

هزارتوی سرمایه‌گذاری

سبدگردان آگاه | تابستان ۱۴۰۴



فهرست مطالب

- مقدمه
- فصل اول؛ جدال قیمت و ارزش
- فصل دوم؛ گزارشگری مالی؛ ظاهر یا واقعیت؟
- فصل سوم؛ آینده از راه می‌رسد، اگر بخواهیم ببینیم

- بازار سرمایه ایران، با سابقه‌ای بیش از نیم‌قرن، مسیری پر فراز و نشیب را پشت سر گذاشته است. آغاز شکل‌گیری این بازار به سال ۱۳۴۱ بازمی‌گردد؛ زمانی که کمیسیون متشکل از نمایندگان وزارت دارایی، وزارت بازرگانی و بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران، موافقت اولیه برای تأسیس بورس اوراق بهادار را تدوین کرد. این تلاش‌ها سرانجام در اردیبهشت ۱۳۴۶ به تصویب قانون تشکیل بورس و در ۱۵ بهمن همان سال به انجام نخستین معامله رسمی سهام در کشور انجامید.
- از آن زمان تاکنون، بازار سهام ایران تحولات بسیاری را تجربه کرده است؛ تحولات ساختاری، نهادی و فناورانه‌ای که به ظاهر نشانه‌ای از بلوغ تدریجی این بازار به شمار می‌آیند. در دهه اخیر، با رشد کمی فعالان بازار، گسترش نهادهای مالی و توسعه ابزارهای سرمایه‌گذاری مستقیم و غیرمستقیم، این بازار وارد مرحله‌ای جدید از پیچیدگی و تخصص‌گرایی شده است.
- ورود شرکت‌های بزرگ به بازار سهام و گسترش فضای تحلیل‌گری نیز از دیگر نشانه‌های این تحول ظاهری است.
- با این حال، بررسی دقیق‌تر فرآیندها و رویکردهای تحلیلی حاکم بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری در بازار سهام ایران، حاکی از شکاف‌هایی عمیق در بنیان‌های تحلیلی، ارزشیابی و رفتار حرفه‌ای بازیگران این بازار است.
- علیرغم ابزارها و ساختارهای موجود، نوع نگاه بسیاری از فعالین بازار به مقوله تحلیل و ارزشیابی، همچنان تحت تأثیر ملاحظات کوتاه‌مدت، هیجانی و گاه شبه‌علمی است؛ مسأله‌ای که نه تنها موجب تضعیف کارایی بازار شده، بلکه امکان تصمیم‌گیری عقلایی و مبتنی بر داده را نیز به چالش کشیده است.

- در این گزارش تلاش شده است تا به عنوان عضوی کوچک از جامعه بزرگ بازار سرمایه، سهمی هرچند محدود در مسیر ارتقاء شفافیت، کارایی و بلوغ تحلیلی این بازار ایفا گردد.
- ارائه تصویری فشرده از وضعیت موجود در حوزه سرمایه‌گذاری و ارزشیابی در بازار سهام، در کنار مرور رویکردها و چالش‌های رایج در تحلیل گزینه‌های سرمایه‌گذاری، گامی است در جهت تبیین جایگاه مسئولانه نهادهای مالی در این اکوسیستم پیچیده و پویا.
- نهادهای مالی، به‌ویژه آن دسته از بازیگران بازار که در حوزه مدیریت دارایی و خدمات سرمایه‌گذاری فعالیت می‌کنند، نقشی تعیین‌کننده در جهت‌دهی به جریان تصمیم‌سازی و تخصیص منابع دارند.
- این نهادها به عنوان امین سرمایه‌گذاران، به‌ویژه سرمایه‌گذاران خرد، موظف‌اند با رعایت دقیق اصول حرفه‌ای، اخلاقی و مقررات ناظر بر فضای مورد فعالیت، منافع مشتریان خود را در اولویت مطلق قرار دهند و در برابر آن پاسخ‌گو باشند.
- بر این اساس، ما بر آنیم که پایبندی به استانداردهای تحلیلی، شفافیت در فرآیندهای تصمیم‌گیری، و تلاش مستمر در جهت بهینه‌سازی کیفیت خدمات مالی، نه تنها نشانه‌ای از بلوغ نهادی، بلکه ضرورتی برای صیانت از اعتماد عمومی و پایداری بازار سرمایه در بلندمدت است. این گزارش، تنها گامی کوچک در مسیر ایفای این مسئولیت حرفه‌ای و اخلاقی است.



فصل اول

جدال قیمت و ارزش

از هیجان تا ارزیابی

وقتی جمع، ما را از عقل جدا می‌کند

بیش از پانزده سال پیش، مستندی دربارهٔ حیات وحش پدیده‌ای عجیب را به تصویر کشید؛ موش‌های صحرایی قطبی (Lemmings) به شکل دست‌جمعی از صخره‌ای بلند به پایین می‌پریدند.

دوربین‌ها ثبت می‌کردند که چگونه نخستین موش‌ها بی‌آن‌که فرصتی برای بازگشت داشته باشند، به پایین سقوط می‌کردند و ده‌ها و صدها موش دیگر، بی‌توقف در پی‌شان، به همان سرنوشت تن می‌دادند.

تفسیر علمی این رفتار بعدها تحت عنوان Lemming Effect در روان‌شناسی رفتاری و اقتصاد رفتاری مورد بحث قرار گرفت: تمایل ذهنی افراد به پیروی از جمع، به‌ویژه در شرایطی که ابهام و عدم قطعیت غالب است، با این فرض درونی که «دیگران چیزی می‌دانند که من نمی‌دانم».

همین جمله ساده - هرچند ناگفته - از قدرتی بی‌نظیر برای هدایت رفتار انسان‌ها در فضای سرمایه‌گذاری برخوردار است. وقتی بازار صعودی است، ترس از «عقب‌ماندن» جانشین تحلیل می‌شود؛ و وقتی بازار ریزشی است، ترس از «گیر افتادن» فرمان را از منطق می‌گیرد. سرمایه‌گذار نه بر اساس اطلاعات واقعی، بلکه با فرض دانایی دیگران و پذیرش ضمنی خرد جمعی، تصمیم می‌گیرد. این همان جاست که تحلیل جای خود را به شایعه، و ارزش جای خود را به قیمت می‌دهد.

در چنین وضعیتی، پرسیدن یک سؤال می‌تواند کارکردی حیاتی داشته باشد؛ سؤالی که مانند ترمز، سرمایه‌گذار را از سقوط هیجانی باز می‌دارد:

«آخرین قدم کجاست؟»

- به بیان دیگر، در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، لحظه‌ای هست که باید از خود پرسید: آیا این دارایی به‌راستی می‌ارزد؟ این سؤال، ساده و بنیادین است. اما عجیب آن‌که در فضای بازار، کمتر کسی آن را جدی می‌گیرد. چه بسا هزاران نفر سهمی را بخرند یا بفروشند بی‌آن‌که از خود بپرسند: «ارزش واقعی این دارایی چیست؟»
- **این شکاف میان قیمت بازار و ارزش ذاتی، یکی از ریشه‌ای‌ترین مشکلات بازار سرمایه ایران است؛** جایی که قیمت‌ها نه بر اساس تحلیل دقیق جریان‌های نقدی آتی، ریسک، یا قدرت اقتصادی شرکت‌ها، بلکه بر اساس جو، روایت‌های شفاهی، کانال‌های تلگرامی و ترس از جاماندن تعیین می‌شوند.



| قیمت چیست؟ ارزش چیست؟

تابلویی که عدد نشان می‌دهد، و ذهنی که معنا می‌سازد

تابلوی بازار، عددی را نمایش می‌دهد. این عدد، قیمت سهم است. اما آیا این عدد، ارزش واقعی آن سهم را بازتاب می‌دهد؟ آیا قیمت می‌تواند معیار مطمئنی برای سنجش قابلیت‌های اقتصادی یک شرکت باشد؟ **پاسخ، در بسیاری از موارد، منفی است.**

قیمت، همان چیزی است که خریدار و فروشنده در لحظه بر سر آن توافق می‌کنند؛ حاصل برآیند تمام انتظارات، ترس‌ها، هیجان‌ها و حتی شایعاتی که در ذهن بازیگران بازار شکل گرفته است. اما ارزش، بازتابی از واقعیت اقتصادی یک دارایی است: ارزش، آن چیزی است که «هست»، نه آن‌چه «فکر می‌کنند هست».

