



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 ۳: تحلیل بازار سهام از منظر متغیرهای بنیادی و رفتاری

چکیده مدیریتی

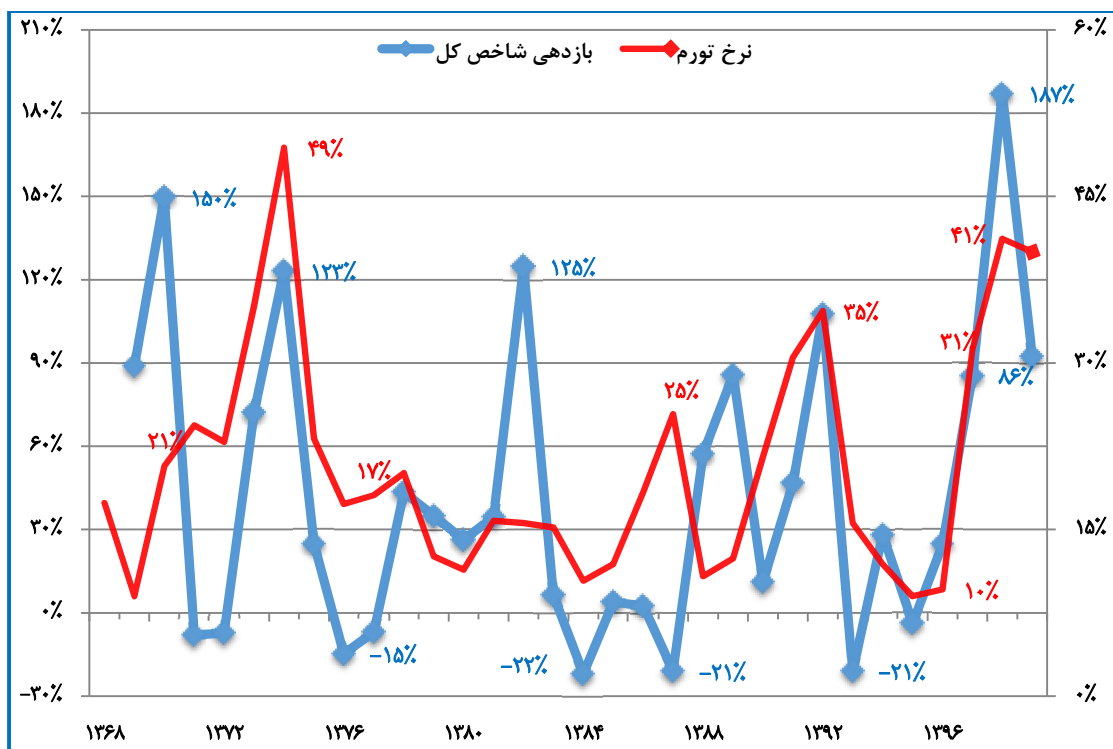
رشد فزاینده شاخص‌های قیمتی بازار سرمایه که بدنبال افزایش چشمگیر نرخ ارز در نتیجه تشدید تحریم‌های بین‌المللی و ناترازی نظام بانکی همچنان ادامه دارد، پارادایم‌های ناظر بر فضای بازار سهام را به شکل دیگری تغییر داده است. ورود نقدینگی جدید به بازار سرمایه و همه‌گیر شدن سرمایه‌گذاری در بورس باعث شد تا شاخص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

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



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

نمودار ۱. نرخ تورم و بازدهی شاخص کل



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

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

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

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

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

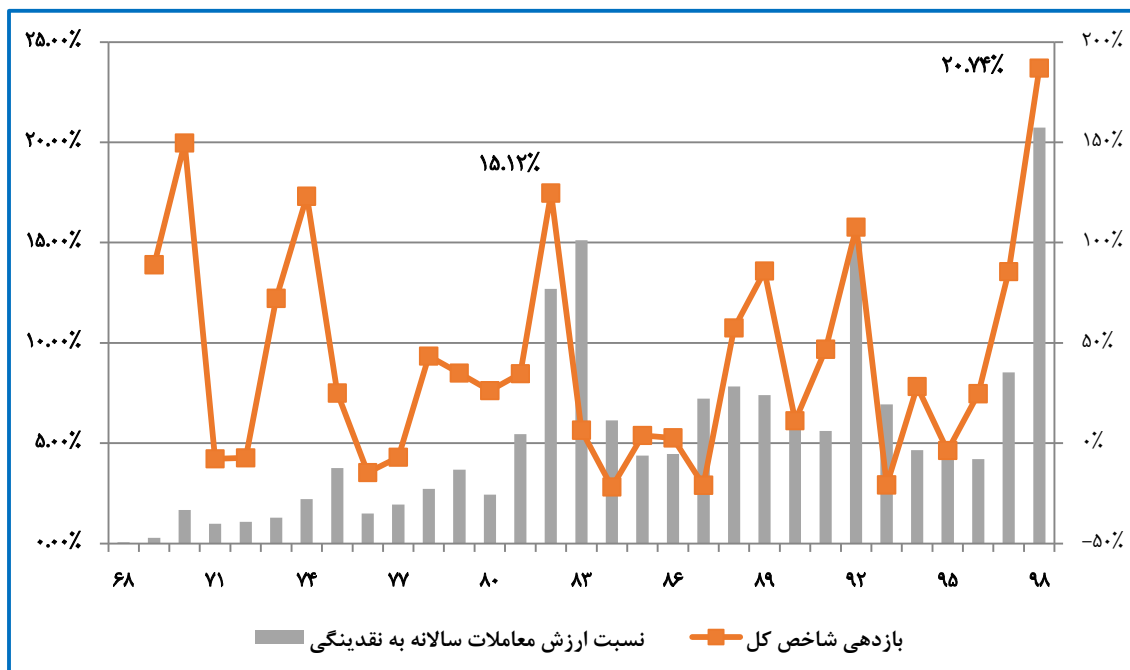
در بازار افت خواهد کرد و این اتفاق سبب می‌شود تا قیمت‌ها کاهش یابند. به عبارتی زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بازار سهام مورد توجه فعالان بازار قرار می‌گیرد، به مرور زمان حجم زیادی پول وارد بازار خواهد شد و به تدریج قیمت‌ها افزایش خواهد یافت. جریان پول جدید وارد شده به بازار از بهمن ماه سال گذشته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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

گزارش ۳:

