



اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

TEHRAN CHAMBER OF COMMERCE,
INDUSTRIES, MINES AND AGRICULTURE

گزارش تحلیلی از عملکرد سازمان بورس اوراق
بهادار ایران و وضعیت بازار سرمایه کشور
بر اساس آخرین داده‌های آماری منتشر شده
توسط سازمان بورس برای ماه دی ۱۳۹۹

تهیه شده در معاونت کسب و کار

بهمن ۱۳۹۹



فهرست

۲ پیش گفتار
۳ (۱) ارزش بازارها
۴ (۲) معاملات حقیقی و حقوقی
۵ (۳) جمع بندی

۱) ارزش بازارها

یکی از معیارهایی که به واسطه آن می‌توان میزان تمایل شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق بورس را سنجید، رشد ارزش این بازار است. در واقع هرچه ارزش بازار بورس بالاتر برود هم نشان‌دهنده اقبال سرمایه‌گذاران به این بازار و هم نشان‌دهنده افزایش تمایل شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق این بازار است. طبق آخرین آمار (دی ۱۳۹۹) مربوط به ارزش بازارهای مالی تحت نظر سازمان بورس که مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گروه آمار و تحلیل ریسک این سازمان آن را تهیه نموده است، ارزش ریالی هر یک از بازارهای مالی در جدول شماره (۱) آورده شده است. شایان ذکر است که ارزش بازار عبارت از حاصلضرب تعداد اوراق بهادار (سهام عرضه شده شرکت) در ارزش بازاری (آخرین قیمت یا قیمت پایانی روی تابلو معاملات) است.

جدول شماره (۱): ارزش بازارهای مالی در پایان دی ۱۳۹۹ (واحدها به میلیارد ریال است)

بازار	نوع اوراق	انتهای دی ۱۳۹۹	انتهای دی ۱۳۹۸	انتهای دی ۱۳۹۷	درصد تغییرات ۹۸ به ۹۷	درصد تغییرات ۹۸ به ۹۹	درصد تغییرات ۹۷ به ۹۹
بورس تهران	سهام	۶,۲۷۲,۹۱۷	۱۴,۹۰۲,۳۹۳	۴۶,۲۴۰,۹۹۸	۱۳۸٪	۲۱۰٪	۶۳۷٪
	اوراق بدهی	۱۱۳,۴۷۵	۱۰۷,۷۲۹	۱۷۶,۵۱۱	-۵٪	۶۴٪	۵۶٪
	ETFs	۱۸,۹۷۱	۸۷,۱۹۶	۴۰۳,۵۲۳	۳۶۰٪	۳۶۳٪	۲۰۲۷٪
	مجموع	۶,۴۰۵,۳۶۴	۱۵,۰۹۷,۳۱۷	۴۶,۸۲۱,۰۳۳	۱۳۶٪	۲۱۰٪	۶۳۱٪
فرا بورس ایران	سهام	۱,۶۶۵,۵۸۰	۴,۵۲۵,۲۷۳	۱۶,۵۱۸,۹۸۴	۱۷۲٪	۲۶۵٪	۸۹۲٪
	اوراق بدهی	۶۴۰,۸۸۳	۹۷۴,۷۸۹	۲,۲۵۴,۰۴۹	۵۲٪	۱۳۱٪	۲۵۲٪
	ETFs	۱۵,۴۱۶	۳۷,۴۷۲	۱۶۶,۵۸۷	۱۴۳٪	۳۴۵٪	۹۸۱٪
	مجموع	۲,۳۲۱,۸۸۰	۵,۵۳۷,۵۳۴	۱۸,۹۳۹,۶۱۹	۱۳۸٪	۲۴۲٪	۷۱۶٪
بورس انرژی	ETFs	۳۷,۱۸۷	۴۶,۶۱۶	۵۶,۰۰۸	۲۵٪	۲۰٪	۵۱٪
بورس کالا	ETFs	۸,۵۴۳	۱۰,۳۰۶	۱۹,۱۱۵	۲۱٪	۸۵٪	۱۲۴٪

