



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 (فرست)، 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 کسب و کار 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 خزانه 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 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 چنددهه 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 پروتق 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 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.

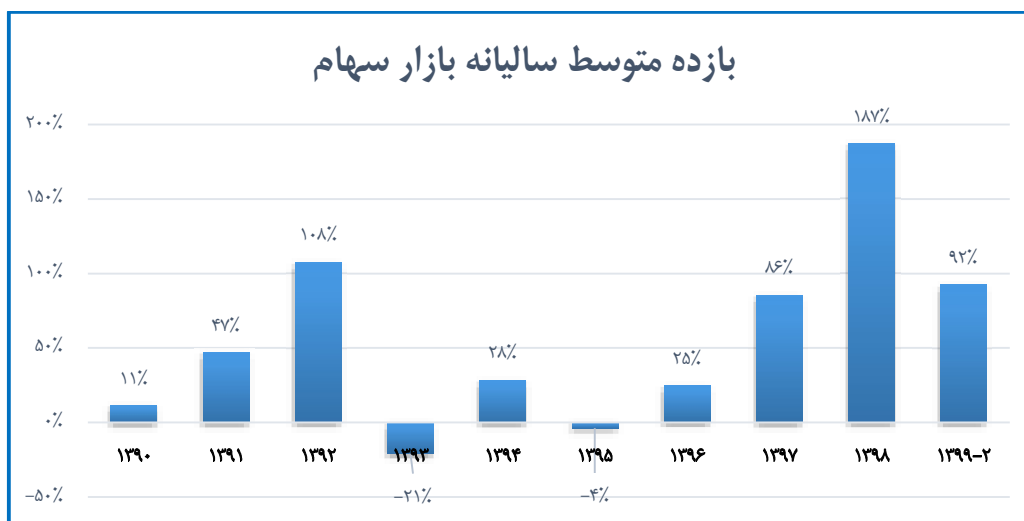
۲- مروری بر تحولات بازار سرمایه

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

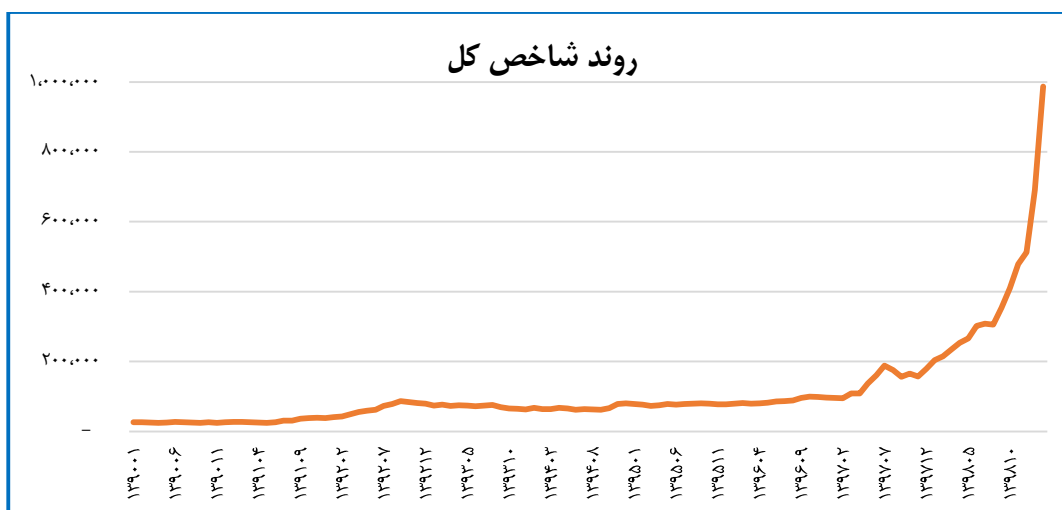


سرمایه کشور رخ داده است. در ادامه برای درک بهتر تحولات اخیر در بازار، برخی از شاخص‌های بازار مورد بررسی اجمالی قرار خواهد گرفت.

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.