تحلیل بازار سهام از منظر متغیرهای بنیادی و رفتاری

۱- مقدمه

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

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

۲- تاریخچه بورس اوراق بهادار تهران

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

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

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

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

۳- ریشه‌یابی تحولات اخیر بازار سرمایه

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

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

۱-۳- روند بازدهی بورس تهران

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

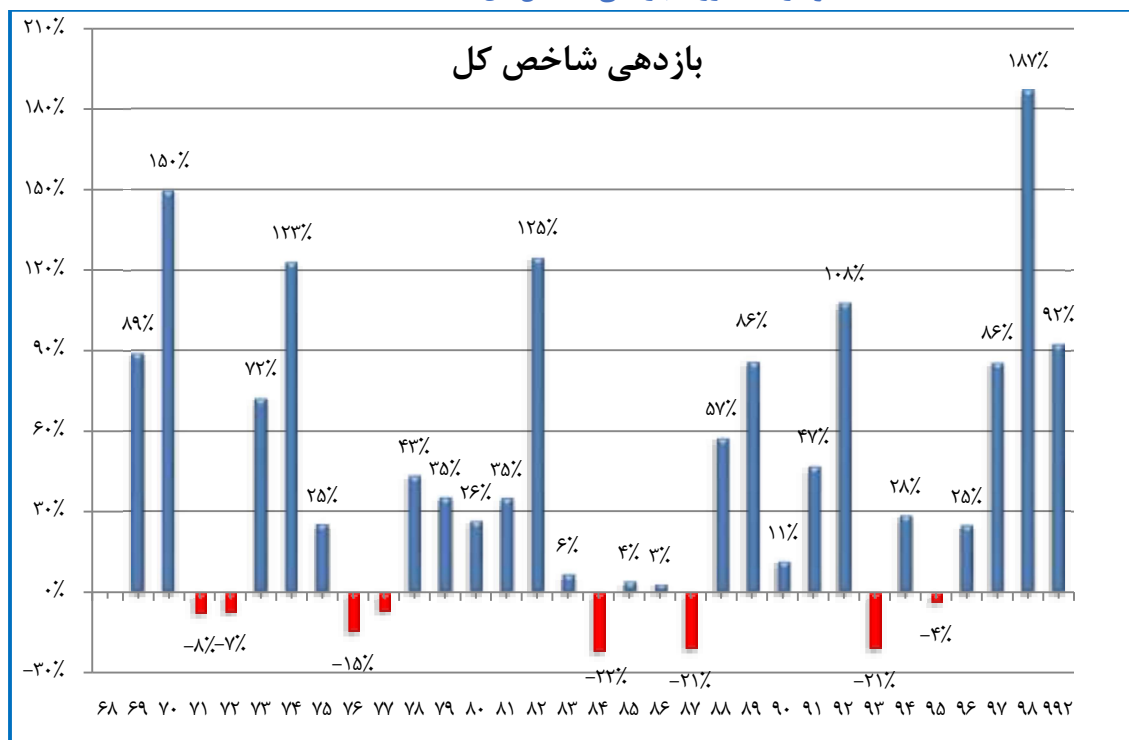
طی سه دهه گذشته، بازار سهام با نوسان‌های متعددی همراه بوده است. اگرچه رشد صنعتی ایران در دهه ۴۰ و ابتدای دهه ۵۰ با نرخ‌های قابل توجه بالایی روبرو بود و یک دهه از تاسیس بورس تهران می‌گذشت ولیکن به دلیل سهم بالای معاملات اوراق قرضه و اسناد خزانه از معاملات بورس در قبل از انقلاب و عدم اقبال صاحبان صنایع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



