان، سدشت ۲۴۶ تومان، سکرد ۱۱۵تومان، بگیلان ۱۴۲ تومان، ثرود ۳۱ تومان و ثالوند ۱۳ تومان به ازای هر سهم تقسیم کردند.
وبانک بلوک مدیریتی شفا را آگهی کرد. وسکاب قصد فروش ملک جردن خود را دارد. وبملت و وتجارت به ترتیب قصد فروش ونیکی و شپنا را دارند. دتماد مجوز کشت گیاه شقایق الیفرا را دریافت کرد.



ارز ۲۸۵۰۰ تومانی برنج حذف شد. در راستای پرداخت طلب شرکت‌های پالایشی از شرکت پالایش و پخش مجوز صادرات فرآورده های اصلی مازاد بر نیاز ابلاغ شد.
وزیر اقتصاد از سیاست چند نرخی کشور انتقاد کرد و آن را ناکارآمد نامید. رییس کل بانک مرکزی از افزایش عرضه ارز در تالار دوم ارزی با حمایت شرکت های پتروشیمی و فولادی خبر داد. در راستای توسعه بازارهای صادراتی برای شرکت های پتروشیمی پلیمری مشوق های ارزی در نظر گرفته شد.
شپدیس از کاهش ظرفیت تولید خود به دلیل برودت هوا خبر داد. شرکت های لبنی در پی افزایش قابل توجه نرخ مواد اولیه(شیرخام) افزایش نرخ محصولات خود را ابلاغ کردند. در نماد های دارویی دسبحان، دالبر و درهاور افزایش نرخ گرفتند. فروی افزایش سرمایه ۱۰۰درصد از مطالبات حال شده سهامداران و آورده نقدی را دارد.
در این هفته نماد بانیان عرضه شد و نمادهای غدیر و هانیکو هم در هفته جاری عرضه خواهند شد. فنوال خبر از برنده شدن در دادگاه آلومینیوم پارس داد. در معاملات بورس کالا هر تن کاتد به بیش از ۱،۱۵ میلیارد تومان رسید، قیمت ورق گرم فولاد مبارکه هم ۵۸ میلیون معامله شد با ابطال مواجه گردید. نرخ شمش آلومینیوم هم به ۳۶۳ میلیون تومان در هر تن رسید.
در بازارهای جهانی قیمت هر اونس طلا ۴،۱۹۳ دلار می باشد. نقره در حال رکورد شکنی‌های مداوم است و هر اونس آن ۶۱ دلار می باشد. مس جهانی ۱۱،۶۲۱ دلار در تن معامله می شود. قیمت هر بشکه نفت برنت هم ۶۲ دلار معامله می شود. آلومینیوم، روی و سرب هم به ترتیب ۲۸۶۰ دلار، ۳۰۸۹ دلار و ۱۹۸۵ دلار در تن معامله می شود. قیمت هر بیت کوین ۹۲ هزار دلار است.
در بازار طلا و ارز داخلی هر سکه امامی ۱۳۱ میلیون تومان است. هر گرم طلای ۱۸ عیار ۱۲،۶ میلیون تومان و هر دلار در بازار آزاد ۱۲۴ هزار تومان و دلار نیمایی هم ۷۰،۸ هزار تومان است. فاصله دلار نیمایی از آزاد هم به ۷۵ درصد رسیده است.






رویداد هفته

## توسعه ابزارهای مالی؛ موتور رشد اقتصاد دانش‌بنیان



عبدالعلی علی‌عسگری، عضو هیات مدیره کانون نهادهای مالی ایران با تأکید بر ضرورت گسترش ابزارهای مالی نوآورانه همچون صندوق‌های مبتنی بر طلا و سازوکارهای پشتیبان صادرات، گفت: تقویت پیوند میان جوانان نوآور، کارآفرینان و شرکت‌های بزرگ می‌تواند اندازه اقتصادی کشور را به شکل چشمگیری افزایش دهد.

وی با اشاره به پیشنهادهایی همچون بهره‌گیری از رمزارزها، ایجاد صندوق‌های مبتنی بر طلا و تسهیل حضور بانک‌های خارجی افزود: این ابزارها می‌توانند گره‌گشای فعالان اقتصادی و شرکت‌هایی باشد که ظرفیت صادرات دارند. نگاه ما باید این باشد که صنعت مالی حامی و پشتوانه صنایع باشد تا بتواند موتور محرک نوآوری و تولید باشد. او گفت که معماری این ابزارها پیچیده است اما ضرورت اجرای آن‌ها بیش از هر زمان دیگری احساس می‌شود.

## تدوین برنامه مشترک برای توسعه فناوری‌های مالی



مهدی صفاری‌نیا، رئیس پارک فناوری پردیس در نشست شرکت‌های تأمین سرمایه که با حضور رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار و اعضای هیأت‌مدیره و مدیران عامل ارکان سازمان بورس برگزار شد، با تشریح سابقه و ظرفیت‌های پارک فناوری پردیس، بر ضرورت تدوین یک برنامه مشترک و منسجم برای توسعه فناوری‌های مالی کشور تأکید کرد.

صفاری‌نیا توضیح داد: این مجموعه از سال ۱۳۸۰ در نهاد ریاست‌جمهوری پایه گذاری شد و پس از آن به معاونت علمی و فناوری منتقل شد. طی دو دهه گذشته، پارک توانسته به یکی از مهم‌ترین و منحصر به فردترین کانون‌های توسعه فناوری در کشور و حتی منطقه تبدیل شود. پارک فناوری پردیس امروز بزرگ‌ترین مجموعه فناوری ایران و کشورهای اطراف محسوب می‌شود و زنجیره‌ای از تولید دانش تا فناوری، بازار و صادرات در آن شکل گرفته است.

## تصویب قانون مانع‌زدایی و توسعه اقتصاد دیجیتال



مهدی طغیانی، عضو کمیسیون اقتصادی مجلس گفت:حوزه رگولاتوری کسب‌وکارهای دیجیتال در جهان سابقه طولانی ندارد و همان‌طور که اکنون در کشور ما قانون‌گذاری در این حوزه در حال انجام است، در بسیاری از کشورها نیز هم‌زمان اقداماتی مشابه در جریان است و قوانین جدیدی تصویب می‌شود.

طغیانی ادامه داد: برای ورود به عرصه قاعده‌گذاری باید قوانینی وضع شود که ضمن ایجاد امنیت برای فعالان این کسب‌وکارها، مانع نوآوری نشود. جلسات مختلفی برای تعیین مسیر مناسب برگزار شده و نگاه غالب این است که حضور مردم و فعالان در کسب‌وکارهای جدید، یک فرصت است و باید در کنار ایجاد امنیت، زمینه رشد آن فراهم شود. کسب‌وکارهای دیجیتال برای کشور یک ظرفیت اقتصادی مهم‌اند و یکی از قوانینی که به‌تازگی در کمیسیون اقتصادی تصویب شد، قانون «مانع‌زدایی و توسعه اقتصاد دیجیتال» است.

## گام بورس در مسیر راه‌اندازی صندوق‌های رمزارز



رضا کیانی، مدیر توسعه بورس تهران گفت: از سال ۲۰۱۵ تاکنون، تعداد بورس‌های اوراق بهادار نسبت به بازارهای رمزارزی بیشتر و متنوع‌تر بوده و هرچند رشد اوراق بهادار دو برابر شده، اما همچنان نسبت به سرعت رشد رمزارزها کمتر است. بورس‌های اوراق بهادار در برابر این تحولات با دو انتخاب اصلی مواجه بودند: حرکت به سمت توکن‌سازی دارایی‌ها و ارائه محصولات مالی جدید در این حوزه.

وی همچنین افزود: براساس آمارها، حدود ۲۲ میلیون نفر در ایران با بازار رمزارز آشنایی دارند و ورود سرمایه‌گذاران ایرانی به این حوزه رو به افزایش است. صرافی‌ها و پلتفرم‌های داخلی نیز خدمات متنوعی ارائه می‌کنند و حتی وارد حوزه وام‌دهی رمزارزی شده‌اند. در چنین شرایطی، بازار سرمایه ایران با توجه به شکل‌گیری فضای قانونی در این حوزه، برنامه دارد با راه‌اندازی صندوق‌های رمزارزی، خدمات جدیدی به سرمایه‌گذاران ارائه دهد.

### چگونه موج IPOها بازار را تحریک می‌کند

# رشد عرضه‌های اولیه؛ نشانه بازگشت اعتماد

سارا صابری
خبرنگار

در سال‌هایی که تب سرمایه‌گذاری در بورس بالا می‌گیرد، تعداد عرضه‌های اولیه هم جهش می‌کند و در دوره‌های رکود، صف ورود شرکت‌های جدید ناگهان کوتاه می‌شود؛ اما این رابطه یک‌طرفه نیست. تجربه بازارهای جهانی و داده‌های فدراسیون جهانی بورس‌ها (WFE) نشان می‌دهد که موج‌های IPO هم محصول چرخه‌های نقدینگی، نرخ بهره و ریسک سیاسی‌اند و هم خود می‌توانند نوسانات شاخص‌ها را تشدید یا تعدیل کنند. به همین دلیل، تعداد عرضه‌های اولیه در هر سال را نمی‌توان صرفا یک آمار جانبی دانست؛ این عدد به نوعی «شاخص اعتماد» بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه است.

### چرا بعضی سال‌ها «داغ عرضه اولیه» می‌شود؟

داده‌های WFE نشان می‌دهد که بازارهای سهام دنیا در سال‌هایی که نقدینگی فراوان، نرخ‌های بهره پایین و انتظارات نسبت به آینده اقتصاد مثبت است، با موج‌های پرحجم عرضه اولیه مواجه می‌شوند. برای مثال، در سال ۲۰۲۳ و ۲۰۲۴، در حالی که تعداد کل IPOهای جهانی به کمترین سطح پنج‌ساله رسید، منطقه آمریکا در نقطه‌ای معکوس ایستاد: تعداد IPOها در این منطقه افزایش یافت و ارزش بازار آنها در سال ۲۰۲۴ تقریبا دو برابر سال قبل شد و از حدود ۱۶/۱ به ۳۶/۴ میلیارد دلار رسید؛ نشانه‌ای از آن‌که بهبود انتظارات نسبت به اقتصاد آمریکا و کاهش تدریجی نرخ‌های بهره، بنگاه‌ها را به استفاده از پنجره فرصت تشویق کرده است.

در مقابل، در منطقه آسیا-اقیانوسیه با وجود میزبانی بزرگ‌ترین IPO جهان، هم تعداد عرضه‌ها و هم سرمایه جذب‌شده از محل IPO به یکی از پایین‌ترین سطوح پنج‌ساله سقوط کرد که بازتابی از ضعف رشد اقتصادی چین، تردید سرمایه‌گذاران و افزایش عدم‌قطعیت‌های سیاسی است.

مطالعات روی چرخه‌های IPO نشان می‌دهد که سه متغیر کلیدی چرخه کسب‌وکار، نرخ بهره و عدم‌قطعیت کلان، بیشترین نقش را در شکل‌گیری موج‌های بازار داغ و بازار سرد عرضه اولیه دارند. بر اساس پژوهشی در سال ۲۰۱۸ تحت عنوان «رابطه بین عرضه اولیه عمومی و عوامل اقتصاد کلان»، در دوره‌هایی که رشد اقتصادی مثبت، نوسان بازارها پایین و نرخ‌های بهره واقعی منفی یا بسیار پایین است، هم تمایل بنگاه‌ها برای تأمین مالی از طریق بازار سهام بیشتر می‌شود و هم سرمایه‌گذاران حاضرند ریسک عرضه‌های جدید را بپذیرند؛ در مقابل، هر واحد افزایش شوک عدم‌قطعیت کلان می‌تواند به‌طور معنادار تعداد ماهانه IPOها را کاهش دهد، حتی اگر سطح عمومی شاخص‌ها در ظاهر بالا باشد.

این یافته‌ها با مشاهده داده‌های اخیر نظیر مقاله «بررسی عرضه اولیه سهام جهانی در سال ۲۰۲۳ و چشم‌انداز آن در سال ۲۰۲۴» نیز همخوان دارد، به طوری که در بسیاری از بازارها، با وجود رشد اسمی شاخص‌ها در ۲۰۲۲ و ۲۰۲۳، رکود نسبی در IPOها حاکم بود، زیرا جهش نرخ بهره و ریسک‌های ژئوپلیتیک، جرات عرضه را از ناشران و اشتیاق خرید را از سرمایه‌گذاران گرفته بود.

از زاویه رفتاری، موج‌های IPO معمولا با فاز خوش‌بینی در بازار همزمان می‌شوند؛ یعنی دوره‌هایی که قیمت‌های سهام طی چند فصل متوالی رشد کرده، بازده‌های گذشته چشمگیر است و رسانه‌ها پی‌درپی داستان‌های موفقیت عرضه‌های اولیه قبلی را بازتاب می‌دهند.

در چنین فضاهایی، شرکت‌های مربوطه نیز انگیزه بیشتری برای صف‌کشاندن شرکت‌ها به تالار عرضه پیدا می‌کنند و کیفیت غربال‌گری ممکن است افت کند، به‌طوری‌که بخشی از شرکت‌های عرضه‌شده در دوره بازار داغ در سال‌های بعد عملکردی ضعیف‌تر از شاخص‌ها ثبت می‌کنند.

در مقابل، در بازارهای سرد، حتی شرکت‌های با کیفیت بنیادی مناسب هم عرضه را به تعویق می‌اندازند تا در دوره‌ای با ارزش‌گذاری بهتر و تقاضای قوی‌تر وارد بازار شوند.

این تجربه و مقالات جهانی در ایران نیز جامه عمل به خود پوشانده؛ به طوری که چه در بورس و چه در فرابورس، بیشترین عرضه‌های اولیه مربوط به سال‌های رونق بازار است. به عنوان مثال، صعودی‌ترین دوره رشد بورس کشور مربوط به سال‌های ۹۸ و ۹۹ است که به ترتیب ۴۰ و ۴۶ عرضه اولیه در بازار انجام پذیرفت.

حتی در ابعاد کوچک‌تر نیز این همگرایی صادق است. مطابق نمودار، تنها تعدد عرضه‌های اولیه حد فاصل سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲، رشد ۱۹۲ درصدی فرابورس را توجیه می‌کند

### اثر عرضه‌های اولیه بر رشد و افت شاخص‌ها

در نگاه اول ممکن است تصور شود که افزایش تعداد IPOها لزوما به معنی رشد شاخص کل است؛ اما تجربه جهانی این فرض ساده را تایید نمی‌کند. پژوهش‌های بین‌المللی نظیر «عوامل تعیین‌کننده کلان اقتصادی روی عرضه اولیه: ارزیابی کشورهای عضو گروه ۷» نشان می‌دهد که رابطه عملکرد شاخص و حجم IPO بیشتر از جنس هم‌زمانی با بازده‌های اخیر است تا رابطه علت و معلولی مستقیم؛ یعنی این بازده‌های مثبت در دوره قبل است که موج عرضه اولیه را تحریک می‌کند، نه برعکس. بر اساس مدل‌های زمان‌بندی بهینه عرضه اولیه، شرکت‌ها زمانی به بازار می‌آیند که قیمت‌ها در سطوح مطلوب و نسبت قیمت به درآمد بازار در محدوده‌های بالاتر از میانگین‌های بلندمدت است، بنابراین رشد شاخص عملا سیگنالی برای فعال شدن صف عرضه‌هاست.

با این حال، افزایش تعداد و اندازه عرضه‌های اولیه می‌تواند پیامدهای معناداری برای رفتار شاخص‌ها در ماه‌های بعد داشته باشد. نخست، در صورت نبود جریان نقدینگی تازه، IPOهای بزرگ می‌توانند به رقیب سهام موجود تبدیل شوند و بخشی از منابع حقیقی و حقوقی را از نمادهای قدیمی به سمت نمادهای تازه‌وارد هدایت کنند و در نتیجه، فشار عرضه نسبی روی پرتفوی‌های قبلی بالا می‌رود.

دوم، در سناریویی که موج عرضه اولیه با اشتهای بالا و ارزش‌گذاری‌های اغراق‌آمیز همراه باشد، پایداری رشد شاخص زیر سوال می‌رود و کوچک‌ترین شوک بیرونی یا تغییر انتظارات می‌تواند چرخه معکوس قیمت‌ها را آغاز کند، همان‌طور که در بسیاری از بازارها پس از دوره‌های IPO داغ، طی یک تا دو سال بعد، شاخص‌ها فاز اصلاح عمیق را تجربه کرده‌اند.

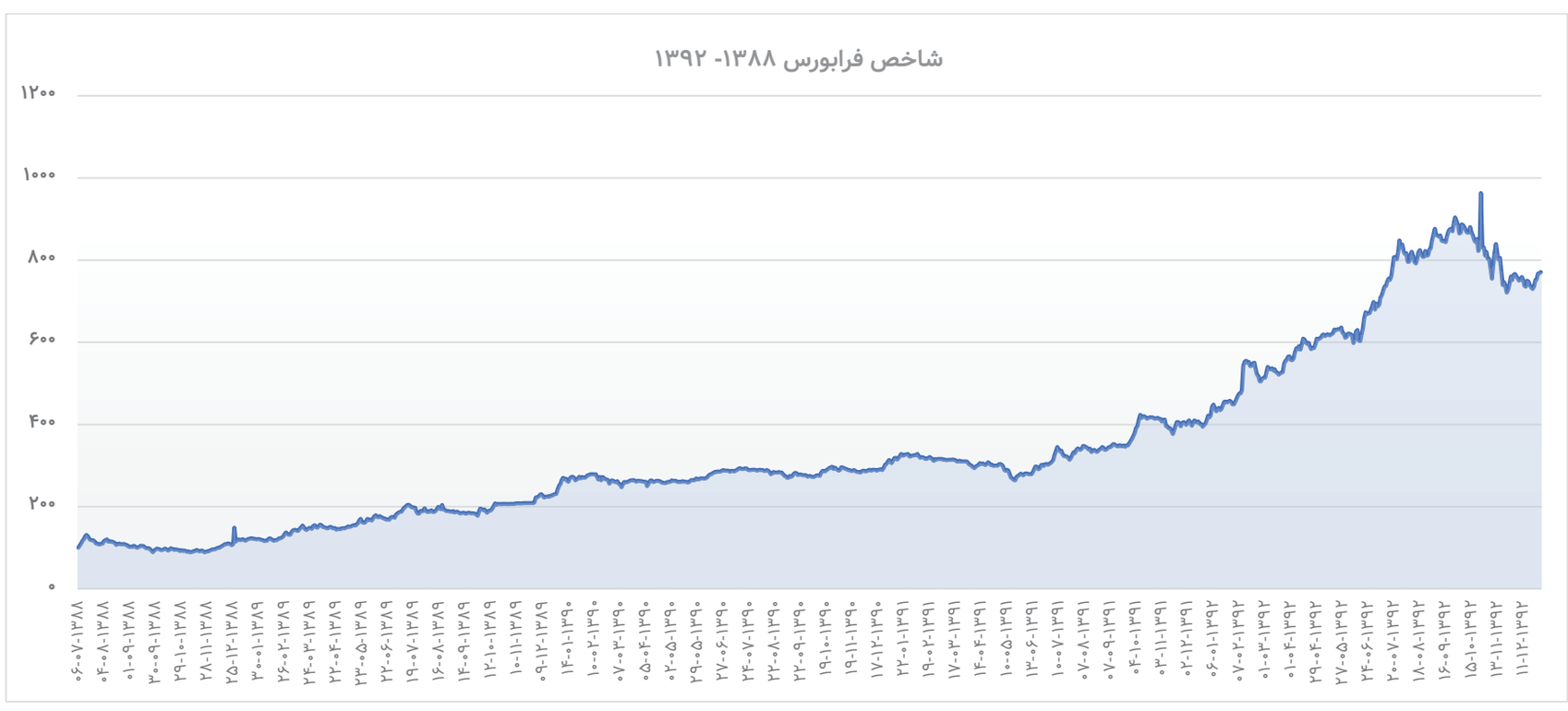
می‌توان گفت سال‌هایی که تعداد عرضه‌های اولیه به‌طور غیرعادی زیاد می‌شود، معمولا دوره‌هایی هستند که ترکیب بازده‌های مثبت اخیر، نقدینگی فراوان و نرخ بهره پایین در کنار انتظارات خوش‌بینانه نسبت به آینده شکل گرفته و فضای روانی بازار را به سمت پذیرش ریسک بیشتر سوق داده است.

چنین دوره‌هایی اگر با اصلاح تدریجی و کنترل‌شده همراه نشوند، خطر شکل‌گیری حباب‌های قیمتی و در ادامه، ورود ناگهانی به فاز اصلاح عمیق شاخص را به همراه دارند؛ خطری که در بازارهای مختلف پس از موج‌های IPO داغ در بازه‌های یک تا سه ساله خود را نشان داده است.

در مقابل، دوره‌های افت شدید تعداد عرضه‌ها لزوما به معنای سلامت بیشتر نیست، بلکه غالبا نشانه‌ای از افزایش هزینه تأمین مالی، ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران و قفل شدن مسیر تأمین مالی بنگاه‌هاست که می‌تواند رشد اقتصادی را در میان‌مدت تضعیف کند.

| سال | تعداد عرضه اولیه بورس |
|---|---|
| ۱۳۸۷ | ۵ |
| ۱۳۸۸ | ۸ |
| ۱۳۸۹ | ۱۵ |
| ۱۳۹۰ | ۱۶ |
| ۱۳۹۱ | ۲۰ |
| ۱۳۹۲ | ۱۷ |
| ۱۳۹۳ | ۱۴ |
| ۱۳۹۴ | ۲۰ |
| ۱۳۹۵ | ۲۵ |
| ۱۳۹۶ | ۱۸ |
| ۱۳۹۷ | ۲۳ |
| ۱۳۹۸ | ۲۶ |
| ۱۳۹۹ | ۳۲ |
| ۱۴۰۰ | ۲۳ |
| ۱۴۰۱ | ۲۶ |
| ۱۴۰۲ | ۳۴ |
| ۱۴۰۳ | ۱۰ |
| ۱۴۰۴ | ۳ |

| سال | تعداد عرضه اولیه فرابورس |
|---|---|
| ۱۳۸۸ | ۴ |
| ۱۳۸۹ | ۸ |
| ۱۳۹۰ | ۱۸ |
| ۱۳۹۱ | ۱۷ |
| ۱۳۹۲ | ۱۲ |
| ۱۳۹۳ | ۹ |
| ۱۳۹۴ | ۱۶ |
| ۱۳۹۵ | ۱۸ |
| ۱۳۹۶ | ۱۰ |
| ۱۳۹۷ | ۱۶ |
| ۱۳۹۸ | ۱۷ |
| ۱۳۹۹ | ۲۰ |
| ۱۴۰۰ | ۱۵ |
| ۱۴۰۱ | ۲۰ |
| ۱۴۰۲ | ۲۶ |
| ۱۴۰۳ | ۲۲ |
| ۱۴۰۴ | ۱۰ |




سرمقاله

## تحلیلی بر نسبت پایین P/E در بازار سرمایه ایران

ادامه از صفحه ۲

قابل‌توجه روبه‌رو بوده است که به‌طور مستقیم باعث تضعیف اعتماد سرمایه‌گذاران و کاهش ارزش بازار شده است. بررسی‌ها نشان می‌دهد میانگین تاریخی نسبت قیمت به درآمد ۵.۳۸ است. به عبارت دیگر، نسبت پایین P/E تا حد زیادی با بنیان‌های ضعیف اقتصادی کشور قابل‌توجیه است.

**فشارهای تورمی:** نرخ بالای تورم، یکی از مهم‌ترین دلایل پایین بودن P/E است. اگرچه انتظار می‌رود سرمایه‌گذاری در سهام با ایجاد سپر تورمی، سرمایه‌گذار را در مقابل کاهش ارزش سرمایه‌گذاری محافظت کند، اما تداوم تورم بالا، بازده واقعی سرمایه‌گذاری را کاهش داده و باعث افت ارزش‌گذاری سهام می‌شود.

**نوسانات نرخ ارز:** نوسانات ارز یکی دیگر از عوامل اصلی در شکل‌گیری نسبت پایین P/E است. رشد دائمی نرخ ارز و همچنین شکاف بالای نرخ ارز آزاد و رسمی، سودآوری شرکت‌ها را تضعیف کرده و موجب ناپایداری درآمدها شده است. نتیجه آن، تمایل سرمایه‌گذاران به پرداخت قیمت‌های کمتر برای سهام است.

**بالا بودن نرخ سود بدون ریسک:** به‌دلیل بالا بودن نرخ سود سپرده‌های بانکی و اوراق با درآمد ثابت، سرمایه‌گذاران انتظار دارند بازده بالاتری از سهام دریافت کنند. این امر باعث می‌شود قیمت سهام نسبت به سود، پایین نگه داشته شود تا نرخ بازده مورد انتظار جذاب‌تر باشد.

**نااطمینانی‌های مقرراتی:** تغییرات ناگهانی و غیرقابل پیش‌بینی در سیاست‌های ارزی، قیمت‌گذاری خوراک و حامل‌های انرژی، عوارض صادراتی و قیمت‌گذاری دستوری، سودآوری آتی شرکت‌ها را با ریسک جدی مواجه می‌کند و افق سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد.

**ب) مشکلات ساختاری بازار و گزارشگری**

**سودهای موهومی:** به‌دلیل تورم بالا، بخش قابل‌توجهی از سود گزارش‌شده شرکت‌ها می‌تواند از محل تورم دارایی‌ها (مانند تسعیر ارز) باشد و نه عملکرد واقعی. بازار به این «سودهای موهومی» ضریب P/E کمتری می‌دهد.

**پایین بودن نقدشوندگی:** غیبت سرمایه‌گذاران خارجی و نقدشوندگی پایین، باعث می‌شود سهم فرصتی برای رشد پیدا نکند و عمق بازار کاهش یابد.

به‌طور خلاصه، چشم‌انداز اقتصادی ایران با مشکلات ساختاری همچون تورم، کاهش سرمایه‌گذاری و ضعف حکمرانی مواجه است؛ عاملی که مانع از مشارکت سرمایه‌گذاران در بازار شده و در نتیجه، ارزش‌گذاری سهام را به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای فشرده کرده است. پایین بودن P/E در بورس تهران، علاوه بر اینکه بازتاب‌دهنده ریسک‌های موجود است، مشکلات ساختاری مهمی را نیز به‌دنبال دارد:

**عدم جذابیت افزایش سرمایه:** P/E پایین، انگیزه مدیران برای افزایش سرمایه از محل آورده نقدی را کاهش می‌دهد، چراکه شرکت مجبور است سهام خود را با قیمتی پایین‌تر از ارزش واقعی بفروشد. این وضعیت، مانع تأمین مالی و توسعه پروژه‌ها از طریق بازار سرمایه می‌شود.

**کاهش نقش بورس در تأمین مالی:** بورس، به‌جای آنکه منبع تأمین سرمایه برای شرکت‌ها باشد، صرفاً به بازاری برای معاملات و بستری برای سفته‌بازی تبدیل می‌شود و نقش اصلی خود را در پشتیبانی از تولید و اقتصاد از دست می‌دهد.

**تکیه بر افزایش قیمت سهم:** هنگامی که P/E یک سهم پایین‌تر از نرخ سود بدون ریسک باشد، سرمایه‌گذاری در آن از نظر سود عملیاتی منطقی نیست. در این حالت، تنها امید سرمایه‌گذار به رشد قیمت سهم ناشی از عوامل غیرعملیاتی (مانند نوسانات ارزی یا تورم) است، نه شریک شدن در فعالیت اقتصادی و سودآوری شرکت.

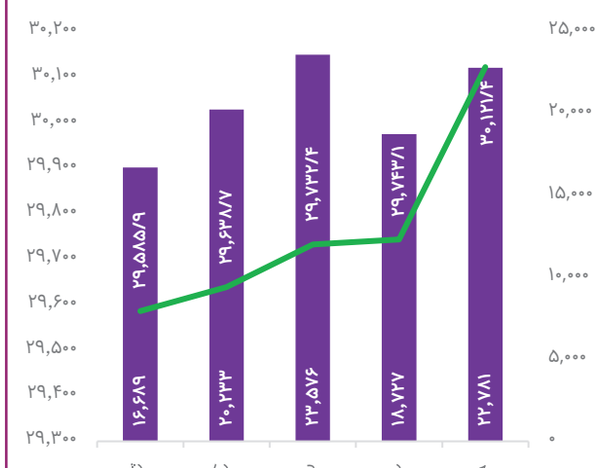
**تأثیر بر ورود منابع جدید:** نسبت پایین P/E، نشان‌دهنده انتظارات پایین سرمایه‌گذاران از رشد آتی شرکت‌هاست. تداوم این وضعیت، اعتماد سرمایه‌گذاران را تضعیف کرده و مانع ورود منابع جدید به بازار می‌شود. از سوی دیگر، پایین بودن دائمی P/E می‌تواند مانع از ورود سرمایه‌گذاران خارجی شود، زیرا آنان معمولاً بازارهایی با چشم‌انداز رشد پایدارتر را ترجیح می‌دهند.

به عبارت دیگر، پیامدهای نسبت پایین P/E فراتر از ارزش‌گذاری صرف است و بر رفتار سرمایه‌گذاران و جریان‌های سرمایه تأثیر می‌گذارد. در چنین شرایطی، ضریب‌های ارزش‌گذاری در کل بازار کاهش می‌یابد و تقاضا برای خرید سهام افت می‌کند. در نتیجه، سرمایه‌گذاران بازده بالاتری را به‌عنوان جبران ریسک مطالبه می‌کنند، که خود منجر به کاهش بیشتر نسبت P/E می‌شود. این پیامدها را می‌توان در سه دسته خلاصه کرد: کاهش توان رقابت بورس با بانک و خروج منابع از بازار سرمایه، تشویق به سودسازی به‌جای ایجاد سود عملیاتی و عدم تحقق تأمین مالی و فاصله گرفتن بورس از نقش اصلی خود در فرآیند توسعه اقتصادی. بررسی‌ها نشان می‌دهد که نسبت P/E معقول برای بازار سرمایه ایران در شرایط فعلی و با در نظر گرفتن نرخ بازده بدون ریسک، صرف ریسک بازار و نرخ رشد پایدار، در دامنه ۵ تا ۸ قرار می‌گیرد که همچنان در مقایسه با بازارهای مشابه بسیار کمتر است. به عبارت دیگر، در مقایسه با سایر بازارهای نوظهور، نسبت پایین P/E در ایران بر وجود مشکلات ساختاری عمیق در اقتصاد کشور تأکید دارد؛ بنابراین نمی‌توان فقط با تکیه بر اصلاحات ساختاری در بازار سرمایه، رشد قابل‌ملاحظه‌ای در این نسبت را انتظار داشت. نسبت پایین قیمت به درآمد در بورس تهران، هم‌زمان نشانه‌ای از ارزش‌گذاری پایین سهام و بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران به آینده اقتصاد ایران است. اگرچه ممکن است برخی تحلیلگران این وضعیت را فرصت خرید بدانند، اما واقعیت این است که تداوم تورم بالا، نوسانات ارزی و نااطمینانی سیاسی، موانعی جدی برای رشد پایدار و اصلاح نسبت P/E محسوب می‌شوند. بنابراین، تحلیل نسبت P/E در ایران تنها در چارچوب تحولات سیاسی، اقتصادی و رفتاری سرمایه‌گذاران معنا پیدا می‌کند.




# راز نجات سبدگردان‌ها

فرابورس




یادداشت

## خطر عدم توسعه برای نهادهای مالی



آرش مجاهد
مدیرعامل مشاور سرمایه‌گذاری آرمان آتی

توسعه بازار سرمایه ایران از دهه ۷۰ و با محوریت کارگزاری‌ها آغاز شد. در این دوره، تمرکز اصلی بر تسهیل معاملات و جذب سرمایه‌گذاران خرد بود. سایر نهادهای مالی از جمله شرکت‌های سبدگردان و مشاور سرمایه‌گذاری یک دهه بعد به تدریج وارد فضای بازار سرمایه شدند و در آن سال‌ها نقش حاشیه‌ای داشتند. در دهه ۹۰ و با رشد و رونق فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و افزایش تقاضا برای مدیریت دارایی، شرکت‌های سبدگردان و با توسعه فعالیت‌های تأمین مالی، شرکت‌های تأمین سرمایه و مشاور سرمایه‌گذاری فعال‌تر شدند. با این حال همچنان فعالیت اصلی بازار سرمایه بر روی معاملات و صنعت کارگزاری بود. در چند سال اخیر و با تغییر پارادایم سرمایه‌گذاری، شاهد تغییر ذائقه سرمایه‌گذاری و تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری غیر مستقیم و رشد چشمگیر تعداد و ارزش دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری بودیم به نحوی که تنوع این صندوق‌ها باعث جذب افراد با سلایق مختلف سرمایه‌گذاری شده است. از سوی دیگر اگرچه در چند سال اخیر به نسبت دهه ۹۰ شاهد رشد فعالیت‌های مبتنی‌بر تحلیل و پردازش داده در بازار سرمایه بودیم، اما به دلیل نبود زیرساخت‌های مناسب، وجود انحصار و نبود افراد متخصص در حوزه طراحی و پیاده‌سازی فناوری‌های نوین مالی، همچنان فعالیت‌های مبتنی‌بر پردازش اطلاعات مالی به خوبی توسعه پیدا نکرده و نقش محدودی در تصمیم‌سازی فعالان بازار سرمایه دارد.

اگر مسیر توسعه بازار سرمایه ایران در سه دهه گذشته را با سایر کشورها مقایسه کنیم به این نتیجه می‌رسیم که برخی از جدی‌ترین چالش‌ها و مشکلاتی که نهادهای مالی در بازار سرمایه ایران با آن مواجه هستند، به دلیل مدل توسعه بازار سرمایه و نهادهای مالی در ایران است. به عنوان مثال در ایالات متحده و بریتانیا، مدیریت دارایی، تحلیل داده‌های مالی و فعالیت مشاوره سرمایه‌گذاری از دهه ۸۰ میلادی شروع شده است. علاوه بر این شرکت‌های پردازشگر اطلاعات مالی و بانک‌های سرمایه‌گذاری نیز محوریت اصلی بازار بورس را تشکیل داده‌اند. همچنین در اروپا و کشورهایی از قبیل آلمان و فرانسه و هلند نیز سالهاست تمرکز نهادهای مالی بر فعالیت‌هایی از قبیل مدیریت دارایی و مشاوره سرمایه‌گذاری است. در شرق آسیا و در کشورهایی نظیر ژاپن، کره جنوبی و چین، تمرکز اصلی بر فناوری‌های نوین مالی و تحلیل داده‌های مالی بوده و شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی و الگوریتم‌های معاملاتی، نقش بسیار زیادی در بازارهای مالی این کشورها ایفا می‌کنند. بنابراین به وضوح می‌توان دید که یکی از چالش‌های اساسی برای نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه ایران، عدم توسعه مناسب زیرساخت‌ها و ابزارها و خدمات مالی مبتنی‌بر آن است و بخش درآمدی بسیاری از نهادهای مالی را با مخاطرات جدی مواجه کرده است.

از دیگر چالش‌های با اهمیت بر سر راه نهادهای مالی می‌توان به تداخل موضوع فعالیت برخی نهادهای مالی و همچنین تغییر دامنه‌های مجاز فعالیت هر نوع از نهادهای مالی اشاره کرد. در دهه ۹۰ و با رشد و توسعه نهادهای مالی غیرکارگزار، مقام ناظر به دنبال تعیین چارچوب‌های فعالیتی کاملا مشخص و مجزا برای انواع نهادهای مالی بود، به نحوی که تمامی نهادهای مالی با هر موضوع فعالیتی موظف به پایبندی کامل به موضوعات فعالیت مشخص شده گردیدند و این امر چالش‌های درآمدی برای برخی از انواع نهادهای مالی ایجاد کرد، چراکه برخی از طبقات درآمدی نهادهای مالی به طور کامل حذف یا تغییر کرد. دیگر چالش مهم، عدم وجود قدرت تصمیم‌سازی و تعیین پارامترهای کنترلی در راستای حفظ منافع ذینفعان نهادهای مالی است. بدین معنی که نهادهای مالی در بازار سرمایه ایران به نوعی فقط ملزم به اجرا و رعایت مصوبات و دستورالعمل‌های تعیین شده از سوی نهاد ناظر و سیاست‌گذار بوده و عملا هیچگونه قدرت نظارتی و تصمیم‌گیری در این خصوص ندارند.

ادامه در صفحه ۶

رجا ابوطالبی
خبرنگار

طبق اعلام مدیر نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس، در پایان سال ۱۴۰۳ تعداد سبدگردان‌های دارای مجوز و فعال به حدود ۱۳۰ شرکت رسیده که نشان از تکثر بازیگران و رقابت رو به افزایش در این صنعت دارد. هم‌زمان، ارزش دارایی تحت مدیریت سبدگردان‌ها به حدود ۴۱۰ هزار میلیارد تومان رسیده که سهم قابل‌توجهی از آن در صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بخشی در سبدهای اختصاصی مدیریت می‌شود. این رشد کمی، در عین حال حاشیه سود شرکت‌ها را به‌شدت وابسته به نوسانات بازار سهام و توان آنها در حفظ و جذب دارایی تحت مدیریت کرده است.

در میان این ۱۳۰ سبدگردان، سبدگردان مفید بزرگ‌ترین بازیگر از نظر دارایی تحت مدیریت است؛ چرا که این شرکت با بیش از ۵۸ هزار میلیارد تومان دارایی تحت مدیریت حدود ۱۵ درصد کل بازار سبدگردانی را در اختیار دارد و در جایگاه نخست مدیریت دارایی قرار گرفته است. انتخاب مفید برای محور تحلیل این گزارش از همین منظر انجام شده است تا عملکرد مالی سبدگردانی با بیشترین مقیاس دارایی، به‌عنوان نماینده بالادست صنعت، مبنای قضاوت قرار گیرد و سپس دو سبدگردان کاریزما و سهم‌آشنا به‌عنوان نمونه‌های مکمل، تصویر دقیق‌تری از طیف عملکردی صنعت ارائه دهند. بررسی صورت‌های مالی سه سبدگردان «مفید»، «کاریزما» و «سهم‌آشنا» نشان می‌دهد مفید با رشد سودآوری و تقویت سرمایه، موتور اصلی صنعت سبدگردانی است؛ در حالی‌که کاریزما و سهم‌آشنا هر دو با افت محسوس حاشیه سود نسبت به دوره مشابه قبل مواجه شده‌اند، هرچند همچنان سودآور باقی مانده‌اند.

### مفید؛ تقویت بنیان مالی

صورت سود و زیان مفید در ۶ ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۴ از جهش قابل‌توجه درآمدهای عملیاتی و سود خالص نسبت به سال قبل حکایت دارد؛ جمع درآمدهای عملیاتی شرکت از حدود ۱۵,۱ هزار میلیارد ریال در سال قبل به ۳۱,۲ هزار میلیارد ریال رسیده و عملا بیش از دو برابر شده است. بخش مهمی از این رشد ناشی از افزایش سود فروش سرمایه‌گذاری‌ها از حدود ۵,۹ هزار میلیارد ریال به ۱۶,۴ هزار میلیارد ریال و همچنین رشد ۶۱ درصدی سایر درآمدهای عملیاتی نظیر کارمزدها و خدمات مدیریت دارایی بوده که نشان می‌دهد مفید هم از رونق بازار سهام در قالب سودهای تحقق‌یافته بهره برده و هم حجم کارمزدهای تکرارشونده خود را افزایش داده است. در نتیجه، سود عملیاتی از حدود ۱۳,۰ هزار میلیارد ریال به ۲۸,۲ هزار میلیارد ریال رسیده که به معنی رشد نزدیک به ۱۲۰ درصدی سودآوری سالانه است.

از منظر ترازنامه، مجموع دارایی‌های مفید طی یک سال از حدود ۳۱,۳ هزار میلیارد ریال به ۵۹,۶ هزار میلیارد ریال افزایش یافته و تقریبا دو برابر شده است، در حالی که بدهی‌ها تنها ۲۲ درصد رشد کرده است.

در برابر رشد محدود بدهی‌ها، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام با توجه به رشد ۹۷ درصدی حقوق صاحبان سهام، در سطح محافظه‌کارانه‌ای باقی مانده و نشان می‌دهد مدل کسب‌وکار مفید به‌شدت متکی بر کارمزد و درآمد سرمایه‌گذاری با اتکا به سرمایه خودی است، نه استقراض.

اما در شرایطی که تمام بنگاه‌ها و نهادهای مالی و اقتصادی مشکل نقدینگی و سرمایه در گردش دارند، بررسی صورت جریان وجوه نقد، می‌تواند این متغیر مهم را بررسی کند؛ جریان خالص نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی از حدود ۱,۳ هزار میلیارد ریال در سال مالی قبل با یک جهش چشمگیر ۵۰۶ درصدی به نزدیک ۷,۷ هزار میلیارد ریال در سال مالی منتهی به شهریور ۱۴۰۴ رسیده است.