اگر بپذیریم که بازار یک سیستم اطلاعاتی ناقص و هیجانی است، آنگاه طبیعی‌ست که قیمت‌ها لزوماً با ارزش‌ها برابر نباشند. در واقع، قیمت می‌تواند:

- **بیشتر از ارزش باشد:** زمانی که موجی از خوش‌بینی و روایت‌های اغراق‌آمیز، دارایی را به سطحی از قیمت برساند که با واقعیت درآمدی و رقابتی آن هیچ‌سختی ندارد؛
- **کمتر از ارزش باشد:** زمانی که ترس و عدم‌اطمینان حاکم است، و بازار مایل نیست واقعیت‌های بنیادی را ببیند؛
- **یا موقتاً با ارزش برابر باشد:** آن لحظه کمیاب و زودگذری که قیمت و ارزش روی یک نقطه ایستاده‌اند.

درک تفاوت قیمت و ارزش، تفاوت میان سرمایه‌گذار و سفته‌باز را نیز روشن می‌کند. سرمایه‌گذار می‌پرسد: «این دارایی در بلندمدت، چقدر توانایی خلق جریان نقد دارد؟»

اما سفته‌باز می‌پرسد: «فردا این سهم را به چه قیمتی می‌توانم بفروشم؟» یکی بر اساس واقعیت حرکت می‌کند، دیگری بر اساس گمان.

• **برای مثال،** فرض کنیم شرکتی در حوزه فناوری مالی (فین‌تک) اخیراً وارد بازار شده است. بازار، هیجان‌زده است و قیمت سهم در چند روز اول عرضه اولیه، رشد خیره‌کننده‌ای را تجربه می‌کند. اما اگر نگاهی به ترازنامه، صورت سود و زیان، مدل درآمدی و هزینه‌های جذب کاربر این شرکت بیندازیم، متوجه می‌شویم که بخش زیادی از این رشد قیمتی، بدون پشتوانه ارزش اقتصادی واقعی بوده است. یعنی قیمت رشد کرده، اما ارزش نه.

• **برعکس،** گاهی هم شرکتی که سال‌ها سودآوری پایدار داشته، به دلیل نداشتن جذابیت خبری یا روایت رسانه‌ای، در قیمت‌هایی معامله می‌شود که کمتر از ارزش واقعی آن است. در این حالت، فرصت‌هایی پنهان برای سرمایه‌گذاران صبور وجود دارد؛ همان‌هایی که قیمت را به مثابه علامت می‌بینند، اما برای کشف معنا، به دنبال ارزش می‌گردند.

در این نقطه، به یک اصل کلیدی می‌رسیم:

• **تحلیل‌گر واقعی کسی است که بتواند میان سر و صدای قیمت‌ها، صدای آرام ارزش را بشنود.**

در ادامه این فصل، با عبور از تعریف مفاهیم، به ابزارهای شناسایی و اندازه‌گیری ارزش می‌پردازیم. اما پیش از ورود به تکنیک، باید بر این نکته تأکید کرد:

هیچ ابزار تحلیلی‌ای، جایگزین درک درست از واقعیت اقتصادی نیست.

از فرمول تا روایت

عده‌هایی که باید داستانی را روایت کنند

از نخستین روزی که مفهوم «ارزش‌گذاری» وارد ادبیات مالی شد، تحلیلگران در تلاش بودند تا راهی بیابند برای پاسخ دادن به آن پرسش بنیادی: «این دارایی چقدر می‌ارزد؟»

پاسخ، در قالب فرمول‌هایی ظاهر شد:

- جریان نقدی تنزیل شده (DCF)، ارزش‌گذاری نسبی (Multiples)، ارزش خالص دارایی‌ها (NAV) و روش‌های ترکیبی.

اما با گذشت زمان، روشن شد که فرمول‌ها به تنهایی کافی نیستند. چون ارزش، بیش از آن‌که یک عدد باشد، یک روایت است.

در ساده‌ترین بیان، سه روش کلاسیک ارزش‌گذاری عبارت‌اند از

• جریان نقدی تنزیل شده DCF - Discounted Cash Flow

این روش مبتنی بر پیش‌بینی جریان‌های نقدی آینده شرکت و تنزیل آن‌ها با نرخ متناسب با ریسک است.

• ارزش‌گذاری نسبی Comparable / Multiples

در این روش، شرکت با سایر شرکت‌های مشابه در صنعت مقایسه می‌شود.

• ارزش خالص دارایی‌ها NAV - Net Asset Value

این روش بیشتر در شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ‌ها و شرکت‌هایی که دارایی‌های مشهود و قابل‌ارزیابی دارند کاربرد دارد.

وقتی عددها کافی نیستند، نوبت به داستان می‌رسد

در نگاه نخست، ممکن است تصور کنیم این روش‌ها تمام ماجرا را بازگو می‌کنند. اما در مورد شرکت‌های نوآور، استارت‌آپ‌ها و کسب‌وکارهای فناوری‌محور، یک خلأ جدی وجود دارد:

چگونه باید شرکت‌هایی را ارزش‌گذاری کرد که نه سابقه سودآوری دارند، نه دارایی‌های فیزیکی مشهود، و نه حتی ثبات عملیاتی؟

در این نقطه است که مفهوم «روایت کسب‌وکار» وارد صحنه می‌شود.

ارزش یک شرکت، به‌ویژه در مراحل اولیه یا دوران گذار، نه از طریق اعداد تاریخی، بلکه از طریق روایت منسجم آینده آن قابل‌فهم است. منظور از روایت، داستانی ساختاریافته از این است که شرکت چگونه رشد می‌کند، چگونه به سودآوری می‌رسد، چقدر سرمایه لازم دارد و چقدر ریسک در پیش دارد. اگر این روایت از انسجام و واقع‌گرایی کافی برخوردار باشد، می‌توان آن را به زبان عددی ترجمه کرد.

یک روایت ارزشمند، باید چهار ستون اصلی را در خود داشته باشد:

- **رشد:** تخمین ظرفیت توسعه شرکت بر اساس اندازه و روند بازار هدف و توانایی کسب سهم مؤثر از آن.
- **سودآوری:** برآورد پایداری و سطح حاشیه سود عملیاتی در نقطه بلوغ، با لحاظ مزیت‌های هزینه‌ای و قدرت قیمت‌گذاری.
- **سرمایه‌گذاری مجدد:** تحلیل نسبت سرمایه موردنیاز به فروش برای تحقق رشد پیش‌بینی‌شده و ارزیابی کارایی سرمایه‌گذاری.
- **ریسک:** سنجش نوسان‌پذیری جریان‌های نقدی و احتمال شکست مدل کسب‌وکار در مواجهه با عدم قطعیت‌های بازار و اجرا.

| از عدد تا معنا؛ وقتی روایت پشت مدل قرار می‌گیرد

ارزش‌گذاری واقعی، بدون درک روایت ممکن نیست

- ارزش‌گذاری، در ظاهر یک تمرین عددی‌ست، اما در عمق خود، یک فرایند «ترجمه‌ی روایت» است. هیچ مدل DCF یا فرمول نسبت قیمت به درآمد نمی‌تواند جایگزین این تحلیل شود که شرکت چگونه قرار است به آینده‌ای برسد که ادعایش را دارد.
- اگر بتوانیم به چهار پرسش کلیدی پاسخ دهیم—چگونه رشد می‌کند؟ چقدر سودآور خواهد شد؟ برای این رشد به چه میزان سرمایه نیاز دارد؟ و چه میزان ریسک در مسیر آن نهفته است؟—آنگاه می‌توانیم خروجی مدل عددی را معنا کنیم.
- اما اگر این پاسخ‌ها صرفاً بر فرضیات خام و خوش‌بینانه بنا شده باشند، نتیجه هر مدلی—حتی دقیق‌ترینش—نوعی توهّم عددی خواهد بود.
- ارزش‌گذاری واقعی، زمانی معنا دارد که با درک ساختار بازار، قدرت رقابتی، وضعیت مالی و مسیر رشد شرکت ترکیب شود. این ترکیب، تصویر قابل‌قبولی از «ارزش ذاتی» یک دارایی به ما می‌دهد—ارزشی که مستقل از هیجانات لحظه‌ای بازار است.

