



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 ۲: بررسی تحولات اخیر بازار سرمایه و پیشنهاد های 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 در حوزه 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. هر چند تحولات اخیر بازار سهام ملاحظاتی برای بخش خصوصی نیز به همراه 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 تحقق یافته و رشد انتظاری متغیرها مورد بررسی قرار گرفتند. در بخش عوامل بنیادی و تحقق یافته؛ 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 سبدهای مالی و شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری با کاهش محدودیت‌هایی نظیر الزامات حداقل سرمایه نهادهای مالی؛
۲. تحکیم بنیاد سهام بوسیله از طریق اعطای معافیت شرکت‌های بوسیله 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 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 حیابی 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 ملاحظاتی 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 پیشنهاداتی 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 تحقق یافته و رشد انتظاری متغیرها مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در بخش عوامل بنیادی و تحقق یافته؛ 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 بیان‌داریم.

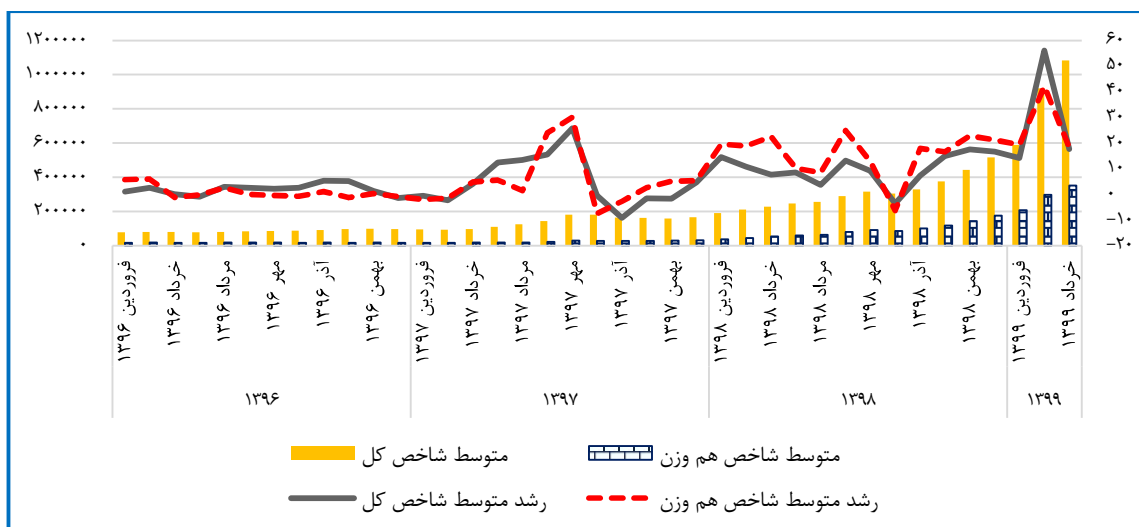
سرآغاز تحولات در بازار ارز کشور مربوط به نیمه سال ۱۳۹۶ است که هم‌زمان با افزایش تلاطمات سیاسی ناشی از احتمال خروج آمریکا از برجام در نیمه دوم سال ۱۳۹۶، نرخ‌های رشد ماهانه متوسط قیمت دلار آزاد از ارقامی کمتر از ۱ درصد به حدود ۷ درصد افزایش یافت؛ که در نتیجه آن از ابتدای سال ۱۳۹۷، اقتصاد کشور مواجه شد 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<sup>۱</sup> 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 دربرداشت.

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 ترازنامه 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 بخش‌های 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

<sup>۱</sup> 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 یک‌سو 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 به‌طوری که در نیمه نخست سال ۱۳۹۸ بالغ بر ۲۶۰ هزار کد سهامداری جدید صادر شد<sup>۱</sup>. 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.

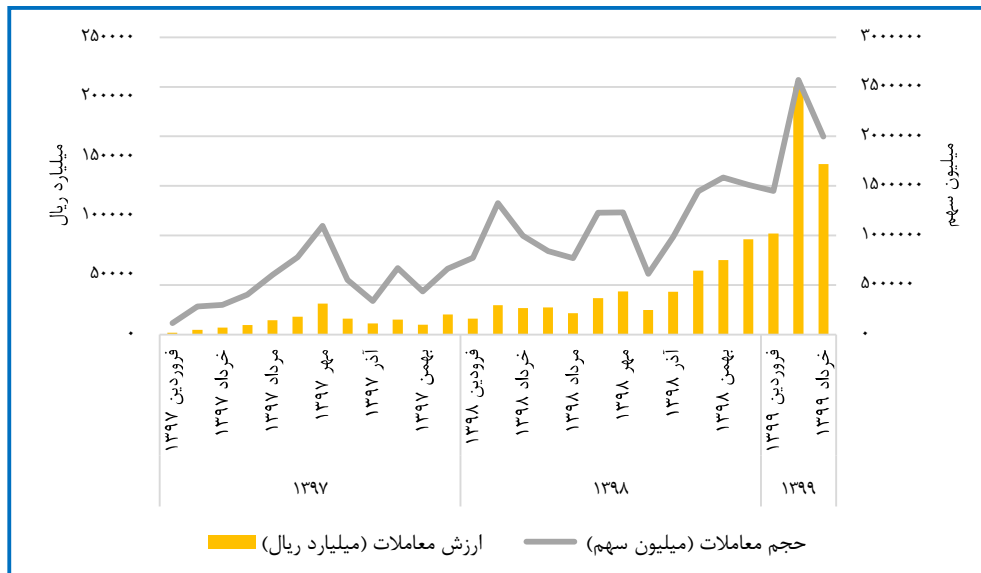
<sup>۱</sup> اعلام شده توسط شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه

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 بی‌ثبات کننده ترکیب 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

تغییر خرداد ۱۳۹۹ نسبت به (درصد)				اسفند ۱۳۹۸	خرداد ۱۳۹۹	شرح
پایان سال ۱۳۹۶	پایان سال ۱۳۹۷	مدت مشابه سال ۱۳۹۸	پایان سال ۱۳۹۸			
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.