این هم‌خوانی بین رشد سود و جریان نقد عملیاتی نشان می‌دهد که مفید نه‌تنها توانسته درآمدهای عملیاتی را افزایش دهد، بلکه موفق به وصول به‌موقع مطالبات کارمزدی از مشتریان و مدیریت کارآمد سرمایه در گردش نیز شده است. این وضعیت، ریسک نقدینگی شرکت را کاهش داده و قدرت مانور مالی آن را برای سرمایه‌گذاری‌های آتی یا مواجهه با نوسانات احتمالی بازار تقویت کرده است. در کنار این جریان نقدی قوی، پرداخت سود نقدی مصوب که از حدود ۸,۲ هزار میلیارد ریال به ۱۰,۷ هزار میلیارد ریال افزایش یافته، نشان می‌دهد شرکت توانسته هم سهامداران را با افزایش توزیع سود راضی نگه دارد و هم با حفظ نسبت پرداخت سود در حدود ۴۲ درصد، بخش قابل‌توجهی از سود را برای تقویت سرمایه، پشتوانه توسعه کسب‌وکار و ضربه‌گیری در برابر نوسانات آتی بازار در داخل شرکت نگه دارد.

### بازیگران کوچک و متوسط در مسیر مفید!

صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۶ ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۴ سبدگردان کاریزما از یک سو گسترش ترازنامه و تقویت حقوق صاحبان سهام و از سوی دیگر رشد محسوس سودآوری نسبت به دوره مشابه سال قبل را نشان می‌دهد. در حالی که مجموع دارایی‌ها در همین بازه از حدود ۲۴,۷ به ۲۶,۴ هزار میلیارد ریال رسیده، جمع بدهی‌ها اندکی کاهش یافته و از ۱۴,۱ به ۱۳,۳ هزار میلیارد ریال رسیده است که به معنی تحکیم نسبی ساختار سرمایه و کاهش اهرم مالی است. با این وجود، سود خالص دوره ۶ ماهه از حدود ۱۰۳ میلیارد ریال در دوره مشابه سال قبل به ۳,۸ هزار میلیارد ریال رسیده است. در سمت هزینه‌ها، هزینه‌های فروش، اداری و عمومی و سایر هزینه‌های عملیاتی کاریزما نسبت به سال قبل کاهش یافته که بخشی از علت رشد سود خالص این شرکت را توجیه می‌کند. هم‌زمان، هزینه مالی دوره در سطح بالایی (بیش از ۱ هزار میلیارد ریال) باقی مانده که نشان‌دهنده اتکای شرکت به تسهیلات و منابع مالی گران‌قیمت برای تامین بخشی از سرمایه در گردش و سرمایه‌گذاری‌ها است. افزایش چشمگیر دارایی‌های نامشهود و دارایی‌های ثابت مشهود نیز بیانگر استراتژی توسعه‌محور شرکت نظیر سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها، شعب، سامانه‌ها یا دارایی‌های ملکی است که در کوتاه‌مدت هزینه‌زا و در میان‌مدت بالقوه درآمدزا خواهد بود و تداوم آن، نسبت بازده سرمایه‌گذاری را وابسته به موفقیت این پروژه‌ها و وضعیت کلی بازار سرمایه می‌کند.

در مقابل، سبدگردان سهم‌آشنا به‌عنوان یک بازیگر کوچک‌تر، در صورت‌های میاندوره‌ای ۶ ماهه، با رشد اندک هم‌زمان درآمد و سود نسبت به دوره مشابه سال قبل روبه‌رو شده است.

جمع درآمدهای عملیاتی سهم‌آشنا از حدود ۳۳۴ میلیارد ریال به ۵۰۷ میلیارد ریال افزایش یافته که این افزایش عمدتا ناشی از رشد ۳۵۰ درصدی سود فروش سرمایه‌گذاری‌ها و سایر درآمدهای عملیاتی است و نشان از حساسیت بالای مدل درآمدی شرکت به شرایط بازار و میزان معاملات تحت مدیریت دارد. از منظر ترازنامه، مجموع دارایی‌های سهم‌آشنا در پایان این دوره از حدود ۱,۷ به ۲,۵ هزار میلیارد ریال افزایش یافته، که این رشد عمدتا از محل جهش بدهی‌ها از ۳۲۷ به حدود ۱,۲ هزار میلیارد ریال بوده و در نتیجه حقوق صاحبان سهام با ۷ درصد کاهش به حدود ۱,۲۷ هزار میلیارد ریال رسیده است.

سود انباشته شرکت اما از ۲۴۱ به ۱۴۱ میلیارد ریال کاهش یافته که نشان می‌دهد در سال قبل، توزیع سود نقدی نسبتا سخاوتمندانه‌ای انجام شده که بیش از توان سودآوری پایدار فعلی بوده و حاشیه ایمنی سرمایه‌ای را تا حدی کاهش داده است. در یادداشت‌های توضیحی نیز به اختلاف مالیاتی سال ۱۳۹۹ و خرید ملک از اشخاص وابسته اشاره شده که هرچند از نظر حسابرس تاثیری بر نتیجه‌گیری نداشته، اما در افق میان‌مدت می‌تواند در صورت صدور رای نامساعد مالیاتی یا بروز چالش در انتقال مالکیت، فشار مضاعفی بر نقدینگی و حقوق صاحبان سهام شرکت وارد کند.

### چشم‌انداز تداوم روندها

صنعت سبدگردانی در نیمه نخست ۱۴۰۴ رشد کلی AUM حدود ۱۵ تا ۲۰ درصدی را تجربه کرده که تداوم آن به ثبات بازار سهام، سیاست‌های پولی بانک مرکزی و حجم معاملات بورس کالا وابسته است. شرکت‌ها با افزایش کارمزدهای تکرارشونده از صندوق‌های ETF و درآمد ثابت، حاشیه سود متوسط خود را حفظ و ارتقا بخشیدند، مشروط به کنترل هزینه‌های مالی و اداری در برابر تورم ۳۵ تا ۴۰ درصدی و نوسانات نرخ ارز.

جریان نقد عملیاتی قوی الگویی برای کل صنعت است که با وصول به‌موقع مطالبات کارمزدی، ریسک نقدینگی را کاهش می‌دهد و توان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نامشهود مانند سامانه‌ها را افزایش می‌بخشد. کاهش اهرم مالی مانند افت بدهی کاریزما از ۱۴.۱ به ۱۳.۳ هزار میلیارد ریال و حفظ نسبت پرداخت سود حدود ۴۰ تا ۴۵ درصدی، ساختار سرمایه شرکت‌ها را محافظه‌کارانه نگه می‌دارد و برای جذب دارایی‌های اختصاصی جدید، انعطاف‌پذیری ایجاد می‌کند.

چالش‌های مشترک اما شامل حساسیت به ریزش شاخص کل بورس و هزینه‌های مالی بالا است که با تنوع به اوراق بدهی، قابل مدیریت خواهد بود. تداوم رشد درآمد عملیاتی دو برابری به شرط سیاست‌های حمایتی سازمان بورس مانند کاهش رقابت ناسالم برای کل صنعت محتمل است.

در مجموع، روند صعودی صنعت با تمرکز بر کارمزدهای پایدار و مدیریت سرمایه در گردش، ادامه می‌یابد و سرمایه‌گذاران را به سمت سبدگردان‌های شفاف با جریان نقد مثبت سوق می‌دهد. برای تداوم رشد پایدار صنعت سبدگردانی، شرکت‌ها باید استراتژی خود را از تمرکز صرف بر بازده سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به سمت افزایش درآمدهای پایدار، توسعه زیرساخت‌های فناورانه، و مدیریت علمی نقدینگی تغییر دهند.

دیدگاه

## سوددهی محدود سبدگردان‌ها در برابر رشد هزینه‌ها

جواد مرادیان
معاون توسعه گروه مالی هامرز

در چند سال اخیر، شاهد افزایش قابل توجه تعداد شرکت‌های سبدگردانی در بازار سرمایه بوده‌ایم. بسیاری از مجموعه‌های بزرگ اقتصادی با هدف متمرکزسازی فعالیت‌ها و مدیریت بهینه منابع مالی، به تأسیس سبدگردان‌های اختصاصی روی آورده‌اند. نمونه‌هایی از این روند را می‌توان در زیرمجموعه‌های بزرگ صنعتی مانند گروه خودروسازی کرمان، شرکت سرمایه‌گذاری سرچشمه و تأمین سرمایه کیمیا مشاهده کرد. این شرکت‌ها ترجیح داده‌اند خدمات مالی و سرمایه‌گذاری خود را در درون ساختار سازمانی اداره کنند.

با این حال، نکته قابل توجه آن است که اگرچه تعداد سبدگردان‌ها رو به افزایش است، اما همه آن‌ها لزوماً سودده نیستند. بررسی‌ها نشان می‌دهد سوددهی در این شرکت‌ها تابع چند فاکتور کلیدی است. نخستین عامل، عملکرد پورتفوی اختصاصی است؛ همان پرتفوی ویژه‌ای که هر سبدگردان در بازار سرمایه مدیریت می‌کند. سود این بخش مبنای اصلی درآمد سبدگردان‌ها محسوب می‌شود، اما تحقق بازدهی بالا کاملاً به شرایط بازار و ظرفیت آن برای جذب سود بستگی دارد.

در ساختار درآمدی سبدگردان‌ها معمولاً حدود نیم درصد از کل ارزش سبد به‌عنوان کارمزد مدیریت دریافت می‌شود. این میزان در ظاهر اندک است، اما وقتی متولی، حسابرس، بازاریابی و سایر هزینه‌های عملیاتی نیز به آن افزوده شود، حاشیه سود بسیاری از شرکت‌ها کاهش چشمگیری پیدا می‌کند. به‌ویژه در شرایطی که بازار سرمایه با افت نقدینگی یا نوسانات بالا مواجه است، حفظ بازدهی ۲۵ تا ۳۰ درصدی هدف‌گذاری‌شده برای هر سبد نیز چالش‌برانگیز خواهد بود.

یکی دیگر از مسیرهای سودآوری برای سبدگردان‌ها، راه‌اندازی صندوق‌های درآمد ثابت و صندوق‌های بازارگردانی است. این ابزارها ضمن کمک به تنوع‌بخشی منابع درآمدی، می‌توانند نقش مهمی در جذب سرمایه‌گذاران و تأمین نقدشوندگی ایفا کنند. در سال‌های اخیر صندوق‌های طلا نیز به یکی از گزینه‌های مؤثر در رشد سبدگردان‌ها تبدیل شده‌اند. در شرایطی که ریسک‌های بازار سهام افزایش یافته، صندوق‌های طلا و درآمد ثابت توانسته‌اند ورودی منابع تازه‌ای را به بازار بازگردانند.

با وجود این، نمی‌توان از واقعیت هزینه‌ها و محدودیت‌های عملیاتی سبدگردان‌ها غافل شد. بسیاری از شرکت‌ها به دلیل هزینه‌های بالای اداره صندوق‌ها و رقابت شدید در نرخ کارمزدها، حاشیه سود محدودی دارند. در نتیجه، تنها سبدگردان‌هایی که از پشتوانه نهادی قوی، شبکه مشتریان گسترده و ارتباط ساختاری با نهادهای مالی بزرگ مانند کارگزاری‌ها یا شرکت‌های تأمین سرمایه برخوردارند، می‌توانند سود پایدارتری را تجربه کنند. برای مثال، سبدگردان مفید به دلیل ارتباط مستقیم با کارگزاری مفید و بهره‌گیری از زیرساخت‌های مشترک، از مزیت رقابتی قابل توجهی برخوردار است.

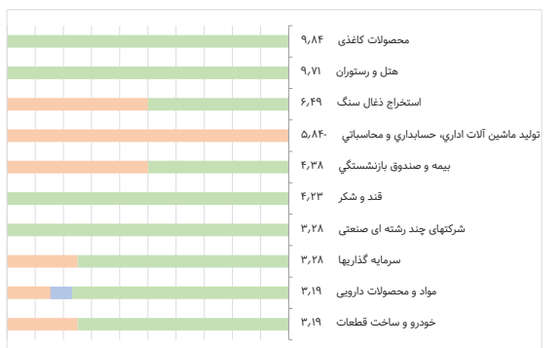
در مجموع، صنعت سبدگردانی در ایران هنوز در حال بلوغ است. افزایش تخصص، مدیریت هزینه‌ها، و توسعه ابزارهای مالی متنوع می‌تواند مسیر پایدارتری برای سودآوری این نهادها فراهم کند، به‌ویژه در شرایطی که بازار سرمایه به شدت به بازیگران حرفه‌ای و نهادهای مالی کارآمد نیاز دارد.

نوآوران امین NOAVARAN AMIN

تعداد شرکت‌ها بر اساس تغییر هفتگی ارزش بازار

| ۶۴ | ۶ | ۱۵۱ |
|---|---|---|

صنایع پر نوسان - فرابورس




۱۰ سهم پر نوسان در فرابورس - مثبت

| نماد | نوسان (درصد) | ارزش بازار (میلیون ریال) | ارزش معاملات (میلیون ریال) | تغییرات نسبت به هفته قبل |
|---|---|---|---|---|
| غمایه | ۱۲/۳۲ | ۲۴,۶۳۳,۱۸۰ | ۴۳۱,۱۸۷ | ۱۵/۵۸ |
| وگردش | ۱۲/۲۴ | ۱۴۴,۷۸۰,۶۰۰ | ۷۴۰,۱۰۰ | ۱۲/۲۴ |
| کوچین | ۱۲/۱۸ | ۵۲,۵۰۰,۰۰۰ | ۶,۸۵۷,۴۹۳ | ۱۵/۴۴ |
| سمگا | ۱۱/۸۳ | ۷۲,۹۸۰,۰۰۰ | ۱,۳۰۷,۵۸۸ | ۱۵/۱۸ |
| وثنو | ۱۱/۴۳ | ۱۰,۳۹۵,۰۰۰ | ۱۲۶,۲۳۸ | ۱۴/۴۶ |
| ساینا | ۱۰/۸۶ | ۸,۱۲۴,۹۰۰ | ۲۰۳,۹۶۹ | ۱۳/۹۶ |
| کزغال | ۱۰/۷۶ | ۵۹,۲۹۵,۰۰۰ | ۵۴۹,۳۳۲ | ۱۴/۰۵ |
| دبالک | ۱۰/۷ | ۸,۹۲۳,۴۶۰ | ۳۹۱,۸۳۰ | ۱۴/۰۲ |
| ثغرب | ۱۰/۴۷ | ۱۰,۲۶۰,۰۰۰ | ۲۹۲,۷۶۶ | ۱۲/۸۳ |
| شاروم | ۱۰/۳۹ | ۱۶,۳۶۰,۰۰۰ | ۲۹۰,۷۴۸ | ۱۳/۳ |

۱۰ سهم پر نوسان در فرابورس - منفی

| نماد | نوسان (درصد) | ارزش بازار (میلیون ریال) | ارزش معاملات (میلیون ریال) | تغییرات نسبت به هفته قبل |
|---|---|---|---|---|
| فزر | -۹/۳۳ | ۵۲۷,۳۱۰,۰۰۰ | ۲۵,۴۱۱,۸۴۶ | -۷/۵۳ |
| سدبیر | -۸/۱۱ | ۸,۶۳۷,۵۰۰ | ۵۴۵,۱۴۹ | -۱۰/۸۴ |
| بگیلان | -۷/۶۸ | ۶۱,۵۳۳,۰۰۰ | ۴۲,۰۶۰ | -۷/۶۸ |
| وآوا | -۶/۲۸ | ۶,۶۹۲,۴۰۰ | ۱۷۰,۶۱۲ | -۵/۲ |
| مادیرا | -۵/۸۴ | ۷۸,۵۳۰,۴۰۰ | ۱,۲۲۱,۵۸۸ | -۴/۲۲ |
| کربن | -۵/۲۵ | ۱۲,۶۳۰,۰۰۰ | ۲۳۲,۶۹۶ | -۴/۸۹ |
| فولای | -۵/۲۳ | ۱۵,۶۴۸,۰۰۰ | ۶۵۳,۵۱۹ | -۲/۴ |
| ودی | -۵/۰۸ | ۹۸,۶۰۰,۰۰۰ | ۴۱۳,۳۵۲ | -۵/۰۸ |
| خبرنا | -۵ | ۳۶,۱۰۰,۰۰۰ | ۵۷۴,۷۰۳ | -۳/۲۲ |
| نوین | -۴/۳۴ | ۱۱,۴۵۰,۰۰۰ | ۲۰۳,۷۴۵ | -۶/۸۳ |

www.nadpco.com



بازار برق با کشف قیمت شفاف مسیر سرمایه‌گذاری را اصلاح کرده و از افراط در تجدیدپذیرها جلوگیری می‌کند

# بورس انرژی؛ شرط لازم برای دوام موج خورشیدی

فاطمه صالحی
خبرنگار

رشد سریع سرمایه‌گذاری در نیروگاه‌های خورشیدی اگرچه در ظاهر نشـانه‌ای از تغییر الگوی تولید برق تلقی می‌شود اما بدون اصلاح سازوکار قیمت‌گذاری و تقویت نقش بورس انرژی، این روند نمی‌تواند مانند یک موتور پایدار عمل کند و حتی ممکن است موجب تمرکز بیش از حد سرمایه در بخشی شود که ظرفیت جذب آن محدود است. در چنین وضعیتی، تحلیلگران معتقدند که سیاست‌گذاری متوازن بین توسعه تولید، افزایش راندمان و تقویت بازار شـفاف انرژی می‌تواند از ناترازی ماندگار در صنعت برق جلوگیری کند و امکان بازگشت سرمایه را برای بازیگران مختلف افزایش دهد.

## بازآرایی سیاست انرژی با اتکا به بازارهای کارآمد



محمد نظیفی، مدیرعامل شـرکت بورس انرژی، درباره ناترازی انرژی در ایران گفت: ریشه بسیاری از ناکارآمدی‌ها را باید در نحوه تصدی‌گری دولت جستجو کرد؛ تصدی‌گری‌ای که به‌واسطه گستردگی منابع سرزمینی کشور، سال‌ها بدون توجه به پیامدهای بلندمدت ادامه داشـته و اکنون به نقطه‌ای رسیده است که تداوم آن نه به لحاظ مالی و نه به لحاظ مدیریتی قابل دفاع نیست.

او توضیح داد که کشـور در حالی با کمبود عرضه و ناترازی فصلی مواجه می‌شود که از منظر ذخایر هیدروکربنی در زمره کشـورهای ثروتمند قرار دارد و همین تناقض بسیاری از تحلیلگران را به این جمع‌بندی رسـانده که مدل تخصیص منابع مبتنی بر دولت، در عمل از کار افتاده اسـت. نظیفی با اشـاره به اینکه در مرحله ارائه راه‌حل، همچنان انتظار جامعه و حتی بخشـی از سیاست‌گذاران این اسـت که دولت حجم عرضه انرژی را افزایش دهد، بیان کـرد: این رویکرد با ارزیابی‌هایی که خود شـهروندان درباره عملکرد دولت ارائه می‌دهند در تضاد اسـت. به گفته او، اگر باور عمومی بر این است که دولت در مدیریت حوزه انرژی به نقطه شکست رسیده، منطقا باید راه‌حل‌ها نیز در مسیری متفاوت از گذشـته جسـتجو شود و این مسـیر چیزی جز ایجاد بازاری کارآمد، شفاف و مبتنی بر مکانیسم قیمت نیست. او ساختار بازار انرژی را به روند متمرکزسازی معاملات سهام در بورس تشبیه کرد؛ سازوکاری که با حذف پراکندگی، کشف قیمت را دقیق‌تر و هزینه مبادله را پایین‌تر می‌آورد.

مدیرعامل بورس انرژی افزود: برای شـکل‌گیری مرجع قیمتی معتبر، سـهم معاملات انرژی در بورس باید افزایش یابد. او توضیح داد که در معاملات هیدروکربنی، سهم فعلی بورس بین ۵ تا ۶ درصد است و در برخی حوزه‌ها به ۳۰ درصد می‌رسد، در حالی که برای ایجاد یک مکانیسم واقعی کشـف قیمت، این نسبت باید دسـت‌کم به ۵۰ تا ۶۰ درصد برسد. برنامه حوزه برق نیز بر همین ضرورت تاکید دارد و توسعه ابزارهای مالی جدید در بورس انرژی با همین هدف دنبال می‌شود.

او در توضیح ابزارهای موجود بیان کرد: دو الگوی اصلی تنظیم‌گری سنتی و تنظیم‌گری مبتنی بر رگ‌تک در جهان وجود دارد. به گفته او، مقاومت‌های موجود در بخش‌هایی مانند توکن ناشـی از پایبندی به الگوهای سـنتی است، اما در نهایت باید ابزارها برای اشخاص حقیقی و خانوارها قابل معامله شـود تا بازار عمق پیدا کند. نظیفی با اشاره به ابزارهای تامین مالی معرفی‌شده در بورس انرژی، از جمله سـلف موازی اسـتاندارد صرفه‌جویی انرژی و صندوق پروژه طرح‌های بهینه‌سازی مصرف، گفت: این ابزارها می‌توانند هم مسـیر اصلاح مصرف و هم مسیر توسعه سرمایه‌گذاری را همـوار کنند. او افزود که ابزارهایی مانند اوراق مرابحه نیز قابلیت به‌کارگیری در صنایع انرژی‌بر را دارند و می‌توانند به تکمیل زنجیره مدیریت بهینه مصرف کمک کنند.

## سه سال تا تعادل



مالک شـریعتی نیاسر، عضو کمیسـیون انرژی مجلس، در پاسخ به پرسشی درباره تمرکز بالای سـرمایه‌گذاری‌ها بر پروژه‌های خورشیدی گفت: توسعه تجدیدپذیرها نباید به‌عنوان افراط یا جایگزین سـایر بخش‌ها تلقی شود، بلکه بخشـی از راهبرد کلان کشـور برای کاهش ناترازی انرژی اسـت. او تأکید کرد که حل ناترازی تنها با توسـعه تولید یا تنها بـا مدیریت مصرف ممکن نیست و این دو باید هم‌زمان و متوازن پیش بروند.

به گفته او، انرژی خورشـیدی به دلیل دوره سـاخت کوتاه، نیاز کمتر به سرمایه‌گذاری سنگین، امکان مشـارکت مردم و مزیت تولید پراکنده، جایگاه ویژه‌ای در برنامه توسعه دارد؛ اما این امر به معنای حذف نقش سایر فناوری‌ها نیست.

شریعتی اشاره کرد که در برنامه هفتم، مواد ۴۲ و ۴۳ دولت را موظف کرده است راندمان نیروگاه‌ها را افزایش دهد، واحدهای بخار و سـیکل ترکیبی را توسعه دهد و از ظرفیت‌هایی استفاده کند که نیاز به سـوخت فسـیلی جدید ندارند. او تاکید کرد: اگر دولت به اهداف کمی تعیین‌شده پایبند بماند، می‌توان انتظار داشـت شدت ناترازی در سال‌های آینده کاهش یابد. با این حال، رسیدن به نقطه سر به سر به گفته او سه تا چهار سال زمان نیاز دارد.

این نماینده مجلس همچنین تشـکیل سازمان بهینه‌سازی مصرف انرژی را از اقدامات مهم دولت دانسـت و گفت: ایـن نهاد، در صورت تصویب نهایی اساسـنامه، می‌تواند اصـلاح الگوی مصرف را از مرحلـه توصیه و شـعار به مرحله اجرا منتقـل کند و امکان مداخله مؤثر در سـمت تقاضا را فراهم آورد.

شریعتی در ادامه به نقش بازارها و به‌ویژه بورس انرژی اشاره و بیان کرد: یکی از ابزارهای ضروری برای مدیریت ناترازی، ایجاد سازوکاری شفاف برای کشف قیمت و تخصیص بهینه منابع است. او گفت هرچند سیاسـت‌گذاری انرژی همچنان وظیفه دولت است، اما تجربه سال‌های گذشته نشان داده اسـت که اتکا به تصدی‌گری کامل دولت، نـه در بخش عرضه و نه در بخش مصرف، کارآمد نیسـت. به باور او، اگر سـهم معاملات حامل‌های انرژی در بورس افزایـش یابد و ابزارهای مالی مرتبط با پروژه‌های بهینه‌سـازی و تجدیدپذیرها عمق پیدا کنند، بخش خصوصی می‌تواند نقشی جدی‌تر در توسعه ظرفیت‌ها و همچنین اصلاح رفتار مصرف ایفا کند.

عضو کمیسیون انرژی مجلس افزود: حرکت در مسیر بازار به معنای کاهش نقش حاکمیت نیست، بلکه به معنای اسـتفاده از سازوکارهایی اسـت که انگیزه‌ها را درست تنظیم می‌کند و فشار مالی دولت را کاهش می‌دهد.

## چرا بدون بورس انرژی توسعه خورشیدی پایدار نمی‌شود؟

تحـولات اخیـر در بازار بـرق موجب شـده بخش قابـل توجهی از سـرمایه‌گذاران به پروژه‌های خورشـیدی توجه ویژه‌ای نشان دهند؛ موضوعی که برخی آن را گامی طبیعی در مسـیر توسـعه انرژی‌های تجدیدپذیر می‌دانند اما گروهی دیگر نسـبت به افـراط در این روند هشدار می‌دهند. در نگاه این گروه، تمرکز بیش از اندازه بر نیروگاه‌های خورشیدی می‌تواند به کم‌توجهی به ظرفیت‌های توسعه‌ای بخش‌های دیگر منجر شـود و در بلندمدت، تنوع سبد تولید برق را دچار اختلال کند. در فضای سیاست‌گذاری نیز این نگرانی وجود دارد که اگر سرعت مهاجرت سرمایه به سمت خورشیدی با اصلاحات نهادی همراه نشود، بازده اقتصادی این پروژه‌ها در سال‌های بعد قابل تضمین نخواهد بود.

در چنین بسـتری، تحلیل‌هایی که از سوی برخی نمایندگان مجلس مطرح می‌شود بر اهمیت رویکرد متوازن تأکید دارد. در این تحلیل‌ها، مدیریـت مصـرف و ارتقای راندمان نیروگاه‌ها هم‌سـنگ با توسـعه تجدیدپذیرها تعریف می‌شود. افزایش ظرفیت سیکل ترکیبی، استفاده از واحدهای بخار و حرکت به سمت تولید پراکنده، ازجمله محورهایی هستند که برای بهبود کارایی شبکه مطرح می‌شوند. این رویکرد اعتقاد دارد که تمرکز صرف بر توسعه خورشیدی اگر در کنار ارتقای راندمان و بهینه‌سازی مصرف قرار نگیرد، نمی‌تواند مشکل ناترازی را حل کند.

در کنـار این مباحث، یک بخش مهـم از گفت‌وگوهای اخیر به نقش بازارهـا، به‌ویژه بورس انرژی، برمی‌گردد؛ نقشـی که تاکنون کمتر در سیاست‌گذاری برق به آن توجه شده اما می‌تواند مسیر آینده را تعیین کند. در واقع، تا زمانی که قیمت برق در یک سازوکار شفاف مبتنی بر عرضه و تقاضا کشف نشود، هرگونه رشد در سرمایه‌گذاری خورشیدی یا سـایر فناوری‌ها با ریسک سـاختاری مواجه خواهد بود. تجربه دهه اخیر نشـان داده که صنایع و نیروگاه‌ها زمانی به سرمایه‌گذاری پایدار علاقه نشـان می‌دهند که بازگشت سرمایه از مسیر بازار تضمین شود و نه از طریق قراردادهای کوتاه‌مدت یا قیمت‌گذاری‌های غیرواقعی.

در همین چارچـوب، نقش بورس انرژی می‌تواند به‌عنوان نقطه تلاقی واقعی میان تولیدکننده، مصرف‌کننده و سـرمایه‌گذار تعریف شـود. معامـلات بـرق در این بازار، اگـر حجم و عمق بیشـتری پیدا کند، سـیگنال‌های واقعی‌تری درباره نیاز شبکه، قیمت تمام‌شده و ظرفیت سـرمایه‌پذیری بخش‌هـای مختلف صـادر می‌کند. این بـازار حتی می‌تواند به تعدیل افراط در سـرمایه‌گذاری خورشـیدی کمک کند؛ زیرا تولیدکنندگان بر اسـاس قیمت‌های واقعی، درباره ورود یا توسعه ظرفیـت تصمیم‌گیری خواهند کرد و دیگر تنهـا جذابیت یارانه‌ای یا دوره بازگشت کوتاه مبنای تصمیم نخواهد بود.

از سـوی دیگر، در بحث مدیریـت مصرف نیز بازار انـرژی ابزارهای کارآمدی در اختیار سیاسـت‌گذار قرار می‌دهد. قیمت‌گذاری شـفاف نه‌تنها به تغییر رفتار مصرف‌کنندگان بزرگ کمک می‌کند بلکه امکان ارائه مشـوق‌های هدفمند برای کاهش مصـرف را فراهم می‌آورد. در حال حاضر بخشـی از ناترازی شبکه ناشی از فقدان چنین سازوکاری اسـت و ادامه این وضعیت به معنای نیاز مداوم به ساخت نیروگاه‌های جدیـد خواهد بود؛ نیـازی که نه از نظر مالی و نـه از نظر زمان اجرا با محدودیت‌های موجود سـازگار نیسـت. در نگاه سیاسـت‌گذارانی کـه از این رویکرد حمایت می‌کنند، آینده بازار برق باید بر سـه پایه شکل گیرد: توسـعه متوازن ظرفیت تولید، ارتقای راندمان نیروگاه‌ها و تقویت سـازوکار کشـف قیمـت در بورس انرژی. ترکیب این سـه محور می‌تواند مسـیر حل ناترازی را کوتاه‌تر کند و وابستگی به منابع بودجه‌ای را کاهش دهد. تشـکیل سـازمان‌های مرتبط با بهینه‌سازی مصرف نیز بخشـی از همین رویکرد اسـت که اگر با انضباط اجرایی همراه شـود، می‌تواند فاصله میان عرضه و تقاضا را در چند سال آینده کمتر کند.

مسـیری که امروز در حوزه تجدیدپذیرها با سرعت در حال طی شدن اسـت زمانی می‌تواند اثرگذاری واقعی داشته باشد که بازار برق نیز در همان مسیر حرکت کند. بدون شـفافیت قیمت، سرمایه‌گذاری پایدار شـکل نمی‌گیرد و بدون پشتوانه بازار، توسعه خورشیدی یا هر فناوری دیگر نمی‌تواند مصداق یک تحول پایدار باشـد. این تحلیل پیشـنهاد می‌کند که سیاست‌گذاری انرژی باید از سطح ظرفیت‌سازی فنی فراتر رود و به سـمت تکمیل حلقه بازار هدایت شـود؛ حلقه‌ای که نبود آن می‌تواند همه مزیت‌های توسعه تجدیدپذیر را تحت‌الشعاع قرار دهد.

## بورس




## یادداشت

## خروج دولت از تصدی‌گری



حمیدرضا صالحی
عضو هیات نمایندگان کمیسیون انرژی اتاق بازرگانی ایران

مسـئله ناترازی آب و برق در سال‌های اخیر بیش از هر زمان دیگری به یک چالش ساختاری تبدیل شـده است؛ چالشی که برخلاف تصور رایج، ریشه آن نه در کمبود منابع، بلکه در نحوه حکمرانـی و ورود بیش از حد دولت به عرصه تولید دیده می‌شـود. تجربه سـال‌های گذشته نشان می‌دهد دولت در حوزه انرژی تمرکز خود را نه بر تنظیم‌گری، بلکه بر تصدی‌گری قرار داده است؛ در حالی که سیاست‌گذار می‌بایسـت زمینـه فعالیت بخـش خصوصـی را فراهم کند تـا تولید، سـرمایه‌گذاری و مدیریت تقاضا هم‌زمان شـکل بگیرد. همین جابه‌جایی نقش‌ها سبب شده ظرفیت‌های بزرگ بخش خصوصی یا بلااستفاده بماند یا به دلیل قیمت‌گذاری نادرست و محدودیت‌های متعدد، با زیان مواجه شود. حل پایدار ناترازی انرژی زمانی ممکن است که دولت از جایگاهی که سال‌ها در صنعت برق برای خود ساخته، فاصله بگیرد و به نقش تنظیم‌گر بازگردد. امروز بخش خصوصی نیروگاه دارد، سرمایه دارد و توان راه‌اندازی پروژه‌های جدید را نیز در اختیار دارد، اما مجموعه‌ای از سیاسـت‌ها باعث شده ورود این ظرفیت به سـاختار عرضه دشوار شـود. نمونه بارز آن نیروگاهی است که با سرمایه چند ده‌هزار میلیاردی ساخته شده اما به دلیل مکانیسم‌های نادرسـت قیمت، قادر به بازگشت سرمایه نیست و با زیان عملیاتی فعالیت می‌کند. این روند نه‌تنها سـرمایه‌گذاری جدید را متوقف می‌سـازد، بلکه ظرفیت‌های موجود را نیز به مرور فرسوده می‌کند.

یکـی از محورهای مهم تقدم حکمرانی درسـت بر توصیه‌های صرف فنی است. در مسـئله مصرف آب و برق، سخن از لزوم صرفه‌جویی سال‌هاست تکرار می‌شـود، اما بدون پشتوانه مقرراتی و بدون شکل‌گیری یک ساختار اقتصادی درست، این توصیه‌ها به نتیجه نمی‌رسد. تجربه‌های جهانی نشان می‌دهـد که تغییر رفتار مصرف‌کننده زمانـی رخ می‌دهد که حکمرانی و قانون‌گـذاری نقش خود را مؤثر ایفا کننـد؛ همان‌گونه که در موضوعاتی نظیر اسـتفاده از کمربند ایمنی، فرهنگ‌سـازی تنها زمانی موفق شد که مجموعه‌ای از قوانین الزام‌آور آن را حمایت کرد. بنابراین در مدیریت مصرف انرژی نیز دولت باید با ابزارهای قانونی مسیر را اصلاح کند، نه آنکه صرفاً به توصیه اخلاقی اکتفا شود. انرژی خورشیدی به‌ویژه در مقیاس خرد، زمانی موفق است که سیاست‌گذار مردم را تشویق کند و سازوکاری برای بازگشت سـرمایه ایجاد شود. اینکه نصب پنل خورشیدی پشـت‌بام در بسیاری از کشـورها به یک جریان اجتماعی تبدیل شده، نتیجه مستقیم مشوق‌های حکومتی و مدل‌های اقتصادی پایدار اسـت. امـا در وضعیت فعلی، روش برخورد سیاستی بیشتر جنبه بازدارنده دارد تا تشویقی، که این امر با منطق توسعه تجدیدپذیر سازگار نیست.

در کنـار این مباحث، یک نکته کلیدی در اصلاح ناترازی وجود دارد و آن، تفکیک وظایف دولت و بخش خصوصی در صنعت برق اسـت. تحلیلگران بارها تأکید کرده‌اند که دولت می‌تواند و باید تأمین برق خانگی، روسـتایی و بخش‌های عمومی را به عهده داشـته باشد، اما تأمین برق بخش صنعت باید به طور کامل به بخش خصوصی واگذار شـود. این تفکیک از دو جهت اهمیت دارد: نخسـت آنکه بخش خصوصی توان تأمیـن برق صنایع را با هزینه کمتر و کارایی بیشـتر دارد و دوم اینکه این واگذاری می‌تواند منابع مالـی قابل‌توجهی برای دولت ایجاد کند؛ منابعی که در شـرایط فعلی، به دلیل چسبندگی ساختار دولت به صنعت برق، از دست می‌روند.

راه‌حل‌های مقطعی که توصیه می‌شـود از جمله خرید برق از خارج یا الزام صنایع به سـاخت نیروگاه نمونه‌هایی از تصمیم‌های کوتاه‌مدت اسـت که بیشـتر برای توجیه سیاست‌های گذشته طراحی می‌شوند تا حل ریشه‌ای مسئله. تکیه بر چنین نسـخه‌هایی نه‌تنها راه ناترازی را کوتاه‌تر نمی‌کند، بلکه هزینه‌های جدیدی نیز به شـبکه تحمیل می‌کند و اولویت‌های اصلی را از بین می‌برد.

### ۱۰ سهم پر نوسان در بورس - منفی

| نماد | نوسان (درصد) | ارزش بازار (میلیون ریال) | ارزش معاملات (میلیون ریال) | تغییرات نسبت به هفته قبل |
|---|---|---|---|---|
| وتوصا | -۱۳/۲۳ | ۶۵,۲۰۵,۰۰۰ | ۱۴۵,۹۰۷ | -۱۰/۶۵ |
| سدور | -۱۰/۱۱ | ۱۰,۳۳۱,۳۲۷ | ۳۱۸,۸۸۹ | -۹/۵۵ |
| سکرد | -۹/۴۳ | ۲۴,۵۰۵,۰۰۰ | ۱۷,۵۱۴ | -۹/۴۳ |
| محتشم | -۷/۴۱ | ۸۲,۹۸۰,۰۰۰ | ۹۸۲,۵۹۰ | -۴/۷۵ |
| شاراک | -۷/۲۶ | ۱۷۳,۷۴۰,۰۰۰ | ۸۵۹,۴۴۱ | -۶/۳۲ |
| سهرمز | -۶/۳۲ | ۱۳۱,۰۵۴,۴۰۰ | ۵۰۲,۰۷۷ | -۴/۶۸ |
| دکوثر | -۵/۸۸ | ۳۹,۱۶۸,۰۰۰ | ۶۸۲,۷۸۷ | -۸/۶۴ |
| سشمال | -۵/۷۲ | ۴۸,۷۲۲,۰۰۰ | ۱۳۷,۲۹۲ | -۵/۶ |
| بالبر | -۵/۴۹ | ۱۸,۹۵۶,۸۰۰ | ۲۱۸,۸۲۰ | -۵/۷۹ |
| کحافظ | -۴/۹۵ | ۳۳,۳۶۰,۶۷۱ | ۳۶۴,۴۴۲ | -۲/۶۳ |

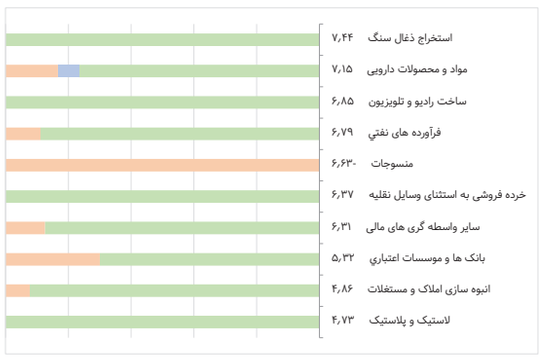
### ۱۰ سهم پر نوسان در بورس - مثبت

| نماد | نوسان (درصد) | ارزش بازار (میلیون ریال) | ارزش معاملات (میلیون ریال) | تغییرات نسبت به هفته قبل |
|---|---|---|---|---|
| داترا | ۱۲/۵۰ | ۲۲,۶۴۶,۷۵۴ | ۱,۱۴۹,۱۸۲ | ۱۵/۸۷ |
| غاذر | ۱۲/۳۸ | ۸,۰۰۸,۰۰۰ | ۴۰۴,۸۷۱ | ۱۵/۶۷ |
| دسبحان | ۱۲/۲۷ | ۳۲,۲۱۰,۰۰۰ | ۱,۰۶۴,۴۳۸ | ۱۵/۶۱ |
| کفرا | ۱۲/۱۹ | ۱۹,۸۵۲,۳۵۳ | ۲۰۱,۵۵۷ | ۱۵/۵۵ |
| شغدیر | ۱۲/۱۸ | ۵۲,۹۳۶,۰۰۰ | ۲۸۲,۹۹۰ | ۱۳/۴۹ |
| ونفت | ۱۲/۱۸ | ۲۶,۹۹۵,۰۰۰ | ۲۴۳,۴۸۹ | ۱۵/۴۴ |
| وکار | ۱۲/۱۵ | ۲۰۷,۰۶۰,۰۰۰ | ۴۶۰,۷۵۹ | ۱۳/۸۶ |
| بشهاب | ۱۲/۱۰ | ۲۲,۷۶۱,۰۰۰ | ۱۹۲,۹۹۸ | ۱۲/۲۵ |
| خمحور | ۱۱/۹۳ | ۲۶,۹۵۲,۶۱۰ | ۱۵۱,۸۶۱ | ۱۵/۲۶ |
| رکیش | ۱۱/۸۹ | ۱۷,۴۱۰,۰۰۰ | ۱۲۶,۳۱۰ | ۱۳/۸۷ |

### تعداد شرکت‌ها بر اساس تغییر هفتگی ارزش بازار

| | | |
|---|---|---|
| ۹۱ | ۳۶ | ۲۷۰ |

### صنایع پر نوسان - بورس



اخبار کالایی

## اجرای ۱۸.۵ میلیارد دلار پروژه در پارس جنوبی



مدیرعامل سازمان منطقه ویژه پارس گفت: پارس جنوبی این روزها در اوج کار و ساخت‌وساز داخلی قرار دارد؛ جایی که ۱۸.۵ میلیارد دلار پروژه تنها با توان مهندسان و کارگران ایرانی در حال اجراست.
سخاوت اسدی گفت: شرکت‌هایی که در نهمین نمایشگاه ساخت داخل عسلویه حاضر شده‌اند، فقط سازنده نیستند؛ آنان سربازان جبهه اقتصادی کشورند و باید به آنها افتخار کرد. وی با بیان اینکه تحریم‌ها سرعت خودکفایی را افزایش داده است، افزود: امروز بسیاری از پروژه‌ها بدون اتکا به خارج پیش می‌روند. در سال‌های اخیر حدود ۱.۵ میلیون قطعه در صنعت نفت و گاز داخل کشور ساخته شده و واردات قطعات از حدود ۲.۵ میلیون به کمتر از یک میلیون کاهش یافته است؛ این یعنی حرکت جدی کشور از وابستگی به سوی استقلال صنعتی. وی از مدیران خواست با جسارت بیشتری از ایده‌ها و تولیدات دانش‌بنیان حمایت کنند تا تولید داخل به مرز ۱۰۰ درصد برسد.

