رویداد

محدودیت نقدینگی پالایشگاه‌ها در مسیر اجرای پروژه‌ها

چهلمین میز صنعت سازمان بورس و اوراق بهادار با محوریت صنعت فرآورده‌های نفتی و پالایشگاهی برگزار شد. این نشست، پنجمین میز صنعت سازمان بورس با تمرکز بر صنعت پالایشگاهی بود که با حضور مدیران و معاونان سازمان بورس و مدیران شرکت‌های پالایشگاهی برگزار شد. در چهلمین میز صنعت سازمان بورس، پیشنهادهایی از جمله عرضه نفت خام به پالایشگاه‌ها و فروش فرآورده‌های پالایشگاهی در بورس، ایجاد ثبات در مقررات مرتبط با خرید نفت خام و فروش فرآورده‌ها، مدیریت نقدینگی و مطالبات پالایشگاه‌ها و تسهیل تامین مالی پروژه‌های توسعه‌ای مطرح و بررسی شد. در این میز صنعت بر ضرورت ایجاد ثبات در مقررات و طراحی سازوکارهای تشویقی برای تسریع اجرای پروژه‌های پالایشگاهی تاکید شد. میزهای صنعت سازمان بورس و اوراق بهادار با هدف ایجاد ارتباط مستقیم میان فعالان صنایع و بازار سرمایه، شناسایی و جمع‌بندی مسائل و دغدغه‌های صنایع و بررسی راهکارهای مرتبط با رفع این مسائل برگزار می‌شوند. در این نشست‌ها، علاوه بر بررسی گزارش‌ها و شاخص‌های عملکردی صنایع، مسائل و چالش‌های فعالان هر صنعت مطرح می‌شود تا موضوعات مرتبط از مسیرهای قانونی و در تعامل با نهادهای ذی‌ربط پیگیری شود. در چهلمین میز صنعت سازمان بورس نیز گزارشی از شاخص‌های عملکردی صنعت پالایشگاهی طی سال‌های اخیر ارایه شد و مدیران شرکت‌های فعال در این صنعت، مسائل و چالش‌های پیش روی فعالیت پالایشگاه‌ها را مطرح کردند. ولی‌الله جعفری، مدیر نظارت بر ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار نیز در این نشست حضور داشت و بر پیگیری مسائل مطرح‌شده در چارچوب وظایف و ظرفیت‌های سازمان بورس تاکید شد. یکی از محورهای اصلی مطرح‌شده در این نشست، ضرورت ایجاد ثبات در دستورالعمل‌ها و مقررات مرتبط با خرید نفت خام و فروش فرآورده‌های نفتی بود. فعالان صنعت پالایشگاهی بر این موضوع تاکید داشتند که مقررات مرتبط با این حوزه باید از ثبات و قابلیت پیش‌بینی بیشتری برخوردار باشد تا سهامداران و شرکت‌ها بتوانند فعالیت‌های خود را بر مبنای مولفه‌های اقتصادی مشخص و قابل پیش‌بینی برنامه‌ریزی کنند. در این نشست، تغییرپذیری برخی مقررات و دستورالعمل‌های مرتبط با فعالیت پالایشگاه‌ها به عنوان یکی از عوامل اثرگذار بر برنامه‌ریزی مالی و عملیاتی شرکت‌ها مطرح شد و بر ضرورت تعیین تکلیف چارچوب‌های اقتصادی حاکم بر خرید نفت خام و فروش فرآورده‌ها تاکید شد. بخش دیگری از مباحث مطرح‌شده به وضعیت نقدینگی پالایشگاه‌ها اختصاص داشت. با توجه به وجود مطالبات قابل توجه شرکت‌های پالایشی از دولت، هم‌زمانی تعهدات مالی و تکالیف مربوط به اجرای پروژه‌های توسعه‌ای با الزام به اختصاص بخشی از منابع مالی شرکت‌ها در حوزه‌های دیگر، از جمله موضوعات مورد توجه در این نشست بود. در این چارچوب، بر ضرورت هماهنگی میان الزامات مالی شرکت‌ها و برنامه‌های توسعه‌ای پالایشگاه‌ها تاکید شد تا منابع مالی مورد نیاز برای اجرای پروژه‌های مرتبط با توسعه و بهبود عملکرد پالایشگاه‌ها با محدودیت مواجه نشود. همچنین تعیین تکلیف برخی فرآورده‌ها و محصولات پالایشگاهی از جمله لوبکات و خوراک مورد استفاده در صنایع روغن‌سازی، از دیگر موضوعات مطرح‌شده در این نشست بود که از منظر آثار آن بر خروج نقدینگی شرکت‌ها و منابع قابل اختصاص به پروژه‌های توسعه‌ای مورد توجه قرار گرفت. در ادامه این مباحث، اجرای به‌موقع پروژه‌های توسعه‌ای به عنوان یکی از عوامل موثر بر ایجاد ارزش افزوده و ارتقای جایگاه پالایشگاه‌ها مورد تاکید قرار گرفت. بر این اساس، تسریع در تامین مالی پروژه‌ها می‌تواند زمینه اجرای برنامه‌های توسعه‌ای، افزایش بهره‌وری و حرکت پالایشگاه‌ها به سمت فعالیت‌های مدرن‌تر و با ارزش افزوده بالاتر را فراهم کند. بر همین اساس، پیشنهاد طراحی بسته‌های تشویقی مشخص برای حمایت از تامین مالی و اجرای به‌موقع پروژه‌های پالایشگاهی مطرح شد. هدف از این پیشنهاد، ایجاد چارچوبی برای همراهی سیاستگذار با برنامه‌های توسعه‌ای شرکت‌ها در یک دوره زمانی مشخص و فراهم کردن امکان برنامه‌ریزی بلندمدت برای اجرای پروژه‌ها عنوان شد. بر اساس مباحث مطرح‌شده، می‌توان بسته‌های تشویقی را به گونه‌ای طراحی کرد که در یک بازه زمانی دو تا سه ساله، مشوق‌های مشخصی در اختیار شرکت‌های پالایشگاهی قرار گیرد و در مقابل، شرکت‌ها نیز متعهد به اجرای پروژه‌های تعیین‌شده در زمان مقرر باشند. این سازوکار می‌تواند امکان ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و تحقق منافع مورد انتظار دولت را نیز فراهم کند. چهلمین میز صنعت سازمان بورس و اوراق بهادار با محوریت صنعت فرآورده‌های نفتی و پالایشگاهی، بر بررسی چالش‌های مقرراتی و مالی این صنعت و ضرورت ایجاد شرایط باثبات‌تر برای برنامه‌ریزی شرکت‌ها متمرکز بود. ثبات در مقررات خرید نفت خام و فروش فرآورده‌ها، تعیین تکلیف برخی الزامات مرتبط با منابع مالی، توجه به مطالبات شرکت‌ها از دولت و طراحی سازوکارهای تشویقی برای تامین مالی و اجرای پروژه‌های توسعه‌ای، از مهم‌ترین محورهای مطرح‌شده در این نشست بود.