### ۳-۱- بر اساس عوامل بنیادی بالفعل و تحقق‌یافته

#### ۳-۱-۱- دارایی‌های جایگزین بازار سهام

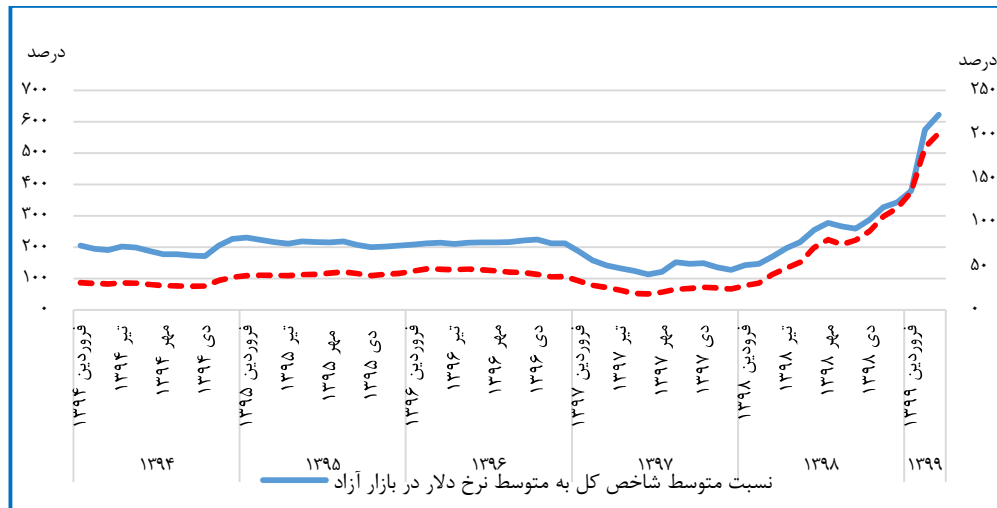
به طور سنتی در دید سرمایه‌گذاران ایرانی، مسکن، طلا، ارز در اولویت‌های سرمایه‌گذاری به منظور حفظ ارزش پول قرار دارند و چندی است که بازار سرمایه به گزینه‌های سرمایه‌گذاری فعالان اقتصادی در کشور افزوده شده است. به طور کلی در اقتصاد ایران هرگاه نوسان یا تلاطمی به خصوص در مورد نرخ ارز اتفاق می‌افتد، نوسانات در سایر بازارها را به دنبال دارد که از یک سو 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 ۱۳۹۴-۱۳۹۸ 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 نامرتبط به عوامل بنیادی بالفعل باشد.

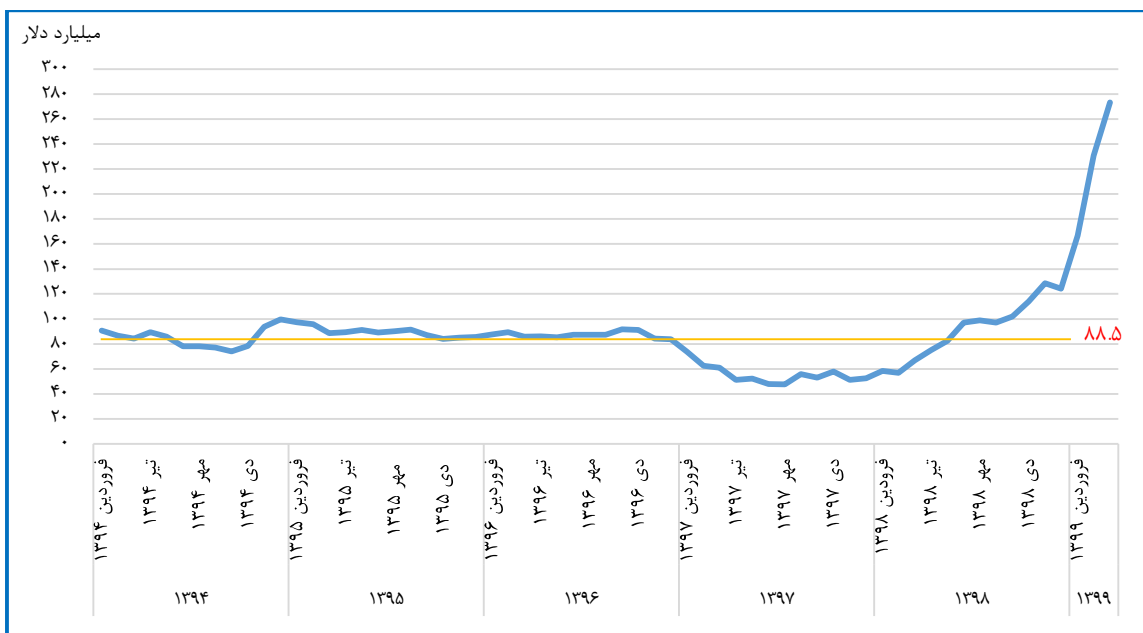
بیان این نکته حائز اهمیت است که در سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ یکی از دلایل افزایش قیمت سهام در گروه‌های صادرات محور بورس، افزایش نرخ ارز بیان می‌شد. به طوری که با افزایش ارزش ذاتی این نوع شرکت‌ها، موجب تعدیل قیمت بازاری سهام آنها در جهت ارزش ذاتی در بازار سهام شد. با توجه به کاهش قیمت جهانی کالاهای صادراتی،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

