



تهیه شده در:

معاونت اقتصادی

اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران

مهرماه ۱۳۹۹

بررسی مسائل روز اقتصادی

گزارش اول:

بررسی اثر تحولات بازار سرمایه بر اقتصاد و محیط
کسب و کار بخش خصوصی

گزارش دوم:

بررسی تحولات اخیر بازار سرمایه و پیشنهادات برای
هیئت رئیسه اتاق ایران

گزارش سوم:

تحلیل بازار سهام از منظر متغیرهای بنیادی و رفتاری

شناسنامه گزارش



عنوان گزارش اول: بررسی اثر تحولات بازار سرمایه بر اقتصاد و محیط کسب و کار بخش خصوصی
عنوان گزارش دوم: بررسی تحولات اخیر بازار سرمایه و پیشنهادات برای هیئت رئیسه اتاق ایران
عنوان گزارش سوم: تحلیل بازار سهام از منظر متغیرهای بنیادی و رفتاری

نام مدیریت: پژوهش‌های اقتصادی **گروه:** بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری

ناظران علمی: دکتر محمد قاسمی، منیره امیرخانلو

گزارش اول

تهیه‌کنندگان: دکتر علی ابراهیم‌نژاد، دکتر مهدی حیدری

گزارش دوم

تهیه‌کننده: دکتر علی سعدوندی **با همکاری:** فاطمه لبافی فریز، کلثوم روشنی

گزارش سوم

تهیه‌کننده: مسعود غلامپور فرد

تاریخ انتشار: ۱۳۹۹/۰۷/۱۹

طبقه‌بندی‌های موضوعی: اقتصاد مالی

واژه‌های کلیدی: بازار سرمایه، بازار سهام، بازدهی شاخص کل، بازدهی بورس، صندوق تثبیت بازار، بخش خصوصی

نشانی: تهران، خیابان طالقانی، نبش خیابان شهید موسوی (فرصت)، پلاک ۱۷۵، کدپستی: ۱۵۸۳۶۴۸۴۹۹

فکس: ۰۲۱-۸۸۸۲۵۱۱۱

تلفن: ۰۲۱-۸۵۷۳۰۰۰۰

تمام حقوق اثر برای اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران محفوظ است.

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۱	سخن اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران
۳	چکیده مدیریتی گزارش ۱
۸	چکیده مدیریتی گزارش ۲
۱۳	چکیده مدیریتی گزارش ۳
۲۱	گزارش ۱: بررسی اثر تحولات بازار سرمایه بر اقتصاد و محیط کسب‌وکار بخش خصوصی
۳۷	گزارش ۲: بررسی تحولات اخیر بازار سرمایه و پیشنهادات برای هیئت رئیسه اتاق ایران
۷۴	گزارش ۳: تحلیل بازار سهام از منظر متغیرهای بنیادی و رفتاری

سخن اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران

این شماره از بولتن بررسی مسائل روز اقتصادی به درخواست هیات رئیسه اتاق ایران با تمرکز بر «بررسی تحولات اخیر بازار سرمایه و توصیه‌های اتاق ایران» در تیرماه ۱۳۹۹ تهیه شده است. آثار کوتاه مدت و بلندمدت تحولات بی‌سابقه بازار سرمایه و جایگاه اتاق ایران در شورای عالی بورس موجب شد تا نظرات طیفی از صاحب‌نظران و متخصصان درباره این موضوع اخذ شود. گزارش حاضر شامل سه دیدگاه است که دلایل و آثار تحولات بازار سرمایه را تحلیل کرده و توصیه‌های سیاستی را بیان کرده است. در ابتدای گزارش چکیده سه مطالعه بیان شده است در این بخش تنها به مهمترین توصیه‌های سیاستی مستخرج از این مطالعات به تفکیک برای شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های متوسط اشاره می‌شود:

شرکت‌های بزرگ:

۱. انتشار صکوک قابل تبدیل به سهام توسط هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری
۲. تسویه مطالبات بانکی شرکت‌های بزرگ از محل عرضه ثانویه سهام در بازار سرمایه
۳. تبدیل سهام عادی به سهام ممتاز و افزایش درصد سهام شناور شرکت‌ها با هدف حفظ کنترل شرکت
۴. واگذاری سهام شرکت اصلی متعلق به شرکت‌های فرعی در راستای ماده ۲۸ دستورالعمل حاکمیت شرکتی
۵. تبدیل بخشی از سهام عادی به سهام خزانة و بازارگردانی سهام
۶. انتشار اوراق بدهی قابل تبدیل به سهام با نرخ‌های پائین با هدف کاهش هزینه‌های مالی
۷. اوراق بهادارسازی حواله‌های ارزی صادراتی
۸. افزایش سرمایه به روش صرف سهام و با سلب حق تقدم

شرکت‌های متوسط:

۱. تسریع در عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بورس‌ها
۲. استفاده از مزیت‌های سهام ممتاز جهت کنترل مالکیت شرکت‌ها در بورس
۳. واگذاری سهام ترجیحی به کارکنان شرکت‌ها با هدف افزایش قدرت خرید کارکنان و بهبود بهره‌وری
۴. تجدید ارزیابی دارایی‌ها و افزایش سرمایه شرکت‌ها از این محل

۵. تجمیع شرکت‌ها و ایجاد هلدینگ‌های تخصصی در رشته‌های مختلف و پذیرش سهام این شرکت‌ها در

بازار سرمایه

۶. اخذ تسهیلات با نرخ‌های پائین از نظام بانکی با توجه به تسویه مطالبات بانکی شرکت‌های بزرگ

۷. انتشار اوراق بدهی قابل تبدیل به سهام با نرخ‌های پایین و پذیرش این اوراق در بازار فرابورس

۸. ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی با هدف تامین مالی پروژه‌ها و عرضه آتی سهام آنها در بورس

گزارش ۱: بررسی اثر تحولات بازار سرمایه بر اقتصاد و محیط کسب و کار بخش خصوصی

چکیده مدیریتی

تحولات بازار سرمایه در ماههای اخیر و به خصوص پس از آغاز سال ۱۳۹۹، به گواه تمامی شاخص‌های عملکردی بازار، بی سابقه است. بازار سرمایه که در گذشته نه چندان دور، بخشی کوچک و نسبتاً کم اهمیت از اقتصاد کشور را تشکیل می‌داد، هم اکنون به عنوان یک نیروی تعیین کننده در تحولات اقتصادی در نظر گرفته می‌شود.

وقوع چنین تحولی در یک بازه زمانی کوتاه از یک سو فرصتی تاریخی برای ارتقاء نقش بازار سرمایه در تجهیز منابع سرمایه‌گذاری و تشویق مردم به پس انداز و سرمایه‌گذاری داراییهای خود در فعالیت‌های تولیدی ایجاد نموده و امکان سوق دادن سرمایه از بازارهای غیرمولد همچون ارز و طلا به بخش واقعی اقتصاد را فراهم نموده است، اما از سوی دیگر، چالش‌های متعددی را در درون و بیرون بازار سرمایه ایجاد کرده است. این چالش‌ها علاوه بر بعد اقتصادی، ابعاد اجتماعی و امنیتی نیز به همراه دارد و لذا، فهم دقیق و همه جانبه تحولات بازار سرمایه و تأثیرات آن بر اقتصاد کشور و کسب و کارها اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

این گزارش به بررسی اثر تحولات بازار سرمایه بر اقتصاد و محیط کسب و کار بخش خصوصی می‌پردازد. خلاصه این بررسی‌ها در قالب پرسش و پاسخ در ادامه آمده است:

۱. ریشه تحولات اخیر بازار سرمایه در چیست؟

تحولات اخیر بازار سرمایه صرفاً تابع یک عامل نبوده و به نظر می‌رسد مجموعه عوامل متعددی در کنار هم در ایجاد این تحولات نقش داشته اند که برخی از آنها عبارتند از:

- افزایش قابل توجه انتظارات تورمی و تلاش آحاد مردم برای حفظ قدرت خرید خود
- کنترل نسبتاً موفق نوسانات و محدود کردن سفته‌بازی در بازار ارز و طلا توسط بانک مرکزی
- تشدید تحریم‌ها و محدودیت‌های ارزی دولت
- تبلیغات و اعلام حمایت‌های مستمر دولت از بازار سرمایه
- شیوع کرونا و کاهش معاملات در بازارهای فیزیکی همچون کالا، مسکن و طلا

۲. این میزان رشد بازار بورس با در نظر گرفتن شرایط فعلی اقتصاد ایران، خوب است یا بد؟

رشد بازار اثرات مثبت و منفی مختلفی را به طور همزمان دارد که در ادامه به آنها اشاره خواهد شد و لذا نمی‌توان به طور مطلق این رشد را خوب یا بد دانست.

۳. فرصت‌ها و تهدیدهای نهفته در تحولات اخیر بازار سرمایه برای بخش تولید و بخش خصوصی کشور چیست؟

مهم‌ترین فرصت ایجادشده در نتیجه تحولات اخیر بازار سرمایه، افزایش ظرفیت تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است که در صورت انجام اصلاحات ساختاری در مسیرهای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه می‌تواند زیرساخت عظیمی را برای تأمین مالی تولید فراهم نماید. به علاوه، بزرگ شدن بازار سرمایه به همراه تنگنای مالی دولت زمینه مناسبی را برای واگذاری شرکت‌های دولتی و خروج دولت از برخی بازارها و حوزه‌های اقتصادی فراهم نموده که در صورت سیاست‌گذاری مناسب از سوی دولت، می‌تواند فضای مناسبی را برای گسترش دامنه فعالیت بخش خصوصی و کاهش مداخلات دولت در بازارها و نظام بنگاهداری کشور فراهم نماید. نکته دیگر اینکه، به نظر می‌رسد رشد بازار سرمایه و هجوم سرمایه به آن، منجر به ایجاد ثبات نسبی در سایر بازارها از جمله بازار ارز و نیز بازار کالاها شده است و لذا، در سطح اقتصاد کلان نیز به ثبات اقتصادی بیشتر کمک نموده است.

در مقابل، رشد قابل توجه بازار سهام می‌تواند پیامدهای منفی را با خود به همراه داشته باشد که در ادامه به آنها اشاره خواهد شد.

۴. آیا این تحولات به معنی تسهیل تأمین مالی بخش تولید و بخش خصوصی است؟

نه لزوماً. به دلایل مختلف، تأمین مالی شرکت‌ها از طریق ورود به بورس و نیز افزایش سرمایه با کندی بسیار زیادی همراه است و بنابراین، معمولاً حجم تأمین مالی انجام شده در دوره‌های رونق بازار، در مقایسه با ظرفیت ایجادشده در این دوره‌ها بسیار ناچیز است. در بازار بدهی نیز، فرآیند انتشار اوراق بسیار دشوار، پرهزینه و زمانبر است و لذا، سهم بنگاه‌های تولیدی از انتشار اوراق در کشور بسیار ناچیز است. نکته دیگر اینکه در حال حاضر رونق بازار سرمایه با تنگنای مالی شدید دولت همزمان شده و بنابراین، انتظار می‌رود بخش عمده ظرفیت تأمین مالی ایجادشده توسط دولت بهره‌برداری شود و به نوعی، منجر به بیرون راندن (Crowd-out) بخش خصوصی از بازار شود.

۵. آیا از محل این تحولات، عوارض و عواقب منفی در انتظار کشور قرار دارد؟ این عواقب چه هستند؟

جذابیت بازار سرمایه و کسب بازدهی بی‌سابقه در بازه زمانی کوتاه مدت منجر به ورود عده زیادی سرمایه‌گذاران جدید و بی‌تجربه به بازار سرمایه شده است. این موضوع به همراه پایین بودن سواد مالی در

کشورمان، باعث شده بخش بزرگی از تازه‌واردان به بازار بدون داشتن درک درستی از مفهوم ریسک، اولاً بخش بزرگی از پس‌انداز خود را وارد بازار کنند و ثانیاً، سرمایه خود را عمدتاً در یک یا چند سهم محدود و با تکیه بر اخبار و شایعات سرمایه‌گذاری کنند که در صورت سقوط بازار، می‌تواند زیان‌های سنگینی را به دنبال داشته باشد. پیامدهای اجتماعی و نارضایتی‌های ایجاد شده در میان اقشار مختلف مردم، به خصوص با توجه به حمایت‌ها و اظهارنظرهای خوشبینانه و بعضاً غیرواقعی مسئولان، می‌تواند قابل توجه باشد. از سوی دیگر، بخش بزرگی از جامعه به دلیل عدم دسترسی به اینترنت و یا نداشتن شناخت کافی نسبت به مفاهیم سرمایه‌گذاری، قادر به سرمایه‌گذاری در بورس نیستند و طبعاً، از منافع حاصل از رشد بازار بی‌نصیب مانده‌اند. چنین شرایطی می‌تواند به افزایش نابرابری میان اقشار صاحب سرمایه و اقشار کم‌درآمد دامن بزند. علاوه بر آن، کسب سودهای چندده درصدی در مدتی کوتاه ممکن است انتظارات بازدهی مشابهی را در سایر بازارها نیز ایجاد کند و به رشد قیمتی در دیگر بازارها بیانجامد. همچنین حتی در صورت عدم سقوط و تثبیت بازار، رشد شتابان بورس در ماه‌های اخیر را می‌توان به معنای پیش‌خور کردن رشد آتی بازار دانست که در این صورت این رشد بالا باعث کاهش بازده آتی بازار خواهد شد.

۶. نقش "صندوق تثبیت بازار" در مدیریت آثار منفی ناشی از تحولات اخیر بازار بورس چیست؟

افزایش چندبرابری حجم معاملات و نیز تعداد فعالان بازار باعث شده میزان اثرگذاری سازوکارهای کنترلی بازار مانند سرمایه‌گذاران حقوقی و یا سهامداران عمده و نیز صندوق تثبیت بازار تا حد زیادی کاهش یابد. در شرایطی که در بسیاری از روزها، ارزش معاملات روزانه بالغ بر ۱۰ هزار میلیارد تومان است، نمی‌توان انتظار تأثیرگذاری قابل توجه از هیچ‌یک از نهادهای حقوقی بازار داشت.

۷. درخواست‌ها و مواضع بخش خصوصی در شرایط حاضر چه باید باشد؟

پیشنهاد می‌شود مهم‌ترین درخواست‌های بخشی خصوصی حول محورهای ذیل باشد:

- تسهیل تأمین مالی بخش خصوصی از بازار سرمایه از طریق تسهیل فرآیند ورود شرکت‌ها به بورس و افزایش سرمایه آنها و نیز فرآیند انتشار اوراق بدهی
- واگذاری مدیریت شرکت‌های دولتی همزمان با واگذاری مالکیت آنها از طریق بازار سرمایه
- ممانعت از مداخلات دولت همچون قیمت‌گذاری دستوری در بازارهایی که شرکت‌های بورسی در آن فعال هستند و می‌تواند به اعتماد سرمایه‌گذاران لطمه وارد کند.
- تمرکز نهاد ناظر بازار (سازمان بورس و اوراق بهادار) بر افزایش شفافیت و مبارزه با دستکاری قیمتی و اجتناب از اعمال محدودیت‌های غیرکارشناسی به منظور مهندسی بازار

- استفاده از فضای پررونق بازار بورس برای اصلاح نظام بنگاهداری از طریق اعمال اصول حکمرانی شرکتی و اصلاح ساختار مالکیت در مجموعه‌های بزرگ دولتی، شبه دولتی و حاکمیتی.

۸. تداوم روند صعودی کنونی تا کی قابل تصور است؟

پیش‌بینی روند آتی بازار سرمایه بنا به خصوصیات ذاتی آن بسیار دشوار است و لذا، پیش‌بینی میزان تداوم روند صعودی کنونی به سادگی امکان پذیر نیست. با این حال، در صورت ثبات شرایط اقتصادی و سیاسی کشور، با توجه به آنکه رشد اخیر بازار سرمایه تا حد زیادی، کم‌ارزشگذاری یا "ارزان" بودن تاریخی بازار سرمایه در مقایسه با بازارهای رقیب همچون مسکن را کاهش داده، بنابراین انتظار بازده قابل توجه دور از ذهن می‌باشد. نکته دیگر اینکه در صورت رخداد تلاطمات جدی در سایر بازارها همچون طلا و مسکن، ممکن است شاهد خروج سرمایه قابل توجه از بازار باشیم که متعاقب آن ممکن است افت یا سقوط قیمت‌ها در بازار سرمایه اتفاق بیفتد. در نقطه مقابل، افزایش نرخ ارز با توجه به شرایط ارزی کشور می‌تواند رونق بیشتری را در بازار سرمایه ایجاد کند و شاخص بورس را به سطوح بالاتری برساند. در مجموع، تداوم یا توقف روند صعودی کنونی بازار تابع مجموعه‌ای از عوامل است که اکثر آنها مربوط به خارج از بازار سرمایه بوده و در برخی موارد، تابع تحولات سیاسی و بین‌المللی است و لذا، پیش‌بینی این تحولات به سادگی امکانپذیر نیست.

۹. آیا این میزان رشد بازار بورس با روند کنونی اقتصاد کلان کشور سازگار است؟

تقریباً بر اساس کلیه شاخص‌های اقتصادی، وضعیت فعلی بازار سرمایه با روند تاریخی آن فاصله قابل توجهی دارد و بنابراین، اگر گذشته را معیار قضاوت برای آینده قرار دهیم، به نظر می‌رسد رشد بازار تناسبی با شاخص‌های گذشته‌نگر اقتصاد کلان ندارد. با این حال، به دلایلی که در گزارش حاضر به آنها اشاره شده، می‌توان ادعا کرد بازار بورس ایران به دلایلی از جمله تورم مزمن و بالا در اقتصاد ایران همواره فاصله قابل توجهی با ارزش ذاتی خود داشته و لذا، از این نگاه، رشد بازار بورس قابل توضیح بوده و با عوامل بنیادین آن ناسازگار نیست. نکته دیگر اینکه، در تحلیل اقتصاد کلان معمولاً مثبت یا منفی بودن تحولات اقتصادی بر اساس متغیرهای حقیقی همچون رشد تولید ناخالص داخلی (GDP) ارزیابی می‌شود، در حالی که رشد قیمت‌ها در بورس تابع متغیرهای اسمی است. به عبارت دیگر، ممکن است علیرغم رشد حقیقی منفی در اقتصاد، به دلیل وجود تورم بالا، شاهد رشد قابل توجه قیمت‌ها در بازار سهام باشیم.

۱۰. این رشد (که احتمالاً عمدتاً به دلیل ورود نقدینگی جدید است) چه فرصتهایی را برای دولت جهت حرکت در سیر خصوصی‌سازی فراهم خواهد کرد؟

یکی از چالش‌هایی که همواره در مسیر خصوصی‌سازی وجود داشته، عدم توانایی مالی خریداران برای خرید نقدی شرکت‌های بزرگ دولتی بوده است که در کنار کوچک بودن بازار سرمایه، مسیر ناهمواری را برای واگذاری شرکت‌های دولتی ایجاد کرده بود. از سوی دیگر، بازارهای سرمایه یکی از موثرترین سازوکارهای انتقال مالکیت بنگاههای اقتصادی در جهان محسوب می‌شوند. بنابراین، رشد بازار سرمایه ظرفیت‌های بسیار ارزشمندی را برای واگذاری بنگاههای دولتی فراهم نموده که در صورت بهره‌برداری مناسب توسط دولت و استفاده از راهکارهای نوآورانه در طراحی ابزارهای مالی می‌تواند روند خروج دولت از بنگاهداری را تسریع نماید.

گزارش ۲: بررسی تحولات اخیر بازار سرمایه و پیشنهاد ها یی برای هیئت رئیسه اتاق ایران

چکیده مدیریتی

بازار سرمایه، در دسته‌بندی بازارهای مالی، یکی از ارکان اصلی تأمین مالی دولت و بنگاه‌های اقتصادی به حساب می‌آید. در واقع بازار سرمایه با امکانات متنوعی که در حوزه نهادی و درحوزه ابزارها دارد، به نوعی زیربنای فعالیت‌های بخش خصوصی و دولتی بوده و می‌تواند پل ارتباطی میان پس‌اندازکنندگان فردی، نهادی و سرمایه‌گذارانی باشد که نیازمند وجوه هستند. اگر چه نظام تأمین مالی کشور، بانک محور است، در سال‌های اخیر با توجه به اقبال بی‌نظیر سرمایه‌گذاران، توجه دولت و بنگاه‌های اقتصادی به بازار سرمایه و توانایی‌های این بازار در عرصه تأمین مالی بخش واقعی اقتصاد جلب شده است. هرچند تحولات اخیر بازار سهام ملاحظاتی برای بخش خصوصی نیز به‌همراه دارد، اما استفاده از ظرفیت‌های ایجاد شده در این بازار می‌تواند محرک رشد اقتصادی کشور شود. بنابراین پژوهش حاضر به دنبال بررسی عوامل اقتصادی بنیادی موثر بر تحولات اخیر بازار سهام و ارائه پیشنهادهایی به منظور بهره‌گیری از فرصت جدید برای توسعه فعالیت‌های بخش خصوصی و تأمین مالی آن است.

بازار سرمایه از ابتدای سال ۱۳۹۸ به تدریج با کاهش بازدهی در بازارهای ارز، طلا و مسکن، افزایش شکاف میان نرخ سود سپرده‌های بانکی با نرخ تورم، بالارفتن انتظارات تورمی به منظور حفظ ارزش پول مورد توجه سرمایه‌گذاران به ویژه سرمایه‌گذاران خرد قرار گرفت. به طوری که متوسط شاخص کل از حدود ۱۶۷ هزار واحد طی اسفند ۱۳۹۷ به عدد ۵۱۶ هزار واحد در اسفند ۱۳۹۸ رسید که افزایش بالغ بر ۳ برابری را به ثبت رسانده است. این روند افزایشی از ابتدای سال ۱۳۹۹ تشدید شد به طوری که شاخص کل توانست در انتهای خرداد ماه به مرز یک میلیون و سیصد هزار واحدی نزدیک شود. رشد بالای شاخص کل از دی ماه ۱۳۹۸ موجب ایجاد نگرانی در میان کارشناسان بازار سرمایه در خصوص علت ایجاد آن و بود یا نبود هرگونه حباب احتمالی در بازار بورس کشور شد. به همین دلیل دو دسته از عوامل؛ عوامل بنیادی و تحقق‌یافته و رشد انتظاری متغیرها مورد بررسی قرار گرفتند. در بخش عوامل بنیادی و تحقق‌یافته؛ دارایی‌های جایگزین سهام شامل ارز، طلا، مسکن، بخش واقعی اقتصاد و سیاست‌های اقتصادی مدنظر قرار گرفت.

با بررسی روند قیمتی سایر دارایی‌های جایگزین سهام از ابتدای سال ۱۳۹۷ تاکنون، مشخص شد که تحولات در متوسط قیمت سکه امامی و متوسط قیمت مسکن در محدوده رشد متوسط قیمت دلار در بازار آزاد است ولی در مورد متوسط شاخص کل، افزایش قابل توجهی اتفاق افتاده که در خصوص متوسط شاخص هموزن، این افزایش بیش از حد ارزیابی می‌شود. به طوری که متوسط شاخص هموزن در خرداد ۱۳۹۹ نسبت به انتهای سال ۱۳۹۶ بالغ بر ۲۰ برابر شده در صورتی که در مدت مذکور متوسط قیمت دلار در بازار آزاد ۳,۸ برابر و در خصوص متوسط قیمت سکه امامی و متوسط قیمت مسکن به ترتیب افزایش ۴,۸ و ۳,۳ برابری واقع شده است.

بنابراین رشد متوسط شاخص هم‌وزن با رشد متوسط قیمت در سایر بازارهای دارایی هم‌خوانی نداشته و وجود حباب حداقل در خصوص گروه‌های کوچک بورسی را متصور می‌کند.

رشد اندک و عمدتاً منفی تشکیل سرمایه ثابت ناخالص طی سال‌های اخیر و نسبت اندک آن از تولید ناخالص داخلی، رشد اقتصادی منفی کل اقتصاد به واسطه اعمال تحریم‌های نفتی و بانکی تبیین‌کننده وضعیت فعلی بخش واقعی اقتصاد کشور هستند و با توجه به کاهش قیمت‌های جهانی، به نظر می‌رسد آنچه که منجر به ارزندگی برخی از سهام‌ها در بازار سرمایه کشور شده، ناشی از عملکرد بخش واقعی اقتصاد نبوده است. حتی به دلیل بروز بیماری کرونا و متاثر شدن اقتصاد از آن، افزایش نرخ بیکاری در جامعه و کاهش دستمزدهای واقعی متعاقباً کاهش تقاضای موثر، در غیاب مداخله موثر دولت، انتظار بهبود آن برای سال ۱۳۹۹ بسیار کم‌رنگ می‌باشد. تغییرات عملکرد فروش و سودآوری شرکت‌های بورسی در سال ۱۳۹۸ نیز نشان می‌دهد که در برخی از شرکت‌های بورسی با وجود زیان‌ده بودن، افزایش بیش از ۲۰ برابری در شاخص سهام آنها به وقوع پیوسته است. همچنین بالغ بر ۳۷ درصد از ۴۲۶ شرکت فعال در بازار سهام کشور در سال ۱۳۹۸، زیان‌ده بوده یا با کاهش سود نسبت به سال‌های گذشته مواجه شده‌اند از این‌رو در برخی از گروه‌ها به دلیل نبود دلایل بنیادین امکان ایجاد حباب قیمتی متصور می‌شود.

با توجه به نکات فوق، دلایل افزایش قیمت سهام را بایستی در تحولات بازار ثانویه جستجو کرد. بدین منظور با توجه به اهمیت عملکرد دولت و بانک مرکزی در دیدگاه فعالان اقتصادی، وضعیت نقدینگی و کسری بودجه دولت مورد بررسی قرار گرفت.

رشد نقطه به نقطه نقدینگی که از نیمه مرداد ماه ۱۳۹۷ روند رو به رشدی را طی کرده، از حدود ۲۰ درصد به ۳۳،۹ درصد در خرداد ماه ۱۳۹۹ افزایش یافته است. با وجود نوسانات رشد ماهانه نقدینگی، به‌طور کلی متوسط رشد ماهانه نقدینگی در سال ۱۳۹۶ بالغ بر ۱،۶۸ درصد و در سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ به ترتیب ۱،۷۵ و ۲،۳ درصد و در سه ماهه ابتدایی سال ۱۳۹۹ بالغ بر ۲،۳۶ درصد بوده که نشان‌دهنده روند افزایشی رشد نقدینگی در کشور از ابتدای سال ۱۳۹۷ است که نگرانی‌ها در خصوص تغییر روند کاهشی تورم در سال ۱۳۹۹ را ایجاد می‌کند. از سوی دیگر با توجه به سرعت بالای گردش پول در اقتصاد کشور و سیالیت قابل توجه آن، نگرانی‌هایی در خصوص تشدید بی‌ثباتی در بازارهای مختلف اقتصاد، پویایی تورم و در نتیجه فشارهای حاصل از آن را افزایش می‌دهد.

در شرایط کنونی کشور، بودجه دولت از جانب درآمدهای نفتی به جهت وجود تحریم‌ها و کاهش قابل توجه قیمت جهانی نفت به دلیل بروز بیماری کرونا و افزایش مخارج مربوط به بهداشت و درمان، به شدت تحت فشار است. افزایش کسری بودجه دولت موجب نگرانی در خصوص محل تامین مالی آن شده که با توجه به سابقه تامین از طریق استقراض از بانک مرکزی در کشور، از یک سو موجب افزایش انتظار در خصوص رشد نقدینگی و

در نتیجه تشدید شرایط تورمی شده و از سوی دیگر نگرانی در خصوص کاهش ارزش پول ملی در میان فعالان اقتصادی را به همراه داشته است. بنابراین افزایش انتظارات در خصوص رشد نقدینگی که در عمل در حال تحقق است و نگرانی در خصوص نحوه تامین مالی بودجه دولت (پولی شدن کسری بودجه دولت) موجب افزایش نگرانی در ذهن سرمایه‌گذاران خرد در خصوص ارزش سرمایه شده است. از سوی دیگر افزایش نرخ دلار در بازار آزاد نوید افزایش سودآوری بنگاه‌های فعال در بازار سرمایه را برای فعالان این حوزه به همراه دارد. بنابراین با ایجاد چنین شرایطی؛ رشد نقدینگی بالا، انتظار تامین کسری بودجه دولت از طریق بانک مرکزی و در نتیجه انتظار افزایش تورم، انتظار افزایش نرخ دلار در بازار آزاد و عدم انتظار کسب بازدهی بالاتر در سایر دارایی‌های جایگزین، بازار سرمایه به‌طور قابل توجهی مورد استقبال فعالان اقتصادی قرار گرفته است.

نکته حائز اهمیت این است که افزایش شاخص کل سهام به جهت وجود انتظارات فزاینده در خصوص برخی از متغیرهای اقتصادی به خصوص نقدینگی، قیمت کالاها و خدمات و نرخ ارز، بعد از افزایش و مستقر شدن در سطوح بالا، با تحقق انتظارات فعالان اقتصادی دارای ارزش ذاتی می‌گردد. در این حالت قیمت‌های حبابی سهام تبدیل به قیمت بنیادی می‌شوند که در واقع با تبدیل انتظارات تورمی بالا به تورم واقعی بالا این امر تحقق می‌یابد. بنابراین مستلزم عدم حبابی تلقی شدن افزایش قیمت سهام در شرایط کنونی، ادامه روند افزایشی در رشد نقدینگی در کشور و رشد دلار در بازار آزاد است.

در صورت عدم تحقق این انتظارات و کاهش قابل توجه شاخص کل (قیمت سهام)، سرمایه‌گذاران بازار سرمایه که عمدتاً سرمایه‌گذاران خرد بوده که علاوه بر نداشتن تجربه کافی در خصوص عملکرد قیمت‌ها در بازار سهام، به دلیل اندوخته مالی اندک در صورت هرگونه نگرانی از آینده بازار و حتی افت بازدهی کسب شده، تحت‌تاثیر مسائل روانی بازار، رفتار هیجانی از خود نشان می‌دهند و منجر به بی‌ثباتی در بازار سهام و انتقال آن به سایر بخش‌های اقتصاد می‌شوند و با توجه به سیالیت قابل توجه نقدینگی در کشور، مجدداً سفته‌بازی در سایر بازارها تشدید شده و بی‌ثباتی اقتصاد کلان را افزایش می‌دهد. علاوه بر موارد فوق‌الذکر افزایش بازدهی در یک بازار دارایی، انتظار بازدهی سایر دارایی‌ها را افزایش می‌دهد که این امر هزینه تامین مالی دولت و بخش خصوصی را در بازار سرمایه افزایش می‌دهد. به طوری که دولت و بخش خصوصی به منظور ایجاد انگیزه در خریداران برای خرید اوراق بدهی مجبور به پیشنهاد نرخ‌های بالاتر بازدهی می‌شوند که این امر دارای مخاطراتی برای تامین مالی آینده دولت و بخش خصوصی با استفاده از انتشار اوراق بدهی است.

تحولات اخیر بازار سرمایه علاوه بر تهدیدهایی که برای بخش خصوصی و بخش دولتی دارد، ایجاد کننده فرصت‌هایی است که بایستی توسط این دو بخش مورد توجه قرار گیرند. براساس آمار ارائه شده ارزش روزانه معاملات بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران از حدود ۲۰ هزار میلیارد ریال (۲ هزار میلیارد تومان) در ماه ابتدایی سال ۱۳۹۸ به رقم بی‌سابقه ۱۵۶،۶ هزار میلیارد ریال (۱۶ هزار میلیارد تومان) در خرداد ماه ۱۳۹۹ رسیده است.

این امر نشان از ظرفیت قابل توجه بازار سرمایه کشور دارد که می‌تواند از طریق جذب بیش از پیش سرمایه‌های خرد وارد شده به بازار سرمایه با استفاده از پذیرش شرکت‌های جدید در بازار، عرضه اولیه سهام، افزایش سرمایه شرکت‌ها، انتشار اوراق بدهی شرکتی و دولتی و واگذاری سهام شرکت‌های دولتی در جهت تامین مالی بخش دولتی و خصوصی مورد توجه قرار گیرد. یکی دیگر از فرصت‌های که در این دوره برای بخش خصوصی و دولتی ایجاد شده در زمینه اصلاح صورت‌های مالی آنها است که در مورد بخش خصوصی اصلاح ترازنامه و در مورد دولت اصلاح ساختار بودجه است.

- توصیه‌های سیاستی

با توجه به ورود تعداد قابل توجهی سرمایه‌گذاران خرد در بازار سهام در شرایط فعلی، مخاطرات پنهانی در بازار سهام وجود خواهد داشت که در صورت ایجاد نوسان قابل توجه در شاخص کل و ریزش آن هزینه‌های اجتماعی بالایی به صورت کاهش سرمایه اجتماعی و گسیل نقدینگی قابل توجه ورودی به بازار سرمایه به سایر بازارهای مالی و عدم ثبات در اقتصاد کلان را به کشور تحمیل خواهد کرد. بنابراین در شرایط فعلی بایستی بخش خصوصی که برای احیای فعالیت‌های اقتصادی خود بعد از اصابت شوک بروز بیماری کرونا نیاز به ثبات شرایط اقتصادی دارد، اقدامات ذیل را از دولت درخواست کرده و در جهت تحقق آن کوشا باشد:

۱. تسهیل روند صدور مجوز و گسترش نهادهای مالی نظیر سبده‌گردانی‌ها و شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری با کاهش محدودیت‌هایی نظیر الزامات حداقل سرمایه نهادهای مالی؛
۲. تحکیم بنیاد سهام بورسی از طریق اعطای معافیت شرکت‌های بورسی از شمول قیمت‌گذاری؛
۳. افزایش عمق بازار از طریق افزایش عرضه اولیه سهام ناشی از ورود شرکت‌های جدید به بازار با تسهیل شرایط پذیرش شرکت‌ها در بازار سهام توسط سازمان بورس، افزایش سهام شناور شرکت‌ها که می‌تواند از طریق افزایش سرمایه با سلب حق تقدم سهام صورت گیرد و تسهیل شرایط انتشار اوراق بدهی شرکتی (حذف شرط ضمانت و وثیقه و جایگزینی آن با رتبه سنجی)؛
۴. حذف لزوم اخذ مجوز از سازمان بورس برای افزایش سرمایه؛
۵. واریز سود نقدی تقسیم شده به حساب افراد نزد کارگزاری و ایجاد امکان سرمایه‌گذاری مجدد وجه در پرتفوی فرد و پرداخت سود به تدریج طی سه تا چهار مرحله در طول سال؛
۶. انتشار سهام شرکت‌های دولت (به تدریج) همراه با کاهش تصدی‌گری و قیمت‌گذاری دولت در حوزه فعالیت‌های شرکت‌های خصوصی شده در جهت بهبود محیط کسب‌وکار و فعالیت بخش خصوصی؛
۷. عدم حمایت سیاست‌گذار از سفته‌بازی در یک بازار (هر چند که بازار سرمایه باشد) و ایجاد محدودیت برای شروع سفته‌بازی در بازارهای دارایی و کاهش نوسان در آنها از طریق وضع مالیات؛

۸. عدم حمایت صریح دولت از افزایش شاخص سهام، اطلاع‌رسانی در خصوص طبیعت این بازار مبنی بر وجود روندهای اصلاحی و تبیین راهبرد و الگوی ملی ارتقای سطح سواد مالی اقشار مختلف مردم؛
۹. انتشار اوراق بدهی دولتی؛
۱۰. ایجاد حساب سپرده بازار پول و الزام صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت به تخصیص بخش عمده‌ای از پرتفوی صندوق به خرید اوراق بدهی؛
۱۱. کاهش نرخ کارمزد معاملات در بازار سرمایه؛
۱۲. تنوع بخشی به ابزارهای تامین مالی و ابزارهای پوشش ریسک سرمایه‌گذاری توسط سازمان بورس؛
۱۳. تقویت نهادهای مرتبط با تامین مالی جهت راهنمایی بنگاه‌ها در عرصه تامین مالی، مدیریت ریسک، مشاوره عرضه و ...
۱۴. رفع موانع ورود انواع کالاها به بورس کالا جهت نقش‌آفرینی هر چه بیشتر آن در کمک به بنگاه‌های تولیدی؛
۱۵. شفافیت و جلوگیری از رانت اطلاعاتی بر مبنای معاملات صندوق تثبیت بازار سرمایه از طریق اعلام برنامه عملیاتی و سهام‌های خریداری شده توسط صندوق.

گزارش ۳: تحلیل بازار سهام از منظر متغیرهای بنیادی و رفتاری

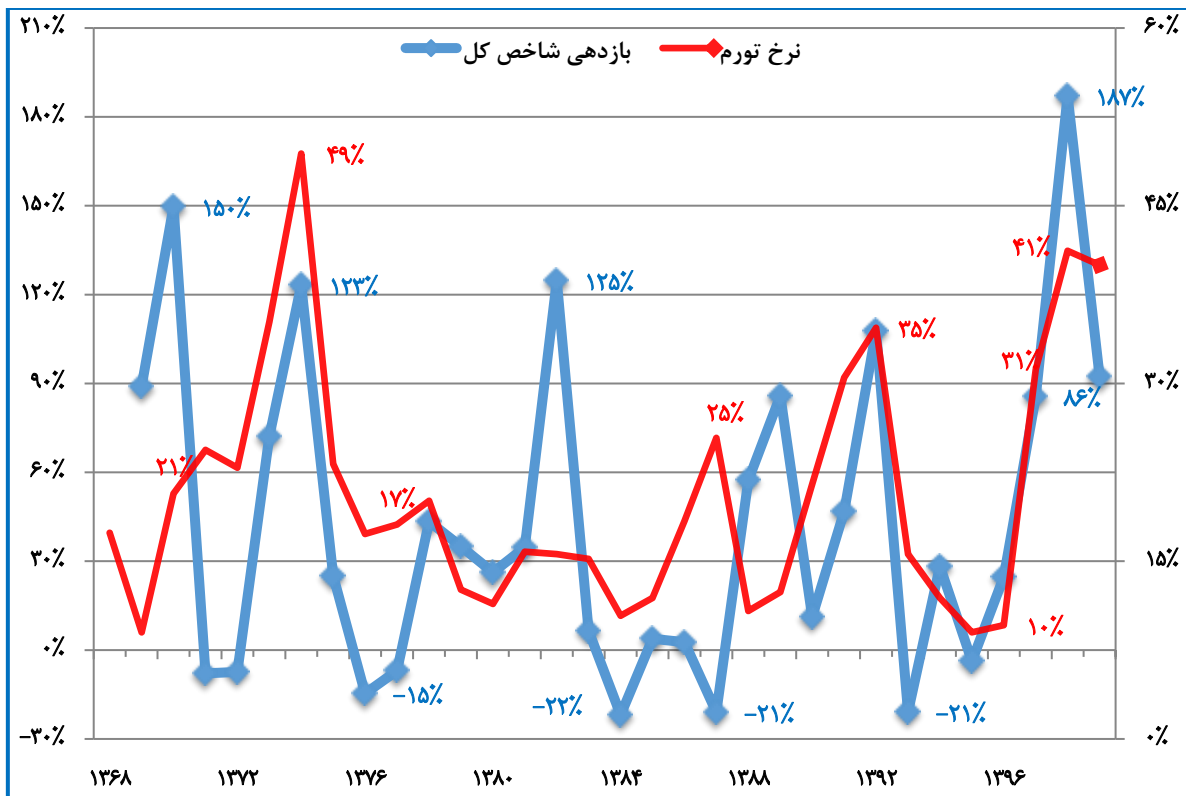
چکیده مدیریتی

رشد فزاینده شاخص‌های قیمتی بازار سرمایه که بدنبال افزایش چشمگیر نرخ ارز در نتیجه تشدید تحریم‌های بین‌المللی و ناترازی نظام بانکی همچنان ادامه دارد، پارادایم‌های ناظر بر فضای بازار سهام را به شکل دیگری تغییر داده است. ورود نقدینگی جدید به بازار سرمایه و همه‌گیر شدن سرمایه‌گذاری در بورس باعث شد تا شاخص بورس پس از افزایش ۱۸۷ درصدی در سال ۹۸ به رشد خود ادامه داده و تا خردادماه بیش از ۱۰۰ درصد رشد نماید و در حالیکه متوسط بلندمدت نرخ قیمت به عایدی در بازار سهام در حدود ۷ می‌باشد، در پایان اردیبهشت ماه ۹۹ به حدود ۲۰ واحد برسد. افزایش چشمگیر شاخص‌های ارزش‌گذاری سهام همچون نسبت قیمت به عایدی و یا قیمت به فروش شرکت‌ها همراه با کاهش نرخ سود بین بانکی در ماه‌های اخیر حاکی از بروز یک ناترازی گسترده در بازارهای دارایی و سهام می‌باشد.

تحلیل روند گذشته شاخص بورس تهران در سی سال اخیر و مولفه‌های تبیین‌کننده قیمت سهام و شاخص‌های علامت‌دهنده حباب در بازارها به سرمایه‌گذاران کمک می‌نماید تا درک بهتری از وضعیت بازارها به خصوص بازار سرمایه داشته باشند. بررسی روند تاریخی بازار سرمایه در طول سالیان متمادی، می‌تواند چشم‌انداز مناسبی را برای پیش‌بینی روند سال‌های آتی به تحلیلگران ارائه نماید؛ چرا که بر اساس تئوری‌های رفتاری، بازار سرمایه مملو از اتفاقات مشابه است. روند تاریخی شاخص کل بورس در سال‌های گذشته همواره حاکی از همبستگی بالای این بازار با تورم می‌باشد و در سال‌هایی که اقتصاد ایران با تورم‌های شدید همراه بوده، بازار سهام نیز همراستا با تورم رشدهای بالایی را تجربه نموده است. به عبارتی بی‌ارزش شدن ریال در مبادلات اقتصادی، بهره‌وری پایین اقتصاد ایران و عدم ثبات رشد اقتصادی طی ۳۰ سال اخیر منجر به رشد فزاینده اسمی شاخص سهام همراستا با تورم گردیده است. همانطور که نمودار ۱ نشان داده شده است، بازار بورس تهران طی این مدت در سه سال ۸۴، ۸۷ و ۹۳ با رکود و افت محسوس بیش از ۲۰ درصد مواجه بوده است که سریعاً خود را با توجه به تورم محور بودن اقتصاد ایران تعدیل نموده است. خط روند میانگین متحرک دو ساله شاخص کل نیز حاکی از تطبیق روند شاخص کل با روند تورم می‌باشد که تا حدودی بازده شاخص را در سطح تورم مصرف‌کننده توضیح می‌دهد. با توجه به اینکه رکود در هر یک از این سال‌ها، متعاقب تشکیل حباب در بازار سرمایه یا بیش‌پنداری او ضاع اقتصادی نیز بوده است، توجه به متغیرهای بنیادی پدیدآورنده این حباب حائز اهمیت است. افت بیش از ۴۰ درصدی و رکود بازار بورس تهران در سال‌های ۸۴ و ۸۷ پس از رشد ۱۲۵ درصدی آن در سال ۸۲ در حالی که وقوع پیوسته در سال‌های پایانی دور دوم دولت اصلاحات ایران انتظار می‌رفت اقتصاد ایران بتواند با اصلاحات ساختاری که طی دولت‌های هفتم و هشتم انجام شده بود، رشدهای بالاتری را در سال‌های آینده و دولت‌های بعدی

تجربه نماید که متاسفانه با مطرح شدن موضوع هسته‌ای و فشارهای بین‌المللی این چشم‌انداز کلاً از بین رفته و جای خود را به عنوان عامل مسلط رشد بازار سرمایه به تورم واگذار نمود. رکود سال ۹۳ نیز بر همین اساس با بیش‌انگاری و تصور بیش از حد رشد اقتصادی به واسطه انتخاب دولت روحانی و از سوی جذاب بودن سرمایه‌گذاری در بانک‌ها پدید آمد.

نمودار ۱. نرخ تورم و بازدهی شاخص کل



سیاست دولت‌های مختلف در کنترل تورم و توجه به بازار سرمایه در سی سال گذشته نیز در این رابطه حائز اهمیت بوده است. با افزایش تورم در دور دوم دولت‌های گذشته شاخص بورس نیز به تبعیت از تورم با افزایش همراه بوده است و به استثنای دور دوم دولت اصلاحات (دولت هشتم) که وضعیت اقتصادی و قیمت‌ها به ثبات نسبی رسیده بود، شاخص بورس از محل افزایش تولید و رشد اقتصادی که در سال دوم دولت هشتم به بیش از ۸ درصد رسید، با افزایش ۱۲۵ درصدی در سال ۱۳۸۲ و سال سوم دولت وقت همراه بوده است.

در غیاب عامل بهره‌وری در اقتصاد ایران، نیروی تورمی حاصل از شکاف نقدینگی و تولید ناخالص داخلی عامل مسلط در رشد اسمی بازار سرمایه ایران بوده است. این شکاف که در سه دهه اخیر (۱۳۷۰-۱۳۹۷) به طور متوسط در حدود ۲۳,۷ درصد بوده، متوسط نرخ تورم ۱۵,۲۴ درصدی سالهای ۱۳۳۸-۱۳۹۷ را به

حدود ۲۰ درصد در سال‌های ۱۳۷۰-۱۳۹۷ افزایش داده است. به عبارتی ناترازی اقتصاد ایران به طور روز افزونی افزایش یافته و نیروی تورمی مزمن در اقتصاد ایران تداوم یافته است و در شرایط موجود با توجه به تشدید رکود اقتصادی در سال ۱۳۹۹ به واسطه شیوع ویروس کرونا و پیش‌بینی رشد اقتصادی منفی ۶ درصدی در سال جاری و رشد بیش از ۳۰ درصدی نقدینگی، به نظر می‌رسد متوسط نرخ تورم در سال ۹۹ کمتر از ۴۰ درصد نباشد و این میزان تورم با افزایش قیمت‌های مصرف‌کننده موجب رشد اسمی سودآوری شرکت‌ها و قیمت سهام آنها در بورس خواهد شد.

در طول سه دهه گذشته نقدینگی به طور متوسط با سرعت ۲۷ درصد سالانه افزایش یافته است که در مقابل آن، تولید واقعی به طور متوسط سالانه ۳,۲ درصد، قیمت‌های مصرف‌کننده ۲۰ درصد و تولید اسمی نیز سالانه ۲۶ درصد رشد داشته است. بر این اساس اگر بازار سهام را انعکاسی از فعالیت‌های اقتصادی در نظر بگیریم قاعدتاً می‌بایستی نسبت ثابتی بین ارزش بازار سهام و تولید ناخالص اسمی برقرار باشد. مگر قاعده رفتاری بازار سهام این تعادل را برهم زند. روند سه دهه گذشته این نسبت حاکی از نسبت متوسط ۲۰ درصدی این دو فاکتور می‌باشد. یعنی به طور میانگین ارزش بازار سهام در سه دهه گذشته حدود ۲۰ درصد تولید ناخالص داخلی اسمی را تشکیل داده است. این نسبت در پایان اردیبهشت ماه سال جاری و با لحاظ نمودن تولید اسمی برآوردی برای سال ۹۹ در حدود ۳۲,۳۷۵ هزار میلیارد ریال که بر مبنای تحقق تورم ۴۰ درصدی و رشد اقتصادی حدود منفی ۶ درصدی محاسبه گردیده است، در حدود ۱۱۴ درصد به دست می‌آید. به عبارتی ارزش بازار بورس تهران ۱,۱۴ برابر تولید ناخالص پایان سال ۹۹ خواهد بود که بسیار فراتر از میانگین ۲۰ درصدی این نسبت است. آنچه که اختلاف فاحش میانگین این نسبت و اعداد فعلی را توجیه می‌نماید، تبدیل نقدینگی و انتقال سپرده‌های بانکی به بازار سرمایه می‌باشد که تحت تاثیر تئوری‌های رفتاری اقتصادی موجب رشد ارزش بازار شده است. البته تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۸۴، افزایش ابزارها و نهادهای مالی، عرضه اولیه سهام شرکت‌های بزرگ در بورس تهران و رشد ضریب نفوذ بازار سرمایه و افزایش تعداد کدهای معاملاتی به بیش از ۱۲ میلیون کد و تعداد سهامداران فعال به بیش از ۲ میلیون نفر در پایان اردیبهشت ماه، نقش موثری در این رابطه داشته است.

از سوی دیگر بر اساس تئوری اقتصادی حجم پول، رشد خالص حجم نقدینگی ورودی به بازارها بر قیمت‌داری‌های آن بازار تاثیرگذار می‌باشد. زمانی که حجم پول در بازاری افزایش می‌یابد، قدرت خرید نیز به صورت موازی افزایش خواهد یافت و در نتیجه فروشندگان تمایل ندارند دارایی خود را به قیمت پایین عرضه کنند. عدم جذابیت قیمت‌های پایین برای فروشندگان و همچنین افزایش تقاضای خریداران سبب می‌شود تا قیمت‌ها افزایش یافته و مادامی که قیمت‌ها بازده فروشندگان را فراهم نسازد، شاهد روند افزایشی آن خواهیم بود. این موضوع به صورت عکس نیز صادق می‌باشد و زمانی که نقدینگی از بازار خارج می‌شود طبیعتاً تقاضا

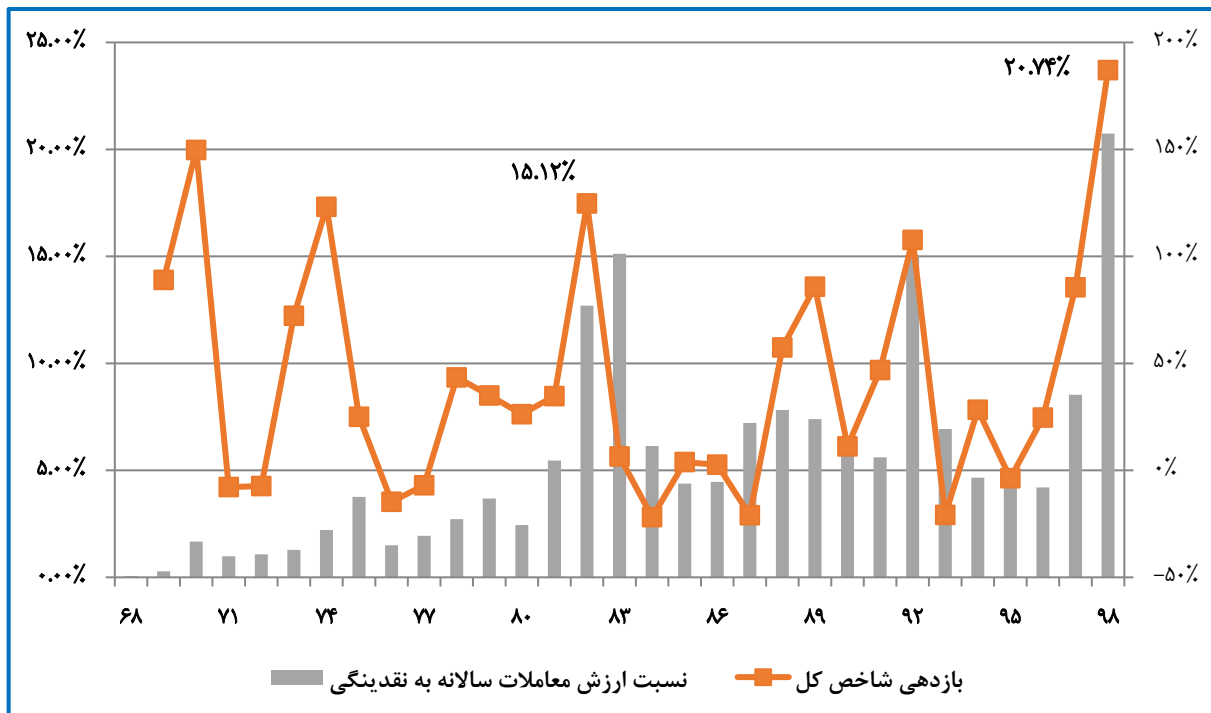
در بازار افت خواهد کرد و این اتفاق سبب می‌شود تا قیمت‌ها کاهش یابند. به عبارتی زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بازار سهام مورد توجه فعالان بازار قرار می‌گیرد، به مرور زمان حجم زیادی پول وارد بازار خواهد شد و به تدریج قیمت‌ها افزایش خواهد یافت. جریان پول جدید وارد شده به بازار از بهمن ماه سال گذشته با رشد فزاینده‌ای همراه بوده و با رشد حجم معاملات خرد روندی افزایشی را طی نموده است. بطوریکه طی ۴ ماه بالغ بر ۵۷ هزار میلیارد تومان نقدینگی جدید از سوی اشخاص حقیقی به بازار سرمایه تامین شده است. افزایش محسوس نقدینگی ورودی به بازار سرمایه طی این مدت که بیشتر از سوی سهامداران جدید تامین گردیده، منجر به افزایش تقاضا در سهام و رشد قیمت‌ها گردیده و بر این اساس تنها عامل مسلط رشد بازار بورس تهران را نقدینگی انتقالی از بازار پول می‌توان در نظر گرفت چرا که تغییرات شاخص کل همبستگی بالایی با حجم نقدینگی روزانه ورودی توسط اشخاص حقیقی به بازار داشته است و با افزایش نقدینگی خرد در ماههای بهمن و اسفند، بازدهی شاخص کل رشد چشمگیری داشته است و در ماه‌هایی که ورود نقدینگی با کاهش همراه بوده است، شاخص کل نیز از رشد کمتری برخوردار بوده است. بطوریکه رابطه رگرسیونی شاخص کل و نقدینگی جدید حاکی از تاثیر ۷۲ درصدی ورود نقدینگی جدید در رشد شاخص کل بورس تهران می‌باشد.

