



مقاله

موانع عملکرد بهره‌ور و باثبات بازار سرمایه در کشور



بازار سرمایه علاوه بر تأمین مالی بخش خصوصی، منبعی برای تأمین بودجه پروژه‌های زیرساختی دولتی نیز محسوب می‌شود. دولت‌ها نیز می‌توانند با انتشار اوراق مشارکت یا اوراق خزانه، سرمایه‌های موردنیاز برای اجرای پروژه‌هایی مانند ساخت نیروگاه‌ها، جاده‌ها و بیمارستان‌ها را جذب کنند.



محمد کوهستانی

کارشناس و مشاور ابزارها و نهادهای نوین مالی

زمانی که صحبت از اقتصاد یک کشور می‌شود، رونق بازار سرمایه نشانه‌ای از سلامت اقتصادی آن کشور است و توسعه آن می‌تواند محرکی برای رشد پایدار و افزایش رفاه عمومی باشد. در ابتدا لازم است با ماهیت اصلی بازار سرمایه آشنا شویم؛ ماهیتی که متأسفانه چند سالی است که در کشور ما دستخوش تغییراتی گردیده و مانعی بر عملکرد بهره‌ور و باثبات بازار سرمایه گردیده است. در واقع بازار سرمایه با تأمین مالی شرکت‌ها باعث توسعه فعالیت‌های آن‌ها شده و فرصت‌های شغلی جدیدی ایجاد می‌کند که این موضوع باعث جذب نیروی کار بیشتر و کاهش نرخ بیکاری در کشور می‌شود. در نتیجه تولید افزایش می‌یابد و درآمد بالا می‌رود و این امر بر درآمد سالیانه کشور نیز تأثیر می‌گذارد. از طرفی سرمایه‌گذاران نیز از این توسعه و رشد بهره‌مند می‌شوند و به سود و درآمد می‌رسند؛ به‌عنوان نمونه، شرکتی مانند اپل از طریق عرضه در بورس نزدک (بازار بورس سهام در ایالات متحده) سرمایه‌های کلانی جذب کرد و توانست هزاران شغل جدید ایجاد کند. این شرکت با افزایش بهره‌وری و نوآوری، سهم قابل‌توجهی در رشد اقتصادی ایالات متحده آمریکا داشت؛ به‌طوری‌که درآمد سالیانه‌ای حدود ۳۹۴ میلیارد دلار به دست آورد و این در حالی است که درآمد کشور عزیزمان ایران چیزی در حدود ۳۹۰ میلیارد دلار می‌باشد و این یعنی با کمک بازار سرمایه یک شرکت به درآمدی بالاتر از یک کشور دست یافته است. بازار سرمایه علاوه بر تأمین مالی بخش خصوصی، منبعی برای تأمین بودجه پروژه‌های زیرساختی دولتی نیز محسوب می‌شود. دولت‌ها نیز می‌توانند با انتشار اوراق مشارکت یا اوراق خزانه، سرمایه‌های موردنیاز برای اجرای پروژه‌هایی مانند ساخت نیروگاه‌ها، جاده‌ها و بیمارستان‌ها را جذب کنند مانند اتفاقی که در دوره ریاست جمهوری حسن روحانی برای اولین بار در کشور ایران رخ داد و اسناد خزانه اسلامی با نماد اخزا جهت تسویه بدهی با پیمانکاران دولت عرضه شد. حال که با اهمیت بازار سرمایه در اقتصاد

و آبادانی یک کشور آشنا شدیم، به موانع عملکرد بهره‌ور و باثبات بازار سرمایه در کشور ایران می‌پردازیم.