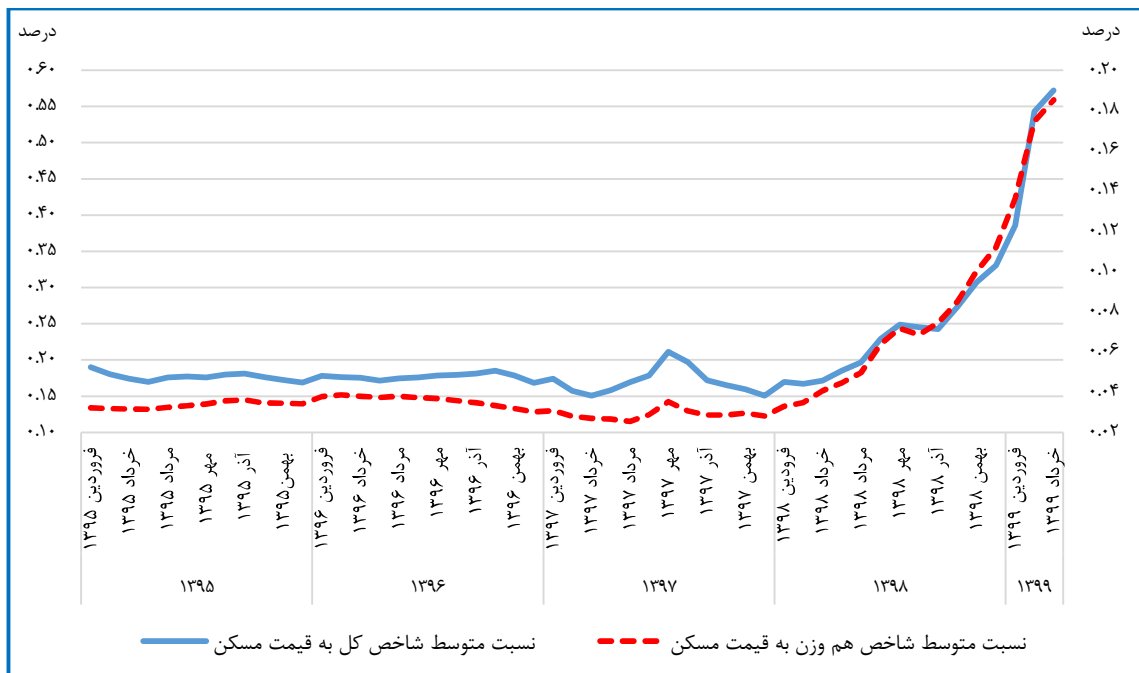
نمودار ۴- ارزش دلاری بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۴ تا خرداد ماه ۱۳۹۹



## ۲. مسکن

نمودار (۵) نسبت متوسط شاخص کل به قیمت مسکن<sup>۱</sup> 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 هم وزن 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

<sup>۱</sup> قیمت مسکن در مناطق ۲۲ گانه شهر تهران که توسط بانک مرکزی ارائه می‌گردد.

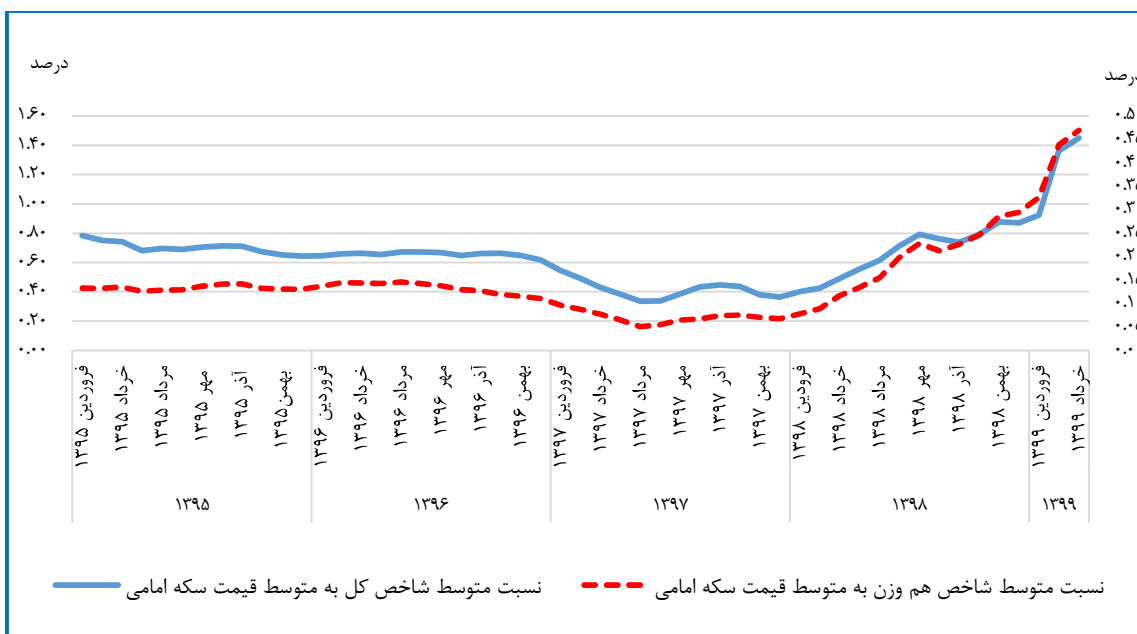


کاهش یافت. در ادامه با کاهش رشد قیمت سکه امامی و افزایش رشد شاخص کل، نسبت مذکور روند افزایشی را پیموده است.