چرا یک عدد واحد، منجر به رفتارهای متفاوت می‌شود؟

- باید بین «ارزش‌گذاری» و «قیمت‌گذاری برای خرید یا فروش» تفاوت قائل شد. ارزش‌گذاری، یک تلاش تحلیلی است برای برآورد ارزش ذاتی یک دارایی. اما قیمت مناسب برای خرید یا فروش، بستگی به ویژگی‌های خود سرمایه‌گذار دارد.
- به بیان دیگر، ممکن است دو تحلیل‌گر به یک ارزش واحد برای سهم برسند، اما یکی در قیمت فعلی آن را فرصت خرید بداند و دیگری نه. چرا؟ چون یکی افق ۵ ساله و سبد متنوع دارد، و دیگری با افق کوتاه‌مدت و نقدینگی محدود عمل می‌کند.

جمع‌بندی: تحلیل‌گر روایت‌گر است، سرمایه‌گذار تصمیم‌گیر

در مسیر ارزش‌گذاری، تحلیل‌گر نقشی بنیادی ایفا می‌کند؛ اما نه به‌عنوان پیش‌گو یا سیگنال‌دهنده، بلکه به‌عنوان روایت‌گر آینده‌ی ممکن یک کسب‌وکار. او با ترکیب داده، مدل، تجربه و شهود تحلیلی، می‌کوشد تصویری بسازد از آنچه یک شرکت می‌تواند به آن برسد، نه آنچه حتماً خواهد شد. اما این تصویر، تنها نیمی از ماجراست.

نیمهٔ دیگر، به سرمایه‌گذار تعلق دارد؛ کسی که باید این روایت را در زمینه واقعیت‌های شخصی خود بسنجد-محدودیت‌های نقدینگی، افق سرمایه‌گذاری، ترکیب پرتفوی، درجه ریسک‌پذیری، و انتظارات بازدهی. در عمل، ممکن است دو فرد با دسترسی به یک تحلیل کاملاً یکسان، تصمیم‌هایی کاملاً متفاوت بگیرند؛ چون آن‌چه برای یک سرمایه‌گذار فرصت است، برای دیگری می‌تواند تهدید باشد. ارزش‌گذاری، یک برآورد تحلیلی مشترک است؛ اما «قیمت مناسب خرید»، یک قضاوت شخصی و موقعیتی است. به همین دلیل، اختلاف نظر میان تحلیل‌گران لزوماً به‌معنای خطا یا سوگیری نیست، بلکه بازتاب تفاوت در فلسفه‌های سرمایه‌گذاری و الزامات پرتفویی است.

در نهایت، آن‌چه بازار را به تعادل می‌رساند، نه وحدت در تحلیل، بلکه تکثر در تصمیم‌هاست.

- تحلیل‌گر باید بی‌طرف، دقیق و روایت‌محور باشد؛
 - سرمایه‌گذار باید آگاه، واقع‌گرا و بانضباط باشد.
- تحلیل، زبان فهم آینده است. سرمایه‌گذاری، هنر تصمیم‌گیری در زمان حال بر مبنای آن فهم. در این میان، اگر چیزی می‌تواند پل بین این دو نقش باشد، آن روایت تحلیلی‌ست که بر داده، منطق و واقع‌گرایی استوار شده باشد-نه هیجان، تقلید یا وعده‌های بی‌پشتوانه.



فصل دوم

گزارشگری مالی؛ ظاهر یا واقعیت؟

فصل دوم، گزارشگری مالی؛ ظاهر یا واقعیت؟

| صورتهای مالی استارتآپها؛ ابزار تحلیل یا منبع گمراهی؟

تفاوت ساختارهای مالی استارتآپها و شرکت‌های سنتی

در شرکت‌های سنتی، صورتهای مالی غالباً بازتاب مستقیمی از عملکرد عملیاتی هستند. درآمدها به سرعت شناسایی می‌شوند، هزینه‌ها مشخص و قابل پیگیری‌اند، و سود یا زیان تا حد زیادی نماینده‌ی «سلامت اقتصادی» کسب‌وکار است.

اما در استارتآپها، ماجرا متفاوت است. مدل‌های کسب‌وکار نوآورانه اغلب مبتنی بر رشد سریع، سرمایه‌گذاری سنگین در ابتدای مسیر، و ارزش‌زایی در بلندمدت هستند. در نتیجه:

- زیان‌سازی می‌تواند بخشی طبیعی از مسیر توسعه باشد؛ نه نشانه‌ای از بحران.
- جریان‌های نقدی ممکن است به جای سود عملیاتی، بیشتر از سرمایه‌گذاری یا تأمین مالی ناشی شوند.
- **هزینه‌های اصلی شرکت مثل جذب کاربر یا توسعه محصول، اغلب در دسته هزینه‌های دوره ثبت می‌شوند، نه دارایی‌هایی که ارزش‌آفرین هستند.**

در واقع، در استارتآپها «صورتهای مالی سنتی» نمی‌توانند به‌درستی بین هزینه‌ی جاری و سرمایه‌گذاری برای آینده تمایز قائل شوند. این محدودیت در تمایز، تنها به ضعف تحلیلی صورتهای مالی ختم نمی‌شود؛ بلکه در سطح فنی و اجرایی گزارشگری مالی نیز نمود دارد.

تفاوت ساختارهای مالی استارت‌آپ‌ها و شرکت‌های سنتی

شرکت‌های فناوری محور مانند تپسی، برای جبران ناکارآمدی چارچوب‌های سنتی، از امکاناتی که استانداردهای نوین گزارشگری از جمله IFRS در اختیار آن‌ها می‌گذارد استفاده می‌کنند تا بخشی از هزینه‌های فعلی را به‌عنوان دارایی نامشهود یا مخارج انتقالی به دوره‌های آتی شناسایی کنند.

به عنوان یک مثال موجود در بازار سرمایه، گزارشگری در تپسی سه نکته مهم در خود دارد؛

۱ سرفصل دارایی‌های نامشهود - توسعه نرم‌افزار

شامل هزینه‌های توسعه نرم‌افزار و سامانه‌های پلتفرمی که برای ارتقاء زیرساخت‌های عملیاتی شرکت انجام می‌شود؛ مانند حقوق پرسنل فنی که به‌طور مستقیم در توسعه سامانه مشارکت دارند. این هزینه‌ها به عنوان دارایی ثبت می‌شوند و طی عمر مفید دارایی مستهلک خواهند شد.

۲ سرفصل مخارج انتقالی

شامل هزینه‌هایی است که به‌طور مستقیم با فعال‌سازی مجدد و جذب رانندگان جدید در ارتباط‌اند. این سرفصل به سه زیرمجموعه تقسیم می‌شود:

● **Reactivation Cost** - هزینه‌هایی بابت بازگرداندن رانندگان و مسافران غیرفعال به شبکه.

● **Acquisition Cost** - حقوق پرسنل ناظر، بازاریاب‌ها و سایر هزینه‌های مرتبط با جذب راننده.

● **Rebate** - مشوق‌ها و پاداش‌های نقدی که برای افزایش فعالیت رانندگان اعطا می‌شود.