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

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

نمودار ۱۷ - روند بازدهی شاخص کل، ۱۳۶۸-۱۳۹۹۰۲



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

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

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

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

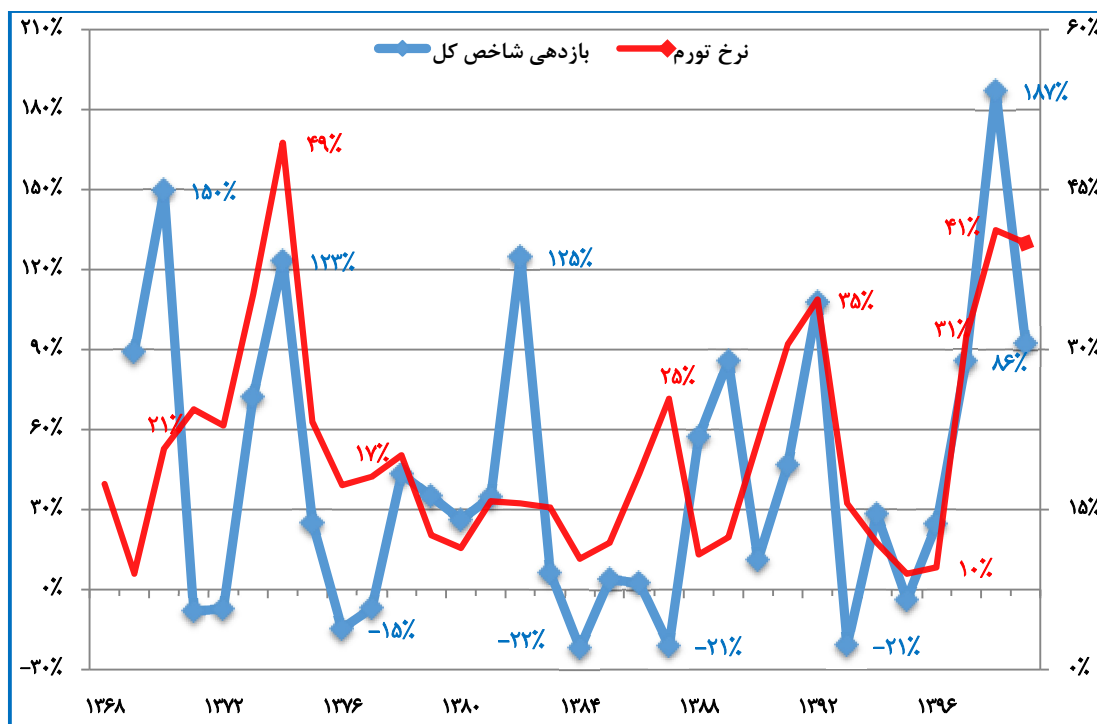
۲-۳- تورم و بازدهی شاخص کل

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

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

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

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



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

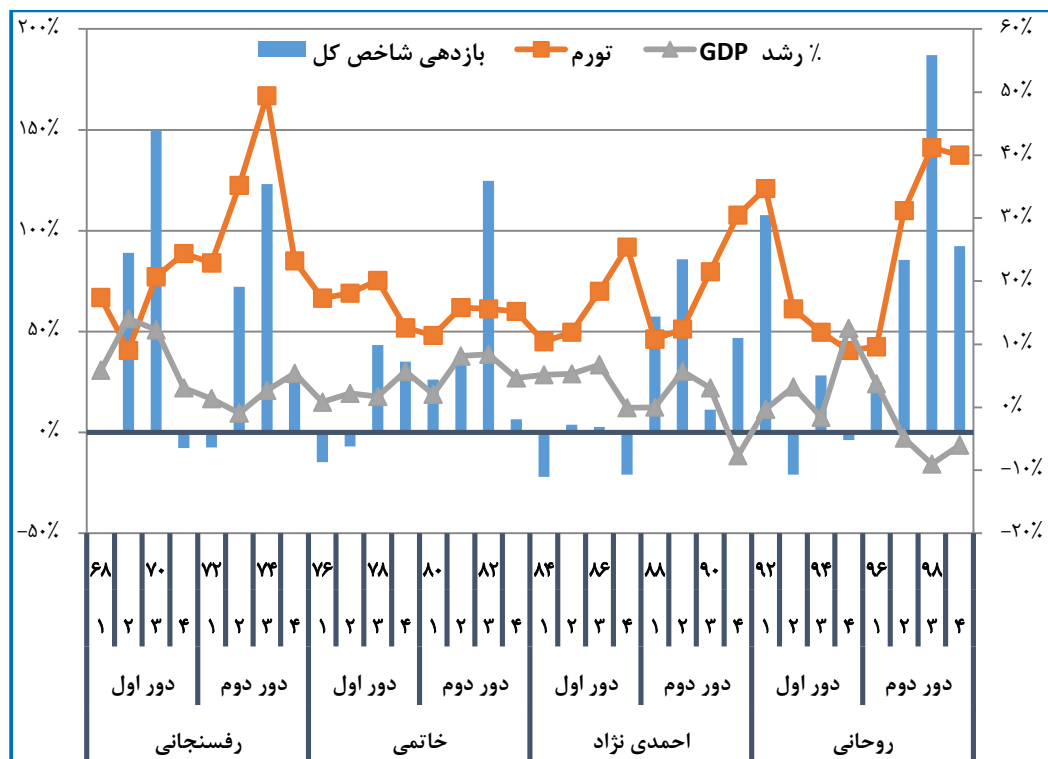


پدیده حباب اصطلاحی است که مکرر در بازارهای سهام پدیدار می‌شود. اگرچه به‌طور کلی در ادبیات تعریف حباب و علت‌های وقوع آن، توافقی وجود ندارد ولیکن بسیاری از پژوهشگران برای شروع این مطلب از دو جنبه به موضوع توجه می‌کنند: اولین جنبه تعریف اقتصاد ریاضی است که حباب‌های موجود در قیمت‌دارایی‌ها و تفاوت قیمت‌های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

۳-۳- دولت‌ها و بورس

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

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



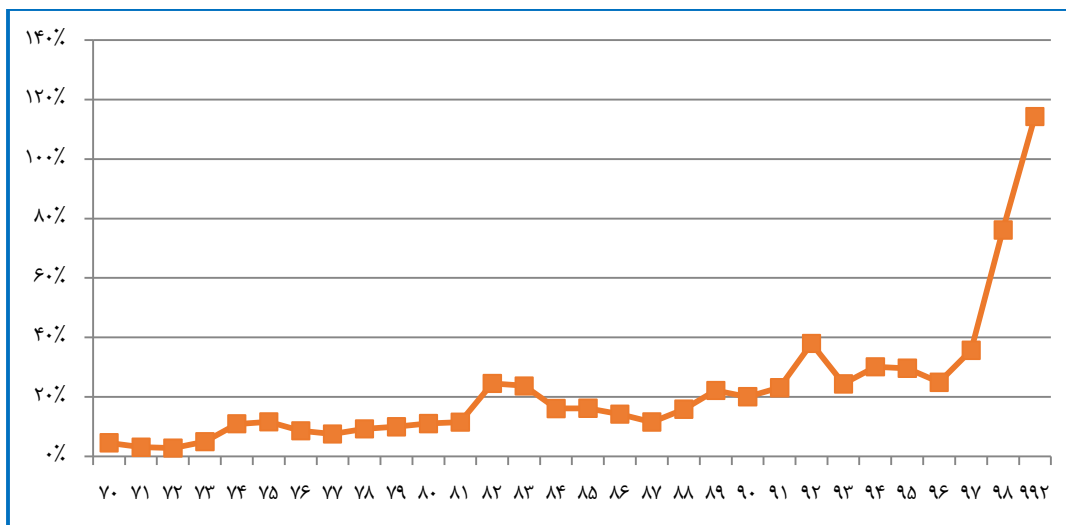
۴- مثلث نقدینگی، تولید ناخالص داخلی و تورم در بازار سرمایه

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

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

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

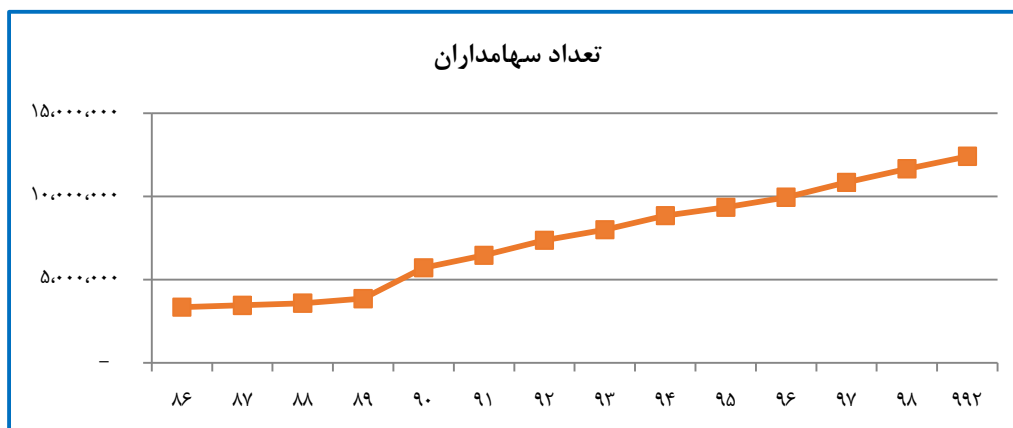
نمودار ۲۰- روند نسبت ارزش بازار بورس تهران به تولید ناخالص داخلی اسمی



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

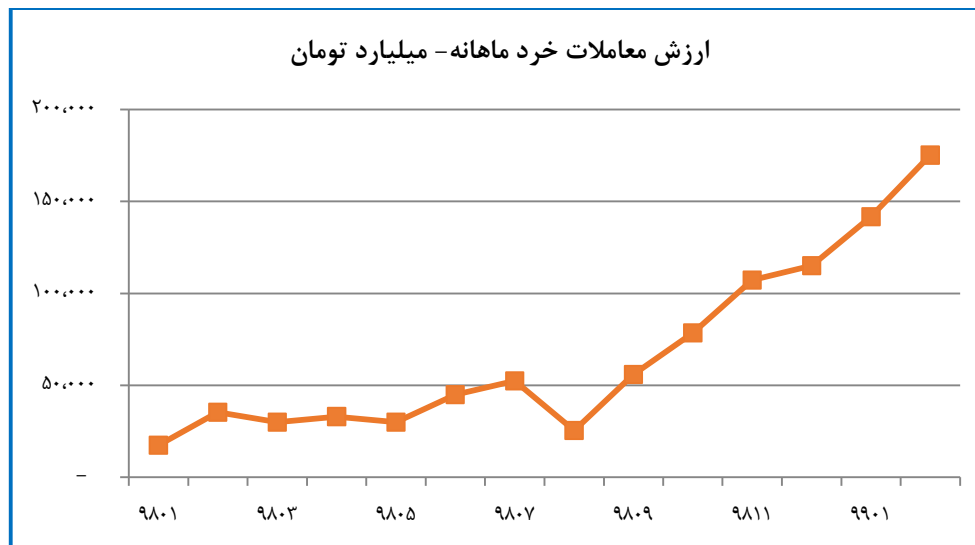
روند صدور کدهای معاملاتی جدید در ده سال اخیر که در نمودار ۵ زیر نشان داده شده است، حاکی از اقبال عمومی و افزایش ضریب نفوذ بازار سرمایه متعاقب قانون بازار اوراق بهادار می باشد.