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 هم‌وزن به متوسط قیمت سکه طلای امامی از ابتدای

سال ۱۳۹۵ تا خرداد ماه ۱۳۹۹



#### ۴. قیمت کالاها و خدمات مصرفی داخلی

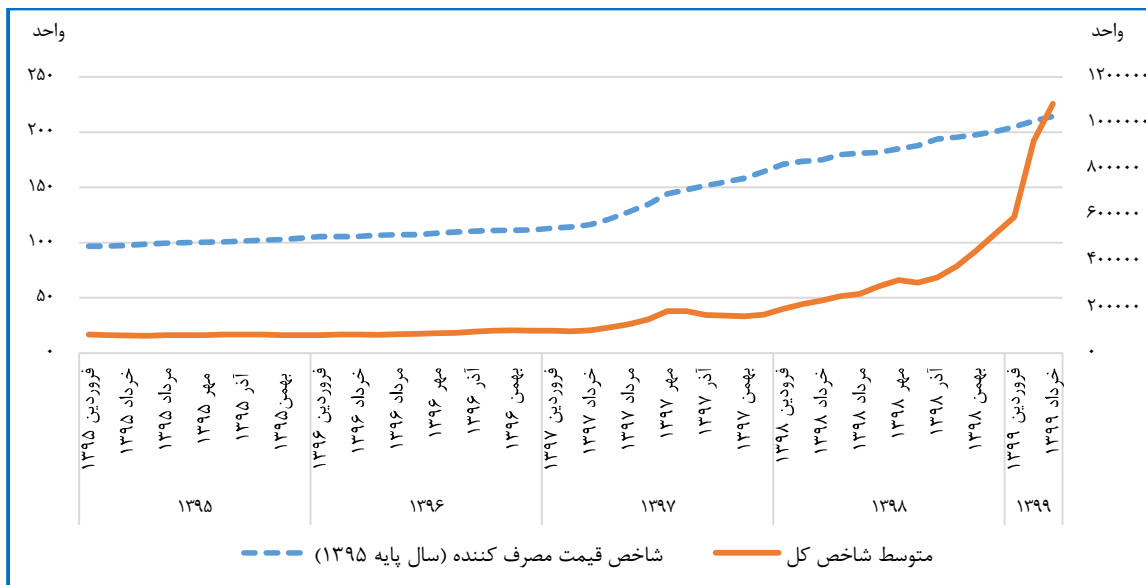
در این قسمت، شاخص قیمت کالاها و خدمات مصرفی داخلی به عنوان شاخصی برای جایگزینی قیمت کالاها و خدمات و ارائه تغییر در روند قیمتی آنها در نظر گرفته شده است. نمودار (۷) روند شاخص قیمت مصرف‌کننده (سال پایه ۱۳۹۵) و متوسط شاخص کل را طی سال‌های ۱۳۹۳ تاکنون و نمودار (۸) نسبت متوسط شاخص کل به شاخص قیمت مصرف‌کننده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



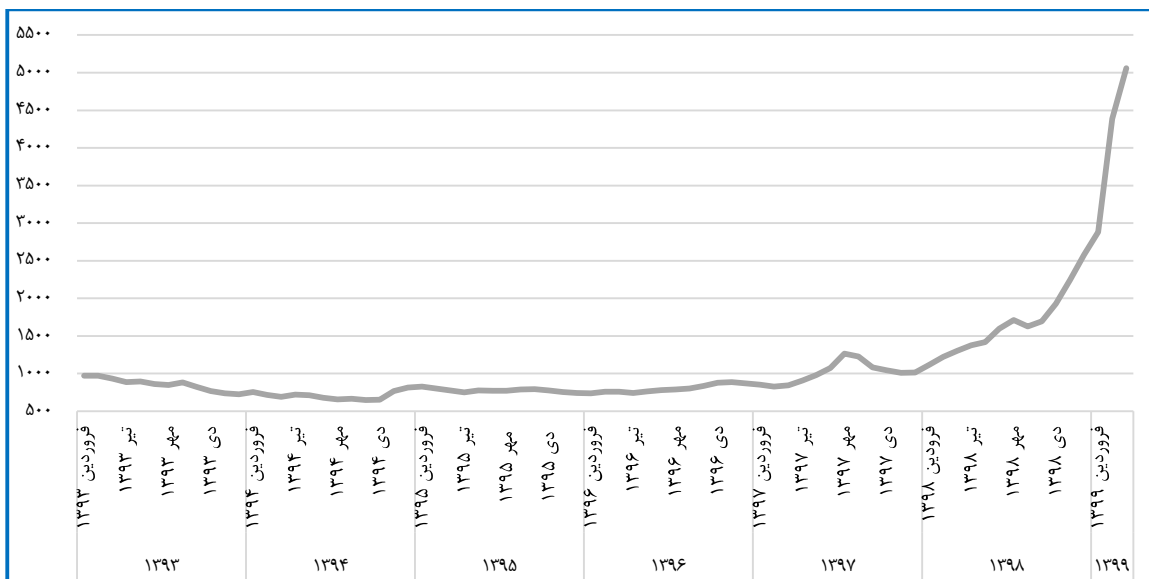
با افزایش شاخص بهای کالا و خدمات مصرفی از ابتدای سال ۱۳۹۷، متوسط شاخص کل با تاخیری دو ماهه، روند افزایشی خود را آغاز کرده که این روند از ابتدای سال ۱۳۹۸ با شدت بیشتری ادامه یافته است. به طوری که متوسط شاخص کل حقیقی از ابتدای سال ۱۳۹۸ با شیب بسیار قابل توجهی در حال افزایش بوده است.

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 مصرف‌کننده (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.