ارزش معاملات بازار فیزیکی بورس‌های کالایی

گزارش مدیریت پژوهش سازمان بورس و اوراق بهادار از حجم و ارزش معاملات بازار فیزیکی در بورس‌های کالایی ایران نشان می‌دهد ارزش معاملات بازارهای فیزیکی بورس‌های کالایی با رشد ۱۰۳ درصدی از ۱،۰۳۱ همت در ۵ ماه نخست سال ۱۴۰۴ به ۲،۰۹۳ همت در ۵ ماه نخست امسال افزایش یافته است. در مرداد امسال، ارزش معاملات بازار فیزیکی بورس کالا، شامل کالاهای معدنی، کشاورزی، صنعتی، پتروشیمی و فرآورده‌های نفتی، بازار فرعی، بازار املاک و مستغلات و خودرو به ۴۳۵ همت رسید. داده‌های این گزارش نشان می‌دهد در دوره یادشده گروه کالاهای صنعتی با ۲۷۸ همت، بیشترین ارزش معاملات را در میان این گروه‌های کالایی به خود اختصاص داده، ارزش معاملات این گروه کالایی در تیر ۲۰۸ همت بوده است. بررسی عملکرد ۵ ماه نخست امسال نیز نشان می‌دهد، ارزش معاملات بازار فیزیکی با ۹۳ درصد رشد نسبت به دوره مشابه سال قبل به ۱،۷۲۴ همت افزایش یافته است. ارزش معاملات بازار فیزیکی بورس انرژی، شامل محصولات هیدروکربوری (نفت و گاز و سایر حامل‌های انرژی) و برق در مرداد امسال ۹۵ همت بوده است. بر اساس این گزارش، مجموع ارزش معاملات بازار فیزیکی بورس انرژی در ۵ ماه نخست امسال به ۳۶۹ همت رسید که در مقایسه با مدت مشابه سال قبل ۱۶۸ درصد افزایش را نشان می‌دهد.

«تعادل» فرمول جدید خوراک پالایشگاه‌ها را بررسی می کند

اثر فرمول جدید بر پالایشی‌ها

بازار سرمایه در آخرین روزهای تابستان در حالی همچنان با مجموعه‌ای از ابهامات سیاستگذاری و متغیرهای اثرگذار بر سودآوری شرکت‌ها مواجه است که انتشار خبر تغییر فرمول تخفیف خوراک پالایشگاه‌ها، توانسته روی گروه‌های پالایشی تاثیرگذار باشد. خبر افزایش تخفیف میعانات گازی که در تاریخ ۲۲ شهریورماه منتشر شد، از آن جهت اهمیت دارد که در صورت تصویب نهایی هیات وزیران، می‌تواند از یک سو بهای تمام‌شده خوراک برخی شرکت‌ها را کاهش دهد و از سوی دیگر، با تغییر تخفیف نفت خام، ساختار هزینه‌ای پالایشگاه‌های مختلف را تحت تاثیر قرار دهد. بر اساس اطلاعات منتشرشده، در فرمول جدید میزان تخفیف نفت خام سبک از ۵ دلار به ۲.۵ دلار و تخفیف نفت خام سنگین از ۶ دلار به ۴ دلار کاهش خواهد یافت. در مقابل، تخفیف میعانات گازی از حدود ۲ دلار به محدوده ۳ تا ۳.۱ دلار در هر بشکه افزایش پیدا می کند. البته یک نکته مهم در این میان وجود دارد؛ این فرمول هنوز به تصویب نهایی هیات وزیران نرسیده است و بنابراین ارقام مطرح‌شده را نمی‌توان نرخ قطعی خوراک شرکت‌ها تلقی کرد. با این حال، در صورت تصویب و ابلاغ، قرار است آثار آن از ۳۱ تیرماه به بعد محاسبه شود؛ موضوعی که اهمیت آن را برای صورت‌های مالی شرکت‌ها، به‌خصوص عملکرد فصل تابستان افزایش می‌دهد.