همانطور که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، از دوره زمانی منتهی به دی ۱۳۹۷ تا انتهای دوره منتهی به دی ۱۳۹۸ و دی ۱۳۹۹ به ترتیب ارزش سهام موجود در بورس تهران ۱۳۸٪ و ۶۳۷٪ افزایش یافته است. همچنین از با مقایسه دوره منتهی به دی ۱۳۹۸ به نسبت دی ۱۳۹۹، افزایش ۲۱۰٪ در ارزش سهام موجود در بورس تهران مشاهده می‌شود. همین منوال (افزایش ارزش) در ارزش اوراق سهام فرا بورس ایران نیز مشاهده می‌شود. این افزایش ارزش سهام می‌تواند خوب و بد باشد. در واقع افزایش ارزش سهام در بازار به مانند یک شمشیر دو لبه می‌ماند. اگر این افزایش در ارزش ناشی از بهبود شرایط کلان اقتصادی کشور (و جهان) باشد یا به همراهی بهبود در شرایط بنیادین شرکت‌های حاضر در بازار (ناشرین) باشد، می‌تواند نشان‌دهنده افزایش اقبال سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری و نیز افزایش تمایل شرکت‌ها برای تأمین مالی از طریق این بازار باشد. از طرف دیگر اگر شرایط پیش‌گفته محقق نشده باشد، یعنی شرایط اقتصاد کلان و نیز شرایط بنیادین خود شرکت‌ها (ناشرین) بهبود و ارتقا نیافته باشد، این افزایش در ارزش سهام موجود در بازار می‌تواند خطرناک و نشان‌دهنده حباب قیمتی (افزایش قیمت یک سهم بیش از ارزش ذاتی و منصفانه آن) باشد. شایان ذکر است که اقبال بیش از پیش سرمایه‌گذاران (عموماً سرمایه‌گذاران خرد) در انتهای سال ۱۳۹۸ و ابتدای سال ۱۳۹۹ به بازار سرمایه نیز می‌بایست در این تحلیل دیده شود. ورود سرمایه‌گذاران جدید به معنی ورود پول جدید به این بازار و به طبع آن بالا رفتن تقاضا برای خرید سهام شرکت‌ها، افزایش رقابت برای تصاحب این سهام و در نتیجه افزایش ارزش سهام این شرکت‌ها به مبالغی حتی بالاتر از ارزش بنیادین و منصفانه آن‌ها شود. اگر چنانچه زیرساخت‌های لازم مانند زیرساخت



آموزشی، معاملاتی، مشاوره و غیره که برای ورود به بورس نیاز است، به حد کافی فراهم نباشد، حباب قیمتی ناشی از ورود سرمایه‌گذاران خرد (با دانش کم نسبت به این بازار) می‌تواند پرنرگ‌تر شود.

ادامه چنین روندی می‌تواند منجر به کاهش مقبولیت بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران شود. در این شرایط احتمال اینکه سرمایه‌گذاران شروع به خروج از بازار نمایند بالا می‌رود. خروج سرمایه‌گذاران از این بازار به معنی خروج پول و کم رونق شدن این بازار است. شرکت‌ها نیز با مشاهده این شرایط، تمایل خود را به انتشار اوراق (سهام) بیشتر به منظور تأمین مالی از دست داده و در نتیجه به کم رونق شدن این بازار و افت ارزش آن می‌افزایند.

نکته مهم دیگر در این جدول این است که ارزش اوراق بدهی منتشر شده در بورس تهران، منتهی به دی ۱۳۹۹ به نسبت دوره مشابه در سال ۱۳۹۸ افزایش ۶۴٪ درصدی و به نسبت دوره مشابه در سال ۱۳۹۷ افزایش ۵۶٪ درصدی یافته است. مطابق اصول علم مالی و اقتصاد، نرخ بهره اوراق با ارزش اوراق رابطه عکس دارند؛ یعنی اگر قیمت اوراق افزایش یابد، نرخ بهره آن کاهش یافته و اگر چنانچه قیمت اوراق کاهش یابد، نرخ بهره آن افزایش می‌یابد. با توجه به اینکه ارزش بازار اوراق بدهی در بورس تهران در دوره زمانی منتهی به دی ۱۳۹۷ از ارزش همین اوراق در دوره زمانی نظیر در سال ۱۳۹۸ بیشتر بوده است و همچنین از طرف دیگر افزایش ارزش این اوراق در دی ۱۳۹۹ به نسبت دی ۱۳۹۸ بیشتر از افزایش ارزش در دی ۱۳۹۹ به نسبت دی ۱۳۹۷ بوده است؛ می‌توان اینچنین نتیجه گرفت که نرخ بهره این اوراق در دی ۱۳۹۷، بیشتر از نرخ بهره در دی ۱۳۹۸ و نیز دی ۱۳۹۹ بوده است.