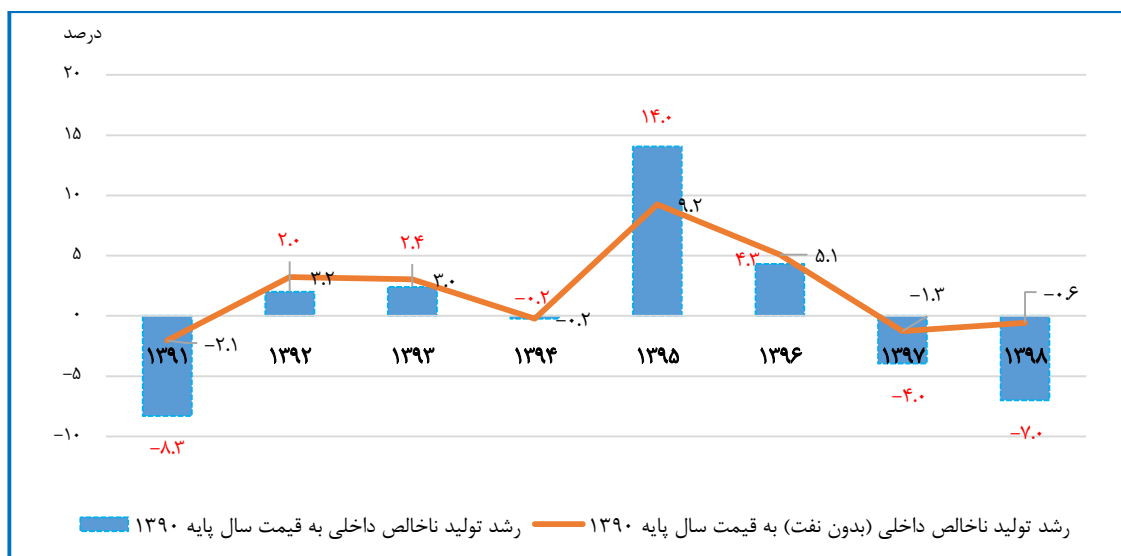
### ۳-۱-۲- عملکرد بخش واقعی اقتصاد

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

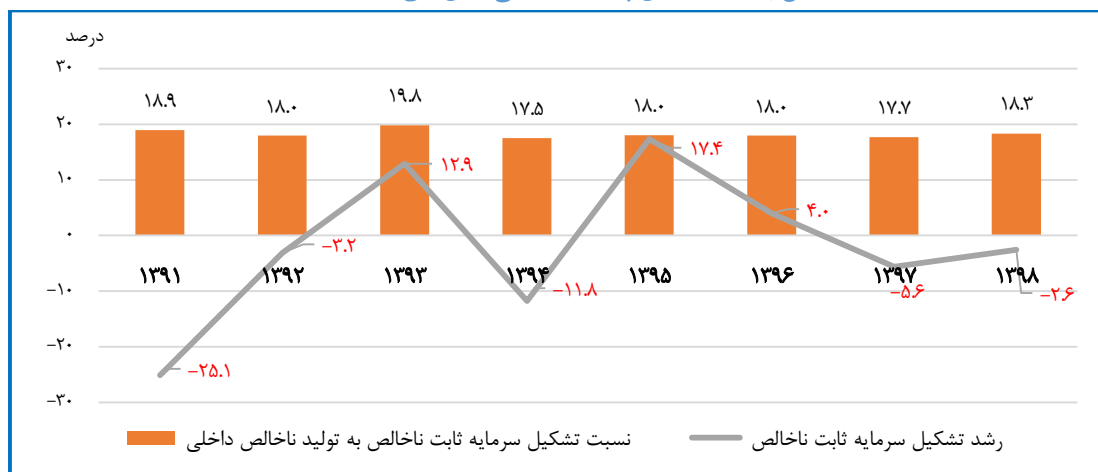
نقش و اهمیت سرمایه‌گذاری در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی جوامع در اکثر نظریات رشد و توسعه مورد تاکید قرار گرفته است. نمودار (۱۰) روند نسبت تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به تولید ناخالص داخلی و رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به قیمت ثابت سال پایه ۱۳۹۰ را طی سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۸ نشان می‌دهد.

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.

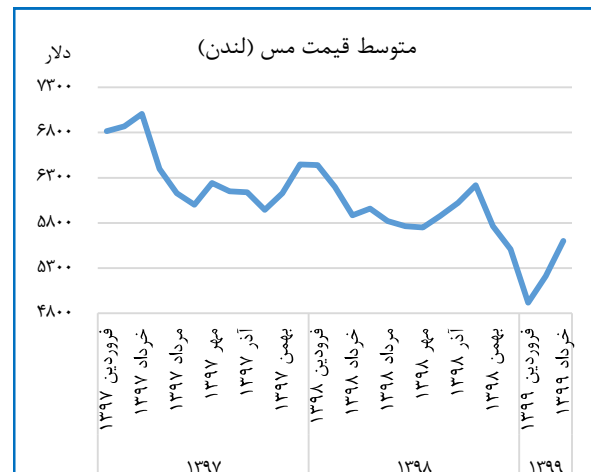
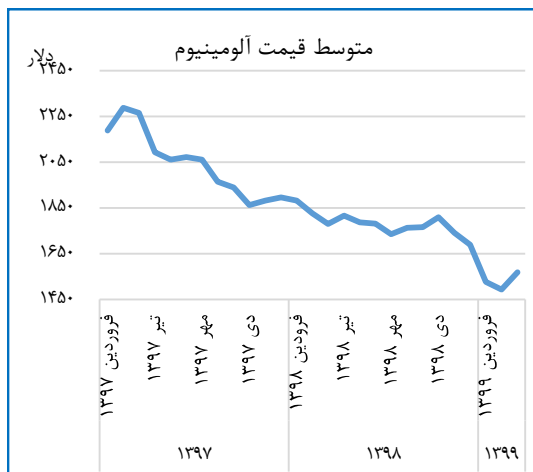
نمودار (۱۱) روند متوسط قیمت نفت برنت، متوسط قیمت آلومینیوم و متوسط قیمت مس در بازار لندن را از ابتدای سال ۱۳۹۷ تا انتهای خرداد ۱۳۹۹ نشان می‌دهد. همان‌طور که مشخص است روند نزولی بر قیمت مواد اولیه در بازارهای جهانی تا انتهای فروردین ماه سال جاری غالب بوده و در اردیبهشت و خرداد ماه اندکی بهبود یافته است.