بی‌اعتمادی بزرگ‌ترین مانع

اگر به ده سال گذشته بازگردیم، بازار سرمایه ایران بازاری پررونق نبود، عده معدودی دانش معامله در بازار سرمایه را داشتند و افراد بیشتر از طریق مشاوره یا اطلاعات به خریدوفروش سهام می‌پرداختند که عمده این افراد در کلان‌شهرها زندگی می‌کردند و دسترسی به کارگزاری‌ها برایشان آسان بود. با پیشرفت تکنولوژی و ورود آن به بازار مالی (فینتک) و امکان معاملات به‌صورت آنلاین نقطه عطفی در بازار سرمایه ایران به وجود آمد. کم‌کم آوازه سرمایه‌گذاری در بورس بلند شد و به گوش دورافتاده‌ترین روستاهای ایران نیز رسید و باعث رشد روزافزون حجم معاملات و شاخص بورس گردید، اما در این ده سال، نقطه‌ای تاریک نیز در بازار سرمایه ایران به وجود آمد. برای درک بهتر چرایی بی‌اعتمادی لازم است به گذشته بازگردیم و مسائل را با دقت بیشتری بررسی نماییم. در مهرماه سال ۱۳۹۴ برنامه راهبردی جامع اقدام مشترک (برجام) به تصویب ایران و گروه ۵+۱ رسید و در دی‌ماه همان سال، اولین گام اجرایی آن آغاز شد. این دستاورد بزرگ باعث شد تا در سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ شرکت‌های بزرگ دنیا ایران را کشوری امن جهت سرمایه‌گذاری بدانند که از آن جمله می‌توان به امضاء قرارداد ۴/۸ میلیارد دلاری نفتی توتال، قرارداد خرید هواپیما از ایرباس و قرارداد تولید خودرو مشترک با شرکت‌های رنو و پژو اشاره کرد و به‌یقین می‌توان سال ۱۳۹۶ را یکی از بهترین سال‌های اقتصاد ایران نامید؛ به‌طوری‌که سهام شرکت‌های پتروشیمی و خودرویی در بازار بورس به‌شدت رشد کردند، خط‌های تولید کارخانه‌ها هر روز بیشتر می‌شد و قراردادهای جدید و استخدام نیروی کار نرخ بیکاری را در کشور هر روز پایین می‌آورد و وضعیت رفاهی جامعه هر روز رو به بهبود بود که طبق آمار شاخص توسعه گردشگری

و سفر در بین سال‌های ۱۳۹۶ و ۱۳۹۸ رکورد سفر خارجی ایرانیان شکسته شد و از طرفی توریست‌های بسیاری از کشورهای مختلف به سمت کشور سرازیر شدند. در پایان سال ۱۳۹۶، شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران با رشد قابل‌توجهی همراه بود؛ به‌طوری‌که شاخص کل ۲۵ درصد رشد داشت. رشد شاخص بورس از یک‌سو و از سوی دیگر نوسان نرخ دلار بین ۳۷۰۰ تا ۴۳۰۰ تومان باعث شد تا افراد حقیقی و حقوقی بسیاری به سبز بودن هر روزه تابلو بورس اعتماد کنند و سرمایه‌های خود را وارد بازار سرمایه کنند، اما در سال ۱۳۹۷ ایالات متحده آمریکا در روز ۱۸ اردیبهشت رسماً از برجام خارج شد و قیمت دلار در آذرماه همان سال به رکورد جدید ۱۸ هزار و ۵۰۰ تومان رسید. به دنبال خارج شدن آمریکا از برجام، شرکت‌های خارجی سرمایه‌گذار نیز از معاهدات خارج و تحریم‌های سنگین نفتی آغاز شد و این موضوع باعث شد دولت با چالش و ضربه بزرگ اقتصادی مواجه شود که منجر به ناترازی و کسری شدید بودجه گردید و بانک مرکزی را وادار به چاپ پول بدون پشتوانه تولید ملی نمود. در سال ۱۳۹۸ کسری بودجه دولت در حال نمود و چاپ پول بدون پشتوانه در حال بیدار نمودن تورم خفته بود. بخش خصوصی نیز بیمار و شرایط سخت تحریمی بر تولید تأثیر منفی می‌گذاشت؛ در این زمان بود که شرکت‌ها اقدام به تجدید ارزیابی دارایی‌های خود نمودند، زیرا قبلاً دارایی‌های خود را بر اساس دلار سه الی چهار هزار تومانی ارزیابی نموده بودند و حالا ارزیابی مجدد با دلار ۱۵ تا ۱۸ هزار تومانی باعث شد که شرکت‌هایی که تا مرز ورشکستگی رفته بودند، ارزش سهامشان بالاتر و ارزنده‌تر نشان داده شود که این امر باعث سبز شدن تابلو بورس شد و دولت وقت نیز با تبلیغات وسیع مردم را به سمت سرمایه‌گذاری در بورس تشویق می‌کرد. علت تبلیغات دولت در آن زمان به‌طور قطعی مشخص نیست، اما اکثر کارشناسان بر این باور بودند که بعد تحریم خرید نفت توسط آمریکا، دولت با