این مخارج تا زمان تحقق درآمد مرتبط در صورت‌های مالی به‌عنوان دارایی انتقالی ثبت شده و در آینده مستهلک می‌شوند.

۳ نحوه برخورد با درآمد و هزینه براساس IFRS15

طبق استاندارد IFRS15، درآمد تپسی در طول عمر قرارداد با راننده و مسافر شناسایی می‌شود، نه صرفاً در لحظه انجام سفر. بنابراین هزینه‌های مربوط به جذب یا فعال‌سازی کاربران نیز باید بر همان مبنا تطبیق زمانی یابند. این اصل، اساس منطقی ثبت دارایی انتقالی برای چنین مخارجی است.

فصل دوم، گزارشگری مالی؛ ظاهر یا واقعیت؟

| نگاهی بی‌طرفانه به صورت سود و زیان تپسی

خواندن عددها با عینک تحلیل، نه قضاوت

برای درک بهتر کیفیت گزارشگری و تحلیل‌پذیری استارت‌آپ‌هایی چون تپسی، ضروری است تا یک نمونه واقعی از صورت‌های مالی این شرکت را بررسی کنیم. در اینجا به سراغ صورت سود و زیان **تعدیل‌شده** می‌رویم که اطلاعات تفکیکی نسبتاً دقیق‌تری از ساختار درآمد و هزینه شرکت در اختیار ما می‌گذارد. **تأکید ما در این بررسی، صرفاً بر توصیف و شفاف‌سازی است نه تحلیل ارزشیابی یا توصیه سرمایه‌گذاری.**

• درآمدهای عملیاتی

• تپسی درآمد خود را بر اساس مدل کمیسیون‌گیری از سفرهای انجام‌شده شناسایی می‌کند. این درآمد، تحت استاندارد IFRS 15 در طول عمر تعامل راننده و مسافر با پلتفرم شناسایی شده و نه صرفاً در لحظه پرداخت.

• بهای تمام‌شده خدمات

• یکی از مهم‌ترین سرفصل‌ها در صورت سود و زیان تپسی، هزینه‌های مستقیم مرتبط با انجام سفر است. این بخش عمدتاً شامل هزینه‌های بازاریابی راننده، پاداش‌های مشوق، زیرساخت‌های عملیاتی و هزینه پشتیبانی فنی می‌شود.

• با توجه به ماهیت دیجیتال کسب‌وکار، بخش زیادی از این هزینه‌ها در صورت سود و زیان جاری ثبت می‌شود، در حالی که عملاً به سرمایه‌گذاری در رشد و توسعه مربوط است.

همه اعداد به میلیون ریال	۱۲-۱۴۰۱	۱۲-۱۴۰۲	۱۲-۱۴۰۳
درآمد ارائه خدمات	۶,۳۴۱,۸۷۵	۱۰,۴۰۶,۲۷۵	۲۳,۴۲۷,۱۶۴
هزینه ارائه خدمات	- ۵,۰۵۰,۷۵۷	- ۷,۲۳۱,۹۳۰	- ۱۶,۶۹۲,۳۵۲
سود (زیان) ناخالص	۱,۲۹۱,۱۱۸	۳,۱۷۴,۳۴۵	۶,۷۳۴,۸۱۲
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	- ۳۱۷,۳۰۸	- ۵۴۴,۴۲۴	- ۹۱۶,۵۴۹
خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی	۹۸,۴۱۷	۱۶۱,۲۴۳	- ۲۴۸,۶۷۲
سود (زیان) عملیاتی	۱,۰۷۲,۲۲۷	۲,۷۹۱,۱۶۴	۵,۵۱۸,۲۳۵
هزینه های مالی	- ۲۳۷,۶۹۹	- ۴۶۵,۴۸۳	- ۱,۲۷۵,۶۳۸
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیرعملیاتی	۵۷,۶۸۶	- ۱۳۳,۵۰۶	- ۱,۵۵۶,۲۹۴
سود (زیان) عملیات در حال تداوم قبل از مالیات	۸۹۲,۲۱۴	۲,۱۹۲,۱۷۵	۲,۷۳۷,۶۵۹
مالیات	- ۱۳۷,۳۵۹	- ۴۰۱,۸۸۲	- ۶۸۵,۴۲۴
سود (زیان) خالص	۷۵۵,۳۲۲	۱,۷۹۰,۲۹۳	۲,۰۵۲,۲۳۵
همه اعداد به میلیون ریال	۱۲-۱۴۰۱	۱۲-۱۴۰۲	۱۲-۱۴۰۳
هزینه دستمزد	۱,۶۳۴,۹۰۸	۱,۶۳۴,۹۰۸	۳,۴۳۴,۰۶۶
هزینه های انتقالی			
استهلاک مخارج انتقالی	۱,۱۰۰,۸۸۳	۲,۳۹۶,۶۵۲	۶,۲۱۴,۸۳۴
استهلاک دارایی نامشهود	۲۰۲,۴۹۶	۳۱۱,۷۱۷	۵۵۵,۶۸۵
بازار یابی آنلاین	۲۸۴,۳۱۸	۴۳۳,۸۰۵	۱,۰۷۰,۹۴۵
بازاریابی آفلاین (برندینگ)	۳۵۰,۸۶۴	۱۰۲,۹۴۹	۱,۳۲۴,۷۸۶
شارژ پل اس ام اس	۲۸۵,۳۲۲	۳۴۶,۲۴۳	۱,۰۷۲,۰۲۳
سایر	۱,۳۵۷,۴۵۹	۱,۸۱۱,۲۶۸	۳,۰۲۰,۰۱۳
جمع کل هزینه های عملیاتی	۳,۵۸۱,۳۴۲	۵,۴۰۲,۶۳۴	۱۳,۲۵۸,۲۸۶
هزینه های مربوط به تحصیل دارایی نامشهود (نقد)	۵,۴۳۳,۲۷۷	۴,۵۵۰,۳۳۴	۳۱,۲۱۲,۶۶۶
درآمد عملیاتی	۶,۳۴۱,۸۷۵	۱۰,۹۴۷,۴۹۱	۲۳,۴۲۷,۱۶۴
هزینه های نقد	- ۴,۱۱۵,۳۶۷	- ۴,۶۴۰,۸۹۰	- ۱۰,۴۷۷,۵۱۸
هزینه های سرمایه شده (نقد مربوط به دوره مورد بررسی)	- ۵,۴۳۳,۲۷۷	- ۴,۵۵۰,۳۳۴	- ۳۱,۲۱۲,۶۶۶
سود عملیاتی نقدی	- ۳,۲۰۶,۷۶۹	۱,۷۵۶,۲۶۷	- ۱۸,۲۶۳,۰۲۰

فصل دوم، گزارشگری مالی؛ ظاهر یا واقعیت؟

همزمانی در شناسایی درآمد و هزینه‌ها، ابهام ایجاد می‌کند

- همان‌طور که در بخش قبل دیدیم، صورت سود و زیان در گزارشگری سنتی با گزارشگری تعدیل‌شده تفاوت‌های ماهوی دارد؛ اما این تفاوت، تنها در سطح درآمد و هزینه باقی نمی‌ماند، بلکه بر برداشت ما از عملکرد مالی شرکت تأثیر می‌گذارد.
- در نمونه‌ای ارائه‌شده از صورت سود و زیان تپسی، مشاهده می‌شود که: با تعدیل در نحوه‌ی شناسایی هزینه‌ها، سود عملیاتی شرکت از ۵۵۶ + میلیارد تومان به ۱۸۰۰ - میلیارد تومان کاهش یافته است. **در واقع این تعدیلات انجام شده تنها تغییر در جایگذاری اعداد محقق شده طی سال مالی مورد گزارش در نقاط مختلفی از صورت های مالی بوده و در واقعیت کسب و کار تفاوتی ایجاد نمی‌کند.**
- برای درک بهتر این موضوع باید ابتدا نگاه خلاصه‌ای به مبنای حسابداری (گزارشگری) مورد استفاده توسط تپسی در صورت های مالی منتشره داشته باشیم؛
- حدوداً ۱۰ سال قبل و در سال ۲۰۱۴ تغییری در مدل شناسایی درآمد و هزینه‌ها تحت عنوان IFRS ۱۵ تدوین شد، بر اساس این مدل **زمان شناسایی هزینه در صورت مالی منطبق با زمان شناسایی درآمد متناظر با آن است.**
- **درآمد هایی که شامل این نوع گزارش گری میشوند ملزم به تایید ۵ مرحله هستند؛**
 - شناسایی قرارداد با مشتریان
 - شناسایی تعهدات حاصل از قرارداد
 - تعیین قیمت معامله
 - تسهیم قیمت معامله به تعهدات حاصل از قرارداد
 - شناسایی درآمد در زمان (متناسب با) ایفای تعهدات حاصل از قرارداد