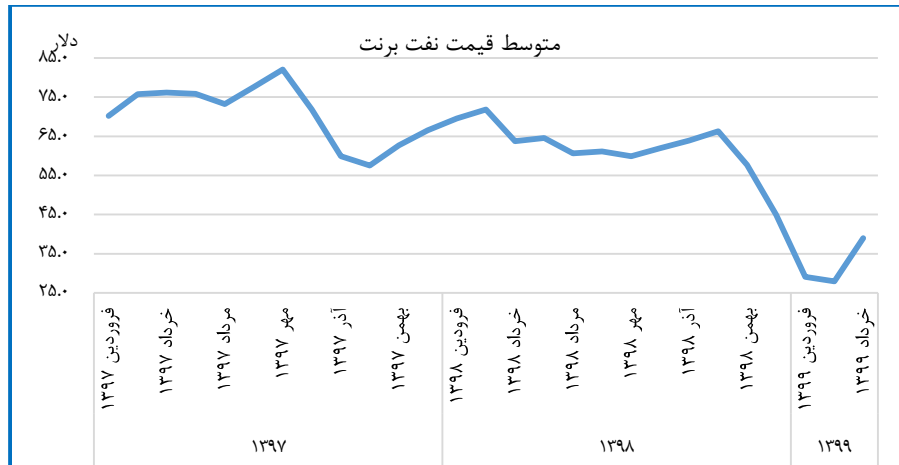


پیدایش ویروس کرونا در کشور چین به عنوان یکی از بزرگترین مصرف‌کنندگان مواد اولیه تولید، به بازار فلزات اساسی شوک وارد کرده و روند رو به بهبود قیمت این فلزات در سه ماهه چهارم ۲۰۱۹ که ناشی از توافق آمریکا و چین بر سر مناقشات تجاری بود، مجدداً به روند نزولی تبدیل کرده است. با افزایش نگرانی‌ها در خصوص پیامدهای 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

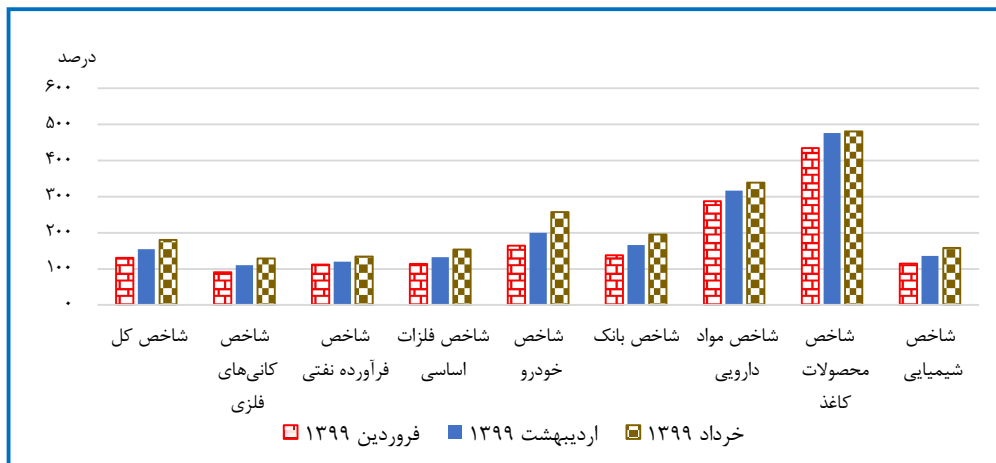




شایان ذکر است که در بررسی بازده سهام و تغییرات عملکرد فروش و سودآوری شرکت‌های بورسی در سال ۱۳۹۸، مشاهده می‌شود که در برخی از شرکت‌های بورسی با وجود زیان‌ده بودن در سال ۱۳۹۸، افزایش بیش از ۲۰ درصدی در شاخص سهام آنها به وقوع پیوسته است. لازم به ذکر است که بالغ بر ۳۷ درصد از ۴۲۶ شرکت فعال در بازار سهام 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

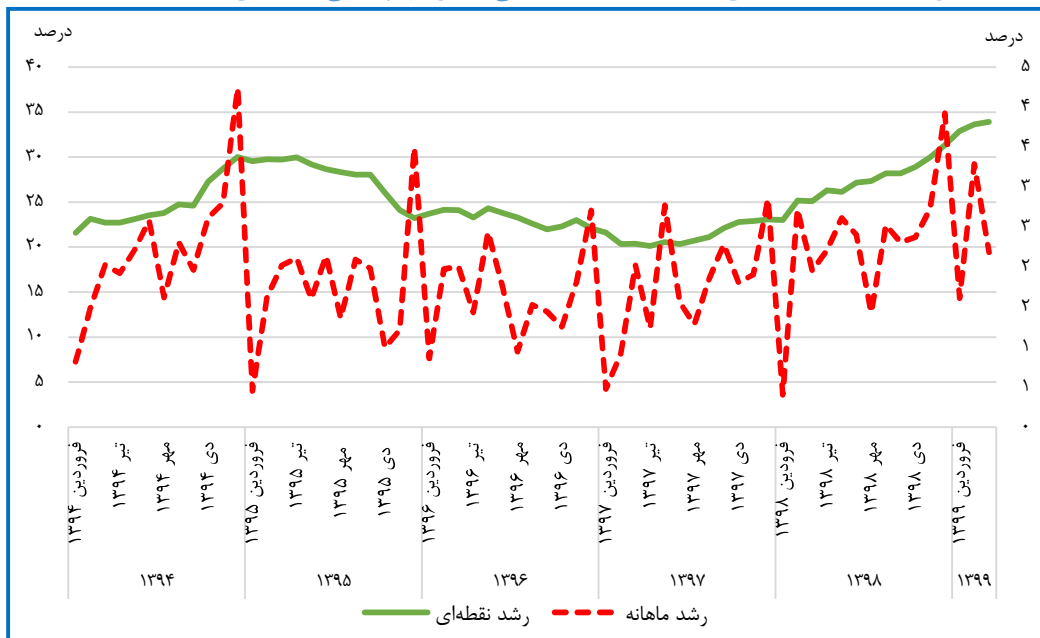
در این بخش مجموعه اقداماتی که توسط بانک مرکزی و دولت در حوزه عملکردیشان صورت گرفته بیان می‌شود و نحوه ارتباط آن به بازار سهام یا نحوه اثرگذاری آن بر تصمیم‌گیری فعالان بازار سرمایه تشریح می‌گردد.