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



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

نمودار ۲۲ - روند ارزش معاملات خرد ماهانه



۴-۱ - نقدینگی جدید ورودی به بازار

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

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

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

جدول ۳ - خلاصه جریان پول حقیقی وارد شده به بازار

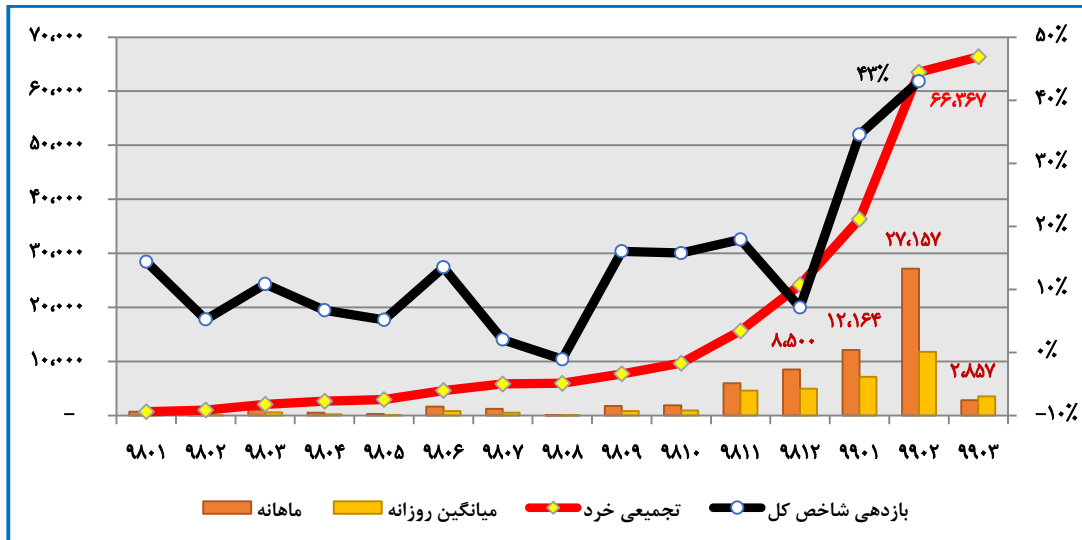
تاریخ	تعداد روز کاری	خالص ورود (خروج) نقدینگی خرد - میلیارد تومان			بازدهی شاخص کل
		ماهانه	تجمیعی خرد	میانگین روزانه	
۹۸۰۱	۱۶	۷۳۰	۷۳۰	۴۵۶	۱۴٪
۹۸۰۲	۲۲	۲۹۵	۱,۰۲۵	۱۳۴	۵٪
۹۸۰۳	۱۸	۱,۰۸۶	۲,۱۱۱	۶۰۳	۱۱٪
۹۸۰۴	۲۲	۵۶۲	۲,۶۷۳	۲۵۵	۷٪
۹۸۰۵	۲۰	۳۰۵	۲,۹۷۸	۱۵۳	۵٪
۹۸۰۶	۲۰	۱,۶۶۲	۴,۶۴۰	۸۳۱	۱۴٪
۹۸۰۷	۲۱	۱,۲۲۸	۵,۸۶۸	۵۸۵	۲٪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

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

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

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

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

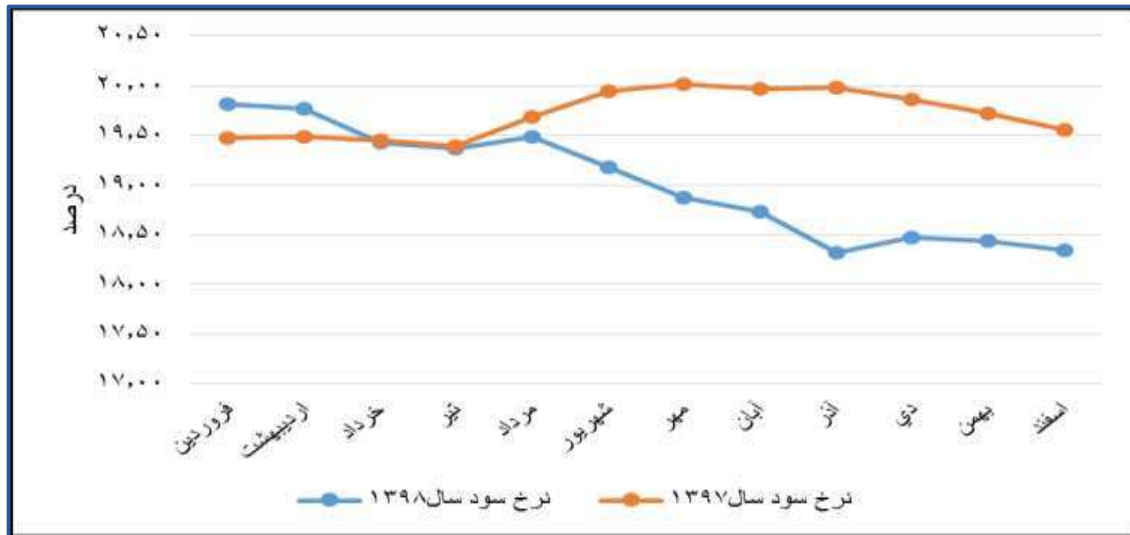


با توجه به نسبت ۸۵ درصدی شبه پول به پول در پایان آذرماه ۹۸ و رشد ۵۰ درصدی حجم پول در آذرماه ۹۸ نسبت به آذر ۹۷ (بر اساس آخرین گزارش منتشر شده بانک مرکزی)، برآورد می شود طی ۴ ماه اخیر بیش از ۶۰ هزار میلیارد تومان از سپرده های بانکی و شبه پول به پول در گردش اضافه شده باشد. با لحاظ نمودن حجم پول در پایان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