بر این اساس با لحاظ نمودن نرخ رشد نقطه‌ای ۵۰ درصدی حجم پول در اسفند ۹۸ در شرایط تورمی سال گذشته و نقدینگی ۶۰ هزار میلیارد تومانی وارد شده به بازار سرمایه طی ۵ ماه اخیر و از سویی رونق معاملات مسکن و خودرو در اردیبهشت ماه، برآورد می‌شود حجم پول که در پایان اسفندماه بالغ بر ۴۲۷ هزار میلیارد تومان بوده است در پایان اردیبهشت ماه سالجاری به بیش از ۵۰۰ هزار میلیارد تومان افزایش یافته باشد. با احتساب نقدینگی ۲۴,۷۲۱ هزار میلیارد ریالی در پایان سال ۹۸ و برآورد آن در پایان اردیبهشت ماه در حدود ۲۶,۰۰۰ هزار میلیارد ریال، برآورد می‌شود حجم پول در پایان اردیبهشت ماه در حدود ۱۹,۲ درصد از نقدینگی را تشکیل دهد که نسبت به آذرماه به میزان ۲۸ درصد به لحاظ وزنی به آن افزوده شده است. لذا با توجه به کاهش سه درصدی نرخ سود سپرده بانکی از ۱۸ به ۱۵ درصد و احتمال پائین برگشت این حجم از نقدینگی به نظام بانکی با توجه به نرخ سود سپرده فعلی و انتظارات تورمی بیش از ۴۰ درصدی برای سال ۹۹، تغییر قیمت دارایی‌ها در صورت خروج نقدینگی خلق شده در بازار سرمایه به سایر بازارها دور از انتظار به نظر نمی‌رسد.

یکی از شاخص‌هایی که حباب بازار سهام را بر اساس نقدینگی و ارزش معاملات پیش‌بینی می‌نماید، نسبت ارزش معاملات سالانه به نقدینگی می‌باشد (نمودار ۲). متوسط این نسبت در طول سی سال گذشته (۶۸-۹۸)، ۵,۵۳ درصد بوده است که در پایان سال ۹۸ به حدود ۲۰,۷۴ درصد رسیده است. البته رشد این نسبت

از سویی بدلیل افزایش سهام شناور و تعداد سهامداران فعال که منجر به رشد ارزش معاملات و تعمیق بازار سرمایه گردیده نیز بوده است.

نمودار ۲. بازدهی شاخص کل و نسبت ارزش معاملات سالانه به نقدینگی



روند نسبت نقدینگی به ارزش بازار بورس تهران در سی سال اخیر نیز قابل توجه می‌باشد. با رشد نقدینگی طی سال‌های ۹۳-۹۶ و عدم رشد محسوس بازار سرمایه طی این مدت، این نسبت در پایان سال ۹۶ به بالاترین میزان خود در دهه ۹۰ و حدود ۴ واحد رسید و با رشد بازار در پایان اردیبهشت ماه به ۰,۷ واحد کاهش یافته است. روند این نسبت حاکی از آنست که بازار بیشتر نقدینگی خلق شده در سیستم بانکی طی سال‌های ۹۳-۹۶ را به طور کامل جذب نموده است و مقدار غیر عادی این نسبت در اردیبهشت ماه با توجه به روند گذشته دلالت بر عدم تعادل در کلیه بازارها دارد و به نظر می‌آید محرک‌های بازار سرمایه عواملی فراتر از نقدینگی، سودآوری و ارزش‌های جایگزینی باشد.

صرفنظر از ریسک‌هایی که همواره درباره وصول منابع نفتی و غیر نفتی برآوردی وجود دارد، بودجه سال ۱۳۹۹ از حیث تحقق درآمدهای نفتی و مالیاتی با ریسک عمده‌ای روبه‌رو می‌باشد و به دلیل تداوم سیاست‌های غیرکارایی مالی دولت و منبع محور بودن اقتصاد ایران، استمرار کسری بودجه در سال‌های آتی نیز بعید به نظر نمی‌آید. از آنجائیکه محل تامین کسری بودجه منابع صندوق توسعه ملی و انتشار اوراق بدهی از سوی دولت می‌باشد، به نظر می‌رسد دولت تا پایان ۱۳۹۹ با کسری بودجه بیش از ۲۰۰ هزار میلیارد تومان روبرو باشد که با توجه به رویه دولت در سال‌های قبل، پیش‌بینی می‌شود پایه پولی از این

محل در سال ۹۹ نیز افزایش یابد و علیرغم کاهش موقت نرخ سود سپرده و اسناد خزانه در ابتدای سال ۹۹، نقدینگی بتواند از این محل رشدی بسیار بیشتر از میانگین های تاریخی خود داشته باشد. این موضوع بر حجم پول در گردش و قیمت های کالا و خدمات تاثیرگذار خواهد بود. رشد قیمت دارایی ها و خدمات بر سود اسمی شرکتها موثر خواهد بود و موجب رشد سطح قیمت های سهام شرکتها می گردد. لذا انتظار می رود بازار سهام از محل کسری بودجه دولت از یکسو با فشار بر نقدینگی و رشد پایه پولی و از سوی دیگر با واگذاری باقیمانده سهام دولت و انتشار اوراق، نیروی لازم برای رشد خود داشته باشد.

یکی از شاخص های ارزشگذاری دارایی های مالی استفاده از روش ضرایب در مقایسه با سایر بازارها می باشد. در این روش که بیشتر از نسبت قیمت به عایدی یا P/E استفاده می شود، می توان حساب یک دارایی خاص را نسبت به ارزش های ذاتی و قیمت های معاملاتی آن ارزیابی نمود. این نسبت که نشاندهنده مجموع ارزش بازار به سود ۱۲ ماهه گذشته (TTM) سهام شرکت های بورسی می باشد، در پایان اردیبهشت ماه به بیش از ۲۰,۰۲ واحد رسیده است که بیانگر بازدهی ۵ درصدی بازار با توجه به قیمت های فعلی سهام می باشد. میانگین بلندمدت این شاخص در حدود ۷ می باشد که با توجه به افزایش حجم نقدینگی و ارزش معاملات و در نتیجه رشد قیمت ها، این نسبت به بیش از ۲ برابر افزایش یافته است. البته از آنجائیکه در محاسبه این نسبت از میانگین سود ۱۲ ماهه گذشته شرکتها استفاده می شود و مجموع سود TTM شرکت های بورسی در پایان اردیبهشت بالغ بر ۱۷۰ هزار میلیارد تومان با احتساب میانگین نرخ ارز سامانه نیما در سال گذشته در حدود ۱۱۵,۰۰۰ ریال بوده است و در حال حاضر (زمان تدین این گزارش) نرخ دلار نیمایی به دامنه ۱۶۰,۰۰۰ ریال و بیش از ۴۰ درصد افزایش یافته، به نظر می رسد این نسبت در ماه های آینده با گزارش های فروش جدید شرکت ها اصلاح و کاهش یابد و انتظار می رود به حدود ۱۲-۱۴ واحد در ماه های پیش رو تعدیل گردد. در مقایسه با شاخص قیمت به عایدی در بازار سهام، شاخص قیمت به اجاره در بازار مسکن نیز با رشد خیره کننده ای همراه بوده که در سی سال اخیر بی سابقه بوده است. این شاخص که معمولاً برای سنجش حباب قیمت و برآورد مسیر آینده تورم ملکی مورد استفاده قرار می گیرد، بر اساس آخرین آمار و اطلاعات بازار ملک، در پایان اسفندماه در سطح ۲۸,۹ مرتبه قرار داشته است. این نسبت طی دوره های مختلف رکود و رونق معاملات مسکن در دامنه ۱۴ تا حداکثر ۲۵ مرتبه در نوسان بوده به طوری که در زمان جهش های قیمتی سطح میانگین قیمت مسکن به حداکثر ۲۸ برابر متوسط اجاره بهای سالانه آپارتمان افزایش پیدا کرده و پس از آن با افت قیمت واقعی، نسبت مذکور به کف متعارف بازگشته است. بر این اساس با توجه به افزایش دو برابری این نسبت با توجه به ارقام میانگین آن، به نظر می رسد نسبت قیمت به عایدی در بازار سهام همچون نسبت قیمت به اجاره مسکن از ناحیه عامل دیگری غیر از سودآوری و ارزش های جایگزینی تحریک می شود. لذا با توجه به نرخ رشد ۵۰ درصدی حجم پول در اسفند ۹۸ که با توجه به

آنچه قبلاً عنوان شد انتظار می‌رود در حال حاضر بیش از ۷۰ درصد افزایش داشته باشد، دو بازار مسکن و سرمایه متاثر از افزایش حجم پول و انتظارات تورمی ناشی از رشد قیمت ارز به بالای ۱۷۰,۰۰۰ ریال می‌باشد و لذا انتظار نمی‌رود این دو بازار بدون کاهش نرخ ارز و تغییر انتظارات تورمی با کاهش و یا افت محسوسی همراه باشند.

به نظر می‌رسد پارادایم‌های توضیح دهنده رشد بازار بورس با توجه به شرایط فعلی اقتصادی و سیاسی تغییر کرده باشد و رشد بازار بورس بیشتر متاثر از انتظارات تورمی بیش از حد و سیل نقدینگی انتقالی از بازار پول باشد که منجر به عدم تناسب نسبت فعلی قیمت به عایدی سهام با نرخ سود سپرده بانکی و افزایش چشمگیر نسبت ارزش معاملات سالانه بازار بورس تهران به حجم نقدینگی گردیده است. لذا می‌توان گفت تحریم‌های بین‌المللی و محدودیت نقل و انتقال سرمایه در مقابل رشد نقدینگی و کسری بودجه فزاینده منجر به ناترازی در بیشتر بازار دارایی‌ها و بورس گردیده باشد و به دلیل مشخص نبودن مبانی تعیین قیمت بیشتر دارایی‌ها و بازده مورد انتظار بالایی که فروشندگان دارایی و سهام در شرایط فعلی متصور هستند در کنار محدودیت دامنه نوسان قیمت سهام ضمن ایجاد صف‌های خرید سهام موجب افزایش شاخص بورس تهران گردیده است. بر این اساس تنها عاملی که می‌تواند ناترازی فعلی را متعادل نماید، رفع محدودیت‌های تحریمی و کاهش سرعت رشد نقدینگی می‌باشد که با توجه به شرایط سیاسی و پولی فعلی و تداوم کسری بودجه و تامین از صندوق توسعه ملی و رشد پایه پولی، اصلاح این عدم تعادل از این ناحیه فعلاً کمی دور از ذهن باشد.

شرایط حاضر به شکلی است که رشد خیره‌کننده ارزش معاملات و نقدینگی ورودی به بازار که منجر به رشد چندبرابری قیمت سهام شرکتها گردیده، فضای بازار سرمایه را در هاله‌ای از رعب و جسارت فرو برده است. از یکسو قیمت‌های بالای سهام، ترس و وحشت را به جان سرمایه‌گذاران قبلی می‌اندازد و از سوی دیگر ورود نقدینگی جدید و اپیدمی شدن سرمایه‌گذاری در بورس همراه با انتقال تجربه سودهای هنگفت در این بازار، و سوسه پولدار شدن را به عموم جامعه نوید می‌دهد. چنین فضای غبارآلودی مطمئناً نیازمند تحلیل فرصتها و تهدیدهایی است که می‌تواند از سوی فعالان اقتصادی مورد بهره‌برداری قرار گیرد. پیش‌بینی تهدیدهایی همچون کاهش اقبال عمومی به بازار سرمایه و افت محسوس ورود نقدینگی جدید، اعمال محدودیت‌های مالیاتی بر عایدی سهام، عرضه باقیمانده سهام دولت و آزادسازی سهام عدالت و افزایش قیمت حامل‌های انرژی که موجب کاهش جذابیت سرمایه‌گذاری در بورس و افت بازار خواهد شد در مقابل شناسایی فرصت‌هایی همچون تسویه مطالبات بانکی، تسهیل عرضه سهام شرکتها در بورس‌ها، افزایش سرمایه با صرف سهام و به قیمت‌های بازار، انتشار صکوک قابل تبدیل به سهام توسط هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری،

ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و انتشار اوراق بازخرید یا REPO به شرکتها کمک می‌کند تا راهبردهای مناسبتری را اتخاذ نمایند.

بر اساس فرصتها و تهدیدهای پیش‌بینی شده نیز راهبردهایی برای شرکتهای بزرگ از جمله تسویه مطالبات بانکی از محل عرضه ثانویه سهام در بازار سرمایه، تبدیل سهام عادی به سهام ممتاز و افزایش درصد سهام شناور شرکتها با هدف حفظ کنترل شرکت، واگذاری سهام شرکت اصلی متعلق به شرکتهای فرعی در راستای ماده ۲۸ دستورالعمل حاکمیت شرکتی، تبدیل بخشی از سهام عادی به سهام خزانه و بازارگردانی سهام، انتشار اوراق بدهی قابل تبدیل به سهام با نرخ‌های پائین با هدف کاهش هزینه‌های مالی، اوراق بهادارسازی حواله‌های ارزی صادراتی و افزایش سرمایه به روش صرف سهام پیشنهاد می‌شود. این راهبردها برای شرکتهای کوچک و متوسط نیز شامل تسریع در عرضه اولیه سهام شرکتها در بورس‌ها، استفاده از مزیت‌های سهام ممتاز جهت کنترل مالکیت شرکتها در بورس، واگذاری سهام ترجیحی به کارکنان شرکتها با هدف افزایش قدرت خرید کارکنان و بهبود بهره‌وری، تجدید ارزیابی دارایی‌ها و افزایش سرمایه شرکتها از این محل، تجمیع شرکتها و ایجاد هلدینگهای تخصصی در رشته‌های مختلف و پذیرش سهام این شرکتها در بازار سرمایه، اخذ تسهیلات با نرخ‌های پائین از نظام بانکی با توجه به تسویه مطالبات بانکی شرکت‌های بزرگ، انتشار اوراق بدهی قابل تبدیل به سهام با نرخ‌های پایین و پذیرش این اوراق در بازار فرابورس، ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی با هدف تامین مالی پروژه‌ها و عرضه آتی سهام آنها در بورس‌ها خواهند بود.

گزارش ۱: بررسی اثر تحولات بازار سرمایه بر اقتصاد و محیط

کسب و کار بخش خصوصی

۱- مقدمه

تحولات بازار سرمایه در ماه‌های اخیر و به خصوص پس از آغاز سال ۱۳۹۹، به گواه تمامی شاخص‌های عملکردی بازار، بی سابقه است. رشد چند برابری ارزش بازار شرکت‌ها و نیز افزایش قابل توجه ارزش معاملات بورس تنها گویای بخش‌هایی از این تحول بی سابقه هستند. در چنین شرایطی، بازار سرمایه که در گذشته نه چندان دور، بخشی کوچک و نسبتاً کم اهمیت از اقتصاد کشور را تشکیل می‌داد، هم اکنون به عنوان یک نیروی تعیین کننده در تحولات اقتصادی در نظر گرفته می‌شود. وقوع چنین تحولی در یک بازه زمانی کوتاه از یک سو فرصتی تاریخی برای ارتقاء نقش بازار سرمایه در تجهیز منابع سرمایه‌گذاری و تشویق مردم به پس انداز و سرمایه گذاری دارایی‌های خود در فعالیت های تولیدی ایجاد نموده و امکان سوق دادن سرمایه از بازارهای غیرمولد همچون ارز و طلا به بخش واقعی اقتصاد را فراهم نموده است، اما از سوی دیگر، چالش‌های متعددی را در درون و بیرون بازار سرمایه ایجاد کرده است. این چالش‌ها علاوه بر بعد اقتصادی، ابعاد اجتماعی و امنیتی نیز به همراه دارد و لذا، فهم دقیق و همه جانبه تحولات بازار سرمایه و تأثیرات آن بر اقتصاد کشور و کسب و کارها اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

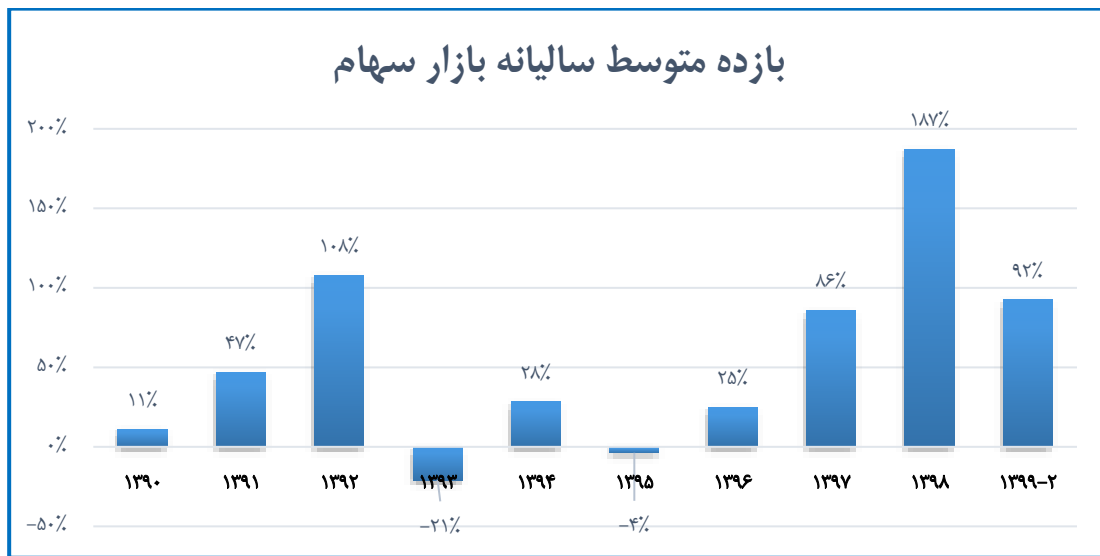
گزارش حاضر به تشریح این تحولات و تأثیرات آن بر اقتصاد و محیط کسب و کار می‌پردازد. در بخش سوم، مروری بر تحولات بازار سرمایه ارائه می‌شود و با استفاده از شاخص‌های مختلف، این تحولات بررسی می‌شود. همچنین، به اختصار به عوامل موثر بر تحولات بازار سرمایه پرداخته می‌شود. در بخش چهارم، احتمال وجود حباب در بازار بررسی شده و چشم انداز پیش روی بازار مورد تحلیل و بررسی قرار می‌گیرد. در بخش پنجم نیز، فرصت‌ها و تهدیدهای ایجاد شده به دلیل تحولات بازار سرمایه بحث و بررسی خواهد شد و پیشنهادهایی برای بهره‌برداری مناسب از شرایط بازار سرمایه ارائه خواهد گردید.

۲- مروری بر تحولات بازار سرمایه

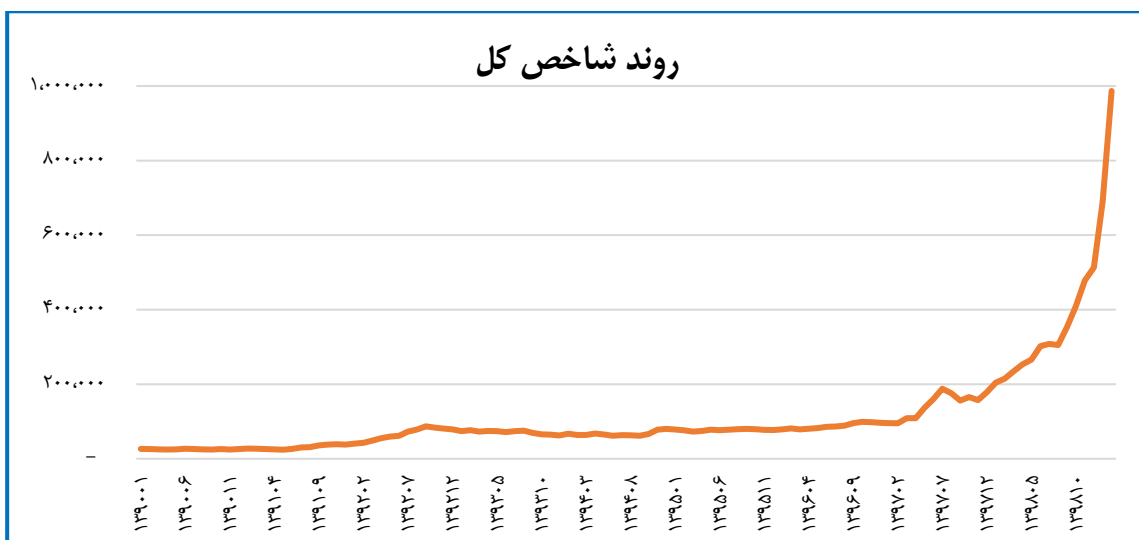
بازار سرمایه کشور تقریباً از نیمه سال ۹۷ وارد مرحله‌ی جدیدی از حیات خود شده است و شرایط امروز بازار در ابعاد گوناگون قابل مقایسه با بازار قبل از آغاز تحولات اخیر نیست. رشد بی سابقه ارزش سهام شرکت‌ها، افزایش چندین برابری حجم معاملات، هجوم سهامداران خرد و افزایش نزدیک به ده برابری فعالان بورس، و نگاه متفاوت دولت به بازار سرمایه از جمله تغییراتی هستند که در زمانی اندک در بازار

سرمایه کشور رخ داده است. در ادامه برای درک بهتر تحولات اخیر در بازار، برخی از شاخص‌های بازار مورد بررسی اجمالی قرار خواهد گرفت.

نمودار زیر بازده سالانه بازار در حدود یک دهه اخیر را نشان می‌دهد. همانگونه که مشاهده می‌شود بازار در سال ۹۸ بالاترین بازده را در چند سال اخیر داشته است. نکته جالب تر آنکه بازده بازار در دو ماه ابتدایی سال ۹۹ نیز از بازده سالیانه در اغلب سال‌های قبل بیشتر بوده و در مجموع شاخص کل بورس از ابتدای سال ۹۷ تا اردیبهشت ماه سال ۹۹ بیش از ۱۰ برابر شده است.



روند شاخص کل در ۱۰ سال گذشته نیز به خوبی رشد شتابان بورس علی‌الخصوص در ماه‌های اخیر را نشان می‌دهد.



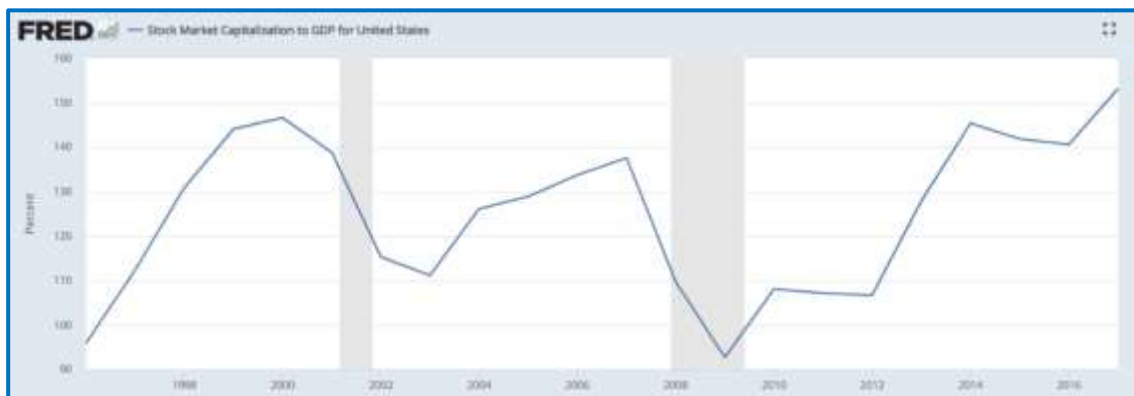
برخی از تحلیل‌گران افزایش قیمت سهام شرکت‌ها را ناشی از جهش ایجاد شده در قیمت دلار می‌دانند، اما با تعدیل شاخص بورس با قیمت دلار در بازار آزاد، به راحتی مشاهده می‌گردد که رشد بازار بسیار بیش از رشد قیمت ارز بوده است. نمودار زیر شاخص دلاری نرمال شده را در چند سال اخیر نشان می‌دهد. همانگونه که مشاهده می‌گردد پس از جهش قیمت ارز، شاخص دلاری افت کرده است، اما رشد اخیر شاخص بسیار بیش از رشد قیمت ارز بوده است.



یکی دیگر از شاخص‌هایی که می‌تواند تحولات اخیر در بازار را نشان دهد، نسبت ارزش بازار کل شرکت‌های بورسی به تولید ناخالص داخلی کشور است. لازم به ذکر است که با توجه به تورم بسیار بالا در سال‌های اخیر و عدم انتشار به موقع تولید ناخالص داخلی کشور، شاخص محاسبه شده با تقریب همراه است. همچنین ساختار مالکیتی تو در تو و هرمی در بازار سرمایه کشور باعث ایجاد دوباره شماری ارزش برخی از شرکت‌های بورسی می‌گردد. برای مثال در محاسبه ارزش کل بازار، ارزش شرکت مخابرات ایران و شرکت همراه اول به صورت مستقل از هم محاسبه و جمع می‌شود، در حالی که مالک اصلی همراه اول، شرکت مخابرات ایران است و بیشتر ارزش بازار مخابرات به خاطر مالکیت سهام همراه اول است. بررسی‌های دقیق‌تر نشان می‌دهد حدود ۳۰ درصد از ارزش بازاری که به صورت متداول مطرح می‌گردد ناشی از دوباره شماری است و ارزش بازار واقعی حدود ۷۰ درصد مجموع ارزش بازار شرکت‌های بورسی است. بدون در نظر گرفتن موضوع دوباره شماری و تقریب‌های محاسبه تولید ناخالص داخلی، نمودار زیر روند شاخص ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی را نشان می‌دهد:



همانگونه که مشاهده می‌گردد در حال حاضر ارزش بازار شرکت‌های بورسی حدود ۱۵۰ درصد تولید ناخالص داخلی کشور است که این شاخص هیچ‌گاه در سال‌های گذشته اینقدر بالا نبوده است. نمودار زیر روند زمانی شاخص ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی برای بازار آمریکا را نشان می‌دهد که در محدوده مشخصی در نوسان بوده است.

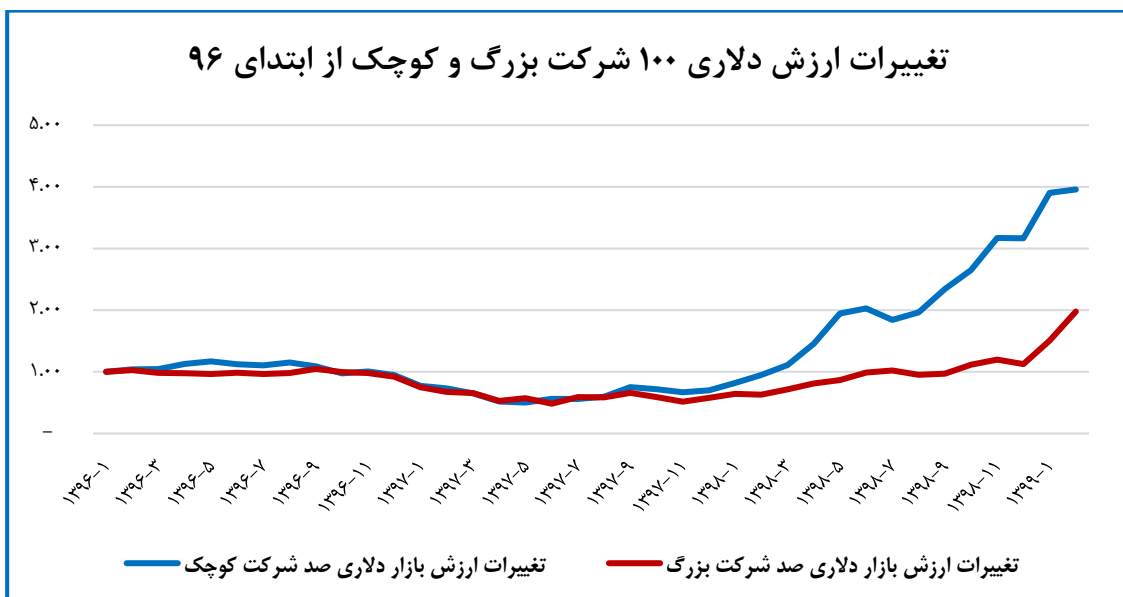


یکی دیگر از تحولات اخیر در بازار، رشد بسیار زیاد ارزش شرکت‌های کوچک در بازار بوده است. در بازارهای مختلف دنیا نشان داده شده است که سهام شرکت‌های کوچک به طور متوسط بازده بیشتر و ریسک بالاتری نسبت به شرکت‌های بزرگ دارد، اما رشد اخیر شرکت‌های کوچک فراتر از قاعده فوق بوده است، به طوری که در سال ۹۸، چارک کوچک بازار حدود ۵ برابر چارک بزرگ بازار رشد کرده است. به عبارت دیگر اگر شرکت‌های بورسی را بر حسب ارزش بازار به چهار دسته تقسیم کنیم، دسته شرکت‌های کوچک به طور

متوسط بیش از ۵۰۰ درصد رشد داشته در حالی که دسته شرکت های بزرگ کمی بیش از ۱۰۰ درصد رشد کرده است.

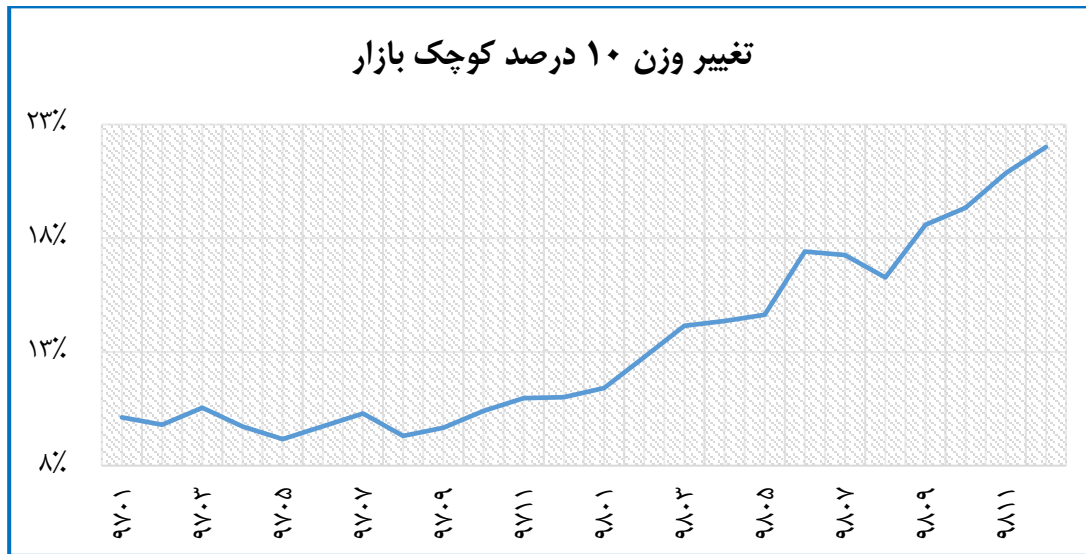


البته از ابتدای سال ۹۹، روند فوق تا حدی تعدیل گردید و رشد شرکت های بزرگ بیش از شرکت های کوچک بوده است. نمودار زیر روند تغییرات ارزش دلاری ۱۰۰ شرکت بزرگ و ۱۰۰ شرکت کوچک بازار از ابتدای سال ۹۶ را نشان می دهد. همانگونه که مشاهده می گردد از میانه سال ۹۷ شرکت های کوچک راه خود را از شرکت های بزرگ جدا کرده و رشد بالاتری داشته اند و این روند تا انتهای سال ۹۸ ادامه داشته است. در دو ماهه اول سال ۹۹ شرکت های بزرگ شاهد رشد حدود ۱۰۰ درصدی بودند و بخشی از فاصله ایجاد شده را جبران کردند.

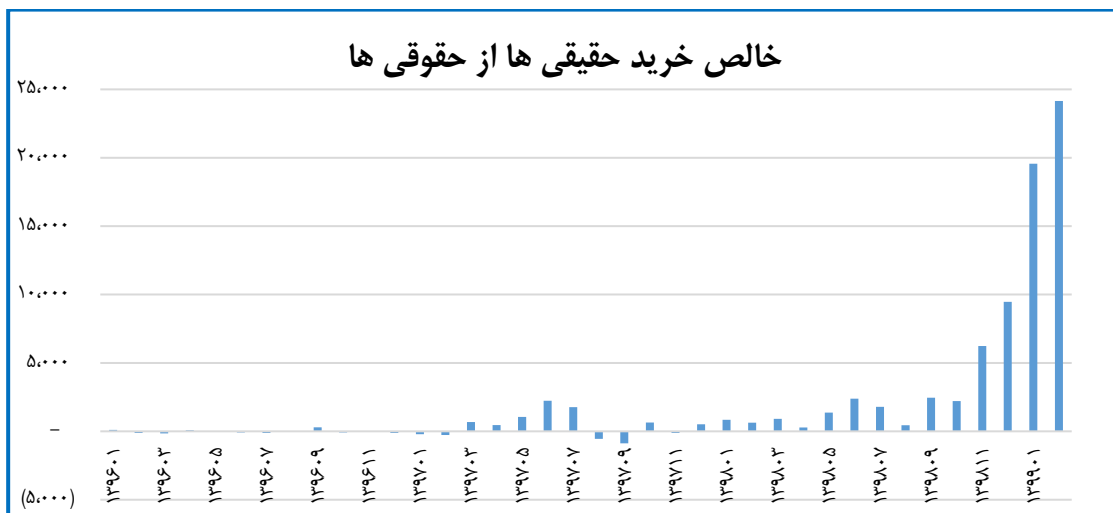


نمودار زیر نیز تغییر وزن نسبی دهک کوچک بازار در طی زمان را نشان می دهد. همانگونه که مشاهده می گردد شرکت های کوچکی که در ابتدای سال ۹۷ در مجموع ۱۰ درصد بازار را تشکیل می دادند، در انتهای

سال ۹۸، حدود ۲۲ درصد ارزش بازار را به خود اختصاص دادند که نشان دهنده رشد بالاتر این شرکت‌ها نسبت به ۹ دهک بزرگ‌تر بازار بوده است.

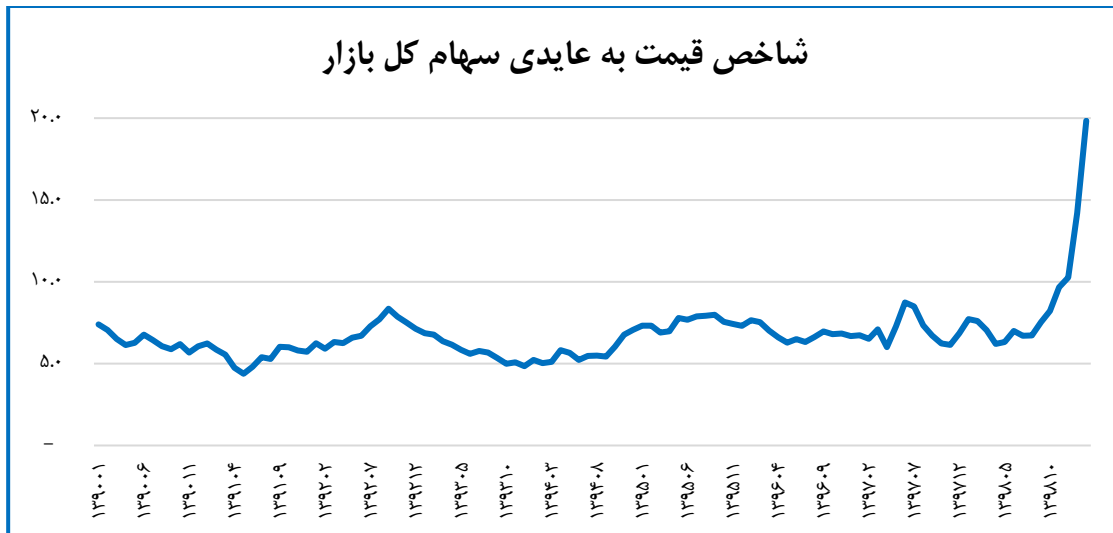


یکی دیگر از تحولات مهم در ماه‌های اخیر، افزایش نقش آفرینی سهامداران حقیقی نسبت به سهامداران حقوقی بوده است. نمودار زیر خالص خرید حقیقی‌ها (کل خرید منهای فروش حقیقی‌ها) در سه سال اخیر را نشان می‌دهد. بدیهی است خالص خرید حقیقی‌ها برابر با خالص فروش حقوقی‌ها در بازار است و این عدد در واقع میزان تغییر مالکیت از حقوقی به حقیقی در هر ماه را نشان می‌دهد. همانگونه که مشاهده می‌گردد در ماه‌های اخیر خالص خرید حقیقی‌ها رشد بسیار بالایی داشته است به طوری که در دو ماه اول سال ۹۹ بیش از ۴۰ هزار میلیارد تومان تغییر مالکیت از حقوقی به حقیقی را شاهد بوده ایم.



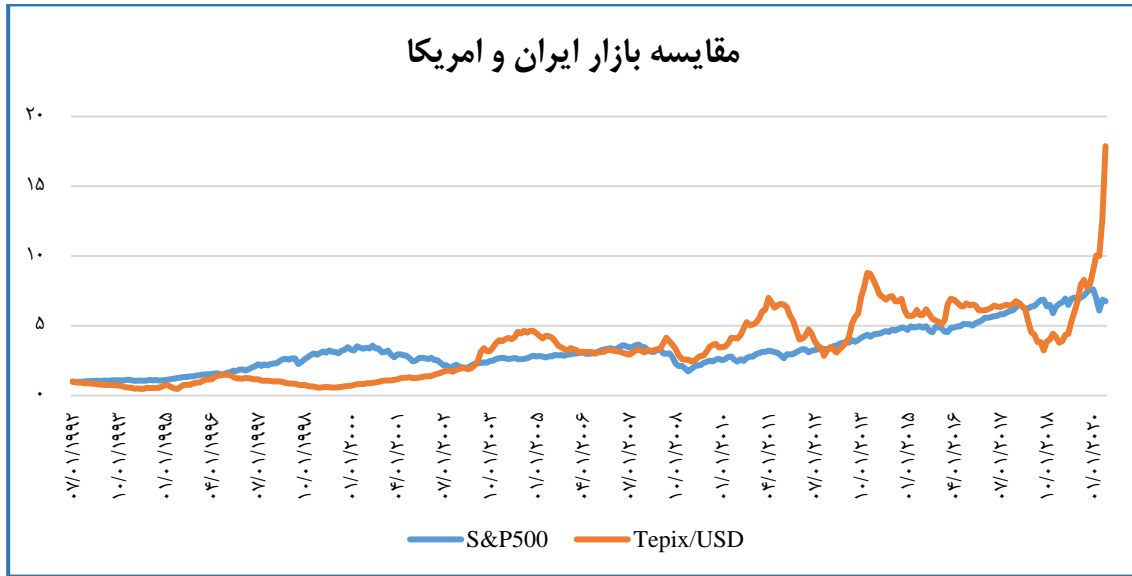
موضوع مهم بعدی در تحلیل روند اخیر در بازار سرمایه، توجه به شاخص‌های ارزش‌گذاری در بازار است. شاخص قیمت بر عایدی هر سهم، یکی از رایج‌ترین شاخص‌های مورد استفاده در تحلیل بازار است. نمودار

زیر روند قیمت به عایدی کل بازار در ۱۰ سال اخیر را نشان می‌دهد. همانگونه که مشاهده می‌گردد در اردیبهشت ماه جاری این شاخص نزدیک عدد ۲۰ بوده است که هیچ‌گاه در تاریخ بورس، نسبت قیمت به عایدی تا این حد بالا نبوده است.



بورس ایران نه تنها نسبت به سایر بازارهای موازی بازدهی بسیار بالاتری داشته، بلکه نسبت به بازارهای مشابه سایر کشورها نیز عملکرد فوق‌العاده‌ای داشته است. نمودار زیر شاخص دلاری بازار ایران را با شاخص ۵۰۰ شرکت بزرگ آمریکا (S&P500) مقایسه می‌کند.^۱ همانگونه که مشاهده می‌شود تا پیش از رشد اخیر بورس ایران، این دو شاخص عملکرد قابل مقایسه‌ای داشته‌اند، اما رشد ۱۸ ماه گذشته باعث شده سودآوری سرمایه‌گذاری در بازار ایران در مقایسه با بازار آمریکا چندین برابر گردد.

^۱ شایان ذکر است در شاخص کل بورس تهران تمام منافع کسب شده توسط سرمایه‌گذاران لحاظ می‌گردد اما شاخص S&P500 روند تغییرات قیمت را نشان می‌دهد و با سود تقسیمی شرکت‌ها تعدیل نمی‌شود. لذا سودآوری سرمایه‌گذاری در بورس آمریکا کمی بیش از میزان نشان داده شده در این نمودار است. میزان سود تقسیمی در شرکت‌های بزرگ آمریکایی حدود ۲ درصد قیمت سهام آنهاست.



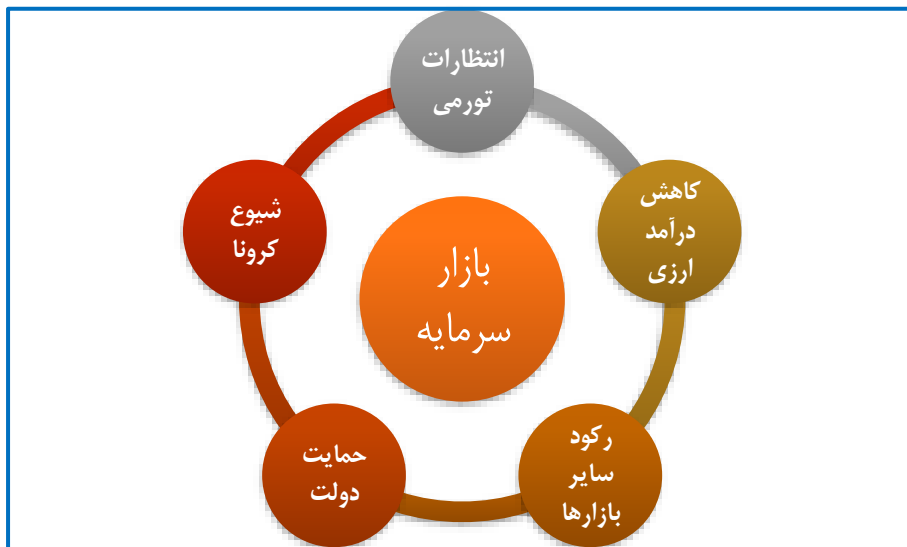
بررسی مجموعه تحولات اخیر از زوایای مختلف و با استفاده از شاخص‌های گوناگون نشان می‌دهد بازار سرمایه نسبت به سابقه تاریخی خود در وضعیت ویژه‌ای قرار دارد و به یکی از نقاط کانونی اقتصاد کشور و یکی از گزینه‌های اصلی سرمایه‌گذاری برای آحاد مختلف اقتصادی تبدیل شده، به گونه‌ای که اتفاقات آن توسط میلیون‌ها سرمایه‌گذار با دقت و حساسیت دنبال می‌شود. این میزان از ارتقاء در جایگاه بازار سرمایه آنهم در یک بازه زمانی کوتاه قطعاً فرصت‌ها و تهدیدهایی را به همراه دارد که شناسایی این فرصت‌ها و تهدیدها مستلزم درک درستی از عوامل موثر بر ایجاد این تحولات و نیز پیامدهای حاصل از آن است.

آنچه می‌توان گفت این است که تحولات اخیر بازار سرمایه صرفاً تابع یک عامل نبوده و به نظر می‌رسد مجموعه عوامل متعددی در کنار هم در ایجاد این تحولات نقش داشته‌اند. اگرچه هنوز مطالعات و پژوهش‌های دقیقی از سوی جامعه دانشگاهی به منظور شناسایی عوامل موثر بر این تحولات ارائه نشده، اما برخی از عواملی که به نظر می‌رسد در شکل‌گیری روندهای اخیر در بازار سرمایه نقش داشته‌اند عبارتند از:

- افزایش قابل توجه انتظارات تورمی و تلاش آحاد مردم برای حفظ قدرت خرید خود: مجموعه عوامل متعددی باعث شده‌اند از نیمه دوم سال ۹۸ انتظارات تورمی جامعه که تا پیش از آن روندی باثبات و نسبتاً کاهشی را دنبال می‌کردند، تغییر جهت داده و افزایش یابند. اعتراضات آبان ماه به افزایش قیمت بنزین و پس از آن، تنش‌های سیاسی و نظامی میان ایران و آمریکا و در گام بعدی، کاهش شدید قیمت نفت و درآمدهای ارزی دولت و در نهایت، کسری بودجه شدید دولت در نتیجه رکود اقتصادی و افزایش هزینه‌های ناشی از شیوع بیماری کرونا برخی از مهم‌ترین این عوامل هستند. در چنین شرایطی، آحاد جامعه با هدف حفظ قدرت خرید خود به سمت خرید داراییهای مختلف هجوم آورده‌اند که در این میان، یکی از مهم‌ترین مقاصد نقدینگی نیز بازار سهام بوده است.

- کنترل نسبتا موفق نوسانات و محدود کردن سفته‌بازی در بازار ارز و طلا توسط بانک مرکزی: پس از جهش‌های قیمتی ارز در سال ۹۷، مدیریت جدید بانک مرکزی مجموعه‌ای از سیاست‌های متفاوت از دوران قبل را به اجرا درآورد که می‌توان گفت نقش مهمی در محدود کردن سفته‌بازی در بازار طلا و ارز داشته و تا حد زیادی در کنترل نوسانات در این بازارها موفق بوده است. در چنین شرایطی، به نظر می‌رسد بخشی از این فعالیتهای سفته‌بازانه از این بازارها به بازارهای دیگر منتقل شده که بورس یکی از مهم‌ترین مقاصد آن بوده است.
- تشدید تحریم‌ها و محدودیتهای ارزی دولت: با تشدید تحریم‌ها و کاهش میزان صادرات نفت از یک سو و افزایش محدودیت‌ها در دسترسی به ارز حاصل از صادرات نفت، درآمد ارزی دولت به میزان قابل توجهی کاهش یافته است که کاهش شدید قیمت نفت نیز مزید بر علت شده و در مجموع، تنگنای ارزی جدی را برای دولت ایجاد کرده است. در چنین شرایطی، بازار سهام کشورمان که بخش عمده‌ای از شرکت‌های حاضر در آن تولیدکننده و یا صادرکننده مواد اولیه صنعتی هستند، به اصلی‌ترین منبع درآمدهای ارزی کشور تبدیل شده و جذابیت دوچندانی برای سرمایه‌گذاران ایجاد کرده است که منجر به ورود هرچه بیشتر آنها به این بازار شده است.
- تبلیغات و اعلام حمایت‌های مستمر دولت از بازار سرمایه: در ماههای اخیر، دولت با هدف کنترل سفته‌بازی و ایجاد آسیب در سایر بازارها و نیز ایجاد زمینه مناسب برای فروش سهام خود در شرکت‌های بورسی تبلیغات گسترده‌ای را در سطح رسانه‌ها به خصوص صدا و سیما آغاز کرده و مسئولان عالی‌رتبه نظام نیز حمایت قاطع خود را از این بازار اعلام کرده‌اند. این موضوع باعث ایجاد این ذهنیت در بسیاری از آحاد جامعه شده که دولت در صورت لزوم، مانع سقوط بازار خواهد شد و با تمام توان از بورس حمایت خواهد کرد.
- شیوع کرونا و کاهش معاملات در بازارهای فیزیکی همچون کالا، مسکن و طلا: از ابتدای اسفند ۹۸ و با شیوع جدی کرونا در کشور، بسیاری از فعالیتهای اقتصادی و بازارها به تعطیلی کشانیده شد و در نتیجه آن، بازارهایی که معامله در آنها مستلزم ارتباط حضوری و فیزیکی افراد بود تا حد زیادی راکد شد. در مقابل، معامله در بازار سهام نیاز به حضور فیزیکی نداشته و سیستم معاملاتی آنلاین به عنوان یک مزیت جدی در مقایسه با سایر بازارها در شرایط شیوع کرونا مطرح شد. از سوی دیگر، خانه‌نشین شدن مردم و کاهش هزینه آنها در آستانه سال نو منجر به ایجاد منابع مازادی در اختیار خانوارها شد که ممکن است بخشی از جریان ورودی به بازار سرمایه را تشکیل داده باشد.