#### 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 یک سو موجب افزایش انتظار در خصوص رشد نقدینگی در کشور 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.

از یک سو 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

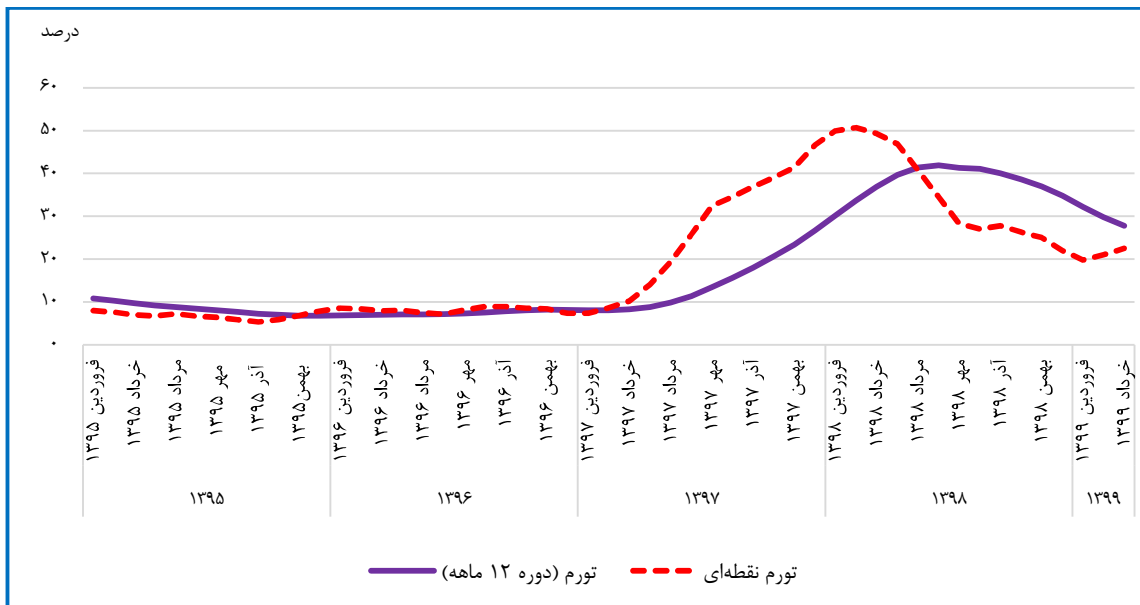
یکی از مواردی که می‌تواند توجیه کننده روند حرکتی قیمت سهام در بازار سرمایه باشد، تعدیل آن با رشدهای انتظاری سایر متغیرهای اقتصادی است. در واقع در این حالت شاخص کل (قیمت سهام) به جهت وجود انتظارات فزاینده در خصوص برخی از متغیرهای اقتصادی به خصوص نقدینگی، قیمت کالاها و خدمات و نرخ ارز، بعد از افزایش و 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 طوری که در مرداد



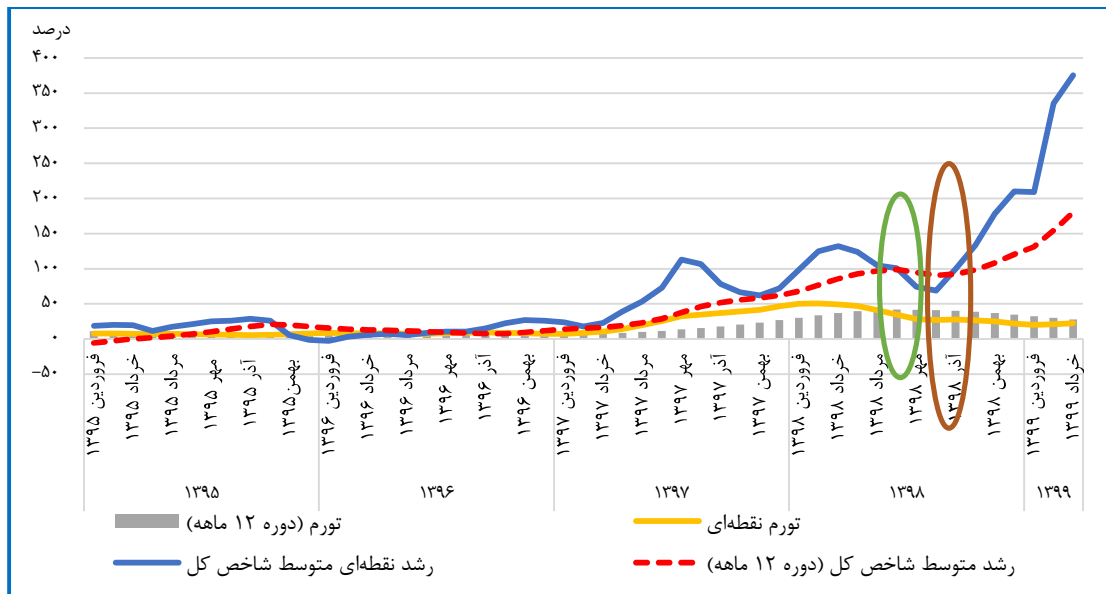
۱۳۹۸ با کاهش تورم دوازده ماهه، تورم نقطه‌ای کمتر از تورم ماهانه قرار گرفت. بنابراین نرخ تورم نقطه به نقطه که نسبت به نرخ تورم متوسط سالیانه نزدیکی بیشتری با نرخ تورم انتظاری دارد، بیانگر کاهش انتظارات تورمی در میان فعالان اقتصادی تا فروردین ماه ۱۳۹۹ است ولی در اردیبهشت ماه و خرداد ماه با توجه به افزایش 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 حسابی 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 حبایی 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 حبایی 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 ورود 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 بایستی 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.