۲-۴- نرخ سود بین بانکی

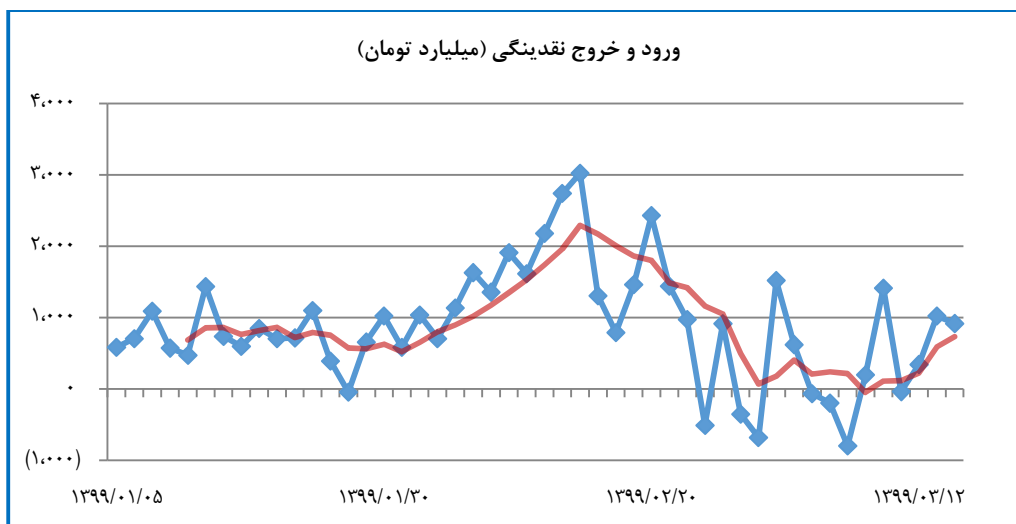
همانطور که در نمودار ۸ نیز نشان داده شده است، روند نرخ سود بین بانکی بر اساس گزارش‌های بانک مرکزی، کاهش یافته است که انتظار می‌رود با توجه به حجم اوراق قابل انتشار برای سال ۹۹، این نرخ بتواند تا شهریور ماه سطوح فعلی خود را حفظ نماید.

نمودار ۲۴- نرخ سود بین بانکی



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

نمودار ۲۵ - خالص ورود نقدینگی خرد در سه ماه اخیر



۳-۴- رابطه رگرسیونی بازدهی شاخص کل و نقدینگی

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

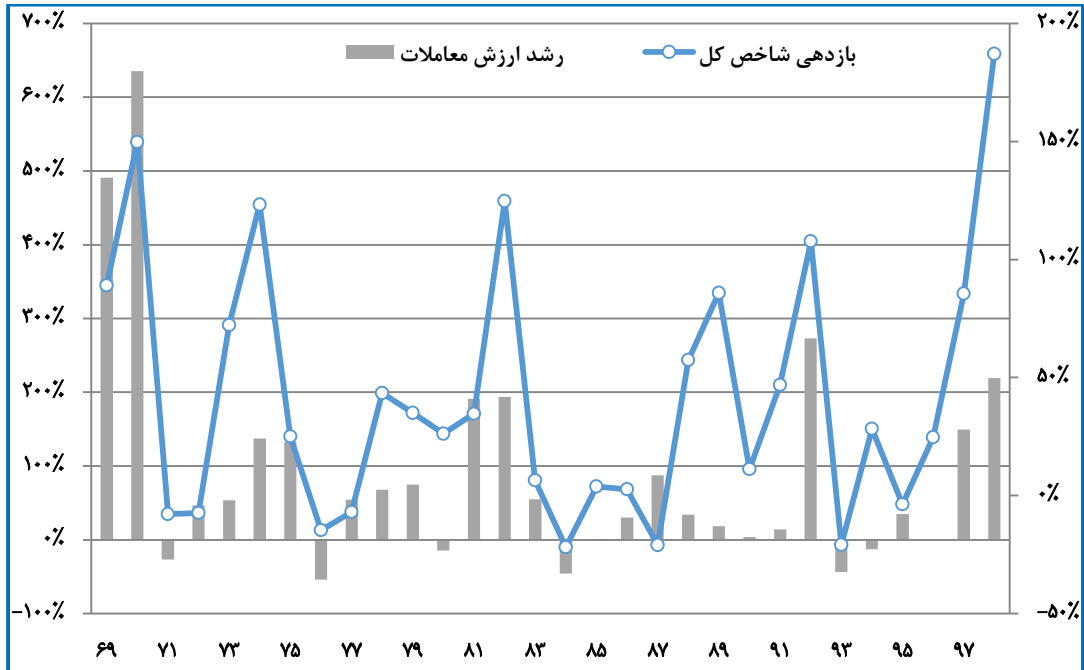
جدول ۴ - ضریب همبستگی در رابطه رگرسیونی شاخص کل و نقدینگی خرد ورودی

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

۴-۴- ارزش معاملات و بازدهی شاخص کل

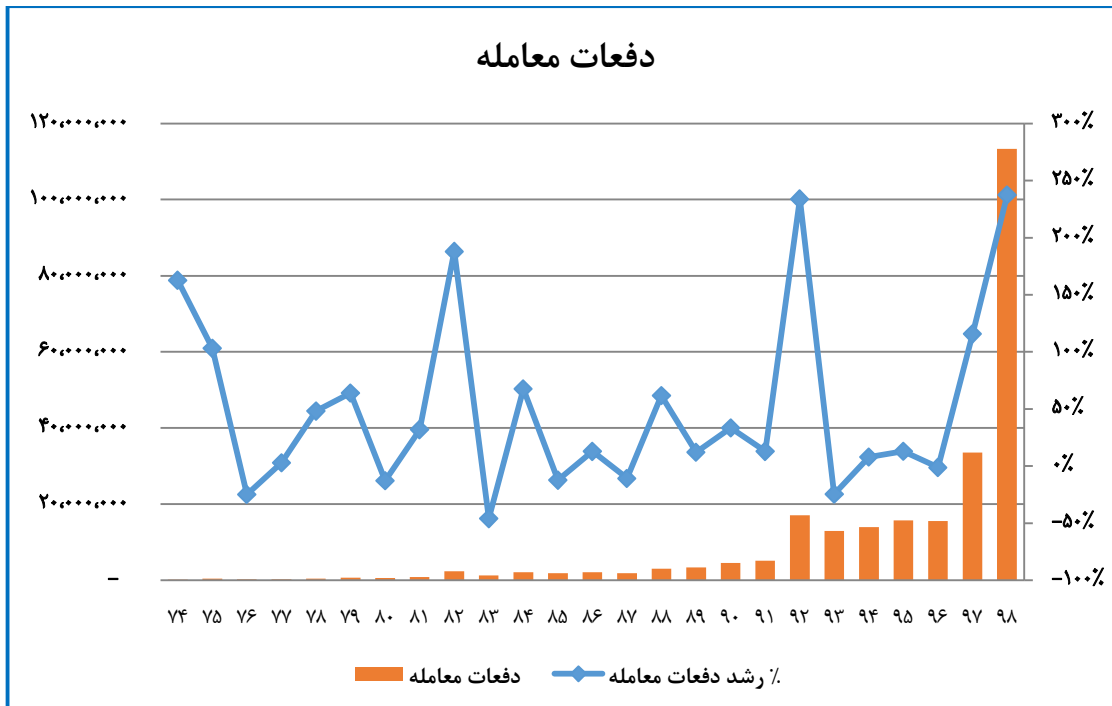
روند ارزش معاملات سهام در بورس تهران طی ۳۰ سال اخیر در نمودار ۱۰ زیر به تصویر کشیده شده است. این روند حاکی از رابطه مستقیم ارزش معاملات با بازدهی شاخص کل می‌باشد و در سال‌هایی که ارزش معاملات با رشدهای خیره‌کننده‌ای همراه بوده، بازار سرمایه نیز رشد نموده است. به عبارت دیگر شاخص ارزش معاملات یک اندیکاتور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

