هوالحکیم

صندوق حمایت و بازنشستگی آینده ساز

سند پشتیبان بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری صندوق

مؤلفین:

۱- آقای علی باقری مدیر مطالعات اقتصادی و بیمه‌ای

۲- آقای دکتر حامد عزیزی کارشناس مسئول سرمایه‌گذاری

۳- آقای سهند حقیقت کارشناس سرمایه‌گذاری

سرپرست مؤلفین و ناظر فنی طرح:

۱- آقای مهندس غلامرضا مقیمی معاون برنامه‌ریزی راهبردی و اقتصادی

پاییز ۱۴۰۵

فهرست مطالب

فصل	عناوین	صفحه
اول	کلیات	۳
دوم	ارکان جهت‌ساز صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز	۴
سوم	تحلیل وضعیت موجود شرکت‌های زیر مجموعه صندوق آینده‌ساز (تحلیل سبد سرمایه‌گذاری موجود)	۷
چهارم	استراتژی های پورتفوی (سبد بهینه) صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز	۱۵
	۱- محاسبه بازدهی و ریسک و پیشنهاد سبد سرمایه‌گذاری در بازار طلا، ارز، املاک و بورس بر اساس بازده ۱۰ سال از سال ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۴	۱۵
	۲- محاسبه بازدهی و ریسک و بهینه‌سازی پرتفوی مارکوویتز برای سبد سرمایه گذاری در بازار طلا، ارز، املاک و بورس بر اساس بازده ۵ سال از سال ۱۴۰۰ الی ۱۴۰۴	۱۶
	۳- بهینه‌سازی پرتفوی مارکوویتز برای صنایع بورس تهران (۱۳۹۹–۱۴۰۵)	۲۲
	٤- اولویت بندی و پیشنهاد سبد سرمایه‌گذاری های بر اساس بازده دارایی های گروه کسب و کار	۳۲
	٥- ارزیابی تطبیقی ۲۳ صنعت بازار سرمایه ایران بر اساس محاسبه و رتبه‌بندی نمره ترکیبی	۳۴
	٦- اولویت بندی و پیشنهاد سرمایه‌گذاری بر اساس صنایع جذاب و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده	۴۴
	۷- بررسی ترکیب داراییهای صندوقهای بازنشستگی و پیشنهاد ترکیب بهینه	۴۷
	۸- اولویت بندی و پیشنهاد سرمایه گذاری بر اساس نظرخواهی از خبرگان صنعت و اقتصاد	۴۹
پیوست	پرسشنامه نظرخواهی از خبرگان محترم صنعت در "طراحی سبد بهینه سرمایه‌گذاری"	۵۳

فصل اول: کلیات

مستندات قانونی:

در اجرای ماده (۵) ضوابط سرمایه‌گذاری سازمان‌ها و صندوق‌های بازنشستگی مصوب هیئت محترم دولت به شماره ۱۱۱۲۱۲/ت۶۳۸۵۱هـ مورخ۱۴۰۴/۰۷/۱۳، بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز تدوین می‌گردد.

هدف از تدوین بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری:

به استناد به بند (۱۰) ماده (۱) ضوابط سرمایه‌گذاری، هدف از تدوین این بیانیه، تعیین چهارچوبی کلی تصمیمات، اهداف، رویکردها، الزامات، نصاب‌ها، روش‌های اجرا و نحوه پایش و کنترل سرمایه‌گذاری‌های فعلی و آتی صندوق‌ها و هلدینگ‌ها برای رسیدن به **سبد سرمایه‌گذاری بهینه** حسب الزامات ماده (۵) ضوابط میباشد و سبد سرمایه بهینه، بهترین ترکیب ممکن سرمایه‌گذاری‌ها بر اساس نتایج راهبردهای تدوین شده سرمایه‌گذاری در چارچوب ماده (۶) ضوابط خواهد بود.

الزامات و اسناد بالادستی در تدوین و اجرای بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری:

در تدوین و اجرای بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری، الزامات زیر رعایت گردد.

۱- جزء (۲) بند (الف) ماده (۵) قانون برنامه هفتم پیشرفت جمهوری اسلامی ایران.

۲- ماده (۵) و (۶) ضوابط سرمایه‌گذاری سازمان‌ها و صندوق‌های بازنشستگی مصوب هیئت محترم دولت.

۳- راهبردها و برنامه‌های مصوب هیئت‌مدیره و هیئت‌امناء.

تعاریف و اختصارات:

عبارات و اصطلاحات بکار رفته در این دستورالعمل، به شرح زیر تعریف می‌گردد:

الف: صندوق: صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز که شامل ستاد مرکزی، واحدها و شعب تابعه میباشد و مجموعاً دارای یک شخصیت حقوقی مستقل می‌باشد.

ب: بیانیه: بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز.

ج: ضوابط سرمایه‌گذاری: تصویب‌نامه شماره ۱۱۱۲۱۲/ت۶۳۸۵۱ هـ مورخه ۱۴۰۴/۰۷/۱۳ هیئت وزیران در خصوص ضوابط سرمایه‌گذاری سازمانها و صندوق‌های بازنشستگی مصوب هیئت‌وزیران.

د: نقدشوندگی: به سهولت تبدیل یک دارایی به پول نقد در کوتاه‌ترین زمان ممکن بدون تأثیر قابل‌توجه بر قیمت آن (کمترین اختلاف بین قیمت خرید و فروش)، نقدشوندگی گفته می‌شود.

فصل دوم: ارکان جهت‌ساز صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز

مطالعه اسناد بالادستی، بررسی مأموریت سایر موسسات مشابه داخلی و خارجی و اخذ دیدگاه مدیران و صاحب‌نظران در ارتباط با مأموریت و اهداف صندوق، منجر به تدوین بیانیه‌های مأموریت، چشم‌انداز و ارزش‌ها و همچنین اهداف استراتژیک صندوق گردید که به ارائه یکایک آنها می‌پردازیم:

بیانیه مأموریت: صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز به واسطه نیروی انسانی توانمند و بهره‌گیری از سیستم‌های یکپارچه و دیجیتال به عنوان یک صندوق بیمه اجتماعی متعهد به ارائه خدمات بازنشستگی مطلوب شامل حقوق مستمری، خسارت درمان به اعضای خود در سطح کشور می‌باشد.
توان نوآوری، خدمات درمانی متمایز، پورتفوی سرمایه‌گذاری قابل اعتماد و مزایای جانبی خلاقانه، صندوق را قادر ساخته است تا در افزایش نرخ بازده سرمایه‌گذاری و تحقق مأموریت گامهای بلند و تاثیرگذاری بردارد.

بیانیه چشم‌انداز: صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز ایستاده بر بلندای قله‌های اعتماد و اطمینان با بهترین سطح زندگی اعضاء.

بیانیه ارزش‌ها: ما عمیقا بر این باوریم: ۱- آنچه ما را از دیگران متمایز می‌سازد، تلاش مستمر و مسئولیت‌پذیری همکاران در جهت حفظ منافع اعضاء و صندوق می‌باشد. ۲- برای ایجاد رابطه‌ای صادقانه و مستمر با اعضای صندوق، داشتن رفتار مسئولانه و پاسخگویی متعهدانه ضروری‌ترین اصل به شمار می‌رود. ۳- با انتخاب کارکنان اخلاق مدار و شایسته، در جهت حفظ و تکریم شأن والای اعضا، از هیچ کوششی دریغ نمی‌کنیم. ۴- با ایجاد امنیت خاطر و سرور، دورانی طلایی در بازنشستگی برای اعضای خود خواهیم ساخت. ۵- حضور مدیران توانمند و کارکنان خلاق صندوق را در طراحی خدمات نوین پیشرو ساخته است. ۶- شفافیت و ارائه اطلاعات به موقع، رمز ایجاد اعتماد و امانت‌داری است.

اهداف استراتژیک: اهداف جدول شماره (۱) بعنوان اهداف استراتژیک صندوق تعریف شده است که صندوق درصدد است از طریق تعریف و اجرای راهبردها، این اهداف تحقق پیدا کند.

جدول شماره (۱): اهداف استراتژیک صندوق

اهداف استراتژیک
پایداری صندوق (افزایش نسبت داراییهای صندوق به تعهدات صندوق مبتنی بر مطالعات اکچوئری)
افزایش سهم سود سرمایه گذاری‌ها (کاهش وابستگی به کسور اعضاء) در پرداخت تعهدات قانونی

افزایش نرخ سودآوری (نسبت سود به داراییهای ثابت به ارزش روز)
افزایش قابلیت نقدشوندگی بالای دارایی‌های صندوق
افزایش نسبت پشتیبانی صندوق
افزایش تنوع‌بخشی مناسب به ترکیب سرمایه‌گذاری

راهبردها و برنامه‌های صندوق: برای تحقق اهداف استراتژیک، مدیریت محترم صندوق، سه بسته تحولی (سه راهبرد) تهیه و پس از تصویب در هیئت مدیره صندوق به وزارت ارسال کردند که عناوین، اهداف راهبردی و برنامه‌های آنها بشرح زیر میباشد.

۱– بسته اول تحول: «ترمیم اعتماد عمومی؛ جلب مشارکت ذینفعان»:

این بسته با هدف بازسازی و ارتقای اعتماد عمومی به صندوق، افزایش مشارکت واقعی و فعالانه بازنشستگان و اعضا در تصمیم‌سازی و نظارت، تحقق شفافیت و پاسخگویی ساختاریافته، تقویت سرمایه اجتماعی و حاکمیت رویکرد سهامداری اجتماعی تعریف گردید که برای تحقق آن، برنامه‌ها تعریف و در حال اجرا میباشد.

۲– بسته دوم تحول: «اصلاح نظام بیمه اجتماعی؛ تحقق نظام چندلایه»

این بسته با هدف دستیابی به پایداری مالی بلندمدت از طریق اصلاح الگوی پرداخت‌ها و مدیریت ریسک‌ها، تحقق عدالت بیمه‌ای و اجتماعی با استقرار الگوی چندلایه بیمه اجتماعی، کاهش بار مالی صندوق بر بودجه عمومی دولت و افزایش امنیت و کفایت معیشتی بازنشستگان تعریف گردید که برای تحقق آن، برنامه‌ها تعریف و در حال اجرا میباشد.

۳– بسته سوم تحول: «اصلاح پرتفوی سرمایه‌گذاری؛ گذار به حکمرانی مالی نوین»

این بسته با هدف افزایش بهره‌وری دارایی‌ها، همراستاسازی سرمایه‌گذاری‌ها با مأموریت بیمه‌ای و رفاهی، ارتقاء شفافیت، پاسخگویی و نظارت اعضاء، خروج از بنگاهداری و تمرکز بر مدیریت حرفه‌ای و اثربخش دارایی‌ها، ایجاد ارزش پایدار اقتصادی از طریق سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد و دانش‌بنیان و پیشگیری ساختاری از فساد، رانت و ویژه‌خواری در فرآیندهای اقتصادی و سرمایه‌گذاری تعریف گردید که برای تحقق آن، اهم برنامه تعریف و در حال اجرا بشرح جدول شماره (۲) میباشد.

جدول شماره (۲): برنامه بسته سوم تحول" اصلاح پرتفوی سرمایه گذاری"

ردیف	عنوان اقدام (برنامه‌ها)
۱.	ارزش‌گذاری مجدد دارایی‌ها با نهادهای مستقل
۲.	طراحی نظام اولویت‌بندی برای نگهداشت، واگذاری یا بازآرایی

۳.	تفکیک مأموریتی دارایی‌ها در سه سبد بیمه پایه، مکمل و توسعه‌ای
٤.	تدوین و اجرای سناریو واگذاری هدفمند دارایی‌های کم‌بازده و زیان‌ده
٥.	تثبیت مالکیت و تنقیح وضعیت حقوقی دارایی‌های راکد
٦.	اصلاح ساختار حاکمیتی بنگاه‌های تابعه
۷.	آماده‌سازی دارایی‌ها برای ورود به بازار سرمایه
۸.	تأسیس کمیته حاکمیت شرکتی و تدوین دستورالعمل‌های نظارتی
۹.	راه‌اندازی سامانه پایش سرمایه‌گذاری‌ها
۱۰.	طراحی مدل مالکیت جمعی و ابزارهای مشارکت اعضاء
۱۱.	توسعه سامانه «سهم من از صندوق»

فصل سوم: تحلیل وضعیت موجود شرکت‌های زیر مجموعه صندوق آینده‌ساز (تحلیل سبد سرمایه‌گذاری موجود)

صندوق آینده‌ساز نیز به مانند دیگر صندوق‌های بیمه گر اجتماعی، به منظور تأمین مالی مخارج صندوق، بایستی بخشی از منابع خود را سرمایه‌گذاری نماید تا از محل سود به دست آمده بتواند تعهدات قانونی (پرداخت حقوق بازنشستگان، درمان و ...) را پوشش دهد.

ترکیب بهینه سبد سرمایه‌گذاری با توجه به شاخص‌های چون حداکثر بازدهی و حداقل ریسک و سایر مولفه‌های تأثیرگذار در آینده اقتصادی صندوق تعیین میشود که در ادامه به بررسی سبد سرمایه‌گذاری موجود و سبد بهینه سرمایه‌گذاری پیشنهادی برای آینده می‌پردازیم.

جهت تحلیل وضعیت موجود شرکتهای تابع صندوق و ارائه راهبردهای برای بهینه‌سازی سبد موجود، داده‌های مورد نیاز در خصوص عناوین شرکتها، ارزش روز آنها و .... در قالب جدول شماره (۳) جمع‌آوری و ارائه شده است.

جدول شماره (۳): وضعیت شرکتهای تابعه صندوق

ردیف	نام شرکت	ارزش به میلیون ریال	درصد سهامداری	ارزش گروه صندوق (به میلیون ریال)	نوع سهامداری	تقسیم بندی بر اساس ماده ۵ قانون هفتم توسعه	بورسی و غیربورسی	حوزه سرمایه گذاری
۱	سرمایه‌گذاری آینده‌ساز کیش از جمله تاجیکستان بدون لحاظ ارزش سهام شرکتهای تابعه	۴۵,۰۰۰,۰۰۰	۱۰۰	۴۵,۰۰۰,۰۰۰	کنترلی	مصلحت ملزمه مأموریتی	غیربورسی	شرکت سرمایه‌گذاری چندرشته‌ای
۲	توسعه سلامت‌نگر آینده‌ساز		۱۰۰	-	کنترلی		غیربورسی	خدمات و کارگزاری خسارت بیمه درمان
۳	مجتمع سیاحتی تفریحی امیرکبیر	۶۷,۳۲۴,۰۰۰	۱۰۰	۶۷,۳۲۳,۳۲۷	کنترلی	مصلحت ملزمه	غیربورسی	هتلداری و گردشگری
۴	کیش بتون جنوب	۱۸,۳۵۲,۷۱۰	۱۰۰	۱۸,۳۵۲,۷۱۰	کنترلی		غیربورسی	تولید و فروش بتون و محصولات بتونی
۵	آینده‌گستر	۸۴۰,۰۰۰	۹۲	۷۷۲,۸۰۰	کنترلی		غیربورسی	سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار
۶	گسترش انرژی آینده‌ساز	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	کنترلی	خارج از شمول واگذاری (پروژه و توسعه)	غیربورسی	تولید انرژی برق
۷	آینده‌ساز کیهان کیش	۲۶۶,۲۶۳,۱۲۵	۱۰۰	۲۶۶,۲۶۳,۱۲۵	کنترلی		غیربورسی	املاک، مستغلات و انبوه‌سازی
۸	بازرگانی و ساختمانی آینده‌ساز کرانه کیش	۱۶۴,۴۰۵,۴۳۰	۹۱/۳	۱۵۰,۰۸۵,۷۱۷	کنترلی		غیربورسی	املاک، مستغلات و انبوه‌سازی
۹	مهندسی مسکن و نواحی صنعتی آینده‌ساز	۳,۶۳۳,۸۶۲	۱۰۰	۳,۶۳۳,۸۶۲	کنترلی	مشمول واگذاری	غیربورسی	املاک، مستغلات و انبوه‌سازی
۱۰	سبک سازه پارس	۱,۲۴۶,۹۱۲	۱۰۰	۱,۲۴۶,۹۱۲	کنترلی	مشمول واگذاری	غیربورسی	تولید اسکلت‌های فلزی
۱۱	ترنج	۱,۹۹۵,۶۱۸	۸۰/۳	۱,۶۰۳,۳۹۹	کنترلی	مشمول واگذاری	غیربورسی	تولید کنسانتره آبمیوه

ردیف	نام شرکت	ارزش به میلیون ریال	درصد سهامداری	ارزش گروه صندوق (به میلیون ریال)	نوع سهامداری	تقسیم بندی بر اساس ماده ۵ قانون هفتم توسعه	بورسی و غیربورسی	حوزه سرمایه گذاری
۱۲	مهندسی بازرگانی پیچ و مهره‌های صنعتی ایران	۱,۰۷۲,۰۳۳	۷۶	۸۱۴,۷۴۵	کنترلی	مشمول واگذاری	غیربورسی	تولید انواع پیچ و مهره‌های صنعتی
۱۳	یونو بتون سبک	۹۷۵,۵۴۲	۸۰	۷۸۰,۴۳۴	کنترلی	مشمول واگذاری	غیربورسی	تولید انواع قطعات بتونی
۱۴	پولاد فرایند شهریار	۱۴۹,۲۷۳	۴۹	۷۳,۱۴۴	مدیریتی	مشمول واگذاری	غیربورسی	تولید فولاد آلیاژی
۱۵	فناوری‌های بتنی بهده آفتاب	۱۰۸,۲۱۹	۵۰/۵	۵۴,۶۵۱	مدیریتی	مشمول واگذاری	غیربورسی	تولید فرآورده‌های بتونی
۱۶	سرمایه‌گذاری نوین کارکنان آینده‌ساز کیش	۱۰,۷۸۶	۴۴	۴,۷۴۶	مدیریتی	مشمول واگذاری	غیربورسی	هلدینگ سرمایه‌گذاری
۱۷	بناگستران آینده‌ساز	۱,۵۰۹,۴۳۸	۱۷/۸	۲۶۸,۶۸۰	مدیریتی	مشمول واگذاری	غیربورسی	صنعت ساختمان
۱۸	بین‌المللی پیمانکاری عمومی ایران	۱۷,۰۰۰,۰۰۰	۴۲	۷,۱۴۰,۰۰۰	مدیریتی	مشمول واگذاری	غیربورسی	پیمانکاری نفت و گاز و پتروشیمی
۱۹	سیمان عمران انارک	۱۲۰,۰۰۰,۰۰۰	۳۳	۳۹,۶۰۰,۰۰۰	مدیریتی	مشمول واگذاری	غیربورسی	صنعت سیمان و فرآورده‌های بتنی
۲۰	آماد انرژی دژ	مراحل پایانی کارشناسی	۳۱	-	مدیریتی	مشمول واگذاری	غیربورسی	سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار
۲۱	سازنده توربو کمپرسور	۵۷,۲۳۱,۰۰۰	۳۱	۱۷,۷۴۱,۶۱۰	مدیریتی	مشمول واگذاری	غیربورسی	تولید انواع پمپ و کمپرسور
۲۲	شرکت آسین‌گستر مشفق	۱۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۶/۴	۱,۶۴۰,۰۰۰	سهامداری	۰	غیربورسی	تولید آهن اسفنجی
۲۳	شرکت گروه سرمایه‌گذاران کیش	۳,۹۲۷,۱۱۴	۱۱	۴۳۱,۹۸۳	سهامداری	۰	غیربورسی	هلدینگ سرمایه‌گذاری
۲۴	شرکت پترو شمیران	۲۴۰,۸۴۴,۱۲۰	۱۰	۲۴,۰۸۴,۴۱۲	سهامداری	۰	غیربورسی	نفت،گاز و پتروشیمی

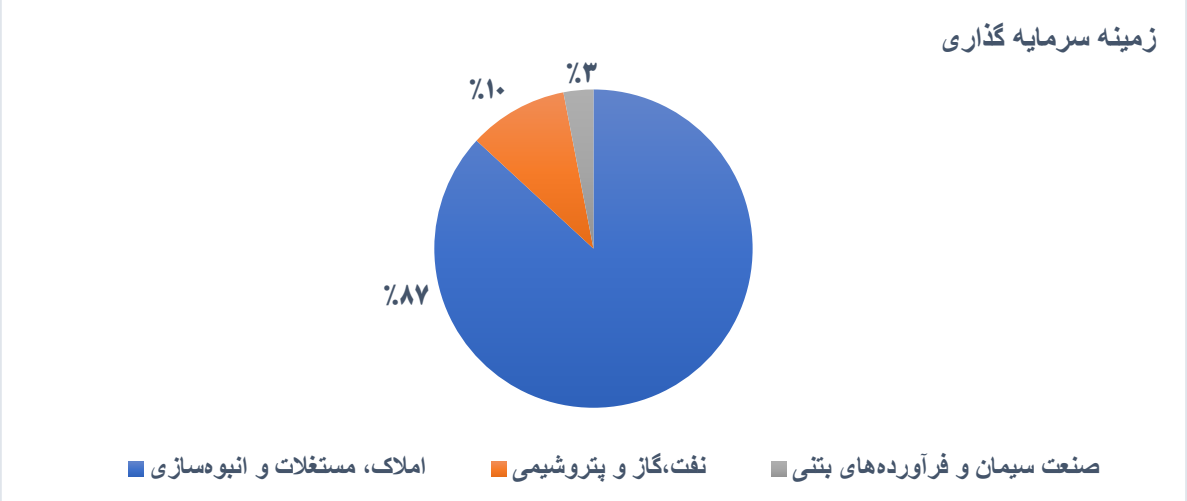
ردیف	نام شرکت	ارزش به میلیون ریال	درصد سهامداری	ارزش گروه صندوق (به میلیون ریال)	نوع سهامداری	تقسیم بندی بر اساس ماده ۵ قانون هفتم توسعه	بورسی و غیربورسی	حوزه سرمایه گذاری
۲۵	شرکت توسعه و عمران شهرستان نائین	۶,۳۶۲,۶۸۰	۱۰	۶۳۶,۲۶۸	سهامداری	۰	بورسی	تولید قطعات موتور خودرو
۲۶	شرکت صنایع فراساحل	۳۳,۷۷۶,۹۰۲	۱۰	۳,۳۷۷,۶۹۰	سهامداری	۰	غیربورسی	پیمانکاری نفت و گاز و پتروشیمی
۲۷	نوآوران ارکان کیش		۲	۲۰۹,۲۷۹	سهامداری	۰	غیربورسی	سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار
۲۸	شرکت صنایع لاستیکی پارمیدا		۵	۰	سهامداری	۰	غیربورسی	
۲۹	شرکت توسعه سرمایه رسا		۳	۰	سهامداری	۰	غیربورسی	خرید و فروش سهام شرکت‌های غیربورسی
۳۰	شهرک صنعتی آفتاب		۲	۰	سهامداری	۰	غیربورسی	احداث و بهره برداری از شهرک صنعتی
۳۱	سیمان آفتاب کیش		۳	۰	سهامداری	۰	غیربورسی	صنعت سیمان
۳۲	کشتیرانی آفتاب کیش		۲	۰	سهامداری	۰	غیربورسی	حمل و نقل دریایی
۳۳	شرکت لوله و ماشین‌سازی ایران		۰	۰	سهامداری	۰	بورسی	تولید ماشین آلات
۳۴	مجموع			۶۵۱,۱۳۹,۵۹۳				

با توجه به اطلاعات جدول فوق، وضعیت کلی و عملکردی شرکتها بشرح زیر بررسی می‌گردد:

۱. **تقسیم‌بندی داراییها با توجه زمینه سرمایه‌گذاری:** تا پایان سال ۱۴۰۴ ارزش کل داراییهای صندوق بالغ بر ۶۵ همت میباشد که ۸۶ درصد داراییها در املاک، مستغلات و انبوه‌سازی، ۱۰ درصد داراییها در حوزه نفت و گاز و پتروشیمی، ۳ درصد داراییها در صنعت سیمان و فرآورده‌های بتنی و ۱ درصد داراییها در سایر حوزه‌ها سرمایه‌گذاری شده است و در قالب جدول و نمودار شماره (۴) به نمایش گذاشته شده است.