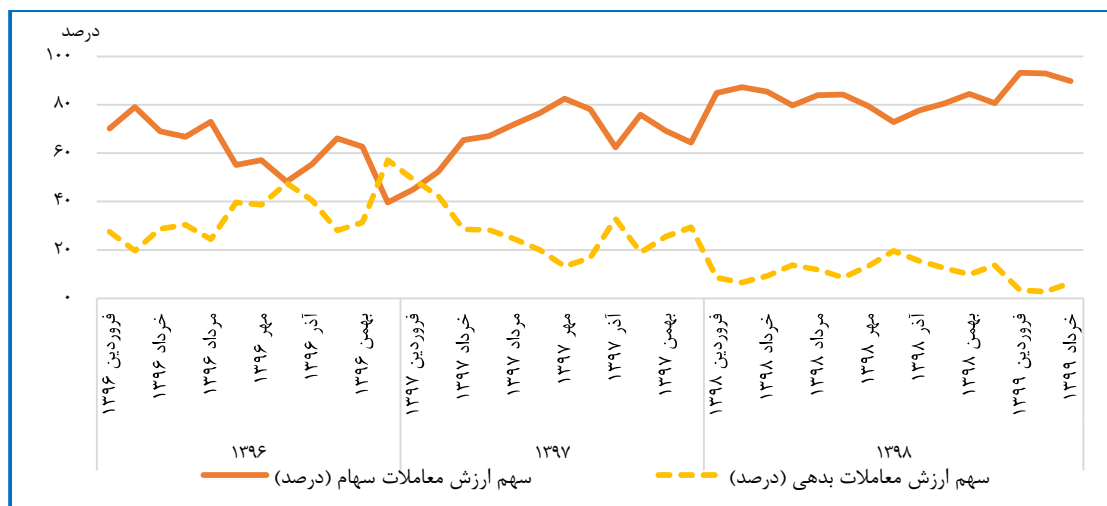
- ارزش تامین مالی صورت گرفته در بازار سرمایه کشور در سال ۱۳۹۸ بالغ بر ۲۶۵ هزار میلیارد تومان است که در مقابل ارزش بازار ۲۵۶۸۶,۹ هزار میلیارد ریالی (۲,۶ هزار هزار میلیارد تومان) بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران و ۸۲۸۱,۴ هزار میلیارد ریال (۸۳۰ هزار میلیارد تومان) مجموع ارزش معاملات بورس اوراق بهادار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

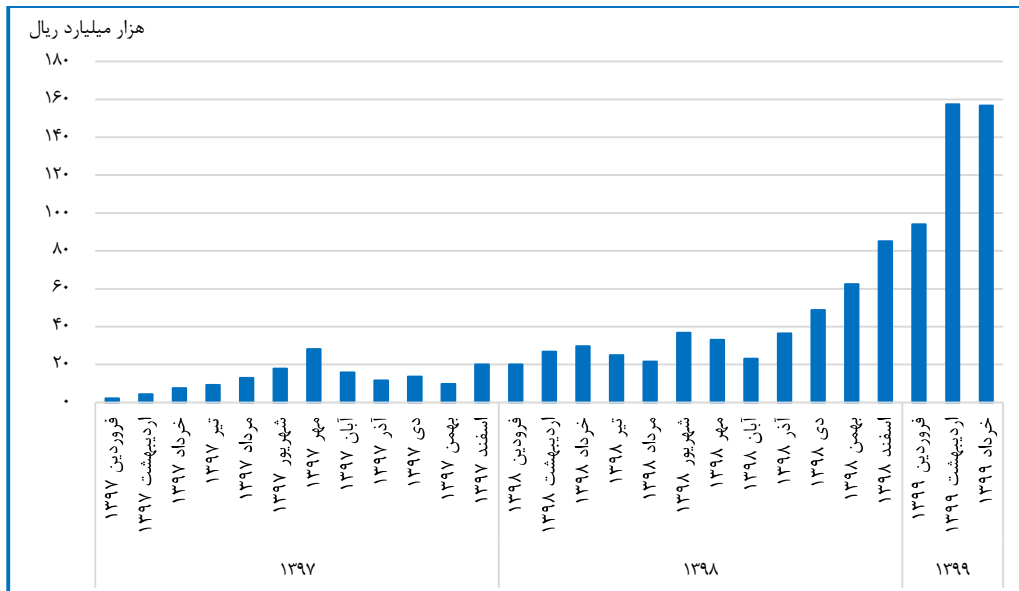
- یکی از متغیرهای حائز اهمیت در تحولات اخیر، ارزش معاملات است به طوری که متوسط ارزش روزانه معاملات بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران از حدود ۲۰ هزار میلیارد ریال (۲ هزار میلیارد تومان) در ماه ابتدایی سال ۱۳۹۸ به رقم بی‌سابقه ۱۵۶,۶ هزار میلیارد ریال (۱۶ هزار میلیارد تومان) در خرداد ماه ۱۳۹۹ رسیده 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 اتخاذ 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. مویده 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 تأمین دستمزد و حقوق است، فشار بر قیمت ارز ناشی از رشد نقدینگی (بالا تر از میانگین بلندمدت) و تأمین 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 مزاد 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 (بخصوص اوراق بدهی دولت و اوراق بدهی شرکتی) دارند. حساب سپرده بازار پول<sup>1</sup> و صندوق‌های سرمایه‌گذاری

<sup>1</sup> Money Market Deposit Account (MMDA)

مشترک بازار پول<sup>۱</sup> 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 این رو 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.

<sup>1</sup> Money Market Mutual Funds (MMMMF)

- 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، ۵، ۳ 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 قابل توجهی 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 عمیق تر 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 بی نظیر 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.