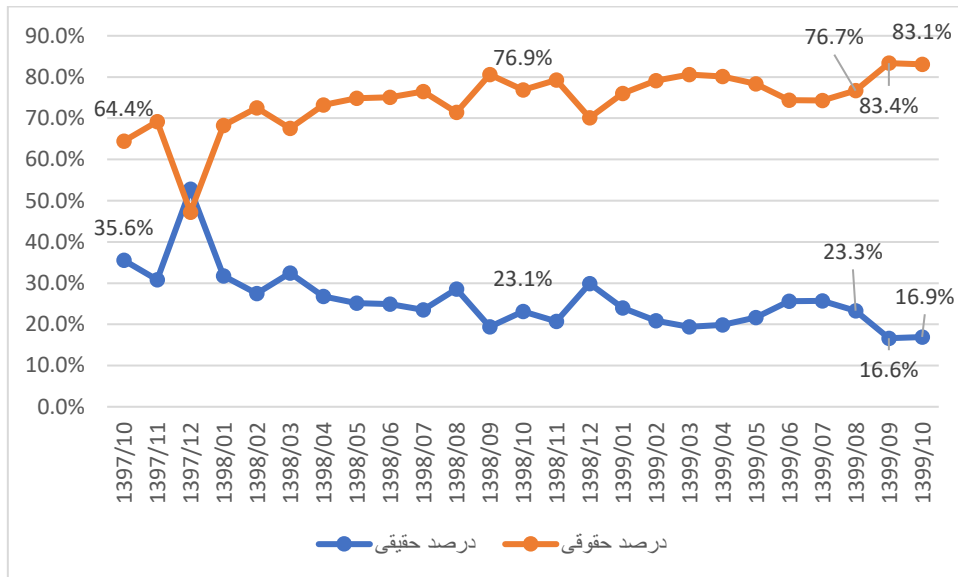
مطابق آمار و اطلاعات جدول شماره (۱)، این قضیه در رابطه با اوراق بدهی منتشر شده در فرابورس ایران صدق نمی‌کند. از آنجایی که حجم زیادی از اوراق منتشر شده در این بازار مربوط به اوراق بدهی دولتی (اخزا) است، می‌توان دو نتیجه گرفت: ۱- اوراق بدهی دولتی منتشر شده در بازار افزایش یافته است یا ۲- میزان افزایش انتشار این اوراق رشد کمی داشته اما ارزش اوراق افزایش و در نتیجه نرخ بهره این اوراق کاهش داشته است. با مراجعه به نرخ اوراق اخزا (<https://www.ifb.ir/ytm.aspx>) و با یک نگاه سطحی مشاهده می‌شود که نرخ اوراق (نرخ مؤثر) سررسید شده در حوالی دی‌ماه ۱۳۹۷، عموماً بیشتر از نرخ اوراق در حوالی دی‌ماه ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ بوده است. لذا با احتمال بیشتری می‌توان نتیجه گرفت که افزایش در ارزش اوراق موجود در فرابورس ایران در دی‌ماه (مقایسه سال‌های ۹۷، ۹۸ و ۹۹) ناشی از افزایش تمایل به انتشار اوراق در این بازار نبوده است. نکته قابل توجه دیگر در زمینه ارزش بازار در حوزه صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (Exchange Traded Funds¹) در بورس کالا و نیز بورس انرژی است. افزایش ارزش این صندوق‌ها در بورس کالا، همواره (مطابق جدول (۱)) بیشتر از افزایش ارزش همین گونه صندوق‌ها در بورس انرژی بوده است. نکته قابل توجه در اینجا این است که همواره (در بازه‌های زمانی مورط مطالعه) ارزش ETFs موجود در بورس انرژی از ارزش ETFs موجود در بورس کالا بیشتر بوده است.