## تحویل گاز به نیروگاه‌ها فراتر از برنامه



مدیرعامل شرکت ملی گاز ایران از تحویل بیش از ۳ میلیارد و ۵۰۰ میلیون مترمکعبی گاز بیشتر به نیروگاه‌ها از ابتدای امسال تاکنون نسبت به مدت مشابه پارسال خبر داد و گفت: حتی در ۹ روز ابتدای آذر نیز ۳۲ میلیون مترمکعب فراتر از برنامه ابلاغی وزارت نفت به نیروگاه‌ها تحویل شد.
سعید توکلی درباره آخرین وضع تحویل گاز به نیروگاه‌ها اظهار کرد: برنامه تحویل گاز به این بخش در آذر امسال، ۱۳۶ میلیون مترمکعب در روز تعیین شده، اما با وجود سرمای پایدار در کشور، متوسط تحویل گاز به نیروگاه‌ها از ابتدای آذر تا نهم آذر ۱۶۸ میلیون مترمکعب در روز بوده است؛ از این رو، میانگین تحویل گاز به نیروگاه‌ها در این مدت ۳۲ میلیون مترمکعب فراتر از برنامه بوده است. مصرف گاز نیروگاه‌ها در نهم آذر به ۱۷۳ میلیون مترمکعب رسید که نشان‌دهنده همت وزارت نفت در مدیریت شبکه و تأمین نیاز روزانه نیروگاه‌ها با برنامه‌ریزی مناسب در فصل سرد سال است.

## تولیدمحوری مانع توسعه فناوری پتروشیمی‌ها نشود



مدیرعامل شرکت ملی صنایع پتروشیمی با تأکید بر اینکه تمرکز صنعت پتروشیمی در حوزه پژوهش و ساخت داخل باید عمیق‌تر از نگاه‌های فعلی باشد، گفت: شرکت‌های پتروشیمی سال‌ها درگیر مسائل تولید، خوراک و چالش‌های روزمره بوده‌اند و همین مسئله سبب شده از حل مسائل فناورانه صنعت غافل بمانیم.
به گفته حسن عباس‌زاده تمرکز صنعت پتروشیمی در حوزه پژوهش و ساخت داخل باید عمیق‌تر از نگاه‌های فعلی باشد، چراکه شرکت‌های پتروشیمی سال‌ها درگیر مسائل تولید، خوراک و چالش‌های روزمره بوده‌اند و همین موضوع سبب شده از حل مسائل فناورانه صنعت غافل بمانیم. مدیرعامل شرکت ملی صنایع پتروشیمی در ادامه تصریح کرد: شرکت پژوهش و فناوری پتروشیمی باید بر بازار صنعت تمرکز کند، چراکه این شرکت آمادگی کامل برای ورود به حل مسائل فناورانه شرکت‌ها را دارد و این مسیر آغاز شده است.

## تغییر سیاست‌ها ملاک موفقیت است



رئیس سازمان سیاستگذاری و مدیریت راهبردی انرژی با اعلام اینکه با همکاری وزارت نفت، نیرو و سازمان برنامه و بودجه، اساسنامه سازمان بهینه‌سازی و مدیریت راهبردی انرژی تصویب شد، گفت: نباید خوشحال باشیم که سازمان تازه‌ای تأسیس شده است، زمانی باید خوشحال باشیم که نشانه‌هایی از تغییر سیاست‌ها و فاصله گرفتن از تصمیم‌های غلط گذشته دیده شود.
اسماعیل سقاب اصفهانی با بیان اینکه تعداد زیادی از شهروندان هر ساله در جاده‌ها دچار حادثه می‌شوند که این امر نشان‌دهنده ضعف سیستم حمل‌ونقل است و باید برای آن تدبیری اندیشیده شود، اظهار کرد: شاید اگر سیستم حمل‌ونقل مناسبی داشته باشیم، چنین حوادث و اتفاقی برای بسیاری از خانواده‌ها رخ نمی‌داد. وی با تأکید بر سیاستگذاری دولت بر حوزه انرژی و مدیریت آن افزود: مادر ناترازی‌های ایران، ناترازی انرژی است که باید رفع شود.

یادداشت

## خطر عدم توسعه برای نهادهای مالی

ادامه از صفحه ۴

به عنوان مثال کارگزاران ملزم به اجرای تمام مصوبات هیأت مدیره صندوق تضمین تسویه وجوه هستند در حالیکه تمامی مصوبات این صندوق با تصویب دو عضو از سه عضو هیأت مدیره این صندوق لازم الاجراست و این در حالی است که دو عضو از سه عضو هیأت مدیره این صندوق از اعضای شرکت سپرده‌گذاری مرکزی بوده و عملا کارگزاران هیچگونه قدرت تصمیم‌گیری و اجرایی در خصوص صندوقی که وظیفه حمایتی از آنها را داشته ندارند و تحقیقات انجام شده بر روی عملکرد هیأت مدیره این صندوق بیانگر تضییع حقوق کارگزاران عضو این صندوق است. این مثال قابل تعمیم به سایر ابزارهای حمایتی و کنترلی نهادهای مالی است.
چالش دیگری که نهادهای مالی با آن مواجه هستند، ایجاد محدودیت‌های فعالیتی است که با سرمایه ثبتی آنها مرتبط است. به نحوی که ممکن است سرمایه ثبتی اولیه کفاف دریافت مجوز تاسیس یا تمدید ابزارهای درآمدی آنها را با مشکل مواجه کند. همانطور که در ابتدا گفته شد، کارگزاران به دلیل مدل توسعه‌ای بازار سرمایه ایران، از ابتدا همواره در مرکز توجه بوده‌اند و بیشترین نهاد مالی از نظر تعداد هستند. از سوی دیگر دیده می‌شود که این تعدد در مواردی می‌تواند منجر به ایجاد رقابت زیادی در این صنعت شود و این گاهی به شکل‌گیری رقابت منفی در این صنعت می‌انجامد به نحوی که گاها ممکن است طبقات درآمدی محدودی که کارگزاران دارند نیز تحت تاثیر قرار گیرد. این موضوع زمانی نمود بیشتری پیدا می‌کند که بازار سرمایه دچار رکود شود و اقبال به سرمایه‌گذاری عمومی کاهش یافته باشد و به علت حجم معاملات پایین، فشار زیادی بر روی فعالان و ذینفعان این صنعت آید.
این موضوع فقط در خصوص کارگزاران صادق نیست. از آنجاکه در چند سال اخیر و به طور محسوس مدل درآمدی در بازار سرمایه از محوریت کارگزاری و معاملات به محوریت مدیریت دارایی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری تغییر کرده است، شاهد شیفت درآمدی در نهادهای مالی هستیم. اتفاقی که در مقایسه با سایر کشورها بسیار با تاخیر انجام شده اما به قدری روند رونق سریع اتفاق افتاده است که نهادهای مالی از ترس جاماندگی در جذب منابع عمومی و افزایش حداکثری اندازه صندوق‌های سرمایه‌گذاری تحت مدیریت خود، رقابت منفی زیادی در طبقه درآمدی آنها شامل کارمزد مدیریت و کارمزد بازارگردانی ایجاد کرده‌اند.
یکی دیگر از چالش‌های جدی که نهادهای مالی همواره با آن مواجه بوده‌اند، دخالت‌های نهاد ناظر و گاه سیاست‌گذار پولی در نحوه و موضوع فعالیت نهادهای مالی در قالب دستورالعمل و ابلاغیه است، به‌نحوی که ممکن است تأثیر قابل‌توجهی بر عملکرد آن‌ها داشته باشد. به‌طور مثال، سیاست‌گذار پولی مطابق با مصوبات بودجه موظف به انتشار اوراق بدهی خواهد بود. بانک‌ها، مؤسسات مالی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان خریداران این اوراق شناخته می‌شوند. مداخله مستقیم و آشکار سیاست‌گذار پولی و نهاد ناظر زمانی نمایان می‌شود که دیده می‌شود گاه نصاب سرمایه‌گذاری در اوراق دولتی، مجموع اوراق و سپرده بانکی به‌علت ناتوانی سیاست‌گذار پولی در فروش این اوراق و کنترل نرخ بهره توسط نهاد ناظر دستخوش تغییر می‌شود و عملاً صندوق‌های سرمایه‌گذاری درآمد ثابت ملزم به خرید این اوراق خواهند بود. اما ممکن است این مداخلات حتی بیشتر شود. به‌عنوان مثال، این احتمال وجود دارد که نهاد ناظر برای حصول اطمینان از انتشار اوراق توسط سیاست‌گذار پولی، به‌وضوح اقدام به دست‌کاری معاملاتی در بازار بدهی کند. اقداماتی از قبیل ابطال گسترده معاملات و ایجاد سایر محدودیت‌های معاملاتی مانند الزام به عقد قرارداد مابین طرفین معامله اوراق دولتی و تحمیل سیاست‌های اتخاذشده توسط سیاست‌گذار پولی، به‌بهانه کنترل نرخ بهره در بازار بدهی و کمک به بازار سرمایه، در حالی‌که این قبیل اقدامات ممکن است اثرات مخربی بر بازار سرمایه داشته باشد و موجب کاهش اعتماد فعالان بازار سرمایه و نهادهای مالی به نهاد ناظر و سیاستگذار پولی شود.
در نهایت باید در نظر داشت که اگرچه برخی از چالش‌ها و مخاطرات مدیریت نهادهای مالی ناشی از مداخلات اشتباه سیاست‌گذار پولی، روش‌های ناکارآمد نظارتی نهاد ناظر و رقابت منفی داخلی میان نهادهای مالی است، اما عقب‌ماندگی تکنولوژیک و فاصله قابل‌توجه بسیاری از نهادهای مالی از فناوری‌های نوین مالی را نیز باید در سال‌های آینده به‌عنوان یکی از چالش‌های جدی مدنظر قرار داد. بی‌تردید، هرچقدر توسعه خدمات مالی مبتنی بر فناوری‌های نوین و تکنولوژیک بیشتر به تأخیر افتد، احتمال افزایش شکاف میان نهادهای مالی پیشرو با سایرین نیز بیشتر خواهد شد.

# صنعت پتروشیمی زیر سایه تحریم

سیدرضا حسینی
کارشناس صنعت پتروشیمی

صنعت راهبردی و ارزش‌آفرین پتروشیمی ایران در جهان رقابتی امروز، به‌رغم سهم چشمگیر در اشتغال و توسعه صادرات غیرنفتی و نقش بی‌بدیل در اقتصاد کشور، به دلیل چالش‌های ساختاری داخلی، تحریم‌های ظالمانه و تحولات ژئوپلیتیک، با موانع عدیده‌ای در بقا و رقابت‌پذیری روبه‌رو است.
ایران به‌عنوان یکی از بزرگترین کشورهای دارای ذخایر نفتی با زیرساخت‌های گسترده در صنایع شیمیایی و پتروشیمی، پتانسیل بالایی برای بهره‌برداری از فناوری‌های نوین از جمله هوش مصنوعی دارد. در این تحلیل، موانع و چالش‌های کلیدی صنعت پتروشیمی کشور و راهکارهای مواجهه و سازگاری با آن با نگاهی به نقش‌آفرینی هوش مصنوعی در دو بخش بین‌المللی و داخلی، ارائه شده است.
این بخش برگرفته از کتاب «هوش مصنوعی و هوش مصنوعی مولد در صنعت پتروشیمی: بازآفرینی ساختارها و گسترش مرزهای فناوری و تولید» است. در این اثر، ضمن معرفی جامع مدیریت فرآیندهای کسب و کار در صنعت پتروشیمی و بررسی و تحلیل حلقه‌های مختلف زنجیره ارزش و ارائه راهکارهای اثربخش متناسب با محرک‌ها و چالش‌های صنعت در دهه پیش‌رو، به معرفی کارکردهای هوش مصنوعی و هوش مصنوعی مولد در حوزه‌های مختلف این صنعت و تجربه پیشگامان تحول دیجیتال پرداخته شده است. در این نوشتار چالش‌های بین‌المللی صنعت پتروشیمی و در شماره بعد چالش‌های داخلی این صنعت مورد بررسی قرار خواهند گرفت.

### دشواری در تأمین مالی و تجهیزات

تحریم‌های بین‌المللی به‌ویژه در حوزه‌های بانکی، بیمه‌ای و حمل‌ونقل دریایی، دسترسی صنعت پتروشیمی ایران به بازارهای مالی جهانی و واردات تجهیزات و قطعات تخصصی را محدود و تدارکات قطعات و مواد شیمیایی برای واحدهای فعال و نیز تأمین تجهیزات برای پروژه‌ها را با تأخیرها و هزینه‌های بالا روبه‌رو می‌سازد.
در حال حاضر عمده تأمین مالی پروژه‌ها با اتکا به منابع داخلی نظیر صندوق توسعه ملی، منابع بانک‌های تجاری داخلی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها صورت می‌گیرد، که اغلب با محدودیت نقدینگی مواجه‌اند. انتقال تجهیزات و فناوری‌های پیشرفته، از جمله کمپرسورهای دور بالا، مبدل‌های حرارتی خاص، کاتالیست‌های تخصصی و سیستم‌های کنترلی هوشمند، با موانع جدی روبه‌رو است.
زنجیره تدارکات قطعات یدکی و مواد شیمیایی واسط برای واحدهای عملیاتی نیز در معرض تأخیرهای مکرّر، هزینه‌های بیشتر به واسطه‌ها، افزایش هزینه حمل و کاهش کیفیت اقلام جایگزین قرار دارد. نتیجه این وضعیت، افزایش هزینه‌های سرمایه‌گذاری و عملیاتی، افت بهره‌وری تولید و افزایش ریسک شکست پروژه‌هاست. از راهکارهای مؤثرکوتاه‌مدت و بلندمدت در مواجهه و مدیریت این چالش، می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:
• تنوع‌بخشی به منابع تأمین مالی با استفاده از ابزارهای نوین مانند صکوک پروژه‌ای، اوراق مشارکت ارزی، و صندوق‌های سرمایه‌گذاری پروژه‌محور برای جذب منابع داخلی و مشارکت بخش خصوصی
• ایجاد "بانک توسعه صنایع انرژی ایران" با تمرکز بر تأمین مالی پروژه‌های پتروشیمی در زنجیره‌های پایین‌دستی و میان‌دستی
• توسعه همکاری‌های فناورانه منطقه‌ای با انعقاد قراردادهای مشترک با شرکت‌های دانش‌بنیان روسی، چینی، هندی و آسیای مرکزی در حوزه تجهیزات فرآیندی و سیستم‌های کنترلی برای تاسیس شرکت‌های مشترک با هدف انتقال فناوری و ساخت تجهیزات در داخل کشور
• بومی‌سازی هوشمند و هدفمند تجهیزات کلیدی با تمرکز بر توربوکمپرسورها، پمپ‌های کرایوژنیک و سیستم‌های کنترل پیشرفته از طریق حمایت هدفمند از شرکت‌های دانش‌بنیان و استفاده از هوش مصنوعی و مدل‌سازی دیجیتال برای شبیه‌سازی عملکرد تجهیزات وارداتی و طراحی جایگزین‌های بومی
• ایجاد سامانه ملی زنجیره تأمین پتروشیمی با محوریت داده و هوش مصنوعی که می‌تواند فرآیند تأمین، نگهداری و توزیع قطعات و مواد شیمیایی مورد نیاز صنایع پتروشیمی را یکپارچه‌سازی کرده و وابستگی به واسطه‌های خارجی را کاهش دهد.

### وابستگی به بازارهای محدود

تحریم‌های ظالمانه، فروش محصولات پتروشیمی کشور را دشوار کرده و ایران مجبور به فروش محصولات خود با تخفیف و از طریق واسطه‌ها شده است. این تحریم‌ها، صنعت پتروشیمی را به شدت به بازار چین وابسته کرده است. این وابستگی، با توجه به تلاش کشور چین برای خودکفایی در تولید محصولات کلیدی پتروشیمی، یک ریسک بلندمدت جدی برای ایران محسوب می‌شود.
تحریم‌های مالی، بیمه‌ای و حمل‌ونقلی باعث محدودیت صنعت پتروشیمی ایران در دسترسی آزاد به بازارهای جهانی شده و ناگزیر، عمده صادرات به چند بازار محدود، به‌ویژه چین، متمرکز شده است. بیش از ۶۰ درصد صادرات پتروشیمی کشور مستقیماً یا غیرمستقیم راهی بازار چین می‌شود. این تمرکز بیش‌ازحد، یک ریسک راهبردی بلندمدت برای تداوم صادرات و پایداری ارزی کشور ایجاد کرده است.



از منظر ریسک ساختاری بلندمدت، کشور چین در دهه اخیر با راهبرد "خودکفایی در صنایع بالادستی و مواد پایه" سرمایه‌گذاری عظیمی در ظرفیت‌های تولید متانول، اوره و اُلفین‌ها انجام داده است. این امر به تدریج تقاضای وارداتی این کشور از ایران را کاهش خواهد داد. همچنین تمرکز صادرات بر چین موجب شده ایران در معاملات دوجانبه با این قدرت اقتصادی، از قدرت چانه‌زنی کمتری در موضوعات قیمت‌گذاری، شرایط پرداخت و بیمه محموله‌ها برخوردار باشد.
همچنین فقدان استراتژی صادراتی منسجم باعث شده سبد صادراتی ایران از نظر تنوع بازار و محصول، شکننده و وابسته به تصمیمات طرف چینی باشد.
از راهکارهای مؤثر در مواجهه و مدیریت این چالش، می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:
• ایجاد "نقشه راه تنوع بازارهای صادراتی پتروشیمی ایران" تا افق ۱۴۰۸ از سوی شرکت ملی صنایع پتروشیمی
• شناسایی و توسعه بازارهای نوظهور در جنوب و جنوب‌شرق آسیا (هند، اندونزی، ویتنام)، آفریقا و آمریکای لاتین از طریق دیپلماسی انرژی و توافق‌های دوجانبه شامل توافق‌نامه‌های ترجیحی صادرات پتروشیمی نظیر اتحادیه اقتصادی اوراسیا و سازمان شانگهای برای تسهیل صادرات
• استقرار پلتفرم تحلیلی مبتنی بر هوش مصنوعی برای رصد لحظه‌ای عرضه و تقاضای جهانی، تغییر تعرفه‌ها و پیش‌بینی روند قیمت‌ها؛ این پلتفرم باید به عنوان زیرساخت تصمیم‌گیری صادراتی برای شرکت‌های ایرانی عمل کند.
• ایجاد برند تجاری واحد برای صادرات محصولات ایرانی با استاندارد کیفی یکپارچه ترجیحاً از سوی انجمن صنفی کارفرمایی صنعت پتروشیمی با هدف توسعه برند ملی محصولات پتروشیمی ایران برای حضور مستقیم در بازارهای مصرفی
• ایجاد دفاتر بازرگانی پتروشیمی ایران در بازارهای هدف با محوریت شرکت ملی صنایع پتروشیمی و انجمن صنفی کارفرمایی صنعت پتروشیمی
• افزایش تنوع محصولات در سبد صادرات با تمرکز بر صادرات محصولات با ارزش افزوده بالا به جای مواد پایه مانند متانول و اوره

### نبود امکان انتقال فناوری‌های به‌روز و توسعه‌یافته

به دلیل تحریم‌ها، دسترسی سرمایه‌گذاران به آخرین فناوری‌ها بخصوص در مرحله سوم زنجیره ارزش شامل تولید مواد شیمیایی و پلیمرهای با کارائی بالا، محدود شده است.
تحریم‌ها به‌ویژه محدودیت‌های فناورانه و انتقال دانش فنی، یکی از موانع اساسی در مسیر توسعه صنعت پتروشیمی کشور به شمار می‌آید. این محدودیت‌ها، دسترسی به فناوری‌های نسل جدید فرآیندهای شیمیایی برای تولید محصولات با ارزش افزوده بالا را دشوار کرده است.
در حالی‌که صنایع پتروشیمی پیشرو در جهان به سمت توسعه مواد شیمیایی خاص، پلیمرهای مهندسی با ویژگی‌های تخصصی و کاتالیست‌های نسل جدید با بهره‌وری بالا حرکت کرده‌اند، بخش عمده ظرفیت تولید پتروشیمی کشور همچنان در تولید محصولات پایه مانند متانول، اوره و اتیلن و پلیمرهای عمومی خصوصاً پلی‌اتیلن باقی مانده است. در نتیجه، شکاف فناورانه میان ایران و رقبای جهانی در حال افزایش است؛ شکافی که نه تنها ارزش افزوده تولید داخلی را محدود می‌کند بلکه وابستگی به واردات مواد واسطه و مواد شیمیایی خاص را نیز تداوم می‌بخشد.
از راهکارهای مؤثر در مواجهه و مدیریت این چالش، می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:
• استفاده از هوش مصنوعی و مدل‌سازی مولکولی به‌عنوان ابزار جایگزین برای طراحی فرمولاسیون‌ها، شبیه‌سازی واکنش‌ها و توسعه مواد پیشرفته بدون وابستگی مستقیم به فناوری خارجی؛ همچنین توسعه زیرساخت‌های داده‌ای برای آموزش مدل‌های یادگیری ماشین در زمینه طراحی فرمولاسیون و بهینه‌سازی فرآیندهای شیمیایی.
• سرمایه‌گذاری هدفمند در توسعه فناوری بومی با حمایت از مراکز تحقیق و توسعه و شرکت‌های دانش‌بنیان فعال در حوزه طراحی فرآیند، مواد و کاتالیست.
• دیپلماسی فناورانه هدفمند به منظور ایجاد پلتفرم همکاری فناورانه با کشورهای غیرتحریمی و هم‌پیمان با تعریف پروژه‌های مشترک تحقیقاتی، انتقال غیرمستقیم دانش فنی و ایجاد مراکز تحقیقاتی منطقه‌ای و نیز بهره‌گیری از توافق‌نامه‌های دوجانبه با دانشگاه‌ها و شرکت‌های فناور آسیایی برای توسعه فرآیندهای نوین تولید.

## معماری سامانه‌های معاملاتی بورس کالا متحول می‌شود

مهشید کرد، رئیس اداره توسعه سامانه های ابزارهای نوین بورس کالا به معماری سامانه‌های معاملاتی بورس کالا و یکپارچه‌سازی زیرساخت معاملات قراردادهای مشتقه و گواهی سپرده کالایی اشاره و اظهار کرد: در مدل پیشین، مدیریت وجوه مشتریان مبتنی بر حساب‌های دراختیار و فرآیندهای وابسته به شبکه بانکی بود که پیچیدگی فنی، وابستگی عملیاتی و بعضا تأخیر در به‌روزرسانی اطلاعات را به‌همراه داشت. با حذف این ساختار و انتقال کامل مدیریت وجوه به حساب کارگزاری، مدل جدید امکان پردازش یکپارچه تراکنش‌ها، کنترل دقیق جریان نقدینگی و اجرای لحظه‌ای عملیات مالی را فراهم می‌سازد.
رئیس اداره توسعه سامانه‌های ابزارهای نوین بورس کالا افزود: در رویکرد جدید، یکپارچه‌سازی سامانه‌های معاملاتی آتی، اختیار معامله و گواهی سپرده در یک ساختار منسجم، نیازمند بازطراحی و هم‌ترازی لایه‌های نرم‌افزاری مرتبط است. در این میان شرکت‌های فناوری که مسئول توسعه پلتفرم‌های معاملاتی کارگزاری‌ها هستند، نقش مستقیم در تحقق این تغییر دارند.
به گفته کرد، این شرکت‌ها با ارتقای معماری سامانه‌ها، بازطراحی ماژول‌های مدیریت موجودی و ارتباط با هسته معاملات و پیاده‌سازی فرآیندهای جدید تسویه و انتقال، بستر فنی لازم را برای اجرای یکپارچه این عملیات فراهم می‌کنند. وی ادامه داد: اجرای این پروژه که قرار بود در ابتدای پاییز عملیاتی شود، به دلیل ضرورت ثبت اسناد حسابداری مرتبط در بک‌آفیس کارگزاران و آماده نبودن زیرساخت برخی از شرکت‌های نرم‌افزاری به تعویق افتاد.
وی گفت: در ساختار پیشین با توجه به مشتری‌محور بودن سازوکار مالی کارگزاران ضرورتی مبنی بر ثبت اسناد مالی نبوده و این امر توسط زیرساخت مرکزی بورس کالا انجام می‌گرفت؛ اما در مدل جدید، نقش کارگزار از یک نهاد صرفاً اجرایی در مدیریت وجوه به یک بازیگر اصلی در مدیریت نقدینگی و طراحی ابزارهای مالی تغییر می‌کند. بنابراین، تهیه و ثبت این اسناد باید مستقیماً در سیستم‌های مالی و حسابداری کارگزاری انجام شود و این موضوع مستلزم همگامی کامل بک‌آفیس با معماری جدید است.
رئیس اداره توسعه سامانه‌های ابزارهای نوین بورس کالا عنوان کرد: به موازات این اقدامات، ایستگاه معاملاتی کارگزار به‌عنوان سامانه عملیاتی رسمی بورس کالا نیز متناسب با معماری جدید بازطراحی شده است. نسخه به‌روزشده این سامانه منطبق با سازوکار جدید، ابزارهای کنترل ریسک لحظه‌ای و ماژول‌های تسویه یکپارچه، نقش مهمی در اجرای صحیح فرآیندهای عملیاتی کارگزاران خواهد داشت.
این تغییر، هماهنگی میان ابزارهای رسمی بورس و سامانه‌های نرم‌افزاری کارگزاری‌ها را تقویت کرده و از بروز اختلاف داده‌ای یا خطای عملیاتی جلوگیری می‌کند.
به گفته کرد، در مدل جدید، تمامی واریز و برداشت‌ها، انتقالات درون‌بازاری و فرآیندهای تسویه از طریق یک نقطه مشترک-حساب کارگزاری-مدیریت می‌شود. این رویکرد نیازمند هماهنگی کامل پلتفرم‌های معاملاتی با هسته مرکزی، APIهای جدید، سازوکارهای کنترل ریسک و سیستم‌های نظارتی لحظه‌ای است.
وی تاکید کرد که همکاری نزدیک میان کارگزاری‌ها، شرکت‌های نرم‌افزاری و زیرساخت‌های مرکزی بورس کالا، عامل اصلی موفقیت این پروژه است. او افزود: با عملیاتی شدن این تحول فنی، جریان نقدینگی میان بازارهای موازی شامل (بازارهای مالی و مشتقه، سهام و سایر بازارهای سرمایه) تسهیل می‌شود و امکان طراحی ابزارها و سازوکارهای جدید فراهم خواهد شد.

رویدادها

## گذار از توسعه کمی به تعالی کیفی، راه بقای صنعت فولاد



مدیرعامل فولاد خوزستان و نایب‌رئیس انجمن تولیدکنندگان فولاد ایران، با تاکید برضرورت تدوین راهبردهای جدید برای حفظ رقابت‌پذیری گفت: محدودیت‌های انرژی طی سال‌های ۱۴۰۰ تا ۱۴۰۳ موجب از دست رفتن ۲۶.۱۶ میلیون تن تولید و تحمیل ۱۴.۰۹ میلیارد دلار خسارت به کشور شده است.

امین ابراهیمی افزود: آینده صنعت فولاد ایران در گرو حرکت از تولیدات سنتی به سمت فولادهای پیشرفته و آلیاژی با ارزش افزوده بالاست؛ بازاری که نرخ رشد آن در جهان ۵.۶ درصد اعلام شده و فرصت مهمی برای توسعه صادرات و خلق ارزش بیشتر فراهم می‌کند. ابراهیمی تصریح کرد: آینده صنعت فولاد ایران در افزایش تناژ نیست؛ در ارتقای ارزش افزوده و حرکت به سمت فولادهای آلیاژی و محصولات فوق‌تخصصی است. گذار از کمیت به کیفیت یک انتخاب نیست، بلکه تنها راهبرد ممکن برای حفظ رقابت‌پذیری و پایداری صنعت فولاد ایران است.

## تأکید بر شتاب‌دهی نوآوری برای حل مسائل



معاون نوآوری و اقتصاد دانش بنیان شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی در همایش پتروفن بر شتاب‌دهی نوآوری بر رویکرد حل‌مسأله تاکید کرد.

داور نظری همایش پتروفن را که با شعار «مسیر نوآوری در صنعت پتروشیمی» و با هدف حمایت از تولید داخلی برگزار شده بود بر ابزاری کارآمد برای رسوخ نوآوری و فناوری در تاپیکو و شرکت‌های تابعه دانست و افزود: تمرکز این رویداد بر اتصال نیازهای فناورانه صنعت پتروشیمی به توان شرکت‌های دانش‌بنیان، می‌تواند مسیر حل چالش‌های کلیدی این حوزه را هموار کند. به گفته نظری، بهره‌گیری از ظرفیت زیست‌بوم نوآوری کشور و جهت‌دهی فعالیت‌ها به سمت حل مسائل واقعی، رویکردی است که می‌تواند سرعت توسعه فناوری و تحقق پروژه‌های نوآورانه در تاپیکو را به‌طور چشمگیری ارتقا دهد؛ مسیری که توسط سایر هلدینگ‌ها و شرکت‌های تابعه گروه شستا قابل پیگیری و رهگیری است.

## فولاد مبارکه بار خود را از دوش زاینده‌رود برداشت



مدیرعامل فولاد مبارکه اعلام کرد: ابرپروژه انتقال آب از سیرجان تا فولاد مبارکه با طول ۸۰۰ کیلومتر و با حضور برخط رئیس‌جمهور انجام شد. در این پروژه ۴۲ پیمانکار مشارکت داشتند و بیش از سه‌هزار نفر به‌صورت مستقیم درگیر بودند.

سعید زرندی تأکید کرد: مدعی احیای زاینده‌رود نیستیم، اما قول دادیم بار خود را از دوش این رودخانه برداریم و این اتفاق افتاده است. به گفته او، فولاد مبارکه قصد دارد بار سایر صنایع را نیز از دوش استان بردارد. زرندی با اشاره به ایده ایجاد بازار متشکل آب گفت: تاکنون ۷۰ میلیون مترمکعب قرارداد بسته شده و ۴۰ میلیون مترمکعب آب دریایی تأمین شده است. هرچه همکاری استانداری بیشتر باشد و صنایع بیشتری به استفاده از آب دریا روی بیاورند، این بازار پررونق‌تر خواهد شد.زرندی تصریح کرد: مصرف آب فولاد مبارکه از ۱۶ مترمکعب به‌ازای هر تن در سال ۱۳۷۱ به ۲.۵ مترمکعب رسیده و تلاش می‌کنیم این رقم کمتر شود.

## نفت ایرانول در مسیر حداکثر شفافیت و سودآوری



رئیس هیأت‌مدیره نفت ایرانول با اشاره به برنامه‌های جدید گفت: ایرانول علاوه بر ارتقای تولید، افزایش سهم بازار و سودآوری، رعایت بالاترین استانداردهای شفافیت را برای صیانت از اموال بازنشستگان دنبال می‌کند. بر همین اساس همه محصولات داخلی و صادراتی پذیرش‌شده در بورس کالا ابتدا در دو مرحله در بورس عرضه می‌شود و در صورت عدم فروش، از فرآیندهایی مانند کمیته فروش، مزایده عمومی و تندر استفاده خواهد شد.

اکبر میرزاپور با اشاره به اینکه این شرکت در مسیر حداکثر شفافیت و سودآوری قرار دارد، گفت: روغن پایه SN۱۵۰ پس از مدت‌ها توقف با پیگیری‌ها دوباره در بورس عرضه شده و این روند مستمر خواهد بود. تنوع‌بخشی به خریداران داخلی و مقاصد صادراتی و کاهش تمرکز فروش بر خریداران محدود در دستور کار جدی شرکت است. ضایعات تولید نیز فقط در بورس عرضه می‌شود و در صورت نبود خریدار، به مزایده عمومی می‌رود.

علی اکبری تشریح کرد:

# دلایل افت درآمد «تجلی» و زیان ۱۰ میلیارد تومانی

**هفته‌نامه بورس ارزش بازار شرکت تجلی طی دو سال گذشته به‌ظاهر کاهش یافته، اما این افت ناشی از افت واقعی ارزش نیست؛ بلکه نتیجه افزایش سرمایه از ۶۲۰۰ به ۱۲ هزار میلیارد تومان است و اگر این افزایش انجام نمی‌شد، قیمت سهم در محدوده ۲۵۰ تومان قرار می‌گرفت. شرکت تنها از رشد اخیر بازار عقب مانده بود که بخشی از آن جبران شده است. درباره زیان برخی واحدهای فولادی نیز توضیح داده شد که صنعت فولاد در ماه‌های گذشته به‌دلیل محدودیت انرژی و شرایط پس از جنگ دوازده‌روزه با اختلال مواجه بود. همچنین مطالعات معدنی نیجریه نتایج امیدوارکننده داشته است.در این زمینه با مرتضی علی‌اکبری، مدیرعامل شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات به گفت‌وگو نشسته‌ایم که مشروح آن را می‌خوانید.**

***

*** ارزش بازار شرکت حدود ۴۰ درصد دلاری کاهش یافته است. علت چیست؟**

ارزش بازار شرکت افت قابل‌توجهی نداشته است. سرمایه شرکت طی دو تا سه سال گذشته از حدود شش‌هزار و دویست میلیارد تومان به نزدیک دوازده‌هزار میلیارد تومان افزایش یافته و طبیعتاً به دلیل افزایش سرمایه، قیمت تابلو کاهش اسمی داشته است. اگر افزایش سرمایه انجام نمی‌شد، قیمت سهم حدود دویست و پنجاه تومان قرار می‌گرفت. کاهش اسمی قیمت ناشی از افزایش تعداد سهام است و نه افت ارزش واقعی. شرکت تنها از رشد اخیر بازار بورس عقب مانده بود که طی هفت تا ده روز گذشته بخشی از این فاصله جبران شده است.

*** برخی واحدهای زیرمجموعه در تولید آهن اسفنجی و ورق زیان‌ده شده‌اند در حالی که سایر نمادهای صنعت فولاد سودده هستند. دلیل چیست؟**

صنعت فولاد طی چند ماه گذشته به دلیل شرایط کشور، به‌ویژه پیش و پس از جنگ دوازده‌روزه و همچنین محدودیت‌های گاز، آب و برق با اختلال مواجه بوده است. این صنعت در صورت فعالیت با ظرفیت کامل و تأمین زیرساخت‌های لازم، سودآوری متفاوتی خواهد داشت. با این حال، مطابق استراتژی شرکت، تجلی در حال خروج تدریجی از فولاد و انتقال سرمایه به حوزه مس، طلا و عناصر نادر خاکی است.

*** تأخیر در پروژه‌ها و کمبود سرمایه نسبت به نیاز باعث افزایش هزینه‌ها و کاهش توجیه اقتصادی شده است. علت تعریف این تعداد پروژه و عدم تکمیل چیست؟**

تمام پروژه‌های شرکت دارای توجیه اقتصادی هستند و اینکه گفته می‌شود برخی از آن‌ها توجیه ندارند صحیح نیست. پروژه‌های صادراتی با افزایش نرخ ارز، رشد قیمت فروش و درآمد را تجربه می‌کنند و افزایش هزینه‌ها در بخش‌هایی توسط رشد نرخ ارز پوشش داده می‌شود. تجلی یک هلدینگ پروژه است و نه یک شرکت تک‌پروژه‌ای؛ بنابراین تعدد پروژه‌ها در ماهیت شرکت تعریف شده است. هیچ پروژه زیان‌دهی در سبد وجود ندارد. همچنین بسیاری از معادن تحت



مالکیت هنوز ارزش‌گذاری نشده‌اند.

*** چرا بخش عمده‌ای از درآمد شرکت از بازرگانی است؟**

فعالیت بازرگانی کاملاً در راستای زنجیره معدنی شرکت انجام می‌شود. تجلی ۱۷ معدن در اختیار دارد و برای آن‌ها خدمات حفاری، اکتشاف و بهره‌برداری لازم است. شرکت معدن‌کار باختر امور معدنکاری و شرکت اکتشاف تجلی فعالیت‌های اکتشافی و حفاری را انجام می‌دهد. در مواردی که شرکت‌های گروه نتوانند بدهی خود را نقداً پرداخت کنند، محصول تحویل می‌دهند و این محصولات از طریق شرکت بازرگانی فروخته می‌شود. علاوه بر فعالیت درون‌گروهی، شرکت بازرگانی در صادرات، واردات و تأمین مواد معدنی برای شرکت‌های بزرگ نیز فعال است.

*** علت کاهش درآمد سپهر تجلی از ۹۱ میلیارد و سود یک میلیاردی در سال ۱۴۰۲ به درآمد یک‌ششمی و زیان ده‌میلیاردی در ۱۴۰۳ چیست؟**

پروژه زغال‌سنگ گران‌رود به دلیل عدم انجام تعهدات توسط شرکت تهیه و تولید، با مشکلات جدی مواجه شد. منطقه پروژه جنگلی بود و دریافت مجوزهای محیط‌زیست و تعویض جاده انجام نشد. مهم‌تر از آن، مجوز تونل شماره پنج که مبنای ورود شرکت به پروژه بود صادر نشد. برای جلوگیری از ضرر بیشتر، شرکت از پروژه خارج شد و اکنون موضوع در حال پیگیری حقوقی است. توقف فعالیت مشروعیت درآمد را کاهش و زیان سال ۱۴۰۳ را ایجاد کرده است.

*** وضعیت فعالیت‌های تجلی در نیجریه و سایر کشورها چگونه است؟**

در نیجریه یک سرمایه‌گذاری کوچک مطالعاتی انجام شده است. نمونه‌برداری و آزمایش ماده معدنی انجام و نتایج آن بسیار مورد توجه قرار گرفته است. در صورت تأیید نهایی تا پایان سال، امکان سرمایه‌گذاری جدی‌تر وجود خواهد داشت. فعلاً برآورد نهایی مشخص نشده است. در ارمنستان تنها مطالعات مقدماتی انجام شد اما با توجه به حضور آمریکا در منطقه زنگزور، شرکت از ادامه فعالیت فاصله گرفته است.

در افغانستان نیز فعالیت‌هایی انجام شده که در صورت رسیدن به مرحله قطعی اعلام خواهد شد.

*** میزان برآورد هزینه برای تکمیل پروژه‌های فولاد شرق خراسان، سرمد ابرکوه، فولاد کردستان، ستاره سیمین هرمز و پروژه جانجا و سهم تجلی چقدر است؟**

کل سرمایه موردنیاز برای ۱۰ تا ۱۲ پروژه فعال شرکت حدود پانزده‌هزار میلیارد تومان است. بخشی از این سرمایه از طریق افزایش سرمایه تأمین خواهد شد. افزایش سرمایه اول به مبلغ هزار میلیارد تومان در سازمان بورس در مرحله اخذ مجوز است و بلافاصله افزایش سرمایه بعدی با همراهی سهامدار عمده انجام خواهد شد. پروژه مهم و اثرگذار کنسانتره ۲.۵ میلیون تنی فولاد شرق خراسان است که تا پایان شش‌ماهه اول سال آینده راه‌اندازی می‌شود و سودآوری قابل توجهی ایجاد و تزریق نقدینگی به سایر پروژه‌ها را تسهیل خواهد کرد.

همچنین طرح فولاد شرق خراسان با ظرفیت ۲.۵ میلیون تن کنسانتره تا پایان نیمه نخست سال آینده آماده بهره‌برداری خواهد شد. فولاد خراسان شریک این طرح است و برای مصرف سریع‌تر محصول اعلام آمادگی کرده و پروژه فولاد کردستان نیز حدود ۶۰ درصد پیشرفت دارد و بهره‌برداری آن به تکمیل واحدهای کنسانتره و آهن اسفنجی وابسته است و برنامه‌ریزی شده سال آینده وارد مدار تولید شود. پروژه فولاد سیمین هرمز با ظرفیت ۱.۷ میلیون تن آهن اسفنجی نیز در سال آینده به بهره‌برداری خواهد رسید و شرایط اقتصادی اخیر اگرچه بر نقدینگی اثر گذاشت اما هیچ‌یک از پروژه‌ها متوقف نشد و روند پیشرفت فیزیکی ادامه پیدا کرد. ماهیت پروژه‌محور بودن شرکت باعث زمان‌بر بودن اجراست اما هر میزان پیشرفت نتیجه عبور از موانع جدی بوده و بهبود فضای اقتصادی سرعت اجرای پروژه‌ها را افزایش داده است و انتظار می‌رود این روند در سال آینده تقویت شود.