فرمول جدید خوراک چه تغییری ایجاد می کند؟

برای درک اثر این تصمیم باید توجه داشت که تغییر تخفیف خوراک برای همه پالایشگاه‌ها پیامد یکسانی ندارد. ساختار خوراک مصرفی شرکت‌ها متفاوت است و همین موضوع باعث می‌شود یک تغییر سیاستی واحد، برای برخی شرکت‌ها اثر مثبت و برای برخی دیگر اثر منفی یا خنثی داشته باشد. در مدل قبلی، پالایشگاه‌هایی که از میعانات گازی استفاده می کردند، تخفیف مشخصی را برای این خوراک دریافت می کردند. برای نمونه، مصرف‌کنندگان میعانات گازی از جمله پالایشگاه ستاره خلیج‌فارس حدود ۲.۱ دلار تخفیف به‌ازای هر بشکه دریافت می کردند. در فرمول جدید، این تخفیف حدود یک دلار افزایش پیدا کرده و به محدوده ۳ تا ۳.۱ دلار در هر بشکه خواهد رسید. اگر این تغییر به تصویب نهایی برسد، نخستین اثر آن کاهش بهای تمام‌شده خوراک برای شرکت‌های مصرف‌کننده میعانات گازی خواهد بود. کاهش هزینه خوراک نیز در شرایط ثابت‌بودن سایر متغیرها، می‌تواند حاشیه سود شرکت را افزایش دهد. در نقطه مقابل، پالایشگاه‌هایی که عمدتا نفت خام سبک یا سنگین را به عنوان خوراک دریافت می‌کنند، با کاهش تخفیف مواجه خواهند شد. در چنین شرایطی، هزینه خوراک آنها افزایش پیدا می کند و طبیعتا این موضوع می‌تواند بخشی از حاشیه سود آنها را تحت فشار قرار دهد.

کرک اسپرد متغیری که معادله را تغییر می‌دهد

سودآوری صنعت پالایش تنها به قیمت خوراک وابسته نیست. فاصله میان قیمت فرآورده‌های تولیدی و قیمت خوراک یا همان کرک اسپرد، یکی از مهم‌ترین متغیرهای تعیین‌کننده سود پالایشگاه‌هاست. در ماه‌های گذشته، کرک اسپرد برخی فرآورده‌ها در سطوح قابل توجهی قرار گرفته و در اطلاعات مطرح‌شده، محدوده ۳۰ دلار نیز برای آن مورد اشاره قرار گرفته است. چنین سطحی از کرک اسپرد می‌تواند بخشی از فشار ناشی از افزایش بهای خوراک را برای پالایشگاه‌های نفت خام جبران کند. به همین دلیل، بررسی اثر کاهش تخفیف نفت خام بدون در نظر گرفتن وضعیت بازار جهانی فرآورده‌ها می‌تواند تصویری ناقص از شرایط آینده پالایشگاه‌ها ارایه دهد. از سوی دیگر، نرخ ارز نیز متغیر تعیین‌کننده دیگری است. افزایش نرخ دلار در شرایطی که بخش مهمی از درآمدهای صنعت پالایش تحت تاثیر قیمت‌های جهانی و نرخ ارز قرار دارد، می‌تواند سود اسمی شرکت‌ها را افزایش دهد. در نتیجه، حتی اگر هزینه خوراک نیز رشد کند، باید اثر همزمان نرخ ارز، قیمت فرآورده‌ها و کرک اسپرد را در نظر گرفت.

سناریوهای مختلف سودآوری پالایشی‌ها

برای بررسی دقیق‌تر شرایط صنعت پالایش می‌توان سناریوهای مختلفی را در نظر گرفت. در سناریوهای مورد بررسی، کاهش ۳۰ و ۴۰ درصدی کرک اسپردها در کنار نرخ دلار ۱۷۰ و ۱۹۰ هزار تومانی لحاظ شده است. اهمیت این سناریوها از آن جهت است که نشان می‌دهد حتی در صورت کاهش قابل توجه کرک اسپرد، صنعت پالایش الزاما از محدوده ارزندگی خارج نمی‌شود. در سناریوی محافظه کارانه‌تر، فرض بر این است که کرک اسپردها ۴۰ درصد کاهش پیدا کنند. طبیعی است که چنین اتفاقی نسبت به وضعیت فعلی، سودآوری شرکت‌های پالایشی را کاهش دهد؛ اما مساله مهم این است که حتی در این شرایط نیز نسبت‌های ارزش‌گذاری شرکت‌ها در سطوح بالایی قرار نمی گیرند. به‌عبارت دیگر، کاهش سودآوری لزوما به معنای گران‌شدن سهام نیست. اگر قیمت سهام متناسب با کاهش سود تعدیل نشود، نسبت‌های ارزش‌گذاری افزایش پیدا می کنند، اما بر اساس سناریوهای مطرح‌شده، حتی با فرض افت قابل توجه کرک اسپرد، صنعت پالایش همچنان می‌تواند از منظر نسبت‌های ارزش‌گذاری در محدوده قابل اتکایی قرار داشته باشد. در سناریوی دیگر، نرخ دلار ۱۹۰ هزار تومان در نظر گرفته شده است. رشد نرخ ارز می‌تواند سود اسمی شرکت‌های پالایشی را افزایش دهد و در بسیاری از موارد باعث کاهش نسبت P/E شود؛ بنابراین نرخ ارز بالاتر می‌تواند بخشی از اثر منفی کاهش کرک اسپرد یا افزایش هزینه خوراک را خنثی کند. البته این مساله به معنای آن نیست که افزایش نرخ ارز به‌تنهایی تضمین‌کننده رشد سودآوری شرکت‌هاست، بلکه اثر واقعی آن باید در کنار نرخ خوراک، قیمت جهانی فرآورده‌ها، حجم تولید و فروش و سایر متغیرهای عملیاتی بررسی شود.