عوامل موثر بر تحولات بازار سرمایه



۳- چشم‌انداز پیش رو و بررسی احتمال وجود حباب در بازار

همانطور که در بخش قبل ذکر شد، شاخص‌های مختلف بازار بالاتفاق تحولات ماه‌های اخیر بازار را به لحاظ تاریخی بی‌سابقه ارزیابی می‌کنند و بنابراین، وضعیت کنونی بازار را یک وضعیت تجربه نشده در بازار سرمایه کشورمان نشان می‌دهند. این موضوع باعث می‌شود این مسئله به ذهن متبادر شود که ممکن است بازار سهام دچار حباب شده باشد. معمولاً بحث حبابی بودن یا نبودن بازار در دوره‌هایی که بورس رشد سریعی می‌کند بر سر زبان‌ها می‌افتد. در دوره اخیر نیز برخی تحلیلگران از وجود حباب در بازار سرمایه ابراز نگرانی کرده‌اند. بنابراین، لازم است در مرحله اول، تعریف دقیقی از حباب ارائه شود. منظور از حباب این است که قیمت یک دارایی از ارزش ذاتی آن فاصله بگیرد. در چنین حالتی، فروش آن دارایی به دیگران سود بیشتری نسبت به نگهداری آن دارایی در بلندمدت خواهد داشت.

اما اینکه آیا شواهد موجود دال بر فاصله گرفتن جدی قیمت‌ها در بازار سهام از ارزش ذاتی آن است، همانطور که گفته شد، آنچه مسلم است، رفتار بازار و سطح قیمت‌ها در آن از میانگین‌های تاریخی خود فاصله جدی گرفته است و بنابراین، اگر مبنای ارزش ذاتی بازار را وضعیت تاریخی آن قرار دهیم می‌توان ادعا کرد بازار سهام دچار حباب شده است. اما به دلایلی که شرح فنی آن خارج از حوصله این گزارش است، به لحاظ تاریخی بورس تهران به دلیل تورم بلندمدت و مزمن اقتصاد کشور با قیمت‌های بسیار پایینی معامله شده است و از این جهت، مبنا قرار دادن گذشته بازار به عنوان شاخص ارزش ذاتی و قضاوت راجع به آینده بازار در صورتی که بازیگران بازار به این قیمت‌گذاری تاریخی پایین بازار سهام واقف شده باشند می‌تواند گمراه کننده باشد. توضیح اینکه در شرایطی که تورم در اقتصاد بالاست، علیرغم آنکه سودآوری شرکت‌ها معمولاً همگام با تورم افزایش می‌یابد، فعالان بازار معمولاً به دلیل افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، این رشد سودآوری

را در نظر نگرفته و صرفاً سودآوری فعلی و مقایسه آن با قیمت را مبنای ارزشگذاری قرار می‌دهند و در نتیجه، به عنوان مثال، نسبت قیمت به عایدی یا P/E در بازار سهام را مستقیماً با نرخ سود بانکی مقایسه می‌کنند که به صورت تاریخی، حدود ۵ واحد (معکوس ۲۰٪) می‌باشد. این در حالی است که در بازار مسکن، نسبت قیمت به اجاره بسیار بالاتر بوده و به دلیل کسب بخش بزرگی از سود در قالب عایدی سرمایه^۱ (که خود ناشی از رشد اجاره در دوره‌های بعد معادل با تورم است) و در بسیاری از دوره‌ها در محدوده ۲۰ تا ۳۰ معامله شده است.^۲ در مجموع، اولاً بسیاری از شاخص‌های مورد استفاده تحلیلگران برای ارزیابی حبابی بودن بازار، صرفاً نوعی مقایسه با گذشته بازار است که همانطور که گفته شد، تقریباً هر شاخص از شاخص‌های بازار را به صورت تاریخی بررسی کنیم، افزایش چندبرابری را مشاهده خواهیم کرد و ثانیاً، در گذشته، بورس تهران به دلایلی که اشاره شد، قیمت‌گذاری بسیار پایینی داشته و بنابراین، نمی‌توان گذشته بازار را مبنای ارزشگذاری قرار داد.

در عین حال، صرف نظر از اینکه بازار دچار حباب شده است یا خیر، آنچه مسلم است این است که بازار در مدت بسیار کوتاهی رشد قابل توجهی را تجربه کرده و صرف نظر از ارزش ذاتی خود ممکن است مجدداً دچار رفتارهای هیجانی رو به بالا یا پایین شود. پیش‌بینی روند آتی بازار سرمایه بنا به خصوصیات ذاتی آن بسیار دشوار است و لذا، پیش‌بینی میزان تداوم روند صعودی کنونی به سادگی امکان پذیر نیست. با این حال، در صورت ثبات شرایط اقتصادی و سیاسی کشور، با توجه به آنکه رشد اخیر بازار سرمایه تا حد زیادی، کم‌ارزشگذاری یا "ارزان" بودن تاریخی بازار سرمایه در مقایسه با بازارهای رقیب همچون مسکن را کاهش داده، بنابراین انتظار بازده قابل توجه دور از ذهن می‌باشد. نکته دیگر اینکه در صورت رخداد تلاطمات جدی در سایر بازارها همچون طلا و مسکن، ممکن است شاهد خروج سرمایه قابل توجه از بازار باشیم که متعاقب آن ممکن است افت یا سقوط قیمت‌ها در بازار سرمایه اتفاق بیفتد. در نقطه مقابل، افزایش نرخ ارز با توجه به شرایط ارزی کشور می‌تواند رونق بیشتری را در بازار سرمایه ایجاد کند و شاخص بورس را به سطوح بالاتری برساند. در مجموع، تداوم یا توقف روند صعودی کنونی بازار تابع مجموعه‌ای از عوامل است که اکثر آنها مربوط به خارج از بازار سرمایه بوده و در برخی موارد، تابع تحولات سیاسی و بین‌المللی است و لذا، پیش‌بینی این تحولات به سادگی امکان‌پذیر نیست.

^۱ Capital gain

^۲ برای توضیحات فنی در این زمینه به گزارش "خارج از مدار پیش‌بینی" هفته نامه تجارت فردا مورخ ۱۳ اردیبهشت ۱۳۹۹ مراجعه فرمایید.

۴- فرصت‌ها و تهدیدهای تحولات بازار

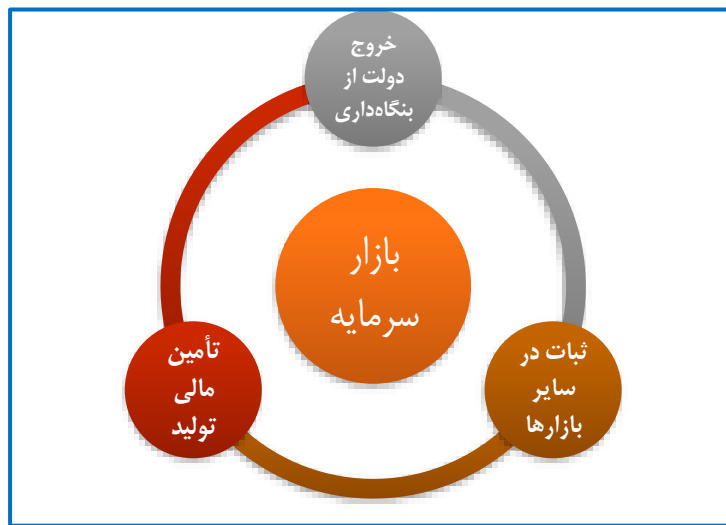
هر تحولی، مجموعه‌ای از فرصت‌ها و تهدیدها را با خود به همراه می‌آورد و تحولات اخیر بازار سرمایه نیز از این قاعده مستثنا نیست. شاید بتوان گفت مهم‌ترین فرصت ایجادشده در نتیجه تحولات اخیر بازار سرمایه، افزایش ظرفیت تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است که در صورت انجام اصلاحات ساختاری در مسیرهای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه می‌تواند زیرساخت عظیمی را برای تأمین مالی تولید فراهم نماید. به دلایل مختلف، تأمین مالی شرکت‌ها از طریق ورود به بورس و نیز افزایش سرمایه با کندی بسیار زیادی همراه است و بنابراین، معمولاً حجم تأمین مالی انجام شده در دوره‌های رونق بازار، در مقایسه با ظرفیت ایجادشده در این دوره‌ها بسیار ناچیز است. در بازار بدهی نیز، فرآیند انتشار اوراق بسیار دشوار، پرهزینه و زمانبر است و لذا، سهم بنگاه‌های تولیدی از انتشار اوراق در کشور بسیار ناچیز است. نکته‌ای که لازم است مورد توجه قرار گیرد این است که در حال حاضر رونق بازار سرمایه با تنگنای مالی شدید دولت همزمان شده و بنابراین، انتظار می‌رود بخش عمده ظرفیت تأمین مالی ایجادشده توسط دولت بهره‌برداری شود و به نوعی، منجر به بیرون راندن^۱ بخش خصوصی از بازار شود.

به علاوه، یکی از چالش‌هایی که همواره در مسیر خصوصی‌سازی وجود داشته، عدم توانایی مالی خریداران برای خرید نقدی شرکت‌های بزرگ دولتی بوده است که در کنار کوچک بودن بازار سرمایه، مسیر ناهمواری را برای واگذاری شرکت‌های دولتی ایجاد کرده بود. از سوی دیگر، بازارهای سرمایه یکی از موثرترین سازوکارهای انتقال مالکیت بنگاه‌های اقتصادی در جهان محسوب می‌شوند. بنابراین، بزرگ شدن بازار سرمایه به همراه تنگنای مالی دولت زمینه مناسبی را برای واگذاری شرکت‌های دولتی و خروج دولت از برخی بازارها و حوزه‌های اقتصادی فراهم نموده که در صورت سیاست‌گذاری مناسب از سوی دولت و استفاده از راهکارهای نوآورانه در طراحی ابزارهای مالی، می‌تواند فضای مناسبی را برای گسترش دامنه فعالیت بخش خصوصی و کاهش مداخلات دولت در بازارها و نظام بنگاهداری کشور فراهم نماید.

فرصت دیگری که به نظر می‌رسد شرایط کنونی بازار سرمایه ایجاد کرده این است که رشد بازار سرمایه و هجوم سرمایه به آن، منجر به ایجاد ثبات نسبی در سایر بازارها از جمله بازار ارز و نیز بازار کالاها شده است و لذا، در سطح اقتصاد کلان نیز به ثبات اقتصادی بیشتر کمک نموده است.

^۱ Crowd-out

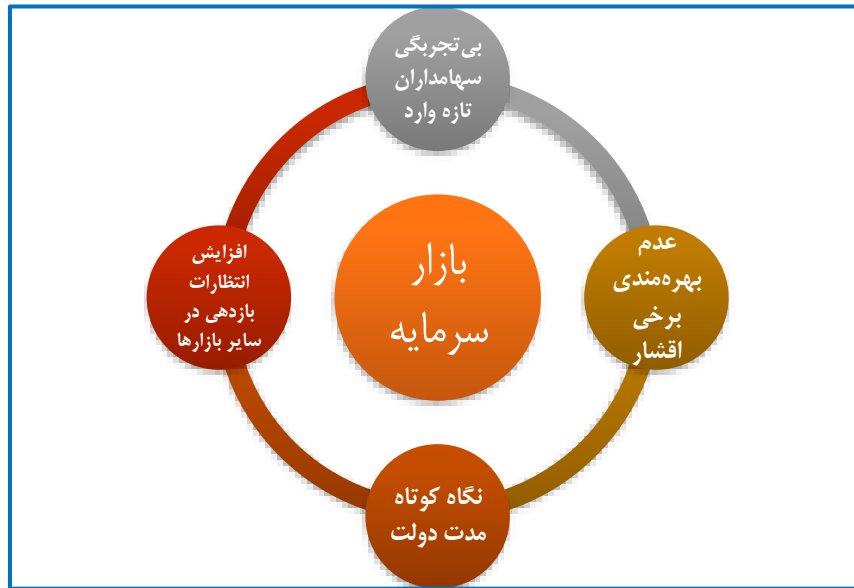
فرصت‌های ناشی از تحولات بازار سرمایه



علیرغم فرصت‌های ایجاد شده در نتیجه رشد و رونق بازار سرمایه، تحولات اخیر بازار تهدیدهایی را نیز با خود به همراه آورده است. به عنوان مثال، جذابیت بازار سرمایه و کسب بازدهی بی‌سابقه در بازه زمانی کوتاه مدت منجر به ورود عده زیادی سرمایه‌گذاران جدید و بی تجربه به بازار سرمایه شده است. این موضوع به همراه پایین بودن سواد مالی در کشورمان، باعث شده بخش بزرگی از تازه‌واردان به بازار بدون داشتن درک درستی از مفهوم ریسک، اولاً بخش بزرگی از پس‌انداز خود را وارد بازار کنند و ثانیاً، سرمایه خود را عمدتاً در یک یا چند سهم محدود و با تکیه بر اخبار و شایعات سرمایه‌گذاری کنند که در صورت سقوط بازار، می‌تواند زیان‌های سنگینی را به دنبال داشته باشد. پیامدهای اجتماعی و نارضایتی‌های ایجاد شده در میان اقشار مختلف مردم، به خصوص با توجه به حمایت‌ها و اظهارنظرهای خوشبینانه و بعضاً غیرواقعی مسئولان، می‌تواند قابل توجه باشد. از سوی دیگر، بخش بزرگی از جامعه به دلیل عدم دسترسی به اینترنت و یا نداشتن شناخت کافی نسبت به مفاهیم سرمایه‌گذاری، قادر به سرمایه‌گذاری در بورس نیستند و طبعاً، از منافع حاصل از رشد بازار بی‌نصیب مانده‌اند. چنین شرایطی می‌تواند به افزایش نابرابری میان اقشار صاحب سرمایه و اقشار کم‌درآمد دامن بزند. علاوه بر آن، کسب سودهای چندده درصدی در مدتی کوتاه ممکن است انتظارات بازدهی مشابهی را در سایر بازارها نیز ایجاد کند و به رشد قیمتی در دیگر بازارها بیانجامد.

در نهایت، یکی از مهم‌ترین تهدیدهای شرایط کنونی بازار سرمایه، نگاه کوتاه مدت دولت به منظور بهره‌برداری حداکثری برای تأمین مالی کسری بودجه خود در عین لطمه زدن به رونق بلندمدت بازار می‌تواند باشد. حمایت موقت از برخی سهم‌ها قبل از فروش آنها در بازار، عرضه سهام در قالب ETF به منظور حفظ کنترل دولتی آنها در عین تأمین مالی، تلاش برای تحمیل هزینه‌های مالی و مالیاتی به شرکتهای سودآور بورسی برای تأمین مالی کسری بودجه، تشویق بی‌رویه مردم به ورود و سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار بدون گوشزد کردن ریسک‌های ذاتی سرمایه‌گذاری در سهام می‌تواند نمونه‌هایی از این اقدامات باشد.

تهدیدهای ناشی از تحولات بازار سرمایه



با عنایت به فرصت‌ها و تهدیدهای پیش روی بازار سرمایه، پیشنهاد می‌شود بخش خصوصی و اتاق بازرگانی به عنوان نماینده بخش خصوصی با ایجاد وحدت نظر و استفاده از توان کارشناسان و متخصصان حوزه مالی، مجموعه‌ای از سیاست‌ها و اقدامات را از دولت مطالبه نماید تا بتوان حداکثر بهره‌برداری از فرصت پیش آمده و حداقل آسیب‌های احتمالی ناشی از آن را به دنبال داشته باشد. این سیاست‌ها و موضع‌گیری‌ها می‌تواند حول محورهای ذیل باشد:

- تسهیل تأمین مالی بخش خصوصی از بازار سرمایه از طریق تسهیل فرآیند ورود شرکت‌ها به بورس و افزایش سرمایه آنها و نیز فرآیند انتشار اوراق بدهی: فرآیند ورود شرکت‌ها به بورس از طریق عرضه اولیه معمولاً فرآیندی طولانی و زمانبر است که در صورت امکان، می‌توان با اجرای موازی مراحل پذیرش و عرضه این روند را سرعت بخشید. به علاوه، در حال حاضر، فرآیند افزایش سرمایه نیز نیازمند کسب مجوز از سازمان بورس و ارائه گزارش توجیهی و مستندات لازم است که فرآیندی طولانی است. در نهایت نیز، از آنجا که روش رایج افزایش سرمایه از طریق فروش سهام به قیمت اسمی (یعنی ۱۰۰ تومان) است، با توجه به شرایط تورمی کشور، جذب منابع نه چندان زیاد نیز گاه مستلزم افزایش سرمایه چندصد درصدی است. این در حالی است که در افزایش سرمایه از طریق فروش سهام به صرف، می‌توان با درصد اندکی افزایش سرمایه، منابع قابل توجهی را تجهیز نمود. در خصوص بازار بدهی نیز، در حال حاضر هزینه‌های تحمیل‌شده به ناشران اوراق به دلیل انحصار نسبی شرکت‌های تأمین سرمایه و نیز الزام سازمان بورس به وجود ارکان متعدد از جمله ضامن، بسیار هزینه‌بر بوده و گاه بالغ بر ۶٪ می‌شود که چندین برابر هزینه واسطه‌گری مالی در بازارهای اوراق بین

المللی است. بنابراین، لازم است اصلاحات اساسی در زمینه فرآیند تأمین مالی از طریق بازار بدهی انجام شود.

- واگذاری مدیریت شرکت‌های دولتی همزمان با واگذاری مالکیت آنها از طریق بازار سرمایه: در حال حاضر، دولت تأکید دارد که سهام خود در شرکت‌های بورسی را در قالب صندوق‌های قابل معامله یا ETF واگذار نماید تا ضمن استفاده از منابع مالی بازار سرمایه، کنترل این بنگاهها را نیز حفظ نماید. این رویکرد، به لحاظ حاکمیت شرکتی مردود بوده و بایستی مالکیت و حق رأی به طور همزمان در اختیار سهامدار قرار گیرد. بنابراین، لازم است دولت با تغییر روش واگذاری و فروش مستقیم سهام در بازار به صورت خرد یا بلوکی، علاوه بر واگذاری مالکیت، از مدیریت بنگاهها نیز خارج شود. لازم به ذکر است تجربه نه چندان موفق دولت در جذب منابع مالی در قالب اولین صندوق قابل معامله نیز لزوم این تغییر رویکرد را دوچندان می‌کند.
- ممانعت از مداخلات دولت همچون قیمت‌گذاری دستوری در بازارهایی که شرکت‌های بورسی در آن فعال هستند و می‌تواند به اعتماد سرمایه‌گذاران لطمه وارد کند: یکی از تهدیدهایی که می‌تواند دامن گیر بازار سرمایه شود، مداخلات دولت در بازارهای محصول شرکت‌های بورسی است. این مداخلات که عمدتاً با هدف حمایت از مصرف‌کننده و یا کسب منابع مالی بیشتر از شرکت‌ها در قالب مالیات یا بهره مالکانه صورت می‌گیرد می‌تواند در شرایط فعلی به اعتماد سرمایه‌گذاران آسیب زده و منجر به روی آوردن آنها به سایر بازارها شود.
- تمرکز نهاد ناظر بازار (سازمان بورس و اوراق بهادار) بر افزایش شفافیت و مبارزه با دستکاری قیمتی و اجتناب از اعمال محدودیت‌های غیرکارشناسی به منظور مهندسی بازار: در ماههای اخیر برخی پیشنهادات همچون کاهش دامنه نوسان از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار مطرح شده است که با هدف کند کردن روند بازار و ایجاد اصطکاک در آن مطرح شده است. این پیشنهادات که به لحاظ علمی قابل دفاع نیست و با هدف مهندسی بازار اجرا می‌شود، می‌تواند هم به کارایی و نقدشوندگی بازار و هم به اعتماد سرمایه‌گذاران لطمات جدی وارد کند. در مقابل، نهاد ناظر بازار بایستی تمرکز اصلی خود را بر افزایش شفافیت شرکت‌های بورسی، تسهیل دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات موردنیاز برای تحلیل و مهم‌تر از همه، مبارزه با دستکاریهای قیمتی که به خصوص در سهم‌های کوچک به کرات در بازار اتفاق می‌افتد قرار دهد. به علاوه، ایجاد رقابت بیشتر در میان نهادهای مالی بازار همچون کارگزاریها و شرکت‌های تأمین سرمایه از طریق حذف محدودیت‌های رانت‌زا در اعطای مجوز می‌تواند به رونق و کارایی بیشتر بازار کمک کند.

- استفاده از فضای پررونق بازار بورس برای اصلاح نظام بنگاهداری از طریق اعمال اصول حکمرانی شرکتی و اصلاح ساختار مالکیت در مجموعه‌های بزرگ دولتی، شبه دولتی و حاکمیتی: همانطور که گفته شد، یکی از مهم‌ترین چالش‌ها در خروج دولت و نهادهای شبه دولتی از نظام بنگاه داری، عدم توانایی جذب سهام این شرکت‌ها توسط بازار سهام بوده است. ابعاد کوچک بازار، حجم معاملات پایین و نیز اندک بودن سهام شناور آزاد از جمله موانعی بوده که اجازه استفاده از بازار سهام به عنوان یک ابزار جدی در واگذاری و انتقال مالکیت بنگاه را نداده است. به همین دلیل، در اکثر موارد، واگذاری‌های انجام شده در بورس به صورت درصد جزئی سهام بوده که عملاً انتقال مدیریت را به همراه نداشته است. این در حالی است که حجم معاملات بالای بازار و ورود نقدینگی قابل توجه به بازار زمینه مناسبی را برای فروش سهام شرکت‌ها توسط دولت و نهادهای شبه دولتی ایجاد کرده است که می‌تواند به اصلاح ساختار مالکیت بنگاه‌ها نیز کمک کند. به عنوان نمونه، اجرایی شدن منع سهامداری متقاطع شرکت‌ها در یکدیگر، الزام بانک‌ها به فروش سهام شرکت‌های زیرمجموعه در بورس و محدود کردن درصد مالکیت صندوق‌های بازنشستگی و نهادهای شبه دولتی می‌تواند در دستور کار قرار گیرد.

در مجموع، می‌توان گفت فضای جدید بازار سرمایه پنجره فرصتی را ایجاد نموده که اگرچه نمی‌توان با اطمینان در میزان دوام و طول مدت آن سخن گفت، اما در صورت سیاست‌گذاری مناسب دولت و مطالبه‌گری هوشمندانه بخش خصوصی می‌تواند زمینه ساز تحولات مثبتی در نظام بنگاه داری و تأمین مالی تولید باشد.

گزارش ۲: بررسی تحولات اخیر بازار سرمایه و پیشنهادات برای

هیئت رئیسه اتاق ایران

چکیده

بازار سرمایه از ابتدای سال ۱۳۹۸ مورد توجه سرمایه‌گذاران به ویژه سرمایه‌گذاران خرد قرار گرفت و این روند در ماه‌های انتهایی سال ۱۳۹۸ تا کنون روند بسیار شتابانی را طی کرده است به طوری که متوسط شاخص کل که در آذر ماه ۱۳۹۸ بالغ بر ۳۵۴ هزار واحد بود در خرداد ماه ۱۳۹۹ به ۱,۰۸۳ میلیون واحد رسید و متوسط ارزش روزانه معاملات بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران از حدود ۲۰ هزار میلیارد ریال (۲ هزار میلیارد تومان) در ماه ابتدایی سال ۱۳۹۸ به رقم بی‌سابقه ۱۵۶,۶ هزار میلیارد ریال (۱۶ هزار میلیارد تومان) در خرداد ماه ۱۳۹۹ رسید. تحولات اخیر بازار سرمایه مبنی بر اقبال بی‌نظیر سرمایه‌گذاران از این بازار و در نتیجه افزایش قابل توجه شاخص کل از ابتدای سال ۱۳۹۹، سوالاتی را در اذهان در خصوص دلایل این افزایش بی‌سابقه، فرصت‌ها و تهدیدهای ایجاد شده برای دولت و بخش خصوصی و مطالبات بخش خصوصی از دولت در شرایط فعلی بازار سرمایه ایجاد می‌کند که در این پژوهش به آن پرداخته شد و نتایج آن به شرح ذیل است:

روند قیمتی سایر دارایی‌های جایگزین سهام از ابتدای سال ۱۳۹۷ تاکنون، نشان‌دهنده عدم هماهنگی رشد متوسط شاخص کل نسبت به رشد متوسط قیمت دلار در بازار آزاد، متوسط قیمت سکه طلای امامی و متوسط قیمت مسکن در شهر تهران است و حتی این عدم انطباق در مورد متوسط شاخص هم‌وزن بسیار فاحش بوده به طوری که متوسط شاخص هم‌وزن در خرداد ۱۳۹۹ نسبت به انتهای سال ۱۳۹۶ بالغ بر ۲۰ برابر شده در صورتیکه در مدت مذکور متوسط قیمت دلار در بازار آزاد ۳,۸ برابر و در خصوص متوسط قیمت سکه امامی و متوسط قیمت مسکن به ترتیب افزایش ۴,۸ و ۳,۳ برابری واقع شده است. بنابراین رشد متوسط شاخص هم‌وزن با رشد متوسط قیمت در سایر بازارهای دارایی هم‌خوانی نداشته و وجود حباب حداقل در خصوص گروه‌های کوچک بورسی را متصور می‌کند.

روند تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در سال‌های اخیر که با رشد منفی همراه بوده، نسبت اندک آن از تولید ناخالص داخلی و رشد منفی اقتصادی در سال‌های اخیر به واسطه اعمال تحریم‌های نفتی و بانکی تبیین‌کننده وضعیت فعلی بخش واقعی اقتصاد کشور است. در شرایط فعلی اقتصاد که همراه با کاهش قیمت‌های جهانی نفت و فلزات اساسی به دلیل بروز بیماری کرونا و متاثر شدن اقتصاد از آن است، انتظار بهبود آن برای سال ۱۳۹۹ بسیار کم‌رنگ می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت آنچه که منجر به ارزندگی برخی از سهام‌ها در بازار سرمایه کشور شده، ناشی از عملکرد بخش واقعی اقتصاد نبوده است. لازم به ذکر است که تغییرات عملکرد

فروش و سودآوری شرکت‌های بورسی در سال ۱۳۹۸ نشان می‌دهد که در برخی از شرکت‌های بورسی با وجود زیان‌ده بودن در سال ۱۳۹۸، افزایش بیش از ۲۰ برابری در شاخص سهام آنها به وقوع پیوسته است. با توجه به شرایط بخش حقیقی اقتصاد کشور، نمی‌توان شاهد تحول مثبتی در پس‌انداز و سرمایه‌گذاری واقعی در اقتصاد کشور باشیم.

با توجه به نکات بیان شده، دلایل افزایش قیمت سهام را بایستی در تحولات بازار ثانویه جستجو کرد. بدین منظور با توجه به اهمیت عملکرد دولت و بانک مرکزی در دیدگاه فعالان اقتصادی، وضعیت نقدینگی و کسری بودجه دولت مورد بررسی قرار گرفت.

رشد نقطه به نقطه نقدینگی از نیمه مرداد ماه ۱۳۹۷ روند فزاینده‌ای را طی کرده و از حدود ۲۰ درصد به ۳۳٫۹ درصد در خرداد ماه ۱۳۹۹ افزایش یافته و متوسط رشد ماهانه نقدینگی در سال ۱۳۹۶ بالغ بر ۱٫۶۸ درصد و در سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ به ترتیب ۱٫۷۵ و ۲٫۳۰ درصد و در سه ماهه ابتدایی سال ۱۳۹۹ بالغ بر ۲٫۳۶ درصد بوده که نشان‌دهنده روند افزایشی رشد نقدینگی در کشور از ابتدای سال ۱۳۹۷ است که نگرانی‌ها در خصوص تغییر روند کاهشی تورم در سال ۱۳۹۹ را ایجاد می‌کند. از سوی دیگر با توجه به سرعت گردش پول در اقتصاد کشور و سیالیت قابل توجه آن، رشد فزاینده نقدینگی نگرانی‌ها در خصوص انتقال بی‌ثباتی در یک بازار به بازارهای دیگر را افزایش می‌دهد.

در شرایط کنونی کشور، بودجه دولت از جانب درآمدهای نفتی به جهت وجود تحریم‌ها و کاهش قابل توجه قیمت جهانی نفت به دلیل بروز بیماری کرونا و افزایش مخارج مربوط به بهداشت و درمان، به شدت تحت فشار است. افزایش کسری بودجه دولت از چند مجرا بر انتظارات فعالان اقتصادی اثر گذار است. از یک‌سو نگرانی در خصوص محل تامین مالی کسری بودجه دولت را افزایش داده که با توجه به سابقه تاریخی آن مبنی بر توسل دولت به بانک مرکزی، باعث افزایش نگرانی در خصوص افزایش تورم آتی و کاهش ارزش سرمایه شده و از سوی دیگر انتظارات در خصوص افزایش نرخ دلار در بازار آزاد را به همراه داشته که نوید افزایش سودآوری بنگاه‌های فعال در بازار سرمایه را برای فعالان این حوزه به ارمغان می‌آورد. بنابراین با رشد نقدینگی بالا، انتظار تامین کسری بودجه دولت از طریق بانک مرکزی و در نتیجه انتظار افزایش تورم، انتظار افزایش نرخ دلار در بازار آزاد، عدم انتظار کسب بازدهی بالاتر در سایر دارایی‌های جایگزین، بازار سرمایه به‌طور قابل توجهی مورد استقبال فعالان اقتصادی قرار گرفته است.

بایستی این نکته را متذکر شد؛ افزایش شاخص کل سهام به جهت وجود انتظارات فزاینده در خصوص برخی از متغیرهای اقتصادی به خصوص نقدینگی، قیمت کالاها و خدمات و نرخ ارز، بعد از افزایش و مستقر شدن در سطوح بالا، با تحقق انتظارات فعالان اقتصادی دارای ارزش ذاتی می‌گردد. در این حالت قیمت‌های حسابی

سهام تبدیل به قیمت بنیادی می‌شوند که در واقع با تبدیل انتظارات تورمی بالا به تورم واقعی بالا این امر تحقق می‌یابد. بنابراین مستلزم عدم حبایی تلقی شدن افزایش قیمت سهام در شرایط کنونی، ادامه روند افزایشی در رشد نقدینگی در کشور و رشد دلار در بازار آزاد است. اما بایستی توجه داشت که در صورت عدم تحقق این انتظارات و کاهش قابل توجه شاخص کل (قیمت سهام)، بی‌ثباتی ایجاد شده در بازار سهام به سایر بخش‌های اقتصاد منتقل شده و با توجه به سیالیت قابل توجه نقدینگی در کشور، مجدداً سفته‌بازی در سایر بازارها تشدید و بی‌ثباتی اقتصاد کلان افزایش می‌یابد.

افزایش بی‌ثباتی در سایر بازارهای دارایی (به خصوص ارز) و حتی بازارهای کالا و خدمات و در نتیجه آن بی‌ثباتی اقتصاد کلان، افزایش هزینه تامین مالی دولت و بخش خصوصی با استفاده از انتشار اوراق بدهی به جهت افزایش بازدهی در سایر بازارها و در نتیجه پیشنهاد نرخ بازدهی بالاتر به منظور جذب سرمایه‌گذار از مسائلی است که در شرایط فعلی بازار سرمایه مطرح است. تامین مالی بیش از پیش بخش خصوصی و دولتی از طریق جذب بیش از پیش سرمایه‌های خرد به بازار سرمایه با استفاده از پذیرش شرکت‌های جدید در بازار، عرضه اولیه سهام، افزایش سرمایه شرکت‌ها، انتشار اوراق بدهی شرکتی و دولتی و واگذاری سهام شرکت‌های دولتی، اصلاح ساختار بودجه دولت و اصلاح صورت‌های مالی شرکت‌ها، فرصت‌هایی است که در شرایط فعلی بازار سرمایه برای بخش خصوصی و دولتی حاصل شده است.

در شرایط فعلی که بخش خصوصی برای احیای فعالیتهای اقتصادی خود بعد از اصابت شوک بروز بیماری کرونا نیاز به ثبات شرایط اقتصادی دارد، این بخش بایستی دارای مطالباتی از دولت باشد. عدم حمایت صریح از بازار سرمایه و اطلاع‌رسانی در خصوص طبیعت این بازار مبنی بر وجود روندهای اصلاحی، عدم حمایت سیاست‌گذار از سفته‌بازی در یک بازار (هر چند که بازار سرمایه باشد) و اتخاذ رویه‌های مبتنی بر مالیات به منظور جلوگیری از سفته‌بازی در بازارهای دارایی، تسهیل شرایط پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه و افزایش سرمایه آنها به ویژه از طریق صرف سهام و تنوع بخشی به ابزارهای تامین مالی و ابزارهای پوشش ریسک سرمایه‌گذاری توسط سازمان بورس، تسهیل شرایط انتشار اوراق بدهی شرکتی (مانند وثایق مورد نیاز)، انتشار سهام شرکت‌های دولت (به تدریج) همراه با کاهش تصدی‌گری و قیمت‌گذاری دولت در حوزه فعالیتهای شرکت‌های خصوصی شده در جهت بهبود محیط کسب و کار و فعالیت بخش خصوصی، انتشار اوراق بدهی دولتی، و در نتیجه کاهش نوسانات اقتصاد کلان، از جمله مواردی است که می‌توان به عنوان مطالبات بخش خصوصی از دولت نام برد.

۱- مقدمه

بازار سهام به عنوان یکی از بازارهای مالی کشور با بخش حقیقی اقتصاد در ارتباط است به طوری که هرگونه تغییری در بخش حقیقی اقتصاد اعم از رکود یا رونق اقتصادی بر بازار سهام از طریق اثرگذاری بر سودآوری شرکت‌های بورسی تاثیر خواهد گذاشت و از سوی دیگر با بهبود یا تضعیف فرآیند تامین مالی در بازار سرمایه، بخش حقیقی اقتصاد متاثر خواهد شد. بورس از طریق جذب و بکارگیری سرمایه‌های راکد، حجم سرمایه‌گذاری را در اقتصاد بالا برده و به تامین مالی واحدهای تولیدی کمک می‌کند. بنابراین بین بخش مالی و حقیقی اقتصاد رابطه‌ای دو سویه وجود دارد.

بازار سرمایه از سال ۱۳۹۸ تاکنون با اقبال بی‌نظیر سرمایه‌گذاران مواجه شده، به طوری که متوسط شاخص کل از حدود ۱۶۷ هزار واحد طی اسفند ۱۳۹۷ به عدد ۵۱۶ هزار واحد در اسفند ۱۳۹۸ رسید که افزایش بالغ بر ۳ برابری را به ثبت رسانده است. این روند افزایشی از ابتدای سال ۱۳۹۹ تشدید شد به طوری که شاخص کل توانست در انتهای خرداد ماه به مرز یک میلیون و سیصد هزار واحدی نزدیک شود و در نهایت در انتهای خرداد ماه عدد یک میلیون و هشتاد و چهار هزار واحد برای متوسط شاخص کل ثبت شد. شایان ذکر است که متوسط شاخص هم‌وزن که در آن تمامی شرکت‌های بورسی وزن یکسانی در محاسبه شاخص دارند، در اسفند ۱۳۹۸ نسبت به اسفند ۱۳۹۷ بالغ بر ۵.۵ برابر شده است.

از آنجا که این بازار از ابتدای سال ۱۳۹۸ بسیار مورد توجه سرمایه‌گذاران خرد واقع شده و یکی از کارکردهای اصلی بازار سرمایه تامین مالی بخش حقیقی اقتصاد است، بنابراین استفاده از ظرفیت‌های ایجاد شده در این بازار در پی ورود سرمایه‌گذاران خرد به آن می‌تواند در دستور کار فعالان بخش خصوصی کشور قرار گیرد هرچند که تحولات اخیر بازار سهام ملاحظات را نیز برای بخش خصوصی به همراه دارد. بنابراین این پژوهش به دنبال بررسی عوامل اقتصادی بنیادی موثر بر تحولات اخیر بازار سهام و ارائه پیشنهادهایی به منظور بهره‌گیری از فرصت جدید برای توسعه فعالیت‌های بخش خصوصی و تامین مالی آن است. بدین منظور در بررسی ریشه تحولات اخیر دو دسته از عوامل؛ عوامل بنیادی و تحقق‌یافته و رشد انتظاری متغیرها مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در بخش عوامل بنیادی و تحقق‌یافته؛ دارایی‌های جایگزین سهام شامل ارز، طلا، مسکن، بخش واقعی اقتصاد و سیاست‌های اقتصادی مدنظر قرار خواهد گرفت. در نهایت از یک سو به ظرفیت‌های ایجاد شده برای بخش خصوصی در جهت تسهیل تامین مالی فعالیت اقتصادی خود و از سوی دیگر تهدیدهایی که تحولات اخیر بازار سهام بر تولید و بخش خصوصی دارد خواهیم پرداخت.

از آنجا که یکی از وظایف دولت‌ها در سال‌های اخیر خصوصی‌سازی تعریف شده بنابراین بخش خصوصی می‌تواند مطالباتی را از دولت جهت واگذاری بیشتر فعالیت‌های اقتصادی به بخش خصوصی، عدم اخذ

تصمیمات بی‌ثبات کننده در بازار سهام، تسریع فرآیند خصوصی‌سازی با استفاده از ظرفیت موجود بازار سرمایه، تسهیل دستورالعمل‌های مربوط به تامین مالی شرکت‌های فعال در بازار سهام از طریق انتشار اوراق بدهی مانند اوراق صکوک اجاره و ...، نماید که در این طرح پژوهشی به آن پرداخته خواهد شد.

۲- تحولات اخیر بازار سرمایه

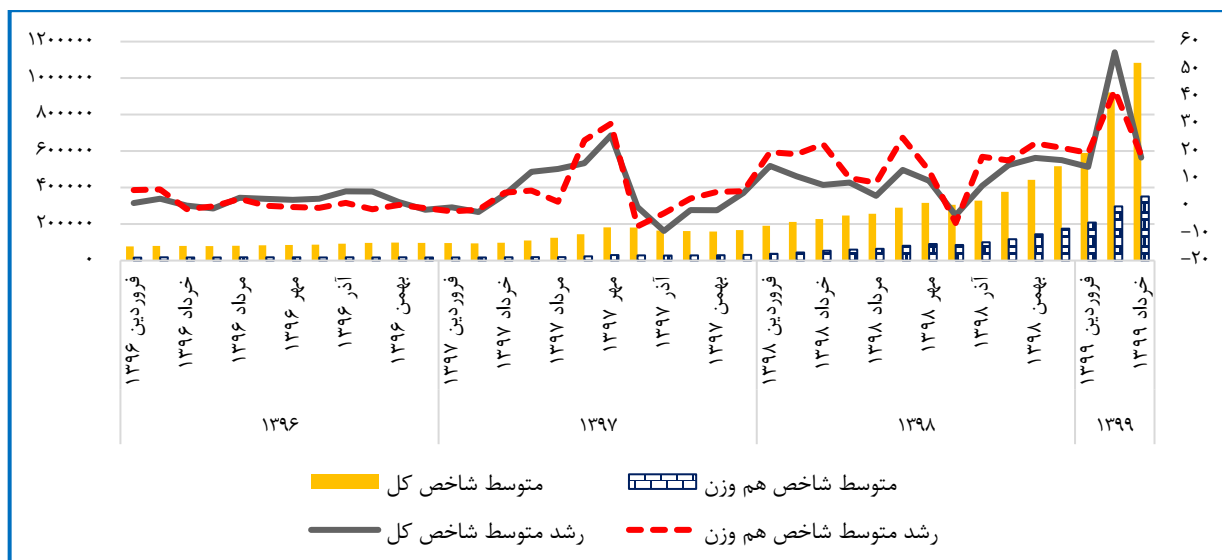
با توجه به وجود لنگر اسمی نرخ ارز در سیاست‌گذاری پولی و وابسته بودن بخش بزرگی از تولیدات کشور به نهاده تولید وارداتی، سرچشمه تحولات اخیر در بازار سرمایه کشور را بایستی در تحولات نرخ ارز جستجو کرد که با ایجاد تغییراتی در متغیرهای کلان اقتصادی، تحولات اخیر بازار سرمایه را به دنبال داشته است. بنابراین مناسب است که در ابتدا نگاهی به تحولات بازار ارز بیان‌دازیم.

سرآغاز تحولات در بازار ارز کشور مربوط به نیمه سال ۱۳۹۶ است که هم‌زمان با افزایش تلاطمات سیاسی ناشی از احتمال خروج آمریکا از برجام در نیمه دوم سال ۱۳۹۶، نرخ‌های رشد ماهانه متوسط قیمت دلار آزاد از ارقامی کمتر از ۱ درصد به حدود ۷ درصد افزایش یافت؛ که در نتیجه آن از ابتدای سال ۱۳۹۷، اقتصاد کشور مواجه شد با افزایش انتظارات تورمی مردم ناشی از تجربیات گذشته در خصوص تحریم‌های قبلی، خروج یکجانبه آمریکا از برجام در اردیبهشت ماه و همچنین برخی از اقدامات بانک مرکزی در انتهای سال ۱۳۹۶ در خصوص اجرای بسته سیاستی مبنی بر «انتشار گواهی سپرده ریالی ۲۰ درصد» که متناقض با سیاست اعلامی آن بانک مبنی بر «کاهش نرخ سود سپرده» بوده و عملاً موجب ایجاد ناسازگاری زمانی در نتایج سیاست‌های اعلامی بانک مرکزی و عدم اطمینان عوامل اقتصادی به سیاست‌های اعلامی آن شد. در پی آن، رشد ماهانه متوسط نرخ دلار آزاد به بالاتر از ۱۰ درصد و حتی نزدیک به ۳۰ درصد افزایش یافت. لازم به ذکر است که با وجود اجرایی شدن بسته یکسان‌سازی نرخ ارز توسط بانک مرکزی در فروردین ۱۳۹۷ مبنی بر تخصیص دلار ۴۲۰۰۰ ریالی به واردات کلیه کالاها، نرخ دلار در بازار آزاد به روند افزایشی خود ادامه داد.

در روزهای پایانی مرداد ۱۳۹۷ دستورالعمل جدید بانک مرکزی جهت تعمیق بازار ثانویه ارز از طریق تزریق ارز حاصل از صادرات شرکت‌های پتروشیمی در بازار ثانویه ارز و بر اساس نرخ آزاد ارز، صادر شد که با اجرایی شدن آن از التهابات بازار ارز کاسته شد. این روند کاهشی ارز با توجه به اعطای معافیت نفتی به هشت کشور واردکننده نفت کشور تا اوایل زمستان ۱۳۹۷ ادامه یافت ولی در ادامه با نزدیک شدن به روزهای پایانی سال ۲۰۱۸ میلادی و لزوم تسویه حساب‌های مالی ارزی شرکت‌های داخلی با شرکت‌های خارجی و نیز نزدیک شدن به روزهای پایانی سال شمسی و افزایش فصلی تقاضا برای ارز، متوسط نرخ دلار آزاد روندی صعودی در پیش گرفت که تا اردیبهشت ماه ۱۳۹۸ ادامه داشت. طی خرداد ماه تا شهریور ماه سال جاری، متوسط نرخ دلار آزاد با مدیریت بانک مرکزی و استقرار شرایط با ثبات بر تحولات سیاسی کشور روند نزولی را طی کرد و

طی مهر و آبان ماه در حدود ۱۱,۵ هزار ریال در حال نوسان بود ولی در آذر ماه با افزایش قیمت بنزین و در نتیجه آن، افزایش انتظارات تورمی مردم و انجام برخی از معاملات سفته بازی در بازار ارز، متوسط نرخ دلار آزاد در بازار ارز با ۱۰,۶ درصد افزایش به حدود ۱۳ هزار ریال رسید. طی دی و بهمن ماه ۱۳۹۸، متوسط نرخ دلار در بازار آزاد در محدوده ۱۳ الی ۱۴ هزار تومان در حال نوسان بود ولی با بروز بیماری کرونا از ابتدای اسفند ماه و ایجاد محدودیت برای بخش تولید کشور و صادراتی به سایر کشورها و ادامه یافتن شرایط مذکور، متوسط نرخ دلار در بازار آزاد به روند افزایشی خود ادامه داد به طوری که متوسط آن در اردیبهشت ماه و خرداد ماه به ترتیب بالغ بر ۱۶ و ۱۷,۵ هزار تومان بوده است. شایان ذکر است که در روزهای پایانی خرداد ماه نرخ دلار در بازار آزاد ارقام بالاتر از ۱۹ هزار تومان را به ثبت رسانده که در نتیجه کمبود عرضه ارز در بازار آزاد، افزایش تقاضای آن به جهت شروع زودتر فعالیت‌های تولیدی در کشور نسبت به کشورهای منطقه و نیاز به واردات نهاده تولید و فشار تورمی ناشی از افزایش انتظارات تورمی در میان فعالان اقتصادی بوده است.

نمودار ۱- متوسط شاخص کل و متوسط شاخص هم‌وزن و رشد ماهانه این دو شاخص از ابتدای سال ۱۳۹۶ تا خردادماه ۱۳۹۹



همان‌طور که بیان شد در ابتدای سال ۱۳۹۷، با پررنگ شدن ریسک خروج آمریکا از برجام، جهش نرخ ارز و پس از آن شوک یکسان‌سازی نرخ ارز توسط بانک مرکزی موجب شد تا بازار سهام با شوک حذف ارز مبادله‌ای و نگرانی از کاهش شدید درآمد صادراتی شرکت‌های بورسی مواجه شود و متوسط شاخص کل بورس روند نزولی را در پیش گیرد. نمودار (۱) روند متوسط شاخص کل و هم‌وزن و رشد ماهانه آنها را از ابتدای سال ۱۳۹۶ تاکنون نشان می‌دهد. طی خرداد ماه ۱۳۹۷ با فروکش کردن هیجانات سیاسی و انتشار صورت‌های مالی سال گذشته شرکت‌های بورسی و ارزیابی مثبت سهامداران از عملکرد شرکت‌ها، بروز نشانه‌های افزایش نرخ دلار در سودآوری شرکت‌های بورسی (به خصوص شرکت‌های صادرات محور) و اهرم شدن دلار، افزایش انتظارات تورمی در میان سرمایه‌گذاران بورسی و در نتیجه انتظار افزایش قابل توجه سود اسمی سهام نسبت

به افزایش نرخ تورم، متوسط شاخص کل روند صعودی در پیش گرفت ولی همچنان تحولات داخلی به خصوص نوسانات نرخ ارز و عدم شفافیت سیاست ارزی اتخاذی توسط دولت و در نتیجه عدم درک اثر آن بر درآمدهای شرکت‌های بورسی برای فعالان بازار سرمایه، نوسانات در بازارهای رقیب به خصوص سکه و ارز، آثار منفی بر شاخص سهام داشتند. روند افزایشی متوسط شاخص کل در آبان ماه ۱۳۹۷ همزمان با رشد منفی متوسط نرخ دلار آزاد متوقف شد. در این بین در نیمه مرداد ماه با انتشار اخباری مبنی بر «تقویت بازار ثانویه ارز» از طریق اعطای مجوز به صادرکنندگان معدنی و فلزی و پتروشیمی در رسانه‌ها، بازار سرمایه با استقبال خریداران مواجه شد. رشد شتابان قیمت‌های سهام در شرایطی به وجود آمد که با فرض اجرای کامل آزادسازی ارزی، پتانسیل سودآوری بخش مهمی از شرکت‌های بورسی به نحو قابل ملاحظه‌ای افزایش می‌یافت و استقبال از بازار سرمایه بدین جهت صورت گرفت. لازم به ذکر است که ابهام در نرخ‌گذاری خوراک پتروشیمی‌ها و محصولات صنایع فلزات اساسی و ایجاد شوک‌های سیاستی از سوی شرکت پالایش و پخش فرآورده‌های نفتی مبنی بر آزادسازی قیمت برخی از محصولات پالایشی و عمل برخلاف دستورالعمل اعلام شده موجب ایجاد هیجانات منفی در ذهن سرمایه‌گذاران شد. در نهایت بورس کالا اقدام به برداشتن سقف دامنه نوسان معاملات کلیه فرآورده‌های نفتی و سپس محصولات فولادی و پایه نمود.

همان‌طور که بیان شد در آبان ماه ۱۳۹۷ روند منفی بازار سهام آغاز شد. هم‌زمان با کاهش متوسط نرخ دلار در بازار آزاد و افت قیمت جهانی مواد خام با توجه به کالا محور بودن بورس ایران، این کاهش قیمت بر درآمدهای شرکت‌های صادرات محور بورس موثر بود و با توجه به اعمال کامل تحریم‌های آمریکا علیه ایران نگرانی در خصوص درآمد عملیاتی این شرکت‌ها تشدید شد و موجب عقب‌نشینی متقاضیان سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها شد. معاف کردن ۸ کشور در بازه زمانی ۶ ماهه از تحریم خرید نفت ایران موجب کاهش فشار روانی حاکم بر بازار نفت ناشی از نگرانی از کمبود نفت در بازارهای جهانی و کاهش شدید قیمت نفت شد. از آنجا که کاهش قیمت نفت اثر منفی بر درآمدهای شرکت‌های پتروشیمی فعال در بازار سرمایه کشور دارد، بنابراین موجب کاهش رغبت سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری در این نوع شرکت‌ها شد. روند نزولی متوسط شاخص کل تا بهمن ماه ۱۳۹۷ ادامه یافت هرچند که متوسط شاخص هم‌وزن از دی ماه روند صعودی خود را آغاز کرده بود و در واقع با وجود کاهش توجه سرمایه‌گذاران بورسی به شرکت‌های بزرگ بورس و عمدتاً کالا محور، سرمایه‌گذاران اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک بورسی کردند که ناشی از افزایش ناپایداری در بازارهای جهانی و وجود سایه ریسک سیستماتیک بر معاملات گروه‌های کالایی بود. لازم به ذکر است که افزایش تلاطمات در بازارهای جهانی در نتیجه ایجاد جنگ‌های تجاری بین اقتصادهای بزرگ و نگرانی از ایجاد رکود گسترده اقتصاد جهانی نیز در ایجاد فضای منفی در بازار سرمایه ایران موثر بوده است. لازم به

ذکر است که عوامل مذکور موجب کاهش ارزش معاملات در بازار سهام شده که در واقع بخش چشمگیری از سرمایه‌های خرد در پی بروز مخاطرات محیطی راه خروج از بازار سهام را در پیش گرفتند (نمودار ۲).