جدول شماره (۴): ارزش و درصد داراییهای صندوق با توجه به نوع سرمایه‌گذاری

زمینه سرمایه‌گذاری	ارزش دارایی پایان سال ۱۴۰۴(همت)	درصد از کل دارائی
املاک، مستغلات و انبوه‌سازی	۵۵.۹	۸۶
نفت،گاز و پتروشیمی	۶.۵	۱۰
صنعت سیمان و فرآورده‌های بتنی	۱.۹۵	۳
سایر	۰.۶۵	۱



۱. **وضعیت بورسی و غیربورسی شرکتها:** از کل داراییهای شرکت ۹۹.۹ درصد داراییهای دارای سهام غیربورسی و ۰.۱ درصد بورسی میباشند.

۲. **تقسیم بندی داراییها با توجه جایگاه مدیریتی (کنترلی، مدیریتی و سهامداری):** از ۶۵ همت داراییهای شرکت، قریب به ۵۵.۵ همت (۸۵ درصد) متعلق به سهام کنترلی، ۶.۵ همت (۱۰درصد) متعلق به سهام مدیریتی و ۳ همت (۵ درصد) متعلق به سهامداری میباشد که در جدول و نمودار شماره (۵) ارائه شده است

جدول شماره (۵): نوع سهامداری، ارزش و درصد سهام شرکتهای تابعه صندوق

نوع سهامداری	ارزش به میلیون ریال	درصد
کنترلی	۵۵۵,۸۷۷,۱۳۱	۸۵
مدیریتی	۶۴,۸۸۲,۸۳۰	۱۰
سهامداری	۳۰,۳۷۹,۶۳۲	۵
جمع کل	۶۵۱,۱۳۹,۵۹۳	۱۰۰

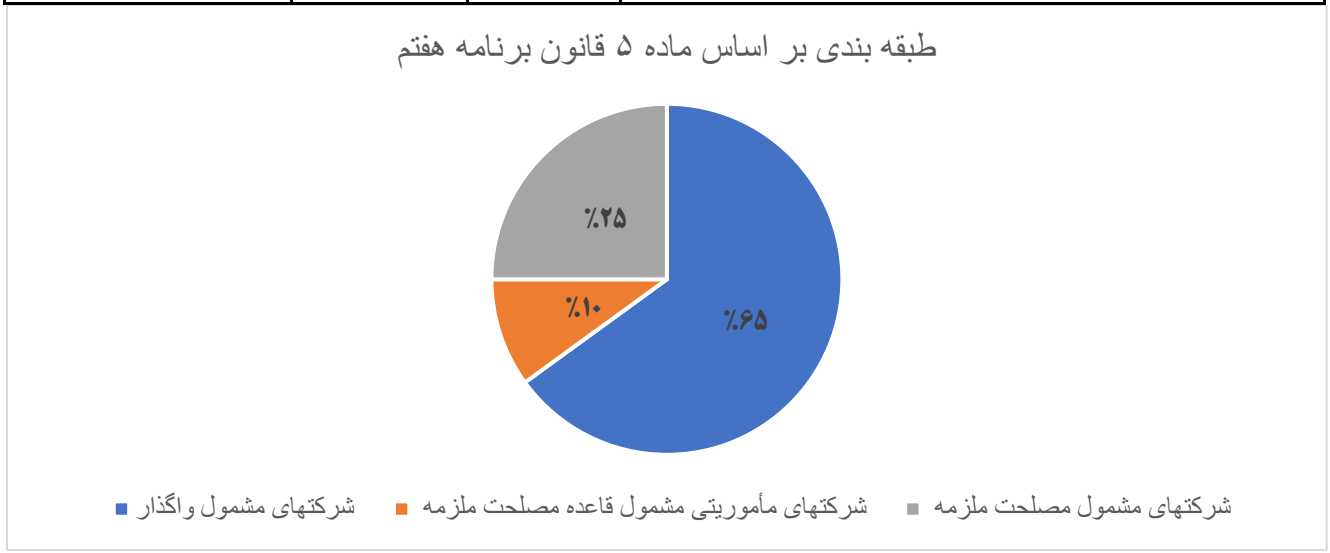


۳. **طبقه‌بندی و تحلیل شرکتها بر اساس ماده ۵ قانون هفتم پیشرفت(قابل واگذاری، مصلحت ملزمه ای و مأموریتی مستثنی از واگذاری):** صندوق دارای ۲۱ شرکت با سهام کنترلی و مدیریتی است که قریب به ۹۵ درصد دارایی صندوق را تشکیل میدهد. برای کاهش هزینه ها، افزایش نقدشوندگی داراییها، کاهش ریسک و ...، به استناد به جزء (۲) بند (الف) ماده (۵) قانون برنامه هفتم پیشرفت و ماده (۱۲) ضوابط سرمایه‌گذاری، این شرکتها باید حداکثر تا پایان سال ۱۴۰۴ سهام کنترلی و مدیریتی خود را واگذار نمایند. اقدامات انجام شده در واگذاری سهام کنترلی و مدیریتی بنگاه های تحت مالکیت این صندوق به شرح زیر عبارت است از:

الف _ پس از اخذ مصوبه از کمیته سرمایه‌گذاری و هیأت مدیره محترم صندوق، مقرر گردید از ۲۱ شرکت با سهام کنترلی و مدیریتی این صندوق، ۱۳ شرکت مشمول واگذار، ۲ شرکت مأموریتی مشمول قاعده مصلحت ملزمه، ۳ شرکت مشمول مصلحت ملزمه و ۳ شرکت پروژه‌ای یا توسعه‌ای خارج از شمول واگذاری تلقی شوند که در ستون **طبقه‌بندی بر اساس ماده ۵ قانون هفتم توسعه** جدول شماره (۳) این عناوین مشخص شده است و در جدول و نمودار شماره (۶) به تصویر کشیده است.

جدول شماره (۶): طبقه بندی شرکتها به قابل واگذاری، مصلحت ملزمه و خارج از شمول واگذاری

طبقه بندی بر اساس ماده ۵ قانون برنامه هفتم	تعداد	درصد	ارزش به میلیون ریال
شرکتهای مشمول واگذار	۱۳	۷۲	۷۲,۹۶۲,۱۸۲
شرکتهای مأموریتی مشمول قاعده مصلحت ملزمه	۲	۱۱	۴۵,۰۰۰,۰۰۰
شرکتهای مشمول مصلحت ملزمه	۵	۲۸	۸۶,۴۴۸,۸۳۷
جمع کل	۱۸	۱۰۰	۲۰۴,۴۱۱,۰۱۹



ب - ارزشگذاری کلیه شرکتهای دارای سهام مدیریتی و کنترلی زیر مجموعه صندوق توسط کارشناسان رسمی دادگستری در بهمن سال ۱۴۰۴ انجام گردید که ارزش‌های قید شده در جدول شماره (۳) ارائه شده است. ارزشگذاری دارایی‌های صندوق در دوره‌های میانی مبتنی بر خبرگی و دوره‌های بلندمدت مبتنی بر گزارش کارشناس رسمی بروزآوری می‌گردد.

ارزیابی وضع موجود بر اساس نتایج حاصل از مطالعات اکچوئری:

مهم‌ترین شاخصی که این صندوق باید اندازه‌گیری و مدیریت کند، شاخص پایداری صندوق میباشد چرا که امکان دارد صندوق سودآور باشد ولی پایدار نباشد. صندوقی پایدار است که داراییهای آن توان پاسخگویی به تعهدات حال و آینده را داشته باشد که برای محاسبه این شاخص در سال ۱۴۰۳، محاسبه اکچوئری انجام گردید و نتیجه آن به شرح زیر میباشد:

ارزیابی اکچوئری مورد تأکید استاندارد حسابداری ۲۷ در ایران، مبتنی بر روش تعهدات مزایای انباشته است. در حسابداری، بدهی‌ها ماهیتی مبتنی بر تعهدات محقق‌شده ناشی از قراردادها و معاملات دارند؛ به بیان دیگر، رویکرد حسابداری نسبت به تعهدات، رویکردی گذشته‌نگر است. از این‌رو، استاندارد حسابداری ۲۷ بر محاسبه ارزش فعلی تعهدات بازنشستگی بر اساس سوابق پرداختی گذشته بیمه‌پردازان تأکید دارد و بر اساس این رویکرد، ارزش فعلی تعهدات صندوق در سناریوی اصلی، به میزان ۴۸۶,۴۱۰,۶۶۰ میلیون ریال می‌باشد که برآورد تعهدات انباشته‌شده صندوق بازنشستگی در قبال اعضای خود تا ۱۴۰۴/۱۲/۳۰ را نمایش میدهد و ارزش روز دارایی‌های صندوق در پایان سال مالی ۱۴۰۳ برابر ۶۴۹,۷۰۲,۲۰۰ میلیون ریال برآورد شده است.

همانند داراییها، برآورد تعهدات صندوق نیز در دوره‌های میانی مبتنی بر خبرگی و دوره‌های بلندمدت مبتنی بر گزارش اکچوئریست بروزآوری می‌گردد.

با توجه به نتایج حاصل در روش تعهدات پیش‌بینی‌شده بازنشستگی در خصوص برآورد تعهدات و وضعیت تکافوی دارایی‌ها در رویکرد غیرخطی، در سناریو بازگشت به میانگین و بدبینانه میزان تعهدات به ترتیب ۷۱۱,۶۷۹,۰۶۱ و ۱,۵۳۰,۵۶۱,۷۸۵ میلیون ریال می‌باشد که بیانگر کسری قابل توجهی نسبت به روش رویکردی گذشته‌نگر است. این سناریو بیانگر توجه ویژه‌تری نسبت به کنترل پارامترها موثر از قبیل افزایش حقوق، بهبود وضعیت بازدهی سرمایه‌گذاری و طرح‌های تشویقی در خصوص عدم درخواست بازنشستگی می‌باشد. همچنین اصلاح نرخ پشتیبانی از طریق عضویت اعضای جدید و یا غیرفعال کمک قابل توجهی به توان صندوق برای تأمین تعهدات کوتاه‌مدت و بلندمدت خود خواهد کرد.

فصل چهارم: استراتژی های پورتفوی (سبد بهینه) صندوق حمایت و بازنشستگی آینده ساز

برای ایجاد یک ترکیب بهینه داراییها در آینده، منابع حاصل از واگذاری سهام کنترلی و مدیریتی و سایر منابع جدید بایستی با رعایت الزامات تعریف شده در این بیانیه، سرمایه‌گذاری شوند که در ادامه به بررسی پرتفوی پیشنهادی می‌پردازیم.

صندوق می‌توانند منابع مالی خود را در دارایی‌هایی نظیر سهام شرکت‌ها، اوراق درآمد ثابت، مسکن، زمین، طلا، خودرو، ارزهای خارجی و غیره، سرمایه‌گذاری کند. در این صورت اگر قیمت آن دارایی‌ها افزایش یابد، سرمایه نیز به همان نسبت بیشتر خواهد شد. البته بایستی توجه داشت، از آنجایی که سرمایه‌گذاری با هدف کسب سود بیشتر در آینده انجام می‌شود، همیشه با سطح خاصی از ریسک همراه است. به بیان دیگر این احتمال وجود دارد که با انجام یک سرمایه‌گذاری نادرست، نه تنها هیچ درآمدی برای سرمایه‌گذار به دست نیاید، بلکه ارزش سرمایه نیز دچار کاهش شود. لذا بهتر است برای سرمایه‌گذاری در بازارهای مختلف، ابتدا با قواعد و ویژگی‌های هر یک آشنا شد که به بررسی این قواعد می‌پردازیم.

۱- محاسبه بازدهی و ریسک و پیشنهاد سبد سرمایه گذاری در بازار طلا، ارز، املاک و بورس بر اساس بازده ۱۰ سال از سال ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۴

بازدهی و ریسک سرمایه‌گذاری در داراییهایی از قبیل طلا، ارز، ساختمان و بورس را طی ۱۰ سال بر اساس اطلاعات جدول شماره (۷) محاسبه و نسبت به اولویت‌بندی سرمایه‌گذاری اقدام می‌کنیم:

جدول شماره (۷) بازده سالانه و ریسک هر بازار طی ۱۰ سال اخیر

سال و بازار	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴	انحراف معیار ۵ ساله	متوسط بازده ۵ ساله	ضریب تغییر ۵ سال	انحراف معیار ۱۰ ساله	متوسط بازده ۱۰ ساله	ضریب تغییر ۱۰ سال
طلا	۱۱.۰	۳۳.۰	۱۸۰.۰	۴۰.۰	۸۲.۰	۱۲.۰	۱۱۵.۰	۲۵.۰	۱۴۶.۰	۱۱۶.۰	۶۰.۲	۸۲.۸	۰/۷۳	۵۷.۴	۷۶.۰	۰/۷۶
ارز	۹.۰	۳۱.۰	۱۶۳.۰	۱۵.۰	۷۴.۰	۱.۵	۸۳.۰	۲۵.۰	۶۲.۰	۵۸.۰	۳۲.۴	۴۵.۹	۰/۷۱	۴۵.۷	۵۲.۲	۰/۸۸
املاک	۹.۰	۳۴.۰	۷۹.۰	۴۸.۰	۷۹.۰	۱۵.۰	۴۹.۰	۴۹.۰	۳۴.۰	۳۲.۰	۱۴.۱	۳۵.۸	۰/۳۹	۲۲.۲	۴۲.۸	۰/۵۲
بورس	۰.۵	۲۴.۷	۸۵.۵	۱۸۷.۱	۱۵۴.۸	۴.۶	۴۳.۳	۱۲.۰	۲۳.۳	۳۷.۲	۱۶.۳	۲۴.۱	۰/۶۸	۶۱.۷	۵۷.۳	۱/۰۸

شاخص ها براساس سال پایه(۱۳۹۰) محاسبه شده است.

با توجه به اطلاعات جدول شماره (۷)، نسبت به اولویت سرمایه‌گذاری مبتنی بر بازدهی و ریسک برای بازده ده ساله می پردازیم:

- بر اساس بازدهی متوسط ۱۰ سال اخیر، سرمایه‌گذاری در داراییها اولویت‌بندی می‌شود. بر این اساس، طلا با بازدهی ۷۶٪ بعنوان اولویت اول، بورس با بازدهی ۵۷.۳٪ بعنوان اولویت دوم، ارز با بازدهی ۵۲.۲٪ بعنوان اولویت سوم، ساختمان با بازدهی ۴۲.۸٪ بعنوان اولویت چهارم میباشد.
- بر اساس ضریب تغییرات (ریسک یا انحراف معیار تقسیم بر بازده)، سرمایه‌گذاری در داراییها اولویت‌بندی میشود که در آن هر چقدر این ضریب کمتر (بازدهی بیشتر و ریسک کمتری) باشد بازار مورد نظر از اولویت بالایی برخوردار است. بر این اساس، ساختمان با ۵۲٪ در اولویت اول، طلا با ۷۶٪ در اولویت دوم، ارز با ۸۸٪ در اولویت سوم و بازار سرمایه با ۱۰۸٪ در اولویت چهارم میباشد.

در ادامه، برای تحلیل رفتار «بروز تر» بازار، تمرکز تحلیل روی بازه ۵ سال اخیر (۱۴۰۰ تا ۱۴۰۴) قرار میگیرد؛ چراکه اولاً: از نظر ساختار اقتصادی، این بازه بیشترین شباهت را به وضعیت فعلی اقتصاد ایران دارد. ثانیاً؛ شوک‌های ارزی، تورم بالا و رشد دارایی‌ها در این سال‌ها، رفتار واقعی‌تر ریسک و بازده را نسبت به بلندمدت نشان می‌دهد.

۲- محاسبه بازدهی و ریسک و بهینه‌سازی پرتفوی مارکوویتز برای سبد سرمایه گذاری در بازار طلا، ارز، املاک و بورس بر اساس بازده ۵ سال از سال ۱۴۰۰ الی ۱۴۰۴

بر اساس داده‌های جدول شماره (۷)، به بررسی عملکرد تاریخی چهار دارایی طلا، ارز، املاک و بورس در دوره پنج‌ساله ۱۴۰۰ تا ۱۴۰۴ می پردازیم:

- بر اساس بازدهی متوسط ۵ سال اخیر، طلا با متوسط بازده سالانه ۸۲.۸ درصد بعنوان اولویت اول، ارز با متوسط بازده ۴۵.۹ درصد اولویت دوم، املاک با متوسط بازده ۳۵.۸ درصد بعنوان اولویت سوم و بورس نیز با متوسط بازده ۲۴.۱ درصد بعنوان اولویت چهارم میباشد.
- بر اساس ضریب تغییرات (ریسک یا انحراف معیار تقسیم بر بازده)، ساختمان با ۳۹٪ در اولویت اول، بورس با ۶۸٪ در اولویت دوم، ارز با ۷۱٪ در اولویت سوم و طلا با ٪۷۳ در اولویت چهارم میباشد.

در ادامه تصویر کلی از رفتار هر دارایی در دوره پنج‌ساله ۱۴۰۰ تا ۱۴۰۴ بشرح جدول شماره (۸) ارائه میشود.

جدول شماره (۸): تصویر کلی از رفتار هر دارایی

دارایی	سطح بازده	سطح ریسک نسبی	ویژگی رفتاری در دوره ۱۴۰۰–۱۴۰۴
املاک	متوسط	کمترین ریسک بین چهار دارایی	بازدهی کمتر از طلا و ارز، اما همراه با ثبات بیشتر و نوسان پایین‌تر؛ در عین حال نقدشوندگی آن پایین‌تر است
ارز (دلار)	متوسط رو به بالا	متوسط	تحت تأثیر تورم، تغییرات ارزش پول ملی و شوک‌های سیاسی ـ اقتصادی قرار دارد و در برخی سال‌ها جهش‌های قابل‌توجهی نشان می‌دهد.
طلا	بالا	بالاترین ریسک مطلق	بالاترین متوسط بازده را داشته، اما نوسان آن نیز زیاد است و تحت تأثیر نرخ ارز، قیمت جهانی طلا، تورم و انتظارات اقتصادی قرار دارد.
بورس	کمترین بازده در این دوره	کمتر متوسط از نظر انحراف معیار، اما پرنوسان از منظر رفتاری	عملکردی وابسته به سیاست‌های اقتصادی، نرخ بهره، سودآوری شرکت‌ها، شرایط بازار و جو سرمایه‌گذاری دارد.