ستاره خلیج‌فارس یکی از مهم‌ترین برندگان احتمالی

در میان شرکت‌های مختلف، پالایشگاه ستاره خلیج‌فارس به دلیل ساختار خوراک مصرفی خود، جایگاه ویژه‌ای در این معادله دارد. این پالایشگاه بخش قابل توجهی از خوراک خود را از میعانات گازی تامین می‌کند و به همین دلیل، افزایش تخفیف میعانات گازی می‌تواند به‌صورت مستقیم هزینه خوراک آن را کاهش دهد. اهمیت این موضوع برای بازار سرمایه تنها به خود ستاره خلیج‌فارس محدود نمی‌شود. این شرکت در زنجیره مالکیتی خود با مجموعه‌هایی مانند تاپیکو و شستا ارتباط دارد و در نتیجه افزایش سودآوری آن می‌تواند آثار غیرمستقیمی نیز بر این هلدینگ‌ها داشته باشد. در واقع، در شرایطی که بازار به دنبال شناسایی شرکت‌های دارای ظرفیت رشد سودآوری است، افزایش تخفیف خوراک میعانات گازی می‌تواند ستاره خلیج‌فارس و سهامداران بالادستی آن را در کانون توجه قرار دهد.

نوری و بوعلی دیگر مصرف‌کنندگان میعانات گازی

اثر تغییر فرمول خوراک تنها به ستاره خلیج‌فارس محدود نمی‌شود. پتروشیمی نوری و پتروشیمی بوعلی نیز از جمله شرکت‌هایی هستند که از میعانات گازی به عنوان خوراک استفاده می کنند. بنابراین، افزایش تخفیف این خوراک می‌تواند بر بهای تمام‌شده و حاشیه سود این شرکت‌ها نیز اثرگذار باشد. البته نمی‌توان اثر این تغییر را برای همه شرکت‌ها یکسان در نظر گرفت، چرا که میزان مصرف خوراک، ترکیب تولید، قیمت فروش محصولات و شرایط عملیاتی هر شرکت متفاوت است. در نتیجه، برای برآورد دقیق اثر این مصوبه بر سود هر نماد، باید میزان مصرف خوراک و ساختار هزینه‌ای هر شرکت به‌صورت جداگانه بررسی شود.

پالایشگاه‌های نفت خام فشار هزینه‌ای در برابر کرک اسپرد

در طرف دیگر این معادله، پالایشگاه‌هایی قرار دارند که عمدتا نفت خام را به‌عنوان خوراک دریافت می کنند. طبق مدل قبلی، تخفیف نفت خام سنگین ۶ دلار و تخفیف نفت خام سبک ۵ دلار بود. اما در فرمول جدید، این تخفیف‌ها به ترتیب به ۴ دلار و ۲.۵ دلار کاهش پیدا می کنند. در نگاه نخست، کاهش تخفیف به معنای افزایش قیمت تمام‌شده خوراک و در نتیجه فشار بر حاشیه سود پالایشگاه‌هایی مانند بندرعباس، اصفهان، تهران، تبریز، شیراز و لاوان است. با این حال، نمی‌توان اثر این تصمیم را جدا از وضعیت کرک اسپردها ارزیابی کرد. اگر کرک اسپرد در سطوح بالا باقی بماند، افزایش هزینه خوراک می‌تواند تا حدی از محل رشد حاشیه سود پالایش جبران شود؛ بنابراین برای سهامداران این شرکت‌ها، روند کرک اسپرد در کنار فرمول جدید خوراک اهمیت بسیار زیادی خواهد داشت.