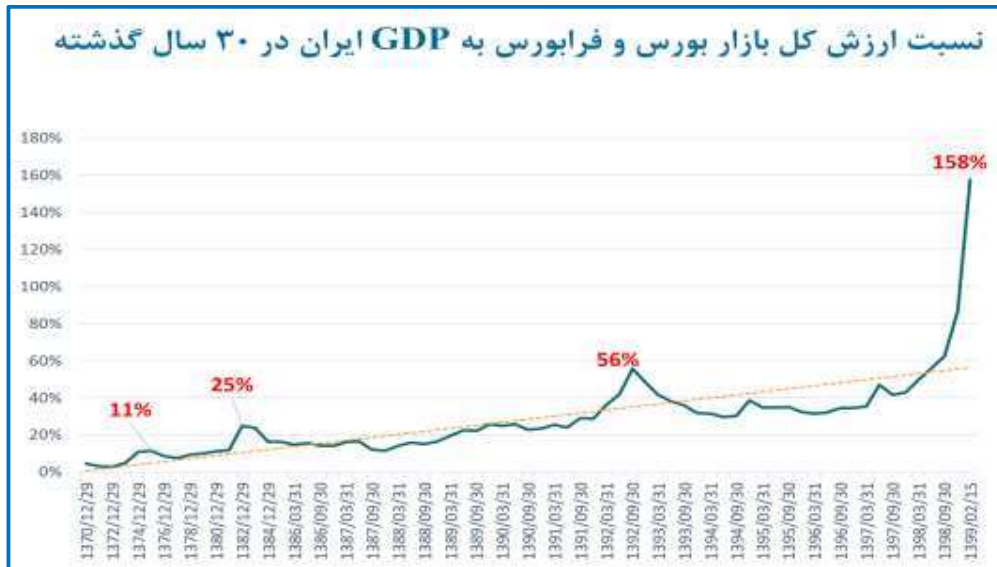
روند شاخص کل در ۱۰ سال گذشته نیز به خوبی رشد شتابان بورس علی‌الخصوص در ماه‌های اخیر را نشان می‌دهد.



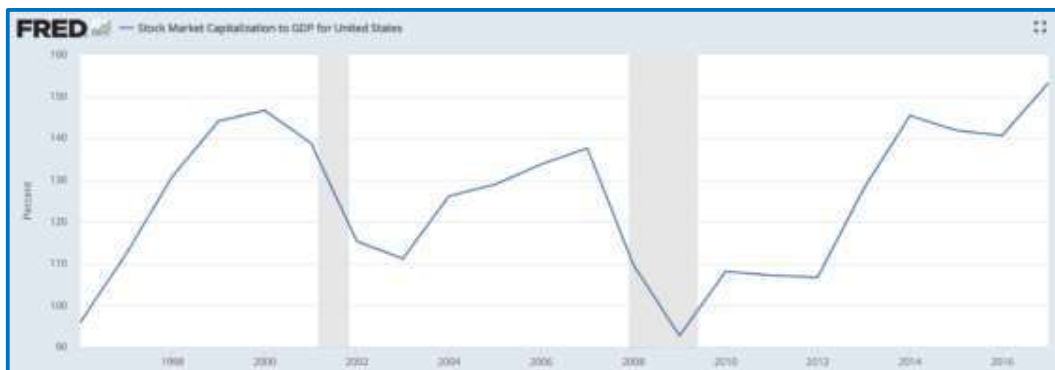
برخی از تحلیل‌گران افزایش قیمت سهام شرکت‌ها را ناشی از جهش ایجاد شده در قیمت دلار می‌دانند، اما با تعدیل شاخص بورس با قیمت دلار در بازار آزاد، به راحتی مشاهده می‌گردد که رشد بازار بسیار بیش از رشد قیمت ارز بوده است. نمودار زیر شاخص دلاری نرمال شده را در چند سال اخیر نشان می‌دهد. همانگونه که مشاهده می‌گردد 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 شرکت‌های 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 می گردد در حال حاضر ارزش بازار شرکت های بورسی حدود ۱۵۰ درصد تولید ناخالص داخلی کشور است که این شاخص هیچ گاه در سال های گذشته اینقدر بالا نبوده است. نمودار زیر روند زمانی شاخص ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی برای بازار امریکا را نشان می دهد که در محدوده مشخصی در نوسان بوده است.