نمودار ۲۶ - روند ارزش معاملات و بازدهی شاخص کل



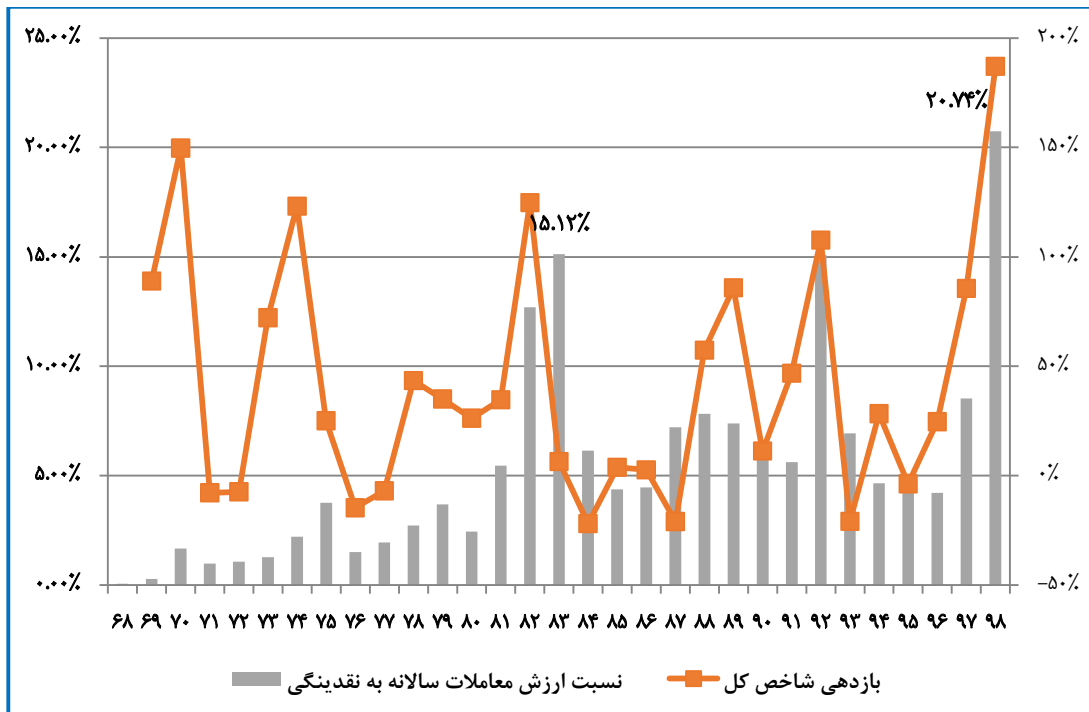
با رشد ارزش معاملات در دو سال اخیر، تعداد دفعات معامله نیز از رشد محسوس در سال ۹۹ برخوردار بوده است و همانطور که در نمودار ۱۱ نشان داده شده است، در سال ۹۸، ۲۳۸ درصد نسبت به سال ۹۷ رشد داشته است.

نمودار ۲۷ - تعداد دفعات معامله در بورس تهران



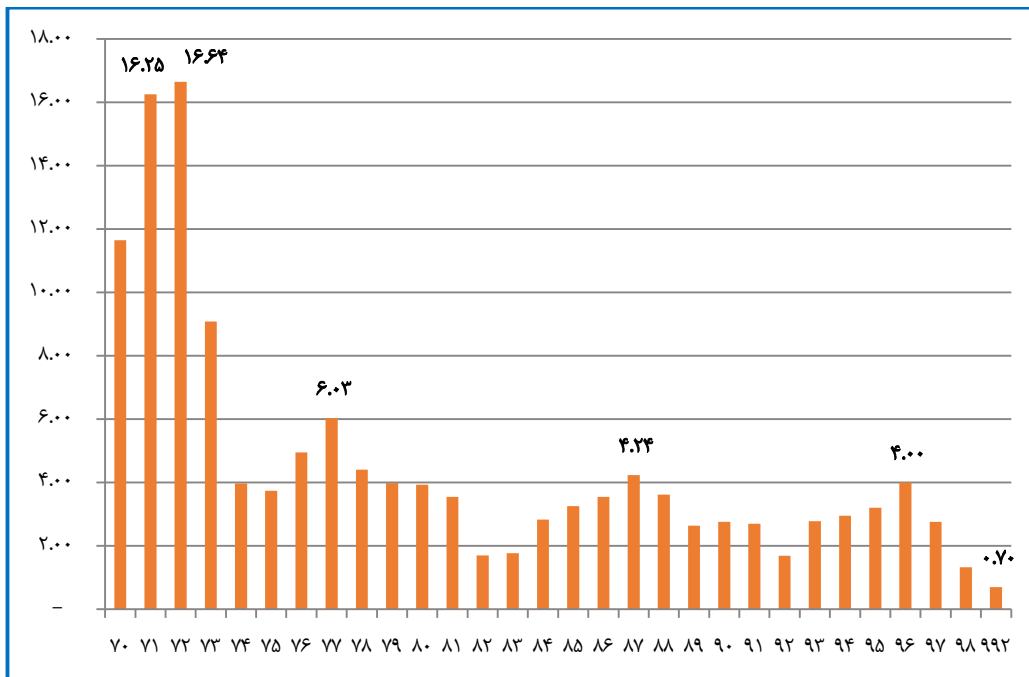
یکی از شاخص‌هایی که حساب بازار سهام را بر اساس نقدینگی و ارزش معاملات پیش‌بینی می‌نماید، نسبت ارزش معاملات سالانه به نقدینگی می‌باشد. نمودار ۱۲ روند این نسبت را در سی سال اخیر نشان می‌دهد. متوسط این نسبت در طول سی سال گذشته (۶۸-۹۸)، ۵,۵۳ درصد بوده است که در پایان سال ۹۸ به حدود ۲۰,۷۴ درصد رسیده است.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