*** درخصوص تولید فلز عناصر نادر خاکی چه اقداماتی انجام داده‌اید؟**

عناصر نادر خاکی شامل ۱۷ عنصر حیاتی‌اند و تجلی سه تا چهار سال پیش دو معدن را در اختیار گرفت و پس از اکتشاف، ذخیره آن‌ها از ۴۰ میلیون تن به ۱۲۵ میلیون تن افزایش یافت و این رشد تنها با یک متر حفاری بیشتر حاصل شد. تجلی به مرحله تولید فلز عناصر نادر خاکی رسیده و نخستین دارنده پروانه بهره‌برداری و نخستین تولیدکننده بومی تجهیزات این حوزه است و دانش فنی تفکیک همه ۱۷ عنصر نیز در اختیار شرکت قرار گرفته و در مسیر تجاری‌سازی است.

*** نکته پایانی...**

شرکت‌های پروژه‌محور با شاخص‌هایی مانند P/E یا EPS قابل تحلیل دقیق نیستند و سود سال‌های گذشته تجلی از محل مدیریت نقدینگی بوده و سود واقعی پس از بهره‌برداری پروژه‌ها قابل شناسایی است و بورس باید طبقه‌بندی جداگانه‌ای برای چنین شرکت‌هایی ایجاد کند.

تجلی ابتدا بر پایه زنجیره فولاد ایجاد شد اما با مطالعات داخلی و جهانی و پیش‌بینی کاهش مصرف فولاد تجاری طی ۱۰ تا ۱۵ سال آینده، تصمیم گرفته شده تمرکز شرکت به سمت مواد معدنی حیاتی، فلزات راهبردی و کنسانتره سنگ‌آهن هدایت شود.

بازدهی صندوق‌ها

| صندوق‌های طلا | قیمت صدور (ریال) | قیمت ابطال (ریال) | بازدهی هفتگی | بازدهی ماهانه |
|---|---|---|---|---|
| نهال | ۴۳,۴۴۷ | ۴۳,۲۴۳ | ۴.۴۷% | ۸.۲۵% |
| زر | ۵۴۲,۱۹۹ | ۵۳۹,۸۶۴ | ۰.۸۱% | ۱۶.۷۳% |
| زرفام | ۹۲,۸۳۹ | ۹۲,۳۹۳ | ۰.۷۴% | ۱۶.۶۴% |
| رزگلد | ۱۱,۷۸۹ | ۱۱,۷۳۷ | ۰.۷۱% | ۱۶.۵۱% |
| کهربا | ۱۲۰,۳۲۸ | ۱۱۹,۷۷۴ | ۰.۷۱% | ۱۶.۹۱% |
| تابش | ۴۹,۹۴۸ | ۴۹,۷۱۰ | ۰.۷% | ۱۶.۶۴% |
| گلدیس | ۲۴,۵۲۹ | ۲۴,۴۱۹ | ۰.۶۷% | ۱۷% |
| طلا | ۸۸۸,۷۶۹ | ۸۸۴,۸۰۹ | ۰.۶۶% | ۱۶.۸۲% |
| امرالد | ۱۶,۷۹۰ | ۱۶,۷۱۸ | ۰.۶۵% | ۱۶.۷۹% |
| عیار | ۳۴۱,۰۲۲ | ۳۳۹,۴۹۵ | ۰.۶% | ۱۶.۷۸% |
| مثقال | ۱۰۰,۲۸۱ | ۹۹,۸۲۵ | ۰.۵۶% | ۱۶.۸۶% |
| آتش | ۲۲,۳۹۳ | ۲۲,۲۹۴ | ۰.۴۹% | ۱۶.۶۵% |
| گوهر | ۵۹۵,۲۵۷ | ۵۹۲,۴۰۱ | ۰.۴۷% | ۱۶.۶۸% |
| آلتون | ۳۹,۹۴۶ | ۳۹,۷۶۲ | ۰.۴% | ۱۶.۶۹% |
| ناب | ۴۲,۲۶۶ | ۴۲,۰۷۲ | ۰.۳۷% | ۱۶.۳۸% |
| سحرخیز | ۴۹,۸۵۶ | ۴۹,۷۲۱ | ۰.۳۷% | -۰.۸۳% |
| زرگر | ۱۲,۷۸۲ | ۱۲,۷۲۰ | ۰.۳۷% | ۱۶.۶۸% |
| نفیس | ۷۲,۸۵۳ | ۷۲,۵۱۴ | ۰.۳۵% | ۱۶.۸۳% |
| زمرد | ۱۷,۹۱۰ | ۱۷,۸۲۶ | ۰.۳۴% | ۱۶.۵۱% |
| درخشان | ۲۲,۵۴۴ | ۲۲,۴۳۶ | ۰.۳۱% | ۱۷.۳۴% |
| زروان | ۲۴,۹۶۰ | ۲۴,۸۴۰ | ۰.۲۸% | ۱۶.۸۵% |
| درنا | ۱۴,۲۳۵ | ۱۴,۱۶۷ | ۰.۲۸% | ۱۶.۷۶% |
| قیراط | ۲۲,۵۴۴ | ۲۲,۴۳۶ | ۰.۲۷% | ۱۶.۸۹% |
| گنج | ۱۰۶,۳۴۶ | ۱۰۵,۸۳۵ | ۰.۲۷% | ۱۶.۸۴% |
| جواهر | ۴۶,۵۲۸ | ۴۶,۳۰۶ | ۰.۲۶% | ۱۶.۴۸% |
| لیان | ۲۳,۲۰۷ | ۲۳,۰۹۴ | ۰.۲۶% | ۱۶.۸۱% |
| ریتون | ۱۲,۳۶۷ | ۱۲,۳۰۷ | ۰.۲۶% | ۱۴.۳۷% |
| گلدا | ۱۱,۸۲۳ | ۱۱,۷۶۷ | ۰.۱۹% | ۱۶.۰۶% |
| رز | ۱۵,۸۷۸ | ۱۵,۸۰۰ | ۰.۱۷% | ۱۵.۷۲% |
| سینرژی | ۲۱,۷۱۸ | ۲۱,۶۱۶ | ۰.۰۵% | ۰.۶۷% |

تاریخ به‌روز رسانی جدول ۱۴۰۴/۰۹/۱۸ - منبع: fipiran

| صندوق‌های درآمد ثابت | قیمت صدور (ریال) | قیمت ابطال (ریال) | بازدهی هفتگی | بازدهی ماهانه |
|---|---|---|---|---|
| رایکا | ۲۲,۴۵۹ | ۲۲,۴۴۷ | ۱.۵۸% | ۵.۶۷% |
| داریک | ۳۰,۷۶۲ | ۳۰,۶۶۴ | ۱.۴۸% | ۲.۷۳% |
| هامرز | ۱۰,۰۰۱ | ۹,۹۸۳ | ۱.۴۳% | ۳.۶% |
| بازده | ۲۱,۲۸۶ | ۲۱,۲۶۸ | ۱.۲۵% | ۲.۳% |
| اوصتا | ۵۵,۳۲۳ | ۵۵,۲۴۰ | ۰.۹۲% | ۳.۴۵% |
| سپنتارود | ۱۳,۳۸۸ | ۱۳,۳۷۶ | ۰.۸۸% | ۲.۹۴% |
| کاج | ۲۲,۶۷۵ | ۲۲,۶۵۸ | ۰.۷۷% | ۲.۵۵% |
| لبخند | ۲۴,۰۳۱ | ۲۴,۰۱۰ | ۰.۷۵% | ۲.۸۸% |
| یارا | ۲۷,۵۳۹ | ۲۷,۵۰۵ | ۰.۷۳% | ۲.۵۲% |
| آلا | ۱۹,۶۲۳ | ۱۹,۶۱۲ | ۰.۷۲% | ۲.۸۶% |
| ماکان | ۱۲,۱۹۹ | ۱۲,۱۸۲ | ۰.۷۲% | ۱.۸% |
| توسکا | ۱۸,۹۳۶ | ۱۸,۸۷۹ | ۰.۷۱% | ۳.۳۲% |
| اطمینان | ۱۴,۳۸۸ | ۱۴,۳۷۶ | ۰.۷۱% | ۲.۲۳% |
| بمان | ۱۷,۶۴۸ | ۱۷,۶۳۳ | ۰.۷% | ۳.۹۹% |
| تصمیم | ۴۷,۳۲۵ | ۴۷,۲۹۰ | ۰.۶۶% | ۲.۵۹% |
| سام | ۱۶,۵۸۹ | ۱۶,۵۷۸ | ۰.۶۶% | ۳.۴۵% |
| اونیکس | ۱۹,۰۸۰ | ۱۹,۰۶۸ | ۰.۶۶% | ۲.۸۸% |
| درین | ۲۰,۵۴۴ | ۲۰,۵۲۹ | ۰.۶۵% | ۲.۶۱% |
| پاسارگاد | ۱۳,۴۴۲ | ۱۳,۴۳۴ | ۰.۶۵% | ۳.۰۳% |
| دارا | ۱۹,۵۹۸ | ۱۹,۵۷۵ | ۰.۶۴% | ۲.۶۵% |
| زمرد کوروش | ۱۳,۹۸۶ | ۱۳,۹۷۴ | ۰.۶۳% | ۳.۰۳% |
| دامون | ۱۶,۹۴۳ | ۱۶,۹۳۱ | ۰.۶۳% | ۲.۷۱% |
| ساحل | ۲۳,۶۳۰ | ۲۳,۶۱۳ | ۰.۶۳% | ۲.۵۱% |
| فردا | ۳۲,۹۳۳ | ۳۲,۹۱۶ | ۰.۶۳% | ۲.۶۲% |
| آفاق | ۱۰,۱۶۹ | ۱۰,۱۶۳ | ۰.۶۲% | ۲.۶۳% |
| کارا | ۲۸,۷۰۷ | ۲۸,۶۹۱ | ۰.۶۲% | ۲.۶۸% |
| ثبات | ۲۹,۱۰۲ | ۲۹,۰۸۵ | ۰.۶۲% | ۲.۶۱% |
| ستاره | ۱۷,۰۵۵ | ۱۷,۰۴۲ | ۰.۶۱% | ۲.۶۲% |
| ثابت اکسیژن | ۱۵,۲۲۰ | ۱۵,۲۰۷ | ۰.۶۱% | ۲.۷۲% |
| خاتم | ۳۲,۶۷۷ | ۳۲,۶۵۰ | ۰.۶۱% | ۲.۷۴% |
| خورشید | ۱۹,۱۵۳ | ۱۹,۱۳۹ | ۰.۶۱% | ۲.۴۶% |

تاریخ به‌روز رسانی جدول ۱۴۰۴/۰۹/۱۸ - منبع: fipiran

## افزایش ۷۶ درصدی درآمد «تپسی» در گزارش ۶ ماهه

شرکت پیشگامان فناوری و دانش آرامیس (تپسی) در گزارش میان‌دوره‌ای ۶ ماهه منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۴، عملکردی رو به رشد در حوزه عملیاتی و توسعه فناوری ثبت کرد. بر اساس صورت‌های مالی منتشرشده، درآمدهای عملیاتی شرکت با افزایش قابل توجه ۷۶ درصدی به رقم ۱۵.۴ هزار میلیارد ریال رسیده است؛ رشدی که نشان‌دهنده افزایش تقاضا، بهبود تجربه کاربری و گسترش سهم تپسی در بازار حمل‌ونقل آنلاین کشور است.

افزایش درآمد در شرایطی رقم خورده که تپسی در این دوره، سرمایه‌گذاری چشمگیری در حوزه فناوری انجام داده و دارایی‌های نامشهود شرکت از ۳۲ هزار میلیارد ریال به ۴۱ هزار میلیارد ریال رسیده است. این رشد بیانگر توسعه زیرساخت‌ها، الگوریتم‌های هوشمند و سامانه‌های نرم‌افزاری جدید است که نقش مهمی در ارتقای کیفیت خدمات و رقابت‌پذیری شرکت دارد.

در بخش سرمایه انسانی، تپسی پیش‌بینی کرده تعداد نیروهای عملیاتی شرکت تا پایان سال به بیش از ۱٬۷۰۰ نفر برسد؛ موضوعی که ظرفیت ارائه خدمات را به‌طور محسوسی افزایش خواهد داد و بر توان عملیاتی شرکت در مدیریت سفرها و پشتیبانی کاربران می‌افزاید.

از سوی دیگر، جریان نقد عملیاتی تپسی با رشد ۵۹ درصدی نسبت به دوره مشابه مواجه شده که نشان می‌دهد موتور درآمدی شرکت توانسته نقدینگی بیشتری ایجاد کند و کسب‌وکار به سمت پایداری مالی حرکت کند. همچنین جذب ۱۲.۸ هزار میلیارد ریال تسهیلات جدید نشان‌دهنده افزایش اعتماد سیستم بانکی و فراهم شدن امکان توسعه بیشتر سرویس‌ها، خدمات و سرمایه‌گذاری‌های تکنولوژیک است. با توجه به رشد تقاضای حمل‌ونقل آنلاین و تمرکز تپسی بر فناوری و توسعه زیرساخت‌ها، چشم‌انداز شرکت در نیمه دوم سال مثبت ارزیابی می‌شود. تحلیل عملکرد ۶ ماهه حاکی از آن است که تپسی در مسیر گسترش فعالیت، افزایش مقیاس و تثبیت جایگاه رقابتی خود در صنعت تاکسی آنلاین کشور قرار دارد و در صورت مدیریت هزینه‌ها، می‌تواند در دوره‌های آتی بهبود سودآوری را تجربه کند.

## رشد ۲۲۸ درصدی سود خالص «وتوصا»



در پایان مجمع عمومی عادی سالانه شرکت سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی ایران، با تصویب صورت‌های مالی به ازای هر سهم ۳۳۰ ریال سود نقدی تقسیم شد.

مجمع عمومی عادی سالانه شرکت گروه سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی ایران (وتوصا) با حضور سهامداران برگزارشد. سید حسام‌الدین عبادی، مدیرعامل وتوصا در این مجمع با ارائه گزارش عملکرد مالی تلفیقی و شرکت اصلی گفت: صورت‌های مالی سال منتهی به ۳۱ شهریور ۱۴۰۴ نشان‌دهنده تحولی کم‌سابقه در سودآوری گروه است. سود خالص تلفیقی گروه در این دوره به ۴ هزار و ۳۷۱ میلیارد تومان رسیده که نسبت به سال گذشته رشد ۱۴۱ درصدی را رقم زده است. مدیرعامل شرکت گروه سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی ایران افزود: حقوق قابل انتساب به مالکان شرکت اصلی نیز در صورت‌های مالی تلفیقی با رشد ۲۰۴ درصدی به حدود ۳ هزار میلیارد تومان افزایش یافته و این میزان، رشد بی‌سابقه‌ای در عملکرد شرکت محسوب می‌شود. بر اساس این گزارش، سود پایه هر سهم (EPS) تلفیقی ۸۹۱ ریال محاسبه شده است.

عبادی درتشریح عملکرد شرکت اصلی نیز بیان کرد: سود خالص شرکت در سال مالی گزارش‌شده از ۲ هزار میلیارد تومان عبور کرده و نسبت به سال گذشته ۲۲۸ درصد رشد داشته است. وی در ادامه با اشاره به روند تاریخی سودآوری شرکت گفت: مقایسه عملکرد سودآوری در دوره‌های مختلف نشان می‌دهد که سودآوری وتوصا پس از سال ۱۳۹۰ تفاوت معناداری با سال‌های قبل از آن داشته است.

مدیرعامل شرکت گروه سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی ایران توضیح داد : این جهش هم‌زمان با واگذاری شرکت به بخش خصوصی رخ داده و خصوصی‌سازی و تغییر رویکرد مدیریتی نقش مهمی در بهبود چشمگیر عملکرد مالی شرکت داشته است. به گفته عبادی، بررسی بازده ریالی و دلاری خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) طی بازه ۱۴ساله نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری در وتوصا «بازدهی پایدار و مناسب» را برای سهامداران در هر دو مقیاس ریالی و دلاری به همراه داشته است.

## سخن هفته

برای این که یک سرمایه‌گذار موفق باشید، باید از لحاظ احساسی نسبت به باخت یا برد خنثی شوید، زیرا برد و باخت بخشی از این بازی است.

«رابرت کیوساکی»

- صاحب امتیاز: شرکت نیکان رسانه بازار سرمایه
- مدیر مسئول: امیرآشتیانی عراقی
- قائم مقام مدیرمسئول: معراج نادری فصیح
- زیر نظر: شورای سردبیری
- دبیر تحریریه: حبیب علیزاده
- تحریریه: حمزه بهادیوند چگینی، علی آل‌بویه، ساره صابری، نجمه آجربندیان
- مدیر هنری: سید مهدی لنکرانی
- ویراستار: نسرین اسلامی
- عکس: مهدی زرقانی
- امور مالی: نیکتا حکمت
- بازرگانی: فاطمه اسکندری، زینب همت‌یار، سحر کاشفی
- توزیع و اشتراک: ترانه ابوالحسن‌پور
- امور اداری: کوثر صدفی
- ناظر فنی:هادی میرزایی
- آمار و پردازش اطلاعات: شرکت نوآوران امین
- نشانی: تهران، میدان گلها، بزرگراه شهید گمنام، خیابان جهان‌آرا، کوچه ۱۳/۲ (بابک)، پلاک ۱۶، طبقه دوم
- تلفن: ۸۸۶۳۵۸۰۸ – ۸۸۰۲۷۳۷۸ – ۰۲۱) ۴۱۶۷۴۰۰۰)
- فکس: ۴۱۴۲۵۸۹۴ (۰۲۱)
- چاپ: مؤسسه جام‌جم برتر برنا
- فروش برخط: jaaar.com / fidibo.com / taaghche.com
- ایمیل مدیر مسئول: amir.ashtiani@gmail.com
- ISSN: 2252 - 035X


## نخته سیاه

### گروه مالی شریف

| نام دوره | زمان برگزاری |
|---|---|
| دوره جامع تحلیل تکنیکال (مقدماتی و پیشرفته) | ۲۷ آذر |

www.irfinance.ir

### کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار

| نام دوره | زمان برگزاری |
|---|---|
| آشنایی با فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی (مرابحه و اجاره) | ۷ دی |
| مهارت‌های پایه هوش مصنوعی در تحلیل بازار سرمایه | ۱۴ دی |

www.seba.ir

### کارگزاری بانک سپه

| نام دوره | زمان برگزاری |
|---|---|
| وبینار روش‌های سرمایه‌گذاری در فلزات گرانبها | ۲۳ آذر |

www/sepahbroker.ir

### پیشگامان دنیای مالی

| نام دوره | زمان برگزاری |
|---|---|
| چینش بهینه پرتفو سرمایه‌گذاری | ۴ دی |
| تحلیل تکنیکال با هوش مصنوعی | درحال ثبت نام |

www.donyayemali.com

### مرکز مالی ایران

| نام دوره | زمان برگزاری |
|---|---|
| دومین دوره جامع رمزارزها | ۴ دی |

www.ifc.ir

آمار

## غول‌های بورسی ۲۰۲۵

علی دانیال
روزنامه‌نگار

در آخرین ماه از سال ۲۰۲۵، بزرگترین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس‌های جهان معرفی شدند. در این گزارش، ۲۰ شرکت بزرگ بورسی جهان از نظر درآمد سال ۲۰۲۵ مورد بررسی قرار گرفته و ارزش بازار، میزان دارایی، تعداد کارکنان و نسبت P/E آنها به نقل از وبسایت «مارکت‌کپ‌واچ» نشان داده شده است.

بررسی‌ها نشان می‌دهند، از میان ۲۰ شرکت بزرگ بورسی جهان در سال جاری، ۱۳ شرکت متعلق به آمریکا بوده است. پس از آن، چین با ۳ شرکت در رتبه دوم قرار دارد. کشورهای ژاپن، آلمان و انگلستان نیز هر کدام با یک نماینده در این فهرست حضور دارند. همچنین عربستان با یک شرکت، تنها نماینده منطقه خاورمیانه در میان غول‌های بورسی جهان است.

در این گزارش، ۲۰ شرکت بورسی بزرگ جهان بر اساس میزان درآمد در سال ۲۰۲۵ رتبه‌بندی شده‌اند. این شرکت‌ها در حوزه‌های خرده‌فروشی، بهداشت و درمان، انرژی و فناوری فعالیت می‌کنند. نکته مهمی که باید در نظر گرفت، این است که با وجود رشد سریع شرکت‌های بخش فناوری، رهبری در حوزه درآمد تنها به فناوری مربوط نمی‌شود، بلکه به مقیاس، لجستیک و خدمات ضروری وابسته است. بر این اساس، فعالان حوزه‌های خرده‌فروشی، بهداشت و سلامت و انرژی همچنان در صدر پردرآمدترین شرکت‌های جهان قرار دارند.

دو شرکت آمریکایی والمارت و آمازون که در حوزه خرده‌فروشی فعالیت می‌کنند، در رقابتی تنگاتنگ رتبه‌های اول و دوم را در اختیار دارند. این دو شرکت به ترتیب با ۲,۱ میلیون و ۱,۵۸ میلیون کارمند، از شلوغ‌ترین شرکت‌های جهان به شمار می‌روند. آرامکو عربستان با ۷۹ هزار کارمند در رتبه سوم غول‌های بورسی با بیشترین درآمد جای گرفته است. این شرکت که در حوزه انرژی فعالیت می‌کند، تنها نماینده شرق آسیا در فهرست پردرآمدهای امسال است.

پردرآمدترین شرکت چینی در سال ۲۰۲۵، پتروچاینا با بیش از ۳۷۰ هزار کارمند در رتبه ششم جهان قرار دارد. پس از آن، شرکت نفت و شیمیایی چین رتبه هفتم را به خود اختصاص داده است. خودروسازی فولکس واگن آلمان از نظر درآمد در رتبه ۱۱ جهان و از نظر تعداد کارکنان (با بیش از ۶۷۹ هزار نفر) در رتبه ۶ جهان قرار دارد. این شرکت، تنها نماینده آلمان و دومین نماینده اروپا در فهرست ۲۰ غول بورسی جهان است. خودروسازی تویوتا موتور ژاپن نیز جای خود را به عنوان سیزدهمین شرکت بورسی پردرآمد جهان در این فهرست ثبت کرده است. شرکت نفتی شل انگلستان نیز به عنوان دومین نماینده قاره اروپا در جایگاه بیستم فهرست قرار دارد.

شرکت آمریکایی اپل که در رتبه پنجم پردرآمدهای امسال جای گرفته، از نظر ارزش بازار، دومین شرکت بزرگ جهان به شمار می‌رود. از نظر ارزش بازار، رتبه‌های اول تا هفتم به شرکت‌های آمریکایی تعلق دارد. بر این مبنا، آرامکوی عربستان هشتمین شرکت باارزش جهان به شمار می‌رود.

در جدول، میزان درآمد، ارزش بازار، حجم کل دارایی‌ها، تعداد کارکنان و قیمت سهام (در زمان تهیه گزارش) ۲۰ شرکت بورسی برتر جهان را مشاهده می‌کنید. میزان درآمد، ارزش بازار و دارایی بر اساس میلیارد دلار است.

| نام | درآمد | ارزش بازار | کارکنان (نفر) | حجم دارایی | قیمت سهام (دلار) |
|---|---|---|---|---|---|
| والمارت | ۷۰۳ | ۹۱۷ | ۲۱۰۰۰۰۰ | ۲۸۸ | ۱۱۵.۱۱ |
| آمازون | ۶۹۱ | ۲۴۵۰ | ۱۵۸۰۰۰۰ | ۷۲۸ | ۲۲۹.۵۳ |
| آرامکو | ۴۴۸ | ۱۵۸۰ | ۷۹۰۰۰ | ۶۷۱ | ۶.۵۳ |
| یونایتدهلث | ۴۳۵ | ۲۹۹ | ۴۰۰۰۰۰ | ۳۱۵ | ۳۳۰.۹۱ |
| اپل | ۴۱۶ | ۴۱۲۰ | ۱۶۶۰۰۰ | ۳۵۹ | ۲۷۸.۷۸ |
| پتروچاینا | ۴۰۳ | ۲۵۰ | ۳۷۱۰۰۰ | ۴۰۳ | ۱.۴ |
| نفت و شیمیایی چین | ۳۹۹ | ۹۶ | ۳۵۶۰۰۰ | ۳۰۸ | ۰.۸۴۳ |
| سی‌وی‌اس هلث | ۳۹۱ | ۹۶ | ۳۰۰۰۰۰ | ۲۵۵ | ۷۵.۶۳ |
| مک‌کیسون | ۳۸۷ | ۱۰۰ | ۵۱۰۰۰ | ۸۴ | ۸۰۸.۶۲ |
| آلفابت (گوگل) | ۳۸۵ | ۳۸۸۰ | ۱۹۰۰۰۰ | ۵۳۶ | ۳۲۲.۰۹ |
| فولکس‌واگن | ۳۷۹ | ۶۳ | ۶۷۹۰۰۰ | ۷۴۴ | ۱۲۳.۹۹ |
| برکشایر هثوی | ۳۷۲ | ۱۰۹۰ | ۳۹۲۰۰۰ | ۱۲۳۰ | ۵۰۴.۳۴ |
| تویوتا | ۳۳۳ | ۲۵۴ | ۳۸۴۰۰۰ | ۶۵۹ | ۱۹۶.۵۶ |
| اگزون‌موبیل | ۳۲۶ | ۴۹۱ | ۶۱۰۰۰ | ۴۵۴ | ۱۱۶.۵۴ |
| سنکورا | ۳۲۱ | ۶۶ | ۵۱۰۰۰ | ۷۷ | ۳۳۹.۶۶ |
| مهندسی ساخت چین | ۲۹۹ | ۳۱ | ۳۶۱۰۰۰ | ۴۸۲ | ۰.۷۵۴ |
| مایکروسافت | ۲۹۳ | ۳۵۹۰ | ۲۲۸۰۰۰ | ۶۳۶ | ۴۸۳.۱۶ |
| کاستکو | ۲۷۵ | ۳۹۷ | ۳۴۱۰۰۰ | ۷۷ | ۸۹۴.۶۸ |
| سیگناگروپ | ۲۶۸ | ۷۱ | ۷۳۰۰۰ | ۱۵۸ | ۲۶۵.۴۴ |
| شل | ۲۶۶ | ۲۱۱ | ۹۶۰۰۰ | ۳۷۴ | ۳۶.۹ |

کیوسک خارجی

## جهان در ۲۰۲۶




تنش‌های ژئوپلیتیک بین قدرت‌های بزرگ، بحران غزه و سرنوشت خاورمیانه، سرانجام جنگ روسیه و اوکراین، ریسک رکود در اقتصاد جهان و... از جمله مشکلاتی هستند که امید می‌رود در سال ۲۰۲۶ حل شوند. اما آینده جهان مبهم است و در این ابهام، امکان تشدید بحران‌ها وجود دارد. نشریه «اکونومیست» در ویژه‌نامه سالانه خود به بررسی این موارد پرداخته است. تام استندیج، سردبیر ویژه‌نامه در این باره نوشته است: ما در دنیای دونالد ترامپ زندگی می‌کنیم؛ اخلالگر بزرگی که روندهای سال ۲۰۲۵ را شکل داد و به نظر می‌رسد تا زمانی که در کاخ سفید حضور داشته باشد، این روند ادامه خواهد داشت. گرچه رویکرد هنجارشکن ترامپ در برخی حوزه‌ها (همچون تجارت) به آشوب منجر شده اما نتایج دیپلماتیک (جنگ غزه) نیز به همراه داشته و تغییرات بزرگی (بودجه دفاعی اروپا) ایجاد کرده است. توفان‌هایی که ترامپ ایجاد کرده، در سال ۲۰۲۶ نیز جهان را تحت تاثیر قرار خواهد داد. بر این اساس، تنش‌های ژئوپلیتیک (با چین و روسیه)، توقف جنگ‌های خاورمیانه و اروپا، نگرانی‌های اقتصادی و اقلیمی از مسائل مورد توجه خواهند بود.

## جنایتکار جنگی




این روزها در فضای سیاسی جهان، نام وزیر دفاع آمریکا که در دولت دونالد ترامپ به وزیر جنگ تبدیل شده، زیاد به گوش می‌رسد. گفته می‌شود، او تنها وزیر دفاع آمریکاست که بدون جنگ لقب جنایتکار جنگی را به دست آورده است. نشریه «د ویک» در شماره جدید خود به بررسی این موضوع پرداخته و نوشته است: روز ۲ سپتامبر (۱۱ شهریور) زمانی که نیروهای ارتش ایالات متحده مشغول گشت‌زنی در دریای کارائیب بودند، یک قایق مشکوک به قاچاق مواد مخدر را مشاهده کردند. واشنگتن پست به نقل از دو منبع آگاه گفته است، بلافاصله پیتر هگست، رئیس پنتاگون به طور شفاهی دستور داد: همه را بکشید! سپس موشکی به سوی قایق پرتاب شد اما پهپادها نشان دادند که ۱۱ خدمه قایق هنوز زنده‌اند. بنابراین موشک دیگری پرتاب شد که به مرگ آنها منجر شد. گرچه حمله به قاچاقچیان، موضوعی قابل پذیرش است اما کشتن بازماندگان یک حمله، حتی در قوانین آمریکا نیز جنایت جنگی به شمار می‌رود. به همین دلیل، نمایندگان دموکرات و جمهوریخواه کنگره وعده دادند که در این باره تحقیق خواهند کرد.

کارتون

## وزیر قانون‌شکن!

بیست و نهمین وزیر دفاع آمریکا عنوان وزیر جنگ را یدک می‌کشد. او، پیتر برایان هگست ۴۵ ساله، فارغ‌التحصیل علوم سیاسی از دانشگاه پرینستون است. هگست این روزها به دلیل یک گاف بزرگ که جان تعدادی آمریکایی را به خطر انداخته، به شدت زیر ذره‌بین نهادهای نظارتی قرار دارد. او در جریان حمله به حوثی‌های یمن، با استفاده از برنامه پیام‌رسان سیگنال اطلاعات حساسی را منتقل کرده بود. این قضیه به «سیگنال گیت» شهرت یافته است. هگست همچنین به جرائمی دیگری همچون جنایات جنگی و دور زدن کنگره و... متهم شده که عین قانون‌شکنی است. کاریکاتور این هفته نشریه «اکونومیست» به همین موضوع اختصاص دارد.




منبع: Kal, Economist

کیوسک خارجی

## رویایین تجاری




«اگر بتوانیم دست‌کم ۵ ماده معدنی را در قاره خودمان فرآوری کنیم، تغییر و ثروتی که ایجاد می‌شود، تحول‌آفرین خواهد بود». این بخشی از سخنان رئیس جدید بانک واردات و صادرات آفریقا (افراگزیم‌بنک) در گفت‌وگو با ویژه‌نامه آفریقای نشریه «فوربز» است. در این شماره آمده است: جورج الومبی (۵۹ ساله اهل کامرون) که بیش از یک دهه معاونت این بانک را به عهده داشته، امروز روی صندلی ریاست نشسته است. افراگزیم‌بنک در پاسخ به ناترازی‌های تجاری جهان، در سال ۱۹۹۳ تاسیس شد و دفتر مرکزی آن در شهر قاره قرار دارد. این بانک، وام‌دهنده‌ای است که می‌تواند فعالیت‌های تجاری را تأمین مالی کند و وابستگی قاره آفریقا به اعتباردهندگان خارجی را کاهش دهد. پس از گذشت بیش از سه دهه، امروز این بانک به موسسه‌ای ۴۴ میلیارد دلاری تبدیل شده که علاوه بر دولت‌های آفریقایی، بانک توسعه آفریقا و تعدادی از سرمایه‌گذاران غیرآفریقایی هم سهامدار آن هستند. در زمان تصدی رئیس پیشین بانک، پروفسور بندیکت اورامـا، ترازنامه بانک تقریبا ۶ برابر شد. این بانک در بسیاری از بحران‌ها همچون همه‌گیری کرونا به داد کشورهای آفریقایی رسید.

## ثروتمندان جدید




ساختار وال استریت شاهد تغییرات بزرگی است و ظاهرا جایگاه بزرگان در حال جابجا شدن است. در واقع، تازه‌واردان بازار خصوصی، بانک‌های سنتی را تصاحب می‌کنند و این تغییر رویه، پیامدهای گسترده‌ای دارد. نشریه «بارونز» در تازه‌ترین شماره خود به معرفی ثروتمندان جدید وال استریت پرداخته و نوشته است: میشه لطفا آخرین بانکدار سنتی، چراغ‌ها رو خاموش کنه؟! دو هفته قبل، جمعیت حاضر در سالن تایمز اسکوئر برای بزرگداشت مارک روآن، مدیرعامل شرکت مدیریت جهانی آپولو (آخرین شیر وال استریت) از جای خود برخاستند تا به این رهبر آینده‌نگر درود بفرستند. در این رویداد، دهها نفر از مدیران پیشین و کنونی، از گولدمن ساکس، جی‌پی مورگان چیس، مورگان استنلی و بانک آمریکا حضور داشتند. اما در کنار آنها، چهره‌های تازه‌ای نیز حضور داشتند. کسانی که گفته می‌شود، آینده وال استریت را رقم خواهند زد؛ چهره‌هایی همچون جاناتان گری از بلک‌استون، اسکات ناتال از KKR و مایکل آروگتی از شرکت مدیریت آرس که احتمالا رهبران آتی وال استریت خواهند بود. این رویداد، بیانیه‌ای بود که از تغییرات بزرگ در فضای اقتصادی آمریکا حکایت می‌کرد.

بورس اطلاعات
ETELAAT BOURSE
| آذر ۱۴۰۴ • هفته چهارم • سال سیزدهم • شماره ۶۱۹ |

پل ارتباطی بازار سرمایه با وب سرویس‌های نوآوران امین
نوآوران امین
NOAVARAN AMIN
www.nadpco.com
۰۲۱-۸۷۷۰۰۸۰۸
کسب درآمد از داده‌ها
پیشرفت و توسعه عملکرد
تبادل داده
دسترسی سریع به منابع
API

معاون اقتصادی شرکت‌هامون نایزه مطرح کرد:

# «هانیکو» بازیگر جدید صنعت آب در بازار سرمایه

علیرضا نجفی
خبرنگار

**در میانه چالش‌های زیرساختی و نیاز فزاینده کشور به توسعه شبکه‌های آبرسانی، صنعت تولید لوله و اتصالات چدن نشکن در ایران جایگاهی راهبردی یافته است؛ صنعتی که با وجود فشارهای تحریمی، نوسانات ارزی و پیچیدگی‌های تأمین مواد اولیه، همچنان یکی از ستون‌های حیاتی برای پروژه‌های عمرانی و مدیریت منابع آب محسوب می‌شود. در سال‌های اخیر، نیاز به به‌روزرسانی خطوط انتقال آب، اجرای طرح‌های توسعه شهری و مدیریت مصرف، بازار رقابتی اما پرتقاضایی را برای تولیدکنندگان داخلی ایجاد کرده است؛ بازاری که هرچند تحت تأثیر محدودیت‌های اقتصادی قرار دارد، اما ظرفیت رشد آن به‌واسطه وابستگی شدید طرح‌های ملی به این تجهیزات، همچنان قابل‌توجه است. در چنین شرایطی، نقش شرکت‌های توانمند و تخصصی که بتوانند با اتکا به فناوری، مقیاس تولید و توان صادراتی خود، زنجیره تأمین کشور را پایدار نگه دارند، بیش از گذشته اهمیت پیدا کرده است؛ شرکت‌هایی که نه‌تنها بار اصلی تأمین نیاز داخل را بر دوش دارند، بلکه با حضور در بازارهای منطقه‌ای می‌توانند مزیت رقابتی کشور را در یکی از مهم‌ترین صنایع زیربنایی تقویت کنند. با توجه به این موارد با محمدرضا دادرس، معاون اقتصادی شرکت‌هامون نایزه به بررسی وضعیت این شرکت پرداختیم.**

***

*** در خصوص استراتژی‌های صادراتی شرکت توضیح دهید.**

شرکت از ابتدا تاکنون یک مجموعه صادرات‌محور بوده و همواره حدود ۶۰ درصد محصولات آن به خارج از کشور صادر شده است. شرکت‌هامون نایزه به عنوان یکی از بزرگترین تولید کنندگان چدن نشکن در خاورمیانه با رویکرد تولید و تأمین لوله و اتصالات چدن نشکن برای انتقال آب از مراکز تولید به نقاط مصرف در سال ۱۳۸۵ و در زمینی به مساحت ۲۴ هکتار در شهر کاشان احداث و در سال ۱۳۸۷ به بهره برداری رسید. این شرکت به مساحت ۲۴ هکتار در شهرستان کاشان با سرمایه گذاری بخش خصوصی تاسیس شده




است. همچنین با توجه به تأسیس یک کارخانه در خارج از ایران، هدف‌گذاری شده است که بازار اروپا بدون محدودیت‌های ناشی از تحریم و با سهولت بیشتری فتح شود. بر این اساس، انتظار می‌رود از پایان سال‌های ۱۴۰۴ و ابتدای ۱۴۰۵ برنامه صادراتی شرکت با قدرت بیشتری دنبال شود.

*** نگاه سهامداران عمده به آینده «هانیکو» چگونه است؟**

سهامدار عمده با توجه به ماهیت سودآور شرکت، نگاه مثبتی به آینده این شرکت دارند. بر همین اساس، مقرر شده که منابع حاصل از عرضه بخش ویژه به شرکت «هانیکو» وارد شود و به‌عنوان سرمایه در گردش مورد استفاده قرار بگیرد. همچنین بودجه پیش‌بینی‌شده تا پایان سال ۱۴۰۴ طی ۹ ماه آینده محقق خواهد شد.

*** برنامه افزایش سرمایه شرکت از چه محلی بوده و چه زمانی نهایی می‌شود؟**

در خصوص افزایش سرمایه باید اشاره کرد که این موضوع در دستور کار قرار دارد و از محل سود انباشته و مطالبات که عمدتاً مربوط به سهامدار عمده است انجام خواهد شد. طبق پیش‌بینی‌ها، این افزایش سرمایه تا قبل از پایان سال نهایی می‌شود.

*** و سخن پایانی...**

در بخش چشم‌انداز آینده شرکت نکات مهمی مطرح شده است. شرکت «هانیکو» دارای ۸ شرکت زیرمجموعه است که همگی بر اساس ارزش دفتری ارزش‌گذاری شده‌اند؛ حتی شرکت خارجی گروه بر همین مبنا محاسبه شده است. اگر این شرکت‌ها با نرخ روز ارز ارزش‌گذاری شوند، نتایج به‌مراتب بالاتری به دست می‌آید. تمامی شرکت‌های سرمایه‌پذیر در مرحله بهره‌برداری قرار دارند و سودده هستند. برای مثال، شرکت پیمانکاری مجموعه در حال حاضر حدود ۱.۵ همت پروژه فعال دارد و کارخانه مستقر در ترکیه در مرحله تست گرم است و طبق برنامه، در اوایل سال ۲۰۲۶ به‌صورت کامل راه‌اندازی خواهد شد. عمده صادرات شرکت در بازار اروپا از طریق همین واحد ترکیه انجام خواهد شد. به‌طور کلی، اگر ارزش‌گذاری شرکت‌های زیرمجموعه بر اساس قیمت روز انجام شود، ارزش واقعی گروه بسیار فراتر از ارقام دفتری فعلی خواهد بود. تلاش ما این است که فرآیند عرضه سهام در بازار سرمایه هرچه سریع‌تر محقق شود. چون مسیر بورسی‌شدن «هانیکو» از سال ۱۳۹۸ آغاز شده و درحال حاضر تمامی الزامات آن تکمیل شده است. امیدواریم با بهبود شرایط بازار، عرضه سهام در زمان مناسب انجام شود.

«هانیکو» در بازار دوم فرابورس حضور دارد؛ بازاری که امکان دیده شدن و جذب سرمایه برای شرکت‌های رو به توسعه را فراهم می‌کند و در این میان نقش بازارگردان بسیار کلیدی است. در نمادهایی مانند «هانیکو» که حرکت سهام بر پایه عملکرد عملیاتی است، مدیریت صحیح نقدشوندگی می‌تواند رفتار معاملاتی سهم را به الگوی قابل پیش بینی‌تر تبدیل کند.همچنین افزایش نقدشوندگی، جلوگیری از نوسان‌های شدید و روان سازی معاملات از اهداف اصلی بازارگردان در این نماد است. در پایان می‌توان به این نکته اشاره کرد که پذیرش «هانیکو» در فرابورس یک نقطه عطف در مسیر توسعه شرکت محسوب می‌شود و می‌تواند سرعت رشد آن را افزایش دهد.همچنین ورود به بازار سرمایه بیانگر شفافیت و پایبندی شرکت به ارائه اطلاعات دقیق است.

یادداشت

## حرکت آرام و رو به بالای بازار سرمایه



محمدعلی ربیعی
کارشناس بازار سرمایه

بازار سهام در مقطع فعلی در نقطه‌ای قرار گرفته که مجموعه‌ای از عوامل اقتصادی، انتظارات سرمایه‌گذاران و رفتار نرخ ارز در حال تعیین جهت آن هستند. در روزهای اخیر، نرخ دلار در بازار آزاد با شیبی افزایشی و همراه با نوسان حرکت کرده؛ شرایطی که معمولاً نخستین اثر خود را بر شرکت‌های کالامحور و صادرات‌محور نشان می‌دهد. در چنین فضایی، صنایع فلزی، معدنی، پتروشیمی و تولیدکنندگان مواد اولیه در موقعیت بهتری قرار گرفته‌اند، زیرا افزایش نرخ ارز می‌تواند قدرت سودآوری آن‌ها را تقویت و انگیزه تازه‌ای برای ورود تقاضا ایجاد کند.