علاوه بر میانگین بازده و انحراف معیار، ماتریس همبستگی بازده دارایی‌ها نیز برای بررسی میزان حرکت هم‌جهت یا مستقل دارایی‌ها محاسبه شد. نتایج ماتریس همبستگی در جدول شماره (۹) ارائه شده است.

جدول شماره (۹): ساختار همبستگی (رفتار هم زمان داراییها) سالهای ۱۴۰۴–۱۴۰۰ (درصد)

دارایی	طلا	ارز	املاک	بورس
طلا	۱	۸۹	۲۶	۷۸
ارز (دلار)	۸۹	۱	۵۸	۹۳
املاک	۲۶	۵۸	۱	۴۹
بورس	۷۸	۹۳	۴۹	۱

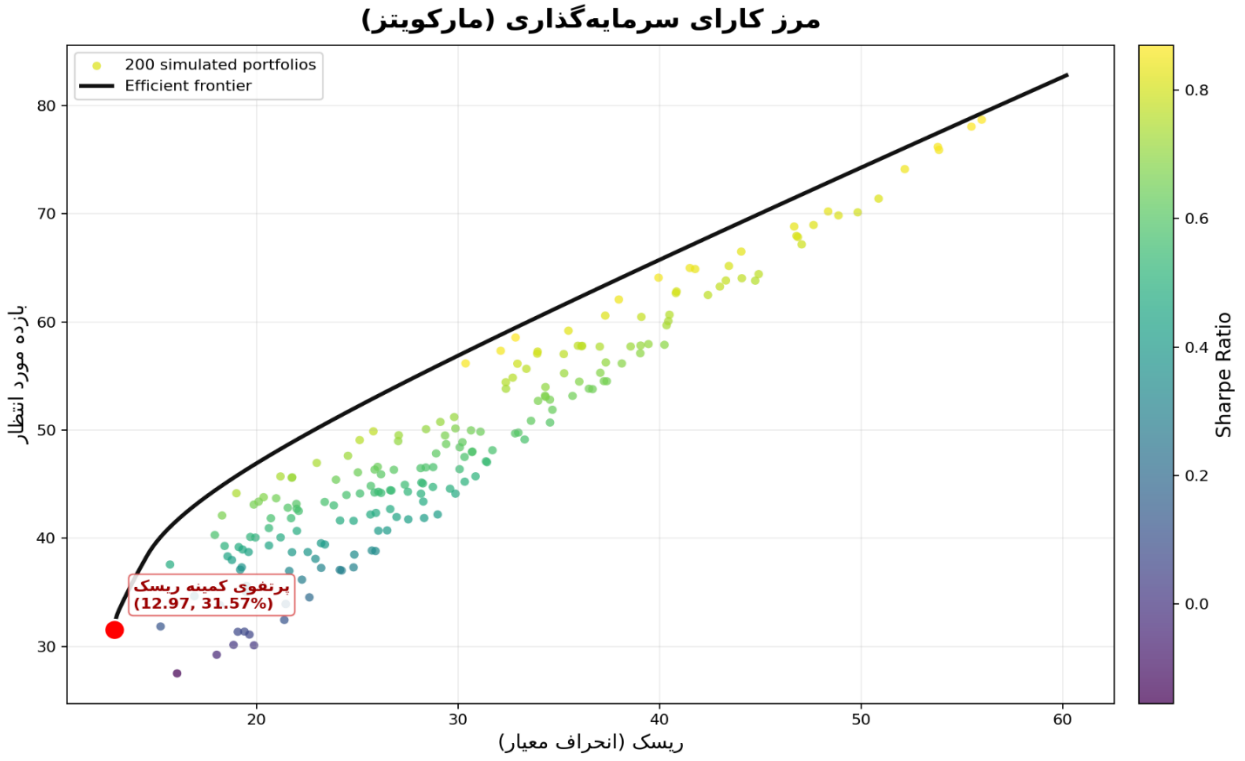
بر اساس جدول شماره (۹)، بیشترین همبستگی میان ارز و بورس با مقدار۹۳ درصد مشاهده می‌شود. این میزان همبستگی نشان می‌دهد که در دوره پنج‌ساله مورد بررسی، این دو دارایی تا حد زیادی تحت تأثیر عوامل مشترک اقتصادی و بازار حرکت کرده‌اند. پس از آن، همبستگی میان طلا و ارز با مقدار۸۹ درصد قرار دارد که می‌تواند ناشی از تأثیر مشترک تورم، کاهش ارزش پول ملی و انتظارات اقتصادی باشد. کمترین همبستگی در حوزه املاک با سایر دارایی‌ها است که همبستگی میان **طلا و املاک با مقدار۲۶ درصد، املاک و بورس با مقدار ۴۹ درصد و املاک با ارز ۵۸ درصد** میباشد. این موضوع نشان می‌دهد که رفتار بازدهی املاک، در مقایسه با سایر دارایی‌ها، استقلال بیشتری داشته و می‌تواند در کاهش ریسک تمرکز سبد نقش مؤثرتری ایفا کند.

با توجه به اینکه هدف اصلی، تعیین ترکیب بهینه میان چهار دارایی طلا، ارز، املاک و بورس است، در گام بعدی می‌توان با استفاده از مدل میانگین ـ واریانس مارکویتز، ترکیب‌های مختلف سبد را برای سطوح گوناگون ریسک محاسبه کرد. خروجی این تحلیل می‌تواند شامل سبد حداقل واریانس، سبد با بیشترین نسبت بازده به ریسک و مجموعه سبدهای واقع بر مرز کارا باشد.

ساخت مرز کارای مارکوویتز (Efficient Frontier) و تعریف نرخ بدون ریسک و خط بازار سرمایه (CML)

الف: ساخت مرز کارای مارکوویتز (Efficient Frontier)

با استفاده از میانگین بازده سالانه پنج دارایی، ماتریس کوواریانس بازده‌ها و قیدهای ۱. مجموع وزن‌ها برابر ۱ است (۱۰۰٪ سرمایه باید بین چهار دارایی تقسیم شود) و ۲. وزن منفی نداریم (فروش استقراضی در نظر گرفته نشده) یک مسئله بهینه‌سازی حل می‌شود و برای ده هزار ترکیب مختلف وزن‌ها، ریسک و بازدهی پرتفوی محاسبه می‌شود و در نهایت سبدهایی که برای یک سطح ریسک، "بیشترین بازده" را داشتند، روی یک منحنی به نام "مرز کارا" قرار می‌گیرند و اولین نقطه مهم روی مرز کارا، "پرتفوی با حداقل ریسک ممکن" است؛ یعنی: سبدی که کمترین انحراف معیار (کمترین نوسان) را بین تمام ترکیب‌های ممکن دارد.



بر اساس محاسبات، وزن دارایی‌ها در نقطه حداقل ریسک به‌صورت جدول شماره (۱۰) میباشد:

جدول شماره (۱۰): دارایی ها و وزن آنها در سبد دارایی با توجه به شرایط حداقل ریسک

دارایی	وزن دارایی در سبد در شرایط حداقل ریسک (w)
طلا	۰
ارز	۰
املاک	۶۳.۹
بورس	۳۶.۱

در این تحلیل، املاک با ۶۳.۹ درصد بیشترین سهم را در سبد دارایی دارد زیرا ریسک مستقل و پایینی دارد و نوسانات پرتفوی را کاهش می‌دهد، بعد از املاک، بورس با ۳۶.۱ درصد بیشترین سهم را دارد و ناشی از پایین بودن ریسک آن نسبت به طلا و ارز هست و سهم طلا و ارز در سبد دارایی بدلیل بالا بودن ریسک آنها صفر میباشد بازدهی مورد انتظار این سبد از نرخ بدون ریسک (۳۰ درصد) بالاتر است، اما نه به اندازه سبدهای تهاجمی‌تر.

ب: تعریف نرخ بدون ریسک و خط بازار سرمایه (CML)

برای تحلیل بهتر کارایی سبدها، نرخ بدون ریسک را برابر ۳۰ درصد در نظر گرفتیم. این عدد با نرخ‌های متعارف سود سپرده بانکی در اقتصاد ایران هم‌خوانی دارد در واقع نقش "حداقل بازدهی قابل قبول" را بازی می‌کند؛ به عبارتی اگر سبدی در ازای ریسک، بازدهی به مراتب بالاتر از ۳۰ درصد ندهد، انتخاب آن منطقی نیست. با این نرخ، خط بازار سرمایه CML رسم می‌شود که از نقطه (ریسک = ۰ و بازده = ۳۰ درصد) شروع می‌شود، تا نقطه‌ای روی مرز کارا ادامه می‌یابد که بیشترین شیب (بهترین نسبت بازده به ریسک) را دارد. این نقطه فوق‌العاده مهم است، چون به‌نوعی بهترین پرتفوی ریسکی ممکن را نشان می‌دهد و این خط در شکل زیر رسم شده است.

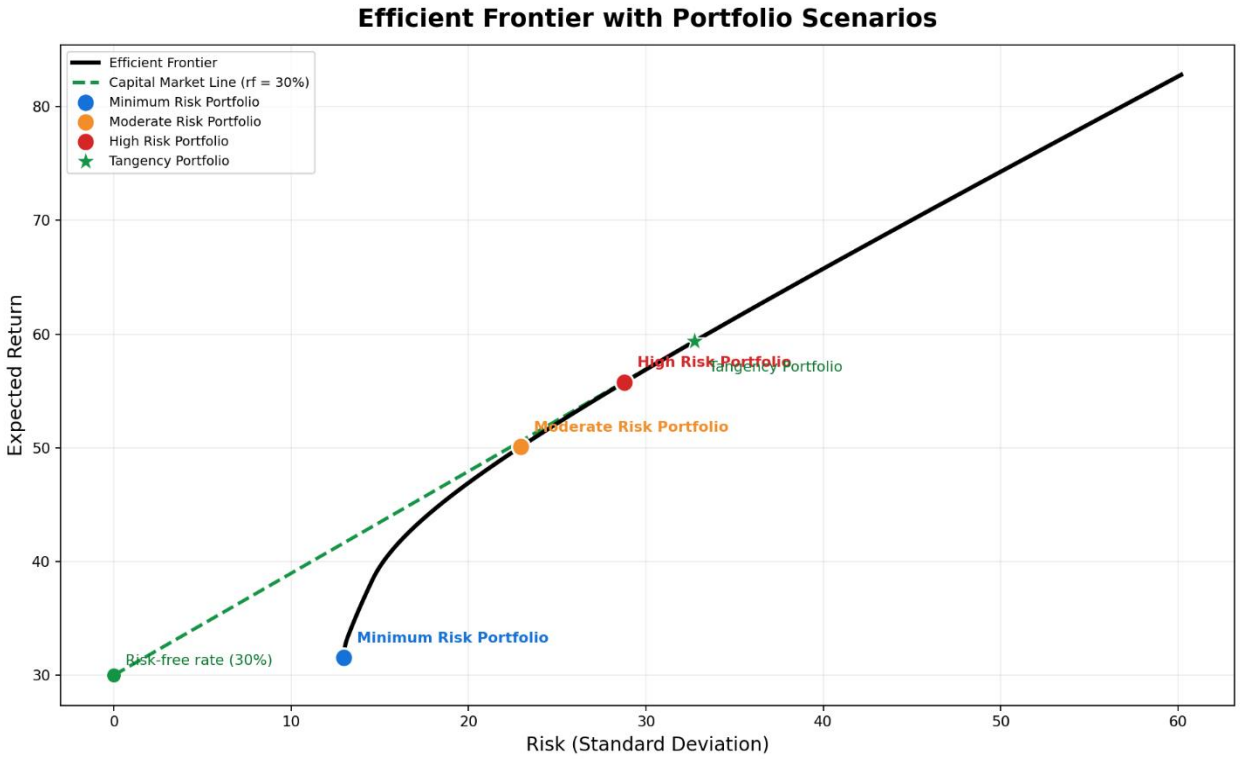
ج: سه سناریوی پرتفوی: احتیاطی، متعادل، تهاجمی بر اساس ترکیب مرز کارا و خط CML

بر اساس مرز کارا و موقعیت خط CML، طبق شکل، سه استراتژی قابل تعریف است:

۱. سبد حداقل ریسک (احتیاطی با نقطه آبی رنگ)

۲. سبد با ریسک متوسط (متعادل با نقطه نارنجی رنگ)

۳. سبد ریسک بالا (تهاجمی با نقطه قرمز رنگ)



د: وزن دارایی‌ها در سه سناریو و سناریوهای پیشنهادی برای سرمایه‌گذاری

بررسی نتایج منجر به استخراج وزن‌ها به‌صورت جدول شماره (۱۱) گردید تا هم با منطق مرز کارا سازگار باشند، هم از نظر شهودی و اجرایی قابل دفاع باشند:

جدول شماره (۱۱): تعیین وزن دارایی ها با توجه تلفیق مدل مرز کارا و خط بازار سرمایه

سناریو / دارایی	طلا	ارز	املاک	بورس
حداقل ریسک (احتیاطی)	٪۰	٪۰	۶۳.۹٪	۳۶.۱٪
ریسک متوسط (متعادل)	۳۰.۴٪	٪۰	۶۹.۶٪	٪۰
ریسک بالا (تهاجمی)	۴۲.۵٪	٪	۵۷.۵٪	٪۰

با توجه به وزن دارایی‌ها، صندوق سه سناریو برای سرمایه‌گذاری به شرح زیر خواهد داشت.

- سناریو احتیاطی: در این سناریو، صندوق تمرکز بر املاک با ۶۳.۹ درصد و بورس با ۳۶.۱ خواهد داشت و سهم طلا و ارز صفر خواهد شد. برای اینکه می‌خواهد «از تورم جا نماند» اما نوسانات شدید را هم تحمل نمی‌کند.

- سناریو متعادل: در این سناریو، املاک ۶۹.۶ درصد و طلا ۳۰.۴ درصد سهم در سبد دارایی دارند و سهم بورس و ارز صفر میباشد. در این سناریو، سبد پیشنهادی معمولاً نزدیک نقطه‌ای است که خط CML به مرز کارا مماس می‌شود.
- سناریو تهاجمی: در این سناریو، املاک ۵۷.۵ درصد و طلا ۴۲.۵ درصد سهم در سبد دارایی دارند و سهم بورس و ارز صفر میباشد.

هـ : ریسک و بازدهی سبدها در هر سناریو

با توجه به وزن‌هایی که برای سه سناریو تعریف شده بود، مقادیر تقریبی **بازده و ریسک پرتفوی** به صورت جدول شماره (۱۲) است:

جدول شماره (۱۲): تعیین بازده مورد انتظار داراییها با توجه به میزان ریسک

	ریسک پرتفوی (٪)	بازده مورد انتظار (٪)	مازاد بازده نسبت به ریسک صفر ۳۰درصد (٪)	نسبت شارپ(٪)
بدون ریسک	۰	۳۰	۰	۰
حداقل ریسک	۱۲.۹۷	۳۱.۵۷	۱.۵۷	.۱۲
ریسک متوسط	۲۲.۹۵	۵۰.۱۱	۲۰.۱۱	.۸۸
ریسک بالا	۲۸.۸	۵۵.۷۷	۲۵.۷۷	.۸۹

با توجه به اطلاعات جدول فوق، در سناریوی حداقل ریسک، وزن بیشتری به املاک داده شده است که پرتفوی کم‌نوسان‌تر است و در این حالت ریسک پرتفوی حدود ۱۲.۹۷٪ و بازده مورد انتظار حدود ۳۱.۵۷٪ برآورد می‌شود. این سبد کمترین نوسان را دارد و برای سرمایه‌گذارانی مناسب است که به دنبال ثبات بیشتر و حفظ ارزش سرمایه هستند.

در سناریوی ریسک متوسط (متعادل)، توزیع دارایی‌ها متعادل‌تر است و سهم دارایی‌های پرریسک و کم‌ریسک تقریباً متوازن است. ریسک پرتفوی حدود ۲۲.۹۵٪ و بازده مورد انتظار حدود ۵۰.۱۱٪ است. این سبد تعادل مناسبی بین ریسک و بازده ایجاد می‌کند و از نظر بازده به إزای هر واحد ریسک وضعیت مطلوبی دارد.

در سناریوی ریسک پایین (حداقل ریسک) سهم املاک ۶۳.۹٪ و بورس ۳۶.۱٪ ، در سناریو با ریسک متوسط سهم طلا ۳۰.۴٪ و سهم املاک ۶۹.۶٪ و در سناریو با ریسک بالا (تهاجمی)، سهم املاک ۵۷.۵٪ و طلا ۵۷.۵٪ میباشد.

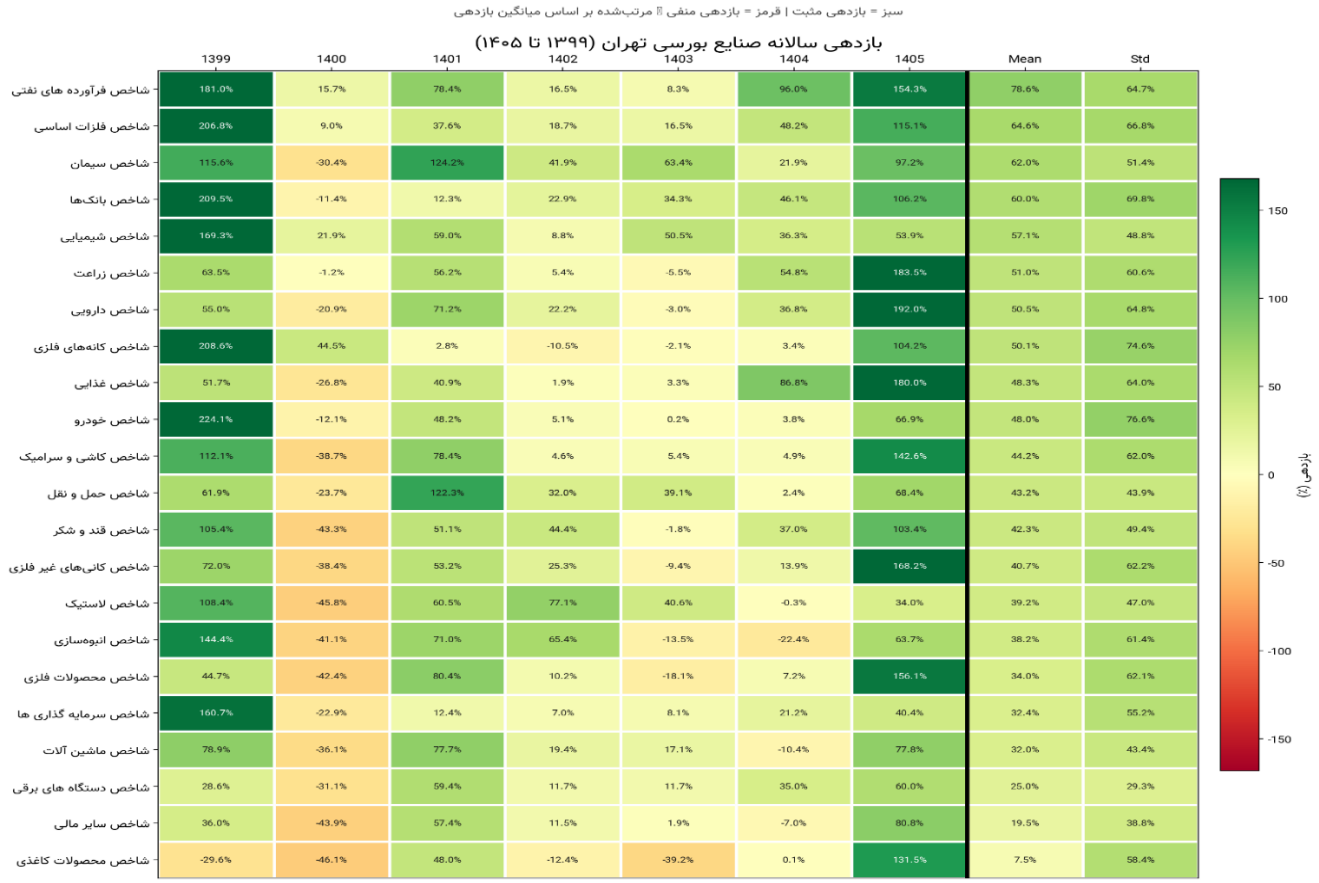
۳- بهینه‌سازی پرتفوی مارکوویتز برای صنایع بورس تهران (۱۳۹۹–۱۴۰۵)

۱. مقدمه

در این پژوهش، رفتار شاخص‌های قیمتی ۲۲ صنعت فعال بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۵ مورد ارزیابی قرار گرفت. هدف اصلی، طراحی چارچوب تخصیص بهینه دارایی‌ها بر پایه "نظریه مدرن پرتفوی (MPT)" و تعیین مرز کارای مارکوویتز با در نظر گرفتن نرخ بازده بدون ریسک سالانه R_f (منطبق با واقعیت‌های نرخ سود بانکی) بوده است. مدل‌سازی تحت قیود زیر انجام گرفت:

- قید عدم فروش استقراضی
- قید تخصیص کامل سرمایه
- بهینه‌سازی درجه دوم (Quadratic Programming): جهت حداقل‌سازی واریانس کل سبد و حداکثرسازی نسبت شارپ

به‌منظور ارزیابی جامع رفتار بازار سرمایه و بررسی ظرفیت‌های تنوع‌بخشی در مدل بهینه‌سازی سبد دارایی مارکوویتز، عملکرد ۲۲ صنعت کلیدی بورس تهران در بازه زمانی ۷ ساله (۱۳۹۹ تا ۱۴۰۵) مورد پایش و ارزیابی قرار گرفت.