از دی ماه ۱۳۹۷ و طی بهمن ماه، روند کاهشی متوسط شاخص کل بهبود یافت و متوسط شاخص هم‌وزن روند صعودی را در پیش گرفت. همان‌طور که بیان شد در نتیجه افزایش ناپایداری در بازارهای جهانی و وجود سایه ریسک سیستماتیک بر معاملات گروه‌های کالایی در بورس، انتقال نقدینگی از گروه‌های کالایی به سایر گروه‌های رقیب در بورس تهران صورت گرفت. علاوه بر این شایعه «تسعیر دارایی‌های ارزی بانک‌ها به نرخ سامانه نیما» و نیز «افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی دارایی‌های بانک‌ها به بهانه افزایش شدید تورم» موجب رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران خرد در این گروه بورسی شد. به طوری‌که در دی ماه ۱۳۹۷ چهار نماد بانکی در بین ۷ نماد بورسی با بیشترین ارزش معاملات قرار گرفته^۱ و بالغ بر ۲۸ درصد ارزش معاملات دی ماه را به خود اختصاص دادند. در گروه خودرویی نیز شایعاتی مبنی بر تصویب افزایش قیمت خودرو موجب اقبال سرمایه‌گذاران خرد به این گروه بورسی شد ولی در نهایت با انتشار گزارش عملکرد ضعیف این شرکت‌ها در ۹ ماهه اول سال، از شدت هیجانات در این گروه بورسی کاسته شد. علاوه بر این عواملی مانند انتشار صورت‌های مالی نسبتاً مناسب میان‌دوره‌ای شرکت‌ها و روند رو به بهبود بازارهای جهانی ناشی از پیشرفت مذاکرات صلح تجاری بین آمریکا و چین، تصمیمات فدرال رزرو مبنی بر توقف سیاست‌های انقباضی پولی، برنامه‌های انبساطی چین برای حمایت از وضع نامطلوب تولید و تحقق وعده کاهش تولید نفت توسط اوپک، موجب خوش‌بینی در بین سرمایه‌گذاران در مورد حرکت مثبت شاخص سهام شد ولی برخی از عوامل بیرونی و سیاسی نظیر تردید در خصوص تصویب کامل لوایح مرتبط با گروه ویژه اقدام مالی، نحوه و شدت تاثیرگذاری تحریم‌ها بر روی صادرات شرکت‌های بزرگ بورسی و در نتیجه تنگنا در عرضه ارز، نشست ورشو و شروط مربوط به بسته مالی اروپا، حرکت احتیاطی در بین سرمایه‌گذاران بازار سهام را در برداشت.

ابتدای اسفند ماه ۱۳۹۷ شاخص بورس اوراق بهادار تهران روند افزایشی جدیدی را در پیش گرفت. ایجاد روند باثبات و مساعد بازارهای جهانی در بهمن و اسفند ۱۳۹۷ را می‌توان یکی از عوامل تاثیرگذار بر شاخص بازار سهام برشمرد. عدم تغییر نرخ بهره توسط کمیته بازار باز فدرال رزرو آمریکا و توقف کاهش حجم ترانزنامه اوراق بدهی فدرال رزرو (نشان‌دهنده اتخاذ سیاست‌های انبساطی توسط سیاست‌گذاران پولی آمریکا)، بیانات ریاست جمهور آمریکا مبنی بر قرار گرفتن مذاکرات آمریکا و چین در مسیر مناسب و تشدید سیاست‌های انبساطی بانک مرکزی چین در بخش وام‌دهی به بخش خصوصی، مصرف‌کنندگان و شرکت‌های کوچک، موجب افزایش قیمت‌های کالاهای اساسی در بازارهای جهانی شد. دیگر عامل موثر را می‌توان روند افزایشی قیمت ارز در بازار آزاد دانست. لازم به ذکر است که افزایش نرخ ارز از جهت ایجاد انتظارات تورمی افزایشی که در نهایت به رشد

^۱ مجموع ارزش معاملات این نمادها ۳۷,۹ درصد بوده است.

تقاضا و افزایش قیمت محصولات عرضه شده از سوی شرکت‌های بورسی در بورس کالا می‌انجامد، بر انتظارات سرمایه‌گذاران در بورس اثر گذاشته و افزایش تقاضای خرید سهام در گروه‌های کالایی را به همراه داشت، بنابراین منتج به افزایش متوسط شاخص کل شد. این روند تا شهریور ماه ۱۳۹۸ ادامه یافت با این تفاوت که از یک سو متوسط شاخص هم‌وزن رشدهایی بالاتر از متوسط شاخص کل را به ثبت رسانید و از سوی دیگر افزایش در متوسط شاخص کل از خرداد ماه ۱۳۹۸ با وجود کاهش متوسط قیمت نرخ دلار آزاد صورت گرفته است. در واقع در حالت مشابه که متوسط قیمت دلار آزاد در آبان، آذر و دی ۱۳۹۷ در حال کاهش بوده، متوسط شاخص کل نیز کاهشی بوده است. در حالی که در روند اشاره شده در سال ۱۳۹۸، می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران به این نتیجه رسیده‌اند که متوسط قیمت دلار آزاد به سقف دوره افزایشی قبلی نزدیک شده (۱۴۹۹۲۶ ریال) و بنابراین افزایش بیشتر قیمت دلار آزاد را متصور نبودند. در بخش مسکن و طلا نیز همین تحلیل وجود داشت، بنابراین شاهد حرکت نقدینگی به سمت بازار سهام بودیم و این نقدینگی به دلیل وجود تلاطم در بازارهای جهانی کالایی و ریسک‌های سیاسی، بیشتر سهام شرکت‌های کوچک را مورد هدف قرار داده است.

لازم به ذکر است که اخبار موجود در بازار ارز مبتنی بر احتمال حذف نرخ ارز دولتی، نزدیکی نرخ ارز نیمایی به نرخ ارز سنا، تشکیل بازار متشکل ارزی، برگزاری مجامع سالیانه بسیاری از شرکت‌های سهامی و انتشار گزارش عملکرد مناسب سه ماه نخست سال بسیاری از شرکت‌های بورسی از دیگر عوامل مثبت بر بازار سهام بودند. همان‌طور که اشاره شد یکی از دلایل افزایش شاخص سهام در نیمه اول سال ۱۳۹۸ را می‌توان ناشی از عقب‌ماندگی آن از افزایش واقع شده در بازارهای رقیب در سال ۱۳۹۷ دانست. به تدریج با کاهش بازدهی در بازارهای ارز، طلا و مسکن از ابتدای سال ۱۳۹۸، بازار سهام مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار گرفت به طوری که در نیمه نخست سال ۱۳۹۸ بالغ بر ۲۶۰ هزار کد سهامداری جدید صادر شد^۱. با اقبال بازار سهام از سوی سرمایه‌گذاران خرد، حجم نقدینگی قابل توجهی وارد بازار سهام شد. با توجه به شرایط تحریمی و آینده نامطمئن در خصوص اقتصاد جهانی، نگاه سرمایه‌گذاران خرد از شرکت‌های کالایی و صادرات محور بورس به شرکت‌های کوچکتر آن سوق یافته که در نهایت افزایش قابل توجه در شاخص هم‌وزن را به همراه داشته است. لازم به ذکر است که سرمایه‌گذاران در خصوص سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی، عمدتاً در شرایط موجود به وجود دارایی‌های سنگین در صورت‌های مالی شرکت‌ها و به نقش تورم موجود در افزایش ارزش آنها توجه داشته‌اند.

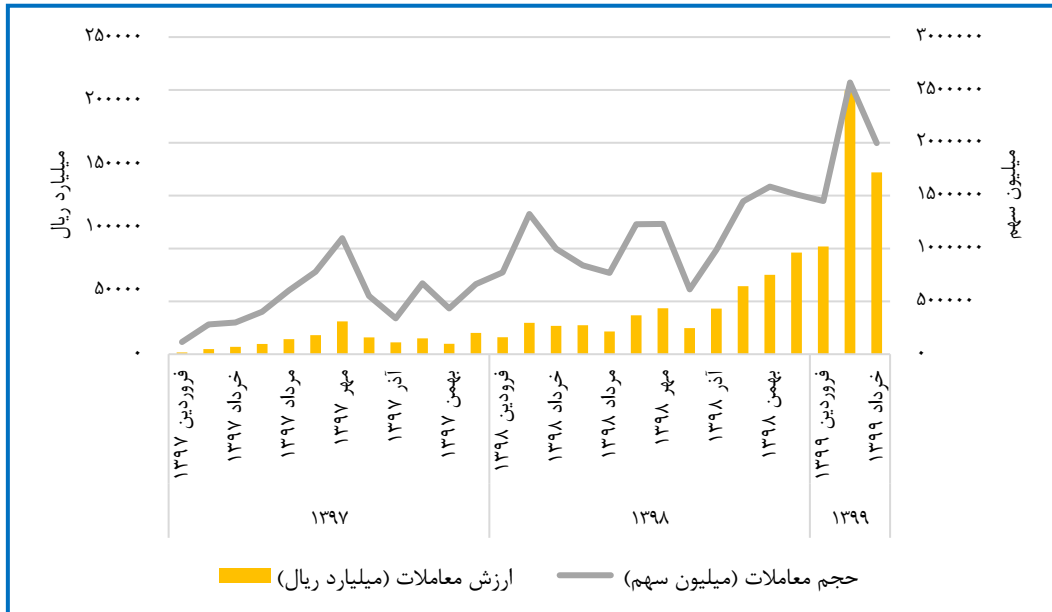
^۱ اعلام شده توسط شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه

شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران در ابتدای مهر ماه سال ۱۳۹۸ به روند افزایشی خود ادامه داد ولی در ادامه مهر ماه، با شکل‌گیری فشار فروش توسط سرمایه‌گذاران که به جهت شناسایی سود و جلوگیری از زیان در صورت شروع روند اصلاحی احتمالی صورت گرفت، شاخص کل بورس آغازکننده روند اصلاحی شد که بازدهی مثبت بورس اوراق بهادار تهران در کنار بازدهی منفی سایر بازارها (به جز مسکن) در مهر ماه را می‌توان یکی از دلایل ایجاد انتظارات در خصوص به سقف رسیدن بازدهی بازار سهام و قریب الوقوع بودن روند اصلاحی دانست. طی آبان ماه شاخص کل در محدوده ۳۰۲,۳ و ۳۰۹,۷ هزار واحد در نوسان بود و نسبت به ماه گذشته، دامنه نوسانی شاخص کل کاهش یافته بود و برای اولین بار در سال ۱۳۹۸ متوسط شاخص کل و متوسط شاخص هم‌وزن نسبت به ماه گذشته آن، رشد منفی را به ثبت رساندند. طی آبان ماه ۱۳۹۸ اخبار مربوط به افزایش قیمت بنزین و سهمیه‌بندی آن، اخبار مربوط به انتخابات مجلس شورای اسلامی، رویکردهای مختلف اصلاحات ساختاری، اخبار انتخابات ریاست جمهوری آمریکا و ... موجب رفتار احتیاطی در سرمایه‌گذاران شد که در برخی از روزها باعث ایجاد صف فروش و ریزش شاخص کل شد. شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران طی آذر ماه روند کاملاً افزایشی داشت به طوری که تنها در دو روز کاری شاخص کل نسبت به روز گذشته با کاهش مواجه شد و متوسط روزانه ارزش معاملات بورس اوراق بهادار تهران بیشتر از ۲۰ هزار میلیارد ریال بود که در دو سال گذشته آن فقط طی آذر ماه و مهر ماه سال ۱۳۹۸ اتفاق افتاده که نشان‌دهنده جریان سریع نقدینگی در بازار بورس و در نتیجه ورود نقدینگی جدید به بازار است. افزایش تقاضای مردم برای سرمایه‌گذاری در بازار بورس به جهت حفظ ارزش پول و افزایش قیمت‌ها در بازارهای جهانی طی این ماه ناشی از توافق احتمالی بین آمریکا و چین بر سر تعرفه‌های تجاری از جمله عوامل موثر بر بازار سهام بودند. این روند در ادامه سال ۱۳۹۸ نیز برقرار بود و در سه ماه ابتدایی سال ۱۳۹۹ با شدت بیشتری ادامه یافت. به طوری که متوسط شاخص کل در خرداد ماه ۱۳۹۹ نسبت به ماه گذشته ۱۷,۶ درصد، نسبت به انتهای سال ۱۳۹۸ بالغ بر ۱۰۹,۷ درصد و نسبت به مدت مشابه سال گذشته (خرداد ۱۳۹۸) ۳۷۵,۵ درصد (بیش از ۴,۵ برابر) افزایش یافته است. رشد دو رقمی متوسط شاخص کل از دی ماه ۱۳۹۸ موجب ایجاد نگرانی در میان کارشناسان بازار سرمایه در خصوص علت ایجاد و وجود یا عدم وجود هرگونه حباب احتمالی در بازار بورس کشور شده است. زمانی این نگرانی بیشتر می‌گردد که مبنای بررسی تغییر شاخص کل ابتدای سال ۱۳۹۷ باشد، در این صورت متوسط شاخص کل در خرداد ۱۳۹۹ نسبت به خرداد ۱۳۹۷ بیشتر از ۱۱ برابر (از حدود ۹۸ هزار واحد به ۱,۰۸۳ میلیون واحد رسیده است) و متوسط شاخص هم‌وزن بیش از ۱۹,۹ برابر افزایش یافته است.

در خصوص تحولات چند ماه اخیر بازار سرمایه توسط کارشناسان و صاحب‌نظران اظهارات متفاوتی بیان شده است. با توجه به اهمیت بازار سهام برای اقتصاد کشور و اثر بی‌ثبات‌کننده ترکیدن حباب احتمالی در این بازار

بر ثبات اقتصاد کلان و در نتیجه فعالیت بخش حقیقی اقتصاد (بخش تولید کشور)، در ادامه به دنبال بررسی عوامل موثر در ایجاد تحولات اخیر بازار سرمایه هستیم.

نمودار ۲- رشد حجم و ارزش معاملات بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۷ الی خرداد ۱۳۹۹



جدول ۱- متوسط شاخص کل و متوسط شاخص کل هم‌وزن در خرداد ۱۳۹۹ و مقایسه آن با ماه انتهایی سال‌های ۱۳۹۶، ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ و خرداد ۱۳۹۸

تغییر خرداد ۱۳۹۹ نسبت به (درصد)						شرح
پایان سال ۱۳۹۶	پایان سال ۱۳۹۷	مدت مشابه سال ۱۳۹۸	پایان سال ۱۳۹۸	اسفند ۱۳۹۸	خرداد ۱۳۹۹	
۱۰۱۷,۵	۵۴۹,۹	۳۷۵,۵	۱۰۹,۷	۵۱۶۸۲۰,۴	۱۰۸۳۷۷۰,۲	متوسط شاخص کل
۱۹۱۸,۴	۱۰۲۹,۱	۵۴۸	۱۰۰,۹	۱۷۴۷۳۶,۸	۳۵۰۹۷۰,۵	متوسط شاخص هم‌وزن

مأخذ: سازمان بورس و اوراق بهادار

۳- عوامل موثر در پیدایش تحولات اخیر بازار سرمایه

بازار سهام به عنوان یکی از بازارهای مالی کشور با بخش حقیقی اقتصاد در ارتباط است به طوری که هر گونه تغییری در بخش حقیقی اقتصاد اعم از رکود یا رونق اقتصادی بر بازار سهام از طریق اثرگذاری بر سودآوری شرکت‌های بورسی تاثیر خواهد گذاشت و از سوی دیگر با بهبود یا تضعیف فرآیند تامین مالی در بازار سرمایه، بخش حقیقی اقتصاد متاثر خواهد شد. پس بین بخش مالی و حقیقی اقتصاد رابطه‌ای دو سویه وجود دارد. بنابراین به منظور بررسی رشد قابل توجه شاخص کل بورس از ابتدای سال ۱۳۹۸ به ویژه رشد شتابان آن در فصل چهارم ۱۳۹۸ و سه ماه آغازین سال ۱۳۹۹، در ابتدا نگاهی به عوامل بنیادی بالفعلی که در اقتصاد تحقق یافته‌اند خواهیم پرداخت. بدین منظور با توجه به ماهیت ذخیره ارزش سهام در دید سرمایه‌گذاران، به بررسی

تغییرات قیمت در دارایی‌های جایگزین آن می‌پردازیم و در ادامه روند برخی از متغیرهای بخش حقیقی اقتصاد (سرمایه‌گذاری و تولید ناخالص داخلی) را مورد بررسی قرار خواهیم داد و در نهایت به سیاست‌گذاری پولی و مالی (کسری بودجه دولت) پرداخته خواهد شد.

۱-۳- بر اساس عوامل بنیادی بالفعل و تحقق‌یافته

۱-۱-۳- دارایی‌های جایگزین بازار سهام

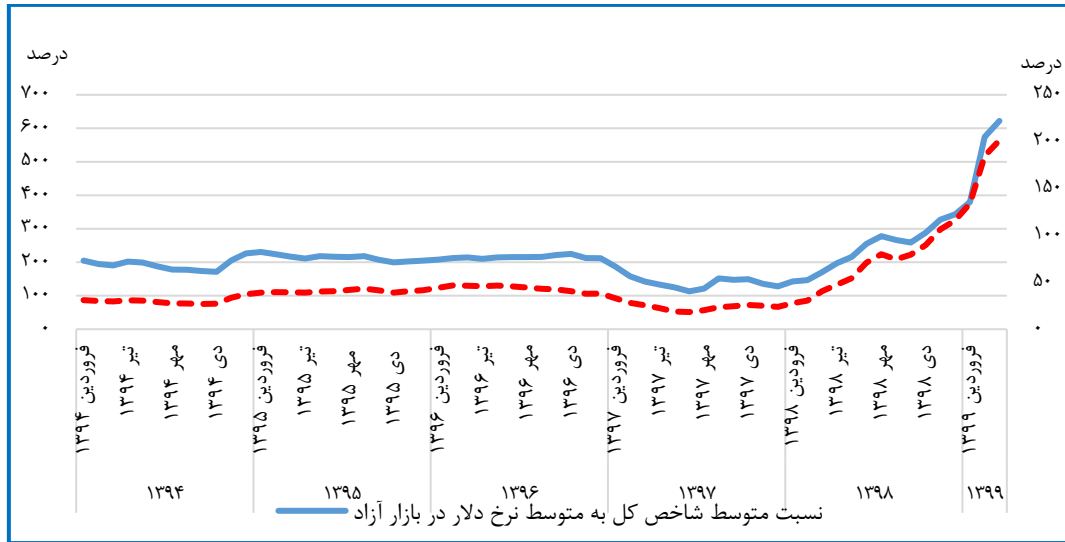
به طور سنتی در دید سرمایه‌گذاران ایرانی، مسکن، طلا، ارز در اولویت‌های سرمایه‌گذاری به منظور حفظ ارزش پول قرار دارند و چندی است که بازار سرمایه به گزینه‌های سرمایه‌گذاری فعالان اقتصادی در کشور افزوده شده است. به‌طور کلی در اقتصاد ایران هرگاه نوسان یا تلاطمی به خصوص در مورد نرخ ارز اتفاق می‌افتد، نوسانات در سایر بازارها را به دنبال دارد که از یک‌سو به جهت اثر مستقیم ارز بر ارزش ریالی طلا و هزینه مواد اولیه وارداتی است و از سوی دیگر به دلیل افزایش تقاضای فعالان اقتصادی برای این نوع دارایی‌ها به منظور حفظ ارزش پول است که آن نیز به جهت انتظارات تورمی بالا در دید آنها به دلیل وجود سابقه تاریخی در ذهن فعالان اقتصادی است.

۱. ارز (دلار در بازار آزاد)

در نمودار (۳) نسبت متوسط شاخص کل به متوسط نرخ دلار در بازار آزاد برای دوره ۱۳۹۸-۱۳۹۴ و خرداد ۱۳۹۹ نشان داده شده است. می‌توان نشان داد که این نسبت بعد از یک انتقال به بالا در انتهای سال ۱۳۹۴ در ادامه تا انتهای سال ۱۳۹۶ در محدوده ۲۰۰ تا ۲۵۰ درصد در حال تغییر بوده است. در نیمه آغازین سال ۱۳۹۷ با افزایش قابل توجه دلار در بازار آزاد، نسبت مذکور کاهش یافت ولی در ادامه با افزایش پی در پی در شاخص کل سهام و ثبات نسبی در بازار ارز، نسبت متوسط شاخص کل به متوسط نرخ دلار در بازار آزاد افزایش قابل توجهی یافته است به طوری که از روند گذشته کاملاً فاصله گرفته است. شایان ذکر است که از آذر ماه ۱۳۹۸ به بعد، متوسط نرخ دلار در بازار آزاد روند افزایشی را در پیش گرفته و از حدود ۱۲ هزار تومان به ۱۸ هزار تومان رسیده است که در صورت عدم این افزایش‌ها، نسبت مذکور رقم‌های بالاتری را نشان می‌داد. بنابراین فاصله گرفتن نسبت مذکور طی سال ۱۳۹۸ از روند سال‌های گذشته آن می‌تواند نشانه‌ای از افزایش قیمت سهام نامرتب به عوامل بنیادی بالفعل باشد.

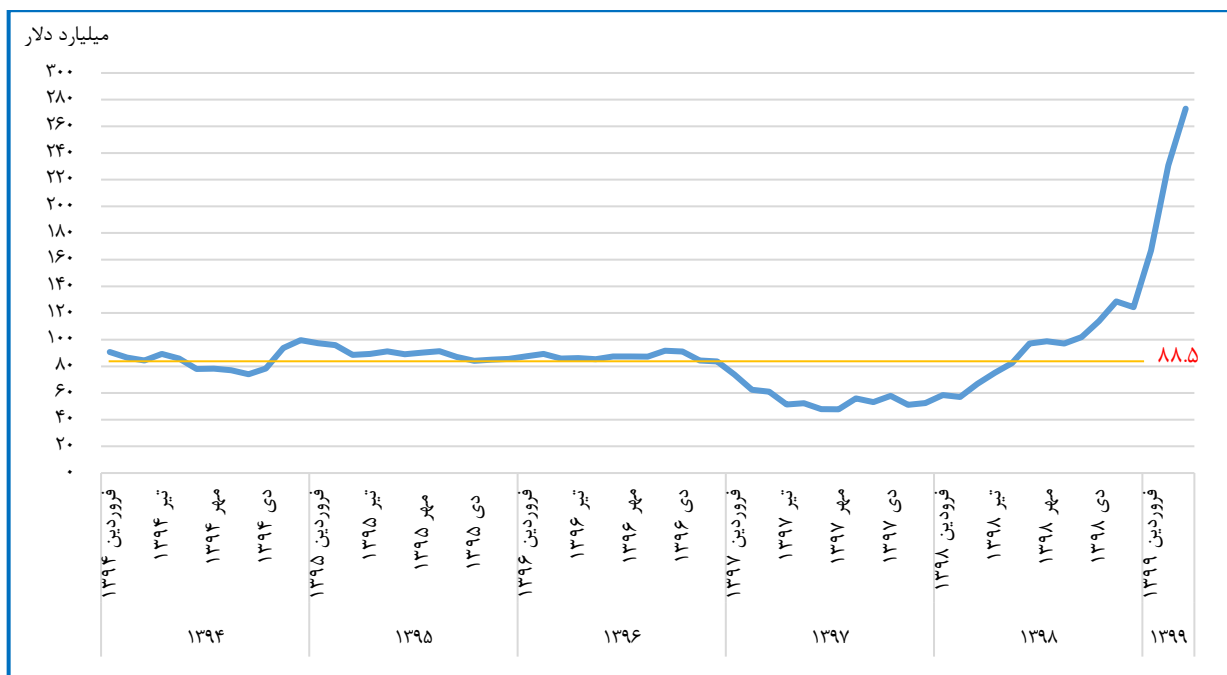
بیان این نکته حائز اهمیت است که در سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ یکی از دلایل افزایش قیمت سهام در گروه‌های صادرات محور بورس، افزایش نرخ ارز بیان می‌شد. به طوری که با افزایش ارزش ذاتی این نوع شرکت‌ها، موجب تعدیل قیمت بازاری سهام آنها در جهت ارزش ذاتی در بازار سهام شد. با توجه به کاهش قیمت جهانی کالاهای صادراتی، افزایش قیمت سهام این گروه‌های بورسی در ماه‌های اخیر قابل توجیه نیست.

نمودار ۳- نسبت متوسط شاخص کل و شاخص هموزن (محور چپ) به متوسط نرخ دلار در بازار آزاد از ابتدای سال ۱۳۹۴ تا خرداد ماه ۱۳۹۹



نمودار (۴) ارزش دلاری بازار بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۹۹ نشان می‌دهد. ارزش دلاری بازار بورس اوراق بهادار تهران در خرداد ماه ۱۳۹۹ بالغ بر ۲۷۳,۲ میلیارد دلار بوده که بالاتر از میانگین بلندمدت آن (۸۸,۵ میلیارد دلار) طی سال‌های مذکور است. شایان ذکر است که علت کاهش قابل توجه ارزش دلاری بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۷ تا نیمه آن مربوط به افزایش قابل توجه قیمت دلار در بازار آزاد است.

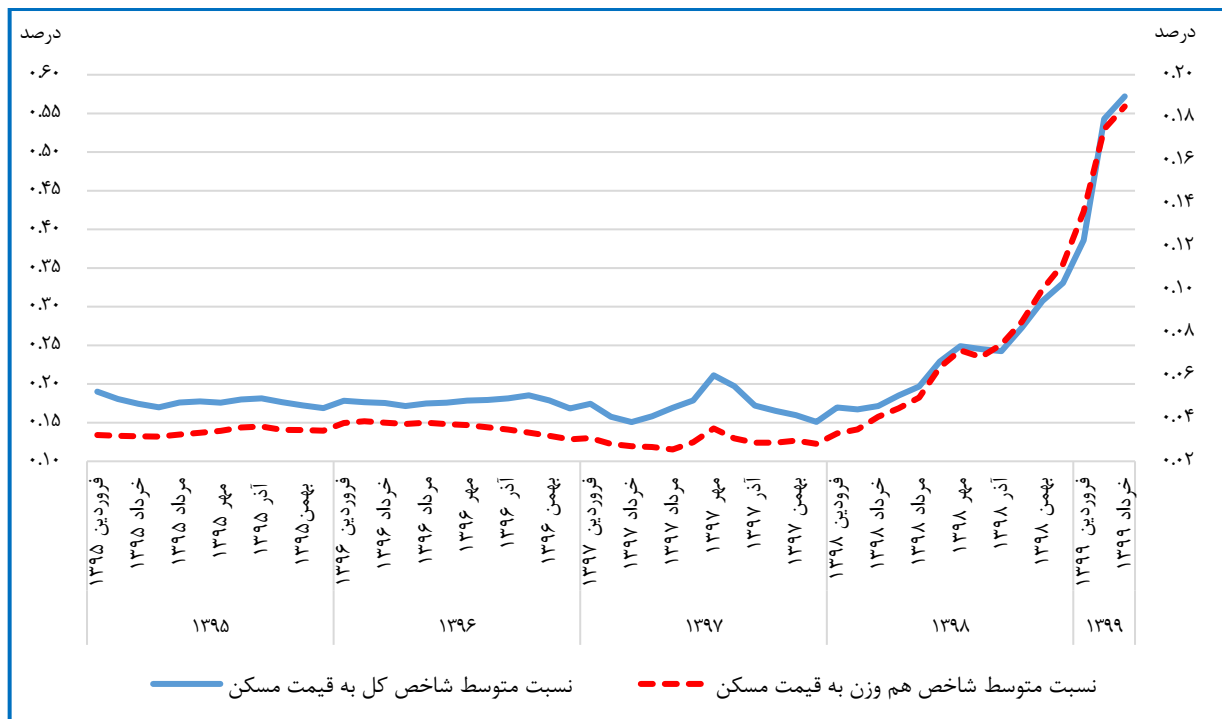
نمودار ۴- ارزش دلاری بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۴ تا خرداد ماه ۱۳۹۹



۲. مسکن

نمودار (۵) نسبت متوسط شاخص کل به قیمت مسکن^۱ و نسبت متوسط شاخص هم‌وزن به قیمت مسکن را طی سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۸ و خرداد ماه ۱۳۹۹ نشان می‌دهد. می‌توان استدلال کرد که این نسبت طی سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ و تا حدی سال ۱۳۹۷ در بازه ۰,۱۵ و ۰,۲۰ درصد در حال تغییرات بسیار ناچیز بوده است ولی لازم به ذکر است که در کوتاه‌مدت به دلیل تفاوت در دوره‌های رکود و رونق این دو بازار و سایر عوامل مقطعی، ممکن است دچار افزایش یا کاهش موقتی شود. اما از سال ۱۳۹۸ این نسبت به‌طور خیره‌کننده‌ای افزایش یافته است. بنابراین بر اساس این نسبت نیز نوعی نگرانی درباره قیمت سهام در حال حاضر وجود دارد.

نمودار ۵- نسبت متوسط شاخص کل و شاخص هم‌وزن (محور چپ) به قیمت مسکن از ابتدای سال ۱۳۹۵ تا خردادماه ۱۳۹۹



۳. طلا (سکه امامی)

نمودار (۶) روند نسبت متوسط شاخص کل و هم‌وزن را نسبت به متوسط قیمت سکه امامی طی سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۹۹ نشان می‌دهد. این نسبت از ابتدای سال ۱۳۹۵ تا اوایل سال ۱۳۹۷ دارای روند نزولی خفیفی بوده است ولی در ادامه سال ۱۳۹۷ با توجه به افزایش قابل توجه متوسط قیمت سکه امامی، نسبت مذکور

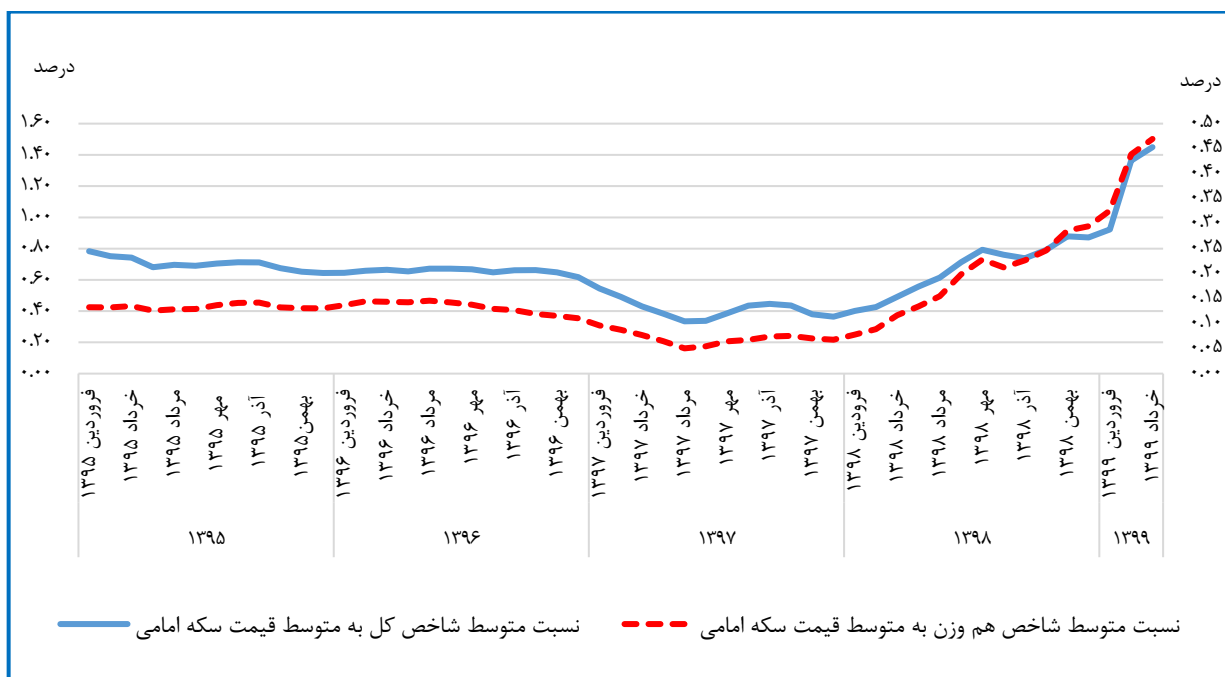
^۱ قیمت مسکن در مناطق ۲۲ گانه شهر تهران که توسط بانک مرکزی ارائه می‌گردد.

کاهش یافت. در ادامه با کاهش رشد قیمت سکه امامی و افزایش رشد شاخص کل، نسبت مذکور روند افزایشی را پیموده است.

شایان ذکر است که نسبت ۱,۴ درصدی متوسط شاخص کل به متوسط قیمت سکه امامی که در خرداد ۱۳۹۹ بدست آمده است در شرایطی حاصل شده که متوسط قیمت سکه امامی در بالاترین قیمت (۷,۵ میلیون تومان) خود قرار دارد که بیانگر افزایش بسیار قابل توجه در شاخص کل با وجود افزایش قیمت سکه امامی است. لازم به ذکر است که میانگین نسبت متوسط شاخص کل به متوسط قیمت سکه امامی در سال ۱۳۹۸ و خرداد ۱۳۹۹ بالغ بر ۰,۷۸ درصد و در سال ۱۳۹۷، ۰,۴۱ درصد بوده است. بنابراین شاخص کل سهام توانسته است علاوه بر جبران کاهش نسبت مذکور در نتیجه افزایش قیمت طلا در سال ۱۳۹۷، افزایش قابل توجهی را در این نسبت طی سال ۱۳۹۸ و سه ماه ابتدایی سال ۱۳۹۹ ایجاد نماید.

نمودار ۶- نسبت متوسط شاخص کل (محور چپ) و شاخص هم وزن به متوسط قیمت سکه طلای امامی از ابتدای

سال ۱۳۹۵ تا خرداد ماه ۱۳۹۹



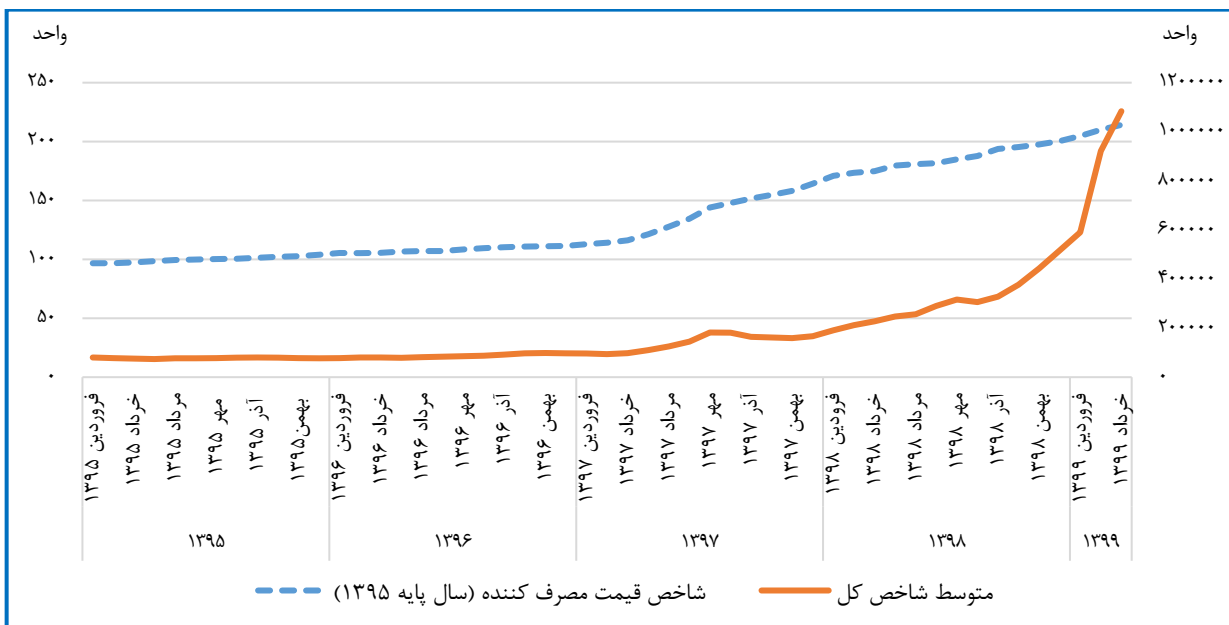
۴. قیمت کالاها و خدمات مصرفی داخلی

در این قسمت، شاخص قیمت کالاها و خدمات مصرفی داخلی به عنوان شاخصی برای جایگزینی قیمت کالاها و خدمات و ارائه تغییر در روند قیمتی آنها در نظر گرفته شده است. نمودار (۷) روند شاخص قیمت مصرف کننده (سال پایه ۱۳۹۵) و متوسط شاخص کل را طی سال‌های ۱۳۹۳ تاکنون و نمودار (۸) نسبت متوسط شاخص کل به شاخص قیمت مصرف کننده (شاخص کل حقیقی) را در بازه زمانی مذکور نشان می‌دهد.

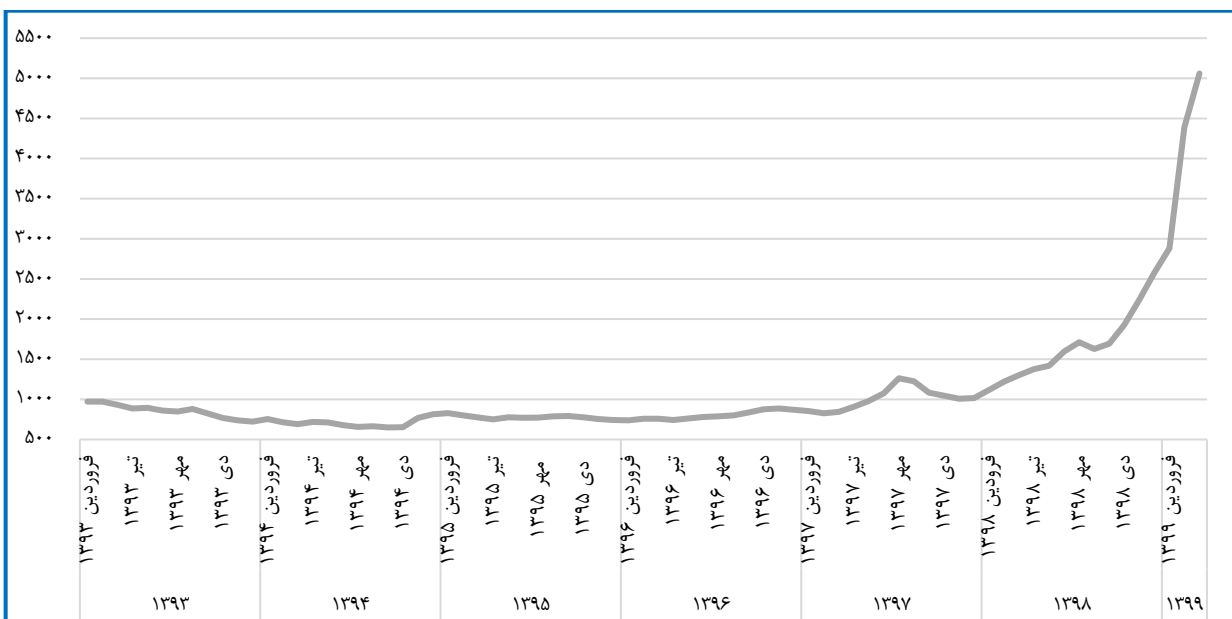
با افزایش شاخص بهای کالا و خدمات مصرفی از ابتدای سال ۱۳۹۷، متوسط شاخص کل با تاخیری دو ماهه، روند افزایشی خود را آغاز کرده که این روند از ابتدای سال ۱۳۹۸ با شدت بیشتری ادامه یافته است. به طوری که متوسط شاخص کل حقیقی از ابتدای سال ۱۳۹۸ با شیب بسیار قابل توجهی در حال افزایش بوده است.

شایان ذکر است که ضریب هم‌بستگی متوسط شاخص کل و شاخص بهای کالا و خدمات مصرفی از ابتدای سال ۱۳۹۳ تاکنون بالغ بر ۰,۸۱ است و این رقم از ابتدای سال ۱۳۹۸ تاکنون به ۰,۹ افزایش یافته که بیانگر شدت زیاد و مستقیم رابطه بین این دو متغیر در بازه زمانی مورد بررسی دارد.

نمودار ۷- متوسط شاخص کل و شاخص قیمت مصرف کننده (محور چپ) از ابتدای سال ۱۳۹۵ تا خرداد ماه ۱۳۹۹



نمودار ۸- متوسط شاخص کل حقیقی از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا خرداد ماه ۱۳۹۹



به منظور جمع‌بندی مطالب بیان شده در این قسمت می‌توان بیان کرد؛ اگر تحولات بازار ارز، طلا، مسکن و سهام را از ابتدای سال ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار دهیم، با بررسی حداقل و حداکثر نرخ متوسط دلار در بازار آزاد، متوسط قیمت سکه طلای امامی، متوسط شاخص کل، متوسط شاخص هم‌وزن و متوسط قیمت مسکن در شهر تهران به صورت ماهانه و از ابتدای سال ۱۳۹۶ تا انتهای خرداد ماه ۱۳۹۹، نتایج ذیل قابل بیان است:

جدول ۲- مقایسه حداقل و حداکثر متوسط شاخص کل، متوسط شاخص هم‌وزن، متوسط نرخ دلار در بازار آزاد، متوسط قیمت سکه امامی، مسکن و شاخص بهای کالا و خدمات مصرفی از ابتدای سال ۱۳۹۶، ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ تا خرداد ۱۳۹۹ (درصد)

شرح	رشد حداقل و حداکثر متوسط قیمت از ابتدای سال ۱۳۹۶	رشد حداقل و حداکثر متوسط قیمت از ابتدای سال ۱۳۹۷	رشد حداقل و حداکثر متوسط قیمت از ابتدای سال ۱۳۹۸
متوسط شاخص کل	۱۲۹۰,۹ (برابر ۱۳,۹)	۱۰۵۰,۱ (برابر ۱۱,۵)	۴۶۷ (برابر ۵,۷)
متوسط شاخص هم‌وزن	۲۰۲۱,۸ (برابر ۲۱,۲)	۱۹۸۹,۷ (برابر ۲۰,۹)	۸۴۴ (برابر ۹,۴)
متوسط قیمت مسکن	۳۳۳,۵ (برابر ۴,۳)	۲۴۲,۸ (برابر ۳,۴)	۶۸,۱ (برابر ۱,۷)
متوسط قیمت سکه امامی	۵۲۰,۷ (برابر ۶,۲)	۳۲۱,۹ (برابر ۴,۲)	۸۷,۳ (برابر ۱,۹)
متوسط نرخ دلار آزاد	۳۶۶,۹ (برابر ۴,۷)	۲۳۸,۳ (برابر ۳,۴)	۵۳,۱ (برابر ۱,۵)
شاخص بهای کالا و خدمات مصرفی	۱۰۳,۳ (برابر ۲)	۸۹,۸ (برابر ۱,۹)	۲۵,۳ (برابر ۱,۳)

همان‌طور که قابل مشاهده است؛ رشد متوسط قیمت سکه امامی و متوسط قیمت مسکن در محدوده رشد متوسط قیمت دلار در بازار آزاد است ولی در مورد متوسط شاخص کل و متوسط شاخص هم‌وزن رشد قابل توجه‌ای به وقوع پیوسته است. این‌طور به نظر می‌رسد که رشد متوسط شاخص هم‌وزن با رشد متوسط قیمت در سایر بازارهای دارایی هم‌خوانی نداشته و وجود حباب حداقل در خصوص گروه‌های کوچک بورسی را متصور می‌کند. شایان ذکر است که نسبت‌های آورده شده در قالب نمودارهای (۳-۸) نمی‌توانند تاییدکننده این استدلال باشد؛ که قیمت سهام در حال هماهنگ کردن خود با سایر قیمت‌ها و در حال جبران کردن عقب‌ماندن خود از بقیه قیمت‌ها، متعاقب رشدهای شدید نقدینگی در گذشته است.

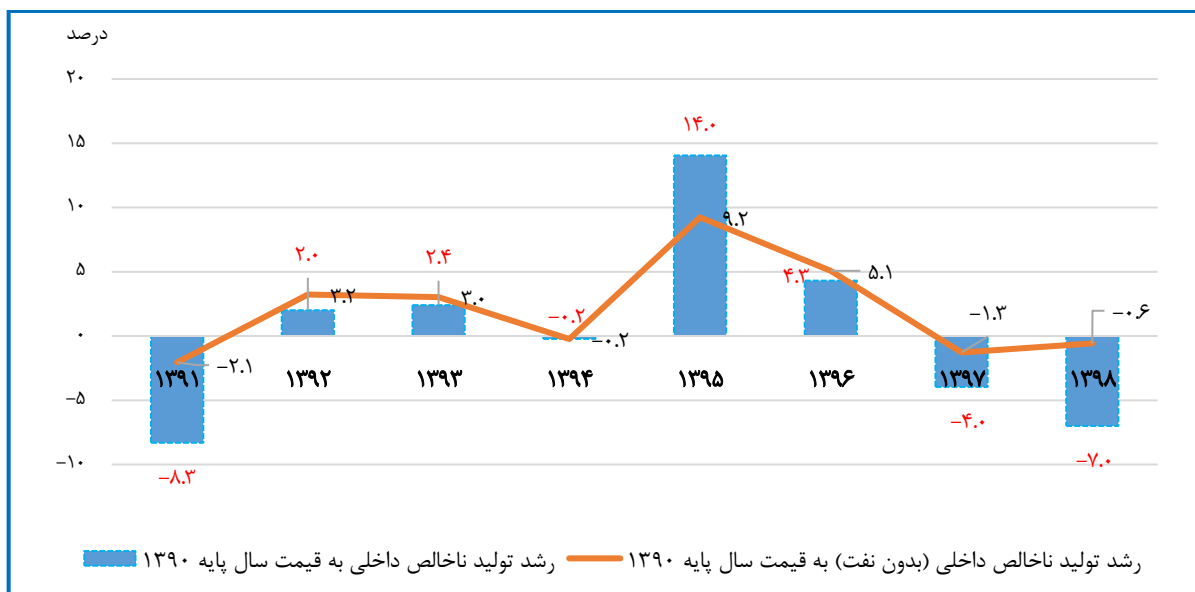
۳-۱-۲- عملکرد بخش واقعی اقتصاد

در این بخش عملکرد بخش واقعی اقتصاد را مورد بررسی قرار می‌دهیم و برای این منظور روند تغییرات تولید ناخالص داخلی و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص و عملکرد شرکت‌های بورسی را در سال ۱۳۹۸ مد نظر قرار خواهیم داد.

۱. تولید ناخالص داخلی

نمودار (۹) رشد تولید ناخالص داخلی با نفت و بدون نفت را بر اساس سال پایه ۱۳۹۰ ارائه شده توسط مرکز آمار ایران را نشان می‌دهد. رشد تولید ناخالص داخلی در طول سال‌های ۹۷-۱۳۹۰ با نوساناتی همراه بوده است. در سه سال آخر بازه زمانی مذکور، تولید ناخالص داخلی با قیمت ثابت ۱۳۹۰ روند نزولی را طی کرده که در سال ۱۳۹۷ با توجه به اصابت اولیه تحریم‌های نفتی به صنعت نفت و فروش محولات نفتی، تولید ناخالص داخلی با نفت از کاهش بیشتری نسبت به سال گذشته آن برخوردار شد و در سال ۱۳۹۸ این روند نزولی برای تولید ناخالص داخلی با نفت تشدید گردید ولی در مورد تولید ناخالص داخلی بدون احتساب نفت، روند نزولی به منفی ۰,۶ درصد کاهش یافته است. لازم به ذکر است که با توجه به ایجاد شرایط ناشی از بروز بیماری کرونا در کشور و تعطیلی بخشی از فعالیت‌های اقتصادی، انتظار می‌رود که تولید ناخالص داخلی با قیمت سال پایه ۱۳۹۰ در سه ماهه ابتدایی سال ۱۳۹۹ نسبت به سال گذشته آن رشد منفی قابل توجهی داشته باشد.

نمودار ۹- رشد تولید ناخالص داخلی با نفت و بدون نفت با قیمت سال پایه ۱۳۹۰ طی سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۸



۲. سرمایه‌گذاری

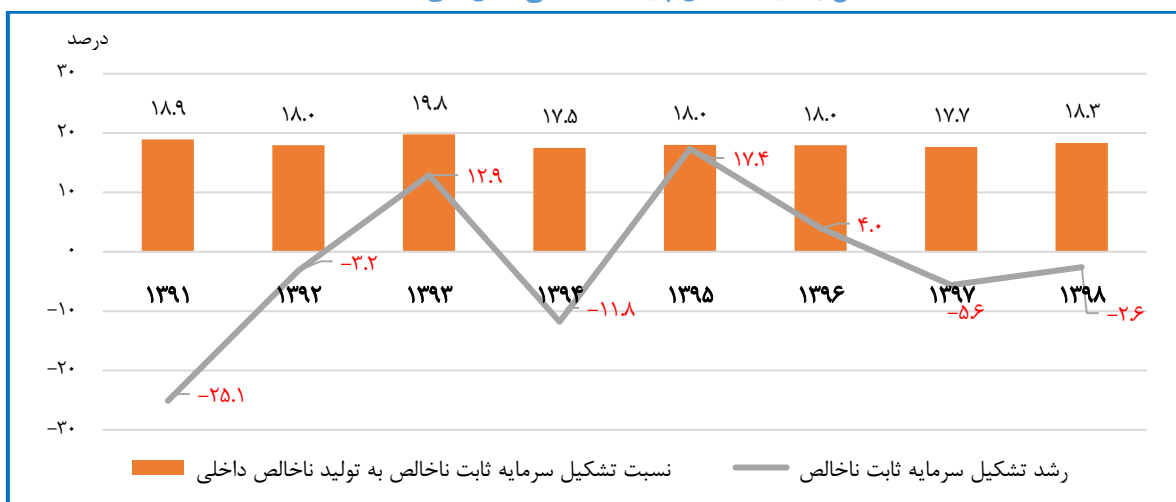
نقش و اهمیت سرمایه‌گذاری در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی جوامع در اکثر نظریات رشد و توسعه مورد تاکید قرار گرفته است. نمودار (۱۰) روند نسبت تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به تولید ناخالص داخلی و رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به قیمت ثابت سال پایه ۱۳۹۰ را طی سال‌های ۹۸-۱۳۹۱ نشان می‌دهد.

شایان ذکر است که به طور میانگین رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در طول سال‌های ۹۸-۱۳۹۱ بالغ بر ۱,۷ درصد کاهش یافته و از سوی دیگر سهم تشکیل سرمایه ثابت ناخالص از تولید ناخالص داخلی از سال ۱۳۹۴ تا

۱۳۹۷ روندی کاهشی به خود گرفته که این امر منجر به کاهش نرخ انباشت سرمایه فیزیکی و از این طریق بر ظرفیت تولید کشور اثر منفی می‌گذارد.

رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در سال ۱۳۹۳ مثبت بوده ولی در ادامه به جز سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ در بقیه سال‌ها رشد منفی را به ثبت رسانده است (هرچند که در سال ۱۳۹۶ رشد بسیار ناچیز ۰,۴ درصدی داشته است). در سال ۱۳۹۷ با بروز افزایش نرخ ارز و در نتیجه افزایش قیمت کالاهای سرمایه‌ای وارداتی، بی‌ثباتی‌های فضای کلان اقتصادی، وضعیت بازارهای مالی، رابطه سرمایه‌گذاری دولتی و خصوصی و... عملاً تشکیل سرمایه ثابت ناخالص نتوانست به روند افزایشی خود در سال ۱۳۹۶ ادامه دهد.