پالایشی‌ها در مسیر صعود

در مجموع، تغییر فرمول تخفیف خوراک پالایشگاه‌ها را نمی‌توان یک تصمیم یکسان برای کل صنعت پالایش دانست. افزایش تخفیف میعانات گازی، در صورت تصویب نهایی، یک محرک مثبت برای شرکت‌های مصرف‌کننده این خوراک خواهد بود و در این میان ستاره خلیج‌فارس می‌تواند یکی از اصلی‌ترین ذی‌نفعان باشد. این اثر همچنین می‌تواند از مسیر مالکیت، برای مجموعه‌هایی مانند تاپیکو و شستا نیز اهمیت پیدا کند. در مقابل، کاهش تخفیف نفت خام سبک و سنگین هزینه خوراک پالایشگاه‌های نفت خام محور را افزایش خواهد داد؛ اما میزان اثر منفی این تصمیم به‌شدت به وضعیت کرک اسپردها و نرخ ارز وابسته است. از سوی دیگر، بررسی سناریوهای مختلف با فرض کاهش ۳۰ و ۴۰ درصدی کرک اسپردها و نرخ دلار ۱۷۰ و ۱۹۰ هزار تومانی نشان می‌دهد که حتی در سناریوهای محافظه کارانه نیز صنعت پالایش الزاما از محدوده ارزندگی خارج نمی‌شود. نکته اساسی اینجاست که مصوبه جدید هنوز به تصویب نهایی هیات وزیران نرسیده است؛ بنابراین تا زمان ابلاغ رسمی، نمی‌توان میزان تخفیف‌ها و آثار مالی آن را قطعی دانست. اگر مصوبه با همین ساختار نهایی شود و اثر آن از ۳۱ تیرماه محاسبه شود، صورت‌های مالی فصل تابستان می‌تواند نخستین جایی باشد که آثار این تغییر در آن نمایان می‌شود. در چنین شرایطی، بازار احتمالا بیش از گذشته سراغ شرکت‌هایی خواهد رفت که از یک سو ساختار خوراک مناسب‌تری دارند و از سوی دیگر، در برابر نوسان کرک اسپرد و نرخ ارز از حاشیه سود بالاتری برخوردارند. به‌این ترتیب، صنعت پالایش در پایان شهریورماه همچنان یکی از گروه‌های قابل توجه بازار سرمایه است؛ گروهی که نه صرفا به دلیل تغییر فرمول خوراک، بلکه به واسطه ترکیب همزمان قیمت خوراک، کرک اسپرد، نرخ ارز و قیمت جهانی فرآورده‌ها می‌تواند در کانون توجه سرمایه‌گذاران باقی بماند.

بورس علیه حباب منفی

بازار سرمایه در هفته‌های اخیر شاهد پدیده‌ای نگران‌کننده در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری اهرمی بوده است. این صندوق‌ها که با هدف افزایش بازدهی از طریق مکانیسم اهرم مالی طراحی شده‌اند، در دوره‌های اخیر با حباب منفی عمیقی دست‌وپنجه نرم می کنند. قیمت این صندوق‌ها در تابلوهای معاملاتی، به شکل معناداری زیر ارزش خالص دارایی‌ها مبادله می‌شود و حباب منفی عمیقی در ساختار قیمتی آنها شکل گرفته است. پدیده‌ای که به گواه ارقام، نه یک رخداد زودگذر بلکه یک اختلال پایدار و ساختاری محسوب می‌شود. بر اساس گزارش صدای بورس، سازمان بورس نیز به‌تازگی با ارسال نامه‌ای رسمی به مدیران این صندوق‌ها، آنها را ملزم به کاهش این شکاف قیمتی کرده است. اما پرسش اصلی این است که آیا راهکار پیشنهادی و اقدام در دستور کار، یعنی خرید و ابطال واحدها، درمان درست این بیماری ساختاری است؟

تشریح وضعیت؛ عمق حباب منفی در آینه آمار

برای درک ابعاد واقعی این پدیده، مرور ارقام کنونی بازار ضروری است. طبق آمار آخرین وضعیت معاملاتی، صندوق‌های اهرمی با شکاف قیمتی بین ۸ تا ۲۱ درصد نسبت به NAV مواجهند؛ شکافی که در برخی نمادها ابعادی بحرانی یافته است. آخرین وضعیت تقریبی صندوق‌های اهرمی به شرح جدول است. آنچه در این جدول بیش از هر چیز جلب توجه می کند، وجود حباب منفی در تمامی صندوق‌های مورد بررسی است. صندوق «اهرم» با حباب منفی ۲۱ درصدی و صندوق «جهش» نیز با همین میزان، بیشترین شکاف را نسبت به NAV خود دارند. صندوق «پیشران» کمترین میزان حباب منفی را با ۸ درصد تجربه کرده است. نکته قابل توجه دیگر، ارزش دارایی‌های این صندوق‌هاست. صندوق «اهرم» با ۳۳،۳۹۵.۷ میلیارد تومان، بیشترین ارزش دارایی را در میان این گروه داراست و صندوق «پیشران» با ۱،۹۷۲.۴ میلیارد تومان، کمترین ارزش را دارد. باوجود این تفاوت‌ها در حجم دارایی‌ها، پدیده حباب منفی در همه آنها مشهود است. در بخش بازدهی یکساله نیز شاهد ارقام متفاوتی هستیم. صندوق «دوایکس» با بازدهی ۳۰۴.۳۴ درصدی، بالاترین بازدهی را کسب کرده است، در حالی که صندوق «اهرم» با بازدهی ۱۴۳.۱ درصدی، کمترین بازدهی را در این دوره داشته است. باوجود این تفاوت‌ها در بازدهی، عموم صندوق‌ها بازدهی مثبت قابل توجهی را در یک سال گذشته تجربه کرده‌اند که این موضوع، وجود حباب منفی را تامل‌برانگیزتر می کند، چرا که انتظار می‌رود در صورت رشد ارزش دارایی‌ها، قیمت صندوق نیز به آن نزدیک شود. این جدول نشان می‌دهد که حباب منفی، پدیده‌ای فراگیر در میان صندوق‌های اهرمی است و ابعاد مختلفی از منفی ۲۱ درصد تا منفی ۸ درصد را در بر می‌گیرد. این وضعیت، نه تنها نشان‌دهنده چالش‌های قیمت‌گذاری در بازار است، بلکه ضرورت بررسی علل ریشه‌ای و یافتن راهکارهای موثر را برجسته می‌سازد.