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



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

نمودار ۲۹ - روند نسبت نقدینگی به ارزش بازار بورس تهران



۵- قیمت‌های جهانی کالا

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

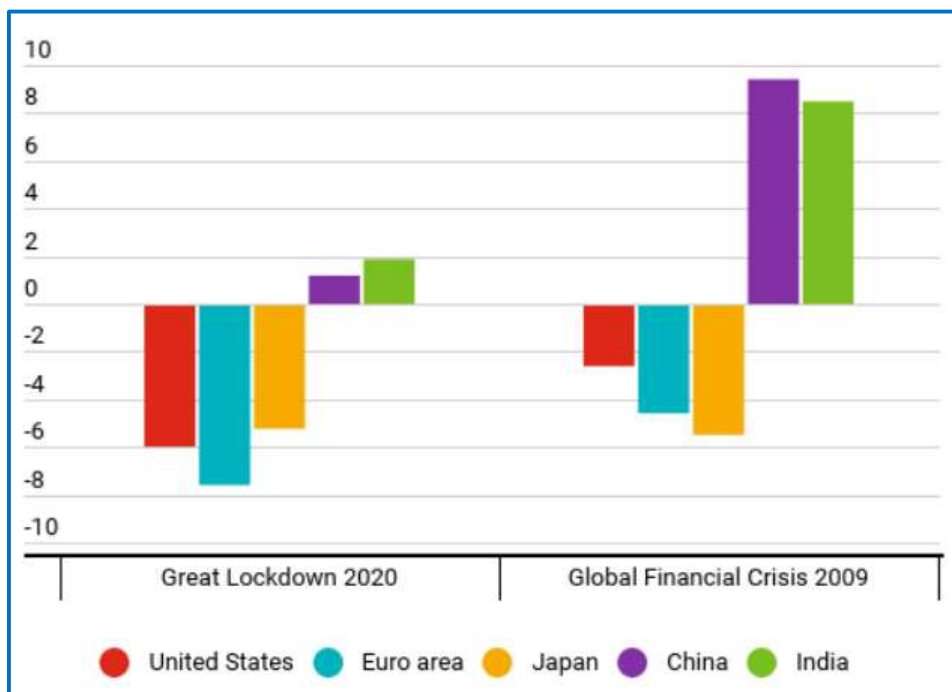
رکود کرونایی اقتصادها بسیار شدیدتر از بحران مالی ۲۰۰۹ بوده است (شکل یک) و موجب شده تا در بسیاری از کشورها، نرخ رشد اقتصادی به واسطه کاهش تقاضا و عمدتاً در بخش زنجیره تامین به شدت کاهش یابد.

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



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

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



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

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

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

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

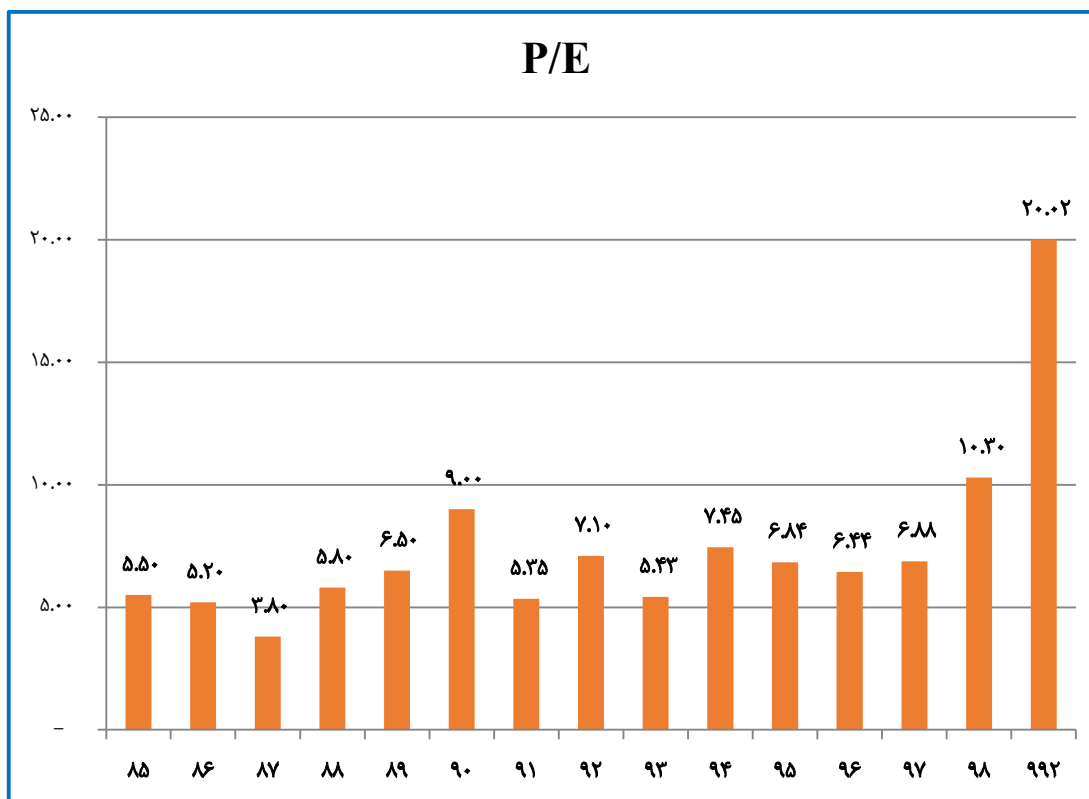
۶- کسری بودجه دولت

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

۷- نسبت قیمت به عایدی

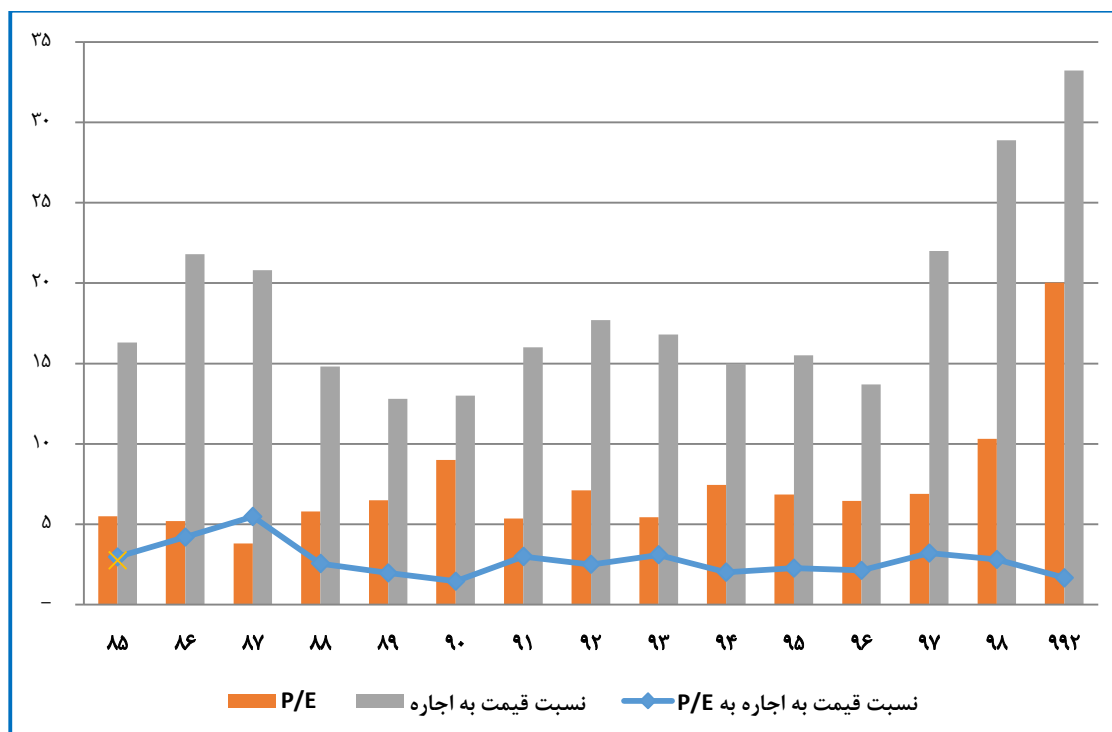
یکی از شاخص‌های ارزشگذاری دارایی‌های مالی استفاده از روش ضرایب در مقایسه با سایر بازارها می‌باشد. در این روش که بیشتر از نسبت قیمت به عایدی یا P/E استفاده می‌شود، می‌توان حساب یک دارایی خاص را نسبت به ارزش‌های ذاتی و قیمت‌های معاملاتی آن ارزیابی نمود. نمودار ۱۴ روند ده ساله متوسط نسبت قیمت به عایدی شرکتهای بورس تهران را نشان می‌دهد. این نسبت که نشاندهنده مجموع ارزش بازار به سود ۱۲ ماهه گذشته (TTM) سهام شرکتهای بورسی می‌باشد، در پایان اردیبهشت ماه به بیش از ۲۰۰٫۰۲ واحد رسیده است که بیانگر بازدهی ۵ درصدی بازار با توجه به قیمت‌های فعلی سهام می‌باشد. میانگین بلندمدت این شاخص در حدود ۷ می‌باشد که با توجه به افزایش حجم نقدینگی و ارزش معاملات و در نتیجه رشد قیمت‌ها، این نسبت به بیش از ۲ برابر افزایش یافته است. البته از آنجائیکه در محاسبه این نسبت از میانگین سود ۱۲ ماهه گذشته شرکتهای استفاده می‌شود و مجموع سود TTM شرکتهای بورسی در پایان اردیبهشت بالغ بر ۱۷۰ هزار میلیارد تومان با احتساب میانگین نرخ ارز در سامانه نیما در سال گذشته در حدود ۱۱۵٫۰۰۰ ریال بوده است و در حال حاضر نرخ دلار نیمایی به حدود ۱۶۰٫۰۰۰ ریال و بیش از ۴۰ درصد افزایش یافته، به نظر می‌رسد این نسبت در ماههای آینده با گزارش‌های فروش جدید شرکتهای اصلاح و کاهش یابد و انتظار می‌رود به حدود ۱۲-۱۴ واحد در ماه‌های پیش رو تعدیل گردد.