نمودار ۱۰- نسبت تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به تولید ناخالص داخلی (درصد) و رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به قیمت سال پایه ۱۳۹۰ طی سال‌های ۱۳۹۱-۱۳۹۸



۳. عملکرد شرکت‌های بورسی

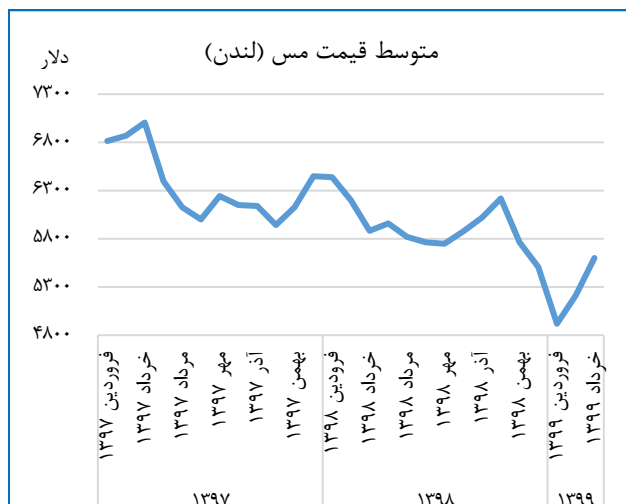
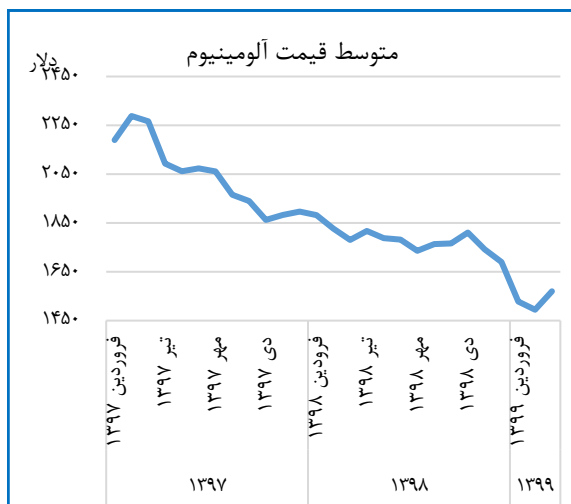
صنایع محصولات شیمیایی، فلزات اساسی، فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای و استخراج کانه‌های فلزی در انتهای سال ۱۳۹۸ در مجموع ۵۰,۹ درصد از ارزش بازار بورس اوراق بهادار تهران را تشکیل می‌دهند، و این نوع شرکت‌های غالباً صادرات محور بوده بنابراین درآمد این شرکت‌ها متأثر از بازارهای جهانی و در این برهه از زمان، بسیار تحت تاثیر محدودیت‌های تجاری بین کشورهای جهان در نتیجه تسری بیماری کرونا به سرتاسر جهان است.

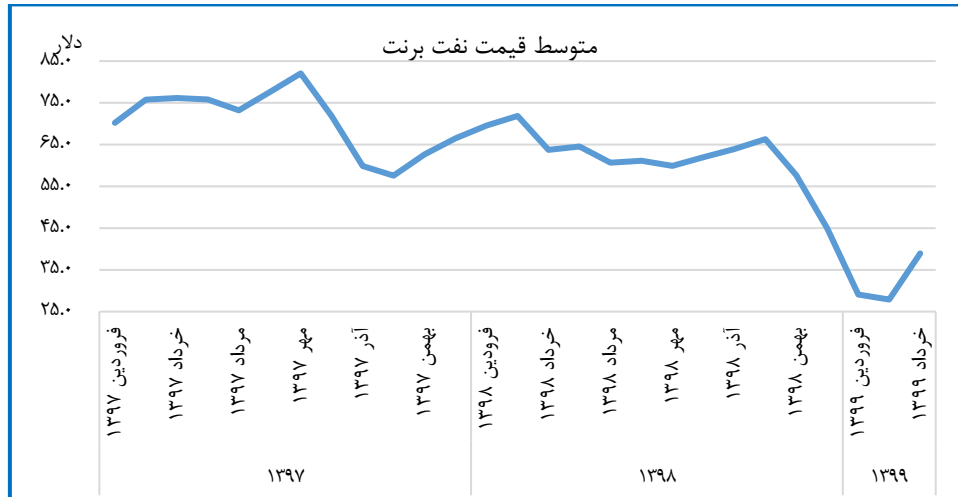
نمودار (۱۱) روند متوسط قیمت نفت برنت، متوسط قیمت آلومینیوم و متوسط قیمت مس در بازار لندن را از ابتدای سال ۱۳۹۷ تا انتهای خرداد ۱۳۹۹ نشان می‌دهد. همان‌طور که مشخص است روند نزولی بر قیمت مواد اولیه در بازارهای جهانی تا انتهای فروردین ماه سال جاری غالب بوده و در اردیبهشت و خرداد ماه اندکی بهبود یافته است.

پیدایش ویروس کرونا در کشور چین به عنوان یکی از بزرگترین مصرف‌کنندگان مواد اولیه تولید، به بازار فلزات اساسی شوک وارد کرده و روند رو به بهبود قیمت این فلزات در سه ماهه چهارم ۲۰۱۹ که ناشی از توافق آمریکا و چین بر سر مناقشات تجاری بود، مجدداً به روند نزولی تبدیل کرده است. با افزایش نگرانی‌ها در خصوص پیامدهای اقتصادی انتشار ویروس کرونا و تقویت احتمال بروز رکود اقتصادی در سال ۲۰۲۰ میلادی، این روند نزولی تشدید شده است. به طوری که متوسط قیمت مس در بازار لندن در اردیبهشت ماه ۱۳۹۹ نسبت به مدت مشابه سال گذشته بالغ بر ۱۵,۹ درصد کاهش یافت و در مورد متوسط قیمت نفت برنت و متوسط قیمت آلومینیوم به ترتیب کاهش ۶۱,۲ و ۱۸,۲ درصدی قیمت در بازه زمانی مذکور دیده می‌شود. طی خرداد ماه با افزایش امیدواری در خصوص یافتن واکسن کرونا و کاهش محدودیت‌های تجاری و اقتصادی در بسیاری از کشورهای درگیر این بیماری، قیمت‌های جهانی کالاهای اساسی بهبود یافته‌اند. به طوری که متوسط قیمت مس در بازار لندن، متوسط قیمت نفت برنت و متوسط قیمت آلومینیوم طی خرداد ماه نسبت به مدت مشابه سال گذشته به ترتیب ۴,۸، ۳۸,۹ و ۱۱,۸ درصد کاهش داشته‌اند. شایان ذکر است که متوسط قیمت اونس طلا در بازارهای جهانی در خرداد ۱۳۹۹ نسبت به مدت مشابه سال گذشته بالغ بر ۳۰,۶ درصد افزایش یافته که نشان‌دهنده وجود نااطمینانی در بازارهای سهام و کالایی و هجوم سرمایه‌گذاران به بازار طلا به منظور سرمایه‌گذاری مطمئن و ناشی از اتخاذ سیاست‌های پولی انبساطی از سوی غالب بانک‌های مرکزی کشورهای جهان به منظور مقابله با آثار اقتصادی ویروس کرونا است. بنابراین با توجه به کاهش قیمت جهانی نفت در پی وجود مازاد عرضه قابل توجه در بازار نفت و کاهش قیمت فلزات اساسی، انتظار بر این است که درآمدهای شرکت‌های صادرات محور بورس کشور نیز با کاهش مواجه گردند. هر چند که افزایش متوسط نرخ دلار در بازار آزاد در ماه‌های جاری می‌تواند اثر کاهش درآمدهای ارزی شرکت‌ها را در تبدیل ریالی آن کم‌رنگ نماید.

نمودار ۱۰- متوسط قیمت نفت برنت، متوسط قیمت آلومینیوم و متوسط قیمت مس در بازار لندن از ابتدای سال

۱۳۹۷ تا خرداد ۱۳۹۹

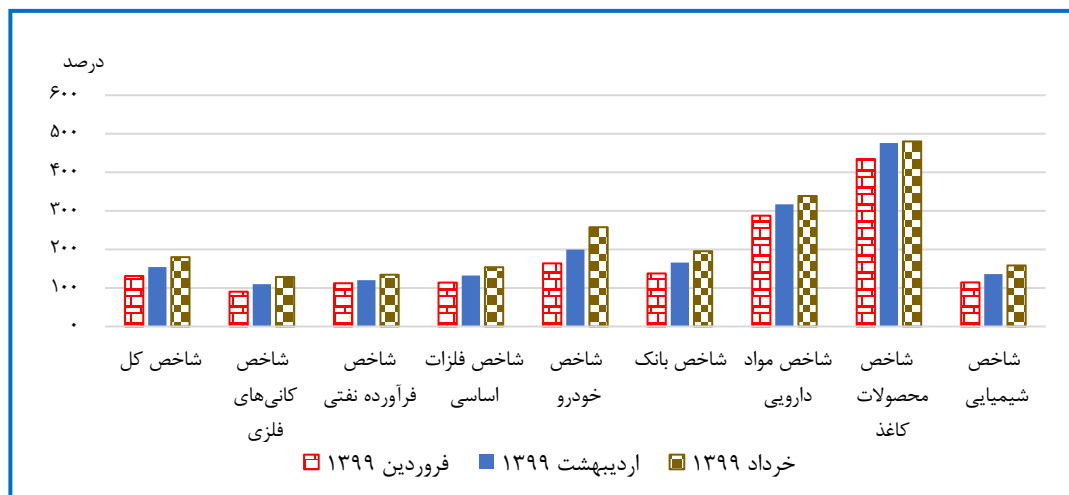




شایان ذکر است که در بررسی بازده سهام و تغییرات عملکرد فروش و سودآوری شرکت‌های بورسی در سال ۱۳۹۸، مشاهده می‌شود که در برخی از شرکت‌های بورسی با وجود زیان‌ده بودن در سال ۱۳۹۸، افزایش بیش از ۲۰ برابری در شاخص سهام آنها به وقوع پیوسته است. لازم به ذکر است که بالغ بر ۳۷ درصد از ۴۲۶ شرکت فعال در بازار سهام کشور در سال ۱۳۹۸، در سال مذکور زیان‌ده بوده یا با کاهش سود نسبت به سال گذشته آن مواجه شده‌اند.

همان‌طور که در نمودار (۱۲) مشخص است، رشد متوسط شاخص گروه‌های بورسی با بیشترین ارزش بازار در دوره دوازده ماهه نظیر گروه شیمیایی، نزدیک به رشد متوسط شاخص کل در دوره دوازده ماهه است. ولی در گروه‌های کوچک بورسی نظیر گروه محصولات کاغذی، رشد متوسط شاخص در دوره مذکور بسیار بیشتر از متوسط شاخص کل بوده که نشان‌دهنده تمایل بیشتر سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه به سرمایه‌گذاری در این گروه‌ها است. نکته حائز اهمیت در این بخش توجه به دلایل بنیادین افزایش قیمت سهام در این گروه‌های بورسی است که در برخی از گروه‌ها به دلیل عدم وجود دلایل بنیادین امکان ایجاد حباب قیمتی را متصور کرده است.

نمودار ۱۱- رشد متوسط شاخص برخی از گروه‌های بورسی در دوره دوازده ماهه منتهی به فروردین، اردیبهشت و خرداد ۱۳۹۹



با توجه به آمار ارائه شده مشخص است که رشد اندک و عمدتاً منفی تشکیل سرمایه ثابت ناخالص طی سال‌های اخیر و نسبت اندک آن از تولید ناخالص داخلی، رشد اقتصادی منفی کل اقتصاد به واسطه اعمال تحریم‌های نفتی و بانکی تبیین‌کننده وضعیت فعلی بخش واقعی اقتصاد کشور هستند و با توجه به روند نزولی کاهش قیمت‌های جهانی، به نظر می‌رسد آنچه که منجر به ارزندگی برخی از سهام‌ها در بازار سرمایه کشور شده، ناشی از عملکرد بخش واقعی اقتصاد نبوده است.

۳-۱-۳- براساس سیاست‌های اقتصادی

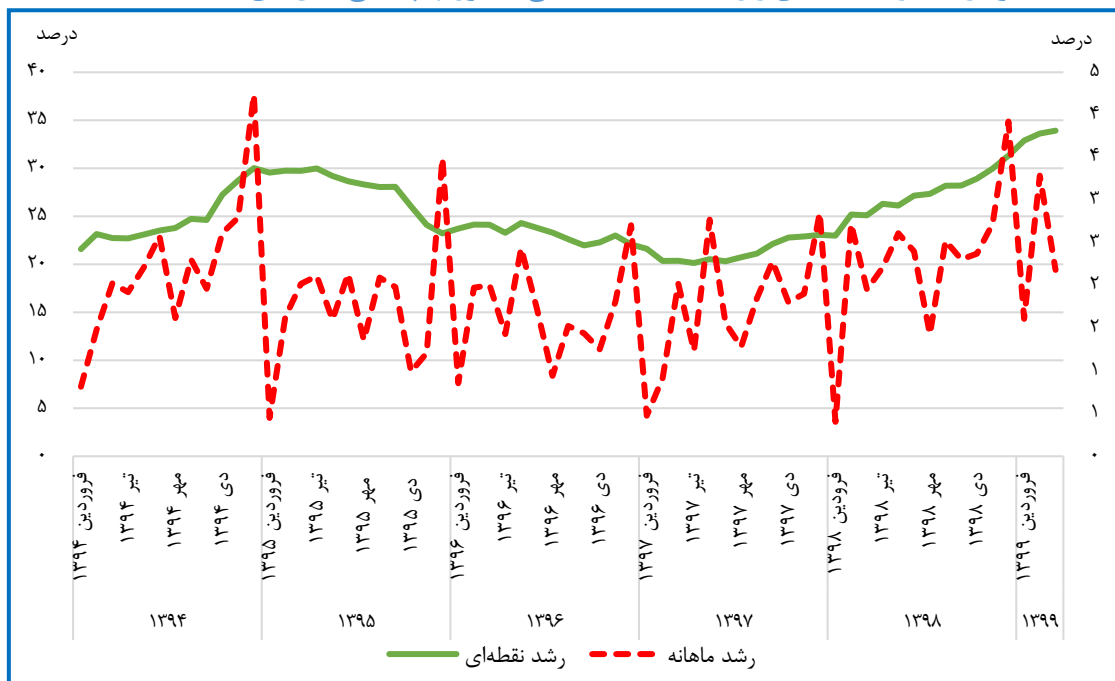
در این بخش مجموعه اقداماتی که توسط بانک مرکزی و دولت در حوزه عملکردیشان صورت گرفته بیان می‌شود و نحوه ارتباط آن به بازار سهام یا نحوه اثرگذاری آن بر تصمیم‌گیری فعالان بازار سرمایه تشریح می‌گردد.

۱. نقدینگی

نمودار (۱۳) رشد ماهانه و رشد نقطه‌ای نقدینگی را طی سال‌های ۱۳۹۴ تا خرداد ماه ۱۳۹۹ نشان می‌دهد. رشد نقطه‌ای (نقطه به نقطه) نقدینگی از نیمه مرداد ماه ۱۳۹۷ روند رو به رشدی را طی کرده و از حدود ۲۰ درصد به ۳۳٫۹ درصد در خرداد ماه ۱۳۹۹ افزایش قابل توجهی یافته است.

رشد ماهانه نقدینگی دارای نوسانات بسیاری است ولی به‌طور کلی متوسط رشد ماهانه نقدینگی در سال ۱۳۹۶ بالغ بر ۱٫۶۸ درصد و در سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ به ترتیب ۱٫۷۵ و ۲٫۳۰ درصد و در سه ماهه ابتدایی سال ۱۳۹۹ بالغ بر ۲٫۳۶ بوده که نشان‌دهنده روند افزایشی رشد نقدینگی در کشور از ابتدای سال ۱۳۹۷ است.

نمودار ۱۲- رشد نقطه‌ای و رشد ماهانه نقدینگی (محور چپ) طی سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۹۹



۲. کسری بودجه دولت

با اعمال تحریم‌های جدید بر اقتصاد کشور، نگرانی‌ها در خصوص آثار آن بر اقتصاد کشور از جانب عرضه اقتصاد، اثر منفی آن بر تولید ناخالص داخلی و اثر منفی آن بر درآمدهای نفتی دولت افزایش یافت. کاهش قیمت نفت و آثار اقتصادی شیوع ویروس کرونا در سطح جهانی و در سطح داخلی و لزوم حمایت دولت از اقشار ضعیف و کسب‌وکارهای تاثیرپذیر از این بحران بر شدت مشکلات تامین مالی دولت افزوده است. افزایش کسری بودجه دولت موجب افزایش نگرانی در خصوص محل تامین مالی آن می‌گردد که با توجه به سابقه تامین آن از طریق استقراض از بانک مرکزی در کشور، از یک‌سو موجب افزایش انتظار در خصوص کاهش ارزش پول ملی در میان فعالان اقتصادی تشدید شرایط تورمی شده و از سوی دیگر نگرانی در خصوص کاهش ارزش پول ملی در میان فعالان اقتصادی را به همراه داشته است.

از یک‌سو افزایش انتظارات در خصوص رشد نقدینگی که در عمل اتفاق افتاده و نگرانی در خصوص نحوه تامین مالی بودجه دولت (پولی شدن کسری بودجه دولت)، افزایش انتظارات تورمی را به همراه دارد که نگرانی در ذهن سرمایه‌گذاران خرد در خصوص ارزش سرمایه را ایجاد می‌کند. از سوی دیگر افزایش نرخ دلار در بازار آزاد نوید افزایش سودآوری بنگاه‌های فعال در بازار سرمایه را برای فعالان این حوزه به همراه دارد. بنابراین با ایجاد چنین شرایطی، بازار سرمایه به‌طور قابل توجهی مورد استقبال فعالان اقتصادی قرار گرفته است.

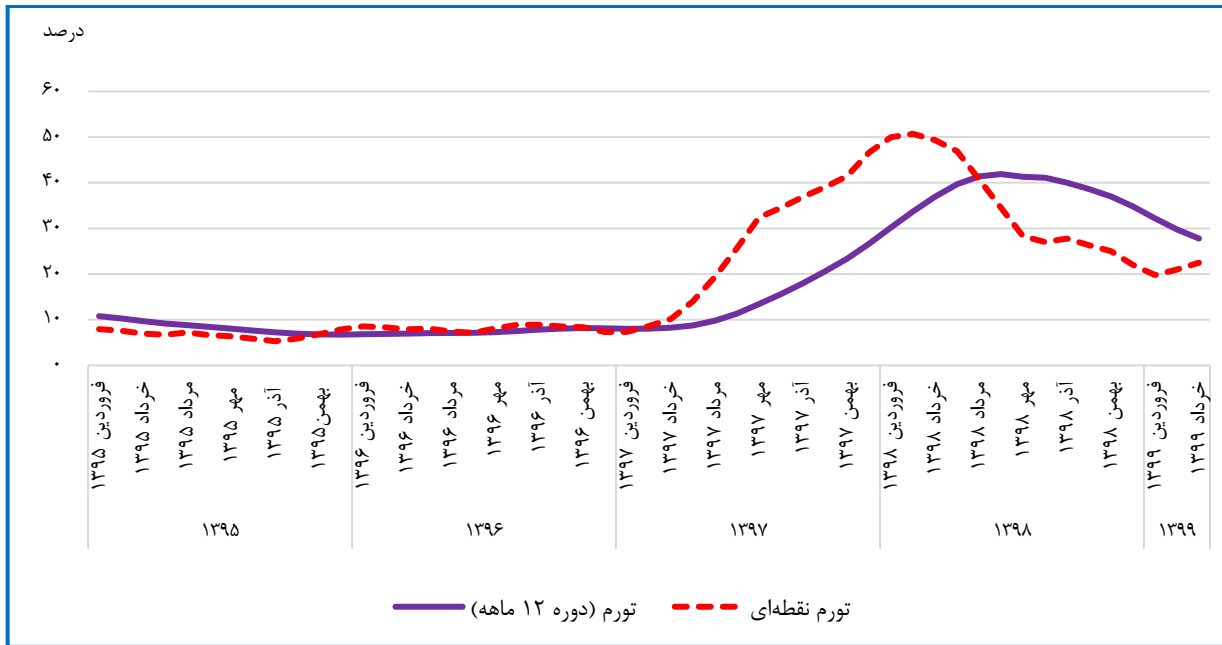
۲-۳- براساس رشدهای انتظاری متغیرها

یکی از مواردی که می‌تواند توجه‌کننده روند حرکتی قیمت سهام در بازار سرمایه باشد، تعدیل آن با رشدهای انتظاری سایر متغیرهای اقتصادی است. در واقع در این حالت شاخص کل (قیمت سهام) به جهت وجود انتظارات فزاینده در خصوص برخی از متغیرهای اقتصادی به خصوص نقدینگی، قیمت کالاها و خدمات و نرخ ارز، بعد از افزایش و مستقر شدن در سطوح بالا، با تحقق انتظارات فعالان اقتصادی دارای ارزش ذاتی می‌گردد. در این حالت قیمت‌های قابل توجه (حبابی) سهام تبدیل به قیمت بنیادی می‌شوند که در واقع با تبدیل انتظارات تورمی بالا به تورم واقعی بالا این امر تحقق می‌یابد. بنابراین مستلزم حبابی تلقی نشدن افزایش قیمت سهام در شرایط کنونی، ادامه روند افزایشی در رشد نقدینگی در کشور و رشد دلار در بازار آزاد است که غالب متخصصان مالی روی همین انتظارات حساب باز کرده‌اند و قیمت بازاری سهام را بالاتر از ارزش ذاتی آن نمی‌دانند.

نکته‌ای در خصوص انتظارات فعالان اقتصادی قابل بیان است؛ نمودار (۱۴) روند تورم نقطه‌ای و تورم دوازده ماهه را طی سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۹۹ نشان می‌دهد. همان‌طور که مشخص است تورم نقطه‌ای از اوایل سال ۱۳۹۷ به اعداد دو رقمی افزایش یافت و با وقفه‌ای دو ماهه تورم دوازده ماهه نیز به این روند پیوست که ناشی از افزایش نرخ ارز در بازار آزاد بود. تورم نقطه‌ای از ابتدای سال ۱۳۹۸ روند نزولی خود را آغاز کرد به طوری‌که در مرداد

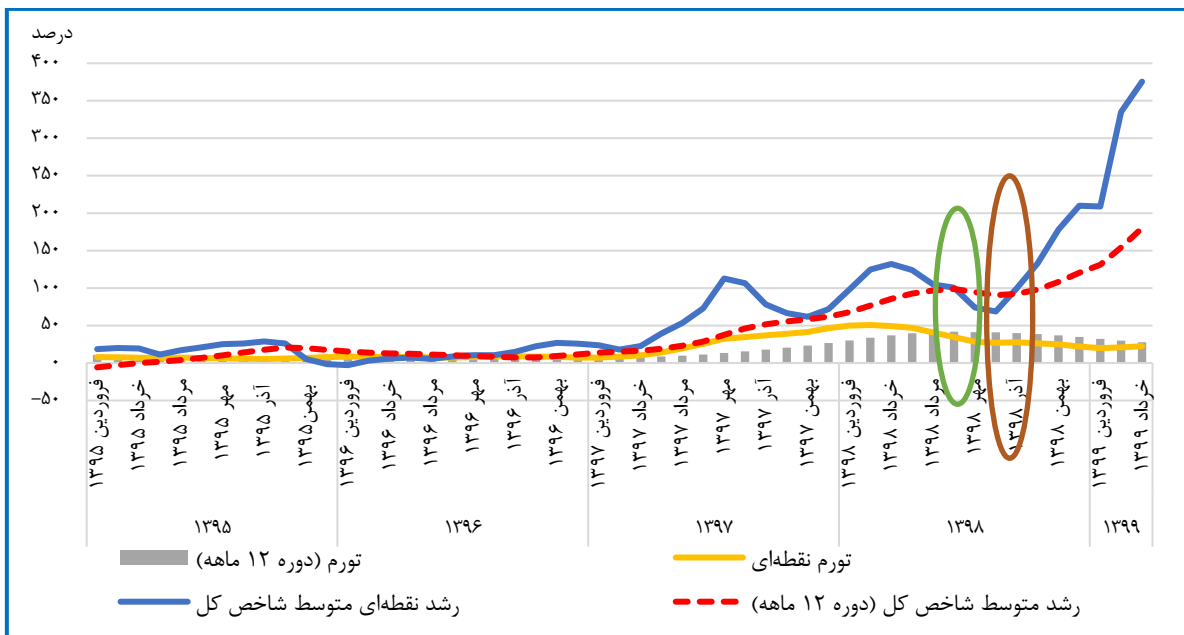
۱۳۹۸ با کاهش تورم دوازده ماهه، تورم نقطه‌ای کمتر از تورم ماهانه قرار گرفت. بنابراین نرخ تورم نقطه به نقطه که نسبت به نرخ تورم متوسط سالیانه نزدیکی بیشتری با نرخ تورم انتظاری دارد، بیانگر کاهش انتظارات تورمی در میان فعالان اقتصادی تا فروردین ماه ۱۳۹۹ است ولی در اردیبهشت ماه و خرداد ماه با توجه به افزایش تورم نقطه‌ای به ۲۱ و ۲۲٫۵ درصد نگرانی در خصوص تغییر جهت انتظارات تورمی وجود دارد و بنابراین می‌تواند یکی از مهمترین عوامل موثر بر افزایش شاخص سهام در سه ماهه ابتدایی سال ۱۳۹۹ باشد.

نمودار ۱۳- رشد نقطه‌ای و رشد تورم سالانه (دوره دوازده ماهه) از ابتدای سال ۱۳۹۵ تا خرداد ۱۳۹۹



نکته حائز اهمیت در نمودار (۱۵) روند متفاوت در حرکت تورم و رشد شاخص کل در دوره نشان داده شده (مرداد و آبان ۱۳۹۸) است. در مرداد ۱۳۹۸ تورم نقطه‌ای روند نزولی خود را آغاز کرده و پایین‌تر از تورم دوازده ماهه قرار گرفته است و در همان زمان رشد نقطه‌ای شاخص کل نیز پایین‌تر از رشد دوازده ماهه این شاخص واقع شده است. در آبان ماه با وجود کمتر بودن نرخ تورم نقطه‌ای از تورم دوازده ماهه، رشد نقطه‌ای شاخص کل بالاتر از نرخ دوازده ماهه آن قرار گرفته است که از یک سو می‌تواند نشان‌دهنده انتظار افزایش بیشتر در شاخص کل در دید فعالان اقتصادی باشد و از سوی دیگر با توجه به اثر تورم بر فروش شرکت‌های بورسی و به تبع آن درآمد آنها، می‌تواند توجیه لازم در خصوص افزایش شاخص را از بین برده و نگرانی در خصوص حبایی شدن بازار را در بر داشته باشد.

نمودار ۱۴- نرخ تورم و رشد شاخص کل به صورت نقطه‌ای و دوازده ماهه از ابتدای سال ۱۳۹۵ تا خرداد ۱۳۹۹



۴- ملاحظات

بازار سرمایه هم اکنون دارای شرایطی است که ملاحظات ذیل در خصوص آن قابل بیان است:

- رسالت اصلی بازار سرمایه تامین مالی است. در وضعیت عادی بخش مالی اقتصاد تابع بخش واقعی است. اگر بنگاه‌ها سودآور باشند، بازار مالی هم سودآور خواهد بود و اگر تامین مالی توسط بازارهای مالی به خوبی صورت بگیرد، در بخش واقعی اقتصاد شاهد تحقق رشد اقتصادی خواهیم بود. در زمان حبابی شدن قیمت سهام، این رابطه دو سویه عمل نمی‌کند و عملکرد بورس اساساً تحت‌تاثیر مسائل روانی بازار و تصمیمات زودگذر قرار می‌گیرد نه بازدهی آتی سهام (عملکرد بخش واقعی اقتصاد).

- قیمت‌ها در بازار سهام فاقد چسبندگی بوده و کاهش در قیمت‌ها حتی با شدتی بیشتر نسبت به افزایش آن ممکن است به وقوع بپیوندد (آثار نامتقارن) بنابراین لزوم توجه به این بازار و جلوگیری از حبابی شدن آن بسیار حائز اهمیت است.

- نگرانی اصلی در خصوص افزایش قیمت سهام در شرایط کنونی کشور، بی‌ثباتی اقتصاد کلان و انباشت ریسک اقتصاد کلان در کشور است. در صورت افت بیش از حد شاخص در بازار سهام کشور، این ریسک به سایر بازارها منتقل شده و مجدداً کشور را با موجی از نااطمینانی و فعالیت‌های سفته‌بازی مواجه می‌کند و عملاً اقدامات ثبات‌سازی که طی سال ۱۳۹۸ در حوزه ارز صورت گرفته بود به هدر می‌رود.

- ورود نقدینگی جدید به بازار که افزایش قابل توجه در ارزش روزانه معاملات را به همراه دارد، در صورتی که با عرضه‌های اولیه سهام و افزایش سهام شناور شرکت‌ها همراه نباشد، می‌تواند موجب ایجاد حباب در بازار گردد.

زیرا در شرایطی که سرعت گردش نقدینگی و حجم نقدینگی که در بازار افزایش یافته، اگر با افزایش سهام در بازار همراه نباشد، به افزایش در قیمت‌های سهام منتج می‌گردد به نحوی که همین امر منجر به افزایش ۱۱ برابری متوسط شاخص کل و ۱۹,۹ برابری متوسط شاخص هم‌وزن در خرداد ماه ۱۳۹۹ نسبت به خرداد ماه ۱۳۹۷ شده است.

- نوع سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه در شرایط کنونی عمدتاً سرمایه‌گذاران خرد هستند که علاوه بر عدم داشتن تجربه کافی در خصوص عملکرد قیمت‌ها در بازار سهام، اندوخته مالی کمی را دارند که در صورت ایجاد هرگونه نگرانی در این نوع سرمایه‌گذاران در خصوص آینده بازار و حتی افت بازدهی کسب شده، امکان وقوع رفتارهای هیجانی در بازار افزایش یافته که در نهایت همه سرمایه‌گذاران و دولت نیز متضرر می‌شوند.

- همانگونه که اشاره شد روند افزایشی بازار سهام در صورتی که با عرضه‌های اولیه سهام، افزایش سهام شناور شرکت‌ها و افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران خرد جدید ال‌رود به بازار همراه نباشد، مخاطرات پنهانی را برای بازار سهام به همراه خواهد داشت. در صورت وقوع این مخاطرات و تصمیم سیاست‌گذار مبنی بر کاهش تبعات آن (کاهش روند سقوط شاخص کل)، برای همه سرمایه‌گذاران و نهادهای مالی دارای مخاطرات اخلاقی بوده بدین مفهوم که به جای قبول ریسک سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذار در بازارهای مالی و مواجه شدن با تبعات آن، عامل دیگری با منابع مستقل، نقش محافظت و پشتیبانی برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد که در عمل باعث افزایش یا کاهش ضرر عامل اصلی می‌شود که بایستی سیاست‌گذار تمهیدات لازم را در خصوص عدم ایجاد مخاطرات اخلاقی مد نظر قرار دهد. به طور مشخص در شرایط کنونی، دولت نبایستی به طور صریح از افزایش در شاخص سهام حمایت کند و حتی در خصوص طبیعت این بازار مبنی بر وجود روندهای اصلاحی نیز باید اطلاع‌رسانی نماید.

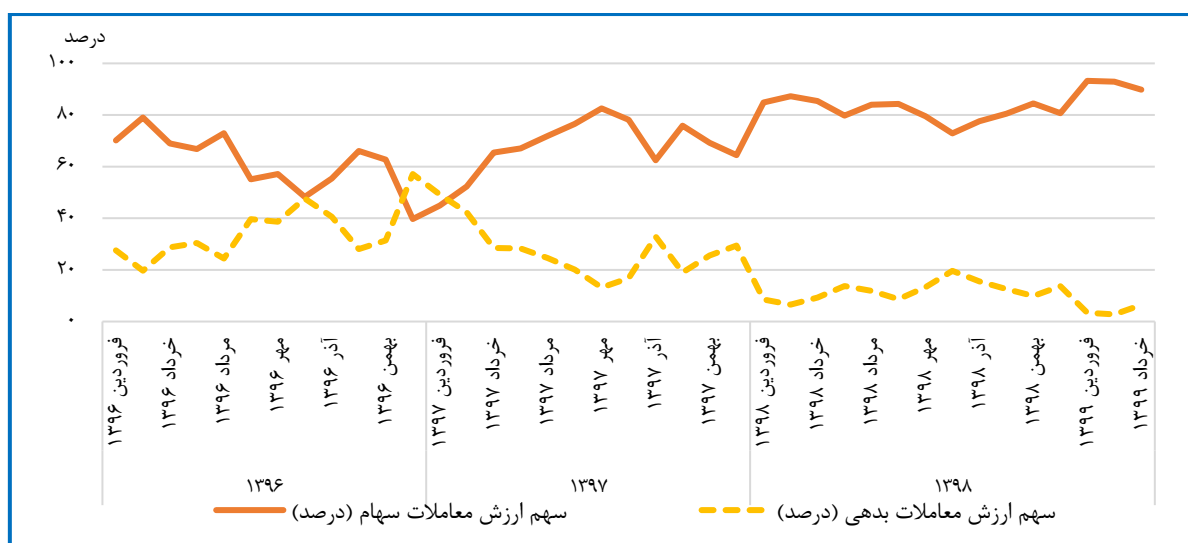
- شایان توجه است روند اصلاحی در بازارهای مالی بعد از طی یک روند صعودی قابل توجه، طبیعی بوده ولی در شرایط فعلی بازار سرمایه ایران باید توجه داشت که اولاً؛ در حال حاضر تعداد بیشتری از آحاد مردم در این بازار مشارکت دارند که در گذشته تجربه سرمایه‌گذاری در این نوع بازار و شکست در آن را نداشته‌اند، ثانیاً؛ تاکید بیش از پیش دولت بر اهمیت بازار سرمایه و ترغیب مردم به سرمایه‌گذاری در این بازار، هزینه‌های اصلاح قیمتی در بازار سهام را برای دولت به خصوص در زمینه اعتماد و اتکای مردم به دولت (سرمایه اجتماعی) افزایش خواهد داد.

- ارزش تامین مالی صورت گرفته در بازار سرمایه کشور در سال ۱۳۹۸ بالغ بر ۲۶۵ هزار میلیارد تومان است که در مقابل ارزش بازار ۲۵۶۸۶,۹ هزار میلیارد ریالی (۲,۶ هزار هزار میلیارد تومان) بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران و ۸۲۸۱,۴ هزار میلیارد ریال (۸۳۰ هزار میلیارد تومان) مجموع ارزش معاملات بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران طی سال ۱۳۹۸، رقم ناچیزی است. ۶۲ درصد از تامین مالی بازار سرمایه در سال ۱۳۹۸

از نوع سرمایه‌ای (تاسیس شرکت‌های سهامی عام، افزایش سرمایه، عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بورس و فرابورس و افزایش ارزش صندوق‌های سرمایه‌گذاری) و ۳۸ درصد از طریق اوراق بدهی بوده است. ۸۲,۲ درصد از مانده اوراق بدهی در انتهای سال ۱۳۹۸ از نوع دولتی، ۱۳,۹ درصد شرکتی و ۳,۹ درصد شهرداری‌ها است. شایان ذکر است که ارزش تامین مالی در سه ماهه ابتدایی سال ۱۳۹۹ بالغ بر ۱۰۴,۵ هزار میلیارد تومان است که ۸۱,۵ درصد آن از نوع سرمایه‌ای و ۱۸,۵ درصد از نوع اوراق بدهی است. ۸۳,۳ درصد مانده اوراق بدهی در انتهای خرداد ماه ۱۳۹۹ مربوط به اوراق بدهی دولتی، ۱۳,۱ درصد اوراق شرکتی و ۳,۶ درصد شهرداری‌ها است.

- اگر بخواهیم به طور صریح‌تری بیان کنیم؛ تحولات اخیر بازار سهام حتی در میان مدت اسباب دشواری دولت و بخش خصوصی در فروش اوراق بدهی با توجه به کسری بودجه قابل توجه دولت می‌شود و هم‌اکنون نیز شده است؛ چرا که با تجربه کردن و علامت دادن نرخ بازدهی بالای سهام، عملاً جذابیت اوراق بدهی برای سرمایه‌گذاران کاهش یافته است. شایان ذکر است که سهم ارزش معاملات اوراق بدهی از مجموع ارزش معاملات بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس از سال ۱۳۹۶ روند نزولی را طی کرده است به طوری که متوسط این سهم در سال‌های ۱۳۹۶، ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ به ترتیب ۳۴,۵، ۲۷,۵ و ۱۱,۹ درصد بوده و در سه ماه ابتدایی سال ۱۳۹۹ به ۴,۲ درصد کاهش یافته است. توجه بیشتر سرمایه‌گذاران به بازار سهام و البته توجه روزافزون دولت به واگذاری سهام دولتی (دارایی) در این دوره موجب ایجاد چنین روند نزولی شده است. این امر دارای مخاطراتی برای تامین مالی آینده دولت و بخش خصوصی با استفاده از انتشار اوراق بدهی است. به طوری که در واقع منجر به افزایش هزینه تامین مالی دولت و بخش خصوصی از طریق پیشنهاد نرخ‌های سود بالاتر برای اوراق دارای عقود اسلامی و نرخ بیشتر برای تنزیل بدهی پیمانکاران می‌شود.

نمودار ۱۵- سهم ارزش معاملات سهام و اوراق بدهی در بازار بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران از ابتدای سال ۱۳۹۵ تا خرداد ۱۳۹۹



- کشور در شرایط رکود تورمی به سر می‌برد و در صورت افت قابل توجه شاخص سهام که از آن به ریزش بازار سهام اطلاق می‌گردد، افزایش عمق رکود را به همراه خواهد داشت که آثار اقتصادی آن مدت‌ها گریبان‌گیر اقتصاد خواهد بود و شاید منجر به فروپاشی اقتصادی شود.

- اگر بخواهیم بپذیریم که قیمت‌های فعلی بازار سهام همان قیمت‌های بنیادی هستند پس بایستی تورم بالایی را تجربه کنیم که آن نیز ضمن ایجاد عدم اطمینان و آثار مخرب بر سرمایه‌گذاری و رشد آتی اقتصاد، آثاری قابل توجه در نابرابری ثروت و متعاقباً درآمد خواهد داشت و ممکن است حتی به اعتراضات در سطح جامعه منجر شود.

۵- فرصت‌ها و تهدیدهای نهفته در تحولات اخیر بازار سرمایه

همان‌طور که بیان شد، بازار سرمایه از ابتدای سال ۱۳۹۸ مورد توجه سرمایه‌گذاران به ویژه سرمایه‌گذاران خرد قرار گرفت و این روند در ماه‌های انتهایی سال ۱۳۹۸ تا کنون روند بسیار شتابانی را طی کرده است به طوری که متوسط شاخص کل که در آذر ماه ۱۳۹۸ بالغ بر ۳۵۴ هزار واحد بود در خرداد ماه ۱۳۹۹ به ۱,۰۸۳ میلیون واحد رسید و از نیمه خرداد ماه شاخص بالاتر از یک میلیون واحد مستقر شد و در انتهای خرداد ماه در مرز یک میلیون و سیصد هزار واحد قرار گرفت. تحولات اخیر بازار سرمایه همان‌طور که در ملاحظات تا حدی بیان شد، ایجاد کننده فرصت‌ها و تهدیدهایی برای بخش خصوصی و بخش دولتی است که بایستی توسط این دو بخش مورد توجه قرار گیرند که در ادامه به آنها خواهیم پرداخت.

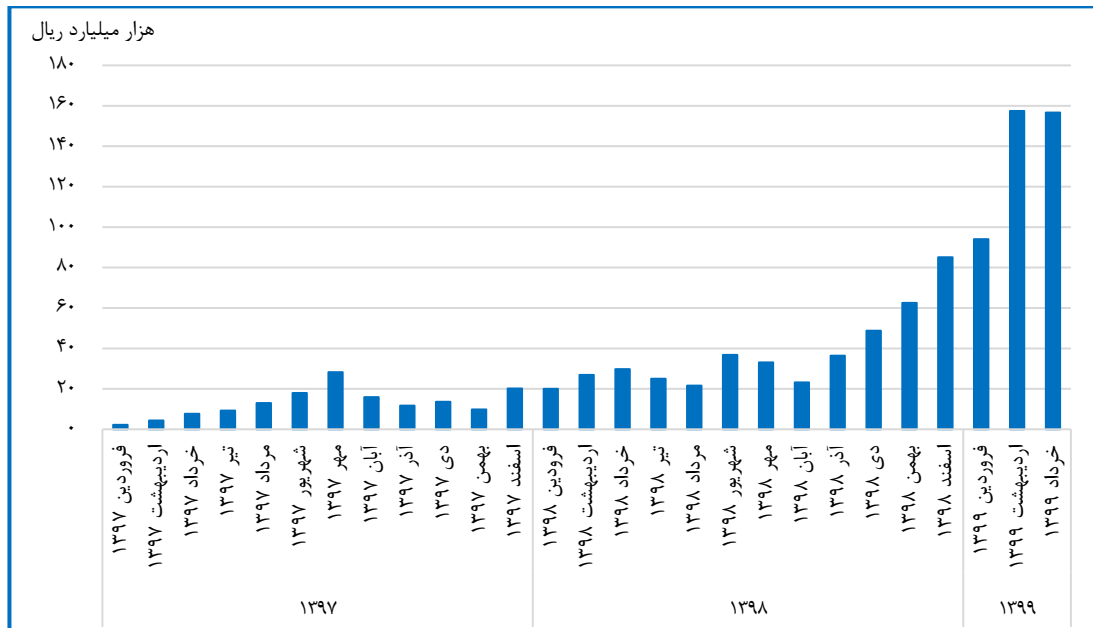
۵-۱- ظرفیت‌های ایجاد شده در بستر تحولات

- یکی از متغیرهای حائز اهمیت در تحولات اخیر، ارزش معاملات است به طوری که متوسط ارزش روزانه معاملات بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران از حدود ۲۰ هزار میلیارد ریال (۲ هزار میلیارد تومان) در ماه ابتدایی سال ۱۳۹۸ به رقم بی‌سابقه ۱۵۶,۶ هزار میلیارد ریال (۱۶ هزار میلیارد تومان) در خرداد ماه ۱۳۹۹ رسیده است. این امر نشان از ظرفیت قابل توجه بازار سرمایه کشور در جذب منابع خرد دارد که می‌تواند توسط بخش خصوصی و دولتی جهت تامین مالی خود مورد توجه قرار گیرد.

- ✓ تامین مالی فعالیت‌های بخش خصوصی می‌تواند در قالب ورود شرکت‌های جدید به بازار سهام، افزایش سرمایه شرکت‌ها موجود و انتشار اوراق بدهی شرکتی باشد.
- ✓ ورود شرکت‌های دولتی به بازار سرمایه، واگذاری سهام شرکت‌های دولتی در بازار سهام و انتشار اوراق بدهی دولتی از راه‌های تامین مالی دولت در بازار سرمایه است.

نمودار ۱۶- متوسط روزانه مجموع ارزش معاملات بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران از ابتدای سال ۱۳۹۷ تا خرداد

۱۳۹۹



- یکی از فرصت‌هایی که در این دوره برای بخش خصوصی و دولتی ایجاد شده در زمینه اصلاح صورت‌های مالی آنها است که در مورد بخش خصوصی اصلاح ترازنامه و در مورد دولت اصلاح ساختار بودجه است.

✓ تفاوت قابل توجه قیمت سهام شرکت‌ها از قیمت اسمی، از یک سو می‌توان به عنوان فرصتی برای بخش خصوصی به منظور افزایش سرمایه به خصوص از محل صرف سهام قلمداد گردد و از سوی دیگر افزایش قابل توجه قیمت‌ها به خصوص دارایی‌ها می‌تواند ملاکی برای افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها قرار گیرد. باید توجه داشت که این روش فاقد تزریق نقدینگی جدید به شرکت است ولی نسبت‌های مالی در شرکت‌ها در این روش افزایش سرمایه بهبود یافته و به روند بهبود و اصلاح ساختار در شرکت‌هایی که خواهان اصلاح فرآیندهای مدیریتی هستند، کمک می‌کند.

✓ با توجه به اینکه در سال جاری دولت با فشارهای مضاعف بودجه‌ای هم از سوی درآمدی (کاهش مالیات‌ها به دلیل کاهش فعالیت‌های بخش حقیقی اقتصاد و کاهش بیش از پیش درآمدهای نفتی به دلیل کاهش قیمت نفت) و هم از جهت افزایش هزینه‌ها (کمک به اقشار آسیب دیده از بروز بیماری کرونا و افزایش هزینه‌های درمانی) مواجه است، یکی از راه‌های مناسب تامین مالی دولت با توجه به شرایط تورمی کشور و اثر کاهنده آن بر ارزش بدهی حقیقی، استقراض از مردم در قالب انتشار اوراق بدهی است که می‌تواند با توجه به استقبال قابل توجه از بازار سرمایه مورد توجه دولت قرار گیرد.

۲-۵- تهدیدها و آثار منفی تحولات

- بازار سرمایه به عنوان یکی از بازارهای مالی کشور رابطه تنگاتنگی با سایر بازارهای مالی و بخش حقیقی اقتصاد دارد. هر گونه نوسان قابل توجه در این بازار بر روی سایر بازارها اعم از دارایی و کالایی اثر گذاشته و با وجود حجم قابل توجه نقدینگی در کشور، موجی از سفته‌بازی در بازارها ایجاد خواهد کرد که آثار بسیار زیان‌باری را بر ثبات اقتصاد کلان داشته و موجبات سخت شدن فعالیت‌های بخش حقیقی اقتصاد را به همراه خواهد داشت.

- شایان توجه است، از ابتدای اسفند ماه ۱۳۹۸ کشور با پدیده ویروس کرونا مواجه شده که تغییراتی را در اقتصاد ایجاد کرده است. از یک سو اقتصاد داخلی با شوک منفی عرضه مواجه شده و در واقع تولید را در داخل با مشکل مواجه کرده است. افت تقاضا نیز به وقوع پیوسته ولی به اندازه افت عرضه نبوده و بنابراین این امر ممکن است در آینده فشار تورمی ایجاد کند (فشار بیشتری را بر سطح عمومی قیمت‌ها وارد می‌کند).

پدیده ویروس کرونا از سوی دیگر بر سایر کشورها نیز اثر گذاشته و در واقع با ایجاد شوک تقاضای منفی در سایر کشورها قیمت کمودیتی‌ها را کاهش و در نتیجه بر ورودی ارز کشور اثر منفی گذاشته است. بنابراین بازار ارز به طور موقتی با کاهش عرضه مواجه شده که فشار بر قیمت ارز را به همراه داشته و با افزایش فشار تورمی، بر قیمت ارز فشار مضاعف وارد کرده و افزایش بیش از پیش نرخ ارز را به همراه داشته که خود فشار مضاعفی را بر فعالیت‌های بخش خصوصی وارد می‌کند. شایان ذکر است تحولات ناشی از پدیده ویروس کرونا موقتی است ولی پدیده دیگری که در چند ماه اخیر شدت یافته افزایش ارزش معاملات در بازار سرمایه است که بخشی از آن ناشی از سفته‌بازی در این بازار است. در خصوص این پدیده باید گفت وقتی سیاست‌گذار با اخذ تصمیماتی با ترغیب انتظارات سرمایه‌گذاران، سفته‌بازی را در یک بازار تشدید می‌کند بالاخره ممکن است که بخشی از این نقدینگی به سایر بازارها منتقل شود که عملاً تشدیدکننده مشکلات در سایر بازارهای دارایی است. مویید این امر افزایش ۱۱,۶ درصدی متوسط قیمت مسکن در شهر تهران در خرداد ماه ۱۳۹۹ نسبت به ماه گذشته و ثبت متوسط قیمت ۱۹ میلیون تومان برای قیمت مسکن در شهر تهران است. در خصوص بازار ارز نیز در شرایطی که دولت با کسری بودجه مواجه است و عملاً بانک مرکزی مجبور به همراهی با دولت به منظور تامین دستمزد و حقوق است، فشار بر قیمت ارز ناشی از رشد نقدینگی (بالا تر از میانگین بلندمدت) و تامین کسری بودجه دولت بیشتر است و در صورت هجوم نقدینگی به این بازار عملاً مدیریت آن توسط بانک مرکزی بسیار سخت خواهد شد. شایان ذکر است که افزایش بازدهی در یک بازار دارایی، انتظار بازدهی سایر دارایی‌ها را افزایش داده و عملاً خود باعث فشار تورمی بر قیمت سایر دارایی‌ها می‌شود. بنابراین افزایش سفته‌بازی در بازار سهام با ایجاد التهاب در سایر بازارهای دارایی به‌ویژه ارز موجبات افزایش هزینه تولید بخش خصوصی را ایجاد می‌کند که از آنجا که سطح عمومی قیمت‌ها در کشور در دو سال اخیر رشدی بالغ بر ۲ برابری را به ثبت رسانده ولی تولید

ناخالص داخلی رشد منفی داشته بنابراین قدرت خرید مردم کاهش یافته که عملاً کاهش تقاضای مصرفی را به همراه دارد که خود فشار مضاعفی را بر بخش تولید اقتصاد وارد می‌کند.

- همان‌طور که بیان شد افزایش بازدهی در یک بازار دارایی، انتظار بازدهی سایر دارایی‌ها را افزایش می‌دهد که این امر هزینه تامین مالی دولت و بخش خصوصی را در بازار سرمایه افزایش می‌دهد. به طوری که دولت و بخش خصوصی به منظور ایجاد انگیزه در خریداران برای خرید اوراق بدهی مجبور به پیشنهاد نرخ‌های بالاتر بازدهی هستند.

۳-۵- توصیه‌های سیاستی و مطالبات بخش خصوصی از دولت

همان‌طور که بیان شد در صورت عدم تمهیدات لازم در جهت افزایش عمق بازار اولیه (از طریق افزایش عرضه اولیه سهام و افزایش سهام شناور شرکت‌ها) با توجه به ورود تعداد قابل توجه سرمایه‌گذاران خرد در بازار سهام در شرایط فعلی، مخاطرات پنهانی در بازار سهام وجود خواهد داشت که در صورت ایجاد نوسان قابل توجه در شاخص کل و ریزش آن موجبات هزینه‌های اجتماعی بالایی به صورت کاهش سرمایه اجتماعی و گسیل نقدینگی قابل توجه بازار سرمایه به سایر بازارهای مالی و عدم ثبات در اقتصاد کلان را به همراه خواهد داشت. بنابراین در شرایط فعلی بایستی بخش خصوصی که برای احیای فعالیتهای اقتصادی خود بعد از اصابت شوک بروز بیماری کرونا نیاز به ثبات شرایط اقتصادی دارد، اقدامات ذیل را از دولت درخواست کرده و در جهت تحقق آن کوشا باشد:

- به طور مشخص در شرایط کنونی، دولت نبایستی به طور صریح از افزایش در شاخص سهام حمایت کند و حتی در خصوص طبیعت این بازار مبنی بر وجود روندهای اصلاحی نیز باید اطلاع‌رسانی نماید.

- به منظور ارتقای یکپارچه سطح سواد مالی اقشار مختلف مردم نسبت به بازارهای مالی و متعاقباً جریان دادن مازاد درآمد ایشان به سمت پس‌انداز یا حضور در بازار سرمایه برای حمایت از نهادهای اقتصادی گوناگون در کشور و جلوگیری از رفتارهای هیجانی، تبیین راهبرد و الگوی ملی ارتقای سطح سواد مالی توسط دولت ضرورت دارد.