به یقین می توان سال ۱۳۹۶ را یکی از بهترین سال های اقتصاد ایران نامید؛ به طوری که سهام شرکت های پتروشیمی و خودرویی در بازار بورس به شدت رشد کردند، خط های تولید کارخانه ها هر روز بیشتر می شد و قراردادهای جدید و استخدام نیروی کار نرخ بیکاری را در کشور هر روز پایین می آورد و وضعیت رفاهی جامعه هر روز رو به بهبود بود که طبق آمار شاخص توسعه گردشگری و سفر در بین سال های ۱۳۹۶ و ۱۳۹۸ رکورد سفر خارجی ایرانیان شکسته شد و از طرفی توریست های بسیاری از کشورهای مختلف به سمت کشور سرازیر شدند.

کمبود شدید بودجه مواجهه است که با سرازیر کردن مردم به بورس این کسری را جبران و تا حدی موفق شد. در آن روزها با توجه به تبلیغات دولت تقریباً تمامی مردم در بازار سهام در حال خرید فروش سهام بودند (طبق آمار حدود ۴۶ میلیون نفر) با توجه به تجدید ارزیابی شرکت های بورسی بدون آنکه ربالی سود محقق نمایند، تابلو هر روز مثبت بود و مردم خشنود از سودی که به دست می آورند، بعضاً دلگرم به تبلیغات که بورس بهترین جا برای سرمایه گذاری است، خودرو و ملک خود را می فروختند و برای کسب سود در بازار سرمایه سرمایه گذاری می نمودند. شاخص کل بورس در ۱۹ مرداد سال ۱۳۹۹ از مرز ۲ میلیون واحد گذشت و رکورد تاریخی را رقم زد، ولی در ادامه ناگهان تورم خفته بیدار شد، قیمت مسکن و دلار سر به فلک کشید، افزایش قیمت مسکن و قیمت دلار از ۱۵ هزار تومان به ۳۱ هزار تومان بازار را به شوک فرو برد، شاخص وارد روند نزولی شد و در آخرین روز کاری اسفندماه شاخص کل بورس به سطح یک میلیون و ۳۰۷ هزار واحد رسید. بزرگترین ریزش بورس در مردادماه ۱۳۹۹ اتفاق افتاد. شاخص کل بورس تهران از دو میلیون و یکصد هزار به یک میلیون و ۶۰۰ هزار سقوط کرد

درحالی که شاخص کل افت حدود ۳۰ درصدی را تجربه کرد، سهامداران در بسیاری از نمادها تا ۵۰ درصد سقوط را تجربه کردند. در ۲۶ مرداد بورس تهران با ریزش ۸۹ هزار واحدی رکورد سقوط بازار را در ۵۳ سال گذشته را شکست. در دوم شهریورماه رکورد تاریخی خروج نقدینگی حقیقی از بازار شکسته شد؛ در این روز ۳۰۰۰ هزار میلیارد تومان پول از بازار بورس خارج شد. از دست رفتن سرمایه های

مردم در حالی صورت گرفت که پول خیلی از سهامداران در نمادهای معروف خودرو، مانند خسپا و شستا قفل شده بود و قادر به فروش نبودند. با شدت گرفتن ریزش شاخص بورس، موج خروج سهامداران حقیقی از بازار شروع شد و در آن سال به تابلو قرمز بورس و بازار سرمایه، لقب کوره پول سوزی داده شد. از بین رفتن سرمایه مردم و متضرر شدن آن ها و عدم توجه دولت چنان لطمه ای به بازار سرمایه وارد نمود که اکنون نیز بعد از گذشت چند سال از این اتفاق، بسیاری از سرمایه گذاران حقیقی حاضر به ورود مجدد و سرمایه گذاری در بازار سرمایه نیستند و عده ای نیز بسیار محتاطانه و به صورت حداقل دارایی در بازار سرمایه کشور سرمایه گذاری می نمایند.