در کنار تحرکات ارزی، فضای اقتصادی همچنان تحت تأثیر فشارهای تورمی است. سرمایه‌گذاران، به‌ویژه در دوره‌هایی که آینده اقتصاد با ابهام همراه می‌شود، به دنبال محافظت از ارزش دارایی‌های خود هستند و معمولاً به سمت سهم‌هایی متمایل می‌شوند که یا درآمد دلاری دارند یا از دارایی‌های واقعی و تورم‌پذیر برخوردارند. همین موضوع باعث شده گروه‌های بنیادی، بیش از سهم‌های کوچک و نوسانی، مورد توجه قرار بگیرند.

آنچه از رفتار معاملات برمی‌آید، این است که بازار استعداد حرکت آرام رو به بالا را دارد؛ حرکتی که نه از جنس جهش‌های هیجانی، بلکه بیشتر بر پایه عوامل منطقی و جریان نقدینگی شکل می‌گیرد. اگر ارزش معاملات در محدوده قابل‌قبول باقی بماند، شاخص کل می‌تواند مسیر صعودی ملایمی را دنبال کند. در غیر این صورت، رشد بازار ممکن است به جابه‌جایی نقدینگی بین گروه‌ها محدود شود و فرصت‌های مقطعی در صنایع مختلف شکل بگیرد.

صنایع مرتبط با انرژی، مواد اولیه، فلزات، معدنی‌ها و پتروشیمی‌ها همچنان شانس بیشتری برای پیشتازی دارند؛ به‌خصوص شرکت‌هایی که هم از نرخ ارز و هم از تغییرات قیمت‌های جهانی بهره می‌برند. با این حال، بازار همچنان نسبت به اخبار سیاستی و تصمیمات اقتصادی حساس است و هر تغییری در این حوزه‌ها می‌تواند نوسان‌های کوتاه‌مدت ایجاد کند.

در مجموع، فضای فعلی بازار نشان می‌دهد که مسیر غالب همچنان آرام، منطقی و متمایل به رشد است و صنایع بنیادی احتمالات بیشتری برای نقش‌آفرینی در این روند دارند.






## کی کجا رفت؟

• **پارسیان:** ترکیب اعضای هیأت مدیره شرکت گروه گسترش نفت و گاز پارسیان تغییر کرد. سید جعفرهاشمی به عنوان مدیرعامل و عضو هیأت مدیره شرکت معرفی شد وی دارای مدرک کارشناسی ارشد مهندسی صنایع است. رئیس هیأت مدیره شرکت احد امیری است وی دارای مدرک کارشناسی ارشد علوم سیاسی است. نایب رئیس هیأت مدیره شرکت رحیم اسماعیلی دانا است وی دارای مدرک دکترای حسابداری است. دیگر اعضای هیأت مدیره شرکت ، علی مهری پرگو با مدرک دکترای مدیریت کسب و کار و علیرضا غلامی با مدرک دکترای مهندسی صنایع است.

• **حپارسا:** سید محمد مهدی شریفی به عنوان مدیرعامل و نایب رئیس هیأت مدیره شرکت توسعه حمل‌ونقل ریلی پارسیان معرفی شد وی دارای مدرک کارشناسی ارشد مهندسی صنایع است. رئیس هیأت مدیره شرکت عبدالرضا نادری افوشته معرفی شد وی دارای مدرک کارشناسی حسابداری است. دیگر اعضای هیأت مدیره شرکت مریم نخعی پور با مدرک کارشناسی ارشد مهندسی عمران، کامران اخباری با مدرک کارشناسی ارشد مهندسی عمران و حامد نوروزی با مدرک کارشناسی مهندسی مکانیک به عنوان عضو هیأت مدیره شرکت معرفی شدند.

• **چافست:** ترکیب اعضای هیأت مدیره شرکت افست معرفی شد. محسن چینی فروشان به عنوان رئیس هیأت مدیره شرکت معرفی شد وی دارای مدرک کارشناسی ارشد مهندسی معماری است. نایب رئیس هیأت مدیره شرکت محمد علی رحیمی با مدرک دکترای مهندسی مکانیک است. سجاد رحیمی با عنوان مدیرعامل شرکت و عضو هیأت مدیره شرکت معرفی شد وی دارای مدرک کارشناسی حقوق است. دو عضو دیگر هیأت مدیره شرکت ، علیرضا فتحی نیا با مدرک دکترای حسابداری و سید حسام الدین بنی‌هاشم با مدرک کارشناسی مهندسی فناوری اطلاعات آی تی هستند.

• **فاذر:** ناصر مالکی به عنوان مدیرعامل عضو هیأت مدیره شرکت صنایع آذرآب معرفی شد وی دارای مدرک کارشناسی ارشد مهندسی صنایع است. علیرضا منیری ابیانه به عنوان رئیس هیأت مدیره شرکت معرفی شد وی دارای مدرک کارشناسی ارشد MBA است. نایب رئیس هیأت مدیره شرکت ، پژمان رحیمیان با مدرک کارشناسی ارشد مهندسی پلیمر است. دیگر اعضای هیأت مدیره شرکت‌هاشم نظام آبادی با مدرک کارشناسی ارشد مدیریت صنعتی ، علی قوام پور با مدرک کارشناسی ارشد تکنولوژی پزشکی هسته ای دو عضو هیأت مدیره شرکت هستند.

• **کساپا:** ترکیب اعضای هیأت مدیره شرکت سایپا شیشه معرفی شدند. امین حسن زاده به عنوان رئیس هیأت مدیره شرکت معرفی شد وی دارای مدرک دکترای مدیریت است. نایب رئیس هیأت مدیره شرکت محمد رضا آرام با مدرک کارشناسی ارشد ایرانشناسی است. دیگر اعضای هیأت مدیره شرکت ، محمد اوجانی با مدرک کارشناسی ارشد مدیریت اجرایی ، حمید آقا جانی پور میری با مدرک کارشناسی ارشد و امیر رضا نخعی با مدرک کارشناسی ارشد مهندسی صنایع است.

در مراسم گرامی‌داشت روز حسابدار مطرح شد؛

# شرکت‌های دولتی در بورس عرضه می‌شوند



**هفته‌نامه بورس** مراسم گرامی‌داشت روز حسابدار به همت جامعه حسابداران رسمی ایران در مرکز همایش‌های بین‌المللی رازی و با حضور مقامات ارشد دولتی برگزار شد.

سید علی مدنی زاده، وزیر اقتصاد در همایش بزرگداشت روز حسابدار با اشاره به اینکه، حسابداران با حقیقت اعداد سروکار دارند، گفت: این قشر وضعیت واقعی عملکرد بنگاه‌ها را مشخص می‌کنند. وی افزود، وزارت اقتصاد یک نقش محوری در سیاست گذاری کلان اقتصادی کشور دارد، عملکرد زیر مجموعه‌های این وزارتخانه نشان می‌دهد در جای جای زندگی روزمره مردم حضور دارد. اصلاحات ساختاری نیز از مسیر عملکرد این دستگاه دنبال می‌شود. مدنی زاده گفت: یکی از محوری ترین ابعاد موثر در وضعیت اقتصادی کشور مجموعه حسابداری است. رشد بشر از زمانی آغاز شد که شخصیت‌های حقوقی شکل گرفت و همچنین از زمانی که بانک‌ها تاسیس شدند، در همین بازه حوزه حسابداری ایجاد شد.

وزیر اقتصاد گفت: نقش حسابداران در مبارزه با فساد جدی است، این مبارزه با فساد رخ نمی‌دهد مگر با حسابداری دقیق. این مدل از حسابداری به کارایی در دولت و بنگاه‌ها کمک می‌کند.اگر حسابرسی درست و دقیق انجام نشود ریشه فساد در دولت و بنگاه‌ها خواهد بود. یکی از اصلاحات ریشه در بحران ۲۰۰۸امریکا اصلاح استانداردهای حسابداری بود. وزیر اقتصاد با اشاره به اینکه اشکالات در صورتهای مالی حسابرسی شده و سودآوری غیر واقعی بنگاه‌ها در صورتهای مالی بانک مرکزی وارد می‌شود، گفت: این موضوع باعث می‌شود که خلق اعتبار به ازای سودی که محقق نشده ایجاد شود که همین موضوع ریشه اصلی تورم است. پس یکی ریشه اصلی تورم در کشور کم توجهی به حسابداری و حسابرسی است.

مدنی‌زاده با تأکید بر ضرورت پیاده‌سازی سریع الزامات انقلاب صنعتی چهارم در کشور گفت: اگر نتوانیم به‌موقع از ظرفیت‌های این تحول بزرگ استفاده کنیم، فاصله ما با اقتصادهای پیشرو بیشتر خواهد شد و حتی ممکن است به سطح کشورهای با درآمد پایین سقوط کنیم. وی با اشاره به اهمیت دسترسی به داده‌های دقیق برای اصلاح ساختارهای اقتصادی افزود: اگر بتوانیم به‌صورت سریع و دقیق از وضعیت واقعی اقتصاد کشور اطلاع پیدا کنیم، قطعاً امکان اصلاح نظام بانکی و حکمرانی اقتصادی با دقت و اثربخشی بیشتری فراهم خواهد شد.

مدنی‌زاده با بیان اینکه استانداردهای کشور در حال به‌روزرسانی متناسب با جهت‌گیری‌های انقلاب صنعتی چهارم است، تصریح کرد: سرعت رشد این انقلاب به‌مراتب بیشتر از روند توسعه کشورهایی است که از انقلاب صنعتی سوم عقب مانده‌اند و امروز با شتاب به‌دنبال جبران این فاصله هستند تا بتوانند در جمع کشورهای توسعه‌یافته قرار بگیرند و سطح درآمد سرانه خود را افزایش دهند.

مدنی‌زاده با تأکید بر لزوم اقدام فوری در این حوزه گفت: از فعالان حرفه‌ای، سیاست‌گذاران و مدیران اجرایی کشور به‌صورت عاجل درخواست دارم که بدون اتلاف وقت وارد این حوزه شوند و برای تدوین و اجرای یک برنامه جدی و عملیاتی اقدام کنند، زیرا دنیا با سرعت در حال تغییر است و امکان ایستادن و تغییرنکردن وجود ندارد. وی خاطرنشان کرد: یکی از مهم‌ترین دستاوردهای پیاده‌سازی انقلاب صنعتی چهارم، ارتقای حکمرانی اقتصادی است، چراکه بخش زیادی از فرآیندهایی که پیش‌تر به‌صورت انسانی و با خطا انجام می‌شد، به سامانه‌های هوشمند و داده‌محور سپرده می‌شود و این موضوع می‌تواند شفافیت، دقت و کارآمدی تصمیم‌گیری‌های اقتصادی را به شکل محسوسی افزایش دهد.

مدنی زاده در حاشیه این همایش گفت: تقویم دارایی‌های دولت و شرکت‌های دولتی در دست تهیه است، در این خصوص تقویم دارایی‌های شرکت‌های ملی نفت و ملی گاز به عنوان دو شرکت بزرگ دولتی را آغاز کرده‌ایم. اگر این تقویم دارایی‌ها انجام شود در صورت اخذ مجوزهای لازم می‌توانیم آنها را در بورس عرضه کنیم و پس از آن سراغ سایر شرکت‌های دولتی و انواع و اقسام دارایی‌های آنها خواهیم رفت. وی درباره تقویم دارایی‌های دولت نیز گفت: در این زمینه لایحه‌ای به کمیسیون اقتصادی دولت ارسال شده که در صورت تصویب در هیأت وزیران به مجلس می‌رود؛ بر اساس این لایحه این اختیار به وزارت اقتصاد داده خواهد شد تا بتوانیم دارایی‌های دولت را تقویم و احصا کنیم.

## افزایش سرمایه «وبملت» در دست بررسی

نشست پرسش و پاسخ سهامداران و مدیران بانک ملت برگزار شد.

مدیران این بانک در این جلسه مطرح کردند: عدم امکان تقسیم سود ناشی از تسعیر ارز موجب شده میزان سود نقدی بانک ملت نسبت به بسیاری از شرکت‌های بورسی پایین‌تر باشد.

درباره املاک فروش‌نرفته اعلام شد که بانک مرکزی استانداردهایی را تعیین کرده و بانک ملت نیز از تمام ظرفیت‌های خود برای فروش دارایی‌ها استفاده کرده، اما شرایط اقتصادی و نوسانات بازار سرعت فروش را کاهش داده است.

دارایی‌های ارزی بانک برمبنای نرخ مورد تأیید بانک مرکزی و بازار مبادله تسعیر شده و مازاد تسعیر نیز در یادداشت‌های صورت مالی ثبت شده است. به گفته مدیران، صورت‌های مالی امسال با واقعیت عملیات بانک هم‌خوانی بالایی دارد.

درباره طلب از بانک مرکزی اعلام شد که رقم اولیه ۱.۲۹۴ میلیارد دلار بوده که ۱.۱۱۷ میلیارد دلار آن مورد تأیید بانک مرکزی قرار گرفته و در دفاتر ثبت شده است. پیگیری‌ها ادامه دارد و نتیجه نهایی در صورت حصول، از طریق کدال منتشر خواهد شد.

مدیرعامل گروه مالی بانک ملت از برنامه به‌کارگیری ابزارهای مشتقه از جمله اختیار معامله برای صیانت از منافع سهامداران خبر داد.

بانک ملت در مجموع ۱۳ میلیارد یورو از شرکت ملی نفت و همچنین ۱.۸۵ میلیارد یورو از صندوق ملی انرژی طلب دارد.

با توجه به سهم قابل توجه دارایی‌های بانک در حوزه شرکت ملی نفت و شرکت‌های پالایشی، جلسات متعددی برای تعیین چارچوب پرداخت مطالبات برگزار شده و امید است ترتیبات مشخصی نهایی شود.

از سود خالص ۶ماهه شرکت، ۴۰درصد از تسعیر بوده که بالغ بر ۳۲ همت است. حاشیه سود ناخالص ۹۸درصد رشد داشته که عمدتاً از سود عملیاتی حاصل شده است.

پیگیر وصول مطالبات از دولت هستیم، اما برنامه‌ای از سوی دولت ابلاغ نشده است. شناسایی درآمد به‌صورت توافقی اتفاق می‌افتد.

طبق قانون بودجه، دولت مکلف به واگذاری سهام خود شده است. باید برآیند جریان را ببینیم که اگر دولت تصمیم به واگذاری داشته باشد، باید خریداری که توان خرید آن را داشته باشد، پیدا شود. به نظر خصوصی شدن بیش از حد بانک‌ها درست نیست. بانک ملت کمک‌کننده به برنامه‌های کشور است و شاید منطقی نباشد به بانکی که پس از جنگ خدمات بسیاری را انجام داده، نگاه خصوصی بیشتری داشته باشند. ظاهراً ایده بانک مرکزی هم این است که بانک‌های بزرگ سهامدار بزرگی داشته باشند که بتواند مورد خطاب قرار گیرد. به نظر می‌رسد پس از جنگ، مسئله واگذاری مثل قبل پیگیری نشود.

بازارگردان همواره نقش خود را ایفا کرده است. سیاستی که طی این سال‌ها داشته، این بوده که در سمت فروش به‌صورت بلوکی باشد تا اثر منفی بر سهم نداشته باشد. در جایی که احساس کنیم سهم ارزنده است، در فروش شتاب‌زده عمل نمی‌کنیم. وبملت پس از جنگ بیش از ۳۰درصد بازدهی داشته است.

برای افزایش سرمایه تلاش‌های لازم در حال انجام است و در زمان لازم اعلام می‌شود.

برای عرضه سهام معین ملت آمادگی لازم را داریم و با توجه به شرایط بازار تصمیم‌گیری می‌شود.







# شتاب‌گیری توسعه «کیمازی» با اتکا به IPO

**هفته‌نامه بورس** عرضه اولیه، مسیر تأمین مالی و توسعه خطوط تولید کیمیا کالای رازی را هموار کرده و زمینه بهره‌برداری سریع‌تر از پروژه‌ها، تقویت حاکمیت شرکتی و جهش فروش و سودآوری در سال‌های آینده را فراهم می‌کند.

دومین جلسه معارفه شرکت کیمیا کالای رازی در محل فرابورس ایران برگزار شد و ارسلان پاشاپور، مدیرعامل شرکت داروسازی کیمیا کالای رازی در این نشست بیان کرد: اولین هدف ما از عرضه اولیه، تامین مالی برای حفظ سرعت رشد شرکت بوده است. با توجه به برنامه‌های توسعه و روند رشد سال‌های اخیر، برای ادامه اجرای پروژه‌ها و حفظ همین سرعت نیازمند تامین مالی هستیم. وی افزود: نکته مهم اینکه سیاست من بر این است که بخش عمده منابع حاصل از عرضه اولیه دوباره به شرکت بازگردد تا سرعت رشد نسبت به گذشته نیز افزایش پیدا کند.

مدیرعامل شرکت داروسازی کیمیا کالای رازی ادامه داد: هدف بعدی، افزایش اعتبار شرکت نزد نهادهای بانکی بوده است. این اعتبار برای وثیقه‌گذاری، دریافت اعتبار از تامین‌کنندگان و همچنین اخذ تسهیلات بانکی ضروری است تا بتوانیم روند توسعه را تقویت کنیم.

پاشاپور گفت: سومین هدف، ایجاد انضباط مالی بیشتر بوده است. حضور در بازار سرمایه الزاماتی دارد که رعایت آن‌ها به نظم و شفافیت مالی شرکت کمک می‌کند و در نتیجه تصمیم‌گیری‌های درست‌تری در مدیریت منابع انجام می‌شود. وی در ادامه تاکید کرد: چهارمین هدف نیز تقویت حاکمیت شرکتی بوده است. شرکت‌های دانش‌بنیان با وجود رشد سریع، نیاز دارند از ساختارهای اولیه عبور کرده و به سمت فرآیند محور شدن و کار گروهی حرکت کنند. این تحول در کیمیا کالای رازی طی دو سه سال اخیر در حال وقوع است و امروز یک هیات مدیره فعال و واقعی در شرکت حضور دارد که در تصمیم سازی و تصمیم گیری نقش مهمی ایفا می‌کند.

مدیرعامل شرکت داروسازی کیمیا کالای رازی در ادامه نشست گفت: اکنون هر یک از این موارد را کمی بازتر می‌کنم، به‌ویژه موضوع تامین مالی که چرا برای ما ضروری شده و چرا تصمیم گرفتیم آن را از طریق بازار سرمایه دنبال کنیم تا جهشی که مدنظر داریم، در شرکت ایجاد شود. پاشاپور افزود: همان‌طور که قبلا اشاره شد، رشد فروش شرکت تقریبا هر سال دو برابر بوده است و سوددهی نیز در شش‌ماهه نخست امسال نسبت به مدت مشابه سال گذشته حدود ۲۰۰ درصد افزایش داشته است. هدف ما ادامه همین روند است.

وی تاکید کرد: مسیر توسعه شرکت در سال‌های آینده در چهار محور دنبال خواهد شد. نخستین محور، در کوتاه‌مدت، توسعه تولید محصولات فعلی، افزایش فروش آن‌ها و همچنین عرضه ۹ محصول جدید است.

مدیرعامل شرکت داروسازی کیمیا کالای رازی توضیح داد: ترکیب سهامداری شرکت بر این اساس است که سهم عمده در اختیار من قرار دارد و سایر سهامداران، مدیران ارشد و افرادی هستند که طی سال‌های گذشته در پیگیری موضوعات فنی شرکت نقش داشته‌اند و



اکنون نیز در مدیریت شرکت مؤثر هستند.

پاشاپور ادامه داد: این برنامه‌ها فضای فروش بسیار مناسبی برای شرکت ایجاد می‌کند و مقدمه تحقق اهداف فروش در سال ۱۴۰۵ خواهد بود. محور دوم، بهره‌برداری از ماشین‌آلات کارخانه فعلی، یعنی کارخانه شماره ۱ کیمیا کالای رازی است. در این مرحله، دستگاه پرس قرص ویستر و تجهیزات جانبی آن وارد مدار می‌شود و به ما کمک می‌کند ظرفیت تولید محصولات پرفروش را افزایش دهیم.

وی بیان کرد: محور سوم، پیشرفت فیزیکی کارخانه شماره ۲ است که در اسلایدهای بعدی توضیحات بیشتری درباره آن ارائه خواهد شد. این پروژه تأثیر قابل‌توجهی بر روند فروش شرکت از سال ۱۴۰۶ به بعد خواهد داشت و بر سوددهی شرکت نیز اثر مستقیم می‌گذارد.

مدیرعامل شرکت داروسازی کیمیا کالای رازی افزود: محور چهارم، تأمین و بهره‌برداری از ماشین‌آلات جدید برای شرکت پارس فارمد است؛ شرکتی فرعی که زیرمجموعه کیمازی محسوب می‌شود. ورود این تجهیزات می‌تواند هم در تکمیل زنجیره تولید نقش مهمی داشته باشد و هم در سال‌های آینده سهم قابل‌توجهی در افزایش سوددهی شرکت ایجاد کند. پاشاپور تاکید کرد: این چهار محور اصلی، مبنای نیاز ما به تأمین مالی و انجام عرضه اولیه بوده است. همان‌طور که پیش‌تر اشاره کردم، سیاست من این است که بخش عمده درآمد حاصل از عرضه اولیه دوباره به شرکت بازگردد تا روند رشد ادامه پیدا کند.

## افزایش سرمایه ۱۰۰ میلیاردی در راه است

همچنین پاشاپور در خصوص افزایش سرمایه گفت: در موضوع افزایش سرمایه نیز برنامه‌ریزی شده است. برای امسال، حدود ۱۰۰ میلیارد تومان افزایش سرمایه در دست تهیه طرح توجیهی و حسابرسی است و تا پایان سال نهایی می‌شود تا سرمایه شرکت به ۱۶ میلیارد تومان برسد. در سال آینده نیز افزایش سرمایه دیگری خواهیم داشت که عمدتاً از محل آورده سهامداران انجام خواهد شد.

مدیرعامل شرکت داروسازی کیمیا کالای رازی افزود: در مورد کارخانه شماره ۲ نیز باید توضیح بدهم که اکنون در چه مرحله‌ای قرار داریم و چه اقداماتی پیش‌روست. این کارخانه در مجاورت کارخانه شماره ۱ قرار دارد و از نظر مدیریتی مزایای زیادی برای ما ایجاد می‌کند. این طرح در دسته طرح‌های زودبازده قرار می‌گیرد، به این معنا که با سرمایه‌گذاری نه‌چندان زیاد می‌توان سوددهی مناسبی برای شرکت ایجاد کرد. سیاست ما این نیست که وارد پروژه‌های بزرگ و طولانی‌مدت شویم که سال‌ها زمان ببرد و منابع شرکت را درگیر کند. ترجیح شرکت همواره اجرای سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت با بازدهی بیشتر و سریع‌تر بوده است. وی همچنین گفت: طرح زودبازده کارخانه شماره ۲ به این صورت تعریف شده که چهار خط تولید مستقل در آن فعال خواهد شد؛ شامل خطوط تولید انواع قطره، شربت و محصولات نیمه‌جامد مانند شیاف و کرم. این خطوط نقش مهمی در توسعه محصولات آینده و افزایش فروش شرکت خواهند داشت.

مدیرعامل شرکت داروسازی کیمیا کالای رازی افزود: تصویری که ارائه شده مربوط به حدود یک ماه گذشته است و پیشرفت پروژه را نشان می‌دهد. تاکنون حدود ۱۱ تا ۱۲ درصد پیشرفت فیزیکی ثبت شده است و امیدواریم عملیات عمرانی و ساختمانی تا پایان سال به اتمام برسد. پاشاپور اظهار کرد: اگر نگاهی کلی به سرمایه‌گذاری مورد نیاز این طرح داشته باشیم، حدود ۲۳۰ میلیارد تومان برای اجرای کامل پروژه لازم است. بر اساس برنامه زمان‌بندی که از سال ۱۴۰۳ آغاز شده، اجرای طرح تا پایان سال ۱۴۰۵ نهایی خواهد شد. با احتساب زمان لازم برای اخذ مجوزهای وزارت بهداشت و دوره پیش‌بهره‌برداری، می‌توان امیدوار بود که از سال ۱۴۰۶ کارخانه شماره ۲ با ظرفیت حدود ۶۰ درصد وارد مدار تولید شود و به فروش شرکت کمک کند.

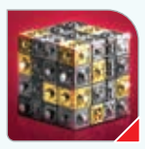
وی افزود: برآورد ما این است که با اضافه شدن این کارخانه، از سال ۱۴۰۶ حدود ۸۵۰ میلیارد تومان به درآمد فروش شرکت اضافه شود و این عدد تا سال ۱۴۱۰ به حدود ۴۰۰۰ میلیارد تومان برسد. لازم است اشاره کنم که این درآمدها در ارزش‌گذاری فعلی شرکت که ارائه شد، لحاظ نشده و یک پتانسیل مهم برای سال‌های آینده محسوب می‌شود.

مدیرعامل شرکت داروسازی کیمیا کالای رازی تصریح کرد: سود حاصل از این طرح نیز از حدود ۲۶۰ میلیارد تومان در سال ۱۴۰۶ آغاز می‌شود و تا سال ۱۴۱۰ به حدود ۱۳۰۰ میلیارد تومان می‌رسد. این موارد در کنار هم خلاصه‌ای از طرح آینده شرکت است؛ طرحی که همان‌طور که در ابتدا اشاره شد، یکی از محورهای اصلی نیاز به تأمین مالی از محل عرضه اولیه محسوب می‌شود و اجرای آن با منابع حاصل از عرضه اولیه سرعت می‌گیرد.

پاشاپور افزود: در پایان لازم است درباره کارخانه شماره ۲ اشاره کنم که تمام ماشین‌آلات مورد نیاز این خطوط بررسی شده و URS آن‌ها تهیه شده است. بخش‌های فنی، انتخاب تجهیزات و طراحی تاسیسات مورد نیاز نیز انجام شده است. حضور آقای مهندس زارع در هیأت‌مدیره، که تجربه طولانی در طراحی کارخانه‌های دارویی دارند، کمک بزرگی در مدیریت این پروژه و هدایت صحیح آن بوده است.

وی ادامه داد: بازار نشان داد که عملکرد ما مثبت بوده و توانستیم تجربه بسیار خوبی از بازار کسب کنیم. بازارگردانی شرکت فعال بوده و ما تلاش خواهیم کرد این تجربه را در آینده نیز ادامه دهیم. تمام اقدامات مربوط به بازارگردانی و مسئولیت‌هایی که بر عهده شرکت است، با تعامل کامل با سهامداران و رعایت تعهدات انجام می‌شود.

## فراصندوق تمشک ترکیب بهینه طلا و درآمدثابت با ۷۴ درصد بازدهی سالانه



فراصندوق تمشک با ترکیبی از طلا و درآمدثابت، ضمن ایجاد حداقل بازدهی درآمدثابت، ریسک تورم را نیز از طریق دارایی طلا پوشش می‌دهد. این ترکیب در یک سال گذشته ۷۴ درصد بازدهی داشته است.برای سرمایه‌گذاری در صندوق «تمشک»، از طریق کارگزاری‌ها در ساعت ۹ تا ۱۵ نماد تمشک را جستجو کنید.

فراصندوق تمشک امکان سرمایه‌گذاری در انواع دارایی‌ها را دارد، پرتفوی این صندوق متشکل از ۴۰ درصد طلا، ۴۰ درصد درآمدثابت و ۲۰ درصد واحدعادی اهرمی(با سود ثابت) و سهام کاوردکال کم‌ریسک است. حدود ۶۰ درصد از دارایی‌های صندوق تمشک را سرمایه‌گذاری‌های کم‌ریسک تشکیل می‌دهد که بازدهی حداقلی سالانه حدود ۲۰ درصدی برای صندوق ایجاد می‌کند، ۴۰ درصد باقی‌مانده نیز همواره در طلا سرمایه‌گذاری می‌شود و عملکرد این بخش نقش اصلی را در بازدهی نهایی صندوق دارد. این ترکیب در سال گذشته بازدهی ۷۴ درصدی را رقم زده است. همچنین صندوق تمشک در سه‌ماهه اخیر توانسته ۲۲ درصد بازدهی کسب کند. همچنین صندوق تمشک از آغاز فعالیت خود یعنی دی ۱۴۰۱ تاکنون ۲۲۳ درصد بازدهی کسب کرده است که بالاتر از دلار با ۱۹۹ درصد و شاخص‌کل بورس با ۱۲۳ درصد بوده است.

بازارگردانی پویا و ارزش معاملات بالا، نقدشوندگی قابل توجهی برای صندوق تمشک ایجاد کرده است. به‌واسطه سهم بالای دارایی‌های درآمد ثابت، این صندوق در بیشتر روزهای معاملاتی در محدوده مثبت معامله می‌شود. ساعات معامله نیز از ۹ تا ۱۵ تعیین شده تا سرمایه‌گذاران فرصت کافی برای رصد بازارهای طلا، سهام و سایر متغیرهای اثرگذار و تصمیم‌گیری برای خرید داشته باشند.

دارایی تحت مدیریت «صندوق تمشک» بیش از ۱۱۰۰ میلیاردتومان است و بزرگترین فراصندوق بازارسرمایه ایران به شمار می‌رود، دارایی تحت مدیریت نشان دهنده اعتماد سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی به یک صندوق به‌شمار می‌رود.

فراصندوق تمشک توسط مجموعه مشاور سرمایه‌گذاری ترنج مدیریت می‌شود که بیش از ۵۰ هزار میلیاردتومان دارایی تحت مدیریت و ۱۰ صندوق سرمایه‌گذرای تحت مدیریت دارد.

برای مشاوره رایگان با کارشناسان سرمایه‌گذرای با شماره ۰۲۱۷۹۳۲۶ تماس بگیرید.




ذره‌بین

## البرز دارو

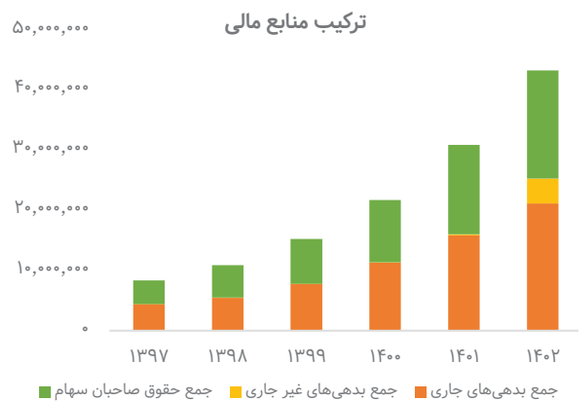
| | |
|---|---|
| نام شرکت | البرز دارو |
| تابلو | تابلوی فرعی بازار اول |
| صنعت | مواد و محصولات دارویی |
| گروه | تولید مواد دارویی، محصولات شیمیایی دارویی و داروهای گیاهی |
| نماد | دالبر |
| تاریخ تاسیس | ۱۳۵۵/۰۵/۱۱ |
| تاریخ آغاز فعالیت (بهره‌برداری) | ۱۳۵۵/۰۵/۱۱ |
| تاریخ ثبت اولیه | ۱۳۵۵/۰۵/۱۱ |
| شماره ثبت اولیه | ۲۵۸۲۸ |
| سال مالی | ۱۲/۳۰ |

رشد ۹ ماهه ۱۴۰۴ نسبت به دوره مشابه سال ۱۴۰۳

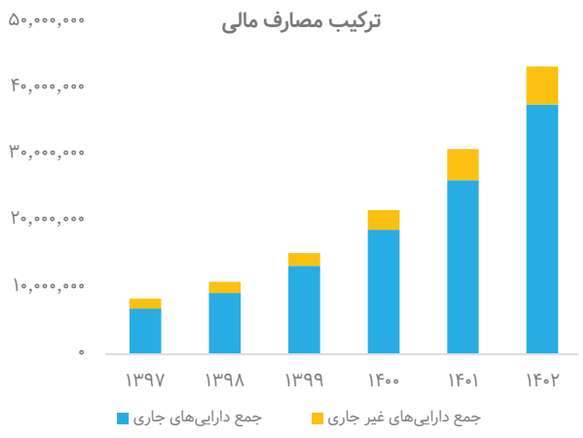
| ترازنامه | عنوان قلم | ۱۴۰۴/۰۹ | ۱۴۰۳/۰۹ |
|---|---|---|---|
| | سرمایه | ۱۶/۶۷% | ۲۶/۳۲% |
| | جمع دارائی‌های جاری | ۳۲/۰۴% | ۱۱/۱۳% |
| | جمع دارائی‌های غیرجاری | ۲۴/۳۲% | ۱۷/۲۴% |
| | جمع کل دارائی‌ها | ۳۰/۹۴% | ۱۱/۹۷% |
| | جمع بدهی‌های جاری | ۸/۵۰% | ۱۳/۳۸% |
| | جمع بدهی‌های غیرجاری | ۱/۰۵% | ۲۵۲۶/۵۶% |
| | جمع کل بدهی‌ها | ۷/۵۱% | ۲۹/۸۶% |
| | جمع حقوق صاحبان سهام | ۷۷/۱۹% | -۱۱/۹۸% |

وضعیت مالی شرکت

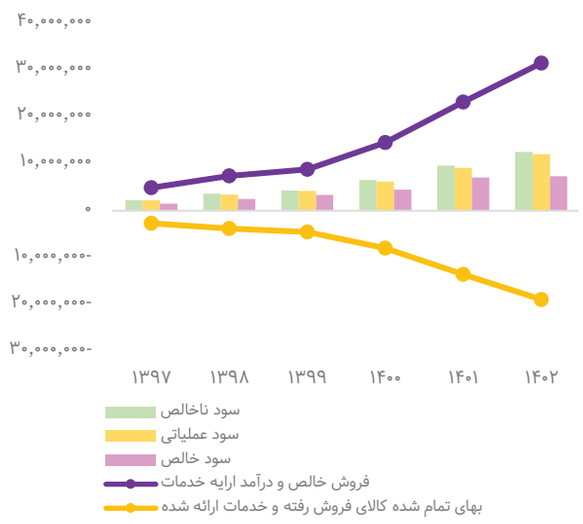
ترکیب منابع مالی




ترکیب مصارف مالی

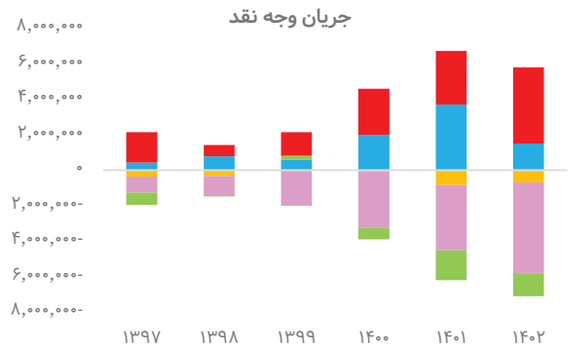



عملکرد مالی شرکت




وضعیت جریان وجه نقد شرکت

جریان وجه نقد




نوآوران امین
NOAVARAN AMIN
بیتا مرادی - کارشناس ارشد شرکت پردازش اطلاعات مالی نوآوران امین
اطلاعات برگرفته از سامانه سودیاب نوآورن امین
www.nadpco.com

### چرا سیاست‌گذار ناخواسته شایعه می سازد؟

# سرمایه‌گذاران در دو راهی کدال و کانال



**هفته‌نامه بورس در سال‌هایی که هر «پیام کوتاه» در شبکه‌های اجتماعی می‌تواند میلیاردها تومان ثروت را جابه‌جا کند، بازار سرمایه ایران بیش از همیشه در معرض شایعات، خبرهای تأییدنشده و تحلیل‌های هیجانی قرار گرفته است. بسیاری از فعالان، به‌جای مراجعه به سامانه‌های رسمی و رسانه‌های تخصصی، تصمیم‌های خود را بر اساس چند خط نوشته در کانال‌ها و صفحات ناشناس می‌گیرند؛ شایعاتی که گاهی از درون نهادهای سیاست‌گذار بیرون می‌آید و گاهی محصول ترکیب اینفلوئنسرها، منافع پنهان و ضعف روابط‌عمومی‌هاست. در چنین فضایی، در جدیدترین برنامه «دیدگاه» که به همت کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران برگزار می‌شود؛ سه مهمان این میزگرد امیر لعلی، مدیر روابط‌عمومی و امور بین‌الملل سازمان بورس؛ امیر آشتیانی عراقی، رئیس هیأت‌مدیره شرکت نیکان بازار سرمایه و فعال رسانه‌ای باسابقه و سروش خسروی، روزنامه‌نگار پیشکسوت بازار سرمایه از سه زاویه رسانه، روابط‌عمومی و خبر به این پرسش پاسخ داده‌اند که چرا مردم به شایعه بیشتر از منبع رسمی اعتماد می‌کنند و چطور می‌توان با ارتقای سواد رسانه‌ای و مالی، بازار را در برابر موج شایعات ایمن‌تر کرد.**

*** از نگاه رسانه، شایعه دقیقاً چه معنایی دارد؟ آیا هر خبری که منبعش نامشخص باشد شایعه است؟ و به نظر شما امروز که رسانه‌های مدرن و شبکه‌های اجتماعی گسترش پیدا کرده‌اند، چرا شایعات این‌قدر سریع منتشر می‌شوند و این‌قدر سریع اثر می‌گذارند؟**

• **امیر آشتیانی عراقی:** از نگاه رسانه‌ای یک نکته مهم این است که «آنچه مطرح می‌شود تا وقتی راستی‌آزمایی نشده، نمی‌توان گفت اتفاق افتاده یا نه». یعنی شایعه در واقع یک ادعاست که هنوز فکت و مرجع رسمی پشتش ننشسته است. اما اینکه چرا شایعه بیشتر از خبر رسمی ضریب نفوذ دارد، به نظرم به یک کلمه برمی‌گردد: جذابیت. جذابیتی که در شایعه و اخبار غیررسمی وجود دارد، در بین عامه مردم باعث می‌شود ضریب رشد و انتشار آن بالا برود. آدم‌ها به‌طور طبیعی دوست دارند احساس کنند از «پشت پرده» خبر دارند؛ یعنی از چیزی مطلع‌اند که هنوز برای بقیه اتفاق نیفتاده یا دیگران به آن دسترسی ندارند. در دیالوگ‌های روزمره‌مان هم این را می‌بینیم؛ مدام می‌شنویم که «ما یک آشنایی داریم»، «یک کسی را می‌شناسیم» که این خبر را داده یا آن اتفاق را دیده است. اینکه شما یک چیزی را می‌دانید که بقیه از آن خبر ندارند، برایتان ایجاد ارزش و احساس برتری می‌کند. شایعه دقیقاً از همین احساس تغذیه می‌کند. از سوی دیگر، سرعت انتشار شایعات هم به‌طور مستقیم به توسعه تکنولوژی گره خورده است. زمانی شایعه باید دهان‌به‌دهان می‌چرخید؛ امروز با یک استوری یا یک پیام در یک کانال، ظرف چند دقیقه در هزاران گوشی می‌نشیند. به همین دلیل است که حتی اگر ضریب تحقق شایعات پایین باشد مثلاً ۲۰درصد وزن ذهنی آن در ذهن مخاطب از همین نسبت هم بیشتر به نظر می‌رسد. مخاطب می‌بیند که «چند بار هم درست از آب درآمده» و همین برایش کافی است تا به بقیه شایعات هم ضریب بدهد.

*** رسانه‌ها در این میان چه می‌کنند؟ آیا خود رسانه‌ها اسیر شایعات نمی‌شوند؟**

• **امیر آشتیانی عراقی:** قطعا؛ رسانه‌ها هم گاهی اسیر شایعه می‌شوند. اما رسانه حرفه‌ای تلاش می‌کند قبل از انتشار، از مرجع رسمی استعلام بگیرد. باید به این نکته توجه کنیم که در عمل، دو چالش داریم؛ یکی تغییر بستر رسانه است یعنی مهاجرت مخاطب از رسانه‌های رسمی به شبکه‌های اجتماعی و دیگری آماده بودن ذهن مخاطب برای پذیرش شایعات. ذائقه مخاطب در سال‌های اخیر به گونه‌ای شکل گرفته که خبر رسمی و زبان خشک برایش کمتر جذاب است، در حالی که یک متن هیجانی در یک کانال ناشناس می‌تواند فوری توجهش را جلب کند. نقش رسانه، اگر بخواهد درست عمل کند، باید برعکس این روند باشد؛ یعنی رسانه به جای اینکه خود به تریبون شایعه تبدیل شود، کارکرد اصلی‌اش «فکت‌چک و راستی‌آزمایی» باشد. اما واقعیت این است که فشار رقابت، کمبود منابع و توقع جذب مخاطب، گاهی رسانه‌ها را هم به سمت بازنشر شایعات می‌برد؛ ولو با تیترهای محتاطانه‌تر.