۲) معاملات حقیقی و حقوقی

یکی دیگر از عوامل مهم در بازاهای مالی، ترکیب نسبی مشارکت اشخاص حقیقی و حقوقی است. نمودار شماره (۱) میزان مشارکت اشخاص حقیقی و حقوقی در معاملات سهام را از دی ۱۳۹۷ تا دی ۱۳۹۹ نشان می‌دهد. منظور از ترکیب نسبی، درصد مشارکت هر یک از دو گروه حقیقی و حقوقی است. بررسی این روند از آن جهت اهمیت دارد که نشان می‌دهد با توجه به تحولات اخیر در میزان مشارکت اشخاص حقیقی و حقوقی، سمت و سوی آتی سیاستگذاران باید بیشتر معطوف به کدام یک باشد.

ETF¹

نمودار (۱): ترکیب نسبی مشارکت اشخاص حقیقی و حقوقی در معاملات سهام از دی ۱۳۹۷ تا دی ۱۳۹۹



با عنایت به نمودار شماره (۱) مشاهده می‌شود که اختلاف بین مشارکت‌کنندگان حقیقی با مشارکت‌کنندگان در حقوقی در دوره زمانی منتهی به دی ۱۳۹۹ به نسبت در ۱۳۹۷ و همچنین دی ۱۳۹۸ تفاوت معناداری پیدا کرده است. مشارکت اشخاص حقیقی در دی‌ماه منتهی به سال ۱۳۹۹ به نسبت مشارکت اشخاص حقوقی بسیار کمتر شده است. با وجود اینکه تعداد فعالان خرد در پایان سال ۱۳۹۸ و نیز ابتدای سال ۱۳۹۹ افزایش یافته است، احتمال دارد دلیل به وجود آمدن این تفاوت مشهود، افزایش تعداد نهادهای حقوقی فعال در بازار سرمایه باشد. اگر در عمل چنین اتفادق افتاده باشد، اتفاق مثبتی است؛ چراکه سرمایه‌گذار و معامله‌گری در بازارهای مالی نیازمند تخصص و دانش خاصی است که موجب همین قضیه، اشخاص حقوقی با داشتن نیروهای متخصص و ابزارهای مناسب، امکان بهره‌مندی بیشتری از این فضا را خواهند داشت. با دعوت از سرمایه‌گذاران خرد به سرمایه‌گذاری غیر مستقیم (به واسطه نهادهای حقوقی واجد شرایط) می‌توان ضمن ارتقای فضای تحلیلی بازار سرمایه، به مدیریت مناسب‌تر ریسک و بازده فعالان این بازار نیز کمک نمود.

همچنین مقایسه آمار منتهی به ماه‌های آبان، آذر و دی سال ۱۳۹۹ نشان می‌دهد که نسبت مشارکت حقیقی و حقوقی در بازار با شیب کمی به سمت مشارکت افراد حقیقی متمایل شده است. این امر می‌تواند نشان‌دهنده افزایش اقبال سرمایه‌گذاران خرد به سمت سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار باشد. این مهم نشان‌دهنده نیاز جدی به توسعه زیرساخت‌های آموزشی و نیز توجه به ابزارهای به روز با هدف تسهیل تحلیل و مدیریت ریسک می‌باشد.

۳ جمع‌بندی

با توجه به اینکه همچنان وضعیت بودجه سال ۱۴۰۰ در حاله‌ای از ابهام قرارداد، نمی‌توان میزان دقیق تأمین مالی مدنظر دولت از قبال بازار سرمایه را عنوان نمود. آنچه مشخص است این است که در ایام تحریم‌ها که درآمد ارزش کشور کاهش یافته است، دولت می‌بایست توجه ویژه‌ای به انواع روش‌های تأمین مالی از طریق بازار سرمایه داشته باشد. با توجه به گسترده شدن این بازار (افزایش فعالان) در ماه‌های اخیر، مسئولین ذی‌صلاح می‌توانند با ایجاد تمهیدات لازم، به توسعه زیرساخت‌های مورد نیاز برای هر دو طرف ناشر و سرمایه‌گذار پرداخته و موجبات استقبال هردوی این گروه‌ها به این بازار را بیش از پیش فراهم سازند. شایان ذکر است که گسترش اقبال به این بازارهای مالی، منجر به افزایش درآمدهای ناشی از مالیات تراکنش‌ها و فروش اوراق قرضه دولتی شده و از این بابت می‌تواند به کمک جبران کسری عملیاتی احتمالی بودجه دولت (در سال آتی) منجر شود.