- همان‌طور که بیان شد افزایش بازدهی در یک بازار دارایی، انتظار بازدهی سایر دارایی‌ها را افزایش داده و عملاً خود باعث فشار تورمی بر قیمت سایر دارایی‌ها می‌شود. در این شرایط بایستی سیاست‌گذار از سفته‌بازی در یک بازار (هر چند که بازار سرمایه باشد) حمایت نکرده و از طریق وضع مالیات بر عایدی سرمایه و ایجاد محدودیتهای کمی مانع از شیوع سفته‌بازی در بازارهای دارایی و کاهش نوسانات در آنها گردد.

- بسیاری از کشورها برای تسهیل تامین مالی شرکت‌ها، به خصوص شرکت‌های کوچک و متوسط، اجازه داده‌اند تا شرکت شخصاً و بدون مجوز نهاد ناظر، تا سقف معینی اقدام به انتشار سهام تحت عنوان افزایش سرمایه نمایند.

علاوه بر این، نهادهای ناظر قادرند تا مجوز مدت‌دار افزایش سرمایه را به شرکت‌ها اعطا نمایند، به طوری که شرکت این امکان را داشته باشد تا در هر زمان که نیاز است، از زمان دریافت مجوز تا مدت زمان معین، اقدام به افزایش سرمایه تا سقف معین نماید. به نظر می‌رسد در شرایط کنونی با توجه به نیاز بازار به تسریع صدور مجوزهای افزایش سرمایه، اعطای مجوز سقف انتشار می‌تواند از میزان بوروکراسی بکاهد.

- دولت بایستی از کلیه راهکارهای موجود در جهت افزایش عمق بازار از طریق افزایش عرضه اولیه سهام ناشی از ورود شرکت‌های جدید به بازار با تسهیل شرایط پذیرش شرکت‌ها در بازار سهام توسط سازمان بورس، افزایش سهام شناور شرکت‌ها که می‌تواند از طریق افزایش سرمایه با سلب حق تقدم سهام (صرف سهام) صورت گیرد و تسهیل شرایط انتشار اوراق بدهی شرکتی (مانند وثایق مورد نیاز)، استفاده نماید.

- از آنجا که دولت در کشور ما در بسیاری از شرکت‌ها دارای سهام است، شرایط کنونی بازار سرمایه یک فرصت برای خصوصی‌سازی است که در اسناد بالادستی کشور به عنوان یکی از مهمترین وظایف دولت آمده است. بنابراین باید بخش خصوصی از دولت بخواهد که با انتشار سهام شرکت‌های دولت (به تدریج) در بازار علاوه بر افزایش عمق بازار سهام و کاهش احتمال ریزش شدید قیمت سهام، با کاهش تصدی‌گری و قیمت‌گذاری خود در حوزه فعالیت‌های شرکت‌های خصوصی شده موجبات بهبود محیط کسب و کار و فعالیت بخش خصوصی در اقتصاد را فراهم نماید.

- باید توجه داشت که در کشورهای پیشرفته دنیا، بازار اوراق بدهی محل اصلی تامین‌کننده کسری بودجه دولت است و حتی در شرایط فعلی بازار سرمایه، بایستی دولت توجه لازم و کافی را به این بازار داشته باشد و این بازار نیز می‌تواند بخشی از نقدینگی موجود در جامعه را به خود جذب کند و از نوسانات در بازارهای دیگر مالی جلوگیری کند.

- حجم قابل توجهی از سرمایه‌های خرد وارد بازار سرمایه شده است که بایستی بخش خصوصی به منظور بهره‌مندی از آن جهت تامین مالی خود از سازمان بورس و اوراق بهادار بخواهد که شرایط ورود شرکت‌های سهامی عام را به بازار تسهیل کرده و ضوابط مربوط به انتشار اوراق بدهی شرکت را بهبود بخشیده تا زمینه تامین مالی شرکت‌های موجود در بازار سرمایه از طریق انتشار اوراق بدهی فراهم گردد. بخش خصوصی در خصوص تامین مالی از طریق اوراق بدهی شرکتی باید متنوع‌سازی آن را نیز از طریق ایجاد ابزارهای جدیدتر از سازمان بورس و اوراق بهادار مطالبه کند.

- افراد برای کاهش ریسک پرتفوی خود نیاز به سرمایه‌گذاری بخشی از منابع در دارایی‌هایی با درآمد ثابت (خصوصاً اوراق بدهی دولت و اوراق بدهی شرکتی) دارند. حساب سپرده بازار پول¹ و صندوق‌های سرمایه‌گذاری

¹ Money Market Deposit Account (MMDA)

مشترک بازار پول^۱ از جمله ابزارهایی هستند که به دلیل امکان سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی، ضمن جمع‌آوری نقدینگی و سرمایه‌گذاری در دارایی با کمترین ریسک می‌توانند نقش مهمی در توسعه بازار اوراق دولتی به ویژه در بازار اوراق کوتاه مدت داشته باشند. حساب سپرده بازار پول، حساب بانکی است که در واقع از لحاظ ویژگی‌ها، ترکیبی از حساب جاری و حساب سپرده است که با توجه به سرمایه‌گذاری وجوه این حساب در اوراق بهادار دولتی و اوراق تجاری، دارای نرخ بهره متغیر است که متناسب با سایر نرخ‌های بهره اقتصاد تغییر می‌کند. بنابراین با افزایش نرخ بهره اوراق بدهی که می‌تواند متناظر با افزایش نرخ تورم اتفاق بیفتد، نرخ بهره حساب‌های سپرده بازار پول افزایش می‌یابد و از نوسانات در بازارها جلوگیری می‌نماید. بنابراین با توجه به اهمیت حساب‌های سپرده بازار پول و صندوق مشترک بازار پول در شرایط فعلی اقتصاد کشور به نظر می‌رسد ایجاد این نوع حساب‌ها در نظام بانکی کشور و ملزم کردن صندوق‌های سرمایه‌گذاری مبنی بر تخصیص بخش عمده‌ای از پرتفوی صندوق به خرید اوراق بدهی ضرورت دارد.

- قوانین و مقررات تقسیم سود در کشورهای مختلف نشان می‌دهد که در اغلب کشورها، سهامداران براساس قوانین مربوطه، حق دریافت سود سالانه را دارند و مرجع تصمیم‌گیر برای سیاست تقسیم سود عموماً مجمع عمومی و در برخی از کشورها هیات مدیره است. در بیشتر موارد سود نهایی از سوی هیات‌مدیره تعیین می‌شود. مدت زمان پرداخت سود در بازه یک ماهه است که تخطی و رعایت نکردن قوانین وضع شده جرایم سنگین نقدی و حبس را برای مدیران شرکت در پی دارد. اما در بازار سرمایه ایران مسائل مربوط به مقدار، زمان و نحوه پرداخت سود تقسیمی یکی از معضلاتی است که، سردرگمی سهامداران و در نتیجه اعتراض آنها را در پی داشته است. در واقع هر شرکت به فراخور حال خود به نحو دلخواهی اقدام به پرداخت سود نقدی نموده و در این صورت بسیاری از افراد در این زمینه اطلاعات کافی نداشته و سود سهام خود را دریافت نمی‌کنند. از آنجا که یکی از نگرانی‌ها در خصوص توزیع سود نقدی، خروج نقدینگی از شرکت‌ها و متعاقباً از بازار سرمایه است از این‌رو پیشنهاد می‌شود که سود نقدی تقسیم شده به حساب افراد نزد کارگزاری واریز شده و امکانی فراهم شود که به طور خودکار در پرتفوی فرد دوباره سرمایه‌گذاری شود این امر نگرانی خروج نقدینگی از بورس را تا حدی مرتفع می‌نماید. همچنین در بسیاری از بورس‌ها سیاست پرداخت سود میان دوره‌ای در نظر گرفته شده است. در نتیجه، هیات‌مدیره با اجازه قبلی از مجمع یا براساس اساسنامه شرکت می‌توانند سودهای میان دوره را تقسیم کنند. این موضوع شدت انتظار سهامداران نسبت به سوددهی شرکت‌ها در پایان دوره را کاهش می‌دهد. همچنین، امکان وصول سودهای تقسیمی تسهیل می‌شود. پرداخت سود به صورت نقدی و غیر نقدی (به صورت سهام شرکت‌های زیرمجموعه) و پرداخت اقساطی سود نیز از راهکارهایی است که در جهت بهبود روند تقسیم سود در دیگر کشورها اخذ شده است.

^۱ Money Market Mutual Funds (MMMF)

- یکی از اصطکاک‌های موجود در بازار سرمایه هزینه‌های مبادلاتی در این بازار است. در صورتی که عوامل اقتصادی در دوره زمانی مشخصی با افزایش هزینه مبادلاتی در بازار سرمایه مواجه شوند، بازده سهام تحقق یافته ممکن است به میزان قابل توجهی کمتر از بازده سهام ناخالص ضمنی باشد. در این شرایط حجم و ارزش معاملات تحت تاثیر قرار خواهد گرفت. هر چند در ماه‌های اخیر با کاهش نرخ کارمزد کارگزاری‌ها قدمی در مسیر کاهش هزینه معاملات برداشته شده است اما در مقایسه با نرخ کارمزد بسیاری از کشورها می‌توان گفت که نرخ کارمزد در ایران بالاتر از نرخ‌های کارمزد در آنها است. بنابراین بایستی در این مسیر گام‌های موثری در جهت کاهش حق نظارت سازمان بورس و مالیات در بورس اوراق بهادار نیز برداشته شود.

- یکی دیگر از مواردی که می‌تواند به منظور حفظ نقدینگی موجود در بازار سرمایه و جلوگیری از کاهش قابل توجه شاخص در بازار سهام پیشنهاد شود، درخواست بخش خصوصی از سازمان بورس و اوراق بهادار در جهت پوشش بهتر ریسک سرمایه‌گذاری سهامداران در بازار بورس از طریق معرفی بیشتر ابزارهای پوشش ریسک در بازار سرمایه از قبیل قراردادهای آتی، اختیار خرید و فروش و ... و ایجاد ابزارهای جدید پوشش ریسک باشد.

- با توجه به روند رو به رشد ارزش معاملات و ورود سهامداران جدید به بازار سرمایه، بهبود کیفیت خدمات نهادهای مالی در افزایش رغبت افراد به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه حائز اهمیت است. چرا که شرکت‌های کارگزاری فعال در بورس، مهم‌ترین نقش را به‌عنوان واسطه و پل ارتباطی میان سهامداران و بازار برعهده دارند و نهادهایی همچون شرکت‌های تامین سرمایه به عنوان بهترین منبع مشاوره به بنگاه‌ها در عرصه تامین مالی، مدیریت ریسک هر نوع تامین مالی، مشاوره عرضه و ... محسوب می‌شوند همچنین از آنجا که امروزه ایجاد رقابت در بورس‌های تجاری به عنوان یکی از اهداف تنظیم‌گران حوزه مالی مورد توجه قرار گرفته است، پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس و اوراق بهادار ایجاد فضای رقابتی را بین کارگزاران و سایر نهادهای بازار سرمایه مدنظر قرار دهد. این امر می‌تواند از طریق اعطای مجوزهای جدید برای تاسیس کارگزاری و سایر نهادهای مالی صورت گیرد. لازم به ذکر است که فضای غیر رقابتی موجود به انحصار انجامیده که به نوبه خود افزایش در هزینه‌های مبادلاتی را به همراه دارد. این در حالی است که بحث انحصار در کارگزاری‌های فعال در بازار سرمایه و صادر نشدن مجوز جدید برای فعالیت این نهادها در بورس و محدودیت‌هایی همچون الزامات حداقل سرمایه نهادهای مالی مدت‌هاست که مورد انتقاد فعالان بازار است. حداقل سرمایه برای تاسیس و فعالیت کارگزاری‌ها ۲ میلیارد تومان و شرکت‌های تامین سرمایه مبلغ ۵۰۰ میلیارد تومان است. در همین راستا حداقل سرمایه ثبت و پرداخت شده شرکت‌های سبدگردان، مشاوره سرمایه‌گذاری و پردازش اطلاعات مالی به ترتیب مبالغ ۴، ۳،۵ و ۲،۵ میلیارد تومان می‌باشد که با توجه به ماهیت فعالیت‌شان به نظر نیازمند حداقل کفایت سرمایه نمی‌باشند. در این شرایط از یکسو متقاضیان تاسیس این نهادها با سد محدودیت‌های سازمان بورس در اعطای مجوز و در نتیجه صادر نشدن مجوز جدید و به نوعی انحصار مواجه هستند و از سوی دیگر وجود برخی از نهادهای مالی ضعیف که تنها در

اختیار سهامداران آنها جهت انجام معاملات برای بستگان خود هستند سبب عدم خدمات‌رسانی مناسب شده است و نهادهای مالی بدون تلاش در بروزرسانی سیستم‌های معاملاتی و جلوگیری از به وجود آمدن اختلال در جریان معاملات همواره ضعف و ناکارآمدی خود را در پشت ضعف هسته‌ی معاملاتی پنهان کرده و بدون کوچکترین پاسخگویی به مردم در سایه انحصار و عدم رقابت موجب ضرر و زیان به مشتریان می‌شوند. از این‌رو پیشنهاد می‌شود از آنجا که این روزها معاملات بازار سهام با رشد قابل‌توجهی همراه شده و شاهد ورود افراد جدید به بورس هستیم، باید هرچه سریع‌تر صدور مجوزهای کارگزاری‌های جدید با توجه به صلاحیت افراد و بدون هزینه به سرانجام برسد و جهت جلوگیری از مجوزهای بیش از نیاز بازار، مجوزهای کارگزاری‌های غیرفعال لغو و به افراد جدید واگذار شود و در خصوص الزامات حداقل سرمایه برای کارگزاری‌ها، متناسب با دارایی نقد و سهام در اختیارشان تعیین شده و در صورت افزایش دارایی آنها، حداقل سرمایه افزایش یابد و با توجه به اینکه برخی از نهادها (بجز کارگزاری‌ها و شرکت‌های تامین سرمایه) با توجه به ماهیت فعالیت‌شان نیازمند کفایت سرمایه بالایی نیستند، بنابراین حداقل سرمایه آنها کاهش یابد.

- در کنار نوع و مدل تأمین مالی، بنگاه‌های تولیدی باید به موضوع مدیریت ریسک نیز توجه نمایند. علی‌رغم وجود ابزارهای متنوع، شرکت‌های تولیدی باید ریسک هر گونه تأمین مالی در بازار سرمایه را مدنظر قرار دهند و سپس براساس ریسک هر روش اقدام به تأمین مالی نمایند. بهترین منبع مشاوره در این زمینه، شرکت‌های تأمین سرمایه خواهند بود که در حقیقت مسئولیت راهنمایی بنگاه‌ها در عرصه تأمین مالی، مدیریت ریسک، مشاوره عرضه و غیره را به عهده دارند، از این‌رو تقویت نهادهای مرتبط با تأمین مالی یکی دیگر از نیازهای بخش خصوصی است که باید مورد توجه قانون‌گذاران قرار گیرد.

- کاهش محدودیت‌های مربوط به فعالیت نهادهای مالی زیر مجموعه بازار سرمایه توسط سازمان بورس که افزایش تعداد نهادهای مالی را به همراه خواند داشت. ایجاد فضای رقابتی در ارائه خدمات به سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و تأمین مالی شرکت‌های فعال در این بازار، منجر به کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی در این بازار خواهد شد که در نهایت به هدایت بهتر نقدینگی و تأمین مالی بخش حقیقی اقتصاد با هزینه‌های کمتر تأمین مالی منجر خواهد شد.

- در بورس کالای ایران، انواع مختلفی از قراردادها استفاده می‌شود که عرضه محصولات تولیدی از این طریق را جذاب نموده است و امکان تأمین مالی و نقدینگی تولیدکنندگان فعال در حوزه‌های مختلف را فراهم آورده است. انتظار می‌رود با حمایت دولت و ایجاد امکان ورود انواع کالاها در این بورس، به نقش‌آفرینی هر چه بیشتر آن در کمک به تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی کمک شایان توجهی شود.

- پیشنهاد می‌شود که شرکت‌های بورسی از شمول قیمت‌گذاری معاف شوند. این امر سبب می‌شود ضمن حذف رانت ایجاد شده از مابه‌التفاوت قیمت کارخانه و قیمت بازار آزاد، سودآوری این شرکت‌ها را افزایش یابد و علاوه

بر افزایش مالیات دریافتی توسط دولت، از کاهش قیمت سهام این شرکت‌ها در بازار و به تبع آن خروج نقدینگی و اثرات تورمی ناشی از آن جلوگیری نماید.

- شایان توجه است هر گونه حمایت از بازار سرمایه باید در راستای کمک به زیرساخت‌های بازار و نه برای حفظ شاخص و جلوگیری از منفی شدن روند بازار باشد. از این رو جهت شفافیت و جلوگیری از رانت اطلاعاتی که بر مبنای معاملات صندوق تثبیت بازار سرمایه شکل می‌گیرد، سهام‌های خریداری شده توسط صندوق اعلام شده و مشخص شود سهام‌هایی که در زمان بحران خریداری شده در چه زمانی به بازار برگردانده می‌شود و با اصلاحات عمیق‌تر راه‌های سوءاستفاده از صندوق مسدود شود.

۶- نتیجه‌گیری

بازار سرمایه کشور به عنوان یکی از بازارهای مالی کشور طی سال ۱۳۹۸ و سه ماهه ابتدایی سال ۱۳۹۹ با اقبال بی‌نظیر سرمایه‌گذاران خرد مواجه شده به طوری که از یک سو ارزش معاملات روزانه بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران از ۲ هزار میلیارد تومان در ماه ابتدایی سال ۱۳۹۸ به ۱۶ هزار میلیارد تومان در خرداد ماه ۱۳۹۹ افزایش یافته و از سوی دیگر بالغ بر ۹۷ درصد ارزش معاملات سهام و حق تقدم سهام بورس اوراق بهادار تهران در خرداد ماه ۱۳۹۹ مربوط به معاملات خرد بوده است. شاخص کل بورس نیز روند افزایشی شتابانی را به ثبت رسانده به طوری که متوسط شاخص کل که در انتهای سال ۱۳۹۷ بالغ بر ۱۶۷ هزار واحد بود به رقم ۱,۰۸۳ میلیون واحد در خرداد ۱۳۹۹ افزایش یافته است (۶,۵ برابر). تحولات اخیر بازار سرمایه با توجه به نقش تامین مالی این بازار برای بخش حقیقی اقتصاد علاوه بر داشتن ملاحظات برای بخش خصوصی و دولت، می‌تواند ظرفیت‌هایی در جهت تسهیل فعالیت‌های بخش حقیقی اقتصاد و در نتیجه رشد اقتصادی کشور فراهم نماید.

در پژوهش حاضر با بررسی بازارهای جایگزین بازار سرمایه، بخش واقعی اقتصاد و سیاست‌های اقتصادی این نتیجه حاصل شد که تحولات شاخص کل در دوره مذکور با تحولات قیمت‌ها در بازار ارز، طلا و مسکن تطابق نداشته و این عدم هماهنگی در مورد شاخص هم‌وزن بیشتر است که به مفهوم وجود حباب حداقل در گروه‌های کوچک بورسی است. عملکرد بخش حقیقی اقتصاد نیز از تحولات بازار سهام حمایت نمی‌کند و بنابراین تحولات بازار سهام در بازار ثانویه بورس رقم خورده است. افزایش متوسط رشد نقدینگی در سال‌های ۱۳۹۷، ۱۳۹۸ و سه ماهه ابتدایی سال ۱۳۹۹، کسری بودجه دولت و نگرانی عاملین اقتصادی از پولی کردن آن و اثر آن بر انتظارات تورمی آنها، افزایش نرخ دلار در بازار آزاد و عدم انتظار کسب بازدهی بالاتر در سایر دارایی‌های جایگزین منجر به جریان بیشتر نقدینگی به سوی بازار سرمایه و تحولات اخیر آن شد. در صورت ادامه رشد نقدینگی در کشور و افزایش نرخ دلار در بازار آزاد و در نتیجه تحقق انتظارات تورمی به صورت افزایش تورم در کشور، قیمت‌های حبابی بازار سهام دارای ارزش ذاتی شده و بنابراین تبدیل به قیمت بنیادی می‌شوند

در صورت عدم تحقق انتظارات تومی بالا و کاهش قابل توجه شاخص کل (قیمت سهام) با رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران خرد در بازار سهام، بی‌ثباتی در بازار سهام به سایر بخش‌های اقتصاد منتقل می‌شود و سفته‌بازی در سایر بازارها تشدید و بی‌ثباتی اقتصاد کلان را افزایش می‌دهد و هزینه‌ای اجتماعی بالایی را به همراه خواهد داشت. افزایش هزینه تامین مالی دولت و بخش خصوصی در بازار اوراق بدهی نیز یکی دیگر از ملاحظات است که تحولات اخیر بازار سرمایه منجر شده است.

همان‌طور که بیان شد ارزش روزانه معاملات بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران از حدود ۲ هزار میلیارد تومان در ماه ابتدایی سال ۱۳۹۸ به رقم بی‌سابقه ۱۶ هزار میلیارد تومان در خرداد ماه ۱۳۹۹ رسیده که نشان از ظرفیت قابل توجه بازار سرمایه کشور در جذب بیش از پیش سرمایه‌های خرد دارد که می‌تواند با استفاده از پذیرش شرکت‌های جدید در بازار، عرضه اولیه سهام، افزایش سرمایه شرکت‌ها، انتشار اوراق بدهی شرکتی و دولتی و واگذاری سهام شرکت‌های دولتی در جهت تامین مالی بخش دولتی و خصوصی و اصلاح صورت‌های مالی آنها مورد توجه قرار گیرد.

عدم حمایت صریح دولت از افزایش شاخص سهام، اطلاع‌رسانی در خصوص طبیعت این بازار مبنی بر وجود روندهای اصلاحی و تبیین راهبرد و الگوی ملی ارتقای سطح سواد مالی اقشار مختلف مردم، عدم حمایت سیاست‌گذار از سفته‌بازی در یک بازار (هر چند که بازار سرمایه باشد) و ایجاد محدودیت‌های کمی مانع از شروع سفته‌بازی در بازارهای دارایی و کاهش نوسانات در آنها از طریق وضع مالیات، حذف لزوم اخذ مجوز از سازمان بورس برای افزایش سرمایه، افزایش عمق بازار از طریق افزایش عرضه اولیه سهام ناشی از ورود شرکت‌های جدید به بازار با تسهیل شرایط پذیرش شرکت‌ها در بازار سهام توسط سازمان بورس، افزایش سهام شناور شرکت‌ها که می‌تواند از طریق افزایش سرمایه با سلب حق تقدم سهام صورت گیرد و تسهیل شرایط انتشار اوراق بدهی شرکتی (مانند وثایق مورد نیاز)، انتشار سهام شرکت‌های دولت (به تدریج) همراه با کاهش تصدی‌گری و قیمت‌گذاری دولت در حوزه فعالیت‌های شرکت‌های خصوصی شده در جهت بهبود محیط کسب‌وکار و فعالیت بخش خصوصی، انتشار اوراق بدهی دولتی و تلاش در جهت پولی نکردن کسری بودجه دولت، تنوع بخشی به ابزارهای تامین مالی و ابزارهای پوشش ریسک سرمایه‌گذاری توسط سازمان بورس، تقویت نهادهای مرتبط با تامین مالی جهت راهنمایی بنگاه‌ها در عرصه تامین مالی، مدیریت ریسک، مشاوره عرضه و...، کاهش محدودیت‌های مربوط به فعالیت نهادهای مالی زیر مجموعه بازار سرمایه و تلاش در جهت کاهش هزینه ارکان بازار سرمایه شامل کارمزد معاملات و مالیات، رفع موانع ورود انواع کالاها به بورس کالا جهت نقش‌آفرینی هر چه بیشتر آن در کمک به بنگاه‌های تولیدی، اقداماتی است که می‌تواند توسط بخش خصوصی از دولت در جهت حفظ ثبات اقتصاد کلان و بهره‌گیری از تحولات اخیر بازار سرمایه درخواست شود.

گزارش ۳:

تحلیل بازار سهام از منظر متغیرهای بنیادی و رفتاری

۱- مقدمه

روند بلندمدت بازار سرمایه ایران حاکی از تاثیرپذیری بالای این بازار از تورم می‌باشد و با توجه به بی‌ثباتی رشد اقتصادی و بهره‌وری پائین در اقتصاد ایران، بازده سهام بیشتر متأثر از تورم و رشد اسمی سودآوری بنگاه‌های اقتصادی بوده است. با التهاب بازار ارز در سال‌های ۹۷ و ۹۸ در نتیجه افزایش نقدینگی و ناترازی نظام بانکی و برقراری مجدد تحریم‌های آمریکا علی‌الخصوص بر درآمدهای نفتی ایران در اردیبهشت ۹۷، بازار سرمایه نیز دستخوش انتظارات تورمی ناشی از رشد قیمت ارز گردید. در ابتدای این فرایند و در اواسط سال ۹۷، به واسطه سیاست‌های متعارض دولت در مدیریت بازارهای کالایی، اختلاف شدیدی بین قیمت کالاها در بورس کالا و بازار آزاد پدید آمد و با فراهم شدن کسب سود از فرصت‌های آربیتراژی پدید آمده در بازار ارز، سکه و دارایی و از سویی محدودیت‌های قیمت‌گذاری در بورس کالا، سرمایه‌گذاران کمتر به بازار سهام توجه داشتند. اگرچه در آن زمان آزادسازی قیمت‌ها و تعدیل سودآوری شرکت‌های بورسی در آینده‌ای نزدیک امری بدیهی به نظر می‌رسید، ولیکن ارزش‌های جایگزینی داراییها آنقدر برای مردم جذابیت داشت که با توجه به ریسک‌های سیستماتیک و فراسامانه‌ای و تشدید اختلافات منطقه‌ای ایران و آمریکا کمتر حاضر به ورود به بازار سرمایه بودند. با کاهش فاصله نرخ ارز در سامانه نیما و بازار آزاد، قیمت کالاها نیز در بورس کالا به قیمت‌های بازار نزدیک شده و شرکت‌های عرضه‌کننده در بورس کالا توانستند فروش و سودآوری خود را بر این اساس اصلاح نموده و با شرایط اهرمی موجب افزایش چند صد درصدی سود خود گردند. با تخلیه نقدینگی در بازار ارز، مسکن و کالا و افزایش تدریجی تورم تولیدکننده، اثر تورمی نقدینگی در فاز اول به سهام شرکت‌های بزرگ تولیدی صادراتی منتقل شد و در مرحله بعد با کاهش فاصله تورم مصرف‌کننده و تولیدکننده و افزایش قیمت خدمات و کالاهای مصرفی، فاز دوم رشد بازار سرمایه رقم خورد و با جذاب شدن نرخ قیمت به عایدی شرکت‌ها شاخص کل بورس به مرور توانست توجه سرمایه‌گذاران را به خود جلب نموده و در سال گذشته با رشد ۱۸۷ درصدی بالاترین بازدهی را نسبت به سایر بازارها کسب نماید.

آنچه در حال حاضر با شاخص کل حدود یک میلیون واحدی مورد سوال بسیاری از فعالان اقتصادی می‌باشد این است که آیا مطلوبیت بازار سرمایه همچنان در ادامه سال ۹۹ نیز برقرار خواهد بود و چه فرصت‌ها و راهبردهایی می‌تواند از سوی بنگاه‌های اقتصادی و مقام قانونگذار در شرایط فعلی اقتصادی و در مختصات بازار سرمایه در نظر گرفته شود.

۲- تاریخچه بورس اوراق بهادار تهران

مطالعات اولیه درباره تأسیس بورس در ایران، به سال ۱۳۱۵ هجری شمسی بر می‌گردد. در این سال فردی بلژیکی به نام "ران لوترفلد" پس از انجام مطالعات گسترده درباره تأسیس بورس در ایران، اساسنامه داخلی بورس را تهیه و به مسئولان ایرانی ارائه نمود که با مقارن شدن آن با جنگ جهانی دوم، این موضوع ۲۵ سال به تأخیر افتاده و نهایتاً در سال ۱۳۴۱، کمیسیون در وزارت بازرگانی و با حضور نمایندگان وزارت دارایی، وزارت بازرگانی و بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران تشکیل و موافقتنامه اولیه تأسیس بورس تهران در این کمیسیون تصویب شد. در اواخر همان سال هیأتی از بورس بروکسل برای مشارکت در راه اندازی بورس تهران دعوت شدند و نهایتاً پس از ۴ سال، در سال ۱۳۴۵ قانون تشکیل بورس اوراق بهادار در مجلس تصویب و جهت اجرا از سوی وزارت اقتصاد به بانک مرکزی ابلاغ شد. حدود یکسال پس از تصویب قانون تشکیل بورس اوراق بهادار، در ۱۵ بهمن ۱۳۴۶، بورس اوراق بهادار تهران با انجام چند معامله بر روی سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی که بزرگترین مجتمع واحدهای صنعتی و اقتصادی در آن زمان به شمار می‌رفت، بطور رسمی فعالیت خود را آغاز نمود. در پی آن سهام شرکت نفت پارس، اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه، اوراق قرضه سازمان گسترش مالکیت صنعتی و اوراق قرضه عباس‌آباد به بورس تهران راه یافتند. اعطای معافیت‌های مالیاتی به شرکت‌ها و موسسات پذیرفته شده در بورس در ایجاد انگیزه برای عرضه سهام آنها در آن زمان نقش مهمی داشت. در مدت فعالیت بورس تهران از سال ۱۳۴۶ تا سال ۱۳۵۷، تعداد شرکت‌های پذیرش شده در بورس تهران از ۱۰ بنگاه اقتصادی با سرمایه ۲٫۶ میلیارد ریال به ۱۴۲ شرکت با بیش از ۳۰۸ میلیارد ریال افزایش یافت. با پیروزی انقلاب اسلامی و تملک بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی و ملی شدن بانک‌ها و بیمه‌ها و صنایع بزرگ، تعداد شرکت‌های پذیرش شده از ۱۰۵ شرکت به ۵۶ شرکت در پایان سال ۱۳۶۷ کاهش یافت و بورس تهران یکی از رکودی‌ترین دوران خود را طی مدت جنگ تحمیلی با عراق طی نمود.

در سال ۱۳۶۸ که برنامه پنج ساله اول توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی شروع می‌شود، بورس نیز به عنوان زمینه‌ای برای اجرای سیاست‌های خصوصی‌سازی، مورد توجه قرار می‌گیرد و دوران رکود آن به پایان می‌رسد. بر این اساس، سیاست‌گذاران اقتصادی در نظر داشتند بورس اوراق بهادار از طریق انتقال پاره‌ای از وظایف تصدی‌های دولت به بخش خصوصی، جذب نقدینگی و گردآوری منابع و پس‌اندازهای پراکنده و هدایت آن به سوی مصارف سرمایه‌گذاری، در تجهیز منابع مورد نیاز توسعه اقتصادی و ایجاد انگیزه موثر بخش خصوصی برای مشارکت فعالانه در فعالیتهای اقتصادی، نقش مهم و اساسی داشته باشد. به این ترتیب توجه سیاست‌گذاران اقتصادی کشور به تجدید فعالیت بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۶۸، افزایش چشمگیر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده و افزایش حجم فعالیت بورس اوراق بهادار تهران را در پی داشت و

تعداد اینگونه شرکت‌ها از ۵۶ شرکت در سال ۱۳۶۷ به ۴۰۷ شرکت در سال ۱۳۸۴ افزایش یافت. از سوی دیگر، روند پرنوسان فعالیت بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۵، به‌ویژه نوسان سال‌های ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ افت و خیزهای دوره‌ای قابل توجهی را در پی داشت که برآیند آنها به انتظارات نامتعارف سرمایه‌گذاران و بی‌اطمینانی حاکم بر این بازار انجامید.

با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در آذر ۱۳۸۴ و ایجاد سازمان بورس و اوراق بهادار، بازار سرمایه ایران فصل جدیدی از فعالیت خود و تامین مالی شرکتها را همراستا با راه‌اندازی نهادهای مالی جدیدی همچون شرکت‌های تامین سرمایه، مشاوره سرمایه‌گذاری و هلدینگهای مالی آغاز نمود. تا سال ۱۳۸۴، سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان تنها رکن اجرایی، با شخصیت حقوقی مستقل غیرانتفاعی، مسئولیت اداره بورس را بر عهده داشت. این سازمان را هیأت مدیره‌ای هفت نفره اداره می‌کرد که توسط مجمع عمومی اعضا انتخاب می‌شدند. نظارت بر فعالیت سازمان کارگزاران بورس تهران نیز بر عهده شورای بورس، به‌عنوان بالاترین رکن تصمیم‌گیری و مسئول و ناظر حسن اجرای قانون تأسیس بورس اوراق بهادار قرار داشت. این قانون در سال ۱۳۸۴ با توجه به عدم توان پاسخگویی به نیازهای جدید بازار اوراق بهادار مورد بازنگری قرار گرفت و در آذرماه همان سال قانون بازار اوراق بهادار به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید. در گام اول اجرای قانون بازار اوراق بهادار و برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و حفظ و توسعه بازاری شفاف، منصفانه و کارا، شورای بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد نظارتی و شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، بورس کالای ایران، بورس انرژی، سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه و فرابورس ایران به‌عنوان نهادهای عملیاتی تشکیل و به‌عبارتی مقام ناظر بازار از نهادهای اجرایی تفکیک شد.

۳- ریشه‌یابی تحولات اخیر بازار سرمایه

روند تاریخی بازار سرمایه در دهه‌های گذشته تحت تاثیر عوامل مختلفی بوده است. برخی از این عوامل سیاسی و بین‌المللی و برخی دیگر مولفه‌های اقتصادی بوده است. در طول سی سال اخیر آنچه که عامل مسلط توضیح دهنده تغییرات شاخص کل بوده، تغییرات شاخص قیمت‌ها بوده است. به‌طوریکه با افزایش تورم، بازدهی بورس تهران نیز سریعاً تحت تاثیر قرار گرفته و قیمت سهام شرکتها با رشد اسمی سودآوری آنها افزایش یافته است. برای تعیین ریشه تحولات اخیر بازار بورس تهران، نیازمند تحلیل روند گذشته تغییرات شاخص کل در محیط‌های سیاسی و اقتصادی و دولت‌های مختلف و شناسایی متغیرهایی هستیم که بازدهی شاخص کل را توضیح می‌دهند. رفتار دولت در نرخ گذاری مواد اولیه و محصولات بنگاه‌های اقتصادی و سیاست‌های پولی و مالی بر جذابیت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و رشد بورس تاثیر گذار می‌باشد. با رشد فزاینده نقدینگی طی سال‌های ۹۳-۹۶ که مقارن با امضای توافق‌نامه برجام در سال ۹۴ نیز بود و منجر به خلق یک ناترازی گسترده در نظام بانکی و کسب و کارها گردید، نیروی انباشته شده تورمی

ناشی از نقدینگی در نظام بانکی با افزایش قیمت ارز طی سال ۹۷ و قیمت دارایی‌ها در سال‌های ۹۷ و ۹۸، منجر به جهش قیمت‌های مصرف‌کننده و نرخ خدمات و قیمت مصحولات شرکت‌ها گردید و در نهایت با رشد سود اسمی شرکتها، قیمت سهام و شاخص کل با افزایش چشمگیری همراه شد. با ماندگار شدن تورم‌های بالا و رشد قیمت‌های مصرف‌کننده و محدودیت انتقال کالا و سرمایه بدلیل تشدید تحریم‌ها و کاهش درآمدهای نفتی پس از خروج آمریکا از برجام و از سویی رشد نقدینگی در نتیجه کسری بودجه دولت و برداشت از صندوق توسعه ملی در سال ۹۸، انتظارات تورمی عامه مردم در سال ۹۹ به شکل غیرمنتظره و ناباورانه‌ای تغییر مسیر داد و با افزایش تقاضا در بازارهای بدون محدودیت همچون مسکن و بورس، پارادایم‌های مبنای بازار سرمایه را تغییر داده است.

۱-۳- روند بازدهی بورس تهران

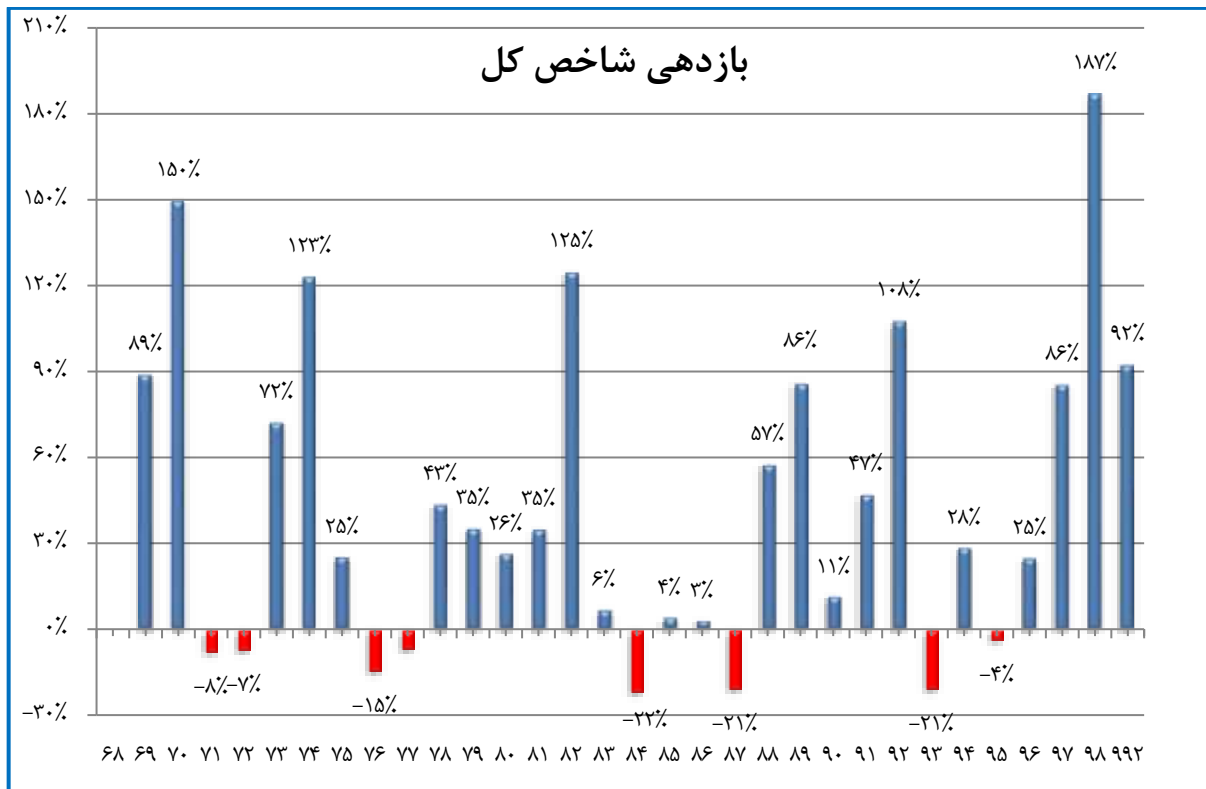
بررسی روند تاریخی بازار سرمایه در طول سالیان متمادی، می‌تواند چشم‌انداز مناسبی را برای پیش‌بینی روند سال‌های آتی به تحلیل‌گران ارائه نماید چرا که بر اساس تئوری‌های رفتاری بازار سرمایه مملو از اتفاقات مشابه است. روند تاریخی شاخص کل بورس در سال‌های گذشته همواره حاکی از همبستگی بالای این بازار با تورم می‌باشد و در سال‌هایی که اقتصاد ایران با تورم‌های شدید همراه بوده، بازار سهام نیز همراستا با تورم رشدهای بالایی را تجربه نموده است. به عبارتی بی‌ارزش شدن ریال در مبادلات اقتصادی، بهره‌وری پائین اقتصاد ایران و عدم ثبات رشد اقتصادی طی ۳۰ سال اخیر منجر به رشد فزاینده اسمی شاخص سهام گردیده اگرچه در این مدت با رکودهای تاریخی نیز مواجه بوده است.

طی سه دهه گذشته، بازار سهام با نوسان‌های متعددی همراه بوده است. اگرچه رشد صنعتی ایران در دهه ۴۰ و ابتدای دهه ۵۰ با نرخ‌های قابل توجه بالایی روبرو بود و یک دهه از تاسیس بورس تهران می‌گذشت ولیکن به دلیل سهم بالای معاملات اوراق قرضه و اسناد خزانه از معاملات بورس در قبل از انقلاب و عدم اقبال صاحبان صنایع به عرضه سهام خود در بورس، بازار بورس تهران آنچنان با اقبال چشمگیری روبرو نبود و پس از انقلاب اسلامی نیز، مقارن با ادغام بانکها و تملک صنایع بزرگ از سوی دولت و قانون بانکداری بدون ربا و ممنوعیت انتشار و معاملات اوراق قرضه، بورس تهران تا سال ۱۳۶۷ و پایان جنگ تحمیلی با رکود همراه بود و عملاً توسعه بازار سرمایه ایران از سال ۱۳۶۸ رقم خورد و همانطور که در نمودار ۱ نشان داده شده است تا پایان سال ۷۰ بیش از ۲۴۰ درصد افزایش یافت. بدنبال نرخ تورم بالای میانه دهه ۷۰ و همزمان با دوران سازندگی، شاخص بورس طی سالهای ۷۳ و ۷۴، در حدود ۲۰۰ درصد افزایش یافت و ترکیب حساب بورس در اواخر سال ۷۴ و ابتدای ۷۵، موجب خروج سرمایه از این بازار گردید. سیاست‌های تدوین شده برای بازار سرمایه در این دوره موجب شد تا تعداد شرکت‌های بورسی که در سال ۶۸، ۹۵ شرکت بود در پایان دولت سازندگی یعنی سال ۷۶ به ۲۱۴ شرکت افزایش یابد. اگرچه اغلب شرکت‌هایی که در این دوره

واگذار شدند به دلیل عدم توانایی خریداران واقعی بخش خصوصی، مجدداً توسط شبه دولتی‌ها خریداری شدند.

همانطور که در نمودار ۱ زیر روند تغییرات شاخص کل از سال ۱۳۶۸ تا پایان اردیبهشت ۹۹ نشان داده شده است، با روی کار آمدن دولت اصلاحات و تغییرات سیاسی در کشور، شاخص بورس در ادامه روند سال‌های ۷۴ و ۷۵ در سال‌های ۷۶ و ۷۷ با کاهش مواجه شد و در سال ۷۷ شاخص کل بورس تهران جایگاهی بهتر از ۱,۵۳۸ واحد را کسب نکرد. بررسی شاخص بورس در دولت اصلاحات نشان می‌دهد در زمان روی کار آمدن دولت هفتم، بورس تهران میزبان حدود ۲۰۰ شرکت بود اما از سال ۷۸ حرکت صعودی بورس آغاز شد. شاخص کل بورس که در سال ۷۷ روندی کاهشی داشت در سال ۷۸ با رشد مواجه شد و با ۴۳ درصد افزایش به ۲,۲۰۶ واحد رسید. با ادامه این روند در سال ۷۹، شاخص توانست رقم ۲,۹۷۸ واحد را در پایان این سال برای خود ثبت کند. در این بین شاخص در سال‌های ۷۸ تا ۸۲ شیب نسبتاً آرامی داشت و در سال ۸۲ با افزایش سرمایه‌گذاری و ثبات رشد اقتصادی، بورس تهران شاهد افزایش ۱۲۵ درصدی شاخص کل به ۱۱,۳۷۹ واحد بود. در واقع این سال آغاز خصوصی‌سازی جدی در دولت بود که در سال‌های بعد نیز ادامه یافت و پس از آن در سال ۸۳، با ۶ درصد افزایش به ۱۲,۱۱۳ واحد رسید.

نمودار ۱۷ - روند بازدهی شاخص کل، ۱۳۶۸-۱۳۹۹.۰۲



عمده کارشناسان بازار سهام معتقد هستند که جهش قیمت‌های سهام در سال ۸۲ منجر به ایجاد حباب قیمتی در بورس گردید که با کاهش دامنه نوسان قیمت‌های سهام، حباب قیمتی در سال‌های ۸۳ و ۸۴ تخلیه گردید و دولت اصلاحات در حالی به کار خود پایان داد که شاخص کل بورس با افت محسوس و بی سابقه ۲۲ درصدی در سال ۸۴ در سطح ۹,۴۵۹ واحد آرام گرفت. در ابتدای دولت نهم و همزمان با ابلاغ اصول کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، شاخص همراه با فضای روانی بوجود آمده که دولت نهم با اساس بورس زاویه دارد و آن را قمارخانه می‌داند، وارد یک رکود چهار ساله شد که اوج آن در سال ۸۷ بود. با آغاز بحران مالی جهان و سقوط بورس‌های بین‌المللی و کاهش قیمت‌های کالا در بازارهای جهانی، بورس تهران نیز روندی نزولی را تجربه کرد و با ۲۱ درصد کاهش و افت ۵۰ تا ۶۰ درصدی قیمت سهام برخی شرکتها به ۷,۹۶۶ واحد بازگشت، اما در سال ۸۸ و آخرین سال دور اول دولت نهم، روند صعودی را درپیش گرفت، به طوری که در پایان این سال، با ۵۷ درصد افزایش به ۱۲ هزار و ۵۳۷ واحد رسید و در سال ۸۹ نیز با افزایش قیمت‌های جهانی کالا و خروج نسبی کشورهای اروپایی و امریکایی از بحران مالی جهانی، شاخص به سرعت صعودی خود افزود و با شتاب بیشتری رکوردهای جدیدی را ثبت کرد و با افزایش ۸۶ درصدی در پایان این سال به ۲۳,۲۹۵ واحد دست یافت. علاوه بر شدت گرفتن خصوصی سازی و ورود شرکت‌های بزرگ دولتی مانند مخابرات و پتروشیمی‌ها به بورس، تدوین ابزارهای جدید مالی و متوع شدن محصولات بازار، شکل‌گیری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، بازگشت اعتماد به بازار، رکود بازارهای موازی و ورود نقدینگی به بورس و انتظارات تورمی به واسطه تحریم‌های بین‌المللی در کنار رشد قیمت فلزات اساسی در بازارهای جهانی از مهم‌ترین عوامل روند صعودی بازار از دیگر عوامل رشد بورس در این دوره بود.

احمدی نژاد در حالی دولت را تحویل حسن روحانی داد که شتاب شاخص بورس برای رکورد شکنی بیش از پیش بود. این شتاب سبب شد تا در ماه‌های نخست دولت یازدهم، رقم ۸۹۵۰۱ واحد شاخص بورس و روز ۱۵ دیماه سال ۹۲ برای اقتصاد ایران پر رنگ باقی بماند. ثبت این رکورد اما دوام چندانی نداشت و یک هفته پس از آن ریزش شاخص آغاز شد و این رکود تا اواسط سال ۹۴ ادامه داشت. سهامداران که تجربه ضررهای زیادی را داشتند، رفتارهای هیجانی کمتری را از خود نشان دادند و ارزش بازار از سال ۹۲ تا پیش از اعلام اجرای برجام تقریباً در شرایط رکود بود و به جز تغییرات کوچک در روزهای رونق مذاکرات هسته‌ای رشد چندانی نداشت.

با به نتیجه رسیدن مذاکرات هسته‌ای و امضای برجام در زمستان ۹۴، شاخص کل به واسطه افزایش قیمت در نمادهای گروه خودرویی بازدهی ۲۸ درصدی را در پایان سال ثبت نمود و شاخص گروه خودرو ۲۰۰ درصد افزایش یافت. اما بازار سهام در سال ۹۵ به سرعت به رکود برگشت و با توجه به خلق پول در نظام بانکی و پرداخت سودهای بالا، شاخص کل به ۷۷,۲۳۰ واحد کاهش یافت. سال ۹۶ با رشد قیمت‌های جهانی

کالا مخصوصاً متانول همراه بود که این موضوع موجب رشد خیره کننده قیمت سهام شرکت‌های پتروشیمی گردید و شاخص کل با ۲۵ درصد افزایش به ۹۶,۲۹۰ واحد رسید. با افزایش حجم نقدینگی در نتیجه ناترازی نظام بانکی و افزایش نرخ ارز از اواخر سال ۹۶ و تداوم آن تا این تاریخ، بازار سرمایه یکی از پررونق‌ترین دوران خود را آغاز نمود و شاخص کل در پایان سال ۹۷، با ۸۶ درصد رشد به ۱۷۸,۶۵۹ واحد رسید و سال ۹۸ را نیز با ۱۸۷ درصد افزایش در سطح ۵۱۲,۹۰۰ واحد به پایان رساند. با توجه به تداوم نرخ بالای رشد نقدینگی و تشدید روند صعودی نرخ ارز از ابتدای سال ۹۹ و کاهش ۳ درصدی نرخ سود سپرده‌های بانکی و اجرای عملیات بازار باز بانک مرکزی بر روی اوراق با هدف گذاری و کنترل نرخ سود در بازار بدهی، شاخص کل علی‌رغم کاهش قیمت‌های جهانی کالا به واسطه شیوع ویروس کرونا، توانست در سال جدید رکورد بی سابقه ۱,۰۴۷,۷۶۳ واحدی را در اردیبهشت ماه برای خود ثبت نماید.