*** چرا فعالان تا این حد تحت تأثیر شایعات‌اند؟ مشکل از ضعف اطلاع‌رسانی است، از جنس هیجان بازار است یا ساختار تصمیم‌گیری ما این فضا را می‌سازد؟**

• **سروش خسروی:** بستر اصلی شایعه «ابهام» است. هرجا ابهام زیاد باشد، شایعه رشد می‌کند. در بازار سرمایه، نمونه‌های واضحش را در موضوعاتی مثل بودجه، نرخ خوراک، نرخ انرژی و سیاست‌های کلان دیده‌ایم. وقتی قواعد بازی شفاف نیست، فرمول‌ها مدام تغییر می‌کند و سیگنال‌های رسمی متناقض است، شایعه جای خالی اطلاع‌رسانی روشن را پر می‌کند. اگر به دهه ۷۰ و ۸۰ برگردیم، شایعات بازار سرمایه بیشتر «اطلاعات نهانی» بود؛ اطلاعاتی که از داخل شرکت‌ها یا حلقه‌های محدود به بیرون نشت می‌کرد و بیشتر هم با هدف «پوش سهم» و بازی با قیمت منتشر می‌شد. یعنی گروه‌هایی که سهمی را داشتند، خبرهایی واقعی یا نیمه‌واقعی را پخش می‌کردند تا توجه بازار را به آن نماد جلب کنند.

اما از اوایل دهه ۹۰، با پررنگ شدن نقش سیاست‌گذار و دولت در تعیین متغیرهای کلیدی، جنس شایعات عوض شد. از دل نهادهای سیاست‌گذار، «فیک‌نیوزهایی» بیرون می‌آمد که مستقیم روی صنایع و بازار اثر می‌گذاشت. یعنی مسیر شایعه‌سازی از کف بازار و سهامدار خرد، به سمت اتاق‌های سیاست‌گذاری و ذینفعان بزرگ‌تر حرکت کرد. روند شایعه‌سازی هم تغییر کرده است. قبلاً شایعه بیشتر حول یک نماد یا یک صنعت خاص بود؛ امروز شایعاتِ بودجه‌ای، ارزی، مالیاتی، نرخ خوراک، قیمت‌گذاری و... روی کل بازار سایه می‌اندازد. این همان چیزی است که فضای بازار را بسیار حساس و مستعد واکنش‌های هیجانی به هر خبر تأییدنشده کرده است.

*** وقتی یک شایعه در بازار راه می‌افتد، روابط‌عمومی چه باید بکند؟ سکوت کند؟ سریع واکنش نشان دهد؟ لحن تکذیب یا توضیح چقدر مهم است؟ و مهم‌تر از آن، چه کارهای پیشگیرانه‌ای می‌توان انجام داد تا شایعات کمتر اثر بگذارند؟**

• **امیر لعلی:** اگر از منظر خبر نگاه کنم، شایعه معمولاً عناصری از خبر را در خود دارد؛ یعنی درباره یک موضوع واقعی حرف می‌زند، اما مشکلش این است که «مرجع روایت» مشخصی ندارد و با نیت‌های خاصی منتشر می‌شود. شایعه اغلب روی نقاط مبهم و پنهان سیستم سوار می‌شود. در بازار سرمایه، رکن مهم کار ما «تقارن اطلاعاتی» و شفافیت است. هرجا عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، شایعه رشد می‌کند. بنابراین، وظیفه روابط‌عمومی فقط این نیست که منتظر بماند و اگر رسانه‌ای رسمی شایعه‌ای را منعکس کرد، تازه وارد میدان شود. ما باید دو کار را هم‌زمان انجام دهیم؛ اول، نسبت به شایعاتی که در رسانه‌ها و شبکه‌های اجتماعی بازتاب پیدا می‌کند و روی بازار اثر می‌گذارد، سکوت نکنیم و پاسخ بدهیم؛ دوم، اقدامات پیشگیرانه برای کاهش زمینه‌های شایعه‌سازی انجام دهیم؛ یعنی اطلاعات مهم و حساس را قبل از اینکه شایعه روی آن سوار شود، به‌صورت شفاف، به‌موقع و قابل‌فهم منتشر کنیم.

یکی از آسیب‌ها این است که بعضی سازمان‌ها در مواجهه با شایعات، یا دیر واکنش نشان می‌دهند یا واکنششان نادقیق و از سر شتاب‌زدگی است. وقتی شما چند بار خبری را «بد تکذیب» می‌کنید یا بعداً مشخص می‌شود که تکذیب‌تان کامل نبوده، اعتماد عمومی نسبت به تکذیب‌های بعدی هم کاهش پیدا می‌کند. این سابقه، دست شایعه‌سازها را باز می‌گذارد تا موج‌سواری کنند.

*** امروز در بازار سرمایه شاهد ظهور «اینفلوئنسرها» هستیم؛ افرادی که در شبکه‌های اجتماعی تحلیل و خبر مالی منتشر می‌کنند و بعضاً چند صد هزار دنبال‌کننده دارند. چرا بازار به این افراد و سایر منابع غیررسمی، بیشتر از رسانه‌های رسمی و روابط‌عمومی‌ها واکنش نشان می‌دهد؟**

• **امیر لعلی:** یکی از پدیده‌های مهم سال‌های اخیر، ظهور اینفلوئنسرهاست؛ یعنی اینفلوئنسرهایی که در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری فعال‌اند. این افراد معمولاً محتوایشان را طوری تنظیم می‌کنند که ترکیبی از اخبار درست، تحلیل‌های شخصی و بعضاً شایعات باشد. همین ترکیب، برای مخاطب جذاب است؛ چون هم حس «خبر محرمانه» می‌دهد و هم برایش تحلیل آماده می‌کند. از سوی دیگر، بخش عمده‌ای از سهامداران حقیقی در سال‌های اخیر زیان دیده‌اند. همین تجربه زیان، زمینه «همذات‌پنداری» با اینفلوئنسرها را فراهم کرده است؛ یعنی وقتی یک فرد در صفحه‌اش با زبان ساده، احساسی و بعضاً عصبانی حرف می‌زند و علیه وضع موجود نقد می‌کند، سهامدار زیان‌دیده با او همراه می‌شود و دکمه فالو را می‌زند.

بعضی از این افراد با خرید دنبال کننده یا ساختن تصویر کاذب از موفقیت، تلاش می‌کنند «اعتبار گروهی» برای خودشان بسازند؛ یعنی این‌طور القا کنند که پشت سرشان یک جریان حرفه‌ای وجود دارد. در این میان، رسانه‌های رسمی و روابط‌عمومی‌ها، به دلایل مختلف از جمله محدودیت ساختاری، محافظه‌کاری و چیزی که در نظریه ارتباطات به آن «مارپیچ سکوت» می‌گویند از میدان رقابت عقب افتاده‌اند. بسیاری از روابط‌عمومی‌ها «کنج عافیت» را انتخاب کرده‌اند و ترجیح می‌دهند در موضوعات حساس سکوت کنند؛ همین سکوت، میدان را کاملاً در اختیار بازیگران غیررسمی گذاشته است.

**جدال**

**امیر آشتیانی:**



**• تاوقتی ادعایی راستی‌آزمایی نشده، رسانه نباید آن را «اتفاق افتاده» تلقی کند؛ شایعه در اصل ادعایی بدون فکت است. جذابیت شایعه در حس دانستن اخبار «پشت پرده» است؛ اینکه شما چیزی را می‌دانید که بقیه از آن خبر ندارند؛ لذت روانی ایجاد می‌کند.**

یک نظرسنجی که در بازار سرمایه انجام شده، تصویر روشنی از این جابه‌جایی منبع اطلاعات می‌دهد: حدود ۵۱ درصد فعالان بازار که ۸۸ درصد آنها سابقه فعالیت بیش از سه‌سال دارند اعلام کرده‌اند که داده‌های خود را از تلگرام می‌گیرند. در مقابل، سامانه کدال تنها منبع اصلی ۱۶ درصد پاسخ‌دهندگان بوده است. این یعنی اکثریت، به جای مراجعه مستقیم به منبع رسمی اطلاعات ناشر، ترجیح می‌دهند از کانال‌ها و گروه‌های تلگرامی خبر بگیرند. باید چند کار را به‌صورت موازی دنبال کنیم؛ **ارتقای سواد مالی:** سهامدار باید اصول اولیه تحلیل، ریسک، تنوع‌بخشی و... را بشناسد تا هر سیگنالی او را تکان ندهد.

**جدال**

**امیر لعلی:**



**• شایعه عناصری از خبر را دارد، اما مرجع روایت ندارد و با نیت‌های خاصی منتشر می‌شود.**

**• هرجا عدم تقارن اطلاعاتی باشد، شایعه رشد می‌کند؛ شفافیت و انتشار به‌موقع اطلاعات، مهم‌ترین ابزار پیشگیری است.**

**ارتقای سواد رسانه‌ای:** مخاطب باید یاد بگیرد که چگونه «سره را از ناسره» تشخیص دهد؛ منبع، سابقه، ذینفع بودن یا نبودن و نوع لحن را بسنجند.

**توانمندسازی روابط‌عمومی‌ها:** روابط‌عمومی در بازار سرمایه باید هم دانش مالی داشته باشد و هم ابزار و دانش روابط‌عمومی مدرن را؛ از زبان ساده و قابل فهم تا حضور فعال در شبکه‌های اجتماعی.

**ایجاد اعتماد نهادی:** تا وقتی تصور عمومی این است که نهادهای رسمی یا دیر اطلاع‌رسانی می‌کنند یا به زبان غیرشفاف حرف می‌زنند، میدان به نفع منبع غیررسمی است.

**شناسنامه‌دار کردن تولیدکنندگان محتوا:** اگر قرار است تبلیغ، رپورتاژ یا توصیه سرمایه‌گذاری منتشر شود، باید جریان مالی پشت آن شفاف باشد. مخاطب حق دارد بداند چه کسی با چه ذی‌نفعی دارد به او سیگنال می‌دهد.

*** سؤال عملی این است که آیا باید به شایعه‌سازها پاسخ داد؟ اگر بله، به همه یا فقط بعضی‌ها؟ و اگر نه، خطر سکوت چیست؟**

• **امیر لعلی:** یک نسخه واحد را نمی‌توان برای همه شایعات پیچید. اما یک معیار مهم این است که ببینیم یک شایعه «چه میزان درگیری» ایجاد کرده است؛ یعنی چند درصد از جامعه مخاطب را درگیر خودش کرده، چه حجمی از معامله را تحت‌تأثیر قرار داده و چه فضایی ساخته است. اگر شایعه‌ای فقط در یک دایره محدود می‌چرخد، شاید پاسخ مستقیم به آن، بیش از اینکه کمک کند، باعث دیده شدنش شود. اما اگر شایعه‌ای به نقطه‌ای رسیده که ذهن و رفتار بخش مهمی از بازار را درگیر کرده، سکوت روابط‌عمومی و رسانه رسمی عملاً به معنای تأیید ضمنی تلقی می‌شود.

در عمل، ما گاهی نسبت به شایعات پرتأثیر سکوت می‌کنیم و این سازمان‌ها را به سمت انفعال می‌برد. رسانه‌های رسمی هم به دلیل محدودیت‌های چارچوبی مثلاً الزام به دبل‌چک منابع از اینفلوئنسرها عقب می‌افتند. یک مثال مشهور در سطح جهانی، ماجرای رونالدو و نوشابه است که یک حرکت ساده در نشست خبری، چنان موج رسانه‌ای ساخت که بسیاری از رسانه‌های سنتی را غافلگیر کرد؛ در حالی که شبکه‌های اجتماعی و اینفلوئنسرها خیلی سریع روایت خودشان را ساختند. از طرف دیگر، بعضی شایعات «تاکتیکی» هستند؛ یعنی هدفشان این است که روابط‌عمومی را مجبور کنند وارد بازی توضیح و تکذیب شود و به این وسیله اطلاعات بیشتری را لو بدهد یا حواسش را از موضوعات اصلی پرت کند. بنابراین باید یک واحد «پایش و ارزیابی» قوی وجود داشته باشد که مدام بسنجد کدام شایعه ارزش پاسخ دارد، کدام‌یک باید با اطلاع‌رسانی پیشگیرانه خنثی شود و کجا سکوت، کم‌هزینه‌تر است.

*** این روزها خیلی درباره «سواد رسانه‌ای» صحبت می‌شود. شما سواد رسانه‌ای را چه می‌دانید و فکر می‌کنید چه نهادی مسئول آموزش آن است؟**

• **امیر آشتیانی عراقی:** در یک تعبیر ساده اما عمیق، سوادرسانه‌ای یعنی «توانایی تمیز دادن سره از ناسره» که به نوعی تعریف نقد هم به حساب می‌آید یعنی فرد بتواند تشخیص دهد کدام پیام معتبر است، کدام منبع قابل اعتماد است، کجا با او بازی احساسی می‌شود و کجا داده واقعی به او می‌دهند. بدون شک این سواد، یک‌شبه و فقط با یک واحد درسی ساخته نمی‌شود. نقطه شروع، «خانواده» است. خانواده‌ها باید از سنین پایین به بچه‌ها یاد بدهند که هرچیزی را که می‌بینند و می‌شنوند، به سرعت باور نکنند؛ پرسشگر باشند، منبع را بررسی کنند و برای پذیرش شواهد بیشتری بخواهند. بعد از آن بالطبع نقش «مدرسه» مهم است؛ نه لزوماً با اضافه کردن یک کتاب جدید، بلکه با گنجاندن مفاهیم سواد رسانه‌ای در دل سایر دروس و فعالیت‌های مدرسه. همان‌طور که درباره حقوق شهروندی، محیط زیست یا مهارت‌های زندگی صحبت می‌کنیم، درباره رسانه و شبکه‌های اجتماعی هم باید حرف بزنیم. نسل Z و نسل‌های بعدی، به‌طور ذاتی با تکنولوژی عجین‌تر هستند. این نسل از کودکی با موبایل، تبلت و اینترنت بزرگ می‌شوند. اگر ما برای این نسل، سواد رسانه‌ای را جدی نگیریم، در واقع آنها را در برابر یک سیل عظیم محتوا، بی‌دفاع رها کرده‌ایم. این آموزش می‌تواند حتی در پشت کتاب‌ها، در مثال‌ها، در فعالیت‌های جمعی و کارگروهی، جا بیفتد. لازم نیست حتماً کتاب جداگانه‌ای به اسم «سواد رسانه‌ای» تعریف شود، مهم تقویت مهارت پرسشگری و تحلیل پیام است. بعد از آن و مثلاً از ۱۷ سالگی به بالا خود فرد هم مسئول است. مخاطب بالغ، دیگر نمی‌تواند همه تقصیر را گردن سیستم بیندازد. او باید برای یادگیری، جستجو کند؛ کتاب بخواند، دوره ببیند، از منابع معتبر آموزش بگیرد و خودش را در برابر موج شایعات و فیک‌نیوزها مجهز کند.

*** از زاویه خبرنگاری، آیا شما و همکارانتان تحت فشار قرار می‌گیرید که به برخی موضوعات نپردازید یا بعضی خبرها را منتشر نکنید؟ آیا این فشارها خود به شایعه‌سازی دامن نمی‌زند؟**

• **سروش خسروی:** واقعیت این است که فشار وجود دارد و انکارش هم بی‌فایده است. من یک خاطره مشخص را همیشه مثال می‌زنم. ۱۵ دی ۹۲، روزی که به خاطر شایعه‌ای درباره نرخ خوراک پتروشیمی‌های گازی، بازار ریزش شدیدی را تجربه کرد. آن روز، ما در تحریریه خبر داشتیم که خبرِ پشتِ این شایعه چیست و تصمیم گرفتیم آن را دقیق و مستند منتشر کنیم.

اما پیش از انتشار، تماس‌هایی از ذی‌نفعان گرفته شد که می‌خواستند جلوی انتشار را بگیرند یا حداقل متن را تغییر دهند. تیم تحریریه مقاومت کرد و در نهایت گزارش به همان شکلی که باید، منتشر شد. این تجربه برای من نمونه‌ای از جایی است که اگر رسانه کوتاه می‌آمد، شایعه‌سازی، دست بالا را پیدا می‌کرد. نمونه دیگر هم اینکه در ماجرای مصاحبه رئیس سازمان بورس با یک خبرگزاری غیرتخصصی، ما عین صحبت‌ها را هم به شکل متن و هم مصاحبه تصویری منتشر کردیم. با وجود این، برخی از افراد همچنان به خبر غلط قبلی استناد می‌کردند. یعنی حتی وقتی سند و مدرک رسمی وجود دارد، اگر مخاطب بخواهد به شایعه بچسبد، به راحتی آن را رها نمی‌کند.

به دو کلیدواژه برمی‌گردیم. سواد رسانه‌ای و اعتماد به رسانه‌های رسمی. تا وقتی مخاطب یاد نگیرد که خبر را از کجا بگیرد و چگونه صحتش را بسنجد، و تا وقتی رسانه‌های رسمی نتوانند اعتماد عمومی را جلب کنند، شایعه همیشه یک قدم جلوتر خواهد بود.

• **امیر لعلی:** اول اینکه بازار سرمایه ایران به‌شدت نیازمند یک «مرکز راستی‌آزمایی مالی» است؛ جایی که بتواند به‌صورت تخصصی و بی‌طرفانه، خبرها و شایعات مالی را بررسی و نتیجه را برای عموم منتشر کند. در نبود چنین مرجعی، هر کانال و صفحه‌ای برای خود نقش مرجع را بازی می‌کند. دوم، ادبیات رسانه‌های رسمی و روابط‌عمومی‌ها باید تغییر کند. ما نمی‌توانیم با زبان کاملا فنی، خشک و غیرقابل‌فهم برای عموم، در برابر موج محتواهای احساسی شبکه‌های اجتماعی بایستیم. باید محتوا را ساده‌سازی کنیم، از زبان قابل‌فهم و حتی تا حدی احساسی اما دقیق استفاده کنیم تا حرف درست، شنیده شود.

سوم، انتشار محتوای معتبر باید در یک پلتفرم مشخص و متمرکز تجمیع شود.پلتفرمی که قرار است با رویکرد حرفه‌ای‌تر و مدرن‌تر، نقش مرجع اطلاعاتی و تحلیلی را برای فعالان بازار ایفا کند.

چهارم، لازم است برای اینفلوئنسرهای مسئول و حرفه‌ای، یک «الگو» ایجاد شود؛ یعنی به جای نفی مطلق اینفلوئنسرها، باید نمونه‌های قابل‌اتکای آنها را تقویت کرد و استانداردهایی برای فعالیت مسئولانه در این حوزه تعریف شد.

• **امیر آشتیانی عراقی:** هر فرد باید برای خود یک «الگوی ایمنی‌سازی شخصی» در برابر شایعات و سیگنال‌ها داشته باشد؛ به‌طور مشخص یک راستی‌آزمایی اولیه؛ مشخصا در بازار سرمایه حداقل کاری که می‌توان کرد این است که اطلاعات را با منابع رسمی مثل کدال چک کنیم. اگر شایعه‌ای درباره صورت‌های مالی، افزایش سرمایه، قرارداد جدید و... مطرح می‌شود، اولین واکنش باید مراجعه به منبع رسمی باشد، نه فوروارد کردن پیام. حرکت دوم می‌تواند سنجش مقدماتی باشد؛ فرد باید ارزیابی اولیه‌ای انجام دهد؛ آیا این خبر با روندهای گذشته سازگار است؟ منبعی که این خبر را منتشر کرده، سابقه قابل قبولی دارد؟ آیا ذی‌نفعی آشکار یا پنهان در میان است؟

نکته سوم قطعا کنترل هیجان است؛ شاید مهم‌ترین مرحله همین باشد. بسیاری از تصمیم‌های اشتباه در بازار نه به‌خاطر کمبود داده که به‌خاطر غلبه هیجان گرفته می‌شود. فاصله گرفتن چندساعته از خبر، مشورت با یک فرد خبره و فکر کردن دوباره، می‌تواند جلوی بسیاری از تصمیم‌های مخرب را بگیرد. هر تحلیل مالی اشتباه، می‌تواند زندگی یک فرد را به‌طور جدی تحت‌تأثیر قرار دهد. داستان‌هایی از افرادی وجود دارد که با تکیه بر یک سیگنال یا یک تحلیل ظاهراً جذاب، بخش عمده‌ای از پس‌انداز سال‌های زندگی‌شان را از دست داده‌اند. بنابراین، «ایمنی‌سازی فردی» در برابر شایعه، دیگر یک توصیه لوکس نیست، بلکه یک ضرورت حیاتی است.

• **سروش خسروی:** «هر محتوایی ذی‌نفعی دارد»؛ یعنی پشت هر خبر، تحلیل، گزارش یا حتی یک توییت، معمولاً کسی هست که از جهت‌گیری آن سود یا زیان می‌بیند. مخاطب باید این سؤال را همیشه در ذهن داشته باشد که «چه کسی از انتشار این پیام سود می‌برد؟». باید قبل از انتشار یا حتی باور یک خبر مهم، آن را حداقل از دو منبع مستقل چک کنیم. این اصل ساده، اگر به عادت تبدیل شود، می‌تواند حجم زیادی از شایعات و فیک‌نیوزها را خنثی کند.

«لطفاً به تلفن‌های خبرنگاران پاسخ دهید.» او توضیح می‌دهد که بسیاری از مواقع، خبرنگار برای روشن شدن یک ابهام یا راستی‌آزمایی یک خبر، با مرجع رسمی تماس می‌گیرد؛ اما وقتی پاسخ نمی‌شنود، میدان برای روایت‌های غیررسمی و شایعه‌ساز باز می‌ماند. پاسخ‌گویی به‌موقع به خبرنگار، یکی از ساده‌ترین و مؤثرترین راه‌ها برای بستن مسیر شایعه است.

**جدال**

**سروش خسروی:**



**• بستر طبیعی شایعه، «ابهام» است؛ هرچه ابهام در سیاست‌گذاری و اطلاع‌رسانی بیشتر باشد، شایعه بیشتر رشد می‌کند.**

**• هر محتوا ذی‌نفعی دارد؛ مخاطب باید همیشه بپرسد «چه کسی از انتشار این پیام سود می‌برد؟».**

### بازتعریف دارایی‌ها در بستر فناوری بلاکچین

# کیمیاگری مالی با توکن‌سازی دارایی

حبیب علیزاده
روزنامه‌نگار

یک کسب‌وکار چگونه می‌تواند سهم کوچکی از یک ساختمان، ذخیره طلا یا حتی یک اثر هنری را به فروش برساند؟ پاسخ، توکن‌سازی دارایی‌ها یعنی تبدیل دارایی به توکن‌های دیجیتال است. به پشتوانه فناوری بلاکچین، امروز شرکت‌ها و کسب‌وکارها می‌توانند بخش کوچکی از دارایی‌های مختلف خود را از طریق توکن‌سازی بفروشند. توکن‌سازی فرآیندی است که نگاه ما به دارایی‌ها و استفاده از آنها را تغییر داده است. این تغییر، مزیت‌های زیادی دارد که در این گزارش به آنها می‌پردازیم.



**کیمیاگری، فعالیتی با پیشینه طولانی است که علم شیمی امروز از دل آن برآمده است. «سنگ فیلسوف» مفهومی افسانه‌ای در کیمیاگری بود که به دلیل قدرت جادویی قادر به تبدیل یک شیء کم‌ارزش (همچون مس) به چیزی بسیار باارزش (همچون طلا) بود. امروزه این اصطلاح تنها به محافل علمی محدود نمی‌شود بلکه بخش مالی را نیز تحت تاثیر قرار داده است. ادعای گزافی نیست اگر بگوییم، توکن‌سازی دارایی‌ها همان سنگ فیلسوف کیمیاگری است که آینده مالی و اقتصادی جهان را تحت تاثیر قرار داده است.**

### مزیت‌های توکن‌سازی

برای شرکت‌ها و کسب‌وکارها، توکن‌سازی یک روش جایگزین تامین مالی به شمار می‌رود. آنها می‌توانند به جای تکیه بر چند سرمایه‌گذار ثروتمند، از هزاران سرمایه‌گذار خرد تامین مالی کنند. از آنجا که در چنین روشی همه چیز در بستر بلاکچین نگهداری می‌شود، هیچ ابهامی درباره مالکیت وجود ندارد. این روش تامین مالی به ویژه برای شرکت‌هایی که مالک دارایی‌های بزرگ و گران هستند، مناسب است چرا که فروش چنین دارایی‌هایی به صورت یکجا و در یک تراکنش، بسیار دشوار است. در اینجا مهمترین مزیت‌های توکن‌سازی دارایی را مرور می‌کنیم.

### مالکیت کسری (خرد)

یکی از مهمترین ویژگی‌های توکن‌سازی، مالکیت کسری (مالکیت بخش کوچکی از یک دارایی بزرگ) است. مثلا به جای فروش یک ساختمان یا ذخیره طلا به یک خریدار، می‌توان بخش‌های کوچکی از آن را به خریداران متعدد فروخت. با چنین روشی، سرمایه‌گذاری آسان‌تر و راحت‌تر می‌شود و سرمایه‌گذاران کوچک نیز فرصت می‌یابند تا در دارایی‌های بزرگ سهیم شوند.

### مالکیت امن

فناوری بلاکچین روند توکن‌سازی را از همه جنبه‌ها امن می‌کند. هرگاه یک دارایی توکن‌سازی می‌شود، وارد بستر بلاکچین شده و در آنجا ذخیره می‌شود که در واقع یک حساب پیمانی از هر تراکنش است. این حساب پیمانی تضمین می‌کند که همه مطالبات و ادعاهای مالکیت به درستی ثبت شده‌اند و هیچیک قابل تغییر نیستند. این موضوع نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران می‌توانند با اطمینان‌خاطر مالکیت را به دست گیرند چرا که هیچ تهدیدی از بابت فعالیت‌های کلاهبردارانه با تعارض در مالکیت وجود ندارد. فناوری بلاکچین تضمین می‌کند که هر تراکنشی به صورت آنی ثبت شود و این موضوعی است که فرآیند را قابل اعتماد می‌کند.

### افزایش نقدینگی

بزرگترین چالش کسب‌وکارها در زمان فروش دارایی‌های ثابت، کمبود نقدینگی یا مدت زمان تبدیل دارایی به پول نقد است. این مشکل از طریق توکن‌سازی قابل حل است. در واقع دارایی‌هایی که تبدیل به توکن می‌شوند، بسیار سریع‌تر از دارایی‌های سنتی به فروش می‌رسند. این موضوع به ویژه برای دارایی‌هایی همچون املاک و مستغلات یا آثار هنری (که فروش آنها گاه ماه‌ها به طول می‌انجامد) صادق است. توکن‌سازی این امکان را به شرکت‌ها می‌دهد تا دارایی‌ها را در پلتفرم‌های مجازی معامله کنند و به این ترتیب در مدت کوتاهی نقدینگی به دست آورند و چرخه سرمایه در گردش خود را بهبود بخشند.

### سرمایه‌گذاری فرامرزی

دنیای دارایی‌ها عموما محدود به مرزهای داخلی یک کشور است اما توکن‌سازی، انقلابی در این زمینه ایجاد کرده است. خرید و فروش دارایی‌ها در کشورهای مختلف همیشه با دشواری‌هایی (مثل پیچیدگی معامله یا هزینه بالای تراکنش) مواجه است. حال با توکن‌سازی دارایی‌ها، کسب‌وکارها این امکان را دارند که سرمایه‌گذارانی از سراسر جهان را جذب کنند. همچنین برای شرکت‌هایی که قصد گسترش فعالیت به مناطق مختلف جهان را دارند، توکن‌سازی امکان جذب سرمایه‌گذاری خارجی را فراهم می‌کند. مدل توکن‌سازی موجب گسترش فرصت‌های بازار برای کشورهایی می‌شود که به دنبال متنوع کردن مجموعه سرمایه‌گذاران خود هستند.

### رعایت مقررات داخلی

یکی دیگر از عواملی که موجب محبوبیت روزافزون مدل توکن‌سازی دارایی‌ها شده، پایبندی آن به قوانین داخلی حاکم بر حوزه‌های قضایی است. به بیان دیگر، صنایع می‌توانند بدون نقض قانون در فعالیت توکن‌سازی دارایی‌ها مشارکت کنند. به عنوان مثال، یک شرکت مستقر در خاک آمریکا هنگام توکن‌سازی دارایی‌ها و تبلیغ آن به سرمایه‌گذاران بالقوه، باید پروتکل‌های خاصی را رعایت کند. این رویکرد، چارچوب‌های نظارتی را مخدوش نمی‌کند. به بیان ساده‌تر، وقتی همه فرآیندها به صورت قانونی انجام می‌شود، پول سرمایه‌گذاران در امنیت است. این انطباق قانونی، توکن‌سازی را هم برای کسب وکارها و هم برای سرمایه‌گذاران ایمن‌تر می‌کند.

### هزینه‌های کمتر

توکن‌سازی دارایی‌ها به طور چشمگیری هزینه‌های تراکنش را کاهش می‌دهد. در معاملات سنتی (به ویژه آنهایی که مربوط به دارایی‌های بزرگ هستند) معمولا هزینه‌های تراکنش سنگین است. این هزینه‌ها شامل پرداخت به کارگزاران، هزینه‌های اداری-دفتری و حقوقی است. اما با توکن‌سازی، بسیاری از این واسطه‌ها حذف می‌شوند و در نتیجه، هزینه‌ها به میزان زیادی کاهش می‌یابد. در چنین روشی، تراکنش‌ها به جای بانک یا کارگزار، مستقیما در بستر بلاکچین انجام می‌شود که هزینه‌های پایین‌تری دارد. این روش، صرفه‌جویی چشمگیری در هزینه‌های شرکت‌ها، کسب‌وکارها و سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد.

### تنوع پرتفوی

کسب‌وکارها می‌توانند با انتشار توکن برای سرمایه‌گذاران به تقویت پرتفوی آنها کمک کنند. همچنین با این روش، سرمایه‌گذاران می‌توانند با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مختلف، ریسک خود را به حداقل برسانند. با توکن‌سازی دارایی‌های مختلف، از جمله املاک و مستغلات، آثار هنری یا حتی سهام شرکت‌ها، کسب‌وکارها می‌توانند سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب کنند.

### مدیریت ریسک

فناوری بلاکچین علاوه بر تسهیل تراکنش‌ها، از شفافیت زیادی نیز برخوردار است. از آنجا که برای هر تراکنش تاریخ مشخصی ثبت می‌شود، یک کسب وکار یا سرمایه‌گذار به راحتی می‌تواند به آن تاریخ دسترسی داشته باشد. چنین امکانی به مدیریت ریسک کمک می‌کند، چرا که همه چیز شفاف است. شفافیت این روش بدان معناست که کسب‌وکارها با خطر اختلاف‌نظر بر سر مالکیت یا ریسک کلاهبرداری مواجه نخواهند شد. از یک سو سرمایه‌گذاران دقیقا می‌دانند چه چیزی خریده‌اند و از سوی دیگر، کسب‌وکارها قادر هستند مدرک شفافی از مالکیت و تراکنش ارائه دهند.

### دسترسی به بازار خارجی

توکن‌سازی دارایی‌ها امکان دسترسی کسب‌وکارها به بازارهای خارجی را فراهم می‌کند. از طریق مالکیت دارایی‌های توکن‌سازی‌شده، سرمایه‌گذاران و کسب‌وکارها به راحتی می‌توانند در بازارهای جدید و نوظهور حضور پیدا کنند. این توانایی به ویژه در حوزه‌های املاک و مستغلات یا صنایع معدنی که به سرمایه‌گذاری خارجی وابسته هستند، از اهمیت حیاتی برخوردار است. تصور کنید، از این طریق یک شرکت آمریکایی می‌تواند املاکی را در کشور نیجریه توکن‌سازی کند و توکن‌ها را در سراسر جهان به فروش برساند. این روش، شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا بدون نیاز به راه‌اندازی کسب‌وکار جدید در بازار هدف، به بازارهای مختلف دسترسی پیدا کنند.

### تراکنش سریع‌تر

به طور معمول برای فروش املاک و مستغلات و دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی باید گام‌های متعددی برداشته شود. این گام‌ها اغلب هفته‌ها یا حتی ماه‌ها به طول می‌انجامد تا به نتیجه نهایی برسد. اما در روش توکن‌سازی دارایی‌ها چنین روند طولانی‌مدتی را شاهد نیستیم. فناوری بلاکچین، انتقال دارایی‌ها را به صورت آنی امکان‌پذیر کرده است. بنابراین کسب‌وکارها مجبور نیستند برای امضای اسناد یا تاییدیه‌های قانونی به انتظار بمانند. این فناوری به ویژه برای شرکت‌ها اهمیت زیادی دارد چرا که می‌توانند به سرعت با سرمایه‌گذارانی تعامل کنند که به بازده‌های کوتاه‌مدت نیاز دارند. از طریق توکن‌سازی، شرکت‌ها به روش تازه‌ای دست پیدا می‌کنند تا کسب‌وکار خود را گسترش دهند و به مشتریان جدید دست پیدا کنند. آنها همچنین می‌توانند با تبدیل دارایی‌های فیزیکی به توکن‌های دیجیتال، حوزه نفوذ خود را توسعه دهند. توکن‌سازی دارایی‌ها هنوز در ابتدای راه است اما تحلیلگران معتقدند، فناوری بلاکچین دست به بازتعریف دارایی‌های فیزیکی زده است و بر این اساس، آینده صنعت مالی را تغییر شکل خواهد داد.

---

نمای هفته

## هفته منفی بزرگان

هفته‌نامه بورس هفته گذشته تعداد زیادی از کریپتوهای بازار منفی بودند به طوری که از میان ۱۰۰ رمزارز اصلی بر اساس ارزش بازار، قیمت ۶۶ کریپتو با کاهش و ۲۲ کریپتو با افزایش روبه‌رو شد. در هفته منتهی به پنجشنبه ۱۱ دسامبر (۲۰ آذر ۱۴۰۴)، رمزارزهای مثبت افزایش قیمت بین ۰,۱ درصد تا بیش از ۳۳ درصد و رمزارزهای منفی نیز کاهش قیمت بین ۰,۱ درصد تا بیش از ۱۳ درصد را تجربه کردند. در همین حال، ۱۲ رمزارز نیز بدون تغییر قیمت بودند.

برنده بزرگ هفته گذشته، رمزارز Ultima بود. این کریپتوکارنسی که به رتبه ۸۳ بازار دست پیدا کرده است، نزدیک به ۳۴ درصد رشد قیمت را ثبت کرد. ارزش بازار این رمزارز ۶۳۷۶ دلاری بیش از ۶۳۷ میلیون دلار است و در بازه‌های ماهانه و سالانه نیز به ترتیب ۷۵ درصد و ۵۹ درصد افزایش قیمت را ثبت کرده است. رمزارز Zcash نیز با ۳۳,۲ درصد رشد در رتبه دوم مثبت‌های هفته قرار گرفت. قیمت این کریپتوکارنسی که در رتبه ۱۷ بازار جای دارد، به بیش از ۴۳۲ دلار رسیده است. این رمزارز با ارزش بازار بیش از ۷,۱ میلیارد دلار، در یک ماه گذشته ۳۱,۴ درصد افت کرده اما نسبت به یک سال قبل بیش از ۶۳۰ درصد افزایش قیمت داشته است. رمزارز Beldex دیگر کریپتویی بود که با رشد ۱۲,۵ درصدی، رتبه سوم مثبت‌های هفته را کسب کرد. قیمت این رمزارز نزدیک به ۹ سنت و ارزش بازارش بیش از ۶۷۰ میلیون دلار است. در همین حال، میم‌کور، منتل، بیتنسور و کوکوین نیز در میان مثبت‌های این هفته جای گرفتند.

در هفته‌ای که گذشت، بسیاری از رمزارزهای بزرگ جهان نیز افت قیمت را تجربه کردند. بیت‌کوین با رسیدن به رقم ۹۲ هزار و ۳۰۰ دلار، در مجموع با افت ۰,۶ درصدی قیمت مواجه شد. پادشاه رمزارزها در بازه زمانی یک‌ماهه نیز افت ۱۳ درصدی قیمت را تجربه کرده است. در حال حاضر ارزش بازار پادشاه رمزارزها به ۱۸۴۰ میلیارد دلار رسیده است که نسبت به هفته قبل، ۲۰ میلیارد دلار کاهش نشان می‌دهد. با این حال، اتریوم با رشد ۷,۷ درصدی روبه‌رو شد و ۳۳۱۷ دلار قیمت خورد. این رمزارز با بیش از ۴۰۰ میلیارد دلار ارزش بازار، در یک ماه گذشته نزدیک به ۸ درصد افت قیمت را ثبت کرده است. ریپل، بایننس، سولانا، ترون و دوج‌کوین نیز نسبت به هفته قبل افت قیمت داشتند.

بر پایه گزارش Cryptobubbles، رمزارز HYPE با ۱۳,۲ درصد افت، در صدر منفی‌های این هفته بازار کریپتو بود. این رمزارز با قیمت ۲۹,۲۵ دلار و ارزش بازار ۷,۹۲ میلیارد دلار، در رتبه ۱۵ بازار نشسته است. پس از آن، رمزارز Morpho به میزان ۱۲,۷ درصد افت قیمت را تجربه کرد و به ۲,۹۱ دلار رسید. رمزارزهای استارک‌نت، کاسپا و کوانت نیز از جمله منفی‌های هفته بودند.

در هفته‌ای که گذشت، ارزش بازار کریپتوها با افت سنگینی مواجه شد اما دوباره در مسیر صعود قرار گرفت و به ۳۱۵۰ میلیارد دلار رسید. تاکنون بیش از ۲۸ میلیون رمزارز به بازار عرضه شده است و ۹۰۵ صرافی در سراسر جهان به ارائه خدمات معامله‌گری مشغول هستند.

در جدول زیر، عملکرد ۱۵ رمزارز برتر بازار کریپتوکارنسی را مشاهده می‌کنید.

| # | Name | Price | Market Cap | 24h Volume | Hour | Day | Week | Month | Year |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Bitcoin | $92,321 | $1.84T | $54.31B | 0% | +2.2% | -0.5% | -13% | -5.1% |
| 2 | Ethereum | $3,317 | $400.33B | $35.02B | -0.2% | +6.8% | +7.7% | -7.9% | -10.6% |
| 3 | Tether | $1.000 | $186.08B | $97.38B | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 4 | XRP | $2.070 | $124.88B | $3.90B | 0% | +0.6% | -4.8% | -18.4% | -6.5% |
| 5 | BNB | $888.41 | $122.37B | $2.10B | 0% | +0.3% | -1.4% | -11.2% | +29.1% |
| 6 | USDC | $0.9998 | $78.36B | $5.69B | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 7 | Solana | $137.09 | $76.97B | $7.09B | -0.2% | +3.2% | -3.1% | -18.4% | -37% |
| 8 | TRON | $0.2793 | $26.44B | $649.28M | 0% | -0.5% | -0.3% | -5% | +6.6% |
| 9 | Dogecoin | $0.1459 | $22.19B | $1.68B | -0.2% | +4% | -2.7% | -20.1% | -64.7% |
| 10 | Cardano | $0.4624 | $16.94B | $1.50B | 0% | +7.3% | +6.2% | -22.3% | -54.1% |
| 11 | Bitcoin Cash | $569.12 | $11.36B | $565.72M | 0% | -0.6% | -2.5% | +9.4% | +3% |
| 12 | Chainlink | $14.14 | $9.85B | $780.64M | -0.2% | +3.1% | -2% | -14.3% | -36.6% |
| 13 | LEO Token | $9.504 | $8.76B | $739,721 | 0% | +0.4% | +1.1% | +3.3% | +0.2% |
| 14 | Stellar | $0.2502 | $8.09B | $169.95M | -0.1% | +4.6% | -2% | -18.8% | -39.3% |
| 15 | Hyperliquid | $29.31 | $7.94B | $321.34M | +0.4% | +4.4% | -13% | -30.1% | +119% |

---

اخبار رمزارزها

## خاورمیانه، سوئیس قرن ۲۱ می‌شود

مدیرعامل شرکت استراتژی از کشورهای خاورمیانه خواست مسیر جدیدی برای نظام مالی قرن ۲۱ ترسیم کنند؛ مسیری که بر پایه بانکداری و اعتبار پشتیبانی‌شده با بیت‌کوین بنا شود. مایکل سیلور این مدل را فرصتی ۲۰۰ تریلیون دلاری خواند و گفت که خاورمیانه می‌تواند به «سوئیس بیت‌کوینی دنیا» تبدیل شود. او در سخنرانی خود، سه ایده کلیدی را مطرح کرد؛ نخست، سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت ملی در بیت‌کوین؛ دوم، تأسیس بانک‌هایی که نگهداری و اعطای اعتبار بر پایه بیت‌کوین را انجام دهند؛ و سوم، ایجاد حساب‌های پول دیجیتال با پشتوانه بدهی بیت‌کوینی که تا ۸ درصد سود بدون نوسان پرداخت کنند. به‌گفته او، چنین مدل‌هایی نه تنها سرمایه خرد بلکه تریلیون‌ها دلار سرمایه جهانی را از بازارهای سنتی به حوزه دارایی‌های دیجیتال جذب خواهند کرد. سیلور مدعی شد آمریکا اکنون در مسیر پیشتازی جهانی در حوزه بیت‌کوین قرار دارد و اجماع عمیقی میان مقامات آمریکایی در این زمینه شکل گرفته است.