نقشه حرارتی (Heatmap) ارائه‌شده، تصویری منسجم از تحولات زمانی بازدهی سالانه به تفکیک صنایع، به همراه شاخص‌های آماری میانگین حسابی بازدهی سالانه و ریسک (انحراف معیار) را به نمایش می‌گذارد. ترتیب صنایع در این ماتریس بر اساس بالاترین میانگین بازدهی مرتب‌سازی شده است.

۲. آزمون نرمالیتی و منطق تئوریک استفاده از چارچوب میانگین– واریانس (Mean-Variance)

۲.۱. چرایی استفاده از چارچوب میانگین–واریانس

نظریه مارکوویتز فرض می‌کند سرمایه‌گذار ریسک‌گریز بوده و تابع مطلوبیت وی تنها به دو گشتاور زیر وابسته است:

گشتاور اول) بازده انتظاری: معیار پاداش

گشتاور دوم) واریانس/انحراف معیار: معیار ریسک نوسان‌پذیری

۲.۲. نتایج آزمون نرمالیتی و توجیه کاربرد مدل

در اقتصادسنجی مالی، انتخاب بین دو آزمون Shapiro-Wilk (SW) و Jarque-Bera (JB) در نمونه‌های کوچک (Small Sample) همواره با چالش تفسیر روبروست. تحلیل داده‌های ما نشان می‌دهد که فرض نرمالیتی برای تمامی ۲۲ صنعت برقرار است و استفاده از پارامترهای کلاسیک (میانگین و انحراف معیار) جهت بهینه‌سازی پرتفوی کاملاً موجه است.

تحلیل یافته‌های آزمون‌ها (نرمالیتی توزیع)

- **آزمون** Jarque-Bera **(تأیید کامل):** در تمامی ۲۲ صنعت، آماره JB نشان می‌دهد که p-value به‌مراتب بزرگتر از سطح خطا (α=۰،۰۵) است. این یعنی هیچ صنعتی در آزمون JB فرض نرمال بودن را رد نکرده است. این آزمون به دلیل تمرکز بر گشتاورهای سوم (چولگی) و چهارم (کشیدگی)، برای داده‌های بورس تهران (که متأثر از تورم و شوک‌های ارزی است) شاخص قابل‌اتکاتری برای پذیرش توزیع نرمال محسوب می‌شود.
- **آزمون** Shapiro-Wilk **(تفسیر موارد خاص):** این آزمون در ۵ صنعت (خودرو، سرمایه‌گذاری‌ها، شیمیایی، فلزات اساسی، کانه‌های فلزی) نرمالیتی را رد کرده است (P <۰،۰۵٪). با این حال، در اقتصادسنجی نمونه‌های کوچک (N=۷)، آزمون SW به شدت نسبت به **تک‌موردهای پرت (Outliers)** حساس است. جهش‌های قیمتی سال ۱۳۹۹ در این صنایع، دلیل اصلی کاهش p-value در این آزمون است، نه غیرنرمال بودن بنیادینِ فرآیند تولید بازده.

بر اساس شواهد فوق، مسیر علمی برای پیاده‌سازی مدل میانگین—واریانس به شرح زیر باز است:

۱. **پایداری پارامتریک:** از آنجا که آزمون Jarque-Bera جامع‌تر است. نرمالیتی را در ۱۰۰٪ صنایع پذیرفته است و میانگین و انحراف معیار آن محاسبه شده و تخمین‌های بدون تورش از پارامترهای واقعی توزیع بازده صنایع هستند.

۲. **استراتژی مدل‌سازی:** در مدل مارکوویتز، حتی اگر توزیع بازده‌ها کمی انحراف داشته باشد (که با توجه به نتایج SW در ۵ صنعت شاهد هستیم)، به دلیل **قضیه حد مرکزی (CLT)**، توزیع بازدهیِ «پرتفویِ ترکیبی» (سبد دارایی‌ها) بسیار به نرمال نزدیک‌تر از تک‌تک اجزای آن است. بنابراین، پرتفوی نهایی شما از نظر آماری کاملاً معتبر است.

نتیجه‌گیری برای ارائه (Executive Summary**)**

- **وضعیت آماری:** نرمالیتی داده‌ها بر اساس آزمون JB (معیار اصلی) در تمامی صنایع تأیید شده است.
- **مجوز فنی:** استفاده از رویکرد «میانگین–واریانس» برای بهینه‌سازی پرتفوی ۲۲ صنعت بورس ایران، با توجه به توزیع نرمال (تأییدشده توسط JB)، از نظر تئوری‌های مدرن پرتفوی (MPT) کاملاً استوار است.
- **پیشنهاد:** با توجه به بازه ۱۴۰۵-۱۳۹۸ که شامل سیکل‌های کامل رونق و رکود است، خروجی‌های بهینه‌سازی (وزن‌های تخصیص‌یافته) دارای قدرت تبیین بالایی برای وضعیت فعلی بازار هستند.

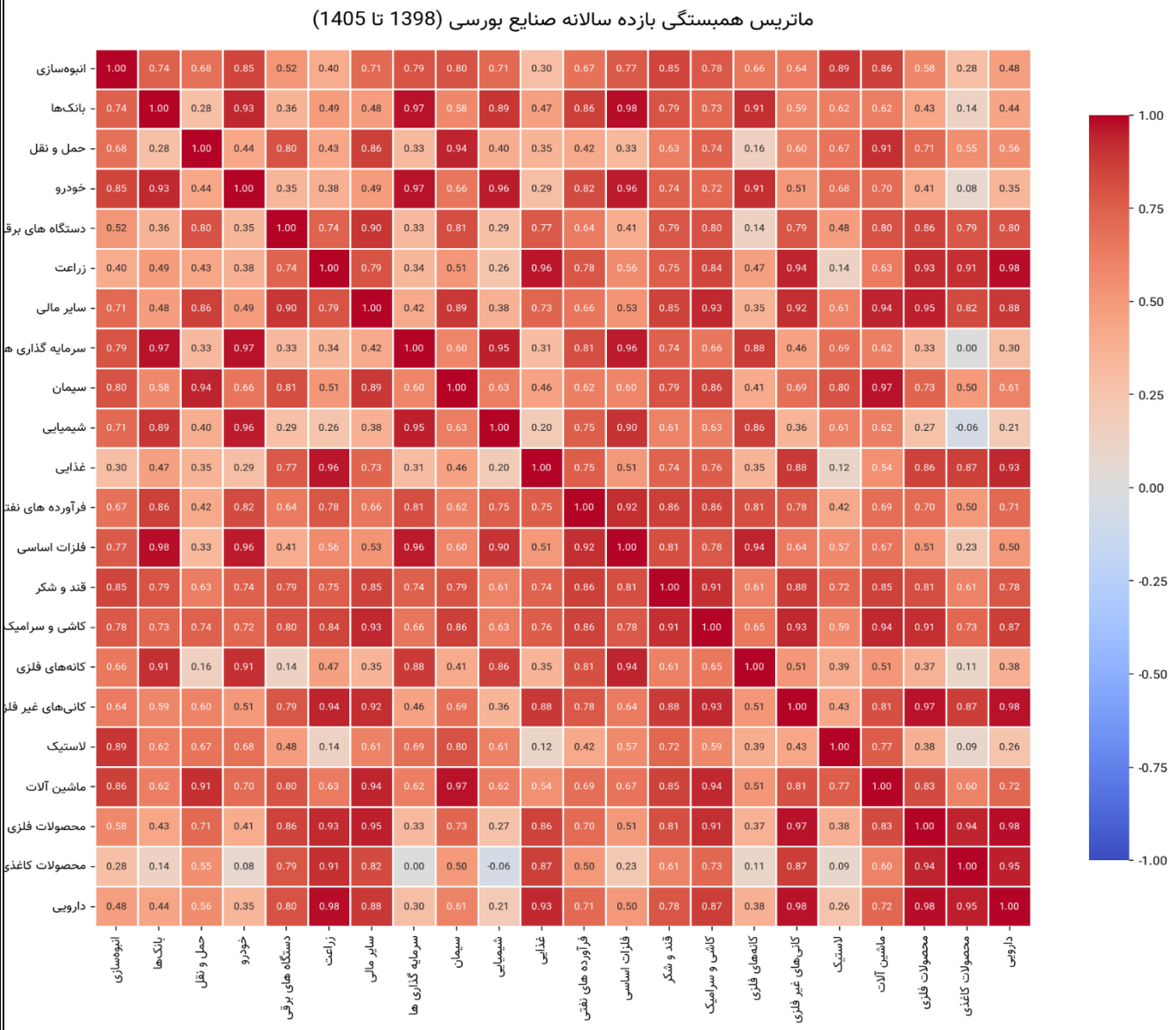
۳. ماتریس همبستگی بین‌صنعتی(Inter-Industry Correlation Matrix)

نشان می‌دهد که صنایع بورس تهران دارای دو بلوک رفتاری متمایز هستند:

بلوک کالامحور و صادراتی (دلاری): محصولات شیمیایی، فرآورده‌های نفتی و فلزات اساسی که همبستگی درونی بالایی (۶۵ درصد) با یکدیگر دارند.

بلوک بازارمحور و پیمانکاری (ریالی/داخلی): دستگاه‌های برقی، حمل و نقل، سیمان و زراعت که همبستگی پایین یا حتی منفی با نوسانات کوتاه‌مدت دلار دارند.

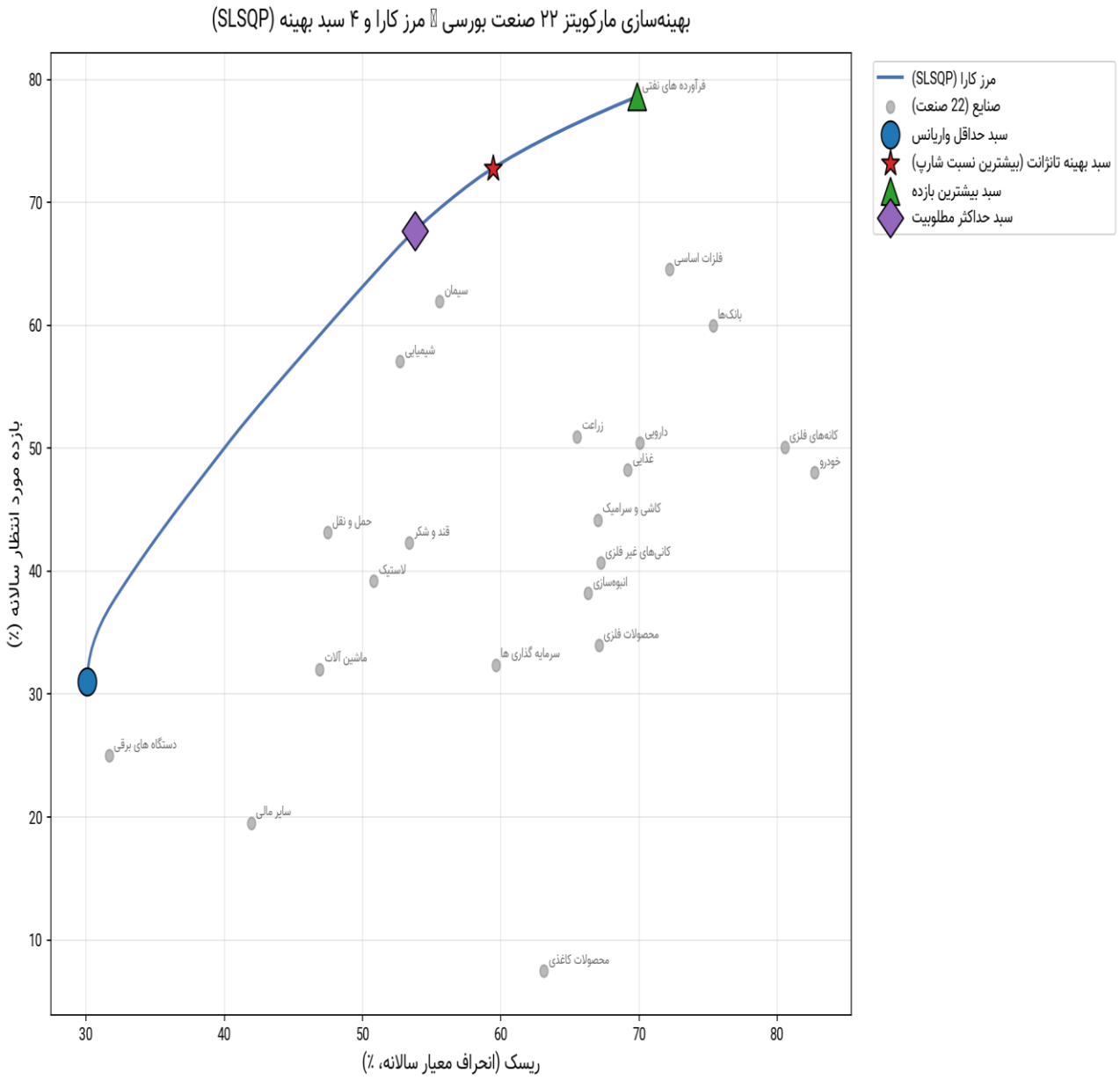
این شکاف همبستگی، پتانسیل بالایی برای تنوع‌بخشی (Diversification Effect) و کاهش واریانس کل پرتفوی ایجاد می‌کند.



۴. کالبدشکافی مرز کارا، خط CAL و ۴ پرتفوی بهینه

مرز کارا مرز ریاضی و هندسی بیشترین بازدهی دست‌یافتنی در ازای سطوح مختلف ریسک است:

- **دامنه نوسان مرز کارا:** کرانه پایین ریسک از ٪۳۰.۰۹ آغاز شده و تا ٪**۵۹.۴۶** امتداد می‌یابد .
- **پوشش نرخ بدون ریسک:** بازده مورد انتظار در تمامی سطوح مرز کارا بالاتر از نرخ بدون ریسک ۳۰ درصدی قرار دارد (کف بازدهی مرز ٪۳۱.۰۲ است)
- **اثر فیلترینگ کارایی الگوریتم:** از میان ۲۲ صنعت موجود در بازار سرمایه، الگوریتم بهینه‌سازی مارکوویتز تنها **۶ صنعت** را وارد ترکیب پرتفوهای بهینه کرده و وزن **۱۶ صنعت دیگر را صفر** در نظر گرفته است.



خط تخصیص سرمایه (Capital Allocation Line - CAL**)**

- **عرض از مبدأ:** نرخ سود بدون ریسک **۳۰.۰۰٪** در ریسک صفر
- **شیب خط (نسبت شارپ بیشینه): ۰.۷۲۰**
- **مفهوم اقتصادی شیب:** سرمایه‌گذار به ازای پذیرش هر ۱ واحد انحراف معیار (ریسک)، **۰.۷۲ واحد درصد بازدهی مازاد بر نرخ بدون ریسک** به دست می‌آورد.

- **مختصات نقطه تماس مماس:** انحراف معیار **۵۹.۴۶٪** و بازده مورد انتظار **۷۲.۸۰٪**

پرتفوی کم‌ریسک (حداقل واریانس – Minimum Variance**)**

پرتفوی متمرکز بر کمترین تلاطم آماری ممکن در بازار سهام.

- **مشخصات بازده و ریسک:**
  - **بازده انتظاری:** ۳۱.۰۲٪
  - **انحراف معیار (ریسک):** ۳۰.۰۹٪
  - **مازاد بازده بر نرخ بدون ریسک:** ۱.۰۲٪
  - **نسبت شارپ: ۰.۰۳۴**
  - **تعداد صنایع فعال:** ۲ صنعت
- **ترکیب تخصیص دارایی:**
  - **دستگاه‌های برقی: ۸۱.۳۶٪**
  - **محصولات شیمیایی: ۱۸.۶۴٪**
- **تحلیل عملکرد:**
  - وزن سنگین صنعت «دستگاه‌های برقی» (بیش از ۸۱٪) به دلیل بتای پایین و نوسانات قیمتی محدود این گروه است.
  - همراهی ۱۸.۶۴ درصدی محصولات شیمیایی به علت ایجاد کوواریانس منفی/پایین و خنثی‌سازی تکانه‌های بخشی صورت گرفته است.
  - نسبت شارپ در این پرتفوی بسیار نزدیک به صفر (۰.۰۳۴) است که نشان می‌دهد با وجود کاهش چشمگیر ریسک به ۳۰.۰۹٪، بازدهی آن تفاوت چندانی با سود بدون ریسک اوراق (۳۰٪) ندارد.

پرتفوی متعادل (ریسک میانه – Balanced / Moderate**)**

پرتفوی بهینه برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری و نهادهای بازنشستگی.

- **مشخصات بازده و ریسک:**
  - **بازده انتظاری:** ۴۷.۶۷٪
  - **انحراف معیار (ریسک):** ۳۸.۴۱٪
  - **مازاد بازده بر نرخ بدون ریسک:** ۱۷.۶۷٪
  - **نسبت شارپ: ۰.۴۶۰**
  - **تعداد صنایع فعال:** ۴ صنعت (متنوع‌ترین سبد)
- **ترکیب تخصیص دارایی:**
  - **محصولات شیمیایی: ۴۶.۸۹٪**
  - **حمل و نقل: ۲۲.۸۱٪**
  - **دستگاه‌های برقی: ۱۶.۶۹٪**
  - **زراعت: ۱۰.۸۷٪**
- **تحلیل عملکرد:**
  - متنوع‌ترین ترکیب میان ۴ پرتفوی که تعادلی میان صنایع بزرگ کالامحور (پتروشیمی با وزن ~۴۷٪) و صنایع خدمات‌محور و ریالی (حمل‌ونقل، برق و زراعت) برقرار کرده است.
  - نسبت شارپ مناسب ۰.۴۶۰ نشان‌دهنده جبران ریسک معقول در برابر نوسان کنترل‌شده ۳۸.۴۱ درصدی است.

پرتفوی نقطه مماس (بیشترین نسبت شارپ – Max Sharpe / Tangency **)**

کاراترین و بهینه‌ترین پرتفوی کل بازار سهام بر اساس تئوری مدرن پرتفوی.

- **مشخصات بازده و ریسک:**

- **بازده انتظاری:** ۷۲.۸۰٪
- **انحراف معیار (ریسک):** ۵۹.۴۶٪
- **مازاد بازده بر نرخ بدون ریسک:** ۴۲.۸۰٪
- **نسبت شارپ: ۰.۷۲۰** (بالاترین بهره‌وری ریسک)
- **تعداد صنایع فعال:** ۲ صنعت

- **ترکیب تخصیص دارایی:**
  - **فرآورده‌های نفتی: ۶۵.۱۱٪**
  - **سیمان: ۳۴.۸۹٪**
- **تحلیل عملکرد:**
  - بالاترین صرف ریسک بازار (۴۲.۸۰٪ مازاد بر سود بانکی) را با تکیه بر هم‌افزایی دو صنعت لیدر دوره ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۵ محقق کرده است.
  - فرآورده‌های نفتی به عنوان پیشران اصلی سودآوری دلاری و سیمان به عنوان صنعتی ضدتورمی با کشش بالای قیمت داخلی، ترکیب فوق‌العاده‌ای در مرز کارا خلق کرده‌اند.

پرتفوی پرریسک (ریسک بالا / رشد تهاجمی – Aggressive Growth)

پرتفوی با تمرکز بر بازده اسمی بالا و پذیرش نوسانات سنگین.

- **مشخصات بازده و ریسک:**
  - **بازده انتظاری:** ۶۹.۰۸٪
  - **انحراف معیار (ریسک):** ۵۵.۱۴٪
  - **مازاد بازده بر نرخ بدون ریسک:** ۳۹.۰۸٪
  - **نسبت شارپ: ۰.۷۰۹**

- **تعداد صنایع فعال:** ۳ صنعت

- **ترکیب تخصیص دارایی:**
  - **فرآورده‌های نفتی:** ۴۵.۹۴٪
  - **سیمان:** ۴۳.۲۵٪
  - **محصولات شیمیایی:** ۱۰.۸۰٪

- **تحلیل عملکرد:**
  - این سبد با حضور سه ضلع کامودیتی و بنیادی بازار (پالایشی، سیمانی و پتروشیمی)، بازدهی نزدیک به نقطه مماس (۶۹.۰۸٪) را با ریسک کمی پایین‌تر (۵۵.۱۴٪) ثبت کرده است.
  - نسبت شارپ ۰.۷۰۹ نشان می‌دهد این سبد قدرت تولید بازده بسیار پایداری در رالی‌های تورمی و رشدهای ارزی دارد.

ترکیب سبد دارایی در حالت کم ریسک، متعادل، نقطه مماس و پر ریسک در جدول (۱۳) ارائه شده است.