ورود سازمان بورس و واکنش مدیران صندوق‌ها

با تشدید شکاف قیمتی و گسترش نگرانی میان سرمایه‌گذاران، سازمان بورس و اوراق بهادار وارد عمل شد و طی نامه‌ای رسمی به مدیران صندوق‌های اهرمی، آنها را ملزم به کاهش حباب منفی کرد. در این نامه به‌صراحت تهدید شده که در صورت عدم اقدام موثر مدیران، کارمزدهای این صندوق‌ها بازنگری خواهد شد و درخواست‌های افزایش ظرفیت آنها در کمیته‌های تخصصی بررسی نخواهد شد. این موضع رگولاتور نشان می‌دهد که موضوع حباب منفی، دیگر یک مساله صنفی و اختصاصی برای مدیران صندوق‌ها تلقی نمی‌شود و به اولویت نظارتی بازار بدل شده است. در واکنش به این نامه، مدیران صندوق‌های اهرمی به راهکار مشترکی اشاره کردند: خرید و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری. امیر ندیری، مدیر صندوق اهرمی نارنج در گفت‌وگویی با اطلاعات بورس در تشریح این سازوکار گفت که صندوق‌ها به احتمال زیاد برای تعدیل وضعیت و کاهش شکاف قیمتی، فرآیند خرید واحدها از بازار با قیمت‌های حبابی و سپس ابطال آنها را آغاز خواهند کرد. منطق این اقدام آن است که با خارج کردن عرضه از تابلو و کاستن از حجم واحدهای در گردش، فشار فروش کاهش‌یافته و قیمت معاملاتی به سمت NAV حرکت کند. البته این راهکار نیز هزینه‌بردار است و به گفته برخی فعالان بازار، اجرای آن نیازمند تصمیم‌گیری مشترک همه مدیران صندوق‌هاست، چرا که اقدام تک‌به‌تک و پراکنده، اثر چندانی بر تعادل کل این دسته از ابزارها نخواهد داشت.

دامنه دیدگاه‌های کارشناسی درباره علل حباب

در پیگیری اطلاعات بورس از مدیران صندوق‌ها و کارشناسان بازار سرمایه، مجموعه‌ای از تحلیل‌ها درباره ریشه‌های این پدیده ارایه شد:

صادق توکلی (مدیرعامل سبدگردان انتخاب اول): نااطمینانی به آینده بازار و ضعف در بازارگردانی، دو عامل اصلی بروز این پدیده است.

مسعود مهدیان (کارشناس بازار سرمایه): محدودیت دامنه نوسان مانع از انعکاس کامل رشد NAV در قیمت شده و ضعف مدیریت صندوق‌ها نیز تشدیدکننده است.

محمدرضا بیک‌زاده (مدیر سرمایه‌گذاری سبدگردان فارابی): اختلال ساختاری در نوسان و فقدان بازارگردان موثر، به شکل‌گیری این حباب انجامیده است.

پیمان شوریابی (کارشناس بازار سرمایه): ریسک‌های ژئوپلیتیک و بیم از کاهش نقدشوندگی، عامل لحاظ‌شدن ریسک پرمیوم ۲۰ درصدی در قیمت‌گذاری است.

نوید سالک (کارشناس بازار سرمایه): ناهماهنگی میان رشد ارزش دارایی‌ها و قیمت تابلو به دلیل محدودیت دامنه نوسان، علت اصلی است.

علی بهشتی‌روی (کارشناس بازار سرمایه): ضعف بازارگردانی و رقابت با سود بدون ریسک، ریشه ماجراست؛ نه احساسات بازار. اندازه صندوق‌ها باید متناسب شود.

حسین طلایی (کارشناس سرمایه‌گذاری سبدگردان آبان): حباب منفی برای سرمایه‌گذار فرصت است، اما برای ساختار بازار علامت هشدار؛ اصلاح بازارگردانی و آربیتراژ ضروری است.

محمد غلامحسینی (کارشناس بازار سرمایه): کنترل بازارگردان برای جلوگیری از قیمت‌گیری مازاد بر ارزش ذاتی دلیل حباب است؛ کاهش ریسک‌ها و افزایش دامنه نوسان آن را کم می کند.

سهیلا نقی‌پور (کارشناس بازار سرمایه): حباب منفی همزمان فرصت ارزندگی برای معامله‌گران صبور و هشداری برای سیاستگذاران است.

سروش گرامی (مدیر دارایی سبدگردان دینا): مهم‌ترین علت، عدم تناسب حجم سرمایه جذب‌شده صندوق‌ها با پول ریسک‌پذیر بازار است؛ اندازه صندوق‌ها باید با ابطال واحدها کوچک شود.

نکته جالب توجه آن است که اگرچه کارشناسان در تشخیص عامل غالب اختلاف نظر دارند، اما در یک نقطه هم‌نظرند: مشکل جاری، یک اختلال ساختاری در کارایی بازار است و با سازوکارهای عادی عرضه و تقاضا حل نخواهد شد.