## کلاهبرداری با دیپ‌فیک و هوش مصنوعی

در یک عملیات بین‌المللی پلیسی، شبکه‌ای پیچیده از کلاهبرداری و پول‌شویی رمزارزی در چندین کشور متلاشی و بیش از ۷۰۰ میلیون یورو (حدود ۷۵۰ میلیون دلار) از ضررهای قربانیان را افشا شد. این شبکه با ایجاد سایت‌های جعلی سرمایه‌گذاری و تبلیغات حرفه‌ای، از جمله استفاده از تأییدهای دروغین سلبریتی‌ها و سیاستمداران و حتی دیپ‌فیک‌ها، هزاران نفر را فریب داده بود. مرکز تماس‌های سازمان‌یافته قربانیان را تحت فشار قرار می‌داد تا مبالغ بیشتری واریز کنند و با نمایش سودهای ساختگی در داشبوردهای جعلی، اعتماد آنها را جلب می‌کرد. عملیات اصلی در اکتبر و نوامبر ۲۰۲۵ در کشورهای فرانسه، بلژیک، آلمان، اسپانیا، قبرس و مالت انجام شد و در جریان آن، ۹ مظنون دستگیر و میلیون‌ها یورو و ارز دیجیتال توقیف شد. این اقدام با همکاری یوروپل و یوروجاست و پشتیبانی کارشناسان رمزارز صورت گرفت. این پرونده نشان‌دهنده پیچیدگی و رشد سریع جرایم مالی آنلاین است.

## ادعای بزرگ مدیرعامل بایننس

ریچارد تنگ، مدیرعامل بایننس اعلام کرد که دارایی‌های دیجیتال با سرعت در حال تبدیل شدن به بخش اصلی نظام مالی مدرن هستند و کشورهایی که اکنون برای این تحول آماده شوند، در آینده مزیت رقابتی خواهند داشت. این اظهارنظر هم‌زمان با افزایش همکاری بایننس با دولت‌ها برای نوسازی قوانین، توسعه زیرساخت‌ها و حمایت از نوآوری در حوزه دارایی دیجیتال منتشر شده است. طی ماه‌های اخیر بسیاری از نهادهای قانون‌گذار در مناطق مختلف جهان در حال بررسی مدل‌های جدید صدور مجوز، الزامات انطباق، و کاربردهای توکنی‌سازی در پرداخت‌ها و تسویه اوراق بهادار هستند. در پاکستان، وزارت دارایی این کشور جلسه‌ای با حضور وزیر دارایی محمد اورنگزیب، رئیس سازمان تنظیم‌گری دارایی‌های مجازی پاکستان و مدیران ارشد بایننس از جمله تنگ برگزار کرد تا درباره «چارچوب ملی دارایی دیجیتال» گفت‌وگو شود.

## چراغ سبز SEC به بیت‌وایز

صندوق شاخص ۱۰ رمزارزی بیت‌وایز مجوز کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC) را برای فعالیت به عنوان یک محصول قابل‌معامله در بورس (ETP) در بورس نیویورک آرکا دریافت کرد. این صندوق دسترسی موسسات و مشاوران مالی به ارزهای دیجیتال برتر را ساده‌تر کرده و امکان سرمایه‌گذاری قانونی در آنها را فراهم می‌کند. دارایی‌های این صندوق در حال حاضر شامل ۱۰ ارز دیجیتال بزرگ بازار، از جمله بیت‌کوین، اتریوم، سولانا و ریپل است و ترکیب موجودی آن به صورت ماهانه تنظیم می‌شود. هانتر هورسلی، مدیرعامل بیت‌وایز این حرکت را نقطه عطفی بزرگ برای ارزهای دیجیتال توصیف کرد و گفت که با تبدیل به این محصول به ETP، برای اولین بار یک صندوق شاخص کریپتو در بورس نیویورک معامله می‌شود. به گفته کارشناسان، این روش سرمایه‌گذاری به افراد اجازه می‌دهد بدون انتخاب دارایی‌های خاص، از رشد بزرگترین و موفق‌ترین ارزهای دیجیتال بازار بهره‌مند شوند.

## عضو سلطنتی مالزی در بازار رمزارز

فرزند ارشد پادشاه مالزی با راه‌اندازی یک استیبل‌کوین جدید وارد عرصه دارایی‌های دیجیتال شد؛ اقدامی که می‌تواند جایگاه رینگیت را در مبادلات برون‌مرزی تقویت کند. شرکت بولیش ایم، متعلق به اسماعیل ابراهیم، پسر سلطان ابراهیم اسکندر از خانواده سلطنتی جوهور، اعلام کرد که استیبل‌کوین RMJDT را معرفی کرده است. این رمزارز ارزش خود را بر پایه پول ملی مالزی ثابت نگه می‌دارد و روی بلاکچین زترینکس منتشر می‌شود؛ شبکه‌ای که برای اتصال دولت‌ها، شرکت‌ها و کاربران به اقتصاد وب۳ طراحی شده و به‌ویژه برای همکاری‌های دیجیتال با چین مورد توجه قرار دارد.

## ورود بایننس به بازار جهانی ابوظبی

صرافی بایننس هفته گذشته را با یک موفقیت بزرگ آغاز کرد. این صرافی موفق شد مجوز کامل فعالیت در بازار جهانی ابوظبی (ADGM) را دریافت کند؛ مجوزی که به بایننس اجازه می‌دهد تمام بخش‌های اصلی زیرساخت خود، شامل معاملات، تسویه، نگهداری دارایی‌ها و خدمات کارگزاری را تحت یک چارچوب نظارتی واحد ارائه دهد. اگرچه دریافت این مجوز باعث ایجاد گمانه‌زنی‌ها درباره انتقال دفتر مرکزی بایننس به امارات شده، اما شرکت به صراحت اعلام کرده که این اتفاق به معنای جابه‌جایی نیست و صرفاً یک «نقطه عطف نظارتی» محسوب می‌شود. بایننس بارها از تعیین یک دفتر مرکزی ثابت طفره رفته و مدل غیرمتمرکز مدیریتی خود را حفظ کرده است. با وجود این تحول بزرگ، قیمت ارز دیجیتال بایننس‌کوین در بازار واکنش چندانی نشان نداشته است. با این حال، دریافت این مجوز می‌تواند به افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران خرد و رشد قیمت بایننس در میان‌مدت منجر شود.

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری نیرو اعلام کرد:

# هدف‌گذاری ۵۰۰۰ مگاواتی «ونیرو»



نجمه آجربندیان
خبرنگار

**سرمایه گذاری نیرو از اوایل سال ۱۳۹۶ به شرکتی هلدینگ با موضوع فعالیت سرمایه‌گذاری در سهام و اوراق بهادار دارای حق رای شرکت‌ها و اجرای طرح‌های زیربنایی بخش‌های تولیدی، انتقال، توزیع نیرو،آب، انرژی و ساخت و تولید تجهیزات صنعت آب و برق و غیره و سرمایه گذاری در بازار سرمایه تبدیل شده است. در حال حاضر این شرکت از طریق هلدینگ توسعه مدیریت نیروگاهی ایرسا مدیریت حدود ۸۵۰ مگاوات ساعت ظرفیت نیروگاهی در دو نیروگاه تابان یزد به ظرفیت ۵۰۰ مگاوات و نیروگاه خوی به ظرفیت ۳۵۰ مگاوات را بر عهده دارد . محمدجواد میرطاهر، مدیرعامل شرکت سرمایه گذاری نیرو در گفت‌وگو با هفته‌نامه اطلاعات بورس به تشریح آخرین وضعیت هلدینگ و پروژه‌های توسعه‌ای زیرمجموعه‌ها پرداخت.**

*** هلدینگ سرمایه‌گذاری نیرو امروز حدود ۱/۵ درصد از تولید برق کشور را مدیریت می‌کند و هدف‌گذاری ظرفیت ۵۰۰۰ مگاواتی را اعلام کرده است. این هدف مبتنی بر چه پیش‌فرض‌های کلانی طراحی شده و چه سناریوهای جایگزینی برای تعدیل یا تسریع توسعه در نظر گرفته شده است؟**

هدف‌گذاری ظرفیت ۵۰۰۰ مگاواتی هلدینگ سرمایه‌گذاری نیرو بر مجموعه‌ای از پیش‌فرض‌های کلان و سناریوهای توسعه‌یافته استوار است. در این چارچوب، اقدامات اجرایی و مطالعاتی مختلفی طراحی و آغاز شده که هر یک نقش معناداری در تحقق این چشم‌انداز ایفا می‌کنند. نخست، طرح احداث نیروگاه ۵ مگاواتی CHP تدوین شده و فرآیند اخذ مجوزها و تأمین مالی اجرای آزمایشی آن در دستور کار قرار گرفته است. همچنین طرح توجیه اقتصادی مربوط به نیروگاه‌های کوچک‌مقیاس ماژولار (SMR) تهیه شده تا امکان ورود به این حوزه فراهم شود. در حوزه انرژی‌های تجدیدپذیر، مجوزهای لازم برای احداث یک نیروگاه خورشیدی بزرگ‌مقیاس اخذ شده و روند اداری مربوط به مجوزات و تأمین مالی سه نیروگاه خورشیدی بزرگ‌مقیاس دیگر نیز آغاز گردیده است. علاوه بر این، مجوزها و منابع مالی لازم برای احداث دو نیروگاه بادی با ظرفیت متوسط فراهم شده است. در بخش نیروگاه‌های برق‌آبی کوچک‌مقیاس نیز تفاهم‌نامه‌هایی منعقد شده و انتقال دانش فنی و فرآیندهای لازم برای تأمین مالی این پروژه‌ها در حال انجام است.

در حوزه حرارتی، مذاکرات اولیه برای تأمین مالی پروژه‌های بلوک ۲ نیروگاه‌های حرارتی تحت تملک شرکت شروع شده و همچنین تفاهم‌نامه‌ای میان شرکت توسعه مدیریت نیروگاهی ایرسا و شرکت توسعه انرژی نفت و گاز الوان منعقد گردیده است. از سوی دیگر، فروش برق به صنایع با هدف ایجاد درآمدهای ارزی در دستور کار قرار گرفته و استفاده از مطالبات نیروگاه‌ها از وزارت نیرو به‌عنوان یکی از منابع تأمین مالی پروژه‌ها نیز پیش‌بینی شده است. در زمینه ساخت و بهره‌برداری، قراردادهای BOT با صنایع برای احداث نیروگاه و فروش ارزی انرژی و همچنین پیش‌فروش برق در دوره احداث تنظیم شده است. افزون بر این، قراردادهای ECA و PAA با وزارت نیرو منعقد شده و احداث نیروگاه با روش BOO همراه با پیش‌فروش برق به وزارت نیرو دنبال می‌شود. مجموعه این اقدامات، بیانگر طراحی سناریوهای متنوع برای تعدیل یا تسریع توسعه ظرفیت نیروگاهی در چارچوب اهداف کلان هلدینگ است.

*** ونیرو از یک هلدینگ صرفاً نیروگاهی به سمت فعالیت در حوزه‌های انرژی تجدیدپذیر، مدیریت آب و فاضلاب و حتی صنایع تکمیلی در حال حرکت است. نقشه راه تنوع‌بخشی پرتفوی و مرز میان «هلدینگ تخصصی انرژی» و «هلدینگ زیرساختی چندبخشی» چگونه تعریف شده است؟**

حرکت هلدینگ ونیرو از یک شرکت صرفاً نیروگاهی به سمت فعالیت در حوزه‌های انرژی تجدیدپذیر، مدیریت آب و فاضلاب و حتی صنایع تکمیلی، بر اساس یک نقشه راه مشخص برای تنوع‌بخشی به پرتفوی و تعریف مرز میان «هلدینگ تخصصی انرژی» و «هلدینگ زیرساختی چندبخشی» دنبال می‌شود.

در همین افق، گسترش پرتفوی نیروگاهی با تمرکز بر انرژی‌های تجدیدپذیر از طریق توسعه نیروگاه‌های خورشیدی، بادی و برق‌آبی کوچک‌مقیاس و نیز نوسازی نیروگاه‌های حرارتی موجود برنامه‌ریزی شده است. همچنین ورود فعال به بازارهای منطقه‌ای و صادرات انرژی و خدمات فنی، از جمله فروش برق، آب فرآوری‌شده و ارائه خدمات EPC و O&M در کشورهای همسایه مورد توجه قرار گرفته است.

در دوره کوتاه‌مدت یک تا سه‌ساله، تکمیل مطالعات مرتبط با گذار به ساختار هلدینگی و تصویب آن در مجمع در دستور کار قرار دارد؛ اقدامی که شامل تدوین اساسنامه، ساختار مالکیتی و سازوکار تصمیم‌گیری متمرکز با رعایت الزامات قانون تجارت است. برای اجرای طرح‌های اولویت‌دار، بهره‌گیری از ابزارهای نوین بازار سرمایه همچون اوراق پروژه، صندوق‌های بخشی و انواع روش‌های تأمین مالی اسلامی پیش‌بینی شده است.

به‌منظور مدیریت یکپارچه، واحد هم‌افزایی و کنترل عملکرد شرکت‌های تابعه ایجاد خواهد شد تا نظام گزارش‌دهی، ارزیابی و مدیریت مالی و عملیاتی منظم در گروه برقرار شود. هم‌زمان، پروژه‌های تجدیدپذیر مقیاس کوچک شامل نیروگاه‌های خورشیدی و بادی در مقیاس محدود با هدف آزمون مدل‌های سرمایه‌گذاری راه‌اندازی می‌شود. فعالیت‌های بازرگانی انرژی و تجهیزات نیروگاهی نیز با ایجاد یک بازوی تخصصی برای خرید، فروش و صادرات تجهیزات و مواد اولیه آغاز خواهد شد.

ورود کنترل‌شده به بازار کشاورزی و صنعت آب از طریق اجرای طرح‌های گلخانه‌ای، توسعه سیستم‌های آبیاری هوشمند و پروژه‌های تصفیه و بازچرخانی آب در مناطق صنعتی مورد توجه است. همچنین پایش ناترازی بازار برق و تدوین راهبرد فروش به مصرف‌کنندگان بزرگ، از جمله بررسی امکان عقد قراردادهای مستقیم PPA و فروش برق به صنایع بزرگ، پیگیری می‌شود.

در حوزه فناوری، مطالعه و اخذ مجوزهای قانونی برای تولید رمزارز با مصرف بهینه انرژی و اجرای طرح‌های آزمایشی در مجاورت نیروگاه‌های حرارتی با بهره‌گیری از انرژی مازاد در دستور کار است. تکمیل این مسیر بدون تقویت سرمایه انسانی متخصص ممکن نیست؛ از این‌رو جذب مدیران و کارشناسان مجرب در حوزه‌های آب، کشاورزی، بازرگانی و فناوری دیجیتال پیش‌بینی شده است. در نهایت، افزایش شفافیت و تعامل مستمر با سهامداران و نهادهای نظارتی از طریق استقرار نظام گزارش‌دهی منظم و برگزاری جلسات اطلاع‌رسانی دوره‌ای دنبال خواهد شد. این برنامه‌ها در مجموع مرزهای حرکت هلدینگ از انرژی به زیرساخت را روشن کرده و مسیر تدریجی تبدیل‌شدن به یک هلدینگ چندبخشی زیرساختی را مشخص می‌کند.

*** ایرسا به‌عنوان بازوی اصلی نیروگاهی شما عمل می‌کند. این شرکت چه نقش استراتژیکی در خلق ارزش گروه دارد و آیا قرار است تمامی پروژه‌های آینده از مسیر ایرسا انجام شود؟**

این شرکت در راستای گسترش فعالیت‌ها در حوزه نیروگاهی و به منظور ورود به بازارهای ملی و منطقه‌ای و صادرات نیروی برق و تحقق هدف مالکیت، احداث و بهره‌برداری از ۵،۰۰۰ مگاوات نیروی برق شامل ۴۰۰۰ مگاوات نیروگاه‌های حرارتی سیکل ترکیبی و ۱۰۰۰ مگاوات نیروگاه‌های تجدیدپذیر در اقصی نقاط کشور در یک برنامه ده ساله، اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های فعال حوزه انرژی و نیروگاهی نموده است تا با جذب منابع مالی داخلی و خارجی مناسب بتواند به شرکتی اثرگذار در این حوزه تبدیل گردد.

*** در سال گذشته بخشی از پرتفوی واگذار و بخشی دیگر تقویت شد. چارچوب تصمیم‌گیری «فروش / نگهداری / توسعه» سرمایه‌گذاری‌ها بر چه مدل‌هایی استوار است؟**

تصمیم‌گیری ما درباره فروش، نگهداری یا توسعه سرمایه‌گذاری‌ها بر مبنای یک مدل سه‌بعدی است؛ ابتدا همه دارایی‌ها را به‌طور منظم با روش‌های علمی ارزش‌گذاری -مثل جریان نقدی تنزیل‌شده و مدل‌های ریسک چندعاملی- بازبینی می‌کنیم تا بدانیم فاصله ارزش ذاتی و قیمت بازار در کجاست؟ سپس نتایج را در چارچوب اقتصاد ایران تفسیر می‌کنیم؛ تا مطمئن شویم هر تصمیم در برابر شوک‌ها هم تاب‌آوری دارد. در نهایت، تصمیم‌ها را با یک نگاه پرتفویی و مهندسی مالی جمع‌بندی می‌کنیم. یعنی فارغ از جذابیت یک دارایی، ارزیابی می‌کنیم که افزودن یا کاهش آن چه اثری بر ریسک و بازده کل سبد دارد و آیا ساختار پرتفوی را کاراتر می‌کند یا نه. بر این اساس، بخشی از پرتفوی که به ارزش منصفانه رسیده بود یا نقش بهینه‌ای در ریسک-بازده نداشت واگذار شد، و بخش‌هایی که با ارزش‌گذاری جذاب یا نقش استراتژیک همراه بودند تقویت شدند. تلاش ما این است که تصمیم‌ها نه واکنشی، بلکه مبتنی بر مدل، سناریو و بهینه‌سازی پرتفوی باشد

*** با توجه به جدول تولید و فروش ۶ ماهه و اختلافات قابل توجه میان میانگین نرخ فروش نیروگاه‌ها (تابان، خوی، آریان زنجان)، عمده محرک‌های رشد درآمد گروه چه بوده است؟ افزایش نرخ فروش، بهبود بهره‌برداری، تغییر ساختار سوخت یا تورم اسمی؟**

نرخ فروش نیروگاه‌های خوی و تابان به علت حضور در بازار عمده‌فروشی با نرخ فروش نیروگاه آریان به علت فروش از طریق قراردادهای خرید تضمینی وزارت نیرو (تفاوت روش فروش و اختلاف زیاد در نرخ) متفاوت است و این تفاوت به جوانی نیروگاه آریان برمی‌گردد. البته به صورت محدود نرخ خرید برق هم افزایش داشته است؛ ولی همانطور که قبلا هم افشا شده است، دو فاز گازی نیروگاه آریان بعد از مراحل فنی و COD در قالب قراردادهای ECA به فروش تضمینی برق با ظرفیت اسمی ۳۶۰ مگاوات رسیده است.

*** سهم اجزای مختلف درآمدی -انرژی، آمادگی، خدمات جانبی، خرید تضمینی و جبران سوخت-در سود عملیاتی هلدینگ چگونه توزیع شده و کدام بخش‌ها پایداری و قابلیت پیش‌بینی بالاتری دارند؟**

در نیروگاه‌های خوی و تابان بخش اصلی درآمد مربوط به بخش انرژی (حدود ۷۵ درصد) بوده و مابقی موارد حدود ۲۵ درصد درآمد را تشکیل می‌دهند. در نیروگاه اریان زنجان به علت فروش در شرایط خرید تضمینی بخش اصلی درآمد مربوط به بهای آمادگی است (حدود ۹۰ درصد). درآمد آمادگی قابلیت پیش‌بینی بالا تری دارد.

*** هلدینگ چه مدلی برای تحلیل حساسیت سود به تغییرات سقف قیمت بازار برق و نرخ سوخت دارد؟ در سناریوی افزایش ۲۰ درصد نرخ سوخت یا کاهش ۱۰درصد سقف قیمت انرژی، ساختار سودآوری چه تغییری می‌کند؟**

به صورت کلی باید اینطور پاسخ داد: برای تحلیل حساسیت سود هلدینگ نسبت به تغییرات سقف قیمت بازار برق و نرخ سوخت، یک مدل سناریومحور طراحی کرده‌ایم که روی دو محور کلیدی درآمد و هزینه کار می‌کند. در بخش درآمد، با استفاده از یک مدل Price–Volume، تأثیر سطوح مختلف سقف قیمت بازار برق را بر میانگین نرخ فروش نیروگاه‌ها شبیه‌سازی می‌کنیم؛ این مدل به ما اجازه می‌دهد ببینیم تغییر سقف قیمت چگونه حاشیه سود هر نوع واحد تولیدی را - از سیکل ترکیبی تا حرارتی- تحت تأثیر قرار می‌دهد. در بخش هزینه، از مدل‌هایی استفاده می‌کنیم که اثر تغییرات نرخ سوخت (به‌ویژه گاز و گازوئیل) را بر هزینه تمام‌شده تولید برق محاسبه می‌کنند. ترکیب این دو، یک «ماتریس حساسیت» ایجاد می‌کند که در آن سود هلدینگ در برابر تغییرات هم‌زمان سقف قیمت بازار برق و نرخ سوخت اندازه‌گیری می‌شود.

به طور خلاصه، مدل ما نه بر فرضیات ثابت، بلکه بر شبیه‌سازی چندسناریویی استوار است تا بتوانیم در محیط پرریسک و متغیر اقتصاد انرژی ایران با دقت بدانیم سود هلدینگ تحت چه شرایطی تاب‌آور یا آسیب‌پذیر می‌شود. این حساسیت‌سنجی مبنای تصمیم‌گیری‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری ماست و به‌صورت دوره‌ای به‌روزرسانی می‌شود تا با تغییرات بازار همگام بماند.

در حال حاضر هزینه سوخت حدود ۳۵ درصد از هزینه کل نیروگاه‌های حرارتی را تشکیل میدهد لذا با افزایش ۲۰ درصدی نرخ سوخت نیروگاهی و با فرض ثابت ماندن سایر شرایط حدود ۷ تا ۱۰ درصد سودآوری نیروگاه کاهش می‌یابد. سناریوی کاهش سقف قیمت انرژی منتفی است؛ با این حال در صورت رخداد فرضی حدود ۲۰ درصد از سودآوری کاهش خواهد یافت.

*** جبران هزینه سوخت (از ۷۵۰ تا ۲۷۰۰ ریال به‌ازای هر واحد سوخت) در سال‌های اخیر بارها اصلاح شده است. آیا این مکانیسم را پایدار و قابل اتکا برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت می‌دانید یا آن را یک راهکار موقتی برای پوشش شکاف تعرفه‌ای تلقی می‌کنید؟**

به نظر می‌رسد با توجه به افزایش سهم فروش برق نیروگاه‌ها در بورس انرژی و آزاد شدن قیمت‌ها و نیز برنامه دولت در جهت افزایش نرخ سوخت تحویلی به نیروگاه‌ها (موضوع گواهی سوخت) جبران هزینه سوخت به تدریج از درآمد نیروگاه‌ها حذف خواهد شد.

*** مطالبات صنعت برق از وزارت نیرو و مدیریت شبکه معمولاً با تأخیر تسویه می‌شود. چه سیاست‌هایی برای مدیریت ریسک اعتباری دولت و جلوگیری از انباشت مطالبات در سطح گروه اتخاذ شده است؟**

اصل این مشکل بسیار جدی و چالش غیرقابل کتمان صنعت برق و نیروگاه‌های کشور است. ولی ما در هلدینگ سرمایه‌گذاری نیرو با افزایش میزان فروش برق در بستر بورس انرژی، انعقاد قرارداد دوجانبه برق جهت وصول سریعتر مطالبات، انجام مذاکرات با شرکت مدیریت شبکه برق ایران و شرکت برق حرارتی در خصوص تسویه مطالبات انباشته از سنوات گذشته، سعی در کاهش اثر این موضوع بر سودآوری داریم.

*** پروژه‌های سیکل ترکیبی و تجدیدپذیر ذاتاً سرمایه‌بر و بلندمدت‌اند. مدل ایده‌آل شما برای ترکیب منابع مالی (بدهی ارزی، بدهی ریالی، افزایش سرمایه، اوراق پروژه‌ای، مشارکت بخش خصوصی) چیست؟**

سعی ما این است که "انضباط مالی"، "تنوع‌بخشی هوشمندانه" و "اجتناب از تعهداتی که با نوسانات اقتصاد ایران سازگار نیستند" را جایگزین هر نسخه از پیش‌تعیین‌شده‌ای کنیم. ریسک‌هایی که بلندمدت‌اند با ابزارهای بلندمدت پوشش داده می‌شوند و ریسک‌هایی که کوتاه‌مدت‌ترند با منابع کوتاه‌مدت. بنابراین به‌جای اعلام یک مدل قطعی، از یک «سبد ترکیبی» استفاده می‌کنیم که بسته به مرحله پروژه، شرایط کلان اقتصاد، سیاست‌گذاری در حوزه انرژی و وضعیت بازار سرمایه تنظیم می‌شود.

همچنین بدهی ارزی زمانی قابل اتکا است که متناسب با درآمد ارزی هج شده باشد؛ بدهی ریالی زمانی کارآمد است که نرخ تأمین مالی با جریان نقدی پروژه سازگار باشد؛ افزایش سرمایه هنگامی منطقی است که بازده اقتصادی پروژه برای سهامدار به‌طور شفاف قابل دفاع باشد؛ و اوراق پروژه‌ای و مشارکت بخش خصوصی زمانی به کار می‌آیند که نیاز به تنوع‌بخشی به ریسک و جذب سرمایه نهادی مطرح باشد.

*** عملکرد بازارگردان اختصاصی و خریدهای انجام‌شده طی دوره چه تأثیری بر نقدشوندگی سهم و ثبات قیمت داشته است؟ آیا استراتژی جدیدی برای بهبود روابط با سرمایه‌گذاران و ارتباط پایدار با بازار سرمایه تدوین شده است؟**

بازارگردانی در شرکت ما دقیقاً طبق دستورالعمل اجرایی بازارگردانی در بورس و فرابورس انجام شده است؛ یعنی بازارگردان اختصاصی "افتخار حافظ" موظف بوده حداقل حجم سفارش، دامنه مظنه و فاصله زمانی به‌روزرسانی سفارش‌ها را طبق ضوابط سازمان بورس رعایت کند. در دوره اخیر، به واسطه تزریق قابل توجه منابع مالی، انجام این تعهدات باعث شد عمق سفارش‌ها در دو سوی بازار افزایش یابد و در نتیجه، نوسانات غیرمنطقی قیمت کاهش پیدا کند. خریدهای انجام‌شده توسط بازارگردان نیز نقش مکمل داشت و نقدشوندگی سهم به‌صورت معنادار بهبود یافت؛ به‌ویژه در روزهایی که حجم معاملات بازار تحت فشار بود. در اینجا از همکاران مجموعه افتخار حافظ بابت مدیریت خوبی که بر قیمت سهم اعمال کردند تشکر می‌کنم.

در کنار بازارگردانی، یک برنامه جدید ارتباط با سرمایه‌گذاران تدوین کرده‌ایم که شامل انتشار منظم گزارش‌های تحلیلی، ارائه NAV و ارزش‌گذاری پرتفوی، برگزاری نشست‌های آنلاین با تحلیلگران و تقویت کانال‌های اطلاع‌رسانی رسمی است. هدف این برنامه ایجاد رابطه پایدار و قابل اتکا با بازار سرمایه و کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی است؛ اقدامی که در آیین‌نامه‌های سازمان بورس نیز دائماً بر آن تأکید می‌شود.

*** پروژه‌های بادی آبان، خواف و خورشیدی چه نقشی در تغییر ترکیب پرتفوی شما دارند؟ آیا ونیرو قصد دارد سهم مشخصی برای انرژی‌های پاک در افق ۱۴۱۰ تعریف کند؟**

بله، حتماً چنین قصدی داریم. ما در مدت کوتاهی که از تغییر تیم مدیریتی گذشته است، مذاکرات جدی و البته اثرگذاری را برای انعقاد قرارداد ساختگاه‌های جدید انجام داده‌ایم و به ثمردهی این مذاکرات هم بسیار خوشبین هستیم. هدف قابل دستیابی ما در ۵ سال آینده ایجاد ۱۰۰۰ مگاوات نیروگاه تجدیدپذیر در اقصی نقاط کشور است. در این زمینه سرمایه‌گذاران خرد و متوسط در کنار صنایعی که قانوناً مکلف به انتقال بخشی از تقاضای برق خود به برق تجدیدپذیر یا ظرفیت اضافه شده‌اند، متقاضی سرمایه‌گذاری و مشارکت در پروژه‌های سرمایه‌گذاری نیرو بوده‌اند.

*** قراردادهای خرید تضمینی ساتبا از نظر نرخ، مدت و سازوکار تعدیل چه جذابیت‌هایی برای هلدینگ دارند؟ تجربه شما در تعامل با ساتبا برای توسعه تجدیدپذیر چه نقاط قوت و چالش‌هایی داشته است؟**

با توجه به راه‌اندازی تابلوی برق سبز و گواهی rec در بورس انرژی و فروش با نرخ بالاتر از نرخ‌های تضمینی تعهد شده توسط ساتبا فروش در بورس مزیت بیشتری نسبت به قراردادهای خرید تضمینی دارد. هر چند که در سال اخیر نرخ خرید تضمینی نیز به مقدار قابل توجهی افزایش داشته است.

*** مزیت رقابتی ونیرو در حوزه انرژی‌های تجدیدپذیر چیست؟ تجربه بهره‌برداری حرارتی؟ توان مالی؟ شبکه تأمین؟ یا قدرت هماهنگی با نهادهای تنظیم‌گر؟**

همه موارد فوق‌الذکر به علت سابقه طولانی در زمینه نیروگاه‌داری از مزایای هلدینگ سرمایه‌گذاری نیرو است به علاوه اینکه این شرکت عزم جدی در زمینه توسعه چشمگیر تولید برق تجدیدپذیر در سال‌های پیش رو دارد. همچنین تجربه و نیروی انسانی متخصص قابل توجه در گروه سرمایه‌گذاری نیرو که در راه‌اندازی نیروگاه‌های سیکل ترکیبی حضور داشته‌اند به عنوان یک مزیت مهم در مذاکره با تأمین‌کنندگان مالی و بانک‌ها می‌توانند مورد استفاده قرار گیرند.

*** مهم‌ترین KPIهای عملیاتی که شخصاً برای نیروگاه‌های تابان، خوی و آریان زنجان پیگیری می‌کنید چیست؟ روند سه سال اخیر این شاخص‌ها چگونه بوده است؟**

در گروه نیروگاهی ما سه دسته شاخص را برای نیروگاه‌های تابان، خوی و آریان زنجان به‌صورت مستمر رصد می‌کنم: قابلیت دسترسی و تولید، راندمان و مصرف سوخت، هزینه و پایداری عملیاتی. حالا اگر بخواهم به تفکیک نیروگاه‌ها و روند سه سال اخیر اشاره کنم: تابان برای ما نیروگاه «راندمان‌محور» است؛ یعنی تمرکز اصلی روی بهبود Heat Rate، کاهش مصرف ویژه سوخت و بالا نگه‌داشتن دسترسی در پیک‌های حساس شبکه است. خوی برای ما از منظر پایداری تولید و ریسک شبکه شمال‌غرب اهمیت راهبردی دارد و آریان زنجان علاوه بر تولید، برای ما یک «پلتفرم توسعه» است؛ یعنی در کنار KPIهای کلاسیک، شاخص‌های آمادگی برای توسعه ظرفیت و پروژه‌های بهبود نیز برای من مهم است.

می‌توانم بگویم روند سه سال اخیر در هر سه نیروگاه – با وجود تمام محدودیت‌های سوخت، تحریم و نوسانات اقتصادی – ترکیبی از افزایش دسترسی، کاهش نرخ ازکارافتادگی، بهبود راندمان و کنترل هزینه به ازای هر واحد تولید بوده است. تأکید ما این است که این بهبودها صرفاً حاصل «فشار به تولید» نبوده، بلکه نتیجه یک کار مهندسی‌شده روی نگهداری، بهره‌برداری و به‌روزرسانی تکنولوژی بوده است؛ چون معتقدیم در صنعت نیروگاهی، پایداری در KPIها مهم‌تر از جهش‌های مقطعی است.

*** چه برنامه‌هایی برای دیجیتالی‌سازی عملیات نیروگاهی (هوشمندسازی زنجیره تولید–مصرف، نگهداشت پیش‌بینانه، کاهش تلفات، بهینه‌سازی مصرف سوخت) در دستور کار دارید؟**

برنامه‌های هلدینگ برای دیجیتالی‌سازی عملیات نیروگاهی بر توسعه زیرساخت‌های داده‌محور و استقرار فناوری‌های هوشمند در زنجیره تولید تا مصرف انرژی متمرکز است. در گام نخست، ایجاد زیرساخت‌های دیجیتال یکپارچه برای مدیریت کلان گروه در دستور کار قرار دارد؛ به‌گونه‌ای که سیستم‌های برنامه‌ریزی منابع سازمانی (ERP)، داشبوردهای مدیریتی و سامانه‌های هوش تجاری (BI) به‌منظور پایش لحظه‌ای عملکرد مالی و عملیاتی هلدینگ پیاده‌سازی می‌شوند. هم‌زمان، جذب مدیران و کارشناسان متخصص در حوزه فناوری دیجیتال با هدف تقویت توان داخلی و هدایت پروژه‌های تحول دیجیتال انجام خواهد شد. در ادامه، کنترل‌های هوشمند در تمام زنجیره تولید تا مصرف برق اعمال می‌شود و پروژه‌های مرتبط با بهبود کیفیت شبکه و کاهش تلفات انرژی اجرا خواهد شد.

*** سیاست هلدینگ در خصوص نوسازی یا ارتقای واحدهای قدیمی چیست؟ در تصمیم «ارتقا یا احداث جدید»، چه مدل اقتصادی و فنی استفاده می‌شود؟**

در حال حاضر تمام تعمیرات اساسی و دوره‌ای انجام شده و هیچ یک از واحدهای نیروگاهی حرارتی شرکت سرمایه‌گذاری نیرو برنامه نوسازی و ارتقای واحدها قدیمی ندارند. برنامه‌های توسعه‌ای فعالیت‌ها به شرحی که در سوالات قبل مطرح شدند، در دست اقدام است.

*** در شرایطی که صنعت برق هم فرصت راهبردی دارد و هم ریسک تنظیم‌گری، پیام شما به سرمایه‌گذاران بلندمدت که می‌خواهند بر روی ونیرو به‌عنوان یک هلدینگ پایدار حساب کنند چیست؟**

سرمایه‌گذاری در صنعت برق، انتخابی راهبردی است. این صنعت نه‌تنها ستون فقرات توسعه اقتصادی و صنعتی کشور است، بلکه در دوره‌های گذار انرژی و رشد تقاضا، جایگاه ویژه‌ای در امنیت ملی و رفاه اجتماعی دارد.

همچنین فرصت‌های این حوزه به شرح زیر است:

- **تقاضای پایدار و رو به رشد:** برق کالایی استراتژیک با تقاضای همیشگی لذا برخلاف بسیاری از صنایع بازار مصرف آن تضمین‌شده است.
- **تنوع مدل‌های درآمدی:** از خرید تضمینی تا فروش در بورس انرژی و قراردادهای دوجانبه، امکان مدیریت ریسک و افزایش بازده را فراهم کرده است. همچنین ورود نقدینگی به دلیل سرمایه‌گذاری شرکت‌های مصرف کننده و بخش خصوصی بازار فروش برق را بیش از پیش جذاب نموده است.
- **هم‌افزایی در هلدینگ:** تجمیع نیروگاه‌های حرارتی، تجدیدپذیر و CHP در یک هلدینگ، مزیت مقیاس و تنوع سبد درآمدی ایجاد می‌کند. در نهایت نگاه بلندمدت در این صنعت، نه صرفاً یک سرمایه‌گذاری مالی، بلکه شراکت در امنیت انرژی کشور است و همراهی با نهادی که هم پایداری مالی و تنوع در محصول را در اولویت قرار داده است اطمینان لازم را به سرمایه‌گذار خواهد بخشید.

کارشناسان چالش‌های نهادهای مالی را در شرایط کنونی بررسی کردند

# صنعت کارگزاری اسیر مدل‌های سنتی

## ضرورت تغییر پارادایم



سهیلا نقی‌پور
مدیر معاملات برخط کارگزاری بانک صادرات

نهادهای مالی در ایران، از جمله کارگزاری‌ها، شرکت‌های سبدگردان، شرکت‌های تأمین سرمایه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سکوهای تأمین مالی، به عنوان ستون‌های اصلی بازار سرمایه عمل می‌کنند و نقش کلیدی در هدایت منابع به سمت تولید و رشد اقتصادی ایفا می‌کنند. با این حال، در شرایط پیچیده اقتصادی کشور، از تورم ساختاریافته تا تحریم‌های بین‌المللی و نوسانات ارزی، این نهادها با چالش‌های فراوانی روبه‌رو هستند که بقای‌شان را به خطر می‌اندازد. گزارش‌های اخیر نشان می‌دهد که بازار سرمایه ایران در سال‌های گذشته شاهد خروج گسترده نقدینگی و کاهش حجم معاملات بوده و این مسئله فشار سنگینی بر درآمدهای این نهادها وارد کرده است.

کارگزاری‌ها، به عنوان دروازه‌بانان بازار بورس، عمدتاً به یک منبع درآمدی وابسته‌اند؛ یعنی کارمزد معاملات، که بیش از ۹۰ درصد درآمدشان را تشکیل می‌دهد. در فصل‌های رکودی بازار، که نیمی از سال را در بر می‌گیرد، حجم معاملات به شدت افت می‌کند و کارگزاری‌ها با هزینه‌های بالای نیروی کار، زیرساخت‌های فناوری و رقابت شدید دست و پنجه نرم می‌کنند. علاوه بر این، تفاوت در کارمزدها میان مشتریان حقوقی و حقیقی، مسائل مالیاتی پیچیده و نبود سامانه‌های نظارتی پیشرفته برای مشتریان، تضاد منافع ایجاد کرده است. محدودیت‌های مداوم سازمان بورس، مانند حذف تدریجی فعالیت‌های درآمدی، توسعه را متوقف کرده و خروج نقدینگی را بیشتر تشدید کرده است. ضعف در زمینه‌هایی مانند معاملات خودکار، مدیریت ثروت و سیستم‌های معاملاتی آنلاین هوشمند نیز، این کارگزاری‌ها را از رقبای جهانی عقب نگه داشته و آن‌ها را در برابر تغییرات سریع بازار آسیب‌پذیر می‌کند.

این چالش‌ها در شرکت‌های سبدگردان و تأمین سرمایه نیز به شکل دیگری ظاهر می‌شود، اما ریشه‌شان در مسائل حقوقی و ساختاری است. سبدگردان‌ها با تضاد منافع میان سازمان بورس، سرمایه‌گذاران و کارگزاران مواجه‌اند؛ برای نمونه، تضمین پرداخت سود در صورت تحقق آن، یک تکلیف قانونی ایجاد کرده که در بازارهای نوسانی، ریسک بالایی به همراه دارد. شناخت عمومی از روش‌های سرمایه‌گذاری غیرمستقیم، مانند سبدگردانی، هنوز کم است و این مسئله سهم این نهادها از بازار کل سرمایه‌گذاری را پایین نگه داشته است. شرکت‌های تأمین سرمایه، که واسطه انتشار اوراق هستند، با مشکلات نقدینگی و تورم ساختاریافته دست به گریبانند و این عوامل، تأمین مالی پروژه‌ها را طولانی و پرهزینه می‌کند. فشار ابطال در صندوق‌های مرتبط و چالش‌های حقوقی در قراردادها نیز، توسعه این بخش را کند کرده و آن‌ها را در چرخه‌ای از ناپایداری نگه می‌دارد.

سکوهای تأمین مالی جمعی، که بر پایه مشارکت عمومی بنا شده‌اند، از تغییر سریع قوانین، ضعف در فرهنگ‌سازی و عدم آگاهی عمومی رنج می‌برند. ریسک‌های عملیاتی، مانند تأخیر در تأمین مالی پروژه‌ها و طولانی شدن دوره ساخت، همراه با چالش‌های همخوانی با نهادهای مالی سنتی، این سکوها را در حاشیه نگه داشته است. مدل‌های مبتنی بر سهام یا بدهی، با وجود نظارت فرابورس، همچنان با کارمزدهای پایین و عدم اعتماد عمومی دست و پنجه نرم می‌کنند و رشدشان را محدود می‌سازند.