جدول (۱۳) ضرائب (وزن‌های) ترکیب صنایع در پرتفوی‌های بهینه مارکویتز — بازه ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۵، نرخ بدون ریسک ۳۰٪

صنعت	کم‌ریسک (حداقل واریانس)	متعادل (ریسک میانه)	نقطه مماس (بیشترین شارپ)	پرریسک (ریسک بالا)
دستگاه‌های برقی	۸۱.۳۶٪	۱۶.۶۹٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
محصولات شیمیایی	۱۸.۶۴٪	۴۶.۸۹٪	۰.۰۰٪	۱۰.۸۰٪
حمل و نقل	۰.۰۰٪	۲۲.۸۱٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
زراعت	۰.۰۰٪	۱۰.۸۷٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
فرآورده‌های نفتی	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۶۵.۱۱٪	۴۵.۹۴٪
سیمان	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۳۴.۸۹٪	۴۳.۲۵٪
بانک‌ها	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
خودرو	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
فلزات اساسی	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
دارویی	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
انبوه‌سازی	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
غذایی	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
سرمایه‌گذاری‌ها	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪

سایر مالی	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
قند و شکر	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
کاشی و سرامیک	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
کانه‌های فلزی	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
کانی‌های غیرفلزی	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
لاستیک	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
ماشین‌آلات	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
محصولات فلزی	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
محصولات کاغذی	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪
بازده انتظاری	**۳۱.۰۲٪**	**۴۷.۶۷٪**	**۷۲.۸۰٪**	**۶۹.۰۸٪**
انحراف معیار (ریسک)	**۳۰.۰۹٪**	**۳۸.۴۱٪**	**۵۹.۴۶٪**	**۵۵.۱۴٪**
نسبت شارپ (Rf=۳۰٪)	**۰.۰۳۴**	**۰.۴۶۰**	**۰.۷۲۰**	**۰.۷۰۹**

با توجه به اطلاعات جدول (۱۳)، ترکیب داراییها بشرح زیر پیشنهاد می گردد.

- در استراتژی‌های کم ریسک، دستگاه های برقی ۸۱.۳۶٪ و محصولات شیمیایی با ۱۸.۶۴٪ بعنوان ترکیب دارایی‌ها پیشنهاد میشوند.
- در استراتژی با ترکیب متعادل، دستگاه های برقی با ۱۶.۶۹٪، محصولات شیمیایی با ۴۶.۸۹٪، حمل و نقل با ۲۲.۸۱٪ و زراعت با ۱۰.۸۷٪ بعنوان ترکیب دارایی‌ها پیشنهاد میشوند.
- در استراتژی با نقطه مماس، فراورده های نفتی با ۶۵.۱۱٪ و سیمان با ۳۴.۸۹٪ بعنوان ترکیب دارایی‌ها پیشنهاد میشوند.
- در استراتژی‌های پر ریسک و پربازده، فرآورده‌های نفتی ۴۵.۹۴٪ و سیمان ۴۳.۲۵٪ و محصولات شیمیایی با ۱۰.۸٪ ترکیب دارایی‌ها را تشکیل میدهند.
- صنایعی نظیر خودرو، بانک‌ها و فلزات اساسی و ... (۱۶ صنعت) به دلیل نوسانات بالا در مقایسه با بازدهی خالص خود در بازه ۱۳۹۹–۱۴۰۵، توسط مدل میانگین-واریانس یا همبستگی با سایر سهم‌ها حذف شده‌اند.

٤- اولویت بندی و پیشنهاد سبد سرمایه‌گذاری های بر اساس بازده دارایی های گروه کسب و کار

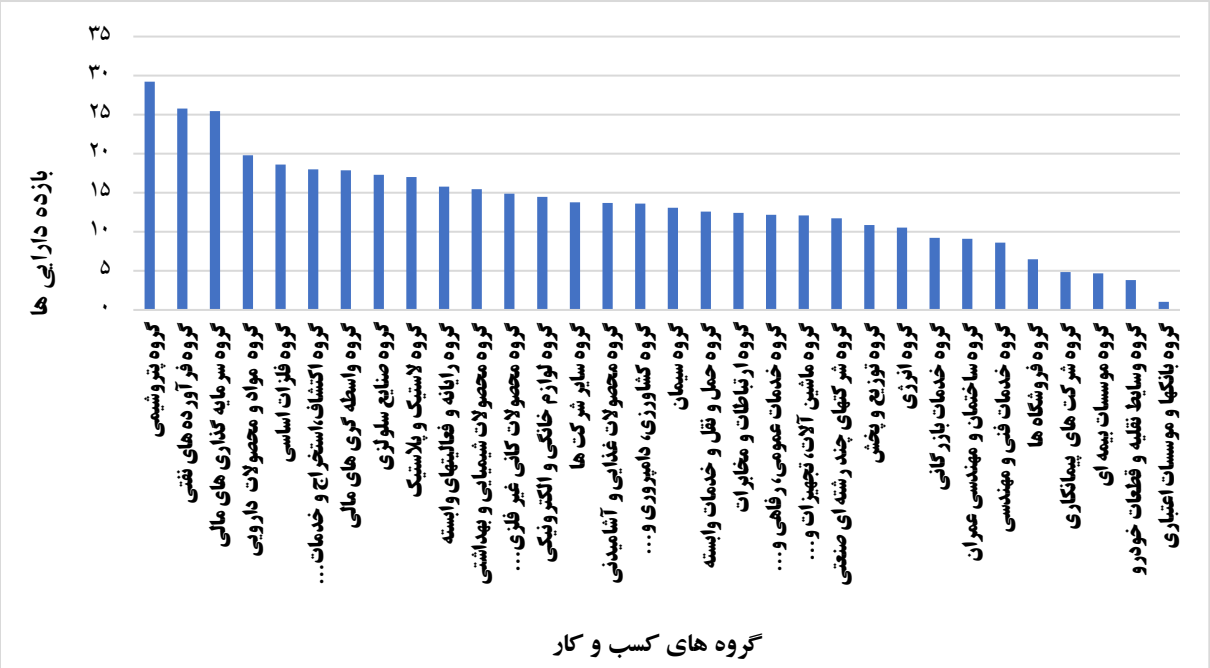
سازمان مدیریت صنعتی بر اساس معیار "بازدهی داراییها" اقدام به اولویت‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر فعال در ۳۲ گروه کسب و کار طی ۵ سال از سال ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ بشرح جدول شماره (۱۴) نموده است.

جدول شماره (۱۴): اولویت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس بازده دارایی‌های گروه‌های کسب و کار

ردیف	اولویت سرمایه‌گذاری بر اساس بازده دارایی‌ها	بازده دارایی‌ها					میانگین بازده دارایی‌ها
		۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	
۱	گروه پتروشیمی	۱۹.۷۱	۲۲.۳۷	۲۹.۷۶	۳۲.۵۷	۴۱.۶۸	۲۹.۲۲
۲	گروه فرآورده های نفتی	۱۸.۹۵	۲۰.۱۵	۲۸.۰۴	۲۶.۱۲	۳۵.۶۳	۲۵.۷۸
۳	گروه سرمایه گذاری های مالی	۲۷.۲۹	۵.۷۵	۲۱.۱۶	۲۹.۸۴	۴۳.۳۲	۲۵.۴۷
۴	گروه مواد و محصولات دارویی	۱۴.۷	۹.۱۵	۲۴.۱	۲۲.۹۲	۲۸.۰۵	۱۹.۷۸
۵	گروه فلزات اساسی	۶.۸۲	۱۴.۱۳	۱۹.۴۷	۲۰.۴۸	۳۲.۲۱	۱۸.۶۲
۶	گروه اکتشاف،استخراج و خدمات جنبی	۱۶.۹	۱۲.۷۲	۱۷.۷۷	۲۰.۸	۲۱.۷۹	۱۸.۰۰
۷	گروه واسطه گری های مالی	۱۱.۶۹	۱۵.۰۳	۱۳.۹۸	۲۱.۹۸	۲۶.۷۸	۱۷.۸۹
۸	گروه صنایع سلولزی	۱۲.۰۷	۱۱.۰۹	۲۳.۷۷	۱۱.۴۳	۲۸.۰۸	۱۷.۲۹
۹	گروه لاستیک و پلاستیک	۱۸.۸۱	۹.۰۳	۱۱.۱۴	۱۹.۳۱	۲۶.۸۸	۱۷.۰۳
۱۰	گروه رایانه و فعالیتهای وابسته	۱۴.۴۹	۱۵.۴۹	۱۴.۳	۱۷	۱۷.۶۶	۱۵.۷۹
۱۱	گروه محصولات شیمیایی و بهداشتی	۴.۵۱	۴.۶	۱۵.۸۶	۲۹.۱	۲۳.۲	۱۵.۴۵
۱۲	گروه محصولات کانی غیر فلزی (بجز سیمان)	۹.۳۷	۱۲.۸۵	۱۳.۲۸	۱۳.۹۲	۲۵.۰۹	۱۴.۹۰
۱۳	گروه لوازم خانگی و الکترونیکی	۳.۱۵	۷.۲۴	۱۱.۵۷	۲۸.۵۴	۲۱.۹۵	۱۴.۴۹
۱۴	گروه سایر شرکت ها	۱۵.۰۶	۱۶.۴۴		۱۶.۸۵	۶.۸۲	۱۳.۷۹
۱۵	گروه محصولات غذایی و آشامیدنی	۵.۷۶	۸.۸۳	۱۳.۰۲	۲۱.۶۶	۱۹.۱۹	۱۳.۶۹
۱۶	گروه کشاورزی، دامپروری و خدمات وابسته	۸.۵۳	۹.۱۳	۱۵.۳۱	۲۲.۹۲	۱۲.۲۵	۱۳.۶۳
۱۷	گروه سیمان	۱.۸۳	۶.۶۳	۱۰.۷	۱۸.۵۴	۲۷.۶۹	۱۳.۰۸
۱۸	گروه حمل و نقل و خدمات وابسته	۷.۱۴	۷.۱۲	۱۱.۰۵	۱۴.۸۵	۲۲.۸۹	۱۲.۶۱
۱۹	گروه ارتباطات و مخابرات	۱۲.۱۲	۱۳.۷۶	۱۱.۳۸	۹.۶۳	۱۵.۱۵	۱۲.۴۱
۲۰	گروه خدمات عمومی، رفاهی و گردشگری	۸.۰۱	۸.۶۲	۶.۳۸	۱۳.۵۳	۲۴.۲۷	۱۲.۱۶
۲۱	گروه ماشین آلات، تجهیزات و صنایع فلزی	۶.۱۱	۶.۶۷	۱۵.۵۹	۱۶.۸۹	۱۵.۲۴	۱۲.۱۰
۲۲	گروه شرکتهای چند رشته ای صنعتی	۷.۲	۶.۷۲	۱۱.۵۷	۱۱.۵۴	۲۱.۶۹	۱۱.۷۴
۲۳	گروه توزیع و پخش			۸.۰۵	۸.۹۴	۱۵.۶۱	۱۰.۸۷
۲۴	گروه انرژی	۱۳.۹۸	۵.۷۸	۹.۰۱	۱۲.۲۲	۱۱.۶۷	۱۰.۵۳
۲۵	گروه خدمات بازرگانی	۱.۱۴	۱.۷۹	۸.۳۹	۱۲.۹۴	۲۱.۹۲	۹.۲۴
۲۶	گروه ساختمان و مهندسی عمران	۹.۸۱	۴.۷۳	۷.۷۷	۱۵.۲۶	۸.۰۱	۹.۱۲
۲۷	گروه خدمات فنی و مهندسی	۹.۴۶	۹.۳۲	۴.۳۹	۱۰.۰۱	۹.۹۷	۸.۶۳
۲۸	گروه فروشگاه ها	۴.۲۲	۳.۲۸	۹.۱۳	۱۰.۶۶	۵.۰۶	۶.۴۷
۲۹	گروه شرکت های پیمانکاری	۴.۴۳	۳.۹۲	۳.۶	۵.۵۷	۶.۷۱	۴.۸۵
۳۰	گروه موسسات بیمه ای	۴.۲۷	۳.۰۸	۲.۸۶	۳.۸۷	۹.۲۵	۴.۶۷

ردیف	اولویت سرمایه‌گذاری بر اساس بازده دارایی‌ها	بازده دارایی‌ها					میانگین بازده دارایی‌ها
		۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	
۳۱	گروه وسایط نقلیه و قطعات خودرو	۳.۴۹	۲.۹۴	۱.۹۱	۳.۵۶	۷.۳	۳.۸۴
۳۲	گروه بانکها و موسسات اعتباری	۰.۷۷	۰.۱۷	۰.۷۸	۰.۸۸	۲.۵۸	۱.۰۴

اولویت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس بازده دارایی‌های گروه های کسب و کار



بر اساس اطلاعات جدول و نمودار فوق، اولویت سرمایه‌گذاری در بازار اولیه در صندوق شامل ۵ گروه با بالاترین بازدهی داراییها بشرح زیر خواهد بود:

۱. گروه پتروشیمی با میانگین بازده دارایی ۲۹.۲۲٪ بعنوان اولویت اول
۲. گروه فراوردهای نفتی با میانگین بازدهی دارایی ۲۵.۷۸٪ اولویت دوم
۳. گروه سرمایه گذاری های مالی با بازدهی دارایی ۲۵.۴۷٪ اولویت سوم
٤. گروه مواد و محصولات دارویی با بازدهی دارایی ۱۹.۷۸٪ اولویت چهارم
۵. گروه فلزات اساسی با میانگین بازده دارایی ۱۸.۶۲٪ اولویت پنجم

۵- ارزیابی تطبیقی ۲۳ صنعت بازار سرمایه ایران بر اساس محاسبه و رتبه‌بندی نمره ترکیبی (داده ها از ۱۳۷۹ تا ۱۴۰۴ در بازه زمانی ۲۵ ساله میباشند)

برای دستیابی به یک رتبه‌بندی متوازن میان ۲۳ صنعت، از "نمره ترکیبی سلامت مالی" بشرح زیر استفاده شده است. در این شیوه، اثر مخرب اهرم‌سازی مفرط خنثی شده و وزن بالاتری به بازده حاصل از عملیات پاک داده شده است:

نمره ترکیبی = ۰.۳۴× ROA (**نرمال**) +**۰.۳۳**× ROE (**نرمال**) +**۰.۳۳**× **حاشیه سود عملیاتی** (**نرمال**)

- ROA یا بازده دارایی‌ها نشان‌دهنده کارایی خالص دارایی‌ها بدون اثرپذیری از ساختار بدهی میباشد.
- ROE یا بازده حقوق صاحبان سهام میباشد که با روش دوپونت بشرح زیر اندازه‌گیری میشود:

۱) $\mathbf{ROE} = \textbf{اهرم مالی} \times \textbf{گردش دارایی‌ها} \times \textbf{حاشیه سود عملیاتی}$

۲) $\mathbf{ROE} = \frac{\textbf{دارایی‌ها مجموع}}{\textbf{سهام صاحبان حقوق}} \times \frac{\textbf{فروش}}{\textbf{دارایی‌ها مجموع}} \times \frac{\textbf{عملیاتی سود}}{\textbf{فروش}}$

- حاشیه سود عملیاتی، نسبت سود عملیاتی به فروش میباشد.
- برای نرمال کردن از $X_{normalized} = \frac{X - X_{min}}{X_{max} - X_{min}}$ استفاده شده است.

بر اساس میانگین وزنی شاخص‌های سری زمانی ۲۵ ساله و نمره ترکیبی، ۲۳ صنعت بازار سرمایه ایران در جدول شماره (۱۵) اولویت بندی شده‌اند:

جدول شماره (۱۵): اولویت صنایع با توجه به نمره ترکیبی

ردیف	صنایع	حاشیه سود عملیاتی	بازده دارایی‌ها ROA	بازدهی سرمایه ROE	نمره ترکیبی
۱	استخراج کانه‌های فلزی - استخراج آهن	۷۰.۱۵	۲۵.۰۲	۳۸.۵۸	۰.۸۷
۲	سرمایه‌گذاریها - سایر واسطه‌های مالی	۹۵.۵۵	۱۶.۱۱	۲۲.۷۶	۰.۸۱
۳	فعالیتهای کمکی به نهادهای مالی (بجز بیمه و بازنشستگی)	۶۸.۸۲	۲۰.۱۹	۳۰.۹۰	۰.۷۹
۴	شیمیایی - شیمیایی پایه بجز کود	۳۱.۸۰	۲۱.۴۲	۴۷.۱۰	۰.۷۱
۵	سیمان، آهک و گچ	۳۸.۴۷	۲۰.۰۸	۴۲.۴۴	۰.۷۱
۶	فرآورده‌های نفتی - محصولات پالایش شده پتروشیمی	۹.۶۰	۲۲.۰۴	۵۴.۷۹	۰.۶۶
۷	دارویی - داروهای شیمیایی و گیاهی	۳۰.۰۱	۱۷.۴۷	۴۶.۴۵	۰.۶۵

۸	زراعت و خدمات وابسته - پرورش طیور	۲۷.۲۲	۱۷.۳۴	۳۳.۸۷	۰.۶۱
۹	واسطه‌گری‌های مالی و پولی - لیزینگ مالی	۴۳.۳۳	۱۰.۶۷	۲۶.۳۴	۰.۵۶
۱۰	حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات - سایر حمل و نقل	۲۰.۳۲	۱۵.۴۸	۳۱.۳۸	۰.۵۶
۱۱	انبوه‌سازی املاک و مستغلات	۴۹.۲۷	۹.۵۹	۱۸.۶۰	۰.۵۵
۱۲	فلزات اساسی - فلزات گرانبها غیرآهن	۲۴.۲۰	۹.۳۰	۵۸.۰۰	۰.۵۴
۱۳	دستگاههای برقی - سیم و کابل عایق	۲۱.۶۳	۱۱.۱۹	۳۶.۲۷	۰.۵۲
۱۴	غذایی بجز قند و شکر - شکلات	۱۵.۷۱	۱۲.۱۶	۳۶.۱۵	۰.۵۱
۱۵	قند و شکر	۱۱.۹۶	۱۱.۴۷	۳۷.۶۲	۰.۴۹
۱۶	کاشی و سرامیک - سرامیک ساختمانی	۱۸.۹۱	۹.۸۶	۲۴.۱۰	۰.۴۶
۱۷	لاستیک و پلاستیک - تایر و بازسازی تایر	۱۳.۵۷	۹.۷۳	۲۶.۸۸	۰.۴۵
۱۸	کانی غیرفلزی - سرامیک غیرساختمانی	۱۶.۷۳	۷.۶۳	۲۸.۸۷	۰.۴۴
۱۹	ماشین آلات و تجهیزات - ماشین‌آلات کشاورزی و باغبانی	۱۴.۹۴	۷.۰۰	۲۰.۶۳	۰.۴۱
۲۰	محصولات کاغذی - خمیر کاغذ، کاغذ و مقوا	۹.۹۲	۶.۸۷	۲۴.۹۹	۰.۴۰
۲۱	محصولات فلزی - سایر محصولات فلزی	۶.۸۵	۲.۵۳	۲۳.۱۲	۰.۳۲
۲۲	خودرو و قطعات - تولید وسایل نقلیه موتوری	۸.۷۴	۰.۶۹	-۷.۹۴	۰.۲۴
۲۳	بانکها و موسسات اعتباری - سایر واسطه‌های پولی	-۲.۹۹	۰.۳۹	-۱۰۷.۴۰	۰.۰۰

حال با توجه به اطلاعات جدول شماره () اقدام به بررسی صنایع اولویت‌دار می‌پردازیم:

اولویت اول: استخراج کانه‌های فلزی ــ سنگ‌آهن

نمره ترکیبی این صنعت ۰/۸۷میباشد. ویژگی بنیادین این صنعت، ترکیب حاشیه سود عملیاتی بسیار بالا، معادل ٪۷۰/۱۵، ROA برابر ٪۲۵/۰۲، و ROE برابر با ٪۳۸/۵۸ میباشد. ROE بر اساس فرمول دوپونت محاسبه و بشرح زیر تحلیل می‌گردد:

- **حاشیه سود ۷۰.۱۵٪:** این رقم، رتبه دوم بازار را برای این صنعت رقم زده است. در عمل، از هر ۱۰۰ تومان فروش سنگ‌آهن، حدود ۷۰ تومان به عنوان سود خالص عاید صندوق می‌شود. این حاشیه فوق‌العاده، ریشه در بهای شمش/کنسانتره در بورس کالا و رانت منابع طبیعی غنی است.
- **گردش دارایی۰.۳۶:** این شاخص پایین، نشان می‌دهد که سرمایه‌ها در تجهیزات معدنی و معدن‌کاری "قفل" شده‌اند. یعنی جریان بازدهی این صنعت، آهسته اما پایدار است و در معرض نوسانات روزانه بورس قرار نمی‌گیرد.

- **اهرم مالی ۱.۵۲**: این نسبت، الگویی برای تمام صنایع دیگر است. به عبارت دیگر، ۶۵٪ از کل دارایی‌های این صنعت از محل حقوق صاحبان سهام تأمین مالی شده است و فقط ۳۵٪ به بدهی تکیه می‌زند. این ساختار، صنعت را در امنیت کامل از آسیب‌پذیری‌های بدهی (هزینه بهره و ریسک نرخ بهره) قرار می‌دهد.

نتیجه: این صنعت یعنی «سرمایه‌گذاری در زمین بدون ریسک بهره». در ماتریس تحلیل، قوی‌ترین کاندید برای تخصیص منابع بلندمدت صندوق بازنشستگی است. برای پایش، باید به وضع عوارض دولتی، جهش نرخ مالکانه، و قطعی‌های برق توجه کنید.