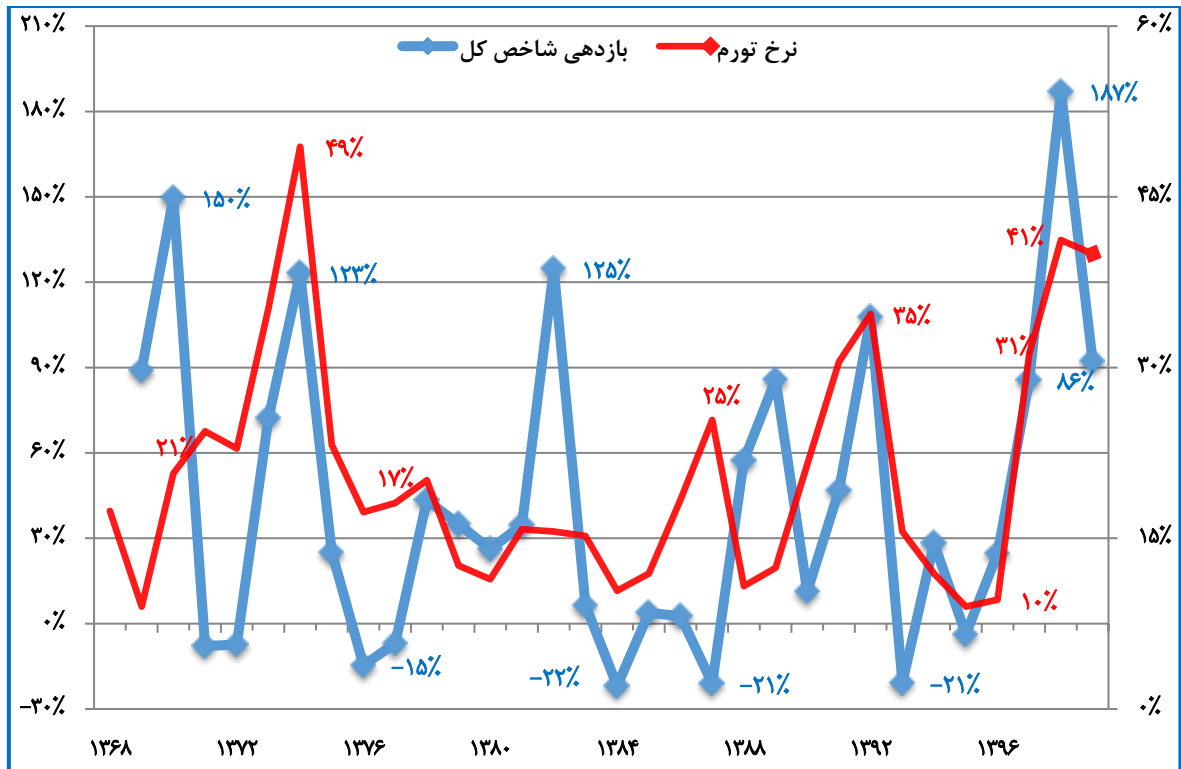
۲-۳- تورم و بازدهی شاخص کل

روند بلندمدت شاخص کل طی سی سال گذشته حاکی از همبستگی بالای تغییرات شاخص قیمت‌های مصرف کننده با تغییرات شاخص کل بورس بوده و همانطور که در نمودار ۲ مشاهده می‌شود، بازدهی شاخص کل در بیشتر سال‌ها منطبق با تغییرات تورم و بالاتر از آن بوده است. در سال‌هایی که اقتصاد ایران تورم‌های بالاتر از ۲۰ درصد را تجربه نموده، شاخص کل نیز بازدهی‌های شگفت‌انگیزی را محقق ساخته و با افزایش تورم و سود اسمی شرکت‌های بورسی، قیمت سهام نیز افزایش یافته و با کاهش نرخ تورم، شاخص کل حتی با رکود و کاهش همراه بوده است. اگرچه روند سال‌های آخر دهه ۸۰ کمی برخلاف این موضوع بوده است که آن‌هم بیشتر بدلیل دستکاری و کنترل مصنوعی نرخ تورم و یا رکود بازارهای جهانی رخ داده و بعد از مدت بسیار کوتاهی به این روند بازگشته است. بطوریکه در سال ۸۷ علی‌رغم تورم ۲۵ درصدی، شاخص کل با کاهش ۲۱ درصدی همراه بود که دلیل آن کاهش شدید قیمت‌های جهانی کالا بدنبال بحران مالی جهانی بود. در سال ۸۸ نیز که دولت با سیاست‌های پولی و مالی سعی در کنترل تورم و قیمت کالاها داشت و توانست نرخ تورم متوسط را از ۲۵ به ۱۱ درصد کاهش دهد، با فروکش بحران جهانی و برگشت قیمت‌های جهانی کالا، شاخص بورس تا ابتدای دهه ۹۰ با رشد خیره کننده ۱۴۳ درصدی طی سال‌های ۸۸ و ۸۹ همراه شد. با تشدید تحریم‌های بین‌المللی در سال ۸۹ و ناپایداری اوضاع سیاسی بین‌المللی و احتمال وقوع جنگ با ایران، شاخص بورس نیز علی‌رغم افزایش ۲۲ درصدی نرخ میانگین تورم، تنها به میزان ۱۱ درصد افزایش یافت. لذا در سه دوره شاخص بورس رفتار متفاوتی با تورم داشته است.

انباشت نقدینگی طی سال‌های ۹۲ تا ۹۶ که در نتیجه ناترازی نظام بانکی و نرخ سود بالای سپرده‌های بانکی در بانک‌ها به وجود آمده بود، از اواخر سال ۹۶ با اثرگذاری بر نرخ ارز و قیمت کالاها به تدریج موجب افزایش

سطح عمومی قیمت‌ها و تورم گردید و شاخص کل بورس نیز به تبعیت از تورم، توانست تا اردیبهشت ماه سالجاری بیش از ۹۰۰ درصد افزایش یابد.

نمودار ۱۸- روند بازدهی شاخص کل بورس در مقایسه با متوسط تورم سالانه



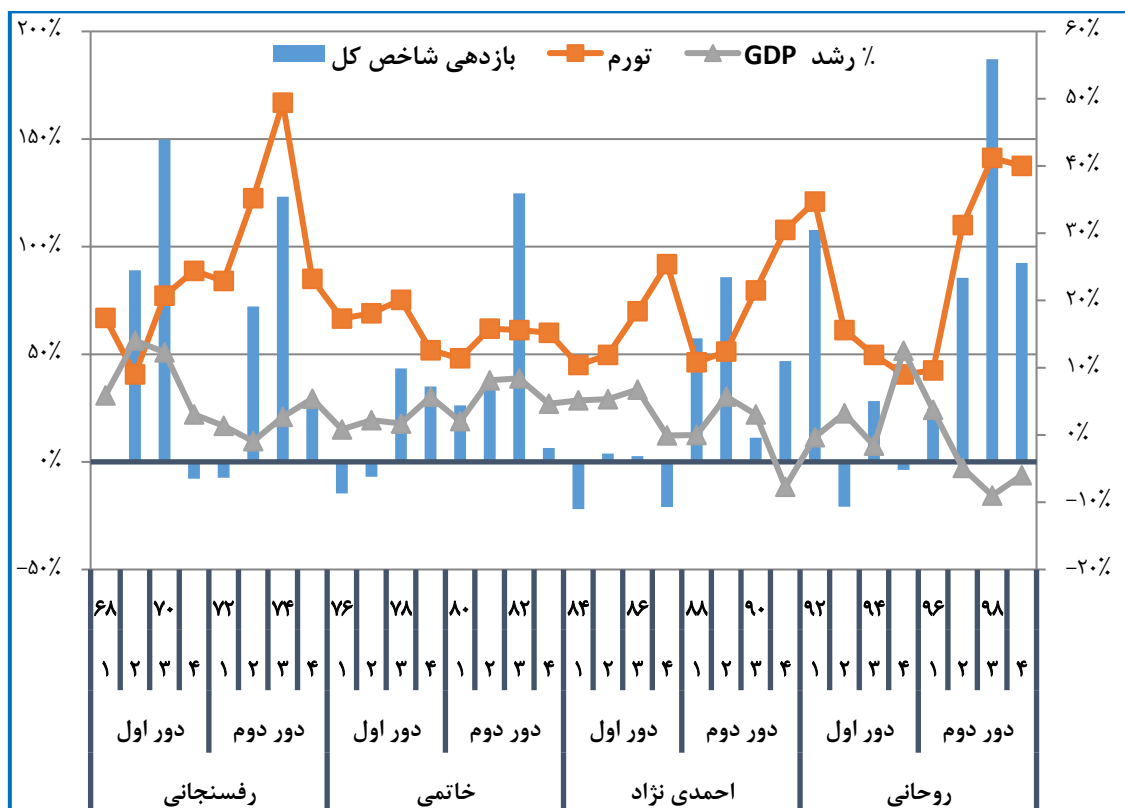
همانطور که در نمودار ۲ مشاهده می‌شود، بازار بورس طی ۳۰ سال گذشته در سه سال ۸۴، ۸۷ و ۹۳ با رکود و افت محسوسی بیش از ۲۰ درصد مواجه بوده است که سریعاً خود را با توجه به تورم محور بودن اقتصاد ایران تعدیل نموده و به میانگین روند خود بازگشته است. خط روند میانگین متحرک دو ساله شاخص کل نیز حاکی از تطبیق روند شاخص کل با روند تورم می‌باشد که تا حدودی بازده شاخص را در سطح تورم مصرف کننده توضیح می‌دهد. با توجه به اینکه رکود در هر یک از این سال‌ها، متعاقب تشکیل حباب در بازار سرمایه یا بیش پنداری او ضاع اقتصادی بوده است، توجه به متغیرهای بنیادی پدیدآورنده این حباب حائز اهمیت است. افت بیش از ۴۰ درصدی و رکود بازار بورس تهران در سال‌های ۸۴ و ۸۷ پس از رشد ۱۲۵ درصدی آن در سال ۸۲ در حالی که وقوع پیوسته که در سال‌های پایانی دور دوم دولت اصلاحات ایران انتظار می‌رفت اقتصاد ایران بتواند با اصلاحات ساختاری که طی دولت‌های هفتم و هشتم انجام شده بود، رشدهای بالاتری را در سال‌های آینده و دولت‌های بعدی تجربه نماید که متأسفانه با مطرح شدن موضوع هسته‌ای و فشارهای بین‌المللی این چشم انداز کلاً از بین رفته و جای خود را به عنوان عامل مسلط رشد بازار سرمایه به تورم واگذار نمود. رکود سال ۹۳ نیز به دنبال انتخاب دولت روحانی و انتظار تغییرات مثبت در کسب و کارها به دلیل تصور بیش از حد اصلاحات رخ داده است.

پدیده حباب اصطلاحی است که مکرر در بازارهای سهام پدیدار می‌شود. اگرچه به‌طور کلی در ادبیات تعریف حباب و علت‌های وقوع آن، توافقی وجود ندارد ولیکن بسیاری از پژوهشگران برای شروع این مطلب از دو جنبه به موضوع توجه می‌کنند: اولین جنبه تعریف اقتصاد ریاضی است که حباب‌های موجود در قیمت دارایی‌ها و تفاوت قیمت‌های واقعی و ارزش دارایی‌ها توصیف می‌نماید و دومین مورد آن، اقتصاد نظری است که به بحث و بررسی حباب موجود در بازار سهام می‌پردازد. به‌طور کلی حباب قیمتی مبحث پیچیده‌ای می‌باشد که نیازمند تحقیق مستقلی در این رابطه است.

۳-۳- دولت‌ها و بورس

سیاست دولت‌های مختلف در کنترل تورم و توجه به بازار سرمایه در سی سال گذشته حائز اهمیت بوده است. نمودار ۳ زیر افت و خیزهای شاخص کل بورس را در دولت‌های مختلف نشان می‌دهد. همانطور که در این نمودار ملاحظه می‌شود، با افزایش تورم در دور دوم دولت‌های گذشته شاخص بورس نیز به تبعیت از تورم با افزایش همراه بوده است به استثنای دور دوم دولت اصلاحات (دولت هشتم) که وضعیت اقتصادی و قیمت‌ها به ثبات نسبی رسیده بود، شاخص بورس از محل افزایش تولید و رشد اقتصادی که در سال دوم دولت هشتم به بیش از ۸ درصد رسید، با افزایش ۱۲۵ درصدی در سال ۱۳۸۲ و سال سوم دولت وقت همراه بوده است.

نمودار ۱۹- روند بازدهی شاخص کل بورس در قالب دوره‌های ریاست جمهوری



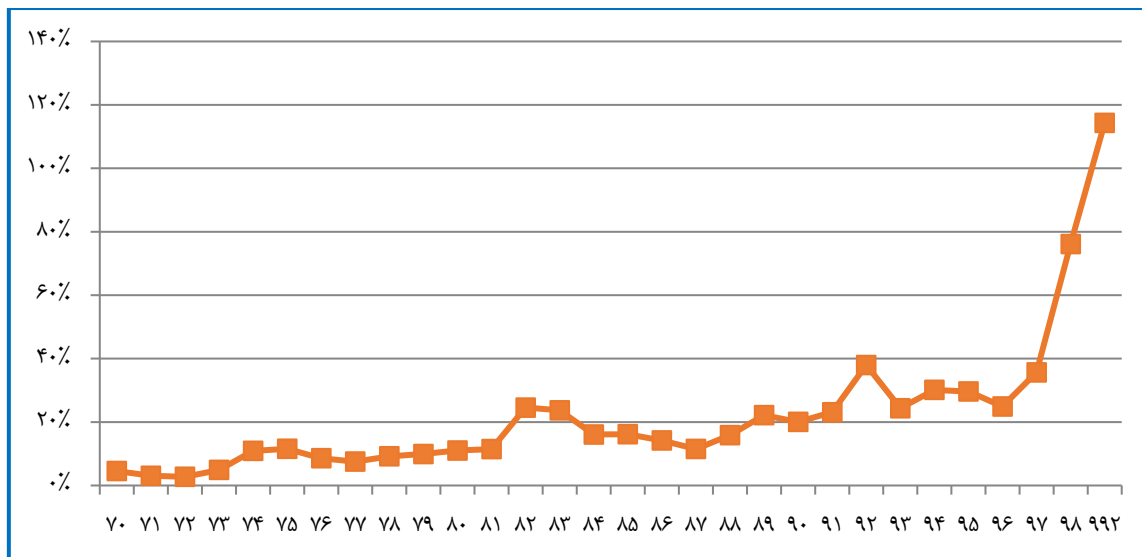
۴- مثلث نقدینگی، تولید ناخالص داخلی و تورم در بازار سرمایه

در غیاب عامل بهره‌وری در اقتصاد ایران، نیروی تورمی حاصل از شکاف نقدینگی و تولید ناخالص داخلی عامل مسلط در رشد اسمی بازار سرمایه ایران بوده است. این شکاف که در سه دهه اخیر (۱۳۷۰-۱۳۹۷) به طور متوسط در حدود ۲۳,۷ درصد بوده است، متوسط نرخ تورم ۱۵,۲۴ درصدی سالهای ۱۳۳۸-۱۳۹۷ را به حدود ۲۰ درصد در سال های ۱۳۷۰-۱۳۹۷ افزایش داده است. به عبارتی ناترازی اقتصاد ایران به طور روز افزونی افزایش یافته و نیروی تورمی مزمن در اقتصاد ایران تداوم یافته است و در شرایط موجود با توجه به تشدید رکود اقتصادی در سال ۱۳۹۹ به واسطه شیوع ویروس کرونا و پیش بینی رشد اقتصادی منفی ۶ درصدی در سال جاری و رشد ۳۰ درصدی نقدینگی، به نظر می‌رسد متوسط نرخ تورم در سال ۹۹ کمتر از ۴۰ درصد نباشد.

بر اساس تئوری مقداری پول نیز افزایش نقدینگی بر سطح تورم و سود اسمی شرکتها تاثیرگذار بوده و موجب رشد شاخص بورس می‌گردد. افزایش نقدینگی فراتر از تولید ناخالص داخلی می‌تواند با ایجاد ناترازی در هر بازاری موجب افزایش بیش از حد قیمتها گردد. در طول سه دهه گذشته نقدینگی به طور متوسط با سرعت ۲۷ درصد سالانه افزایش یافته است که در مقابل آن، تولید واقعی به طور متوسط سالانه ۳,۲ درصد، قیمت های مصرف کننده ۲۰ درصد و تولید اسمی نیز سالانه ۲۶ درصد رشد داشته است. بر این اساس اگر بازار سهام را انعکاسی از فعالیت‌های اقتصادی در نظر بگیریم قاعدتا می‌بایستی نسبت ثابتی بین ارزش بازار سهام و تولید ناخالص اسمی برقرار باشد. مگر قاعده رفتاری بازار سهام این تعادل را برهم زند. روند سه دهه گذشته این نسبت که در نمودار ۴ زیر نشان داده شده است، حاکی از نسبت متوسط ۲۰ درصدی این دو فاکتور می‌باشد. یعنی به طور میانگین ارزش بازار سهام در سه دهه گذشته حدود ۲۰ درصد تولید ناخالص داخلی اسمی را تشکیل داده است. این نسبت در پایان اردیبهشت ماه سالجاری و با لحاظ نمودن تولید اسمی برآوردی برای سال ۹۹ در حدود ۳۲,۳۷۵ هزار میلیارد ریال که بر مبنای تحقق تورم ۴۰ درصدی و رشد اقتصادی حدود منفی ۶ درصدی محاسبه گردیده است، در حدود ۱۱۴ درصد به دست می‌آید. به عبارتی ارزش بازار بورس تهران ۱,۱۴ برابر تولید ناخالص پایان سال ۹۹ خواهد بود که بسیار فراتر از میانگین ۲۰ درصدی این نسبت است. آنچه که اختلاف فاحش میانگین این نسبت و اعداد فعلی را توجیه می‌نماید، تبدیل نقدینگی و انتقال سپرده های بانکی به بازار سرمایه می‌باشد که تحت تاثیر تئوری های رفتاری اقتصادی موجب رشد ارزش بازار شده است. تاثیر نقدینگی جدید که از سوی سرمایه گذاران حقیقی و خرد به بازار سرمایه ورود پیدا نموده و موجب رشد بازار سرمایه گردیده است از منظر تعداد کدهای معاملاتی جدید که توسط سپرده گذاری مرکزی صادر شده است و خالص نقدینگی که توسط اشخاص حقیقی در ماه های اخیر به بازار تزریق گردیده و همچنین ارزش معاملات خرد که نشاندهنده اقبال عموم مردم به سرمایه

گذاری در بورس می‌باشد، در قسمت های بعدی تشریح گردیده و تاثیر ارزش معاملات بر ارزش بازار به صورت آماری نیز استدلال شده است.

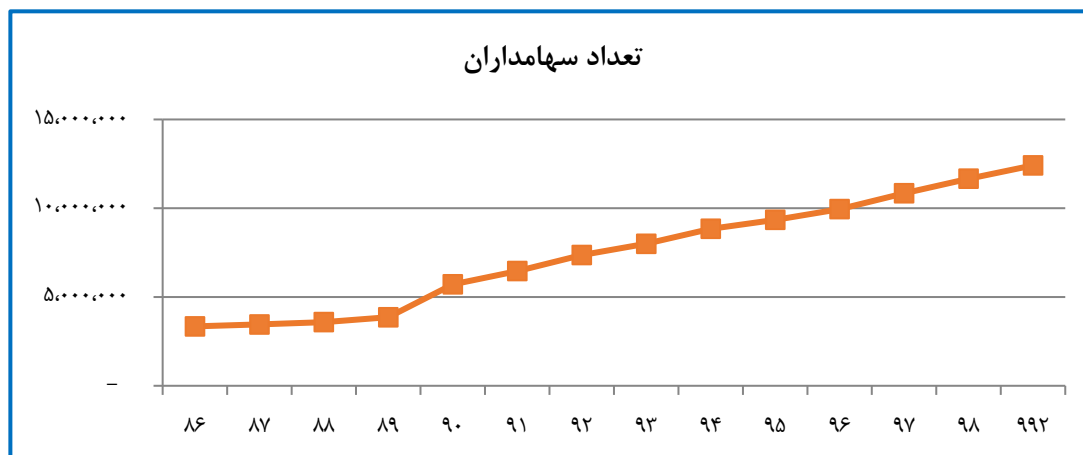
نمودار ۲۰- روند نسبت ارزش بازار بورس تهران به تولید ناخالص داخلی اسمی



اگرچه افزایش بی سابقه نسبت ارزش بازار بورس تهران به تولید ناخالص داخلی در پایان اردیبهشت ماه عمدتاً از منظر تئوری های رفتاری قابل توضیح می‌باشد ولیکن تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۸۴، افزایش ابزارها و نهادهای مالی، عرضه اولیه سهام شرکت‌های بزرگ در بورس تهران و رشد ضریب نفوذ بازار سرمایه و افزایش تعداد کدهای معاملاتی به بیش از ۱۲ میلیون کد و تعداد سهامداران فعال به بیش از ۲ میلیون نفر در پایان اردیبهشت ماه، نقش موثری در این رابطه داشته است.

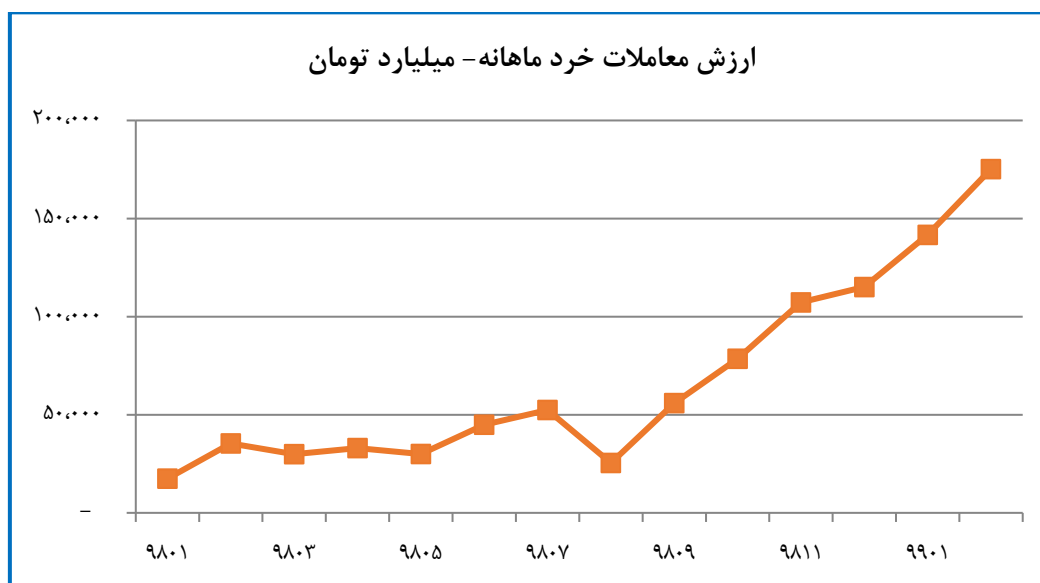
روند صدور کدهای معاملاتی جدید در ده سال اخیر که در نمودار ۵ زیر نشان داده شده است، حاکی از اقبال عمومی و افزایش ضریب نفوذ بازار سرمایه متعاقب قانون بازار اوراق بهادار می‌باشد.

نمودار ۲۱- روند صدور کدهای سهامداری جدید توسط سپرده گذاری مرکزی



با توجه به اقبال روزافزون سهامداران خرد، افزایش ارزش معاملات خرد سهام نیز که حاکی از ورود پول جدید به بازار سرمایه می‌باشد عمدتاً طی دو ماه اخیر رخ داده و موجب رشد فزاینده شاخص بازار گردیده و رشد قیمتهای سهام را در این مدت رقم زده است. روند تغییرات ماهانه ارزش معاملات خرد سهام در نمودار ۶ زیر نشان داده شده است.

نمودار ۲۲ - روند ارزش معاملات خرد ماهانه



۴-۱- نقدینگی جدید ورودی به بازار

یکی از شاخص‌هایی که برای تعیین رونق و رکود بازار استفاده می‌شود، میزان خالص حجم نقدینگی ورودی به بازار می‌باشد. بر اساس تئوری اقتصادی حجم پول، زمانی که حجم پول در بازاری افزایش می‌یابد، قدرت خرید نیز به صورت موازی افزایش خواهد یافت و در نتیجه فروشندگان تمایل ندارند تا دارایی خود را با قیمت پایین عرضه کنند. عدم جذابیت قیمت‌های پایین برای فروشندگان و همچنین افزایش تقاضای خریداران سبب می‌شود تا قیمت‌ها افزایش یافته و مادامی که قیمت‌ها بازده فروشندگان را فراهم نسازد، شاهد روند افزایشی آن خواهیم بود. این موضوع به صورت عکس نیز صادق می‌باشد و زمانی که نقدینگی از بازار خارج می‌شود طبیعتاً تقاضا در بازار افت خواهد کرد و این اتفاق سبب می‌شود تا قیمت‌ها کاهش یابند. به عبارتی زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بازار سهام مورد توجه فعالان بازار قرار می‌گیرد، به مرور زمان حجم زیادی پول وارد بازار خواهد شد و به تدریج قیمت‌ها افزایش خواهد یافت.

در جدول یک، خلاصه نقدینگی ماهانه که از ابتدای سال ۹۸ توسط اشخاص حقیقی وارد بازار سرمایه گردیده، نشان داده شده است. همانطور که ملاحظه می‌شود جریان پول جدید وارد شده به بازار از بهمن ماه سال گذشته با رشد فزاینده‌ای همراه بوده و با رشد حجم معاملات خرد روندی افزایشی را طی نموده است.

بطوریکه طی ۴ ماه اخیر بالغ بر ۵۷ هزار میلیارد تومان نقدینگی جدید از سوی اشخاص حقیقی تامین شده است.

جدول ۳- خلاصه جریان پول حقیقی وارد شده به بازار

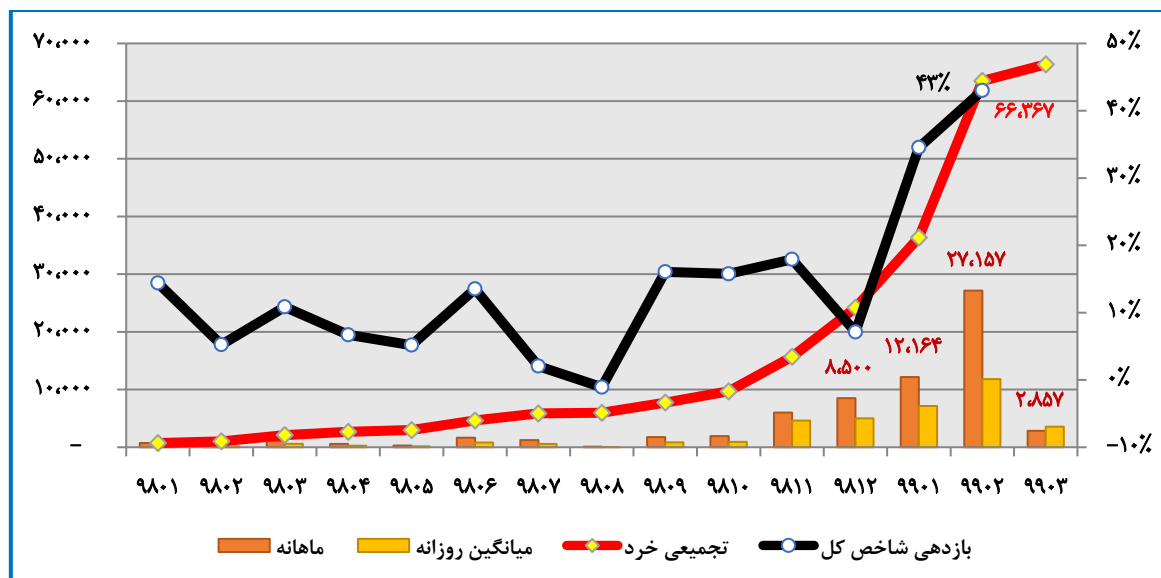
تاریخ	تعداد روز کاری	خالص ورود (خروج) نقدینگی خرد- میلیارد تومان			بازدهی شاخص کل	
		ماهانه	تجمیعی خرد	میانگین روزانه		
۹۸۰۱	۱۶	۷۳۰	۷۳۰	۴۵۶	۲۰۴,۳۷۵	۱۴٪
۹۸۰۲	۲۲	۲۹۵	۱,۰۲۵	۱۳۴	۲۱۵,۰۹۲	۵٪
۹۸۰۳	۱۸	۱,۰۸۶	۲,۱۱۱	۶۰۳	۲۳۴,۸۷۹	۱۱٪
۹۸۰۴	۲۲	۵۶۲	۲,۶۷۳	۲۵۵	۲۵۳,۰۵۷	۷٪
۹۸۰۵	۲۰	۳۰۵	۲,۹۷۸	۱۵۳	۲۶۶,۱۲۷	۵٪
۹۸۰۶	۲۰	۱,۶۶۲	۴,۶۴۰	۸۳۱	۳۰۲,۱۰۴	۱۴٪
۹۸۰۷	۲۱	۱,۲۲۸	۵,۸۶۸	۵۸۵	۳۰۸,۳۱۵	۲٪
۹۸۰۸	۱۸	۱۰۸	۵,۹۷۶	۶۰	۳۰۴,۹۹۷	-۱٪
۹۸۰۹	۲۱	۱,۷۶۸	۷,۷۴۴	۸۴۲	۳۵۳,۹۹۷	۱۶٪
۹۸۱۰	۲۱	۱,۹۴۵	۹,۶۸۹	۹۲۶	۴۰۹,۸۰۷	۱۶٪
۹۸۱۱	۱۳	۶,۰۰۰	۱۵,۶۸۹	۴,۶۱۵	۴۷۸,۷۵۵	۱۸٪
۹۸۱۲	۱۷	۸,۵۰۰	۲۴,۱۸۹	۵,۰۰۰	۵۱۲,۹۰۰	۷٪
۹۹۰۱	۱۷	۱۲,۱۶۴	۳۶,۳۵۳	۷,۱۵۵	۶۹۰,۰۳۶	۳۵٪
۹۹۰۲	۲۳	۲۷,۱۵۷	۶۳,۵۰۹	۱۱,۸۰۷	۹۸۶,۷۵۹	۴۳٪
۹۹۰۳	۸	۲,۸۵۷	۶۶,۳۶۷	۳,۵۷۲	۱,۰۶۸,۸۴۴	۸٪

افزایش محسوس نقدینگی ورودی به بازار سرمایه طی این مدت که بیشتر از سوی سهامداران جدید تامین شده است، منجر به افزایش تقاضا در سهام و رشد قیمت‌ها گردیده و بر این اساس تنها عامل مسلط رشد بازار بورس تهران را نقدینگی انتقالی از بازار پول می‌توان در نظر گرفت چرا که تغییرات شاخص کل همبستگی بالایی با حجم نقدینگی روزانه ورودی توسط اشخاص حقیقی به بازار داشته است. در این جدول همچنین میزان بازدهی ماهانه شاخص کل و میانگین حجم روزانه پول ورودی خرد نشان داده شده است. همانطور که ملاحظه می‌شود با افزایش نقدینگی خرد در ماههای بهمن و اسفند، بازدهی شاخص کل رشد چشمگیری داشته است و در ماه‌هایی که ورود نقدینگی با کاهش همراه بوده است، شاخص کل نیز از رشد کمتری برخوردار بوده است.

در نمودار ۷، روند میانگین روزانه نقدینگی جدید ورودی به بازار سرمایه در مقایسه با مقادیر ماهانه و بازدهی شاخص کل نشان داده شده است. همانطور که ملاحظه می‌شود، میانگین روزانه پول ورودی به بازار از ابتدای

بهمن ماه تاکنون بیش از ۷۰۰ میلیارد تومان بوده است که این مقدار بالغ بر سه صدم درصد از نقدینگی جاری می باشد.

نمودار ۲۳ - روند نقدینگی ورودی به بازار سرمایه در مقایسه با بازدهی شاخص کل

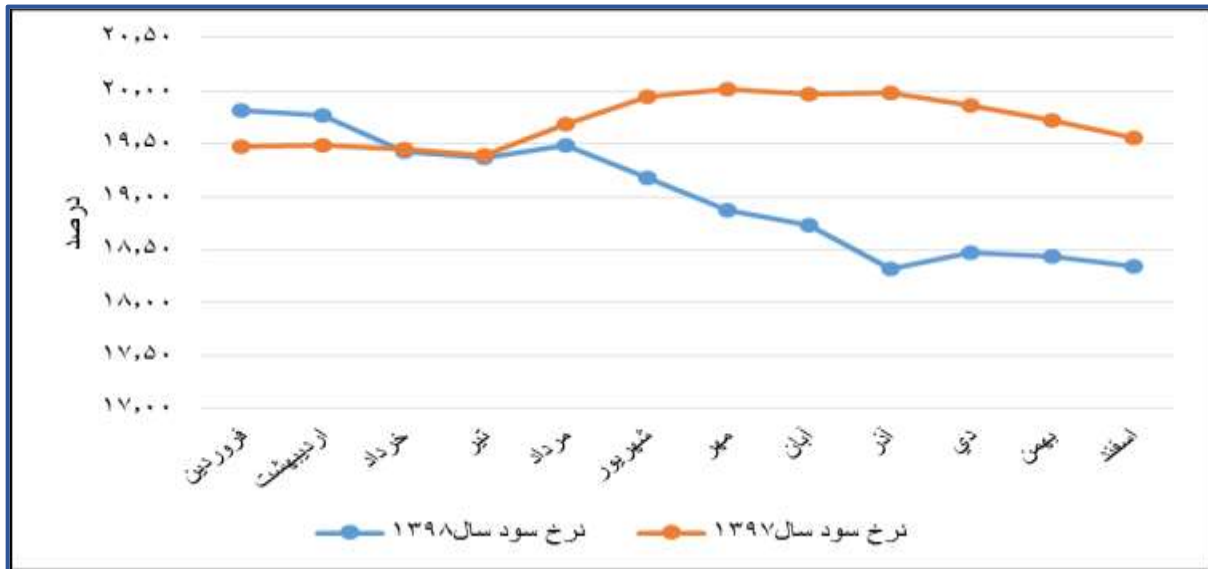


با توجه به نسبت ۸۵ درصدی شبه پول به پول در پایان آذرماه ۹۸ و رشد ۵۰ درصدی حجم پول در آذرماه ۹۸ نسبت به آذر ۹۷ (بر اساس آخرین گزارش منتشر شده بانک مرکزی)، برآورد می شود طی ۴ ماه اخیر بیش از ۶۰ هزار میلیارد تومان از سپرده های بانکی و شبه پول به پول در گردش اضافه شده باشد. با لحاظ نمودن حجم پول در پایان آذرماه بالغ بر ۳۶۴ هزار میلیارد تومان، برآورد می شود حجم پول از بابت تبدیل سپرده های بانکی و انتقال به بازار سرمایه تا پایان اردیبهشت ماه به میزان ۶۰ هزار میلیارد تومان افزایش یافته باشد که حاکی از رشد ۱۷ درصدی حجم پول نسبت به آذرماه می باشد. با لحاظ نمودن نرخ رشد ۵۰ درصدی حجم پول در آذر ۹۸ نسبت به آذر ۹۷ در شرایط تورمی سال گذشته و نقدینگی ۶۰ هزار میلیارد تومانی وارد شده به بازار سرمایه طی ۵ ماه اخیر و از سویی رونق معاملات مسکن و خودرو در اردیبهشت ماه، برآورد می شود حجم پول در پایان اردیبهشت ماه به بیش از ۵۰۰ هزار میلیارد تومان افزایش یافته باشد. با احتساب نقدینگی ۲۴۷۲۱ هزار میلیارد ریالی در پایان سال ۹۸ و برآورد آن در پایان اردیبهشت ماه در حدود ۲۶,۰۰۰ هزار میلیارد ریال، برآورد می شود حجم پول در حدود ۱۹,۲ در صد از نقدینگی را تشکیل دهد که نسبت به آذرماه به میزان ۲۸ در صد به لحاظ وزنی به آن افزوده شده است. با توجه به کاهش سه درصدی نرخ سود سپرده بانکی از ۱۸ به ۱۵ در صد و احتمال پائین برگشت این حجم از نقدینگی به نظام بانکی با توجه به انتظارات تورمی بیش از ۴۰ درصدی برای سال ۹۹، تغییر قیمت سایر دارایی ها در صورت خروج نقدینگی خلق شده در بازار سرمایه به سایر بازارها دور از انتظار نمی باشد.

۴-۲- نرخ سود بین بانکی

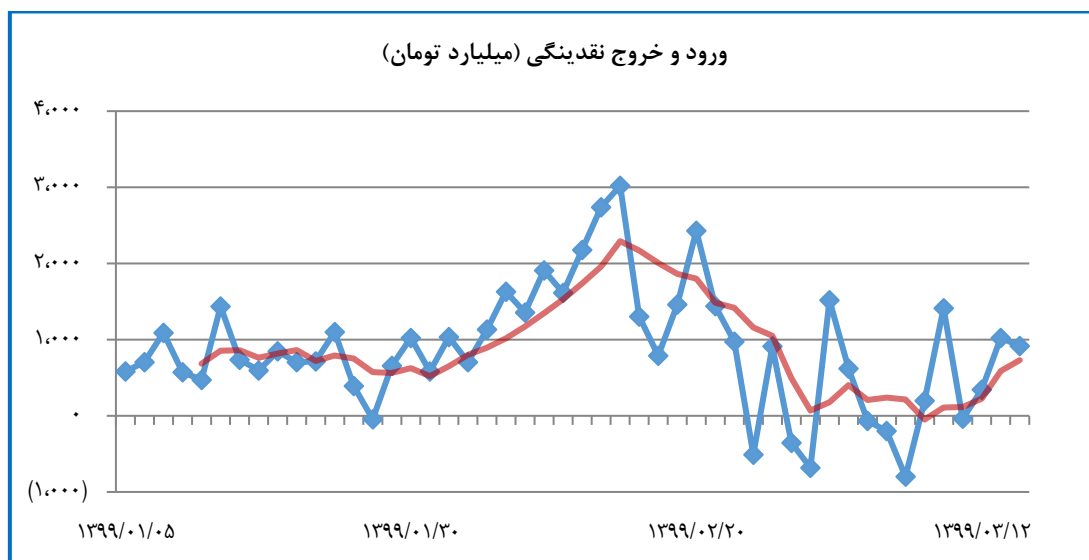
همانطور که در نمودار ۸ نیز نشان داده شده است، روند نرخ سود بین بانکی بر اساس گزارش‌های بانک مرکزی، کاهش یافته است که انتظار می‌رود با توجه به حجم اوراق قابل انتشار برای سال ۹۹، این نرخ بتواند تا شهریور ماه سطوح فعلی خود را حفظ نماید.

نمودار ۲۴- نرخ سود بین بانکی



نمودار تغییرات روزانه و میانگین موزون متحرک حجم نقدینگی جدید حقیقی وارد شده به بازار سهام طی سه ماه اخیر در نمودار ۹ نمایش داده شده است. در این نمودار، خط قرمز رنگ، میانگین متحرک ۵ روزه ورود نقدینگی به بازار سرمایه می‌باشد که روند آن حاکی از افزایشی بودن روند و تداوم ورود نقدینگی به بازار سرمایه می‌باشد.

نمودار ۲۵ - خالص ورود نقدینگی خرد در سه ماه اخیر



۳-۴- رابطه رگرسیونی بازدهی شاخص کل و نقدینگی

با استفاده از داده های ۱۵ دوره ماهانه خالص نقدینگی ورودی به بازار سرمایه و بازدهی شاخص کل، رابطه رگرسیونی ساده بین این دو متغیر بررسی گردید. همانطور که در جدول ۲ نیز مشخص می‌باشد، نقدینگی جدید قابلیت برآورد تغییرات شاخص کل را بمیزان ۷۳ درصد دارد که نشان از اثرگذاری بالای عامل نقدینگی در بازار سرمایه می‌باشد

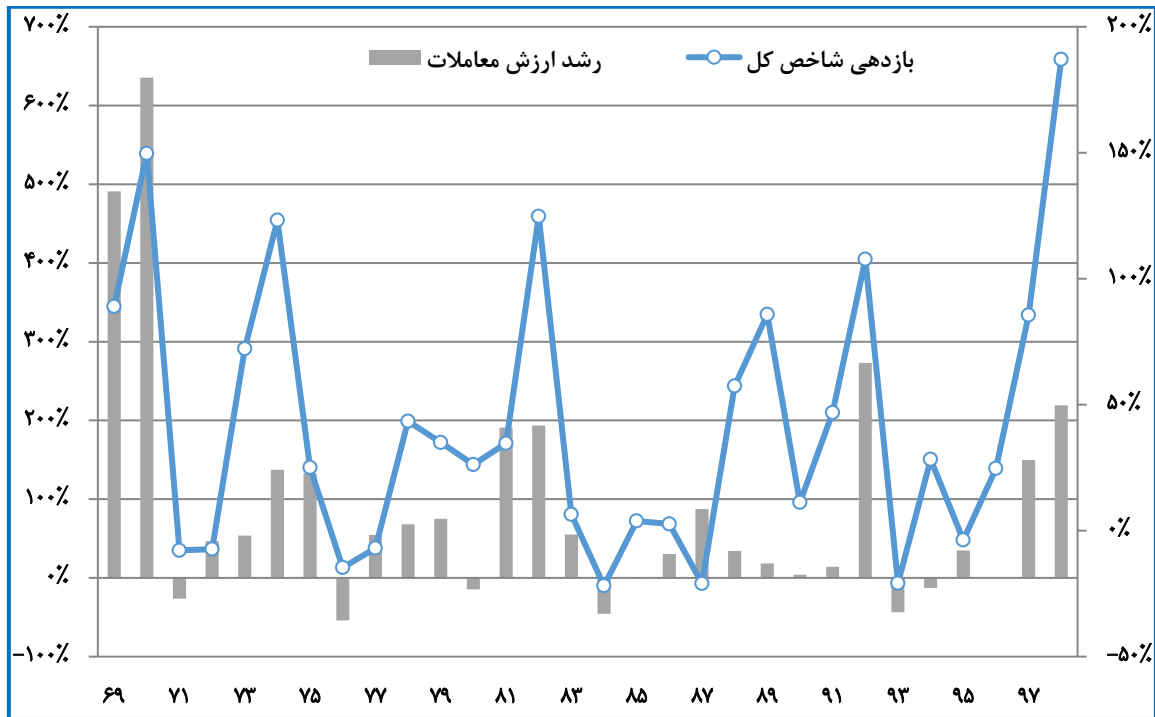
جدول ۴ - ضریب همبستگی در رابطه رگرسیونی شاخص کل و نقدینگی خرد ورودی

Regression Statistics	
Multiple R	0.85212
R Square	0.726108
Adjusted R Square	0.70504
Standard Error	0.064029
Observations	15

۴-۴- ارزش معاملات و بازدهی شاخص کل

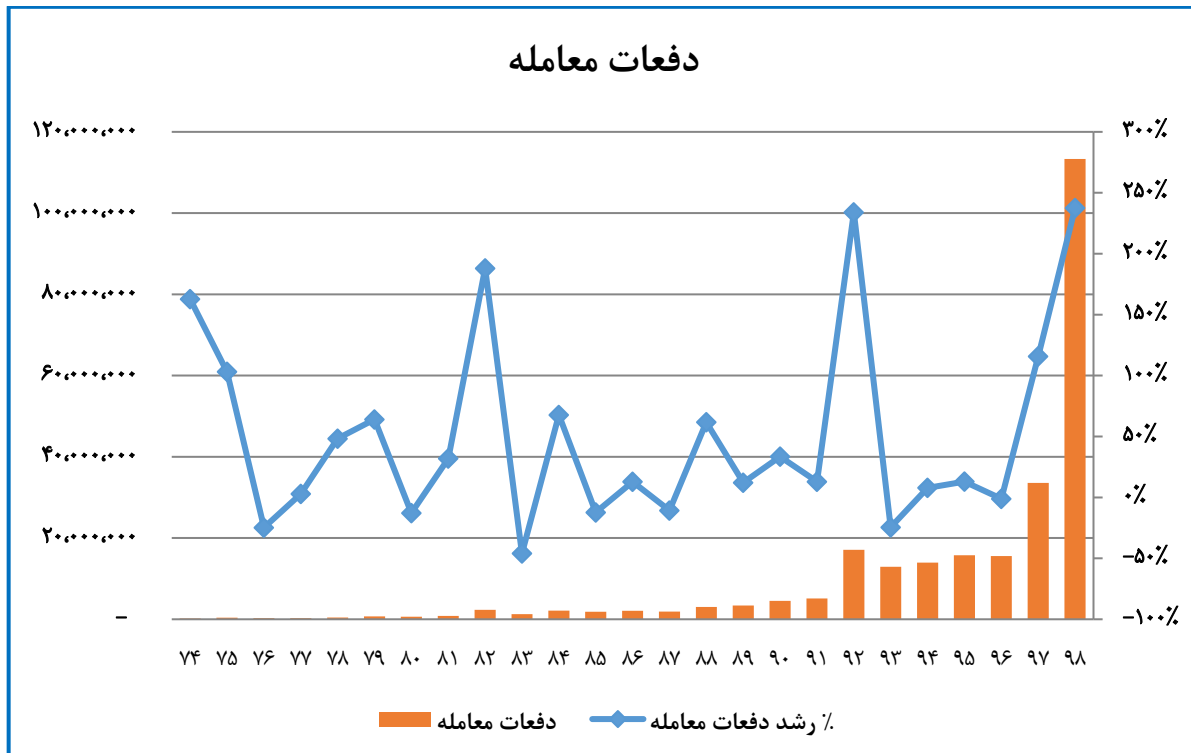
روند ارزش معاملات سهام در بورس تهران طی ۳۰ سال اخیر در نمودار ۱۰ زیر به تصویر کشیده شده است. این روند حاکی از رابطه مستقیم ارزش معاملات با بازدهی شاخص کل می‌باشد و در سال‌هایی که ارزش معاملات با رشدهای خیره کننده‌ای همراه بوده، بازار سرمایه نیز رشد نموده است. به عبارت دیگر شاخص ارزش معاملات یک اندیکاتور رونق بازار سرمایه می‌باشد که از یکسو ورود نقدینگی جدید به بازار سرمایه را علامت دهی می‌نماید و از سوی دیگر بیانگر عمق بازار و میزان سهام شناور شرکتها می‌باشد. همانطور که در نمودار زیر مشاهده می‌شود در سال‌های ۹۳ تا ۹۶ که بازار سرمایه به دلیل رشد سپرده‌های بانکی و افزایش ضریب فزاینده نقدینگی و عدم انتقال نقدینگی به بازار سرمایه با رکود همراه بود، ارزش معاملات نیز در پایینترین سطح خود قرار داشت و با افزایش تورم و انتقال نقدینگی انباشت شده در بازار پول به بازار سرمایه در اواخر سال ۹۶، ارزش معاملات بتدریج با رشدهای چشمگیری همراه شد و شاخص بورس نیز بر همین اساس اعداد بسیار بالایی را تجربه نمود. در صورتیکه رابطه رگرسیونی بین بازدهی شاخص کل و تغییرات ارزش معاملات را طی سی سال اخیر ترسیم نمائیم، ضریب همبستگی در حدود ۴۷ درصد تعیین می‌شود. به عبارتی تغییرات ارزش معاملات می‌تواند در حدود ۵۰ درصد از بازدهی شاخص کل را تبیین نماید.

نمودار ۲۶ - روند ارزش معاملات و بازدهی شاخص کل



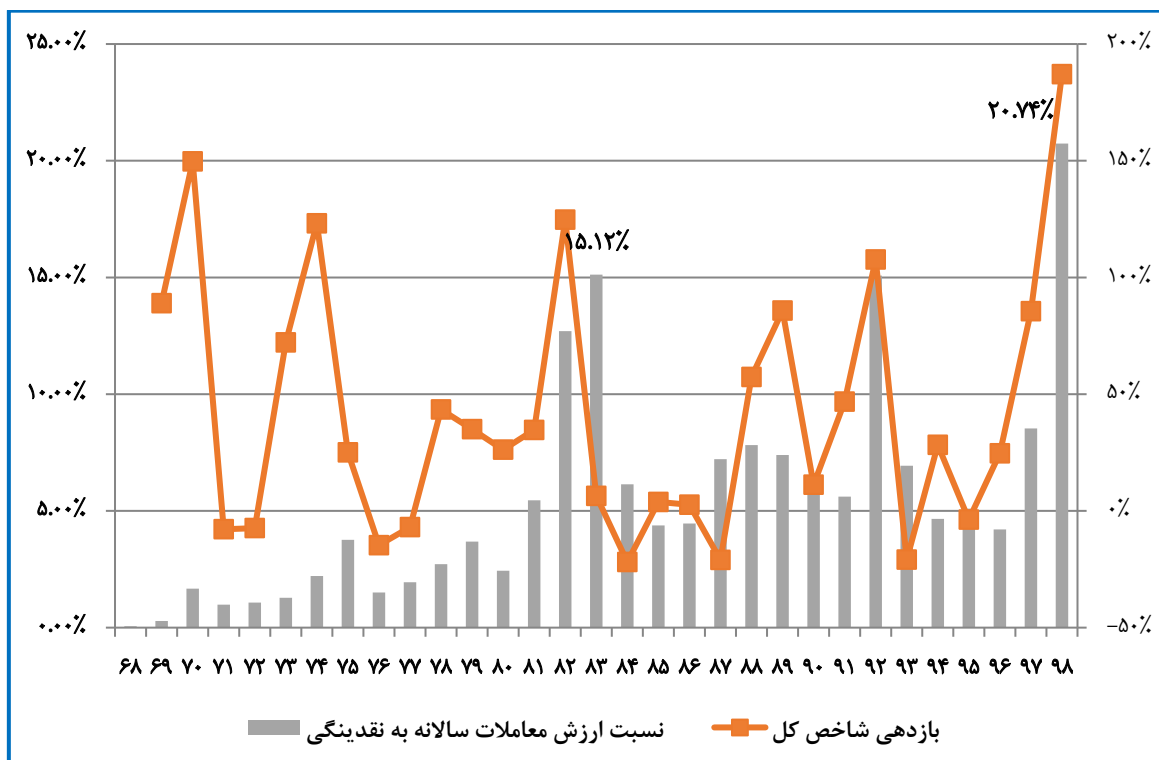
با رشد ارزش معاملات در دو سال اخیر، تعداد دفعات معامله نیز از رشد محسوس در سال ۹۹ برخوردار بوده است و همانطور که در نمودار ۱۱ نشان داده شده است، در سال ۹۸، ۲۳۸ درصد نسبت به سال ۹۷ رشد داشته است.

نمودار ۲۷ - تعداد دفعات معامله در بورس تهران



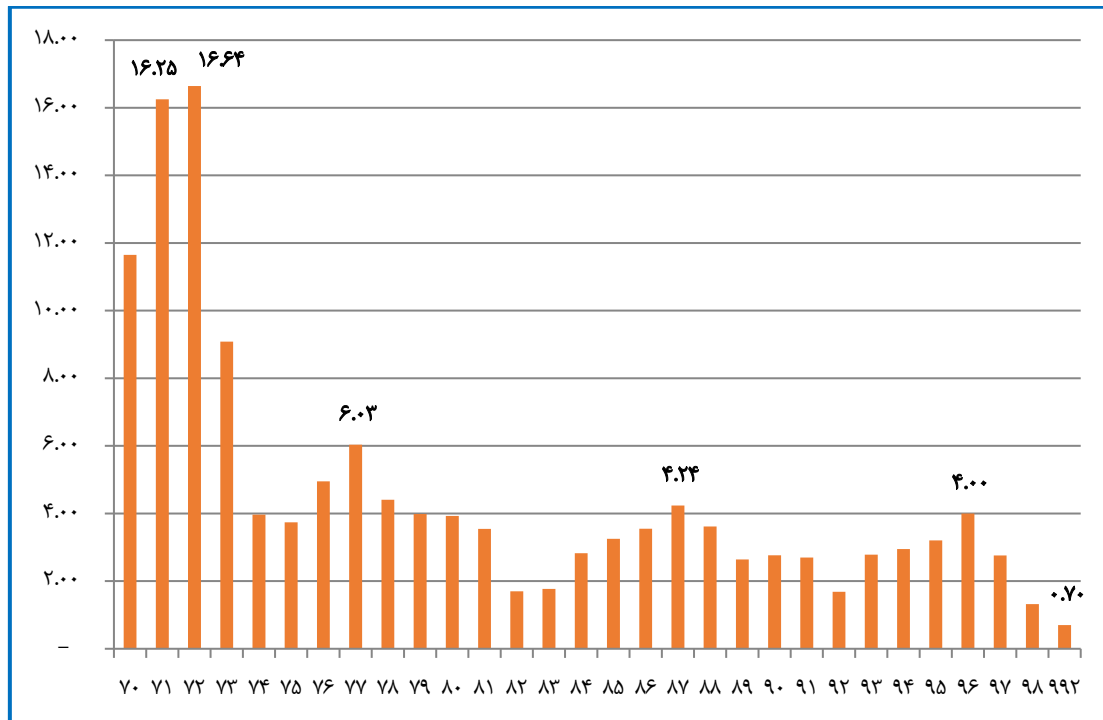
یکی از شاخص‌هایی که حباب بازار سهام را بر اساس نقدینگی و ارزش معاملات پیش‌بینی می‌نماید، نسبت ارزش معاملات سالانه به نقدینگی می‌باشد. نمودار ۱۲ روند این نسبت را در سی سال اخیر نشان می‌دهد. متوسط این نسبت در طول سی سال گذشته (۶۸-۹۸)، ۵,۵۳ درصد بوده است که در پایان سال ۹۸ به حدود ۲۰,۷۴ درصد رسیده است. البته رشد این نسبت از سویی بدلیل افزایش سهام‌شناور و تعداد سهامداران فعال که منجر به رشد ارزش معاملات و تعمیق بازار سرمایه گردیده نیز بوده است.