پرسش اساسی؛ آیا ابطال واحدها درمان درست است؟

اکنون با ورود رگولاتور به ماجرا، یک پرسش اساسی پیش می‌آید: آیا راهکار ابطال واحدها که به پیشنهاد سازمان بورس در دستور کار صندوق‌ها قرار گرفته، اقدامی درست و اثربخش است؟ استدلال موافقان روشن است، وقتی قیمت تابلو به دلیل فشار عرضه زیر NAV است، صندوق می‌تواند با خرید واحدها از بازار و ابطال آنها، هم به NAV سهامداران فعلی اضافه کند و هم با کاهش تعداد واحدهای در گردش، تعادل عرضه و تقاضا را بازگرداند. این سازوکار در ادبیات جهانی صندوق‌های ETF نیز به عنوان مکانیسم اصلاح حباب شناخته می‌شود. اما منتقدان، نکات مهمی را مطرح می کنند. نخست آنکه خرید واحدها با قیمت‌های حبابی و ابطال آنها، عملا به معنای فروش دارایی‌های صندوق و کوچک‌سازی آن است؛ اقدامی که در صورت و ابطال آنها، عملا به معنای فروش دارایی‌های صندوق و کوچک‌سازی آن است؛ اقدامی که در صورت تعمیم به همه صندوق‌ها، ضعف سازوکار بازارگردانی، محدودیت دامنه نوسان و عدم تناسب اندازه صندوق‌ها با پول ریسک‌پذیر بازار را حل نمی کند و پس از هر بار ابطال، امکان بازگشت حباب وجود دارد. سوم، هزینه این اقدام مستقیما به صورت کاهش AUM و کارمزد مدیریت بر دوش مدیران صندوق‌هاست و انگیزه آنها برای اجرای کامل و سریع آن، محل تردید است. به این ترتیب، پاسخ به پرسش اساسی احتمالا این است: ابطال واحدها یک درمان مسکن‌دار است و می‌تواند شکاف قیمتی فعلی را تعدیل کند، اما به‌شرط آنکه در کنار آن، اصلاحات ساختاری مانند توسعه بازارگردانی، بازنگری در دامنه نوسان و پیشگیری از رشد بی‌رویه اندازه صندوق‌ها نیز انجام نشود، حباب منفی صرفا از یک دوره به دوره دیگر منتقل خواهد شد. بازار سرمایه ایران در هفته‌های آینده، عملکرد صندوق‌ها را در این مسیر زیر نظر خواهد داشت و کیفیت اجرای این راهکار، معیار سنجش درستی تصمیم رگولاتور خواهد بود.

اخبار

مجوز پذیره‌نویسی نخستین صندوق ارزی صادر شد

مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار، مجوز پذیره‌نویسی صندوق ارزی مانا ملت را صادر کرد. این نخستین صندوق سرمایه‌گذاری در دارایی‌های با درآمد ثابت ارزی است که در بازار سرمایه ایران فعال می‌شود. مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار در نامه‌ای به شرکت تامین سرمایه بانک ملت، از صدور مجوز پذیره‌نویسی صندوق سرمایه‌گذاری «ارزی مانا ملت» خبر داد. طبق اعلام مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان بورس، پذیره‌نویسی نخستین صندوق سرمایه‌گذاری ارزی کشور از روز چهارشنبه ۲۵ شهریور ۱۴۰۵ آغاز می‌شود. مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان بورس در این نامه تاکید کرده زمان شروع و پایان پذیره‌نویسی و همچنین تاریخ تمدید احتمالی آن، با اطلاع قبلی به سازمان بورس و اوراق بهادار، در بازه زمانی یک ماه از تاریخ نامه خواهد بود. همچنین اعلام شده، هر گونه فعالیت برای جمع‌آوری منابع صندوق و تبلیغات احتمالی نباید مغایر با مفاد اساسنامه، امیدنامه و قوانین و مقررات مرتبط باشد و نباید اطلاعات گمراه‌کننده‌ای به سرمایه‌گذاران ارایه شود. بر اساس این مجوز، وجوه حاصل از پذیره‌نویسی صرفا باید به حساب‌هایی واریز شود که قبلا تاییدیه بانک در خصوص عدم برداشت منابع از حساب تا زمان صدور مجوز فعالیت، به سازمان بورس و اوراق بهادار ارایه شده باشد. همچنین حداقل و حداکثر میزان مشارکت مدیر، موسسین و سرمایه‌گذاران در فرآیند پذیره‌نویسی باید مطابق اساسنامه صندوق رعایت شود. در ادامه نامه آمده است که برای دریافت مجوز فعالیت، گزارش پذیره‌نویسی و چک‌لیست دریافت مجوز فعالیت باید توسط مدیر صندوق تکمیل و به همراه نامه بانک مبنی بر تأیید مانده حساب صندوق سرمایه‌گذاری در تاریخ پایان پذیره‌نویسی، به سازمان بورس و اوراق بهادار ارسال شود. همچنین صورت جلسه مجمع موسس صندوق سرمایه‌گذاری باید در سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران (کدال) بارگذاری شود. بر اساس مجوز صادرشده، ۹۹۰ هزار واحد سرمایه‌گذاری عادی صندوق ارزی مانا ملت در دوره پذیره‌نویسی قابل عرضه خواهد بود. متقاضیان برای مشارکت در پذیره‌نویسی باید دست‌کم ۱۰ واحد سرمایه‌گذاری از این صندوق را پذیره‌نویسی کنند. ارزش هر واحد سرمایه‌گذاری نخستین صندوق ارزی ۱۰ دلار امریکا تعیین شده است. برای مشارکت در پذیره‌نویسی، متقاضیان باید دارای حساب ارزی دلاری فعال نزد بانک ملت باشند یا نسبت به افتتاح حساب ارزی دلاری نزد این بانک اقدام کنند. پذیره‌نویسی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق ارزی مانا ملت از طریق شعب منتخب ارزی بانک ملت انجام خواهد شد.