مزیت‌های این صنعت به برخورداری از ذخایر معدنی، موقعیت بالادستی در زنجیره فولاد، درآمدهای صادراتی و امکان تعدیل درآمدها متناسب با نرخ ارز مربوط است. در مقابل، نوسانات قیمت جهانی مواد معدنی، حقوق دولتی معادن، محدودیت‌های صادراتی و کمبود برق و گاز از مهم‌ترین ریسک‌های آن محسوب می‌شوند.

اولویت دوم: سرمایه‌گذاری‌ها و سایر واسطه‌های

نمره ترکیبی این صنعت ۰/۸۱ است. این صنعت با حاشیه سود ۹۵/۵۵٪ سود بالایی را در میان صنایع منتخب ثبت کرده است، ROA آن ۱۶/۱۱٪ و ROE آن ۲۲/۷۶٪ است میباشد. ROE بر اساس فرمول دوپونت محاسبه و بشرح زیر تحلیل می‌گردد:

- **حاشیه سود ۹۵.۵۵٪:** این حاشیه فوق‌العاده، نه به‌واسطه تولید، بلکه به‌واسطه ماهیت درآمدی صنعت حاصل شده است.
- **گردش دارایی ۰.۱۷:** این شاخص بسیار پایین میباشد. زیراکه دارایی‌های این صنعت، عمدتاً پورتفوی سهام و اوراق بلندمدت هستند که دوره نقدشوندگی طولانی دارند. یعنی پول در این صنعت «دیر» در دسترس قرار میگیرد. این ویژگی، صنعت مذکور را برای صندوق‌های بازنشستگی که به نقدینگی کوتاه‌مدت نیاز دارند، غیر جذاب می‌کند.
- **اهرم مالی ۱.۴۱:** با وجود درآمد بالا، این صنعت اهرم نسبتاً پایینی دارد (در مقایسه با دارویی و شیمیایی). این ساختار، نشان می‌دهد که انباشت دارایی بیشتر به واسطه تجدید سودها (Reinvestment) صورت گرفته است نه استقراض سنگین.

نتیجه: این صنعت «انبار ارزش» است؛ جایی که پول به مرور زمان بزرگ شده، اما دسترسی نقدی به آن محدود است. ریسک اصلی آن، انجماد ناخواسته پورتفوی و واگرایی ارزش روز از NAV است. حاشیه سود در شرکت‌های سرمایه‌گذاری باید متناسب با ماهیت فعالیت آن‌ها تفسیر شود. درآمد این شرکت‌ها عمدتاً از سود سهام، فروش

سرمایه‌گذاری‌ها و تغییر ارزش دارایی‌ها حاصل می‌شود. بنابراین مقایسه مستقیم حاشیه سود آن‌ها با صنایع تولیدی باید با احتیاط انجام شود.

ریسک‌های اصلی شامل افت بازار سهام، کاهش نقدشوندگی پرتفوی، تمرکز سرمایه‌گذاری‌ها، شناسایی سودهای غیرتکرارشونده و فاصله گرفتن ارزش بازار شرکت از خالص ارزش دارایی‌هاست.

۳. فعالیت‌های کمکی به نهادهای مالی

نمره ترکیبی این صنعت ۰/۷۹ است. این صنعت با حاشیه سود ۶۸/۸۲ ٪، ROA ۲۰/۱۹ ٪ و ROE ۳۰/۹۰٪ میباشد که بر اساس فرمول دوپونت زیر محاسبه شده است.

- **حاشیه سود ۶۸.۸۲٪:** دومین حاشیه سود بالا بعد از واسطه‌های مالی را دارد. زیراکه این صنعت نیاز به سرمایه‌گذاری سنگین در دارایی ثابت ندارد و کسب‌وکار بر اساس دانش، مجوز و شبکه ارتباطی است، نه ماشین و تجهیزات.
- **گردش دارایی ۰.۲۹:** با وجود مزیت حاشیه سود، گردش دارایی کند است. چون درآمد این دسته (کارمزد و کارگزاری) به واسطه تسویه‌های بورسی در بازه‌های زمانی مشخص وصول می‌شود، نه جریان پیوسته فروش کالا.
- **اهرم مالی ۱.۵۳:** ساختار تأمین مالی متعادل است؛ حدود ۶۵٪ به سهام و ۳۵٪ به منابع قرضی، اما تجربه نشان می‌دهد که در دوره‌های رکود بورس، سودآوری این صنعت به شدت به فعالیت‌های کارگز این صنعت منتقل می‌شود.

نتیجه: این صنعت «دانش‌محور» است؛ پتانسیل بالا برای تخصیص منابع بدهی، اما همبستگی مستقیم با وضعیت سلامت بازار سرمایه کشوراست و برای صندوق بازنشستگی، به‌عنوان سرمایه‌گذاری الگوریتمی/ مدیریتی مطرح است.

ماهیت مقیاس‌پذیر خدمات مالی، نیاز محدود به دارایی ثابت و امکان رشد درآمد بدون افزایش متناسب سرمایه‌گذاری فیزیکی، از عوامل اصلی کیفیت مالی این صنعت است. در مقابل، تغییر مقررات بازار سرمایه، افت حجم معاملات، وابستگی درآمد به رونق بازار و رقابت پلتفرم‌های مالی مهم‌ترین ریسک‌های آن هستند.

۴. صنایع شیمیایی پایه

نمره ترکیبی این صنعت ۰/۷۱ است. صنایع شیمیایی پایه با حاشیه سود ۳۱/۸۰ ٪، ROA ۲۱/۴۲ ٪، و ROE ۴۷/۱۰٪ میباشد که بر اساس فرمول دوپونت زیر محاسبه شده است. مزیت اصلی این صنعت نه یک حاشیه سود

افراطی، بلکه ترکیب مناسب سودآوری، بهره‌برداری از دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام است. شیمیایی، نمونه بارز «**تعادل صنعتی**» در بورس ایران است؛ جایی که هر سه شاخص دوپونتی با یکدیگر هم‌صدا شده‌اند.

- **حاشیه سود ۳۱.۸۰٪:** این رقم متوسط رو به بالا است، اما مهم‌ترین عامل، ترکیب آن با بقیه شاخص‌هاست.
- **گردش دارایی ۰.۶۷:** این شاخص، نشانه سلامت است؛ یعنی دارایی‌ها با سرعت معقولی به فروش و سپس به بازده تبدیل می‌شوند.
- **اهرم مالی ۲.۲۰:** صنعت شیمیایی از ساختار مالی تهاجمی برخورداری می‌کند، منابع قرضی بزرگ (تقریبا ۵۶ درصد سرمایه از محل بدهی ها است) در خدمت توسعه خطوط تولیداست. این ساختار، بازده دارایی ۲۱.۴۲ درصدی را به ROE نهائی ۴۷.۱۰ درصدی تقویت کرده است.

نتیجه: صنعت شیمیایی دارای اهرم مالی بالا و گردش متوسط است. مزیت آن، تسعیر دلاری صادرات است. دسترسی به خوراک گازی و مایع، درآمدهای صادراتی و اثرپذیری مثبت از افزایش نرخ ارز از مهم‌ترین عوامل خلق ارزش محسوب می‌شوند. ریسک‌های اصلی نیز شامل تغییر نرخ خوراک، محدودیت انرژی، تحریم‌های صادراتی، هزینه حمل‌ونقل و نوسان قیمت جهانی محصولات شیمیایی است.

۵. سیمان، آهک و گچ

نمره ترکیبی این صنعت ۰/۷۱ است. این صنعت با حاشیه سود ۳۸/۴۷٪، ROA معادل ۲۰/۰۸٪، و ROE ۴۲/۴۴٪ میباشد که بر اساس فرمول دوپونت زیر محاسبه شده است.

صنعت سیمان، با ورود معاملات به بورس کالا، تحول ساختاری عمده‌ای را تجربه کرده است:

- **حاشیه سود ۳۸.۴۷٪:** این رقم، نتیجه مستقیم پایان قیمت‌گذاری دستوری و گذار به عرضه و تقاضای آزاد است. و بهبود قابل‌توجهی نسبت به دوره قبلی دارد.
- **گردش دارایی ۰.۵۲:** ماهیت سرمایه‌بر (کوره‌های پخت، سنگ‌شکن‌ها، سیلوها) این صنعت را ذات گردش آرام می‌کند. دارایی در ماشین‌آلات سنگین قفل شده است.
- **اهرم مالی ۲.۱۱:** برای تکمیل توسعه و بازسازی خطوط، صنعت به منابع قرضی متکی است. این اهرم، با ترکیب حاشیه سود ۳۸.۴۷٪، منجر به بازده نهایی ۴۲.۴۴ درصد شده است نتیجه‌ای که این صنعت را جذاب میکند.

نتیجه: سیمان در حال گذار از «رانتی به رقابتی» است. تقاضای بازسازی و عمرانی منطقه، موتور رشد آن است. اما ریسک‌های ناترازی برق، مازوت‌سوزی اجباری و فرسودگی تجهیزات (چون خطوط قدیمی) منجر به کاهش سودآوری و بازدهی داراییها می‌شوند. برای صندوق، به‌عنوان صنعت چرخه‌ای پایدار مطرح است.

نسبت تقریبی ROE به ROA حدود ۲/۱۱ است. این مقدار نشان می‌دهد که ساختار سرمایه در افزایش بازده سهام‌داران نقش دارد، اما ROA بیش از ۲۰٪ نیز از قدرت عملیاتی مناسب صنعت حکایت می‌کند.

عرضه سیمان در بورس کالا، بهبود سازوکار کشف قیمت و امکان تعدیل نرخ فروش با تورم، به تقویت سودآوری صنعت کمک کرده است. بااین‌حال، سیمان صنعتی سرمایه‌بر و انرژی‌بر است و محدودیت برق و گاز، هزینه حمل، رکود ساخت‌وساز و مداخلات قیمتی می‌تواند سودآوری آن را محدود کند.

۶. فرآورده‌های نفتی و پالایشی

نمره ترکیبی این صنعت ۰/۶۶ است. صنعت پالایش با حاشیه سود ٪۹/۶۰ ، ROA ٪۲۲/۰۴و ROE ٪۵۴/۷۹ که بر اساس فرمول دوپونت زیر محاسبه شده است بالاترین ROE را در میان ۸ صنعت منتخب دارد. با این‌حال، به دلیل حاشیه سود تک‌رقمی، در مدل جدید از رتبه چهارم قبلی به رتبه ششم منتقل شده است. پالایشگاه‌ها، استثنائی‌ترین ساختار را در کل ۲۳ صنعت دارند و به‌عنوان الگوی «گردش بالا / حاشیه نازک» شناخته می‌شوند.

- **حاشیه سود ۹.۶۰٪:** این رقم، ضعیف‌ترین حاشیه سود بین ۹ صنعت برتر است. دلیل آن فرآورده‌های نفتی کالای حجیم و کم‌حاشیه است که بهای نهایی آن به تفاضل «کُرک‌اسپرد» وابسته است.
- **گردش دارایی ۲.۳۰:** این شاخص، بالاترین در بین تمام ۲۳ صنعت است؛ به عبارت دیگر، دارایی‌های پالایشی در یک سال مالی، به‌طور تقریبی ۲.۳ برابر ارزش خود فروش می‌شوند و به نقدینگی بدل می‌شوند. این صنعت به نوعی «چشم و دل بازار» است.
- **اهرم مالی ۲.۴۹:** ساختار بدهی‌محور (تقریباً ۶۰ درصد دارایی این گروه از محل بدهی میباشد)، این صنعت را به‌عنوان یک ماشین استخراج سود از سایر صنایع تقویت داده است: با ترکیب حاشیه ضعیف (۹.۶۰٪) و گردش فوق‌العاده (۲.۳۰)، بازده نهائی سهام به ۵۴.۷۹ درصد یعنی بالاترین ROE در کل بازار رسیده است.

نتیجه: پالایش، «موتور نقدینگی اقتصاد» است؛ اما این مزیت شمشیر دولبه است. در صورت افت نرخ‌های جهانی یا تغییر فرمول قیمت‌گذاری، حاشیه سود ۹.۶ درصدی به سرعت به زیان عملیاتی منتقل می‌شود. استراتژی صندوق، خرید در زمان کرک‌اسپرد پایین و فروش در زمان رونق جهانی میباشد.

بر مبنای نسبت ساده ROA به حاشیه سود، گردش دارایی تقریبی این صنعت حدود ۲/۳۰ مرتبه است. همچنین نسبت ROE به ROA حدود ۲/۴۹ برآورد می‌شود. این ترکیب نشان می‌دهد که بازده بالای سهام‌داران بیشتر از گردش سریع دارایی‌ها و تا حدی از ساختار سرمایه حاصل می‌شود، نه از حاشیه سود بالا.

مزیت صنعت پالایش، مقیاس فروش بالا و گردش قابل‌توجه منابع است. در مقابل، فرمول قیمت‌گذاری خوراک و فرآورده، کیفیت نفت خام، نرخ ارز تسعیر، فاصله میان ارزش فرآورده‌های نفتی تولیدشده و بهای نفت خام مصرفی، مطالبات از دولت و نیاز به سرمایه‌گذاری سنگین برای نوسازی، مهم‌ترین ریسک‌های آن هستند.

۷. محصولات دارویی

نمره ترکیبی این صنعت ۰/۶۵ است. صنعت دارویی با حاشیه سود ۳۰/۰۱٪، ROA برابر۱۷/۴۷٪ و ROE ٪۴۶/۴۵ میباشد که ROE بر اساس فرمول دوپونت زیر محاسبه شده است. تقاضای نسبتاً بی کشش برای محصولات سلامت‌محور، این صنعت را در برابر چرخه‌های اقتصادی مقاوم‌تر می‌کند.

- **حاشیه سود ۳۰.۰۱٪:** حاشیه خوب است، اما نه فوق‌العاده. قدرت این صنعت در پایداری آن است، تقاضای دارو کشش‌ناپذیر است و در هیچ سناریوی اقتصادی به صفر نمی‌رسد.
- **گردش دارایی ۰.۵۸:** دارایی‌ها با نظم معقولی گردش دارند.
- **اهرم مالی ۲.۶۶:** بالاترین نسبت در بین ۹ صنعت برتر میباشد. شرکت‌های دارویی، به دلیل تأخیر وصول مطالبات از دانشگاه‌های علوم پزشکی و بیمه‌ها، ناچارند از بانک‌ها وام بگیرند تا شکاف نقدینگی را جبران کنند. این اهرم، بازده دارایی ۱۷.۴۷ درصدی را به ROE نهائی ۴۶.۴۵ درصدی تقویت کرده است.

نتیجه: دارویی، «قوام اعتباری به جهت سلامت» است. مزیت آن ثبات تقاضا و ریسک ذاتی آن قیمت‌گذاری دستوری (ماده ۲۰)، تأخیر در وصول مطالبات از شرکت‌های پخش و بخش عمومی، نوسان ارز مواد اولیه و محدودیت نقدینگی، و بدهی‌های دولت است، در پرتفوی صندوق، بازده بالای آن جذاب است، اما وابستگی به نرخ بهره بانکی باید مدنظر باشد.

نسبت تقریبی ROE به ROA حدود ۲/۶۶ است؛ بنابراین ساختار سرمایه، بدهی‌ها و سایر آثار مالی در افزایش بازده سهام‌داران نقش قابل‌توجهی دارند. ازاین‌رو، ROE بالای صنعت باید در کنار کیفیت مطالبات، هزینه مالی و سرمایه در گردش تفسیر شود.

۸. زراعت و پرورش طیور

نمره ترکیبی این صنعت ۰/۶۱است. این صنعت با حاشیه سود ۲۷/۲۲٪، ROA معادل ۱۷/۳۴٪و ROE برابر ۳۳/۸۷٪ در جایگاه هشتم قرار گرفته است. مزیت آن از برتری بسیار زیاد در یک شاخص ناشی نمی‌شود؛ بلکه ترکیب نسبتاً متوازن سودآوری عملیاتی و بازده سرمایه باعث حضورش در جمع صنایع برتر شده است.

- **حاشیه سود ۲۷.۲۲٪:** حاشیه سود متوسط میباشد و اما اهمیت آن در کشش‌ناپذیری تقاضا است (سبد پروتئینی خانوار همیشه مورد تقاضاست).
- **گردش دارایی ۰.۶۴:** این رقم نشان می‌دهد که دارایی‌ها به طور معقولی گردش دارند؛ یعنی تولید و فروش طیور به فاصله‌های زمانی کوتاه انجام می‌شود (بر خلاف مثلاً معدن که ۷ ماهه است).
- **اهرم مالی ۱.۹۵:** این اهرم «متعادل» است و نشان‌دهنده استفاده از وام‌های ترجیحی بانکی بخش کشاورزی است؛ نه استقراض بازاری با نرخ بهره بالا.

نتیجه: این صنعت به‌عنوان «صندوق پروتئینی خانوار» عمل می‌کند. تقاضای نسبتاً پایدار برای مواد غذایی، ماهیت ضروری محصولات و امکان تعدیل بخشی از قیمت‌ها با تورم از نقاط قوت این گروه است. در مقابل، قیمت نهاده‌های دامی، وابستگی به واردات نهاده (کنجاله سویا و ذرت) و نوسانات اختصاص ارز ترجیحی، سیاست‌های وارداتی، قیمت‌گذاری دستوری، بیماری‌های دامی و نوسانات آب‌وهوایی از مهم‌ترین ریسک‌های آن محسوب می‌شوند.

۹. واسطه‌گری‌های مالی و پولی – لیزینگ مالی

نمره ترکیبی این صنعت ۰/۵۶است. این صنعت با حاشیه سود ۴۳/۳۳٪، ROA معادل ۱۰/۶۷٪و ROE برابر ۲۶/۳۴٪ در جایگاه نهم قرار گرفته است.

- **حاشیه سود خالص ۴۳.۳۳٪:** نشان‌دهنده فاصله معنادار (Spread) میان نرخ تسهیلات اعطایی و بهای تمام‌شده تأمین مالی شرکت‌های واسطه‌گری است. ماهیت درآمد کارمزدی و سود اقساط، حاشیه بالایی روی درآمد عملیاتی ایجاد می‌کند.
- **گردش دارایی‌ها ۰.۲۵:** به دلیل اینکه دارایی‌های این صنعت ماهیت تسهیلات بلندمدت و اقساطی دارند، حجم دارایی ترازنامه‌ای سنگین است و دوره تبدیل آن به درآمد عملیاتی سالانه کند می‌باشد (هر ۴ سال یک‌بار معادل کل دارایی درآمد ایجاد می‌شود).

- **اهرم مالی ۲.۴۷:** موتور اصلی ارتقای بازده در این صنعت است؛ لیزینگ‌ها با جذب بدهی و حقوق صاحبان سهام پایین، حجم بزرگی از تسهیلات را اهرم کرده و ROA پایین (۱۰.۶۷٪) را به ROE رقابتی (۲۶.۳۴٪) تبدیل می‌کنند.

نتیجه: در شرایط تورمی و افزایش نرخ بهره بدون ریسک، اگر نرخ دستوری تسهیلات نتواند با بهای تمام‌شده پول همگام شود، حاشیه سود به شدت فشرده می‌شود و بخش عمده دارایی‌ها در قالب مطالبات معوق با ریسک تعویق مواجه است.

۱۰–حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات – سایر حمل و نقل

نمره ترکیبی این صنعت ۰/۵۶است. این صنعت با حاشیه سود ۲۰/۳۳٪، ROA معادل ۱۵/۴۸٪و ROE برابر ۳۱/۳۸٪ در جایگاه دهم قرار گرفته است.

- **حاشیه سود خالص ۲۰.۳۲٪:** به دلیل سهم بالای هزینه‌های جاری عملیاتی (سوخت، تعمیرات و نگهداری ناوگان، قطعات یدکی و استهلاک)، حاشیه سود این صنعت نسبتاً باریک است.
- **گردش دارایی‌ها ۰.۷۶:** بالاترین گردش دارایی در میان این سه صنعت؛ دارایی‌های فیزیکی (ناوگان حمل‌ونقل جاده‌ای، ریلی یا دریایی) به صورت مداوم در حال درآمدزایی روزانه و ایجاد جریان نقد هستند.
- **اهرم مالی ۲.۰۳:** این صنعت از بدهی برای نوسازی و توسعه ناوگان به شکلی متوازن استفاده می‌کند که ضرب آن در گردش دارایی بالا، ROA مناسب (۱۵.۴۸٪) و در نهایت ROE مطلوب (۳۱.۳۸٪) را رقم زده است.

نتیجه: همبستگی مستقیم با تورم و تحرک اقتصادی؛ با رشد نرخ تورم و افزایش نرخ‌های کرایه حمل (تعرفه‌های سالانه)، درآمد نقدی شرکت‌ها بلافاصله تعدیل می‌شود و دوره گردش وجوه نقد را بسیار کوتاه نگه می‌دارد.