- تپسی با مسافران و سفیران خود برای هر سفر قراردادی به طور پیش فرض بین تپسی و سفیر و تپسی و مسافر در نظر گرفته است که تمام ۵ مرحله بالا را به سادگی توسط این قراردادها انجام می دهد.

- در ساختار هزینه تپسی، ۳ دسته از هزینه ها اهمیت ویژه ای دارند:

- **هزینه های مربوط به توسعه پلتفرم**

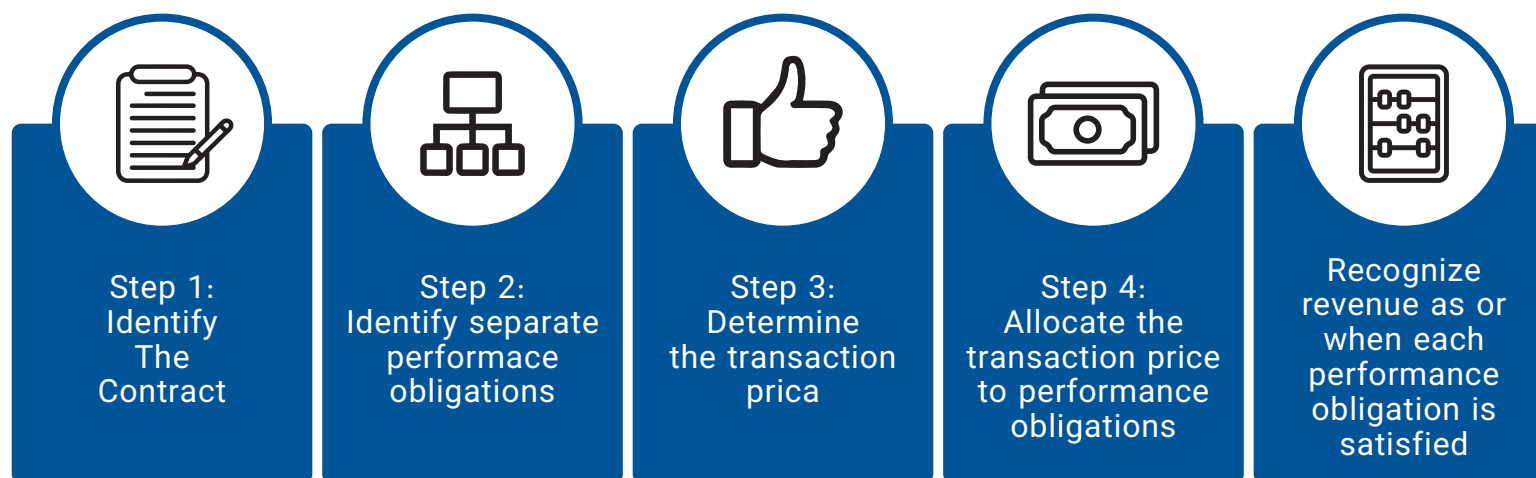
هزینه های انجام شده برای پلتفرم در اصل به عنوان هزینه ای برای ایجاد دارایی در نظر گرفته شده است.

- **هزینه های مربوط به جذب و نگهداشت رانندگان**

هزینه ها به دو دسته تقسیم می شود؛ هزینه جذب راننده جدید و هزینه فعال سازی رانندگان قبلی

- **هزینه های مربوط به جذب و نگهداشت مسافران**

هزینه های مسافران نیز مانند سفیران دو بخش دارد، جذب مسافر جدید و فعال سازی مجدد مسافران قبلی



فصل دوم، گزارشگری مالی؛ ظاهر یا واقعیت؟

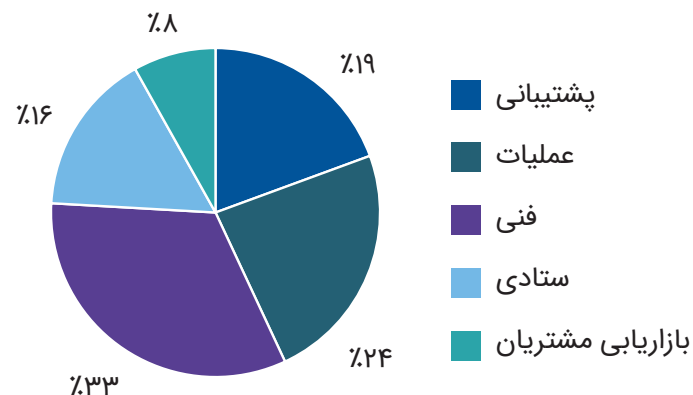
پلتفرم‌های ایرانی، واسطه‌گران قدیمی

• بر اساس استاندارد ذکر شده برای گزارشگری تپسی، هزینه‌های انجام شده در مجموعه منطبق با درآمد ایجاد شده گزارش می‌شوند.

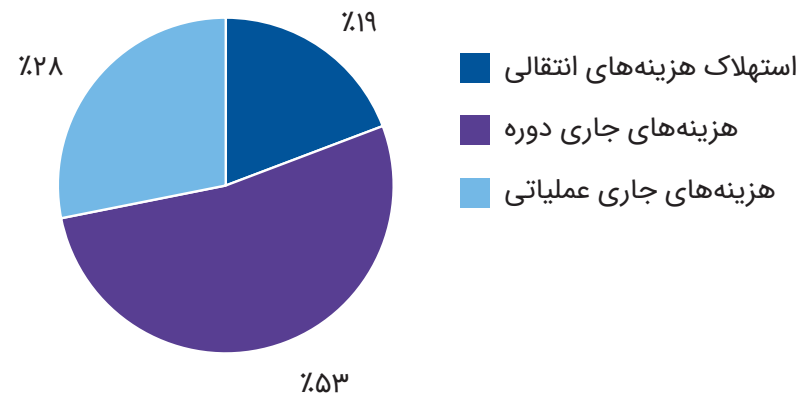
• در رهنمود شماره ۱۴۷۷۴/۹۹ سازمان حسابرسی پیشنهاد شده که هزینه‌های مربوط به رانندگان و مسافران تحت عنوان پرتفوی برای طول عمر فعالیت آن‌ها در مجموعه گزارش شود، بر این اساس طول عمر هزینه‌های انجام شده به اندازه طول عمر آن‌ها در مجموعه در نظر گرفته شده و بر همان اساس نیز مستهلک و گزارش می‌شود. به طور میانگین طول عمر مسافران ۴/۴ سال و طول عمر رانندگان ۴/۱ سال محاسبه شده که برای هر دو مدل هزینه ۴ سال در نظر گرفته شده است.

• عمده هزینه‌های انجام شده برای ساخت شبکه و زیرساخت تحت عنوان هزینه‌های انتقالی و با منطق مشخصی گزارش شده است، این منطق هزینه‌کرد در مجموعه تا زمان رسیدن تعداد سفرهای روزانه به ۸۰۰ هزار سفر در روز به همین شکل باقی می‌ماند.