شرایط سیاسی و امنیتی کشور

به جرئت می توان گفت که خروج آمریکا از برجام آب خوش را از گلوی اقتصاد ایران گرفت؛ افزایش قیمت دلار با یک توییست یا وضع یک تحریم جدید و شرایط کشورهای همسایه و اطراف ایران جنگ های روسیه و اکراین و اسرائیل و لبنان و دخالت های دولت های شرقی و غربی در امور خاورمیانه و تهدیدات بین المللی و ... شرایط اقتصادی کشور را به هاله ای از ابهام فرو برد و کلمه «اگر» تعیین کننده بسیاری از مسائل اقتصادی و سیاسی کشور گردیده اگر توافقی حاصل شود؟ اگر صلح برقرار شود و ... اقتصاد مبتنی بر اگر باعث گردیده سرمایه گذاران، بازار سرمایه را به عنوان پناهگاه امن یا "Safe Haven" ندانسته و برای کسب سود به دنبال راهکار دیگری باشند. در چنین شرایطی بازار سرمایه نیز ماهیت اصلی خود یعنی بهبود

اقتصاد را از دست می دهد و مکانی برای سفته بازی و دلالی می گردد؛ به طوری که حجم عمده معاملات توسط سرمایه گذاران حقوقی خریدوفروش می شود و آن ها نیز فقط به دنبال نوسان گیری هستند. در واقع نوسان گیری یک استراتژی معاملاتی است که معامله گران برای کسب سود از نوسانات قیمت ها در بازه زمانی کوتاه مدت (چند روز تا چند هفته) از آن استفاده می کنند. در این روش، معامله گران سعی می کنند سهام یا دارایی های دیگر را در نقاط پایین قیمت خریداری و در نقاط بالاتر به فروش برسانند و از این طریق سود کسب کنند. از آنجایی که ممکن است سرمایه گذاران حقوقی با حجم بیشتری از نقدینگی و داشتن اطلاعات نهانی نسبت به سرمایه گذاران حقیقی در بازار سرمایه نوسان گیری کنند، شرایطی را به وجود می آورند که رشد اقتصادی از طریق بازار سرمایه محقق نمی شود و دیگر کسی بابت سود واصله از تولید یا فروش شرکت های بورسی سودی به دست نمی آورد، بلکه عده ای از ضرر دیگران به سود می رسند و این موضوع به بی اعتمادی بیشتر سرمایه گذاران دامن می زند.

تورم افسار گسیخته

وقتی به بورس کشورهای توسعه یافته می نگریم، متوجه می شویم که یکی از مهمترین دلایل پویایی آن عدم وجود تورم در کشور است. در کشورهایی با تورم پایین بازار سرمایه مکانی امن و سودده لحاظ می گردد، زیرا افراد می توانند در تمامی صنایع سرمایه گذاری نمایند، اما در خصوص کشور ایران که در سایه تورم و تحریم در حال حرکت است، نمی توان تمامی صنایع را امن دانست،