۱۱–انبوه‌سازی املاک و مستغلات

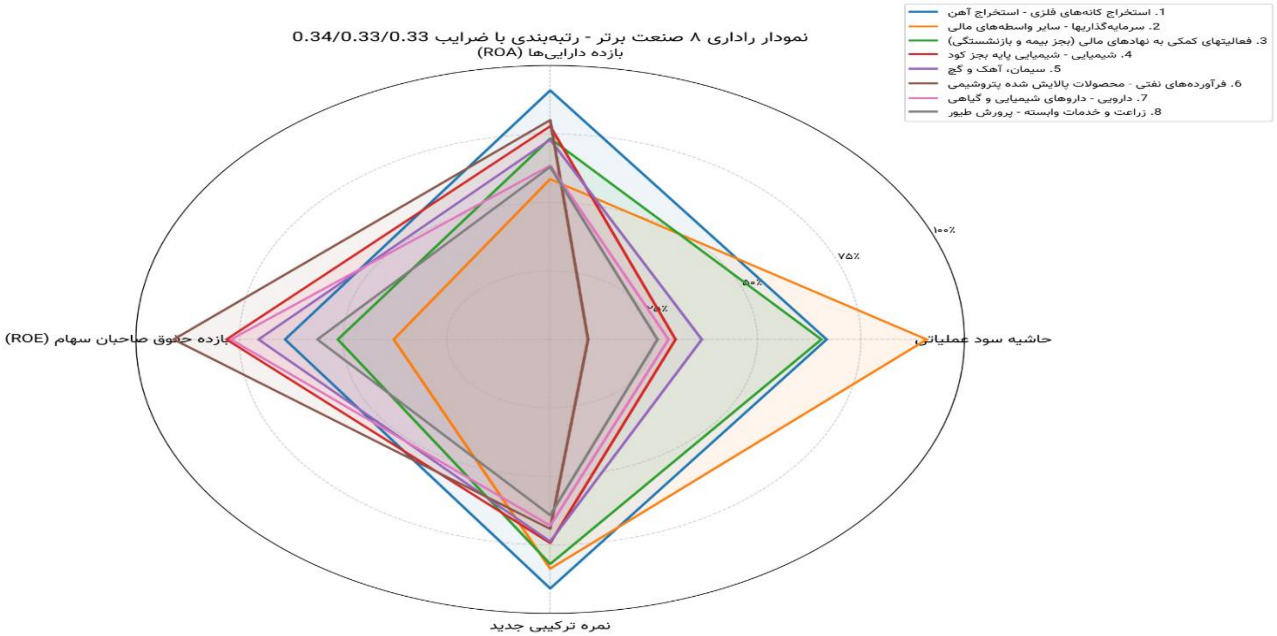
نمره ترکیبی این صنعت ۰/۵۵است. این صنعت با حاشیه سود ۴۹/۲۷٪، ROA معادل ۹/۵۹٪ و ROE برابر ۱۸/۶۰٪ در جایگاه یازدهم قرار گرفته است.

- **حاشیه سود خالص (۴۹.۲۷٪):** در ظاهر حاشیه سود بسیار بالایی دارد که نتیجه تورم دارایی‌های ملکی در طول دوره ساخت و فروش پروژه‌ها با قیمت روز است.

- **گردش دارایی‌ها ۰.۱۹:** ضعیف‌ترین گردش دارایی در میان ۱۱ صنعت برتر (بیش از ۵ سال برای یک دور گردش کامل دارایی). این امر ناشی از چرخه عملیاتی بسیار طولانی پروژه‌های ساختمانی (۲ تا ۵ سال) و رکود فصلی در فروش است.
- **اهرم مالی ۱.۹۴:** پیش‌دریافت‌ها و تسهیلات ساخت، اهرم را در سطح متعادلی نگه داشته‌اند؛ اما به دلیل سرعت پایین چرخش دارایی‌ها، ROA به زیر ۱۰ درصد (۹.۵۹٪) و ROE به ۱۸.۶۰٪ محدود شده است.

نتیجه: پوشش تورمی عالی با نقدشوندگی ضعیف دارد و دارایی‌های انبوه‌سازی، ارزش ذاتی و دفتری شرکت را در برابر تورم حفظ می‌کنند، اما از منظر جریان نقد پایدار (Cash Flow) و بازده حسابداری کوتاه‌مدت (ROE)، نسبت به سایر صنایع بورسی بازدهی اسمی کمتری ایجاد می‌کنند مگر در زمان شناسایی تجدید ارزیابی یا واگذاری پروژه‌های بزرگ.

در ادامه ، بر اساس تصویر زیر نیز این رتبه بندی انجام شده است. این تصویر، نمودار راداری ۸ صنعت برتر بر اساس رتبه‌بندی جدید با ضرایب ۰.۳۴،۰.۳۳،۰.۳۳ است و برای مقایسه همزمان چند بُعد عملکردی هر صنعت طراحی شده است. این رادار نشان می‌دهد که هیچ صنعتی در همه ابعاد برتری مطلق ندارد؛ هر صنعت ترکیب متفاوتی حاشیه سود عملیاتی، ROA، ROE و نمره ترکیبی نهایی را دارد. بنابراین، تصویر بیشتر از آنکه فقط یک جدول رتبه‌بندی باشد، الگوی کیفی مزیت رقابتی صنایع را نمایش می‌دهد.



اطلاعات برداشتی از تصویر، تحلیل های انجام شده بر اساس داده های جدول را تأیید می نماید.

بر اساس رتبه‌بندی جدید و تحلیل های انجام شده، ۱۱ گروه نخست اولویت دار برای سرمایه گذاری بشرح زیر پیشنهاد می گردد:

۱. استخراج کانی‌های فلزی؛
۲. سرمایه‌گذاری‌ها - سایر واسطه‌های مالی؛
۳. فعالیت‌های کمکی به نهادهای مالی؛
٤. صنایع شیمیایی پایه بجز کود؛
٥. صنایع سیمان، آهگ و گچ؛
٦. فرآورده‌های نفتی و محصولات پالایش شده پتروشیمی،
۷. صنایع دارویی – داروهای شیمیایی و گیاهی
۸. زارعت و خدمات وابسته - پرورش طیور
۹. واسطه گری‌های مالی و پولی – لیزینگ مالی
۱۰. حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات – سایر حمل و نقل
۱۱. انبوه سازی املاک و مستغلات

٦- اولویت بندی و پیشنهاد سرمایه گذاری بر اساس صنایع جذاب و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده

این گزارش بر اساس گزارش جامع Future Today Institute و تحلیل خوشه‌های صنعتی و فناوری‌محور جهانی برای جهت‌گیری بلندمدت پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق تهیه شده است و در آن، گزارش صدها روند کلیدی در صنایع مختلف را تحلیل و نشان می‌دهد که چگونه فناوری‌های نوین به‌ویژه هوش مصنوعی (AI) الگوی ارزش‌آفرینی در صنایع را بازتعریف می‌کنند، صنایعی که هم از نظر رشد، هم از نظر مقیاس‌پذیری فناوری و هم از نظر پایداری اقتصادی در افق دهه آینده مناسب‌ترین فرصت‌ها را برای سرمایه‌گذاری بلندمدت صندوق ارائه می‌کنند.

بر این اساس، تحولات پنج سال آینده اقتصاد جهان، سه حقیقت بنیادین برای صندوق‌های بازنشستگی آشکار می‌سازد که عبارتند از:

۱. انتقال ارزش از دارایی‌های فیزیکی به دارایی‌های دانشی و فناورانه: ارزش آتی شرکت‌ها و صنایع، نه در زمین و دستگاه، بلکه در داده، الگوریتم و شبکه‌های ارتباطی نهفته است.
۲. پیری جمعیت و افزایش هزینه‌های سلامت: موجب می‌شود صنایع "سلامت هوشمند" و "اقتصاد طول عمر (Longevity Economy)" محور سودآوری صندوق‌های بازنشستگی باشند.
۳. تغییر در زنجیره تأمین و مصرف جهانی: از تولید انبوه به سمت تولید انعطاف‌پذیری و شخصی‌سازی‌شده در حال تغییر است.

در راستای سه محور فوق، جدول (۱۶) به بررسی صنایع و حوزه‌های جذاب جهانی در افق بلندمدت پرداخته است:

جدول شماره (۱۶): سرمایه گذاری بر اساس صنایع جذاب و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده

ردیف	خوشه صنعتی/فناوری	حوزه‌های فرعی کلیدی	منطق جذابیت بلندمدت
۱	هوش مصنوعی و محاسبات پیشرفته	پردازش لبه، هوش مولد، زیرساخت ابری	افزایش بهره‌وری و ایجاد مدل‌های جدید کسب‌وکار
۲	بیوتکنولوژی و سلامت نو	ژن‌درمانی، تله‌مدیسین، حسگرهای پوشیدنی	اثر مستقیم بر اقتصاد سلامت و هزینه‌های بازنشستگی
۳	انرژی سبز و اقلیم	باتری‌های نسل جدید، هیدروژن، فناوری‌های کربن‌کاهش	انطباق با سیاست‌های جهانی ESG و رشد سرمایه‌گذاری اقلیمی
۴	زیرساخت دیجیتال و امنیت سایبری	دیتاسنتر، رمزنگاری پیشرفته، حفاظت از داده	دارایی پایدار با جریان نقدی بلندمدت
۵	لجستیک هوشمند و حمل‌ونقل خودکار	خودروهای خودران، پهپادها، ناوگان هوشمند	کاهش هزینه و افزایش بهره‌وری زنجیره تأمین
۶	فناوری مالی (FinTech)	بانکداری باز، CBDC، بیمه هوشمند	افزایش کارایی خدمات مالی و مدیریت دارایی
۷	اقتصاد پلتفرمی و تجارت دیجیتال	بازارگاه‌های آنلاین، مدل اشتراکی، اقتصاد پلتفرمی	رشد سریع مقیاس و نفوذ بازار
۸	رباتیک و اتوماسیون صنعتی	ربات‌های صنعتی، تولید افزایشی (چاپ سه‌بعدی)	جبران کمبود نیروی کار و افزایش بهره‌وری
۹	داده و محاسبات پیشرفته	تحلیل پیش‌بینانه، کلان‌داده، محاسبات کوانتومی	بهبود تصمیم‌گیری و مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری
۱۰	فناوری فضایی و ارتباطات ماهواره‌ای	ماهواره‌های LEO، سنجش از دور، اینترنت اشیا فضایی	ایجاد زیرساخت جهانی ارتباطات و داده

منبع: TR۲۰۲۴, Trend Clusters Section

با توجه به موارد یاد شده فوق، پرتفوی صندوق آینده‌ساز برای دوره های کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت بشرح زیر پیشنهاد میگردد:

الف) سرمایه گذاری در کوتاه‌مدت (۱ تا ۳ سال) شامل افزایش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دیجیتال‌سازی داخلی، تمرکز بر شرکت‌های دارای پلتفرم داده و تحلیل رفتاری جهت بهسازی خدمات اعضا، تشکیل "هسته نوآوری سرمایه‌گذاری" و تشکیل تیم‌های بین‌رشته‌ای برای ارزیابی فرصت‌های فناوری در همکاری با دانشگاه‌ها و شتاب‌دهنده‌ها میباشد.

ب) سرمایه گذاری در میان‌مدت (۳ تا ۵ سال) شامل ورود مرحله‌ای به صنایع سلامت دیجیتال و بیوتک، مشارکت در شرکت‌های فعال در سلامت از راه دور، ژن‌تراپی و تجهیزات پوشیدنی، سرمایه‌گذاری زیرساختی در دیتاسنتر و مراکز پردازش، ایجاد زیرصندوق سرمایه‌گذاری AI برای صنایع داخلی برای حمایت از پروژه‌های بومی AI در بیمه، مالی، تولید و آموزش میباشد. این دارایی‌ها دارای بازده شبه‌املاک ولی آینده‌محور هستند

ج) سرمایه گذاری بلندمدت (۵ تا ۱۰ سال) شامل تولید انرژی سبز، مشارکت در نیروگاه‌های خورشیدی، پروژه‌های ذخیره‌سازی و کاهش دهنده کربن، سرمایه‌گذاری در فناوری‌های امنیت داده و سایبری برای مصون‌سازی دارایی‌های دیجیتال و اطلاعات اعضاء؛ و ورود به اقتصاد طول عمر و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تحقیقاتی و دارویی با هدف‌شان افزایش سلامت زمان بازنشستگی است.

با توجه به اینکه فناوری های نو، ریسک‌ها و ملاحظات کلیدی مختص به خود را دارند، در جدول شماره (۱۷)، ریسکهای هر حوزه شناسایی و راهکارهای مدیریت آن ارائه شده است.

جدول شماره (۱۷): ریسکهای سرمایه گذاری بر اساس صنایع جذاب و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده

منبع: TR۲۰۲۴, Trend Clusters Section

حوزه	ریسک اصلی	رویکرد پیشنهادی مدیریت ریسک
فناوری‌های نو	نوسان بالا در بلوغ تکنولوژی	ورود از مسیر سرمایه‌گذاری مرحله‌ای (Phased Entry)
بیوتک	ریسک مقرراتی و زمان بازده	مشارکت با صندوق‌های تخصصی خارجی
انرژی	نوسان قیمت جهانی	تأکید بر دارایی‌های زیرساختی بلندمدت
پلتفرم‌های دیجیتال	رقابت شدید بازار	سرمایه‌گذاری در زیرساخت به جای اپلیکیشن نهایی

۷- بررسی ترکیب داراییهای صندوقهای بازنشستگی سایر کشورها و پیشنهاد ترکیب بهینه

عملکرد صندوق‌های موفق داخلی و صندوق‌ها و طرح‌های بازنشستگی سایر کشورها بر اساس مطالعات پژوهشی Overview of the ۲۰۲۲ Asset Allocation Study of Fortune ۱۰۰۰ pension Plan (مقاله شماره ۱ چاپ شده در نشریه Insider جلد ۳۲ منتشر شده در دسامبر ۲۰۲۳) و Asset Allocation of Pension Funds (مقاله شماره ۲ چاپ شده در نشریه Australian Center For Financial Studies مارس ۲۰۱۹) بررسی گردید و نتایج زیر در خصوص نحوه تخصیص دارائی‌ها و منابع در طرح‌ها و صندوق‌های بازنشستگی کشورهای مختلف حاصل گردید که به ارائه آنها می پردازیم:

۱- به استناد مقاله شماره (۲) که صندوق‌های بازنشستگی کشورهای مختلف را مورد واکاوی قرار داده است در هیچ کشوری الزام به سرمایه‌گذاری در حوزه‌ای خاص وجود ندارد لیکن در برخی کشورها برای بعضی حوزه‌های سرمایه‌گذاری منع یا سقف مجاز وجود دارد. به عنوان مثال در برخی کشورها نظیر ایالات متحده آمریکا، بریتانیا، کانادا، استرالیا، هلند و سوئد هیچ الزام و یا محدودیتی در مورد میزان و حوزه سرمایه‌گذاری برای طرح‌ها و صندوق‌های بازنشستگی وجود ندارد.

۲- به استناد همان مقاله در برخی کشورها نظیر سوئیس، ژاپن، برزیل و ایتالیا صندوق‌های بازنشستگی از سرمایه‌گذاری در حوزه املاک و مستغلات منع شده‌اند.

۳- به استناد همان مقاله در برخی کشورها نظیر آلمان، کره‌جنوبی، اسپانیا و دانمارک صندوق‌های بازنشستگی از ورود به سرمایه‌گذاری‌های خرد منع شده‌اند.

۴- به استناد مقاله شماره (۱) که وضع موجود حدود ۱۰۰۰ طرح بازنشستگی در ایالات متحده آمریکا را بررسی نموده، ترکیب دارایی صندوق‌ها متاثر از اندازه و ابعاد آن‌ها بوده و صندوق‌های کوچک‌تر وزن بیشتری نسبت به صندوق‌های بزرگ‌تر به اوراق بدهی و سهام شرکت‌های سهامی عام می‌دهند در مقابل صندوق‌های بزرگ‌تر به مراتب بیش از صندوق‌های کوچک‌تر به املاک و سهام شرکت‌های سهامی خاص در سبد دارائی خود وزن می‌دهند. با این حال اوراق بدهی با ۵۵ درصد و سهام شرکت‌ها با ۳۰ درصد به ترتیب بزرگترین بخش دارائی تمام صندوق‌های بازنشستگی ایالات متحده آمریکا را تشکیل می‌دهد.

۵- نسبت دارائی‌ها به نرخ بهره وابسته بوده و از آنجا که عموماً بازارهای سهام با افزایش نرخ بهره دچار ریزش می‌شوند، صندوق‌ها با افزایش نرخ بهره، نسبت اوراق بدهی را در سبد دارائی خود افزایش داده و از وزن سهام در سبد خود می‌کاهند.

۶- از موارد تاثیرگذار دیگر در ترکیب دارائی صندوق‌ها وضعیت تامین مالی و تراز یا ناترازی آنهاست. صندوق‌هایی که با ناترازی و کسری مواجه‌اند به استناد مقاله شماره ۱ بیش از سایر صندوق‌ها به اوراق بدهی و درآمد ثابت وزن می‌دهند در مقابل صندوق‌هایی که از منظر پاسخگویی تعهدات، تامین مالی بوده و یا حتی تمکن مازاد بر تعهدات دارند با اطمینان بیش‌تری از وزن اوراق بدهی در سبد خود کاسته و با هدف نیل به سود بیش‌تر با پذیرش ریسک بیش‌تر، نسبت سهام را در ترکیب دارائی خود افزایش می‌دهند.

۷- صندوق‌ها تا حدود ۷ درصد از ترکیب دارائی خود را به سرمایه‌گذاری‌های جایگزین نظیر اوراق مشتقه و بیمه سهام، اشیاء قیمتی و نفیس و همچنین بازار فلزات گرانبهاء و دارائی‌های نوین مانند ارز دیجیتال، صندوق‌های پشتوانه طلا و صندوق‌های مبتنی بر کالا اختصاص داده‌اند.

۸- صندوق‌ها متناسب با اندازه، وضعیت تامین مالی و تراز منابع و تعهدات خود حدود ۳ الی ۵/۵ درصد دارائی هایشان را به حوزه بازار پول یعنی انواع مختلف سپرده‌های بانکی اختصاص می‌دهند.

فلذا با در نظر گرفتن مشخصه‌های اقتصاد ایران به مانند نرخ تورم و بهره، بازدهی طولانی مدت بازار سرمایه و بازارهای موازی نظیر ارز و مسکن و همچنین سیاستهای پولی و بانکی اتخاذ شده از سوی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، سیاست مدیریت ترکیب دارائی صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز به شرح ذیل پیشنهاد می‌گردد:

الف) عدم تعیین حداقل و حدنصاب برای هر نوع سرمایه‌گذاری

ب) اجتناب از الزام به سرمایه‌گذاری در حوزه‌ای خاص

ج) انواع اوراق مشارکت، صکوک و خزانه اسلامی منتشر شده توسط دولت جمهوری اسلامی ایران تا سقف ۵۰ درصد دارائی‌ها

د) انواع اوراق درآمد ثابت و اوراق بدهی و تامین مالی نظیر اوراق سلف و اجاره منتشر شده توسط نهادهای عمومی و یا دارای مجوز از سازمان بورس تا سقف ۱۰ درصد دارائی‌ها

ه) سهام شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار و فرابورس ایران تا سقف ۳۵ درصد دارائی‌ها

و) سهام شرکت‌های سهامی خاص و شرکت‌های دانش بنیان و سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر تا سقف ۲۵ درصد دارائی‌ها

ز) انواع سپرده‌گذاری نزد بانک‌های دارای مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تا سقف ۱۰ درصد دارائی‌ها

ح) املاک و مستغلات تا سقف ۱۵ درصد دارائی‌ها

ط) انواع صندوق‌های قابل معامله (ETF) درآمد ثابت، سهامی و مختلط و صندوق‌های سرمایه‌گذاری پشتوانه طلا پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار تا سقف ۱۵ درصد دارائی‌ها

ی) انواع اوراق مشتقه اختیار معامله شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و فرابورس ایران تا سقف ۵ درصد دارائی‌ها

ط) سایر سرمایه‌گذاری‌ها تا سقف ۵ درصد دارائی‌ها

۸- اولویت بندی و پیشنهاد سرمایه گذاری بر اساس نظرخواهی از خبرگان صنعت و اقتصاد

برای تخصیص منابع و طراحی "سبد سرمایه‌گذاری بهینه" صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز با رویکرد نظرخواهی از خبرگان صنعت و اقتصاد، پرسشنامه ای در ۴ بخش تدوین و از صاحبنظران گرامی خواسته شده است با توجه به شاخص‌های بخش دوم، از میان ۳۷ گروه صنعتی معرفی‌شده بخش سوم (برگرفته از بند ۴و ۵ همین فصل)، ۵ گروه را انتخاب و اولویت‌بندی کنند که جزئیات این پرسشنامه در پیوست (۱) ارائه میشود. این پرسشنامه بین جامعه آماری (بازنشستگان صندوق آینده ساز و ...) توزیع و در ادامه، پاسخ‌ها جمع‌آوری و تحلیل می‌شوند تا سبد پیشنهادی سرمایه‌گذاری صندوق تعیین گردد که نتیجه آن بشرح زیر میباشد.

۱. مشخصات کلی پاسخ‌دهندگان

تعداد مشارکت‌کنندگان: تعداد مشارکت‌کنندگان ۴۵ نفر میباشند که ۴۳ نفر مرد (۹۶ درصد) و ۲ نفر زن (۴درصد زن) هستند.

محدوده سنی: محدود سنی شرکت‌کنندگان از ۱۳۲۶ تا ۱۳۶۹ میباشد.

تحصیلات: عمده شرکت‌کنندگان کارشناسی‌ارشد و دکتری و تعداد کمی هم دیپلم و کارشناسی میباشند.