ترکیب حقوق و دستمزد به تفکیک تیم



ترکیب هزینه عملیاتی



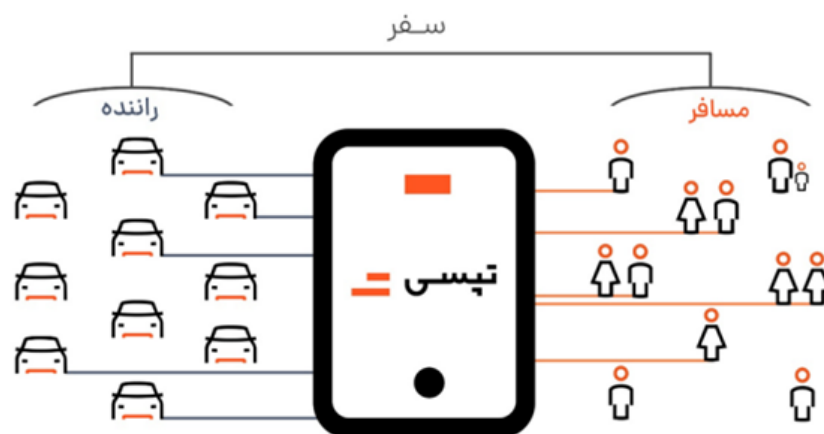
- پلتفرم‌ها عمدتاً کسب‌وکارهایی هستند که فعالیت سنتی و مرسوم را باهدف سهولت، افزایش کارایی، بهینگی و در نهایت خلق ارزش و عایدی بیشتر سوار بر زیرساخت‌های جدید کرده‌اند؛ اما چطور؟

- نقش پلتفرم‌ها ایجاد زیرساختی است که امکان تعامل و ارتباط بین مشتری و خدمات‌دهنده را ایجاد می‌کند، با ایجاد این امکان پلتفرم‌ها دسترسی مشتریان به خدمات و همچنین قابلیت عرضه خدمات از سوی تولیدکنندگان را نه تنها آسان، بلکه وسیع‌تر، ارزان‌تر و امن‌تر می‌کنند. همچنین درآمد این کسب و کارها نیز سوار بر همین ساختار و از محل حضور به عنوان واسط ایجاد می‌شود.

- در مجموع میتوانیم تصویر این فرایند به ظاهر پیچیده عملیاتی را اینطور رسم کنیم؛
 • در یک کسب و کار پلتفرمی، پلتفرم مورد استفاده کاربران یک دارایی عملیاتی محسوب می‌شود، در کنار آن، یک دارایی بسیار با اهمیت دیگر نیز وجود دارد که تمام عملیات این کسب و کارها به آن گرده خورده است: **کاربران!**

در مثال تپسی، دارایی‌های اصلی و عملیاتی شرکت را میتوان به سه دسته کلی تقسیم کرد:

- نرم افزار توسعه داده شده تپسی (پلتفرم)
- رانندگان (ارائه کننده خدمات)
- مسافران (دریافت کننده خدمات)



سود، تفسیر است؛ نقد، واقعیت

حال با تمام این تفاسیر از دستورالعمل‌ها، روش‌های گزارش‌گری و فرایند‌های عملیاتی میتوانیم نگاه شفاف‌تری به جزئیات تپسی داشته و درک بهتری از نحوه نگاه به این نوع کسب و کارها داشته باشیم؛

پیش‌تر دیدیم که با تغییر در نوع جایگزینی درآمد و هزینه‌ها، سود و زیان تپسی میتواند تا هزاران میلیارد تومان در هر جهت نوسان کند! اما در چنین فضایی، آیا نگاه به سود و زیان این نوع کسب و کار برای بررسی وضعیت عملیاتی و جهت‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری در سهام آن، نگاه درست و بهینه‌ای خواهد بود؟ خیر!

در واقع نه تنها در کسب و کارهایی مانند تپسی بلکه در تمام مسیر تحلیل و بررسی کسب و کارها، فارغ از شیوه نمایش اعداد و اطلاعات توسط ناشران، تحلیلگران هستند که باید واقعیت‌های یک کسب و کار را از میان تمامی اعداد و گزارشات پیدا کرده و مبنای تصمیم‌گیری‌های خود قرار دهند؛

اما نکته‌ی مهم‌تر، در صورت جریان وجوه نقد نهفته است. با نگاه به این بخش از صورت‌های مالی، که بازتاب واقعی ورود و خروج نقدینگی به شرکت است، و حتی با وجود تغییر رویکرد‌های گزارش‌گری در مدل‌های مختلف: **مانده‌ نهایی وجه نقد در پایان سال ۱۴۰۳ در هر دو نسخه‌ی صورت مالی (نرمال و تعدیل‌شده) ۸۳ میلیارد تومان است.**

این هم‌ارزی عددی، حامل یک پیام کلیدی است:

- **وجه نقد دروغ نمی‌گوید؛** در حالی که سود و زیان می‌تواند با سیاست‌های حسابداری، زمان‌بندی ثبت هزینه‌ها، و ارزیابی دارایی‌های نامشهود دستخوش تغییر شود، جریان نقدی شرکت تصویری بی‌واسطه از واقعیت اقتصادی سازمان ارائه می‌دهد.
- **در نتیجه، برای تحلیل‌گری که به دنبال درک درست از وضعیت عملیاتی و پایداری کسب‌وکار است، صرف‌نظر از سود اسمی، باید تمرکز اصلی را بر نقدینگی واقعی و توان حفظ و رشد آن در زمان قرار دهد.**

۱۲-۱۴۰۳	۱۴۰۳-۱۲ تعدیل شده	
همه اعداد به میلیون ریال		
نقد حاصل از عملیات	۱۵,۸۴۴,۷۷۸	۱۳,۵۴۸,۱۹۴ -
مالیات بر درآمد پرداختنی	۶۳,۷۴۶ -	۶۳,۷۴۶ -
جریان خالص ورود (خروج) وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی	۱۵,۷۸۱,۰۳۲	۱۳,۶۱۱,۹۴۰ -
فعالیت‌های سرمایه‌گذاری		
وجوه پرداختنی بابت تحصیل دارایی‌های ثابت مشهود	۸۸۷,۸۱۹ -	۸۸۷,۸۱۹ -
وجوه پرداختنی بابت تحصیل دارایی‌های نامشهود	۳۱,۲۱۳,۶۶۶ -	۱,۸۲۰,۶۹۴ -
تسهیلات اعطایی به اشخاص	۲۰۱,۶۰۰ -	۲۰۱,۶۰۰ -
وجوه دریافتنی بابت فروش سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت	۱۰۰,۰۰۸	۱۰۰,۰۰۸
وجوه پرداختنی بابت تحصیل سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت	۱۹۹,۹۹۰ -	۱۹۹,۹۹۰ -
وجوه دریافتنی بابت فروش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت	۶۱,۴۵۰	۶۱,۴۵۰
سود دریافتنی بابت سایر سرمایه‌گذاری‌ها	۵,۷۷۷	۵,۷۷۷
جریان خالص ورود (خروج) نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری IFRS	۳۲,۳۳۵,۸۴۰ -	۲,۹۴۲,۸۶۸ -
جریان خالص ورود (خروج) وجه نقد قبل از فعالیت‌های تامین مالی	۱۶,۵۵۴,۸۰۸ -	۱۶,۵۵۴,۸۰۸ -
فعالیت‌های تامین مالی		
وجوه دریافتنی حاصل از افزایش سرمایه	۳,۳۷۸,۰۰۰	۳,۳۷۸,۰۰۰
وجوه دریافتنی بابت فروش سهام شرکت اصلی توسط شرکتهای فرعی / سهام خزانه	۲۲,۸۶۹	۲۲,۸۶۹
وجوه دریافتنی حاصل از استقراض	۱۷,۱۸۷,۶۶۸	۱۷,۱۸۷,۶۶۸
بازپرداخت استقراض	۲,۷۴۳,۴۹۷ -	۲,۷۴۳,۴۹۷ -
سود پرداختنی بابت استقراض	۴۱۴,۲۵۹ -	۴۱۴,۲۵۹ -
سود سهام پرداختی	۳۹۴,۸۳۹ -	۳۹۴,۸۳۹ -
جریان خالص ورود (خروج) نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی IFRS	۱۷,۰۳۵,۹۴۲	۱۷,۰۳۵,۹۴۲
خالص افزایش (کاهش) در وجه نقد	۴۸۱,۱۳۴	۴۸۱,۱۳۴
مانده وجه نقد در ابتدای دوره	۳۵۷,۰۷۷	۳۵۷,۰۷۷
وجه نقد در پایان دوره	۸۳۸,۲۱۱	۸۳۸,۲۱۱