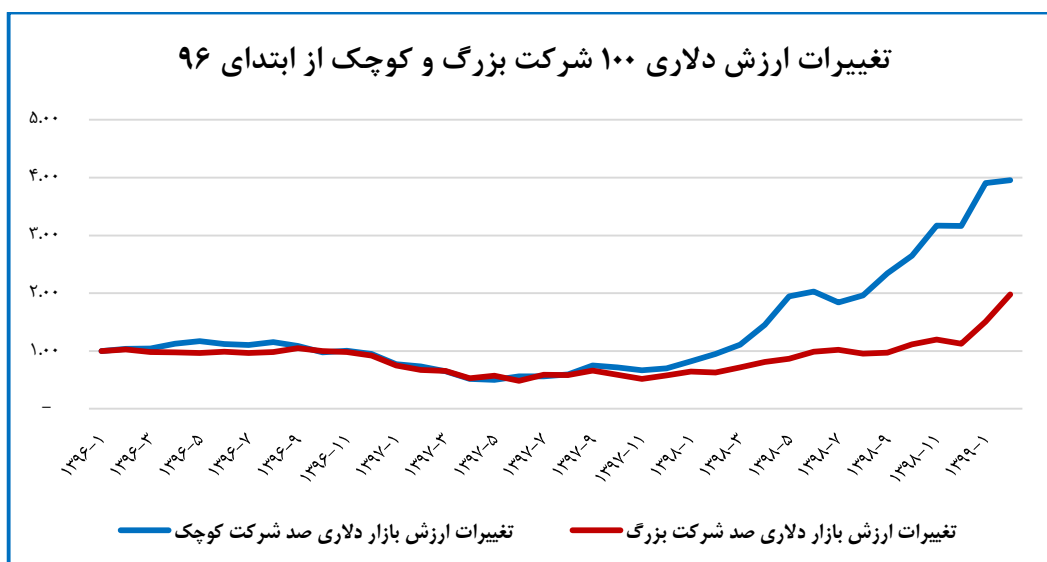


یکی دیگر از تحولات اخیر در بازار، رشد بسیار زیاد ارزش شرکت های کوچک در بازار بوده است. در بازارهای مختلف دنیا نشان داده شده است که سهام شرکت های کوچک به طور متوسط بازده بیشتر و ریسک بالاتری نسبت به شرکت های بزرگ دارد، اما رشد اخیر شرکت های کوچک فراتر از قاعده فوق بوده است، به طوری که در سال ۹۸، چارک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



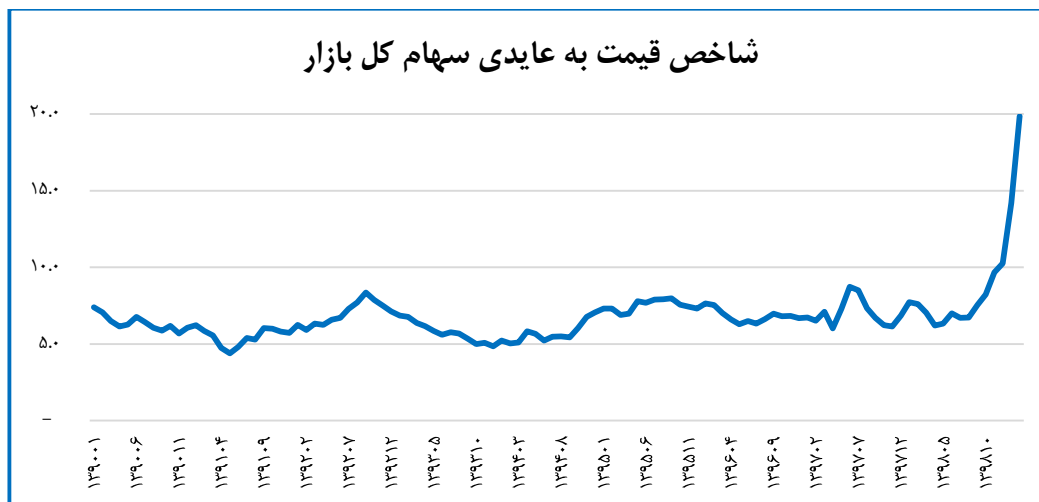
البته از ابتدای سال ۹۹، روند فوق تا حدی تعدیل گردید و رشد شرکت های بزرگ بیش از شرکت های کوچک بوده است. نمودار زیر روند تغییرات ارزش دلاری ۱۰۰ شرکت بزرگ و ۱۰۰ شرکت کوچک بازار از ابتدای سال ۹۶ را نشان می دهد. همانگونه که مشاهده می گردد از میانه سال ۹۷ شرکت های کوچک راه خود را از شرکت های بزرگ جدا کرده 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