عرضه‌های اولیه امسال هجده‌تایی می‌شود

شرکت پگاه زنجان هم به عنوان هجدهمین شرکت تازه‌وارد از طریق بورس، چهارشنبه هفته جاری وارد بازار سرمایه می‌شود. بر اساس این گزارش، مقرر شده ۱۷۳ میلیون و ۱۹۱ هزار و ۴۰۰ سهم معادل ۱۰ درصد سهام «غزنجان» به روش ثبت سفارش به عموم مردم واگذار شود. دامنه قیمت هر سهم بین ۶۱۴۴ تا ۶۹۲۸ ریال و سهمیه هر سهامدار حقیقی و حقوقی هم ۶۰۰ سهم تعیین شده که احتمال دارد در صورت استقبال از آمار سهمیه کاسته شود. بنابراین در حالت اولیه، حداکثر نقدینگی مورد نیاز حدود ۴۱۶ هزار تومان خواهد بود. طی سال جاری سهام ۱۷ شرکت شیفته آرای شرق، کولان سل، رهیاب پیام گستران، توسعه مالی فیروزه، پاریز شرق، تادیکو، کشت و صنعت هلال، زرین ذرت شاهرود، رینگ اسپرت نور نی ریز، احیا استیل فولاد بافت، آکوباتری ایرانیان، نیروی برق سبز منجیل، سیمان تجارت مهریز، گروه پتروشیمی تابان فردا، فنرسازی زر گلپایگان، زیست اروند فارمد و دامپروری و لبنی رضوی عرضه اولیه شده و پگاه زنجان هجدهمین سهم جدید سال به شمار می‌رود.

عرضه سهام ذوب نقره در فرابورس

در روزهایی که فلز زرد به یکی از دارایی‌های مهم دنیا تبدیل شده و بسیاری از بانک‌های مرکزی جهان نسبت به خرید شمش طلا برای ذخیره‌سازی اقدام می کنند، نقره نیز به عنوان دیگر فلز گرانبهای جهانی، خواهان زیادی پیدا کرده و به یکی از دارایی‌های مهم نه تنها در میان مردم ایران، بلکه در دنیا تبدیل شده است. افزایش سنگین معاملات گواهی سپرده نقره در بورس کالای ایران و همچنین رشد تعداد صندوق‌های نقره از ۴ صندوق به ۱۵ صندوق در سه ماه اخیر که با مجوز سازمان بورس نسبت به پذیره‌نویسی و عرضه واحدهای سرمایه‌گذاری مبتنی بر نقره اقدام می کنند، نشان می‌دهد آینده نقره همانند طلا، درخشان است و یکی از دارایی‌های سرمایه‌ای محسوب خواهد شد. در حال حاضر ۹ صندوق نقره در روز کالا اقدام به معاملات ثانویه واحدهای سرمایه‌گذاری می کنند. اسفند ماه سال گذشته نیز آیین نامه معاملات بر خط طلا و نقره در هیات وزیران مصوب شد و علاوه بر تایید صدور مجوز لتفرم‌های طلا برای انجام معاملات آنلاین و برخط، کسب و کارهای مذکور می‌توانند معاملات بر خط نقره نیز انجام دهند. در حال حاضر قیمت هر اونس جهانی نقره ۶۴.۴۶ دلار و ارزش کل دارایی‌های ۹ صندوق نقره فعال در بورس کالا تاکنون ۴۴.۳۸ همت است. از ۸ اردیبهشت امسال که معاملات صندوق‌های نقره در بازار سرمایه بازگشایی شد، بیشترین ارزش معاملات روزانه این صندوق‌ها به ۲۲ اردیبهشت ماه با ۶.۵ همت و کمترین ارزش معاملات روزانه صندوق‌های نقره به ۲۴ مرداد امسال با ۱۹۷ میلیارد تومان اختصاص داشت. همچنین آخرین قیمت هر شمش یک کیلویی نقره در معاملات گواهی سپرده شمش نقره در بورس کالا به ۵۰۵ میلیون تومان می‌رسد. شیوا یوسف‌نژاد مدیرعامل یک شرکت تولید شمش نقره و برخی دیگر از فلزات معدنی (ذوب گران) که قرار است برای نخستین بار سهام آن به زودی در گروه فلزات اساسی با نماد فنقره در فرابورس عرضه شود، در نشست معارفه این شرکت اظهار کرد: این شرکت در سال ۱۳۸۸ با هدف بهره‌برداری از معادن روی و سرب تاسیس شده و سرمایه آن ۵۰۰ میلیارد تومان است. این شرکت با تولید محصولاتی از جمله شمش سرب خالص، شمش کارگاهی و شمش آلیاژی آنتیموان‌دار، فعالیت خود را در صنایع معدنی توسعه داده و تولیدات آن از کیفیت و توانایی رقابت در بازارهای بین‌المللی برخوردار است. محصولات عمده‌ای که تولید می کنیم شامل شمش سرب، شمش نقره، اکسید سرب و گرانول نقره می‌شود.