سمت‌های سازمانی: سمت‌های سازمانی شرکت‌کنندگان شامل مدیرعامل، عضو هیئت‌مدیره، رئیس اداره، مشاور، کارشناس ارشد میباشد و اغلب در صنایع خودرو، پتروشیمی، مالی، انرژی و تراکتورسازی فعال هستند.

۲. اولویت‌های سرمایه‌گذاری:

- **اولویت اول سرمایه‌گذاری:** اولویت‌های اول سرمایه‌گذاری بر اساس تعداد تکرار (فراوانی)، میانگین درصد تخصیص و افق زمانی غالب بشرح جدول شماره (۱۸) است.

جدول شماره (۱۸): اولویت اول سرمایه گذاری

اولویت اول سرمایه گذاری	فراوانی	میانگین درصد تخصیص	افق زمانی غالب
گروه پتروشیمی	۲۰	٪۲۷.۵	میان‌مدت / بلندمدت
گروه انرژی تجدیدپذیر و سبز	۵	٪۳۷	بلندمدت
گروه سرمایه‌گذاری‌های مالی	۴	٪۲۷.۵	میان‌مدت
گروه فرآوردهای نفتی	۲	٪۲۵	بلندمدت
گروه سیمان	۲	٪۳۵	کوتاه‌مدت / بلندمدت
گروه محصولات غذایی و آشامیدنی	۲	٪۲۰	کوتاه‌مدت / میان‌مدت
طلا / صندوق طلا	۲	٪۳۰	بلندمدت
سایر (انرژی، مسکن، هوش مصنوعی، فلزات اساسی، بانک‌ها، وسایل نقلیه، ساختمان، خدمات عمومی) هر کدام ۱ فراوانی			

نتیجه: نزدیک به ۴۴٪ از خبرگان، گروه پتروشیمی را در اولویت نخست قرار داده‌اند – این اجماع قوی نشان از اعتماد به زنجیره ارزش نفت و گاز و بازدهی ارزی این صنعت دارد.

- **اولویت دوم سرمایه گذاری:** اولویت های دوم سرمایه‌گذاری بر اساس تعداد تکرار (فراوانی)، میانگین درصد تخصیص و افق زمانی غالب بشرح جدول شماره (۱۹) است.

جدول شماره (۱۹): اولویت دوم سرمایه گذاری

اولویت دوم سرمایه گذاری	فراوانی	میانگین درصد تخصیص	افق زمانی غالب
گروه فرآوردهای نفتی	۸	٪۲۲	بلندمدت
گروه مواد و محصولات دارویی	۷	٪۲۲	بلندمدت
گروه سرمایه‌گذاری‌های مالی	۶	٪۲۵	میان‌مدت
گروه پتروشیمی	۵	٪۲۴	بلندمدت
گروه ماشین‌آلات و صنایع فلزی	۳	٪۳۲	میان‌مدت
گروه سلامت	۲	٪۲۰	میان‌مدت
کشاورزی / مسکن / خدمات بازرگانی ۲–۱ فراوانی			

نتیجه: در اولویت دوم، خبرگان به تکمیل زنجیره نفت (فرآورده‌ها)، دارو و سلامت و ابزارهای مالی واسطه‌گر روی آورده‌اند که نشان از تنوع‌بخشی و کاهش ریسک دارد.

- **اولویت سوم تا پنجم سرمایه گذاری:** در اولویت‌های بعدی، گروه‌های خدمات عمومی و گردشگری، هوش مصنوعی، فلزات اساسی، کشاورزی، ساختمان و بانک‌ها بیشتر ظاهر می‌شوند و هوش مصنوعی با وجود تکرار

کمتر، در اولویت‌های سوم تا پنجم مورد توجه قرار گرفته و اغلب با افق بلندمدت و دیدگاه آینده‌نگرانه همراه است.

۳. تحلیل افق زمانی در اولویت اول:

پتروشیمی: حدود ۵۰٪ بلندمدت، ۴۵٪ میان‌مدت، ۵٪ کوتاه‌مدت

فرآورده‌های نفتی و فلزات اساسی: غالباً بلندمدت

انرژی تجدیدپذیر: ۶۰٪ بلندمدت، ۲۰٪ میان‌مدت، ۲۰٪ کوتاه‌مدت

سرمایه‌گذاری مالی: ۷۵٪ میان‌مدت، ۲۵٪ بلندمدت

محصولات غذایی و خدمات: اغلب کوتاه‌مدت تا میان‌مدت

برداشت: خبرگان برای صنایع زیرساختی و صادرات‌محور افق بلندمدت را مناسب‌تر می‌دانند، در حالی که کالاهای صرفی و خدمات را زودبازده‌تر ارزیابی می‌کنند.

۴. دسته‌بندی دلایل ارائه‌شده (کیفی)

با بررسی ستون‌های دلایل، محرک‌های اصلی سرمایه‌گذاری در این گروه‌ها به شرح زیر است:

در حوزه پتروشیمی و فرآورده‌های نفتی دلایل سرمایه گذاری عبارتند از: دسترسی به خوراک ارزان و داخلی، ارزآوری بالا و پتانسیل صادراتی (پوشش ریسک نرخ ارز) و حاشیه سود بالا و تداوم تقاضای جهانی.

در حوزه انرژی‌های تجدیدپذیر و هوش مصنوعی دلایل سرمایه گذاری عبارتند از: آینده‌نگری و همگامی با تکنولوژی روز، ناترازی انرژی در کشور و نیاز مبرم به منابع جدید و پتانسیل رشد نمایی در بلندمدت.

در حوزه سرمایه‌گذاری‌های مالی و بانک دلایل سرمایه گذاری عبارتند از: نقدشوندگی بالا، مدیریت ریسک حرفه‌ای و تنوع‌بخشی به دارایی‌ها.

۵. ارتباط مشخصات پاسخ‌دهندگان با اولویت‌ها (تفکیک دیدگاه بر اساس رده سازمانی)

سطوح مدیریتی (مدیرعامل/هیئت‌مدیره): بیشتر بر حوزه‌های ارزآور (پتروشیمی و فلزات) و پایدار تمرکز داشته‌اند تا ثبات سودآوری سازمان را تضمین کنند.

سطوح کارشناسی و میان‌مدیریتی: تمایل بیشتری به حوزه‌های نوظهور مثل هوش مصنوعی و خدمات دیجیتال نشان داده‌اند که نشان‌دهنده دیدگاه تحول‌گرایانه در این لایه است.

۶. جمع‌بندی و توصیه‌های راهبردی برای سبد سرمایه‌گذاری بهینه:

۱. حداقل ۳۰–۳۵٪ از سبد باید به سهام و پروژه‌های پتروشیمی (به‌ویژه شرکت‌های با خوراک داخلی و بازار صادراتی پایدار) اختصاص یابد.

۲. معادل ۲۰–۲۵٪ از سبد برای سرمایه‌گذاری در فرآورده‌های نفتی و دارو پیشنهاد میشود.

۳. معادل ۱۰– ۱۵٪ از سبد به انرژی‌های تجدیدپذیر، خورشیدی و هوش مصنوعی و و استارتاپ‌های AI اختصاص یابد.

۴. حفظ نقدشوندگی از طریق ابزارهای مالی و صندوق‌های طلا ، ۵–۱۰٪ برای صندوق‌های طلا و ۵ -۱۰٪ برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های واسطه‌گری مالی (با افق میان‌مدت) جهت تأمین نقدینگی و کاهش ریسک سیستماتیک اختصاص داده شود.

۵. حداکثر ۵٪ کل به گروه‌هایی مانند ساختمان، سیمان و خدمات عمومی اختصاص داده شود.
در یک نگاه میتوان گفت خبرگان صنعتی و مدیریتی کشور، صنعت پتروشیمی را به‌عنوان موتور محرک سبد سرمایه‌گذاری معرفی می‌کنند و در کنار آن، فرآورده‌های نفتی، دارو، انرژی سبز و هوش مصنوعی را به‌عنوان گزینه‌های مکمل با پتانسیل رشد بالا پیشنهاد می‌دهند.

پیوست (۱)

هوالحکیم

پرسشنامه نظرخواهی از خبرگان محترم صنعت در "طراحی سبد بهینه سرمایه‌گذاری"

فرهیخته گرامی سلام

این پرسشنامه برای تخصیص منابع و طراحی "**سبد سرمایه‌گذاری بهینه**" صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز که منبعد در این پرسشنامه صندوق نامیده میشود، تدوین شده است. برای طراحی این سبد، از صاحبنظران گرامی خواسته می‌شود با توجه به شاخص‌های بخش دوم، از میان ۳۷ گروه صنعتی معرفی‌شده بخش سوم، ۵ گروه را انتخاب و اولویت‌بندی کنند و در ادامه، پاسخ‌ها جمع‌آوری و با تحلیل آماری بررسی می‌شود تا سبد پیشنهادی سرمایه‌گذاری صندوق تعیین گردد. شایان ذکر است با توجه به اینکه اطلاعات حاصل از این پرسشنامه صرفاً برای طراحی سبد بهینه سرمایه‌گذاری این صندوق استفاده خواهد شد، لذا خواهشمند است با توجه به تجربه و دیدگاه خود و پاسخ دقیق به سؤالات، ما را در انتخاب سبد بهینه و تبدیل صندوق به مجموعه‌ای سودآور و پایدار یاری فرمایید. پیشاپیش از همکاری شما سپاسگزاریم.

.....

.....

بخش اول: مشخصات کلی

۱. لطفاً در خصوص رشته دانشگاهی، سطح تحصیلات و آموزش‌های تخصصی طی شده خود توضیح دهید:

.....

.....

.....

.....

۲. لطفاً در خصوص حوزه‌های صنعتی مورد فعالیت بهمراه سابقه و جایگاه سازمانی خود (مدیر عامل/ معاون و ...) توضیح دهید.

.....

.....

.....

.....

.....

نام و نام‌خانوادگی

امضاء و تاریخ

بخش دوم: شاخص‌های مورد نظر برای انتخاب سبد بهینه سرمایه‌گذاری در این صندوق بشرح جدول زیر میباشد:

گروه‌بندی	عناوین شاخص‌ها برای انتخاب سبد بهینه سرمایه‌گذاری
بخش سود	حاشیه سود بالا
	ترجیحاً صنایع پایین دست بدلیل سودآوری و ارزش‌افزایی بیشتر
فروش محصولات	داشتن بازار مناسب و عدم تأثیرپذیری بازار از جریانات سیاسی، افزایش یا کاهش قیمتها (کالاهای بی‌کشش)
	نداشتن محدودیت‌های فروش صادراتی و ارزآوری
	عدم دخالت دولت در قیمت‌گذاری فروش محصولات
	داشتن مزیت رقابتی نسبت به کشورهای همسایه در فروش محصول
	وجود امکانات لجستیکی و حمل و نقل و بسته بندی در انتقال کالا
فنی و فناوری	امکان‌پذیری فنی و فناوری
	انتخاب فنآوری‌هایی که با توجه به سرعت تغییر تکنولوژی منسوخ نشوند.
	آینده‌نگری و افق تکنولوژی و چشم انداز صنعت و شرایط کلان آن (وضعیت صنعت در حال و آینده، بازار رقابتی/ انحصار/...)
تأمین مواد اولیه در بخش صنعتی	امکان تأمین مواد اولیه و مصرفی در حال و آینده از داخل کشور و وابسته نبودن به ماده اولیه وارداتی و ...
	نزدیکی به محل تأمین مواد اولیه در داخل و خارج (در صورت ضرورت)
	وضعیت لجستیک، حمل و نقل، راه و ... در انتقال مواد اولیه
	عدم دخالت دولت در تعیین قیمت مواد اولیه
	امکان تأمین مواد اولیه از بورس کالا
سایر	حمایت کشور از ایجاد و توسعه صنعت خاص برای سرمایه‌گذاری. (اختصاص منابع، معافیت‌های مالیاتی و سایر مشوق‌ها توسط دولت)
	نقدشوندگی بالا، سهل‌المعامله بودن و سهل‌الخروج
	امکان جذب سرمایه‌گذاری خارجی
	استفاده از فهرست ۳۲ گروه صنعتی که بر اساس بازده داراییها اولویت‌بندی شده است (پیوست ۱)

بخش سوم: گروه های صنعتی موجود

ردیف	گروه سرمایه گذاری	ردیف	گروه سرمایه گذاری
۱	گروه پتروشیمی	۲۰	گروه خدمات عمومی، رفاهی و گردشگری
۲	گروه فرآورده های نفتی	۲۱	گروه ماشین آلات، تجهیزات و صنایع فلزی
۳	گروه سرمایه گذاری های مالی	۲۲	گروه شرکتهای چند رشته ای صنعتی
۴	گروه مواد و محصولات دارویی	۲۳	گروه توزیع و پخش
۵	گروه فلزات اساسی	۲۴	گروه انرژی
۶	گروه اکتشاف،استخراج و خدمات جنبی	۲۵	گروه خدمات بازرگانی
۷	گروه واسطه گری های مالی	۲۶	گروه ساختمان و مهندسی عمران
۸	گروه صنایع سلولزی	۲۷	گروه خدمات فنی و مهندسی
۹	گروه لاستیک و پلاستیک	۲۸	گروه فروشگاه ها
۱۰	گروه رایانه و فعالیتهای وابسته	۲۹	گروه شرکت های پیمانکاری
۱۱	گروه محصولات شیمیایی و بهداشتی	۳۰	گروه موسسات بیمه
۱۲	گروه محصولات کانی غیر فلزی (بجز سیمان)	۳۱	گروه وسایط نقلیه و قطعات خودرو
۱۳	گروه لوازم خانگی و الکترونیکی	۳۲	گروه بانکها و موسسات اعتباری
۱۴	گروه سایر شرکت ها	۳۳	گروه انرژی (انرژی تجدیدناپذیر و سبز)
۱۵	گروه محصولات غذایی و آشامیدنی	۳۴	گروه سلامت (بهداشت، درمان و تجهیزات پزشکی) _حوزه های جدید
۱۶	گروه کشاورزی، دامپروری و خدمات وابسته		
۱۷	گروه سیمان	۳۵	زیر ساخت‌های داده _ حوزه های جدید
۱۸	گروه حمل و نقل و خدمات وابسته	۳۶	فناوری‌های پردازش پیشرفته _ جدید
۱۹	گروه ارتباطات و مخابرات	۳۷	هوش مصنوعی _ حوزه های جدید

بخش چهارم: پیشنهاد سبد بهینه سرمایه گذاری برای صندوق

لطفاً با توجه به شاخص‌های تعریف شده در بخش دوم و ۳۷ گروه های صنعتی موجود در بخش سوم، ۵ گروه را به ترتیب اولویت برای سرمایه‌گذاری انتخاب و در جدول زیر وارد نمایید.

اولویت انتخاب	گروه سرمایه‌گذاری پیشنهادی به ترتیب اولویت	تخصیص منابع به درصد	نوع سرمایه گذاری پیشنهادی			ذکر دلایل در تعیین اولویت ها
			کوتاه مدت	میان مدت	بلند مدت	
۱						
۲						
۳						
۴						
۵						
جمع		۱۰۰				

اولویت‌بندی گروه‌های صنعتی بر اساس بازده داراییها

ردیف	اولویت سرمایه‌گذاری بر اساس بازده دارایی‌ها	بازده دارایی ها					میانگین بازده دارایی ها
		سال ۱۳۹۵	سال ۱۳۹۶	سال ۱۳۹۷	سال ۱۳۹۸	سال ۱۳۹۹	
۱	گروه پتروشیمی	۱۹.۷۱	۲۲.۳۷	۲۹.۷۶	۳۲.۵۷	۴۱.۶۸	۲۹.۲۲
۲	گروه فرآورده های نفتی	۱۸.۹۵	۲۰.۱۵	۲۸.۰۴	۲۶.۱۲	۳۵.۶۳	۲۵.۷۸
۳	گروه سرمایه گذاری های مالی	۲۷.۲۹	۵.۷۵	۲۱.۱۶	۲۹.۸۴	۴۳.۳۲	۲۵.۴۷
۴	گروه مواد و محصولات دارویی	۱۴.۷	۹.۱۵	۲۴.۱	۲۲.۹۲	۲۸.۰۵	۱۹.۷۸
۵	گروه فلزات اساسی	۶.۸۲	۱۴.۱۳	۱۹.۴۷	۲۰.۴۸	۳۲.۲۱	۱۸.۶۲
۶	گروه اکتشاف،استخراج و خدمات جنبی	۱۶.۹	۱۲.۷۲	۱۷.۷۷	۲۰.۸	۲۱.۷۹	۱۸.۰۰
۷	گروه واسطه گری های مالی	۱۱.۶۹	۱۵.۰۳	۱۳.۹۸	۲۱.۹۸	۲۶.۷۸	۱۷.۸۹
۸	گروه صنایع سلولزی	۱۲.۰۷	۱۱.۰۹	۲۳.۷۷	۱۱.۴۳	۲۸.۰۸	۱۷.۲۹
۹	گروه لاستیک و پلاستیک	۱۸.۸۱	۹.۰۳	۱۱.۱۴	۱۹.۳۱	۲۶.۸۸	۱۷.۰۳
۱۰	گروه رایانه و فعالیتهای وابسته	۱۴.۴۹	۱۵.۴۹	۱۴.۳	۱۷	۱۷.۶۶	۱۵.۷۹
۱۱	گروه محصولات شیمیایی و بهداشتی	۴.۵۱	۴.۶	۱۵.۸۶	۲۹.۱	۲۳.۲	۱۵.۴۵
۱۲	گروه محصولات کانی غیر فلزی (بجز سیمان)	۹.۳۷	۱۲.۸۵	۱۳.۲۸	۱۳.۹۲	۲۵.۰۹	۱۴.۹۰
۱۳	گروه لوازم خانگی و الکترونیکی	۳.۱۵	۷.۲۴	۱۱.۵۷	۲۸.۵۴	۲۱.۹۵	۱۴.۴۹
۱۴	گروه سایر شرکت ها	۱۵.۰۶	۱۶.۴۴		۱۶.۸۵	۶.۸۲	۱۳.۷۹
۱۵	گروه محصولات غذایی و آشامیدنی	۵.۷۶	۸.۸۳	۱۳.۰۲	۲۱.۶۶	۱۹.۱۹	۱۳.۶۹
۱۶	گروه کشاورزی، دامپروری و خدمات وابسته	۸.۵۳	۹.۱۳	۱۵.۳۱	۲۲.۹۲	۱۲.۲۵	۱۳.۶۳
۱۷	گروه سیمان	۱.۸۳	۶.۶۳	۱۰.۷	۱۸.۵۴	۲۷.۶۹	۱۳.۰۸
۱۸	گروه حمل و نقل و خدمات وابسته	۷.۱۴	۷.۱۲	۱۱.۰۵	۱۴.۸۵	۲۲.۸۹	۱۲.۶۱
۱۹	گروه ارتباطات و مخابرات	۱۲.۱۲	۱۳.۷۶	۱۱.۳۸	۹.۶۳	۱۵.۱۵	۱۲.۴۱
۲۰	گروه خدمات عمومی، رفاهی و گردشگری	۸.۰۱	۸.۶۲	۶.۳۸	۱۳.۵۳	۲۴.۲۷	۱۲.۱۶
۲۱	گروه ماشین آلات، تجهیزات و صنایع فلزی	۶.۱۱	۶.۶۷	۱۵.۵۹	۱۶.۸۹	۱۵.۲۴	۱۲.۱۰
۲۲	گروه شرکتهای چند رشته ای صنعتی	۷.۲	۶.۷۲	۱۱.۵۷	۱۱.۵۴	۲۱.۶۹	۱۱.۷۴
۲۳	گروه توزیع و پخش			۸.۰۵	۸.۹۴	۱۵.۶۱	۱۰.۸۷
۲۴	گروه انرژی	۱۳.۹۸	۵.۷۸	۹.۰۱	۱۲.۲۲	۱۱.۶۷	۱۰.۵۳
۲۵	گروه خدمات بازرگانی	۱.۱۴	۱.۷۹	۸.۳۹	۱۲.۹۴	۲۱.۹۲	۹.۲۴
۲۶	گروه ساختمان و مهندسی عمران	۹.۸۱	۴.۷۳	۷.۷۷	۱۵.۲۶	۸.۰۱	۹.۱۲
۲۷	گروه خدمات فنی و مهندسی	۹.۴۶	۹.۳۲	۴.۳۹	۱۰.۰۱	۹.۹۷	۸.۶۳
۲۸	گروه فروشگاه ها	۴.۲۲	۳.۲۸	۹.۱۳	۱۰.۶۶	۵.۰۶	۶.۴۷
۲۹	گروه شرکت های پیمانکاری	۴.۴۳	۳.۹۲	۳.۶	۵.۵۷	۶.۷۱	۴.۸۵
۳۰	گروه موسسات بیمه	۴.۲۷	۳.۰۸	۲.۸۶	۳.۸۷	۹.۲۵	۴.۶۷
۳۱	گروه وسایط نقلیه و قطعات خودرو	۳.۴۹	۲.۹۴	۱.۹۱	۳.۵۶	۷.۳	۳.۸۴
۳۲	گروه بانکها و موسسات اعتباری	۰.۷۷	۰.۱۷	۰.۷۸	۰.۸۸	۲.۵۸	۱.۰۴