فصل دوم، گزارشگری مالی؛ ظاهر یا واقعیت؟

روایت پیچیده‌تر است، اما اصول تغییر نمی‌کنند

بررسی‌های ما نشان داد که تحلیل شرکت‌های استارت‌آپی به مراتب پیچیده‌تر از شرکت‌های سنتی است. در این نوع کسب‌وکارها، تفاوت در مدل درآمدی، ساختار هزینه‌ها، نحوه سرمایه‌گذاری و چارچوب گزارشگری، موجب می‌شود صورت‌های مالی نتوانند به‌تنهایی تصویری شفاف از واقعیت اقتصادی شرکت ارائه دهند.

ثبت هزینه‌های رشد به‌عنوان دارایی، استفاده از استانداردهای تعهدی نظیر IFRS 15، و تدوین صورت‌های تعدیل‌شده، همگی نمونه‌هایی از این پیچیدگی هستند اما با تمام این تفاوت‌ها، یک اصل بنیادین پابرجاست:

- **فرایند تحلیل و سرمایه‌گذاری، همان مسیر همیشگی‌ست—با ابزارهایی پیشرفته‌تر و ذهنی تحلیل‌گرت‌ر.**

در واقع، گزارشگری مالی متفاوت، نباید موجب تعلیق اصول تحلیل شود. اتفاقاً در چنین شرایطی، نقش تحلیل‌گر و مدیر دارایی، پررنگ‌تر و حساس‌تر می‌شود. ما باید با درک عمیق‌تر از مدل کسب‌وکار، شناخت دقیق از ماهیت داده‌های مالی، و نگاهی بدون پیش‌داوری و اغراق، بتوانیم تصویر منسجم و بی‌طرفانه‌ای از شرکت ترسیم کنیم.

پیش‌فرض‌ها، سوگیری‌های رسانه‌ای، یا شفاف نبودن صورت‌های مالی، نباید مانعی برای قضاوت حرفه‌ای باشند. وظیفه‌ی تحلیل‌گر حرفه‌ای این است که به جای تکرار روایات سطحی، خود روایت دقیق‌تری بسازد—روایتی مبتنی بر واقعیت، منطق، و درک ساختار اقتصادی شرکت.

در پایان، می‌توان گفت که استارت‌آپ‌ها شاید روایت پیچیده‌تری داشته باشند، اما تحلیل آن‌ها، با همان اصول بنیادین سرمایه‌گذاری ممکن و ضروری است—اگر بخواهیم تحلیل‌گر باقی بمانیم، نه صرفاً مفسر صورت‌های مالی.

مسئولیت ما؛ فراتر از تحلیل، نزدیک‌تر به آینده

در جهانی که عددها همه‌چیز را نشان نمی‌دهند و روایت‌ها می‌توانند مسیر تصمیم‌گیری را تغییر دهند، نقش تحلیل‌گران و مدیران دارایی صرفاً در انتخاب یک سهم یا رد یک فرصت خلاصه نمی‌شود. ما در موقعیتی ایستاده‌ایم که هر تحلیل‌مان، هر توصیه سرمایه‌گذاری‌مان، و هر تصمیم تخصیص منابع‌مان، بخشی از آینده بازار را می‌سازد—چه بخواهیم، چه نخواهیم.

- **از یک سو،** ما امین سرمایه‌گذاران هستیم؛ وظیفه داریم با بررسی بی‌طرفانه، تحلیل منسجم و کنترل ریسک، از منافع مشتریان خود—خصوصاً سرمایه‌گذاران خرد—حراست کنیم.
- **و از سوی دیگر،** ما بخشی از زیست‌بوم توسعه اقتصادی هستیم؛ رفتار حرفه‌ای ما، شیوه تحلیل ما، و کیفیت روایت‌هایی که در بازار ارائه می‌کنیم، می‌تواند در ایجاد یا تخریب مسیر رشد یک کسب‌وکار اثرگذار باشد.

پذیرفتن این دوگانه‌ی اخلاقی و حرفه‌ای، جوهره بلوغ نهادی در بازار سرمایه است.

نه ستایش بی‌دلیل، نه بدبینی بیش‌فرض؛ بلکه قضاوتی منصفانه، تحلیلی شفاف و گفت‌وگویی متعهد با آینده. در تحلیل شرکت‌های سنتی، اعداد کافی‌اند؛ اما در تحلیل شرکت‌های نوآور، «درک سازوکار خلق ارزش» اصل است. در شرکت‌های بالغ، سوابق گذشته راهنما هستند؛ اما در استارت‌آپ‌ها، چشم‌انداز آینده تعیین‌کننده است و در همه این مسیرها، ما نه فقط تحلیل‌گر داده‌ایم، بلکه سازنده‌ی روایت‌هایی هستیم که بازار را شکل می‌دهند. اگر قرار است بازار سرمایه‌ای داشته باشیم که هم برای سرمایه‌گذاران مطمئن باشد و هم برای کارآفرینان الهام‌بخش، باید بین منافع امروز و مسئولیت فردا، تعادلی دقیق و متعهدانه برقرار کنیم.

فصل سوم

آینده از راه می‌رسد، اگر بخواهیم ببینیم

فصل سوم، آینده از راه می‌رسد، اگر بخواهیم ببینیم

آینده سرمایه‌گذاری

در دو فصل پیشین این گزارش، به دو جنبه بنیادین سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران پرداختیم؛

- ارزش‌گذاری به مثابه کشف روایت کسب‌وکار
 - صورتهای مالی به عنوان ابزاری ناکامل اما قابل تفسیر در راه تحلیل.
- اکنون، در این فصل پایانی، قصد داریم چشم‌انداز گسترده‌تری را بررسی کنیم؛ چشم‌اندازی که فراتر از تحلیل یک شرکت یا یک مدل مالی است، و به کلیت اکوسیستم سرمایه‌گذاری در ایران مربوط می‌شود.

با خلق اینترنت و گسترش آن، جهان با پدیده‌ای به نام Digitalization روبه‌رو شد. همه‌گیری این شبکه و نفوذ سریع آن به تمام جنبه‌های زندگی انسان‌ها به سرعت تغییرات جدیدی در روش انجام کارها به وجود آورد.

- امروز بخش بزرگی از اقتصاد جهان به این اکوسیستم گره‌خورده است و می‌توان گفت که شبکه گسترده اینترنت و ارتباطی که خلق می‌کند به یکی از پارامترهای اصلی برای بقای هر جامعه‌ای تبدیل شده است. قسمتی از تمام کسب‌وکارها سوار بر پایه‌های این اکوسیستم بنا شده که نشان‌دهنده اهمیت و نفوذ فرایندهای دیجیتال در زندگی امروز است.
- اگر Digitalization را یک فرایند در نظر بگیریم، این فرایند به نقطه‌ای رسیده است که بخش قابل‌توجهی از اقتصاد را در بر می‌گیرد؛
- بهتر است بگوییم بخشی از GDP جهان بدون این اکوسیستم امکان محقق‌شدن را ندارد، اما نمی‌توان گفت "فضای دیجیتال" نوعی از اقتصاد است، بهتر است بگوییم بخشی از ارزش خلق شده در تمام Sector های اقتصادی به واسطه این فرایند خلق می‌شود و اقتصاد تکنولوژی به مجموع این ارزش‌ها اشاره می‌کند.