برای بقا در آینده، این نهادها باید به سمت تنوع‌بخشی درآمدی و نوآوری گام بردارند. کارگزاری‌ها می‌توانند با سرمایه‌گذاری در فناوری‌های نوین مالی، مانند معاملات خودکار و سیستم‌های معاملاتی آنلاین هوشمند، هزینه‌ها را کاهش دهند و خدمات مدیریت ثروت را گسترش بخشند. ایجاد منابع درآمدی تازه، مانند مشاوره مالی و پلتفرم‌های آموزشی، وابستگی به کارمزد معاملات را کم می‌کند و آن‌ها را مقاوم‌تر می‌سازد. برای سبدگردان‌ها و تأمین سرمایه، اصلاح قوانین حقوقی، مانند انعطاف‌پذیر کردن تضمین سود و افزایش شفافیت، ضروری است. سازمان بورس می‌تواند با حمایت از استانداردهای جهانی، تعامل بین‌المللی را تقویت کند و مسائل مالیاتی را حل نماید، تا این نهادها بتوانند با اطمینان بیشتری عمل کنند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز باید بر مدیریت ریسک نقدینگی تمرکز کنند؛ مثلاً با ایجاد صندوق‌های مختلط پایدار و استفاده از ابزارهای پوشش ریسک برای مقابله با نوسانات. سکوهای تأمین مالی جمعی، با برگزاری کمپین‌های آموزشی و افزایش کارمزدها، اعتماد عمومی را جلب کنند و مشارکت را افزایش دهند. در مجموع، همه این نهادها باید به سمت دیجیتال‌سازی و ادغام با اکوسیستم مالی نوین حرکت کنند. سرمایه‌گذاری در آموزش سرمایه‌گذاران خرد و تحلیل داده‌های بزرگ، فرصت‌های پنهان را آشکار می‌سازد و مسیر رشد را هموار می‌کند. در افق ده‌ساله، بورس بلندمدت و طلا به عنوان پناهگاه در برابر تورم، گزینه‌های پرسودی خواهند بود، اما نهادهای مالی باید با جسارت و تحلیل دقیق، ریسک‌ها را مدیریت کنند تا از این پتانسیل بهره ببرند.

در نهایت، بقای نهادهای مالی ایران نه تنها به سیاست‌های کلان وابسته است، بلکه به ابتکارات داخلی و همکاری‌های هوشمندانه نیاز دارد. با غلبه بر چالش‌ها از طریق نوآوری و هم‌افزایی، این نهادها می‌توانند از بحران به فرصت تبدیل شوند و اقتصاد را به سمت رشد پایدار هدایت کنند. آینده‌ای که در آن، بازار سرمایه نه تنها دوام بیاورد، بلکه شکوفا شود و نقش محوری در تحولات اقتصادی ایفا کند.

## عبور از کارمزد



هدی توانایی
کارشناس بازار سرمایه

با توجه به سابقه کاری‌ام در کانون کارگزاران بورس، همیشه فرصت داشتم از نزدیک با مسائل، دغدغه‌ها و چالش‌های نهادهای مالی آشنا شوم. از شرکت‌های کارگزاری گرفته تا سبدگردان‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه، همه در سال‌های اخیر با مجموعه‌ای از فشارهای ساختاری مواجه بوده‌اند که عملاً مسیر توسعه و پایداری آن‌ها را دشوار کرده است. اگر بخواهم وضعیت امروز نهادهای مالی را خلاصه کنم، باید در ۴ محور اصلی از آن صحبت کنم: مدل درآمدی، وضعیت نیروی انسانی، محدودیت در توسعه بازار و فشارهای مقرراتی و هزینه‌های انطباق. بزرگ‌ترین مشکل نهادهای مالی، به‌ویژه کارگزاری‌ها، این است که ساختار درآمدی‌شان به‌شدت به کارمزد معاملات وابسته است. این یعنی هر بار که بازار سرمایه وارد رکود یا افت حجم می‌شود، درآمد شرکت‌ها به‌صورت مستقیم کاهش پیدا می‌کند.

در دنیا، کارگزاران سال‌هاست از این مدل عبور کرده‌اند. آن‌ها علاوه بر اجرای معاملات، به سمت ارائه خدمات مکمل مثل مشاوره مالی، مدیریت ثروت، تأمین مالی شرکت‌ها و ابزارهای نوین معاملاتی رفته‌اند. اما در ایران، قوانین، محدودیت مجوزها و حتی نگاه محافظه‌کارانه نهادهای ناظر، اجازه چنین تنوعی را نمی‌دهد. از طرف دیگر، رقابت ناسالم در بازار باعث شده شرکت‌ها برای جذب مشتری، کارمزدها را تا حد ممکن کاهش دهند. این تخفیف‌های افراطی عملاً حاشیه سود را از بین برده و فضا را برای سرمایه‌گذاری در فناوری یا جذب نیروی باکیفیت محدود کرده است. در چنین شرایطی، تنها تعداد محدودی از کارگزاری‌ها که توانسته‌اند همکاری استراتژیک با سبدگردان‌ها، فین‌تک‌ها یا شرکت‌های تأمین سرمایه داشته باشند، وضعیت پایدارتری پیدا کرده‌اند.

یکی دیگر از دغدغه‌های مهم همیشه نیروی انسانی بوده است. نیروی انسانی در نهادهای مالی در واقع قلب تپنده این صنعت است، اما متأسفانه در سال‌های اخیر با ترکیبی از فشار کاری زیاد، پیچیدگی مقررات و بی‌ثباتی درآمدی روبه‌رو بوده است.

از یک سو، سرعت رشد فناوری‌های مالی بسیار بالاست، اما بسیاری از کارکنان آموزش کافی برای مواجهه با آن را ندیده‌اند. از سوی دیگر، مسیر رشد شغلی مشخصی در اکثر نهادها وجود ندارد. نیروهای جوان و متخصص، به‌ویژه در حوزه‌های تحلیل داده، برنامه‌نویسی مالی یا معاملات الگوریتمی، وقتی چشم‌اندازی برای پیشرفت نمی‌بینند، یا به سمت صنایع دیگر می‌روند یا مهاجرت می‌کنند. به نظرم جدی‌ترین خطری که نهادهای مالی را تهدید می‌کند، همین از دست دادن سرمایه انسانی است. وقتی انگیزه و اشتیاق در تیم‌ها از بین برود، هیچ مدلی از درآمد یا فناوری نمی‌تواند آن خلأ را جبران کند.

چالش سوم به فضای کلی بازار مربوط می‌شود. واقعیت این است که ما هنوز در ایران بازار سرمایه‌ای نداریم که همه آحاد جامعه در آن فعال باشند. سهم سرمایه‌گذاران خرد پایین است، سواد مالی عمومی محدود است و بی‌اعتمادی نسبت به نهادهای مالی همچنان پابرجاست.

اکثر نهادهای مالی، با یک سقف نامرئی مواجه‌اند. بازار جدیدی وجود ندارد که به آن وارد شوند و ابزارهای مالی متنوعی هم در دسترس نیست. نبود بازارهای مشتقه واقعی، ابزارهای ارزی یا محصولات ساختار یافته، باعث شده که عملاً ظرفیت توسعه بازار محدود بماند.

معتقدم که اگر بخواهیم نهادهای مالی را رشد دهیم، باید فضای نوآوری و محصول‌سازی را باز کنیم. بدون ابزارهای جدید، رقابت به جای تمرکز بر کیفیت خدمات، به تخفیف کارمزد خلاصه می‌شود و این یعنی نابودی تدریجی ارزش افزوده.

نکته دیگری که نمی‌توان از آن چشم‌پوشی کرد، حجم بالای مقررات و هزینه‌های انطباق با آن‌هاست. شرکت‌های مالی ناچارند زمان و هزینه زیادی صرف تطبیق با دستورالعمل‌ها، سامانه‌های متعدد نظارتی و فرآیندهای کنترل داخلی کنند. در ظاهر، این موضوع برای شفافیت بازار ضروری است، اما در عمل، بسیاری از این فرآیندها دستی و تکراری هستند و بهره‌وری را پایین می‌آورند. در کشورهای دیگر، نهادهای ناظر با استفاده از فناوری‌های RegTech، بار اجرایی انطباق را کاهش داده‌اند. اما در ایران، شرکت‌ها باید نیروی انسانی و منابع زیادی صرف پر کردن فرم‌ها و پاسخ‌گویی به سامانه‌ها کنند. این وضعیت برای کارگزاری‌های کوچک، گاهی تا مرز غیراقتصادی شدن فعالیت پیش می‌رود.

با وجود همه این چالش‌ها، من نگاه ناامیدکننده‌ای به آینده ندارم. تجربه کار در صنعت کارگزاری به من نشان داده که اگر هم‌افزایی میان اعضای هر صنعت و گفت‌وگو با نهاد ناظر و نهاد قانون‌گذار ادامه پیدا کند، تغییر تدریجی امکان‌پذیر است. به باور من، مسیر آینده نهادهای مالی باید از کارمزدمحوری به سمت ارزش‌محوری تغییر کند. یعنی به جای تمرکز بر تعداد معاملات، باید تمرکز بر خلق تجربه و راه‌حل برای مشتریان باشد. کارگزاری‌ها می‌توانند به پلتفرم‌های جامع خدمات مالی تبدیل شوند؛ جایی که تحلیل، آموزش، مشاوره و معامله در یک محیط یکپارچه انجام شود. این تحول البته نیاز به تغییر نگاه در سطح سیاست‌گذار هم دارد. باید اجازه داد نهادهای مالی با همکاری متقابل، نه رقابت مخرب، رشد کنند. اگر چنین فضایی ایجاد شود، کل ساختار بازار سرمایه می‌تواند دوباره نقش فعال خود را در تأمین مالی اقتصاد ایفا کند.

## پایان عصر کارمزد



احسان محبی شوریابی
مدیر سرمایه‌گذاری تأمین سرمایه کاردان

در سال‌های اخیر، بازار سرمایه ایران تحت تأثیر شرایط تحریمی، تغییرات اقتصادی و تحولات فناوری، با چالش‌های ساختاری متعددی روبه‌رو شده است. در چنین شرایطی، پرسش اساسی این است که نهادهای مالی از جمله کارگزاران، سبدگردان‌ها و مشاوران سرمایه‌گذاری چگونه باید مسیر خود را برای بقا و رشد بازتعریف کنند؟ در این راستا باید عنوان کرد که تحولات جهانی نشان داده است که نهادهای مالی موفق دیگر صرفاً به‌عنوان واسطه‌های مالی فعالیت نمی‌کنند، بلکه به پلتفرم‌هایی تبدیل شده‌اند که بر داده، فناوری و تجربه مشتری تکیه دارند. در گذشته کارگزاری‌ها و سبدگردان‌ها از محل کارمزد معاملات یا مدیریت دارایی درآمد داشتند، اما امروز سودآوری آن‌ها به توانایی در «خلق ارزش افزوده» بستگی دارد.

برای مثال، کارگزاری‌های بین‌المللی در سال‌های اخیر، مدل سنتی خود را تغییر داده‌اند. کارگزاری‌هایی مانند چارلز شواب و اینتراکتیو بروکرز، کارمزد معاملات را حذف کردند، اما در مقابل از محل گردش وجوه نقد مشتریان، خدمات اعتباری، تحلیل داده‌ها و ارائه ابزارهای معاملاتی هوشمند درآمدهای جدیدی ایجاد کردند. این تغییر موجب شد نقش کارگزار از واسطه صرف، به شریک سرمایه‌گذار تبدیل شود. در حوزه مدیریت دارایی نیز شرکت‌های بزرگی مانند بلک‌راک و فیدلیتی تمرکز خود را از «مدیریت سرمایه» به «مدیریت ثروت» تغییر داده‌اند. این شرکت‌ها با استفاده از تحلیل داده و شناخت دقیق رفتار مشتریان، خدمات کاملاً شخصی‌سازی‌شده ارائه می‌کنند. در واقع، هر سرمایه‌گذار بر اساس سطح ریسک‌پذیری، اهداف مالی و شرایط زندگی خود، ترکیب بهینه‌ای از دارایی‌ها را دریافت می‌کند.

در ایران نیز نهادهای مالی باید مسیر مشابهی را طی کنند. زمان آن رسیده که مدل سنتی بر پایه کارمزد ثابت جای خود را به مدل‌های مبتنی بر ارزش‌آفرینی، تحلیل داده و تنوع خدمات بدهد. نهادهایی که بتوانند میان فناوری، دانش مالی و نیازهای واقعی سرمایه‌گذاران پیوند برقرار کنند، آینده بازار را در اختیار خواهند داشت.

موضوع مهم دیگر هزینه‌های نهادهای مالی است؛ کاهش هزینه اقدامی ضروری است، اما کافی نیست. اگر نهادهای مالی تنها به صرفه‌جویی بسنده کنند، در بهترین حالت بقای کوتاه‌مدت خواهند داشت، نه رشد پایدار. در شرایط فعلی باید نگاه را از «کاهش هزینه» به سمت «نوآوری درآمدی» تغییر داد.

در جهان، سه مسیر اصلی برای تحول درآمدی نهادهای مالی تجربه شده است. نخست، درآمدزایی از داده و تحلیل هوشمند. شرکت‌هایی مانند مورنینگ‌استار و اماس‌سی‌آی بخش عمده درآمد خود را از فروش داده‌های تحلیلی و شاخص‌های اختصاصی به دست می‌آورند. دوم، مدل‌های اشتراکی است؛ یعنی دریافت حق عضویت ماهانه در برابر ارائه تحلیل‌ها، آموزش‌ها و خدمات ویژه. این الگو در کارگزاری‌های مدرن و پلتفرم‌های سرمایه‌گذاری آنلاین رواج یافته و ثبات درآمدی قابل توجهی ایجاد کرده است. سوم، همکاری نهادهای مالی با شرکت‌های فناوری برای ارائه محصولات مشترک است؛ مانند همکاری گلدمن ساکس با شرکت اپل در انتشار کارت اعتباری هوشمند.

برای ایران، پیشنهاد من تمرکز بر مدل «سهم از بازده» است. در این مدل، نهاد مالی به‌جای دریافت کارمزد ثابت، بر اساس بازده واقعی ایجادشده برای سرمایه‌گذار پاداش می‌گیرد. این روش، منافع نهاد مالی و مشتری را هم‌راستا می‌کند و انگیزه برای عملکرد بهتر ایجاد می‌کند. اجرای نسخه بومی این مدل در قالب صندوق‌ها و سبدهای عملکردمحور می‌تواند صنعت مدیریت دارایی را دگرگون کند.

در کنار آن، باید از ظرفیت داده‌های بازار استفاده شود. نهادهایی که بتوانند داده‌ها را به تحلیل، شاخص و ابزار تصمیم‌سازی تبدیل کنند، نه‌تنها درآمد پایدار کسب می‌کنند بلکه به بازیگران اثرگذار بازار نیز تبدیل خواهند شد.

مورد مهم دیگر نقش مهم فناوری در دنیای امروز است؛ فناوری امروز دیگر ابزار جانبی نیست، بلکه زیربنای بقای نهادهای مالی است. در میان فناوری‌های نوین، هوش مصنوعی نقشی بی‌بدیل یافته است. در بازارهای پیشرفته، سیستم‌های هوشمند نه‌تنها برای تحلیل داده‌ها بلکه برای تصمیم‌سازی و مدیریت ریسک به‌کار می‌روند.

در ایران نیز هوش مصنوعی می‌تواند در زمینه‌های گوناگونی به کار گرفته شود؛ از تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران و تشخیص الگوهای غیرعادی گرفته تا ایجاد مشاوران خودکار سرمایه‌گذاری و سامانه‌های هوشمند مدیریت ریسک. هرچند زیرساخت داده در کشور هنوز کامل نیست، اما حرکت در این مسیر اجتناب‌ناپذیر است. آینده بازار سرمایه به نهادهایی تعلق دارد که بتوانند داده را به بینش و بینش را به تصمیم سودآور تبدیل کنند.

اما سوالی مهمی که مطرح می‌شود این است که آیا لازم است ابزارهای مالی جدید در بازار سرمایه معرفی شوند؟ در پاسخ باید عنوان داشت که در شرایط فعلی، تنوع ابزارهای مالی یکی از کلیدهای پویایی بازار است. در بازارهای بین‌المللی، ابزارهایی طراحی شده‌اند که به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهند در برابر نوسانات نرخ ارز، انرژی یا تورم از سرمایه خود محافظت کنند یا از فرصت‌های جدید سود ببرند. به عنوان نمونه، در بورس لندن اوراق مبتنی بر انرژی و کربن به‌صورت گسترده معامله می‌شود و در بورس دوبی، صندوق‌های ارزی به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهد از تغییرات نرخ ارز منتفع شوند.

در ایران نیز می‌توان مسیر مشابهی را در چارچوب مقررات موجود دنبال کرد. طراحی اوراق مبتنی بر دارایی‌های ارزی، صندوق‌های کالایی در حوزه انرژی، اوراق پوشش نوسان نرخ ارز و همچنین قراردادهای بیمه نوسان قیمت می‌تواند عمق و کارایی بازار را افزایش دهد. چنین ابزارهایی ضمن جذب سرمایه‌گذاران جدید، منابع قابل توجهی را از بازار غیررسمی به بازار رسمی منتقل می‌کنند.

همچنین با توسعه صندوق‌های پروژه و ابزارهای تأمین مالی زنجیره تأمین، می‌توان نیازهای بخش تولید را به‌طور مستقیم از طریق بازار سرمایه پاسخ داد. این اقدام، پیوند میان بازار مالی و اقتصاد واقعی را تقویت می‌کند و به رشد پایدار اقتصاد ملی کمک خواهد کرد.

### جمع‌بندی

بازار سرمایه ایران در آستانه یک دوره بازآفرینی است. نهادهایی که همچنان به مدل‌های قدیمی وابسته بمانند، به‌تدریج سهم خود را از دست خواهند داد. آینده متعلق به نهادهایی است که بتوانند بر سه پایه حرکت کنند.نخست، فناوری و تحلیل داده؛ دوم، مدل‌های درآمدی نو و مبتنی بر عملکرد؛ و سوم، نوآوری در ابزارهای مالی و همکاری با بخش واقعی اقتصاد.

تنها با چنین نگاهی می‌توان از شرایط تحریم و رکود عبور کرد و به سمت نظام مالی پویا، رقابتی و دانش‌بنیان گام برداشت.



## سبدهای سهام پیشنهادی هفته

### ۱ سبد پیشنهادی گروه خدمات بازار سرمایه پاسارگاد

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | دبالک | ۴,۹۰۳ | ۷,۵۰۰ | افق روشن بنیادی شرکت | ۱۰ |
| | سشرق | ۱۱,۷۷۰ | ۱۵,۰۰۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۱۰ |
| | ولراز | ۲,۷۶۰ | ۵,۰۰۰ | پیش بینی وقوع تحولات بنیادی شرکت | ۱۰ |
| | قرن | ۱۶,۳۹۰ | ۱۸,۰۰۰ | کمترین P/E فروارد در گروه شوینده | ۱۰ |
| بلند مدت | صندوق تکپاد | ۱۶,۶۵۴ | ۱۹,۰۰۰ | وضعیت مناسب سبد سرمایه‌گذاری | ۲۰ |
| | صندوق ریتون | ۱۲,۳۴۰ | ۱۵,۰۰۰ | سرمایه گذاری کم ریسک و پوشش تورم | ۲۰ |
| | صندوق پاسارگاد | ۱۳,۴۳۶ | ۱۵,۰۰۰ | کنترل ریسک و نقدینگی سبد | ۲۰ |

### ۲ سبد پیشنهادی شرکت سبدگردان داریوش

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | خودرو | ۶۰۴ | ۸۵۰ | برخورداری از p/eمناسب | ۱۰ |
| | ذوب | ۴۰۹ | ۴۸۰ | برخورداری از p/eمناسب | ۱۰ |
| | نارنج اهرم | ۲۰,۴۷۵ | ۲۳,۰۰۰ | برخورداری از p/eمناسب | ۱۰ |
| بلند مدت | بوعلی | ۴۸,۷۶۰ | ۸۱,۰۰۰ | برخورداری از p/eمناسب | ۲۰ |
| | صندوق درآمد ثابت | - | - | کنترل ریسک و نقدشوندگی | ۲۰ |
| | صندوق طلا | - | - | پوشش ریسک | ۳۰ |

### ۳ سبد پیشنهادی شرکت سبدگردان داریک پارس

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | پالایش | ۲۷۳,۵۴۰ | ۳۲۸,۲۸۰ | وضعیت مناسب پرتفوی | ۱۲ |
| | دارایکم | ۳۷۵,۷۸۰ | ۴۲۰,۰۰۰ | ارزندگی قیمت با توجه به افزایش NAV | ۱۲ |
| | خودرو | ۶۰۴ | ۶۶۰ | بهبود فروش و ساختار عملیاتی | ۱۲ |
| | وبملت | ۱,۳۶۳ | ۱,۴۶۰ | بهبود ساختار عملیاتی | ۱۲ |
| | خساپا | ۵۲۹ | ۵۸۰ | بهبود فروش و ساختار عملیاتی | ۱۲ |
| بلند مدت | فراز | ۲۷,۳۸۴ | - | بازدهی مناسب و کم ریسک | ۲۰ |
| | داریک | ۳۱,۸۷۲ | - | کاهش ریسک پرتفوی | ۲۰ |

### ۴ سبد پیشنهادی شرکت سبدگردان سرمایه و دانش

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | شیراز | ۴۲,۹۰۰ | ۴۸,۰۰۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۱۰ |
| | پالایش یکم | ۲۷۳,۵۴۰ | ۳۰۰,۰۰۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۱۰ |
| بلند مدت | صندوق درآمد ثابت | - | - | کنترل ریسک متنوع‌سازی | ۲۰ |
| | صندوق پشتوانه طلا | - | - | کنترل ریسک | ۳۰ |
| | صندوق مشترک افق | - | - | عملکرد تنوع سبد دارایی | ۳۰ |

---

**آموزش**

## حجم مبنا در بورس چیست؟

بـه حداقل تعداد سـهامی که بایـد در طول یک روز معاملاتی، معامله شود تا قیمت اصلی (پایانی) آن سهم قادر به نوسان مثبت یا منفی داشته باشد، «حجم مبنا» گفته می‌شود.

در واقع حجم مبنا با این هدف وارد بازار بورس شـد تا از رشد بی رویه یا سـقوط کاذب ارزش سهام در بازار جلوگیری کند و اطمینان و آرامش خاطر بیشـتری را برای فعالان بازار به ارمغان آورد.به طور کلی باید گفت یکی از عواملـی که می‌تواند موجب ایجاد روندهایی با شیب ملایم و به دور از هیجان شود؛ حجم مبناست.اگر حجم مبنا را از بورس حذف کنند قیمت‌ها می‌توانند با معامله شـدن تعداد محدودی از سهام تحت تاثیر قرار گرفته و غیر واقعی تغییر کند.

خوب اسـت بدانید که دو قانون حجـم مبنا و دامنه نوسـان به عنوان دو ابزار کنترلی و محدود کننده در کمتر کشورهایی استفاده می‌شـود که ایران از جمله آنان اسـت. در بازارهای مالی جهانی چیزی به عنوان دامنه نوسان و حجم مبنا وجود ندارد؛ زیرا معتقدند که نباید در بازار عوامل کنترلی و محدود کننده ای وجود داشته باشند و این صرفا عرضه و تقاضاست که باید بر روی روند قیمت تاثیرگذار باشد.

**معرفی کتاب**

## ارزش‌گذاری رمز ارزها



با ظهـور بیت‌کوین در سـال ۲۰۰۹، اولیـن جرقه بـرای بازتعریف پول، به کمک فناوری بلاکچیـن زده شـد. امـا در دل این تحول پرسرعت، یک پرسش مهم و بنیادی ذهن هر تحلیلگر، سرمایه‌گذار و سیاسـت‌گذار را درگیر کرده است: ارزش یک رمز ارز چقدر و چگونه می‌توان آن را محاسبه کرد؟

کتاب «ارزش‌گذاری رمز ارزها» نوشـته سید فرهنگ حسـینی و امیـر فدایی بـا هدف پرکـردن این خلأ گردآوری شده است. در آن تلاش شده تا با بهره‌گیری از منابع روز موسسـه CFA و روش‌هـا و تئوری‌های ارائه‌شـده در مقالات تحلیل‌های بنیادی بازار رمز ارز، و تجربه بازار، چارچوبی علمی، کاربردی و روزآمد برای ارزش‌گذاری رمز ارزها ارائه شود. ناشر کتاب نشر چالش بوده و مباحث آن از مفاهیم پایه‌ای مانند معرفی انواع دارایی‌های دیجیتال، ساختار فعالیت رمز ارزها، نمونه کاوی‌ها و مدل‌های ارزش‌گذاری تنزیل جریانات نقدی آتی (DCF) تا ارزش‌گذاری نسـبی برای رمز ارزها و پروژه‌های DeFi بررسی شده است.

معرفی صندوق‌های سرمایه‌گذاری تحت مدیریت شرکت تأمین سرمایه دماوند

# بازدهی «سپید دماوند» به ۳۲ درصد رسید

شرکت تأمین سرمایه دماوند نخستین تأمین سرمایه‌ای اسـت که با اخذ مجوز از شـورای عالی بـورس و اوراق بهادار از ابتدا به صورت سهامی عام به ثبت رسید و باقی سـهام آن نیز در بهمن‌ماه ۱۳۹۸ از طریق پذیره‌نویسی در فرابورس ایران به عموم عرضه شـد. دو مجموعه گروه مالی نماد غدیر و هلدینگ مالی و سـرمایه‌گذاری سینا در مجمـوع ۸۳ درصد از مالکیت شـرکت را در اختیار دارند و سهامداران اصلی شـرکت تأمین سرمایه دماوند هستند. در حال حاضر این شرکت مدیریت ۱۰ صندوق سرمایه‌گذاری دیگر را برعهده دارد؛ در ادامه ضمن معرفی این صندوق‌ها، مروری بر عملکرد آن‌ها خواهیم داشت.

### صندوق‌های با درآمد ثابت

چهار صنـدوق از ده صنـدوق این مجموعـه با هدف جذب مشـتریان ریسـک‌گریز، در گروه صندوق‌های با درآمد ثابت مشـغول به فعالیت هستند. صندوق سپید دماوند که از نوع صندوق‌های قابل معامله است با کسب ۳۲درصد بازدهـی در ۱۲ ماه اخیر، پربازده‌ترین بوده و دو صندوق نیلی دماوند و شـکوه اوج دماوند نیز، بیش از ۲۶ درصد بازدهی اسمی داشته‌اند. همچنین صندوق سـپید دماوند با خالص ارزش دارایی‌های بیش از ۱۲۶ هزار میلیارد ریالی، بزرگ‌ترین صندوق تأمین سـرمایه دماوند به شمار می‌رود.

### صندوق‌های سهامی

تأمین سـرمایه دماوند، سه صندوق سـهامی متنوع را برای خدمات‌دهی به مشتریان ریسک‌پذیر معرفی کرده است. صندوق سـهامی حفظ ارزش دماوند با اختصاص ۸۱ درصد از سبد دارایی خود به طبقه سهام ومشتقات آن در یک‌سال گذشته، حدود ۲۰ درصد بازدهی داشته است. صندوق بخشـی افق که به صورت اختصاصی بر سرمایه‌گذاری در گروه صنایع شیمیایی تمرکز دارد در سال گذشته حدود ۲۴ درصد بازدهی داشته و صندوق سهامی اوج دماوند نیز با اختصاص سهمی ۹۵ درصدی از سـبد دارایی خود به طبقه سهام و به خصوص صنایع «محصولات شـیمیایی»، «فلزات اساسی» و «بانک‌ها و مؤسسات اعتباری» بازدهی ۲۸ درصدی در ۱۲ ماه اخیر داشته است.

### سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری

صندوق مختلط با تضمین اصل سـرمایه گیتی دماوند با تمرکز بر سـرمایه‌گذاری بر طبقات مختلف دارایی و مشتقات آنها در یک‌سال اخیر حدود ۲۰ درصد بازدهی محقق سـاخته اسـت. از ویژگی‌های بارز این صندوق تضمین اصل دارایی سرمایه گذاران می‌باشد.

تأمیـن سـرمایه دماونـد در دی‌مـاه ۱۴۰۳، صندوق طلای قیراط را راه‌اندازی کرد. این صندوق با پوشـش ریسـک‌های سرقت و تقلب در طلا و معافیت از مالیات، گزینه خوبی برای سـرمایه‌گذاری در طلا است. با توجه به رشـد قیمت طلا، قیراط از ابتدای تأسـیس تاکنون، طی حـدود ۱۱ مـاه فعالیـت، ۱۳۰ درصـد بازدهی داشته است.

در جـدول مشـروح عملکرد صندوق‌هـای سـرمایه‌گذاری تحت مدیریت تأمین سـرمایه دماوند را مشاهده می‌کنید.

رسام
صفر تا صد صندوق‌های سرمایه‌گـذاری

**مشروح عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری تحت مدیریت شرکت تأمین سرمایه دماوند**

| نوع صندوق | نام صندوق | تأسیس | درصد دارایی در سهام | درصد دارایی در سپرده بانکی و وجه نقد | درصد دارایی در اوراق با درآمد ثابت | درصد دارایی در دارایی‌های دیگر | خالص ارزش دارایی (میلیارد ریال) | بازده ماه گذشته (درصد) | بازده یک‌سال گذشته (درصد) | بازده از ابتدای تأسیس تاکنون (درصد) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| بازارگردانی | اختصاصی بازارگردانی لاجورد دماوند | ۱۳۹۹/۱۲/۱۸ | ۸۹ | ۱ | ۱ | ۹ | ۵۴۴۴۰ | ۱/۳ | ۰/۳ | ۲۱ |
| درآمد ثابت قابل معامله | سپید دماوند | ۱۴۰۰/۰۱/۲۳ | ۱۴ | ۴۹ | ۳۶ | ۱ | ۱۲۵۹۳۵ | ۲/۴ | ۳۱/۶ | ۱۷۵ |
| سهامی قابل معامله | اوج دماوند | ۱۴۰۰/۰۸/۱۸ | ۹۵ | ۱ | ۲ | ۲ | ۳۰۵۹ | ۲/۳ | ۲۸ | ۱۳۸ |
| بخشی قابل معامله | افق | ۱۴۰۰/۱۲/۲۱ | ۹۲ | ۱ | ۵ | ۲ | ۲۴۰۰ | ۴ | ۲۴ | ۱۲۳ |
| درآمد ثابت | شکوه اوج دماوند | ۱۴۰۱/۰۵/۳۰ | ۵ | ۲۷ | ۶۷ | ۱ | ۵۵۹۷۹ | ۲/۱ | ۲۵/۶ | ۸۱ |
| درآمدثابت مختص اوراق دولتی | ندای ماندگار | ۱۴۰۱/۰۷/۰۹ | ۱ | ۳۲ | ۶۶ | ۱ | ۱۱۶۱۳ | ۲/۲ | ۲۶/۷ | ۷۳ |
| درامد ثابت قابل معامله نوع دوم | نیلی دماوند | ۱۴۰۱/۱۲/۲۳ | ۴ | ۲۷ | ۶۸ | ۱ | ۴۲۱۸۹ | ۲/۲ | ۲۵/۶ | ۶۹ |
| مختلط با تضمین اصل سرمایه | گیتی دماوند | ۱۴۰۲/۰۴/۳۱ | ۳۳ | ۹ | ۵۰ | ۸ | ۱۸۴۱۳ | ۲/۶ | ۲/۱۹ | ۸۴ |
| سهامی | حفظ ارزش دماوند | ۱۴۰۲/۰۷/۲۹ | ۸۱ | ۱ | ۱۶ | ۲ | ۲۱۰۹ | ۱/۷ | ۱۹/۴ | ۷۶ |
| طلا | قیراط | ۱۴۰۳/۱۰/۲۳ | ۰ | ۰ | ۰ | ۱۰۰ | ۱۷۲۹۵ | ۱۶/۵ | * | ۱۲۴ |

* با توجه به تاریخ تأسیس صندوق، بازدهی سالانه قابل محاسبه نیست.

**فرهنگ‌سازی**

## رابطه سواد مالی و سلامت روان دانش‌آموزان

سجاد یزدانی
کارشناس آکادمی هوش مالی

در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه سواد مالی بر سلامت روان با نقش میانجیگری اسـترس مالی و رفتار مالی در دانش‌آموزان دوره دوم متوسـطه شهر یزد»، ارتباط میان آموزش سـواد مالی به دانش‌آموزان و کاهش اسـترس مالـی و به دنبال آن، بهبود سلامت روان پرداخته شده است.

### یافته‌های پژوهش

- **بین سواد مالی و سلامت روان رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛** آموزش سـواد مالی به دانش‌آموزان، کمک می‌کند تصمیم‌های اشتباه کمتری در امور مالی بگیرند و ثبات مالی بیشـتری داشـته و در نتیجه با موقعیت‌های تنش‌زای کم‌تری مواجه شوند.
- **آموزش سـواد مالی در مدارس به بهبود رفتار مالی دانش‌آموزان منجر می‌شود؛** با افزایش سطح سواد و آگاهی مالی، درک دانش‌آموزان از رفتارهایی مانند برنامه‌ریزی در هزینه‌کرد و بودجه‌بندی و همچنین پس‌انداز کردن و ایجاد حاشـیه امن مالی افزایش می‌یابد.
- **بین سواد مالی و اسـترس مالی رابطه معکوس وجود دارد؛** با افزایش سواد مالی میزان استرس مالی کاهش می‌یابد. ناآگاهی مالی تنش‌های مالی را افزایش داده و سلامت روان را به خطر می‌اندازد.
- **سـواد مالی با اثرگذاری بر رفتار مالی سلامت روان دانش‌آموزان را بهبود می‌بخشد؛** رفتـار مالی بر رضایت‌مندی افراد از زندگی و احساس خوشبختی تأثیر می‌گذارد.
- **سواد مالی با کاهش میزان اسـترس مالی، سلامت روان دانش‌آموزان را بهبود می‌بخشد؛** خوشبختی یا کیفیت زندگی با سـلامت روحی و روانی ارتباط مستقیم و تنگاتنگی دارد.

پژوهشـگر در انتها توصیه می‌کند برنامه‌ریزان درسـی، سواد مالی را به عنوان یک درس مسـتقل یـا به صورت تلفیقی با دروس دیگر، در تمام پایه‌های تحصیلی بگنجانند.

آکادمی هوش مالی
نسخه طلایی زندگی

**سهام عدالت**

## زمان واریز سود سهام عدالت اعلام شد

به گفته رئیس اتحادیه سهام عدالت کشور، مرحله اول سود سهام عدالت ۱۴۰۴ - که مربوط به عملکرد مالی سال ۱۴۰۳ است - در روزهای پایانی آذرماه و پیش از شب یلدا واریز خواهد شد.

این سـود به طور خودکار به حساب سهامداران دارای شـماره شـبای بانکی صحیح و فعال واریز می‌شـود؛ کسانی که حساب بانکی یا شماره شبای خود را اصلاح نکرده باشـند، ممکن اسـت در ایـن مرحله موفق به دریافت سود نشوند.

چه کسـانی شـب یلدا سـود سـهام عدالت دریافت می‌کنند؟

افرادی که سـهام عدالتشان فعال است و شماره شبای بانکی‌شـان صحیح و ثبت‌شده اسـت، سود به صورت خودکار واریز می‌شود.

کسـانی که در مرحله قبل سود دریافت نکرده‌اند، باید وضعیت حسـاب و شماره شـبا را بررسی و در صورت لزوم اصلاح کنند.

همچنین وراث سـهامداران فوت‌شـده - بعد از احراز هویت و ثبت مدارک قانونی - در صورت احراز شرایط، می‌توانند سود مربوطه را دریافت کنند.

**کانال بورس**

## اوضاع بهم ریخته‌ای است و غیر قابل دوام

یکـی از موضوعاتی که خطای آشـکار در مناظرات نظری جناح‌های مختلف سیاسـی و اقتصادی کشور اسـت، متهم کردن یکدیگر به کمونیسـت بودن یا نئولیبرال بودن است.

واقعیت این اسـت که حکمرانی اقتصادی در ایران نه کمونیسـتی است نه نئولیبرالی ، اگر هر کدام از اینها بود مزایا و معایبی داشـتند هر کدام که مردم حداقل از مزایای آن بهره‌مند می‌شدند.

حکمرانی اقتصادی در ایران، سـرمایه داری رانتی - رفاقتی در جهت منافع یک دسـته الیگارش محدود است که معایب هر دو سیستم نئولیبرالی و کمونیستی را در خود دارد ولی منافع هیچکدام را ندارد.

مدلی که صرفا بدنبال خلق رانت برای آن گروه قلیل اسـت ، مثلا در بحث قیمت گذاری دسـتوری سوپر کمونیستی اسـت و در بازار مسکن که در لیبرالترین کشـورهای دنیا دولت برای مردم وارد عمل می‌شود رها و آزاد و فراتر از لیبرتارین. آن دسته قلیل هم هیچ تفاوتی بینشان نیست در اصلاح طلبی و اصولگرایی ، هم در اصلاح طلبان حضور دارند به شکلی بسیار قوی و هم در اصولگرایان.

@m_robatii

## سبدهای سهام پیشنهادی هفته

### ۵ سبد پیشنهادی شرکت سبدگردان پیشرفت و توسعه صبا

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | سرچشمه | ۴,۳۰۹ | ۵,۲۰۰ | وضعیت مناسب بنیادی سرمایه‌گذاری مناسب | ۱۰ |
| | وپست | ۸,۱۵۰ | ۱۱,۰۰۰ | بهبود عملکرد مالی شرایط بنیادی مناسب | ۱۰ |
| | فباهنر | ۷,۳۹۰ | ۹,۰۰۰ | افزایش سودآوری توسعه خط تولید | ۱۰ |
| بلند مدت | عیار | ۳۴۴,۱۳۴ | - | کنترل ریسک پرتفوی روند صعودی طلا جهانی | ۲۰ |
| | آرامش | ۱۵,۷۰۴ | - | سرمایه‌گذاری‌های مناسب کاهش ریسک پرتفوی | ۳۰ |
| | ثبهساز | ۲,۵۷۹ | ۳,۸۰۰ | دید مثبت به آینده صنعت، p/e مناسب سودآوری رو به رشد | ۲۰ |

### ۶ سبد پیشنهادی شرکت سبدگردان نوین نگر آسیا

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | طلا | ۸۸,۳۶۰ | ۹۸۰,۰۰۰ | پوشش ریسک | ۲۰ |
| | طلوع | ۶۱,۸۱۷ | ۶۹,۳۶۵ | پوشش ریسک | ۱۰ |
| | تیام | ۱۶,۸۸۲ | ۱۹,۵۶۰ | پرتفوی پرپتانسل | ۲۰ |
| بلند مدت | پناه | ۱۷,۳۹۰ | ۲۱,۶۰۷ | پرتفویی از بهترین سهم‌های بیمه‌ای | ۲۰ |
| | وتجارت | ۵۲۶ | ۶۸۰ | P/E مناسب | ۱۵ |
| | فباهنر | ۷,۳۵۰ | ۹,۷۰۰ | چشم انداز مس و سودسازی خوب | ۱۵ |

### ۷ سبد پیشنهادی شرکت سبدگردان ویستا

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | تاپیکو | ۱۸,۷۵۰ | ۲۰,۰۰۰ | پتانسیل سودآوری | ۱۵ |
| | شپدیس | ۳۵۹,۵۸۰ | ۴۰۰,۰۰۰ | پتانسیل سودآوری | ۱۰ |
| | کاسپین | ۱۱,۹۲۰ | ۱۳,۰۰۰ | عملکرد مطلوب | ۱۰ |
| | حسینا | ۱۱,۶۹۰ | ۱۳,۰۰۰ | محدوده تکنیکالی مناسب | ۱۰ |
| | فزر | ۹۷,۶۵۰ | ۱۲۰,۰۰۰ | محدوده تکنیکالی مناسب عملکرد مطلوب | ۲۰ |
| بلند مدت | زروان | ۲۴,۸۵۱ | - | کاهش ریسک پرتفوی | ۱۵ |
| | ثبات | ۲۹,۱۰۲ | - | کاهش ریسک پرتفوی | ۱۰ |

### ۸ سبد پیشنهادی شرکت سبدگردان آمیتیس

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | صندوق سهامی درخشان آمیتیس | | | ترکیب پرتفوی بهینه | ۱۰ |
| | صندوق مبتنی بر سپرده کالایی طلا | | | کاهش ریسک و جبران تورم | ۵۰ |
| بلند مدت | فملی | ۱۰,۵۹۰ | ۱۱,۵۰۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۸ |
| | دارا یکم | ۳۷۵,۷۸۰ | ۳۸۴,۰۰۰ | اختلاف با NAV و وضعیت مناسب صنعت | ۸ |
| | دلقما | ۳,۴۰۵ | ۳,۴۶۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۸ |
| | پالایش | ۲۷۳,۵۴۰ | ۲۷۸,۰۰۰ | وضعیت مناسب صنعت | ۸ |
| | کرماشا | ۲۷,۲۶۰ | ۳۱,۰۰۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۸ |

**توضیح و یادآوری**

خوانندگان محترم واقف باشند سبد پیشنهادی ارائه شده صرفا منعکس کننده نظر کارشناسان است و هیچ گونه توصیه یا سفارشی نسبت به خرید و فروش سهام نمی‌کند. بنابراین هرگونه خرید یا فروش براساس اطلاعات فوق برعهده خود افراد بوده و شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری و هفته‌نامه بورس هرگونه مسئولیتی نسبت به خسران یا سودآوری احتمالی را از خود سلب می‌کنند. همچنین به سهامداران توصیه می‌شود، افق دید سرمایه‌گذاری خود را بلندمدت قرار دهند.