نمودار ۳۰ - روند نسبت قیمت به عایدی بازار بورس تهران



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

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



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

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

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

۸- افزایش تعداد IPO

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

۹- تناسب رشد بازار بورس با شرایط فعلی اقتصاد ایران

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

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

۱۰- هم حرکتی بازار بورس با سایر بازارها

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

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

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

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

۱۲- تسهیل تامین مالی از بازار سرمایه

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

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

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

۱۳- فرصت ها و تهدیدهای بازار سرمایه در شرایط فعلی

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

۱-۱۳- تهدیدها

۱. کاهش اقبال عمومی به بازار سرمایه

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

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

۲. اعمال محدودیتهای مالیاتی بر عایدی سهام

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

۳. عرضه باقیمانده سهام دولت و آزادسازی سهام عدالت

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

۴. افزایش قیمت حامل های انرژی

با توجه به کسری بودجه دولت در سال ۹۹، یکی از ریسک هایی که بازار را به شدت تهدید می نماید، افزایش قیمت حامل های انرژی می باشد که به شدت بر سودآوری شرکت های انرژی بر در صنعت فولاد و سیمان و سایر صنایع و زنجیره تامین کالا تاثیرگذار خواهد بود. این موضوع می تواند یک محرک اساسی ریزش بازار در سال ۹۹ باشد که اگرچه با توجه به کسری بودجه دولت دور از ذهن نیست ولیکن با توجه به تجربه شورش های آبان ۹۸ بدنبال افزایش قیمت بنزین و تشدید نابرابری های اقتصادی در ماه های اخیر، بعید به نظر می رسد دولت مجدداً خود را با ریسک های این رویداد مواجه سازد و به نظر می رسد ترجیح دهد این موضوع را به دولت های بعدی محول نماید.

۲-۱۳- فرصت ها

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

۱. تسویه مطالبات بانکی

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

۲. تسهیل عرضه سهام شرکتها در بورس ها

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

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

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

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

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

۵. ایجاد صندوق های سرمایه گذاری خصوصی

یکی از مکانیسم ها و ابزارهایی که برای تسهیل تامین مالی شرکتهای کوچک و متوسط و پروژه های متوقف شده در کشورهای دیگر تجربه شده است، صندوق سرمایه گذاری خصوصی یا Private Equity Fund می باشد. این صندوق ها با جمع آوری منابع از نهادهای مالی و ایجاد یک تیم تخصصی فنی و مالی، از شرکتهای کوچکی که بدلیل کمبود منابع مالی و مدیریتی با وقفه و یا ورشکستگی مواجه شده اند، حمایت می نمایند. به عبارتی در این صندوق ها سرمایه گذار نهادی با تفویض حق مدیریتی مالکیت خود به مدیر صندوق، صرفا منابع مالی را برای شرکتهای به صورت غیر مستقیم تامین نموده و مدیر صندوق با استفاده از تیم های تخصصی که در بخش مدیریت دارایی و عملیاتی اختیار دارد، شرکتهای را تجدید ساختار و آماده واگذاری در بازار سهام نموده و عواید حاصله را به سرمایه گذاران صندوق تخصیص می دهد.

۶. انتشار اوراق باز خرید یا REPO

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

۱۴- راهبرد شرکتها در بازار سرمایه

بر اساس فرصت ها و تهدیدهایی که در شرایط فعلی بازار سرمایه پیش بینی می شود، راهبردهای زیر می تواند از سوی بنگاههای اقتصادی با هدف کاهش هزینه های مالی و رشد سودآوری در دو بخش شرکتهای بزرگ و کوچک و متوسط مورد استفاده قرار گیرد:

شرکتهای بزرگ

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



۶. اوراق بهادارسازی حواله های ارزی صادراتی
۷. افزایش سرمایه به روش صرف سهام

شرکت‌های کوچک و متوسط

۱. تسریع در عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بورس ها
۲. استفاده از مزیت‌های سهام ممتاز جهت کنترل مالکیت شرکتها در بورس
۳. واگذاری سهام ترجیحی به کارکنان شرکت‌ها با هدف افزایش قدرت خرید کارکنان و بهبود بهره‌وری
۴. تجدید ارزیابی دارایی‌ها و افزایش سرمایه شرکتها از این محل
۵. تجمیع شرکت‌ها و ایجاد هلدینگ‌های تخصصی در رشته های مختلف و پذیرش سهام این شرکتها در بازار سرمایه
۶. اخذ تسهیلات با نرخ های پائین از نظام بانکی با توجه به تسویه مطالبات بانکی شرکت‌های بزرگ
۷. انتشار اوراق بدهی قابل تبدیل به سهام با نرخ های پایین و پذیرش این اوراق در بازار فرابورس
۸. ایجاد صندوق‌های سرمایه گذاری خصوصی با هدف تامین مالی پروژه‌ها و عرضه آتی سهام آنها در بورس ها