زیرا تورم باعث سقوط و نابودی برخی صنایع می‌گردد و این امر در سهام شرکت‌ها نیز نمود پیدا می‌کند؛ به‌عنوان مثال در شرایط تورمی سهام پتروشیمی رشد و سهام خودرو یا املاک و مستغلات دچار ریزش می‌گردد. در چنین شرایطی داشتن دانش مناسب در انتخاب درست صنعت و خرید به موقع سهام امری حیاتی و مؤثر در تحقق سود می‌باشد. از آنجایی که عامه سرمایه‌گذاران دارای چنین دانشی نیستند، ترجیح به عدم ورود به بازار سرمایه می‌دهند یا با حداقل سرمایه وارد می‌شوند؛ زیرا نسبت ریسک به ریوارد بالاتر می‌رود. تورم به گونه دیگری نیز مانع عملکرد بهره‌ور و باثبات بازار سرمایه می‌گردد؛ فرض کنید شما یک سهامدار با تجربه و دانش مناسب هستید و در بازار سرمایه از طریق نوسان‌گیری در حال معامله می‌باشید و ظرف شش ماه موفق به کسب سود ۴۰ درصد شدید، ناگهان قیمت جهانی طلا افزایش و اخباری منفی در خصوص کشور باعث رشد ۳۰ درصدی قیمت طلا و دلار در بازه زمانی ۲۰ روزه می‌گردد، با توجه به کاهش ارزش ریال عملاً سود شما ناچیز می‌گردد که این موضوع باعث دلسردی و خروج از بازار سرمایه می‌گردد. به‌طور کلی در شرایط تورمی فعلی و بی‌ارزش شدن هر روزه پول ملی، مردم تمایلی به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ندارند و بازارهای دیگری را در الویت قرار می‌دهند. چنانچه شرایط مالی افراد گوناگونی باشد که بتوانند پس‌انداز کنند، ۳۳/۳ درصد ترجیح می‌دهند در زمین و مسکن سرمایه‌گذاری کنند، ترجیح ۲۰/۷ درصد افراد این است که طلا و سکه بخرند، ۱۵/۵ درصد اشتغال‌زایی و کارآفرینی کنند. ۱۵/۲ درصد دیگر در بانک پس‌انداز می‌کنند، ۲/۷ درصد دلار و ارز می‌خرند. ۲/۷ درصد در بازار خودرو، تنها ۱/۳ درصد در بازار سرمایه و ۱/۳ درصد در رمز ارزها و بازارهای جهانی سرمایه‌گذاری می‌کنند.

عوامل دیگری نیز به‌صورت جزئی وجود دارند که مانع از عملکرد بهره‌ور بازار سرمایه

می‌شوند که می‌توان آن‌ها را به چند دسته کلی تقسیم کرد:

۱. **عدم شفافیت اطلاعات؛** عدم دسترسی به اطلاعات دقیق و به‌روز درباره شرکت‌ها و بازار می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های نادرست سرمایه‌گذاران شود.
۲. **نوسانات شدید بازار؛** نوسانات زیاد قیمت‌ها می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را کاهش دهد و باعث خروج آن‌ها از بازار شود.
۳. **محدودیت‌های قانونی و نظارتی؛** قوانین و مقررات ناکافی یا نامناسب می‌تواند مانع از عملکرد صحیح بازار شود. همچنین عدم اجرای صحیح قوانین موجود نیز می‌تواند مشکلاتی ایجاد کند.
۴. **نقص در زیرساخت‌های مالی؛** زیرساخت‌های ضعیف مانند سیستم‌های معاملاتی ناکارآمد می‌تواند بر عملکرد بازار تأثیر منفی بگذارد.
۵. **تغییرات ناگهانی در شرایط اقتصادی؛** مانند

بحران‌های مالی، ناترازی انرژی که به دلیل تحریم‌ها، سرمایه‌گذاری کم و اقتصاد ضعیف بر روی عملکرد بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد؛ به‌عنوان مثال قطعی مکرر برق تولید شرکت‌های سیمانی را متوقف می‌کند و باعث سقوط ارزش سهام شرکت‌های سیمانی می‌گردد.

۶. **رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران؛** تصمیم‌گیری‌های احساسی و غیرمنطقی می‌تواند منجر به حباب‌های قیمتی و سقوط‌های ناگهانی در بازار شود.

۷. **رقابت نابرابر؛** وجود انحصار یا رقابت نابرابر در بازار می‌تواند به عدم کارایی منجر شود.

۸. **عدم تنوع سرمایه‌گذاری؛** عدم تنوع در سبد سرمایه‌گذاری می‌تواند ریسک‌ها را افزایش دهد و عملکرد کلی بازار را تحت تأثیر قرار دهد. بهبود این موانع نیازمند همکاری بین دولت، نهادهای نظارتی، شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران است تا بازار سرمایه به یک محیط پایدار و بهره‌ور تبدیل شود. **///**