(جمع فعالیت این بخش‌ها امروزه به بیش از ۵/۶٪ از GDP جهان می‌رسد)

حضور کسب‌وکارهای تکنولوژی محور در بازار سرمایه؛ ضرورتی برای رشد و کارایی

ورود شرکت‌های فناوری‌محور، پلتفرمی و نوآورانه به بازار سرمایه، صرفاً یک تحول مقطعی یا مد روز نیست؛ بلکه ضرورتی است برای ارتقای کیفیت بازار، افزایش گزینه‌های در دسترس برای سرمایه‌گذاران با سلايق ريسک متفاوت، و در نهایت، حرکتی به سوی کارایی عمیق‌تر بازار.

این شرکت‌ها با مدل‌های درآمدی پیچیده‌تر، مسیرهای رشد بلندمدت و ارزش‌آفرینی تأخیری، فرصت‌هایی جدید را برای تنوع‌بخشی به پرتفوی و مدیریت سرمایه فراهم می‌کنند. حضور آن‌ها در بورس نه تنها به تأمین مالی و رشدشان کمک می‌کند، بلکه بازار را با زبان، منطق و نیازهای تازه‌ای روبرو می‌سازد-نیاز به گزارشگری پیشرفته‌تر، تحلیل‌های روایت‌محور، و درک بهتری از پویایی‌های اقتصاد دیجیتال.

یادگیری جمعی بازار؛ تکامل ابزارها، ذهن‌ها و شیوه‌ها

هر ورود تازه‌ای به بازار، نیازمند تطبیق است؛ اما این تطبیق، الزاماً چالش نیست-فرصت است. فرصت برای:

- ارتقای مدل‌های گزارشگری مالی
- توسعه ابزارهای تحلیلی متناسب با واقعیت‌های نو
- و از همه مهم‌تر، بلوغ ذهنی بازیگران بازار در مواجهه با پیچیدگی

تحلیل‌گران، مشاوران سرمایه‌گذاری و مدیران دارایی، در این مسیر نقش کلیدی دارند. هر تحلیل دقیق، هر روایت منسجم، و هر تصمیم‌گیری مبتنی بر درک درست از ساختار کسب‌وکارهای نو، بخشی از یادگیری جمعی بازار را شکل می‌دهد.



فصل سوم، آینده از راه می‌رسد، اگر بخواهیم ببینیم

| نقش آگاه در این مسیر

بیش از دو دهه حضور مستمر در بازار سرمایه و حوزه‌های متنوع سرمایه‌گذاری، به ما آموخته است که موفقیت در این مسیر نیازمند ترکیبی از تجربه عمیق، دانش تخصصی و تعهد بی‌وقفه به اصول علمی و اخلاقی است. ما، به‌عنوان تیمی که سال‌ها در قلب تحولات اقتصادی ایران ایستاده‌ایم، شاهد دگرگونی‌های بنیادینی بوده‌ایم که فضای کسب‌وکار و سرمایه‌گذاری را بازتعریف کرده‌اند.

ظهور اقتصاد دیجیتال و گسترش کسب‌وکارهای فناوری‌محور، نه تنها بازار سرمایه، بلکه کل اکوسیستم سرمایه‌گذاری-از بورس تا سرمایه‌گذاری خصوصی-را به میدانی پویا و سرشار از فرصت تبدیل کرده است. این کسب‌وکارها، با مدل‌های درآمدی پیچیده و چشم‌اندازهای بلندمدت، قواعد سنتی تحلیل و ارزش‌گذاری را به چالش کشیده‌اند. آن‌ها نیازمند رویکردهایی هستند که فراتر از اعداد، داستان و پتانسیل رشدشان را درک کنند.

ما، با تکیه بر زیرساخت‌های گسترده و تیم‌های تخصصی خود، در این مسیر کنار کسب‌وکارهای نوآور ایستاده‌ایم. از کشف ارزش واقعی شرکت‌ها از طریق تحلیل‌های عمیق و روایت‌محور تا همراهی آن‌ها در فرآیندهای جذب سرمایه و طراحی استراتژی‌های رشد پایدار، هدف ما هموار کردن مسیری است که این کسب‌وکارها را به موفقیت‌های ماندگار برساند. این همراهی، تنها به ارائه راهکارهای مالی محدود نمی‌شود، بلکه شامل مشاوره‌هایی است که با واقعیت‌های اقتصاد دیجیتال هم‌خوانی دارند و آینده‌ای روشن را برای این شرکت‌ها ترسیم می‌کنند.

تعهد ما به اصول علمی و اخلاقی، سنگ بنای این مسیر است. با بهره‌گیری از تجربه‌ای که در بیش از ۲۰ سال فعالیت در بازارهای سرمایه‌گذاری عمومی و خصوصی شکل گرفته، ما تلاش می‌کنیم تا با ارائه راهکارهای دقیق و مسئولانه، نقشی هرچند کوچک در رشد و شکوفایی اکوسیستم اقتصادی ایران ایفا کنیم. این نقش، از همراهی با استارت‌آپ‌ها در مراحل اولیه ایده‌پردازی تا حمایت از آن‌ها برای ورود به بازار سرمایه، به ما امکان داده است تا شریکی قابل اعتماد برای کسب‌وکارهای نوآور باشیم.

کلید موفقیت کسب‌وکارهای نوپا و حتی شرکت‌های بالغ در فضای اقتصادی امروز ایران، داشتن نگاهی شفاف و دقیق به مسیر پیش‌روست. در شرایط کنونی، برای جذب سرمایه یا بهینه‌سازی ساختار سرمایه و تأمین مالی، کسب‌وکارها-به‌ویژه استارت‌آپ‌ها-نیازمند درک عمیقی از ارزش واقعی خود و اقدامی آگاهانه با ذهنیتی روشن هستند.

ما در گروه مالی آگاه و از طریق دپارتمان سرمایه‌گذاری خصوصی خود، این نیازها را به خدمات تخصصی تبدیل کرده‌ایم: تحلیل‌های دقیق و روایت‌محور برای کشف ارزش واقعی کسب‌وکارها، مشاوره در فرآیندهای جذب سرمایه و بهینه‌سازی ساختار مالی، و طراحی استراتژی‌های رشد که با پویایی‌های اقتصاد نوین هم‌راستا باشند. این خدمات، نه‌تنها به موفقیت پایدار کسب‌وکارها کمک می‌کند، بلکه به تقویت استانداردهای حرفه‌ای و کارایی اکوسیستم سرمایه‌گذاری یاری می‌رساند.

خدمات ما در مسیر موفقیت

- تحلیل‌های روایت‌محور برای کشف ارزش واقعی و پتانسیل رشد کسب‌وکارها.
- مشاوره تخصصی در جذب سرمایه و بهینه‌سازی ساختار مالی متناسب با اقتصاد دیجیتال.
- طراحی استراتژی‌های رشد که پایداری و موفقیت بلندمدت شرکت‌ها را تضمین کنند.
- تقویت استانداردهای حرفه‌ای و اخلاقی برای ارتقای کارایی اکوسیستم سرمایه‌گذاری.
- همراهی مستمر با استارت‌آپ‌ها، از ایده‌پردازی تا تبدیل شدن به بازیگران کلیدی بازار.

آینده سرمایه‌گذاری ایران در دست کسانی است که با تجربه، تخصص و تعهد، فرصت‌های نوظهور را به ارزش‌هایی ماندگار تبدیل می‌کنند. ما در گروه مالی آگاه، با افتخار در این مسیر گام برمی‌داریم و متعهدیم که با همراهی کسب‌وکارهای نوآور، آینده‌ای روشن برای اکوسیستم اقتصادی ایران رقم بزنیم.

agah.com

۹۰۰۰۱۲۳۴