نمودار ۲۸ - روند نسبت ارزش معاملات سالانه بورس تهران به حجم نقدینگی



روند نسبت نقدینگی به ارزش بازار بورس تهران در سی سال اخیر و از سال ۷۰ تا اردیبهشت ۹۹ نیز در نمودار ۱۳ زیر نشان داده شده است. با رشد نقدینگی در سال‌های ۹۳-۹۶ و عدم رشد بازار سرمایه طی این مدت، این نسبت در پایان سال ۹۶ به بالاترین میزان خود در دهه ۹۰ و حدود ۴ رسید و با رشد بازار در پایان اردیبهشت ماه این نسبت به ۰,۷ واحد کاهش یافت. روند این نسبت حاکی از آنست که بازار بی‌شتر نقدینگی خلق شده طی سال‌های ۹۳-۹۶ را به طور کامل جذب نموده است و مقدار غیر عادی این نسبت در اردیبهشت ماه با توجه به روند گذشته دلالت بر عدم تعادل در کلیه بازارها دارد و به نظر می‌آید محرک‌های بازار سرمایه عواملی فراتر از نقدینگی، سودآوری و ارزش‌های جایگزینی باشد.

نمودار ۲۹ - روند نسبت نقدینگی به ارزش بازار بورس تهران

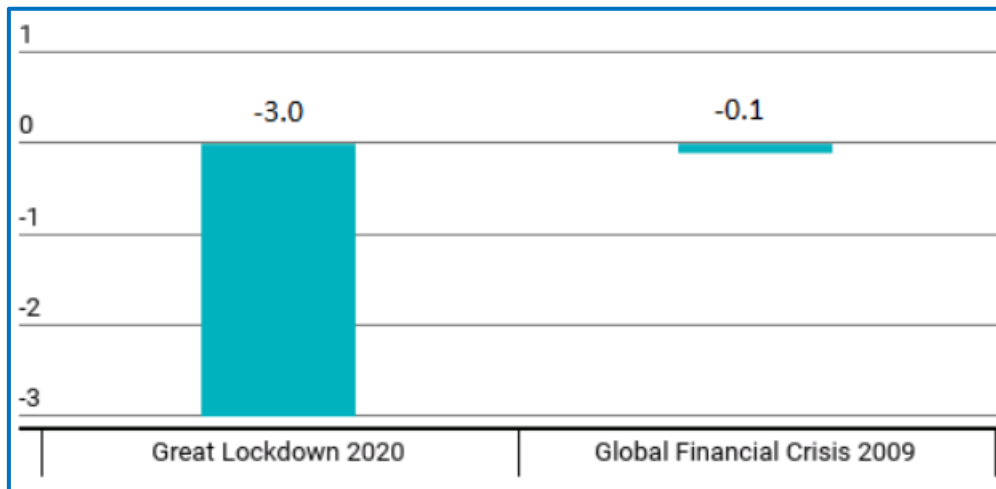


۵- قیمت‌های جهانی کالا

از آنجائیکه اقتصاد ایران بیشتر یک اقتصاد کالایی بوده و درآمد شرکت‌های بزرگ از محل صادرات مواد خام معدنی و یا فلزات اساسی تامین می‌شود، می‌توان گفت بخش عمده ارزش افزوده اقتصادی ایران به وضعیت رشد اقتصاد جهانی وابستگی دارد. شیوع ویروس کرونا و تعطیلی کسب و کارها در ماه‌های اخیر، موجب شده تا تحلیلگران اقتصادی پیش‌بینی‌های خود در خصوص نرخ رشد اقتصادی در بسیاری از اقتصادها را تعدیل نمایند و کاهش قابل توجهی را لحاظ کنند. با این رویکرد و توجه به کاهش حدود ۳۰ درصدی قیمت جهانی کالا در اوایل سه ماهه دوم میلادی و کاهش تقاضای بین‌المللی، انتظار می‌رود شرکت‌های صادراتی نیز با کاهش دلاری درآمد در گزارشات فصلی خود روبرو باشند که با توجه به افزایش اخیر قیمت ارز نیمایی، برآیند کاهش مقداری صادرات، نهایتاً منجر به افزایش فروش ریالی شرکتها گردد.

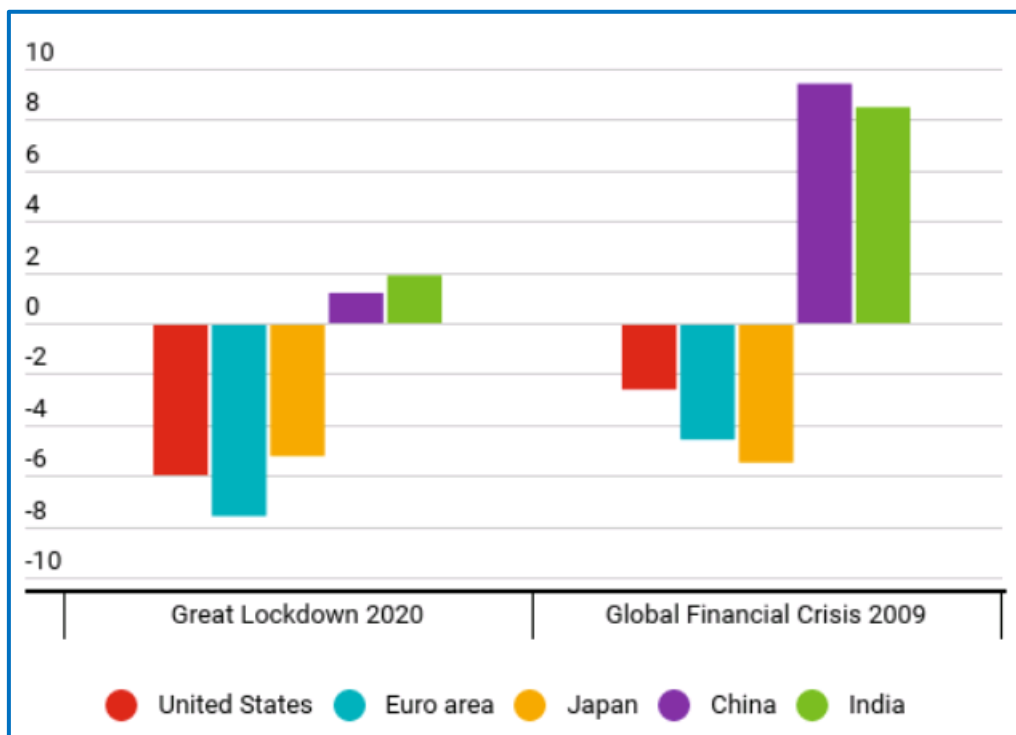
رکود کرونایی اقتصادها بسیار شدیدتر از بحران مالی ۲۰۰۹ بوده است (شکل یک) و موجب شده تا در بسیاری از کشورها، نرخ رشد اقتصادی به واسطه کاهش تقاضا و عمدتاً در بخش زنجیره تامین به شدت کاهش یابد.

شکل ۱ - مقایسه رشد اقتصادی جهانی در سال ۲۰۲۰ و رکود سال ۲۰۰۹



همانگونه که در شکل ۲ زیر نشان داده شده، تاثیر انقباض اقتصادی در کشورهای توسعه یافته در سال ۲۰۲۰ بسیار بیشتر از کشورهای نوظهور بوده است.

شکل ۲ - مقایسه میزان رکود اقتصادی سال ۲۰۲۰ و ۲۰۰۹ در کشورهای توسعه یافته و نوظهور



از آنجائیکه میزان صادرات و درآمد فروش شرکت‌های ایرانی و در نهایت قیمت سهام این شرکت‌ها وابستگی بالایی به قیمت کالا و میزان رشد اقتصادی کشورهای بزرگ که تقاضای کل جهانی را رقم می‌زنند دارند، در جدول ۳، رشد اقتصادی برآورد شده توسط صندوق بین‌المللی پول برای کشورهای بزرگ و برخی کشورهای طرف تجاری ایران ارائه شده است.

جدول ۵ - رشد اقتصادی کشورهای منتخب در سال ۲۰۲۰ و ۲۰۲۱

رشد اقتصادی (تغییرات سالانه)	۲۰۱۹	۲۰۲۰	۲۰۲۱
جهان	۲,۹	(۳,۰)	۵,۸
اقتصادهای پیشرفته	۱,۷	(۶,۱)	۴,۵
آمریکا	۲,۳	(۵,۹)	۴,۷
حوزه اروپا	۱,۲	(۷,۵)	۴,۷
چین	۶,۱	۱,۲	۹,۲
هند	۴,۲	۱,۹	۷,۴
روسیه	۱,۳	(۵,۵)	۳,۵
ترکیه	۰,۹	(۵,۰)	۵
عراق	۳,۹	(۴,۷)	۷,۲
ایران	(۷,۶)	(۶,۰)	۳,۱

لذا از منظر قیمت‌های جهانی کالا، برآورد می‌شود با توجه به انتظار بهبود تقاضا در سه ماهه سوم میلادی، قیمت کالا از ثبات لازم برای تقویت سودآوری شرکتهای صادراتی برخوردار باشد و سود اسمی شرکت‌ها با افزایش قیمت ارز نیز با افزایش همراه باشد و بر سودآوری شرکتها و قیمت بازار آنها نیز تاثیرگذار باشد.

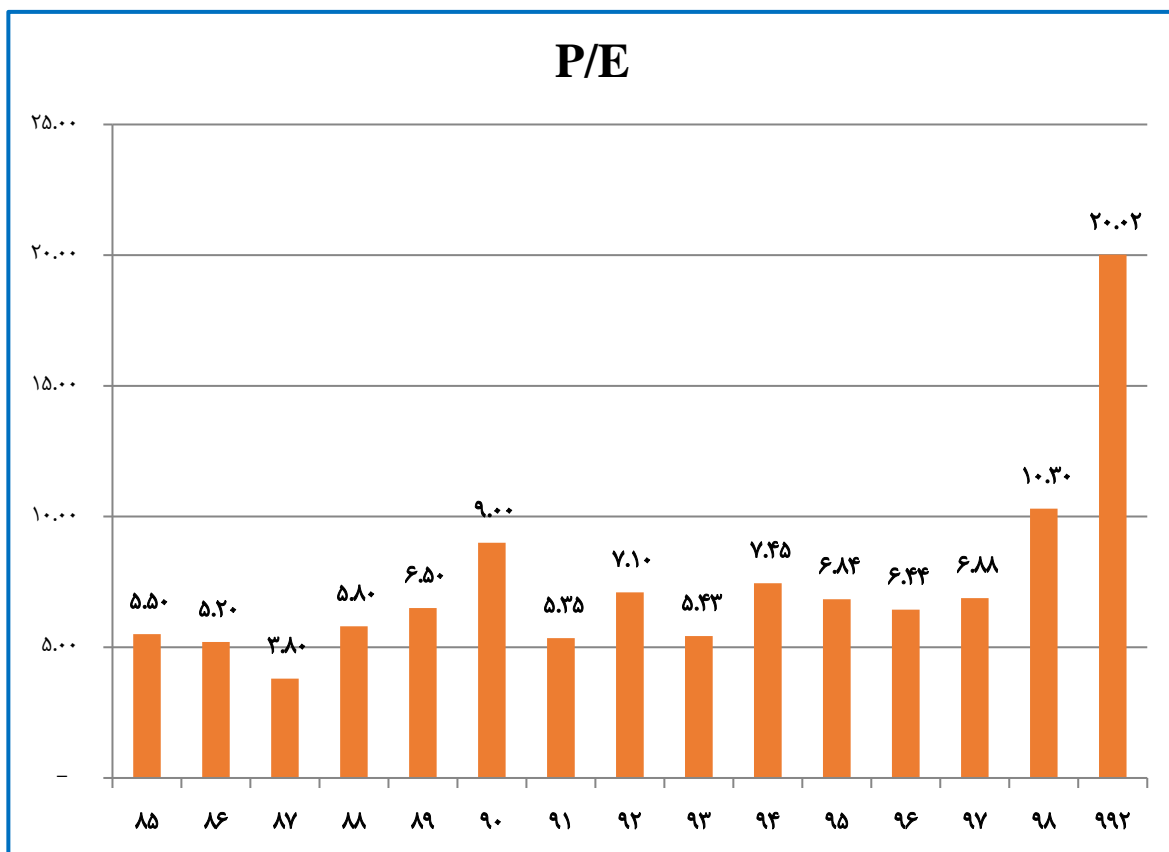
۶- کسری بودجه دولت

صرفنظر از ریسک‌هایی که همواره درباره وصول منابع نفتی و غیر نفتی برآوردی وجود دارد، بودجه ۱۳۹۹ از حیث تحقق درآمدهای نفتی و مالیاتی با ریسک عمده‌ای روبه‌رو می‌باشد و به دلیل تداوم سیاست‌های غیرکارای مالی دولت و منبع محور بودن اقتصاد ایران، استمرار کسری بودجه در سال‌های آتی نیز بعید به نظر نمی‌آید. از انجائیکه محل تامین کسری بودجه منابع صندوق توسعه ملی و انتشار اوراق بدهی از سوی دولت می‌باشد، به نظر می‌رسد دولت تا پایان ۱۳۹۹ با کسری بودجه بیش از ۲۰۰ هزار میلیارد تومان روبرو باشد که با توجه به رویه دولت در سال‌های قبل، پیش‌بینی می‌شود پایه پولی از این محل در سال ۹۹ نیز افزایش یابد و علیرغم کاهش موقت نرخ سود سپرده و اسناد خزانه در ابتدای سال ۹۹، نقدینگی بتواند از این محل رشدی بسیار بیشتر از میانگین‌های تاریخی خود داشته باشد. این موضوع بر حجم پول در گردش و قیمت‌های کالا و خدمات تاثیرگذار خواهد بود. رشد قیمت‌های دارایی‌ها و خدمات بر سود اسمی شرکتها موثر خواهد بود و موجب رشد سطح قیمت‌های سهام شرکتها می‌گردد. لذا انتظار می‌رود بازار سهام از محل کسری بودجه دولت از یکسو با فشار بر نقدینگی و رشد پایه پولی و از سوی دیگر با واگذاری باقیمانده سهام دولت و انتشار اوراق، نیروی لازم برای رشد خود داشته باشد.

۷- نسبت قیمت به عایدی

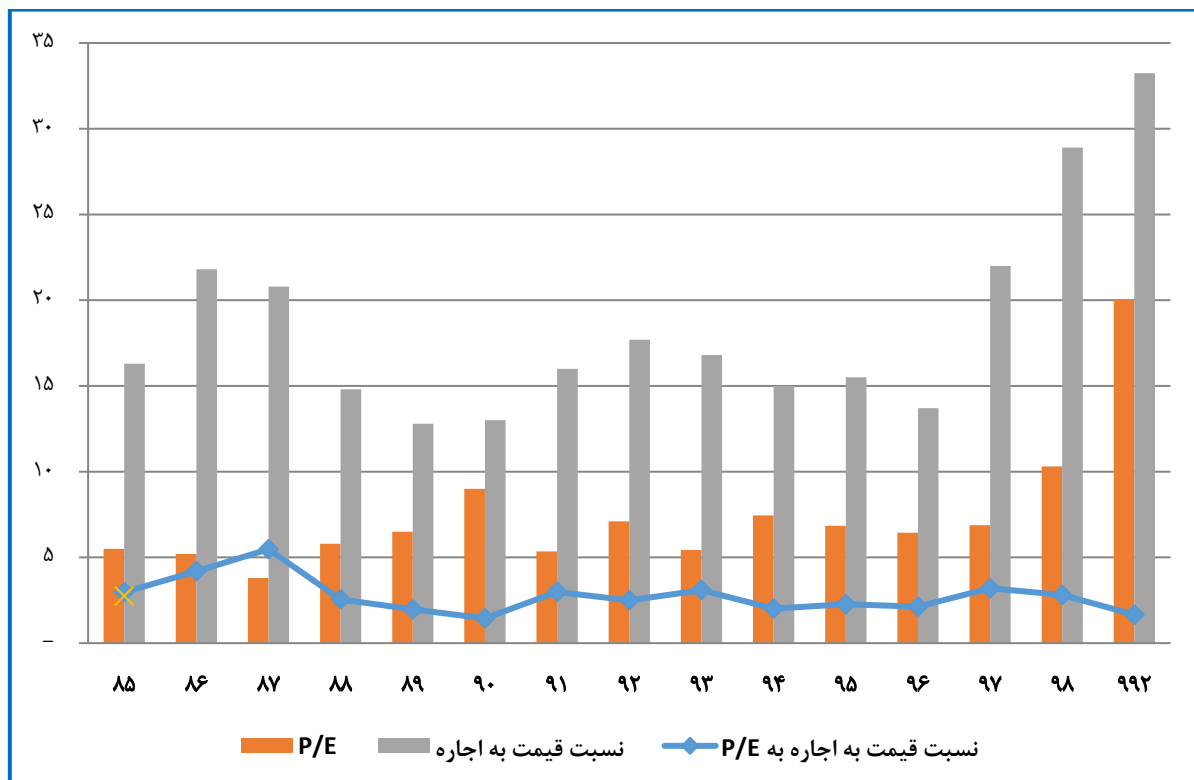
یکی از شاخص‌های ارزشگذاری دارایی‌های مالی استفاده از روش ضرایب در مقایسه با سایر بازارها می‌باشد. در این روش که بیشتر از نسبت قیمت به عایدی یا P/E استفاده می‌شود، می‌توان حساب یک دارایی خاص را نسبت به ارزش‌های ذاتی و قیمت‌های معاملاتی آن ارزیابی نمود. نمودار ۱۴ روند ده ساله متوسط نسبت قیمت به عایدی شرکتهای بورس تهران را نشان می‌دهد. این نسبت که نشان‌دهنده مجموع ارزش بازار به سود ۱۲ ماهه گذشته (TTM) سهام شرکتهای بورسی می‌باشد، در پایان اردیبهشت ماه به بیش از ۲۰,۰۲ واحد رسیده است که بیانگر بازدهی ۵ درصدی بازار با توجه به قیمت‌های فعلی سهام می‌باشد. میانگین بلندمدت این شاخص در حدود ۷ می‌باشد که با توجه به افزایش حجم نقدینگی و ارزش معاملات و در نتیجه رشد قیمت‌ها، این نسبت به بیش از ۲ برابر افزایش یافته است. البته از آنجائیکه در محاسبه این نسبت از میانگین سود ۱۲ ماهه گذشته شرکتهای استفاده می‌شود و مجموع سود TTM شرکتهای بورسی در پایان اردیبهشت بالغ بر ۱۷۰ هزار میلیارد تومان با احتساب میانگین نرخ ارز در سامانه نیما در سال گذشته در حدود ۱۱۵,۰۰۰ ریال بوده است و در حال حاضر نرخ دلار نیمایی به حدود ۱۶۰,۰۰۰ ریال و بیش از ۴۰ درصد افزایش یافته، به نظر می‌رسد این نسبت در ماههای آینده با گزارش‌های فروش جدید شرکتهای اصلاح و کاهش یابد و انتظار می‌رود به حدود ۱۲-۱۴ واحد در ماههای پیش رو تعدیل گردد.

نمودار ۳۰- روند نسبت قیمت به عایدی بازار بورس تهران



در مقایسه با شاخص قیمت به عایدی در بازار سهام، شاخص قیمت به اجاره در بازار مسکن نیز با رشد خیره کننده‌ای همراه بوده است. همانطور که روند این نسبت در نمودار ۱۵ نشان داده شده در حال حاضر به سطوح بالایی رسیده که در سی سال اخیر بی سابقه بوده است. این شاخص که معمولاً برای سنجش حباب قیمت و برآورد مسیر آینده تورم ملکی مورد استفاده قرار می‌گیرد، بر اساس آخرین آمار و اطلاعات بازار ملک، در پایان اسفندماه در سطح ۲۸٫۹ مرتبه قرار داشته است. این نسبت طی دوره‌های مختلف رکود و رونق معاملات مسکن در دامنه ۱۴ تا حداکثر ۲۵ مرتبه در نوسان بوده به طوری که در زمان جهش‌های قیمتی سطح میانگین قیمت مسکن به حد اکثر ۲۸ برابر متوسط اجاره بهای سالانه آپارتمان افزایش پیدا کرده و پس از آن با افت قیمت واقعی، نسبت مذکور به کف متعارف بازگشته است.

نمودار ۳۱ - روند نسبت قیمت به اجاره در بازار مسکن (P/R) در مقایسه با نسبت قیمت به عایدی (P/E)



بر این اساس با توجه به افزایش دو برابری این نسبت با توجه به ارقام میانگین آن، به نظر می‌رسد رشد نسبت قیمت به عایدی در بازار سهام نیز از ناحیه عامل دیگری غیر از سودآوری و ارزش‌های جایگزینی تعیین شده است که بصورت مشترک موجب افزایش نسبت قیمت به عایدی و قیمت به اجاره در بازار مسکن گردیده است.

لذا با توجه به نرخ رشد ۵۰ درصدی حجم پول در آذرماه سال گذشته که با توجه به آنچه قبلاً عنوان شد انتظار می‌رود در حال حاضر بیش از ۷۰ درصد افزایش داشته باشد، دو بازار مسکن و سرمایه متاثر از

افزایش حجم پول و انتظارات تورمی ناشی از رشد قیمت ارز به بالای ۱۷۰,۰۰۰ ریال بوده است و لذا انتظار نمی‌رود این دو بازار بدون کاهش نرخ ارز و انتظارات تورمی با کاهش و یا افت محسوسی همراه باشند.

۸- افزایش تعداد IPO

با روند فزاینده اقبال عمومی به بازار سرمایه و جاری شدن سیل نقدینگی بر روی سهام موجود در بورس تهران و افزایش شکاف قیمتی بین شرکتهای بورسی و شرکتهای مشابه غیر بورسی و همچنین رشد چندصد درصدی قیمت سهام شرکتهای جدیدالورود نسبت به قیمت‌های کارشناسی در عرضه اولیه، بسیاری از شرکتهای سرمایه‌گذاری و یا شرکتهای غیر بورسی که در سبد دارایی‌های خود مجموعه‌هایی قابل عرضه داشتند روانه سازمان بورس شده‌اند تا سهام این شرکتهای را هر چه سریعتر در این بازار عرضه نمایند. از سویی انتشار اخباری همچون عدم رسیدگی مالیاتی سنوات قبل شرکتهایی که در سال ۹۹ در بازار سرمایه پذیرش شوند به آتش این جریان دامن زده و صف شرکتهای متقاضی پذیرش در بازار را دوچندان نموده است. اگرچه این پدیده در بسیاری از اقتصادها، حباب قیمتی بازار را علامت دهی می‌کند و به طور کلی زمانیکه تقاضا برای پذیرش در بورس علیرغم محدودیت‌های کنترلی و مالکیتی و مالیاتی که پذیرش سهام برای شرکتهای ایجاد می‌کند، در یک بازار مالی افزایش می‌یابد، پیش‌زمینه تحقق حباب قیمتی سهام به حساب می‌آید. در حال حاضر افزایش نقدینگی و قیمت سهام منجر به افزایش سفته‌بازی در بازار ثانویه و عدم تامین مالی شرکتهای در بازار اولیه گردیده است، افزایش سرمایه شرکتهای به صورت اسمی و بدون لحاظ نمودن صرف سهام و تامین نقدینگی به قیمت‌های بازار صورت می‌پذیرد و شرکتهای برای تامین مالی بیشتر اقدام به بازارگردانی و واگذاری سهام شرکتهای زیرمجموعه خود با قیمت‌های بالا نموده و برای حفظ کنترل در قیمت‌های پائین مجدداً سهام آن شرکت را خریداری می‌نمایند. اگرچه این فرایند نیز یکی از روش‌های تامین مالی شرکتهای بورسی به حساب می‌آید ولیکن مناسب است امکان افزایش سرمایه شرکتهای با قیمت‌های بازار برقرار شود.

۹- تناسب رشد بازار بورس با شرایط فعلی اقتصاد ایران

همانطور که در بالا توضیح داده شد، به نظر می‌رسد پارادایم‌های توضیح دهنده رشد بازار بورس با توجه به خاص بودن شرایط فعلی اقتصادی تغییر کرده باشد و رشد بازار بورس بیشتر متأثر از انتظارات تورمی بیش از حد و سیل نقدینگی انتقالی از بازار پول می‌باشد. عدم تناسب نسبت فعلی قیمت به عایدی سهام با نرخ سود سپرده بانکی و افزایش شدید نسبت ارزش معاملات سالانه بازار بورس تهران به حجم نقدینگی دال بر این مطلب می‌باشد. رشد نسبت قیمت به اجاره مسکن در تهران نیز که بالاترین سطوح تاریخی خود را تجربه می‌نماید حاکی از خاص بودن و تغییر پارادایم‌های تاریخی قیمت‌گذاری دارایی‌ها دارد. افزایش چشمگیر

قیمت خودرو در قایسه با قیمت های جهانی نیز این ناترازی را در بازارهای سرمایه گذاری تو ضیح می دهد. لذا می توان گفت تحریم های بین المللی و محدودیت نقل و انتقال سرمایه در مقابل رشد نقدینگی و کسری بودجه فزاینده منجر به ناترازی در بیشتر بازار دارایی ها و بورس گردیده باشد و به دلیل مشخص نبودن قیمتها و بازده مورد انتظار بالایی که فروشندگان دارایی و سهام در شرایط فعلی متصور هستند در کنار محدودیت دامنه نوسان قیمت سهام ضمن ایجاد صف های خرید موجب افزایش شاخص بورس تهران گردیده است. تنها عاملی که می تواند ناترازی فعلی را متعادل نماید، رفع محدودیت های تحریمی و کاهش سرعت رشد نقدینگی می باشد که با توجه به شرایط سیاسی فعلی و تداوم کسری بودجه، اصلاح این عدم تعادل از این ناحیه فعلا کمی دور از ذهن به نظر می آید.

۱۰- هم حرکتی بازار بورس با سایر بازارها

طبق اصل یک قیمت (Arbitrage)، قیمت یک دارایی در شرایط مساوی و با ریسک مساوی در کلیه بازارها باید یکسان باشد و در صورت وجود تفاوت قیمتی، در مدت کوتاهی این تفاوت با هدف ایجاد تعادل عمومی در اقتصاد برطرف خواهد شد. در شرایط فعلی اقتصادی سیاسی کشور که به دلیل تحریم ها با محدودیت نقل و انتقال سرمایه همراه می باشد، بازارهای داخلی در درون خود از قاعده آربیتراژی تبعیت نموده و افزایش قیمتها در یک بازار، سود مورد انتظار در سایر بازارها را نیز متاثر می نماید. برای مثال در سال ۹۸ که شاخص بورس با رشد ۱۸۷ درصدی همراه بود و از طرفی شاخص هم وزن ۴۳۷ درصد افزایش یافته بود، سرمایه گذاران با جابجایی نقدینگی از شرکت های کوچک به شرکت های بزرگ شکاف رشد قیمتی بین شرکت های بزرگ و کوچک را کاهش دادند و لذا اختلاف ۲۵۰ درصدی بین شاخص کل و هم وزن را در اواسط خردادماه را ۲۶ واحد در صد کاهش دادند. در بازارهای جانبشین نیز با رشد ۱۸۷ درصدی شاخص کل بورس در سال ۹۸، انتظارات فعالان بخش مسکن نیز تحت تاثیر قرار گرفت و در ابتدای سال ۹۹ شاهد رشد چشمگیر متوسط قیمت آپارتمان در تهران و ایران بودیم. لذا همانگونه که بازار بورس بدنبال رشد قیمت ارز و دارایی ها و خدمات در بازارهای مسکن و بورس کالا در سال ۹۷ و پس از اطمینان خاطر از شدت ریسک های سیاسی، در سال ۹۸ دچار جهش گردید و لذا انتظار می رود در صورت عدم اعمال محدودیت های معاملاتی در سایر بازارها، شاهد رشد قیمتی در بازارهای مسکن و کالا پس از رشد پی در پی بازار سرمایه باشیم که به صورت دامینویی بر بازار سهام نیز تاثیر خواهد گذاشت.

۱۱- نقش صندوق تثبیت بازار سرمایه در کاهش مخاطرات سیستماتیک بازار

صندوق تثبیت بازار سرمایه در راستای اجرای ماده ۲۸ قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقاء نظام مالی کشور و با هدف تثبیت، کنترل و کاهش مخاطرات عملیاتی و سیستماتیک، حفظ شرایط رقابت منصفانه،

جلوگیری از ایجاد و تداوم ترس فراگیر در زمان وقوع بحران‌های مالی و اقتصادی و اجرای سیاست‌های عمومی و حاکمیتی در بازار سرمایه کشور و به خصوص جلب اطمینان سرمایه‌گذاران خرد برای تداوم فعالیت در این بازار در سال ۱۳۹۶ تشکیل گردید. منابع این صندوق که یک نهاد مالی به حساب می‌آید توسط سازمان بورس و صندوق توسعه ملی تامین می‌شود و در شرایط بحرانی و در جهت حمایت از سهامداران خرد مورد استفاده قرار گرفته و بیشتر نقش بازارگردان سهام شرکتها در شرایط بحرانی را دارد. برای مثال پس از ترور سردار سلیمانی و ریزش بازار، این صندوق نقش موثری در اطمینان دهی به سهامداران خرد داشت و اقدام به جمع‌آوری صفوف فروش سهام نموده و بازار را متعادل ساخت. لذا این صندوق در کنار صندوق توسعه بازار که منابع آن از سوی بانک‌ها و نهادهای مالی در بازار سرمایه تامین شده و در سال ۹۱ برای حمایت فعالان بازار از بورس در قالب صندوق سرمایه‌گذاری مشترک ایجاد شد، به ثبات بازار کمک خواهند نمود. لذا این دو نهاد مالی که وظیفه حمایت از سهامداران خرد و نقد شوندگی بازار سهام را برعهده دارند، می‌بایستی منابع خود را بیشتر در جهت رونق بازار ثانویه در جهت بازار اولیه که همان تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی می‌باشد، به کار گیرند.

۱۲- تسهیل تامین مالی از بازار سرمایه

با افزایش تعداد ابزارها و روشهای تامین مالی همچون انواع صکوک و توسعه بازار بدهی طی سال‌های اخیر، تامین مالی شرکت‌ها از طریق بازار سرمایه تسهیل شده و سهم بازار سرمایه در نظام مالی کشور از حدود ۵ درصد در ۱۰ سال گذشته به بیش از ۱۵ درصد رسیده است.

وضعیت تسهیلات دهی در نظام بانکی در سال ۹۸ حاکی از پرداخت حدود ۹۷۵ هزار میلیارد تومان تسهیلات می‌باشد که در مقایسه با سال ۱۳۹۷ حدود ۲۶ درصد معادل (۲۰۱ هزار میلیارد تومان) افزایش داشته است. این در حالی است که رشد حقیقی تسهیلات در سال ۱۳۹۸، منفی ۸،۸ درصد بوده و نسبت تسهیلات بانکی به تولید ناخالص داخلی در سال ۱۳۹۸ نیز با کاهش منفی ۲/۱ واحد درصدی نسبت به سال ۱۳۹۷ به حدود ۶/۳۹ درصد رسیده است. این ارقام درحالیست که تأمین مالی انجام شده از طریق بازار سرمایه در سال ۱۳۹۸ نیز تقریباً برابر با ۲۶۵ هزار میلیارد تومان بوده که حدود ۶۲ درصد از آن از نوع سرمایه‌ای و ۳۸ درصد از آن از نوع ابزارهای تأمین مالی بوده است. در مقایسه با سال ۱۳۹۷، تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در سال ۱۳۹۸ با رشد ۱۱۱ درصدی همراه بوده که عامل اصلی در این رشد، افزایش جذب و تجهیز منابع در حوزه سرمایه‌ای با سهم مشارکت ۷۱،۴ واحد درصدی است. در سال ۱۳۹۷ تأمین مالی از طریق بازار سرمایه حدود ۱۴ درصدی از مجموع تسهیلات پرداختی بانک‌ها و تأمین مالی بازار سرمایه در این سال داشته که این رقم در سال ۱۳۹۸ به ۲۱ درصد، افزایش یافته است. اگرچه عمده افزایش سرمایه طی سال ۹۸ و ماه‌های ابتدایی سال ۹۹ در بازار سرمایه به دلیل تجدید ارزیابی دارایی‌های شرکتها

بوده است ولیکن کاهش نسبت تسهیلات به سپرده های بانکی در ماه های اخیر دلالت بر کاهش تقاض برای تسهیلات جدید می باشد و با رشد بازار سرمایه، شرکتها بیشتر ترجیح می دهند با عرضه سهام در بورس منابع مالی و سرمایه در گردش مورد نیاز خود را از این طریق تامین نمایند. انتظار می رود با رشد شاخص های قیمتی و جذابیت عرضه سهام، سهم بازار سرمایه در نظام مالی به بیش از ۳۰ درصد افزایش یابد.

۱۳- فرصت ها و تهدیدهای بازار سرمایه در شرایط فعلی

با توجه به رشد فزاینده اقبال عمومی سرمایه گذاری در بازار سرمایه و افزایش کدهای سهامداری به بیش از ۱۲ میلیون که می تواند با عرضه سهام عدالت به بیش از ۶۰ میلیون کد افزایش یابد و راهبردهای حمایتی اخیر دولت در بازار سرمایه از جمله کاهش نرخ سود سپرده بانکی و از سویی رشد خیره کننده ارزش معاملات و نقدینگی ورودی به بازار که منجر به رشد چندبرابری قیمت سهام شرکتها گردیده، فضای بازار سرمایه را در هاله ای از رعب و جسارت فرو برده است. از یکسو قیمت های بالای سهام، ترس و وحشت را به جان سرمایه گذاران قبلی می اندازد و از سوی دیگر ورود نقدینگی جدید و اپیدمی شدن خانه به خانه سرمایه گذاری در بورس همراه با انتقال تجربه سودهای هنگفت در این بازار، و سو سه پولدار شدن را به عموم جامعه نوید می دهد. چنین فضای غبارآلودی مطمئنا نیارمند تحلیل فرصتها و تهدیدهایی است که می تواند از سوی فعالان اقتصادی مورد بهره برداری قرار گیرد. بر این اساس با لحاظ نمودن شرایط نقدینگی، سودآوری، وضعیت دولت و شرایط بین المللی، برخی فرصت ها و تهدیدهای بازار سرمایه بصورت زیر تعیین می شود:

۱۳-۱- تهدیدها

۱. کاهش اقبال عمومی به بازار سرمایه

اگرچه اندیکاتورهای کوتاه مدت و میان مدت سنتیمنت بازار نشاندهنده ورود نقدینگی جدید به بازار است، یکی از تهدیدهای اصلی بازار سرمایه، کاهش اقبال عمومی به بازار سرمایه می باشد که با خروج نقدینگی از بازار سرمایه همراه خواهد بود. در این صورت با توجه به پائین بودن نرخ سود سپرده بانکی، خروج از بازار سرمایه می تواند به مقصد بازارهای دیگر همچون مسکن، خودرو، طلا و ارز صورت پذیرد. با توجه به افزایش قیمت مسکن در اردیبهشت ماه و کاهش شدید قدرت خرید متقاضیان مسکن و محدودیتهای مالیاتی اخیر بر بازار مسکن، به نظر نمی رسد این بازار توانایی جذب حدود ۱۰۰ هزار میلیارد تومان پول انتقالی به بازار سرمایه را داشته باشد و تنها در صورت انتظارات تورمی بسیار بالا و افزایش قیمت ارز به بیش از ۲۵ هزار تومان این بازار می تواند یکی از مقاصد خروج از بازار سرمایه باشد. بازار خودرو نیز بدلیل استهلاک پذیر بودن آنچنان توانایی جدی برای جذب سرمایه های خروجی را ندارد. تنها بازاری که می تواند با توجه به انتظار

افزایش قیمت ارز و طلا جهانی تا حدودی مورد استقبال سفته‌بازان قرار گیرد، بازار ارز و طلا می‌باشد که با ششم انداز مثبتی که برای طلا وجود دارد می‌تواند مقصد پولهای خروجی از بازار سرمایه باشد.

۲. اعمال محدودیتهای مالیاتی بر عایدی سهام

با توجه به پیش‌بینی کاهش درآمدهای مالیاتی دولت در سال ۹۹، در اواخر سال گذشته لایحه‌ای جهت اصلاح قانون مالیاتی پیشنهاد شد که طی آن با کاهش نرخ مالیاتی شرکتها از ۲۵ درصد به ده درصد، عایدی سرمایه بر حسب مدت زمان نگهداری و میزان سرمایه نیز مشمول مالیات می‌گردید. با نشر این خبر در سال گذشته، بازار سهام واکنش منفی نشان داد که با شفاف‌سازی وزارت دارایی و اطمینان‌دهی به عدم اخذ مالیات بر عایدی سهام این ابهام تا حدودی برطرف گردید. اخیراً نیز این موضوع مطرح گردید و تاثیر منفی خود را مجدداً بر بازار سرمایه برای یک روز به جا گذاشته و با شفاف‌سازی دولت و مجلس، بورس به مدار صعودی خود بازگشت. از آنجائیکه دولت در سال جاری برنامه عرضه باقیمانده سهام و اوراق بدهی خود را داشته و از امکانات بازار برای مدیریت نقدینگی خود نیز استفاده می‌کند و از سویی با افزایش ارزش معاملات در سالهای اخیر بیش از ۵ هزار میلیارد تومان درآمد مالیاتی طی سالهای ۹۷، ۹۸ و دومایه اول ۹۹ کسب نموده است به نظر نمی‌رسد حداقل تا پایان دولت فعلی، اقدام به تغییر در نرخهای مالیاتی بنماید. اگرچه این ریسک یکی از عوامل کاهنده اقبال سرمایه‌گذاران می‌تواند باشد ولیکن با توجه به نبود یکپارچگی سیستم‌های مالیاتی نیز اجرای آن با ابهام روبرو می‌باشد.

۳. عرضه باقیمانده سهام دولت و آزادسازی سهام عدالت

طبق بودجه سال ۹۹، دولت پیش‌بینی نمود تا ۲۰ درصد باقیمانده سهام خود در بانکها و بیمه‌ها، شرکتهای پالایشی، فلزی و خودرویی را به مبلغ بودجه‌ای حدود ۴۰ هزار میلیارد تومان از طریق صندوق‌های قابل معامله عرضه نماید و بر این اساس اولین صندوق قابل معامله را در بخش بانک و بیمه با پیش‌بینی واگذاری ۱۶ هزار میلیارد تومان به عموم مردم عرضه نمود که در حدود ۳۶ درصد از این مبلغ در حدود ۵,۸۸۶ میلیارد تومان با مشارکت ۳,۵ میلیون نفر جذب گردید. با توجه به پیش‌بینی عرضه دو صندوق قابل معامله دیگر در بخش پالایشی و فلزی و خودرویی و جذابیت سهام دولت در این صندوق‌ها انتظار می‌رود با تجربه ۳۰ درصدی مشارکت مردم در صندوق اول و از سویی آزادسازی سهام عدالت، دولت ترجیح دهد سهام خود را به صورت بلوکی واگذار نماید. از طرفی به ظن می‌رسد شرکت‌ها و هلدینگهای بزرگ مالی با هدف کنترل شرکتهای واگذار شده و سهام عدالت، متقاضی خرید سهام دولت در این شرایط باشند که این موضوع نیز موجب افزایش قیمت‌ها در بازار خواهد شد. با افزایش قیمت سهام این شرکتها و واگذاری سهام دولتی به عموم مردم، در صورت عدم بازارگردانی مناسب این سهام، ریزش بازار دور از ذهن نخواهد بود.

۴. افزایش قیمت حامل‌های انرژی

با توجه به کسری بودجه دولت در سال ۹۹، یکی از ریسک‌هایی که بازار را به شدت تهدید می‌نماید، افزایش قیمت حامل‌های انرژی می‌باشد که به شدت بر سودآوری شرکت‌های انرژی بر در صنعت فولاد و سیمان و سایر صنایع و زنجیره تامین کالا تاثیرگذار خواهد بود. این موضوع می‌تواند یک محرک اساسی ریزش بازار در سال ۹۹ باشد که اگرچه با توجه به کسری بودجه دولت دور از ذهن نیست ولیکن با توجه به تجربه شورش‌های آبان ۹۸ بدنبال افزایش قیمت بنزین و تشدید نابرابری‌های اقتصادی در ماه‌های اخیر، بعید به نظر می‌رسد دولت مجدداً خود را با ریسک‌های این رویداد مواجه سازد و به نظر می‌رسد ترجیح دهد این موضوع را به دولت‌های بعدی محول نماید.

۲-۱۳- فرصت‌ها

با در نظر گرفتن تهدیدهای ناظر بر بازار سرمایه، برخی فرصتهایی که می‌تواند از سوی بنگاه‌های اقتصادی و یا مقام‌های دولتی در راستای بهبود نظام مالی مورد استفاده قرار گیرد به شرح زیر است:

۱. تسویه مطالبات بانکی

با توجه به رشد قیمت‌های سهام، یکی از فرصتهایی که می‌تواند توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به کار گرفته شود تسویه مطالبات شرکت‌ها از طریق عرضه ثانویه بخشی از سهام آنها در بورس می‌باشد. این موضوع اگرچه بر سودآوری بانکها تاثیرگذار خواهد بود ولیکن می‌تواند تحولی را در نظام مالی ایران فراهم نماید. با تسویه مطالبات شرکت‌های بزرگ، بانکها منابع بیشتری جهت پرداخت به شرکت‌های کوچک و متوسط که موتور محرک اقتصادی ایران با ساختار جمعیتی فعلی آن هستند را در اختیار خواهند داشت و شرکت‌های بزرگ نیز با کاهش بدهی‌ها و تجدید ساختار سرمایه، نرخ‌هایی هزینه مالی خود را کاهش داده و با توجه به آزادسازی قیمت‌ها و تعادل قیمت ارز و بهره‌مندی از منافع صادراتی، موجب بهبود رشد اقتصادی خواهند شد. این موضوع یک برنامه جامع عملیاتی را از سوی نهادهای مالی ایران همراه با ابزارسازی بهینه و مدون می‌طلبد چرا که فرصت کنونی بوجود آمده در بازار سرمایه شاید غیر قابل تکرار باشد. در این راستا شرکت‌ها همچنین می‌توانند با انتشار اوراق تجاری در کنار واگذاری سهام، تامین مالی خود را از بازار سرمایه تسهیل نموده و سهم ۱۵ درصدی بازار سرمایه در نظام مالی ایران را افزایش دهند. تعمیق بازار سرمایه طی سالهای اخیر موجب رشد ۲۰۰ درصدی سهم بازار سرمایه از ۵ درصد به ۱۵ درصد شده که با بکارگیری این فرصت می‌تواند به بیش از ۳۰ درصد افزایش یابد و نظام مالی ایران را به یک نظام بازار محور سوق دهد. نظامی که در حال حاضر بیشتر بر دوش بانک‌های تجاری بوده و بانک محور است.

۲. تسهیل عرضه سهام شرکتها در بورس ها

با توجه به رشد قیمت های سهام و شکاف قیمتی شرکت های خارج از بورس با شرکت های بورسی، فرصت مناسبی است تا مقام ناظر با تسهیل شرایط پذیرش شرکتها، تعداد شرکت های بورسی را افزایش داده و با بازبینی قوانین، شرایط ورود، ارتقا و خروج را تسهیل نماید و موجب تعمیق بازار و رشد مشارکت مردم در این بازار گردد. با تعمیق بازار سرمایه شاخص های بهبود کسب و کار و جذابیت سرمایه گذاری های ریسکی و جسورانه برای ایران نیز بهبود خواهد یافت و می توان شاهد رشد سرمایه گذاری خارجی در شرکت های نوپا و صندوق های سرمایه گذاری خصوصی بود.

۳. افزایش سرمایه با صرف سهام و به قیمت های بازار

یکی از روش های افزایش سرمایه که در قانون تجارت پیش بینی شده و کمتر از سوی شرکتها استفاده می شود، افزایش سرمایه به روش صرف سهام می باشد. در این روش شرکت به جای پذیره نویسی افزایش سرمایه به مبلغ اسمی، پذیره نویسی را به ارزش های بازار انجام داده و مابه التفاوت مبلغ اسمی و بازار را در قالب صرف سهام اندوخته می نماید. سرعت بالاتر جذب منابع، نیاز به درصد پایین تر افزایش سرمایه، کاهش هزینه تعهد پذیره نویسی، امکان جذب سرمایه گذاران جدید، افزایش درصد سهام شناور و جلوگیری از نوسانات شدید قیمت سهام از جمله مزایای افزایش سرمایه به روش صرف سهام می باشد. به عبارتی وقتی شرکتی از طریق صرف سهام و سلب حق تقدم، افزایش سرمایه می دهد، دو اتفاق مهم صورت می گیرد؛ اول اینکه عمق بازار افزایش پیدا می کند و سهامداران جدید می توانند به بازار و خرید این سهم ورود کنند و این سهم بین آحاد بیشتری از مردم توزیع می شود. افزایش سرمایه از سایر روش ها، نقدینگی را به شرکتها وارد نمی کند؛ در حالیکه افزایش سرمایه از طریق صرف سهام و سلب حق تقدم، به دلیل کوتاه بودن پروسه، می تواند کمک حال شرکتها در تأمین مستقیم نقدینگی و ورود آن به شرکت باشند؛ در چنین شرایطی شرکتها در حقیقت می توانند طرح های توسعه و یا مشکلات سرمایه در گردش خود را از این طریق پوشش دهند. شرایط فعلی بازار و توجه سازمان بورس به تشویق شرکتها به این موضوع، یکی از فرصت های بازار است که میتواند کمک بسزایی در تأمین سرمایه در گردش شرکتها بنماید.

۴. انتشار صکوک قابل تبدیل به سهام توسط هلدینگ های سرمایه گذاری

یکی دیگر از فرصت هایی که می تواند برای بازار متصور باشد، انتشار صکوک قابل تبدیل به سهام با نرخ بهره پائین است. بدین صورت که شرکت های بزرگ اقدام به انتشار اوراق بدهی به همراه اختیار خرید سهام و اوراق قابل تبدیل به سهام شرکت خود می نمایند که به صورت دو سوپه هم موجب افزایش قیمت سهام آن شرکت و سود سرمایه گذار می گردد و هم کاهش هزینه های مالی شرکت را در بر خواهد داشت.

۵. ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی

یکی از مکانیسم‌ها و ابزارهایی که برای تسهیل تامین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط و پروژه‌های متوقف شده در کشورهای دیگر تجربه شده است، صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی یا Private Equity Fund می‌باشد. این صندوق‌ها با جمع‌آوری منابع از نهادهای مالی و ایجاد یک تیم تخصصی فنی و مالی، از شرکت‌های کوچکی که بدلیل کمبود منابع مالی و مدیریتی با وقفه و یا ورشکستگی مواجه شده‌اند، حمایت می‌نمایند. به عبارتی در این صندوق‌ها سرمایه‌گذار نهادی با تفویض حق مدیریتی مالکیت خود به مدیر صندوق، صرفاً منابع مالی را برای شرکتها به صورت غیر مستقیم تامین نموده و مدیر صندوق با استفاده از تیم‌های تخصصی که در بخش مدیریت دارایی و عملیاتی اختیار دارد، شرکتها را تجدید ساختار و آماده‌سازی در بازار سهام نموده و عواید حاصله را به سرمایه‌گذاران صندوق تخصیص می‌دهد.

۶. انتشار اوراق بازخرید یا REPO

در مقابل تهدید واگذاری سهام دولت و کسری بودجه آن در سال جاری، دولت می‌تواند بجای واگذاری کل سهام و عایدی مالکیت خود، برای تامین کسری برای مدتی داراییهای مالی خود را در قالب اوراق بازخرید یا Repurchase Agreement به سرمایه‌گذاران قرض داده و در سررسید مالکیت سهام به دولت برگردانده شود. این روش ضمن حفظ عواید سهام برای دولت و تامین بخشی از کسری بودجه، موجب حفظ دارایی‌های آن نیز همراستا با حفظ منابع صندوق توسعه ملی و کنترل رشد نقدینگی افسارگسیخته خواهد گردید. دولت می‌تواند این فرایند را از طریق صندوق تثبیت بازار سرمایه و یا صندوق توسعه بازار نیز تسهیل نماید.

۱۴- راهبرد شرکت‌ها در بازار سرمایه

بر اساس فرصت‌ها و تهدیدهایی که در شرایط فعلی بازار سرمایه پیش‌بینی می‌شود، راهبردهای زیر می‌تواند از سوی بنگاه‌های اقتصادی با هدف کاهش هزینه‌های مالی و رشد سودآوری در دو بخش شرکت‌های بزرگ و کوچک و متوسط مورد استفاده قرار گیرد:

شرکت‌های بزرگ

۱. تسویه مطالبات بانکی از محل عرضه ثانویه سهام در بازار سرمایه
۲. تبدیل سهام عادی به سهام ممتاز و افزایش درصد سهام شناور شرکت‌ها با هدف حفظ کنترل شرکت
۳. واگذاری سهام شرکت اصلی متعلق به شرکت‌های فرعی در راستای ماده ۲۸ دستورالعمل حاکمیت شرکتی
۴. تبدیل بخشی از سهام عادی به سهام خزانه و بازارگردانی سهام
۵. انتشار اوراق بدهی قابل تبدیل به سهام با نرخ‌های پائین با هدف کاهش هزینه‌های مالی

۶. اوراق بهادارسازی حواله های ارزی صادراتی

۷. افزایش سرمایه به روش صرف سهام

شرکت‌های کوچک و متوسط

۱. تسریع در عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بورس ها

۲. استفاده از مزیت‌های سهام ممتاز جهت کنترل مالکیت شرکتها در بورس

۳. واگذاری سهام ترجیحی به کارکنان شرکت‌ها با هدف افزایش قدرت خرید کارکنان و بهبود بهره‌وری

۴. تجدید ارزیابی دارایی‌ها و افزایش سرمایه شرکتها از این محل

۵. تجمیع شرکت‌ها و ایجاد هلدینگ‌های تخصصی در رشته های مختلف و پذیرش سهام این شرکتها در

بازار سرمایه

۶. اخذ تسهیلات با نرخ های پائین از نظام بانکی با توجه به تسویه مطالبات بانکی شرکت‌های بزرگ

۷. انتشار اوراق بدهی قابل تبدیل به سهام با نرخ های پایین و پذیرش این اوراق در بازار فرابورس

۸. ایجاد صندوق‌های سرمایه گذاری خصوصی با هدف تامین مالی پروژه‌ها و عرضه آتی سهام آنها در

بورس ها