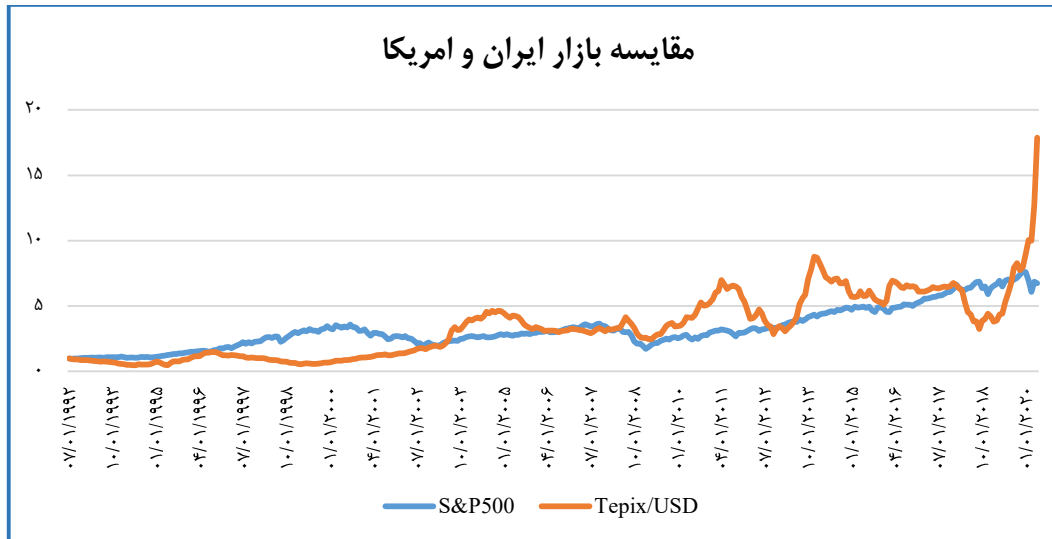


زیر روند قیمت به عایدی کل بازار در ۱۰ سال اخیر را نشان می‌دهد. همانگونه که مشاهده می‌گردد در اردیبهشت ماه جاری این شاخص نزدیک عدد ۲۰ بوده است که هیچ‌گاه در تاریخ بورس، نسبت قیمت به عایدی تا این حد بالا نبوده است.



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.



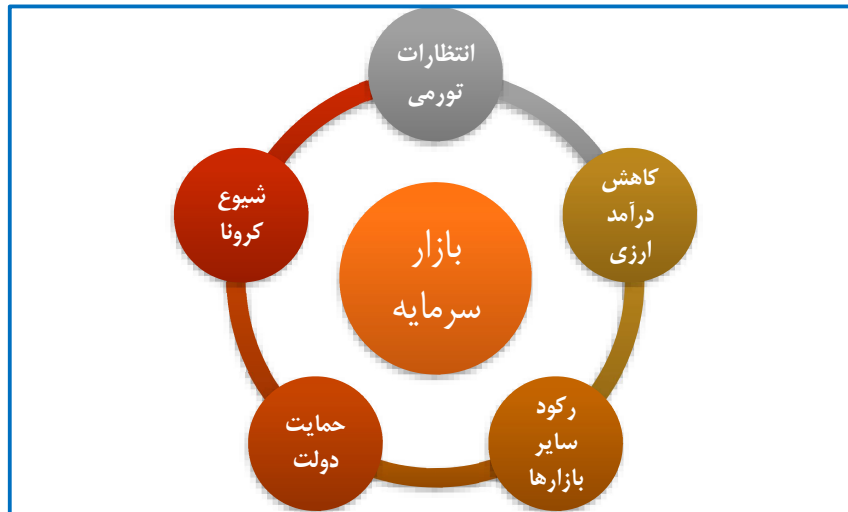
بررسی مجموعه تحولات اخیر از زوایای مختلف و با استفاده از شاخص‌های گوناگون نشان می‌دهد بازار سرمایه نسبت به سابقه تاریخی خود در وضعیت ویژه‌ای قرار دارد و به یکی از نقاط کانونی اقتصاد کشور و یکی از گزینه‌های اصلی سرمایه‌گذاری برای آحاد مختلف اقتصادی تبدیل شده، به گونه‌ای که اتفاقات آن توسط میلیون‌ها سرمایه‌گذار 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 امریکا 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 نسبتاً 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 دوجندانی 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

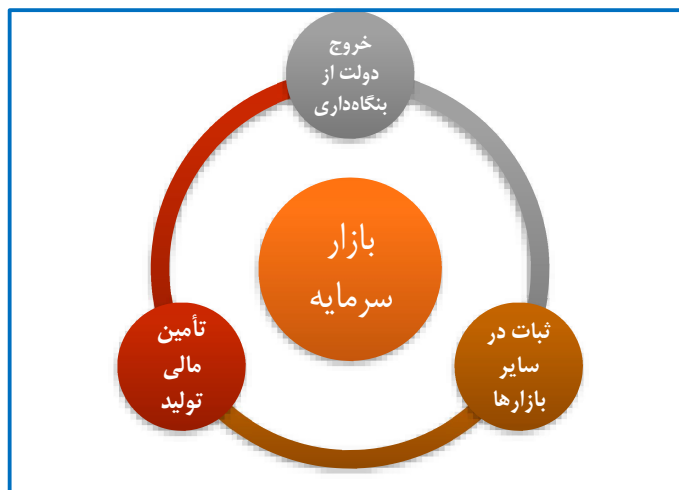
هر تحولی، مجموعه‌ای از فرصت‌ها و تهدیدها را با خود به همراه می‌آورد و تحولات اخیر بازار سرمایه نیز از این قاعده مستثنا نیست. شاید بتوان گفت مهم‌ترین فرصت ایجادشده در نتیجه تحولات اخیر بازار سرمایه، افزایش ظرفیت تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است که در صورت انجام اصلاحات ساختاری در مسیرهای تأمین مالی 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.

¹ 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 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 زبان‌های 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 سهام‌ها 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.