



معاونت بررسی های اقتصادی  
اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

# نگاهی به تحولات بورس ایران با تاکید بر سیاست های دستوری



---

---

تهیه کننده: فاطمه علیزاده آغاسمعیلی

واحد گردآوری و تحلیل آمارهای اقتصادی

معاونت بررسی‌های اقتصادی

اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

شهریور ۱۴۰۲

---

---

از طریق پست الکترونیکی زیر می‌توانید پیشنهادهای و نظرات اصلاحی خود را به واحد مربوطه منعکس نمایید:

[economic.tccim@gmail.com](mailto:economic.tccim@gmail.com)

استفاده از مطالب این گزارش با ذکر منبع بلامانع است.

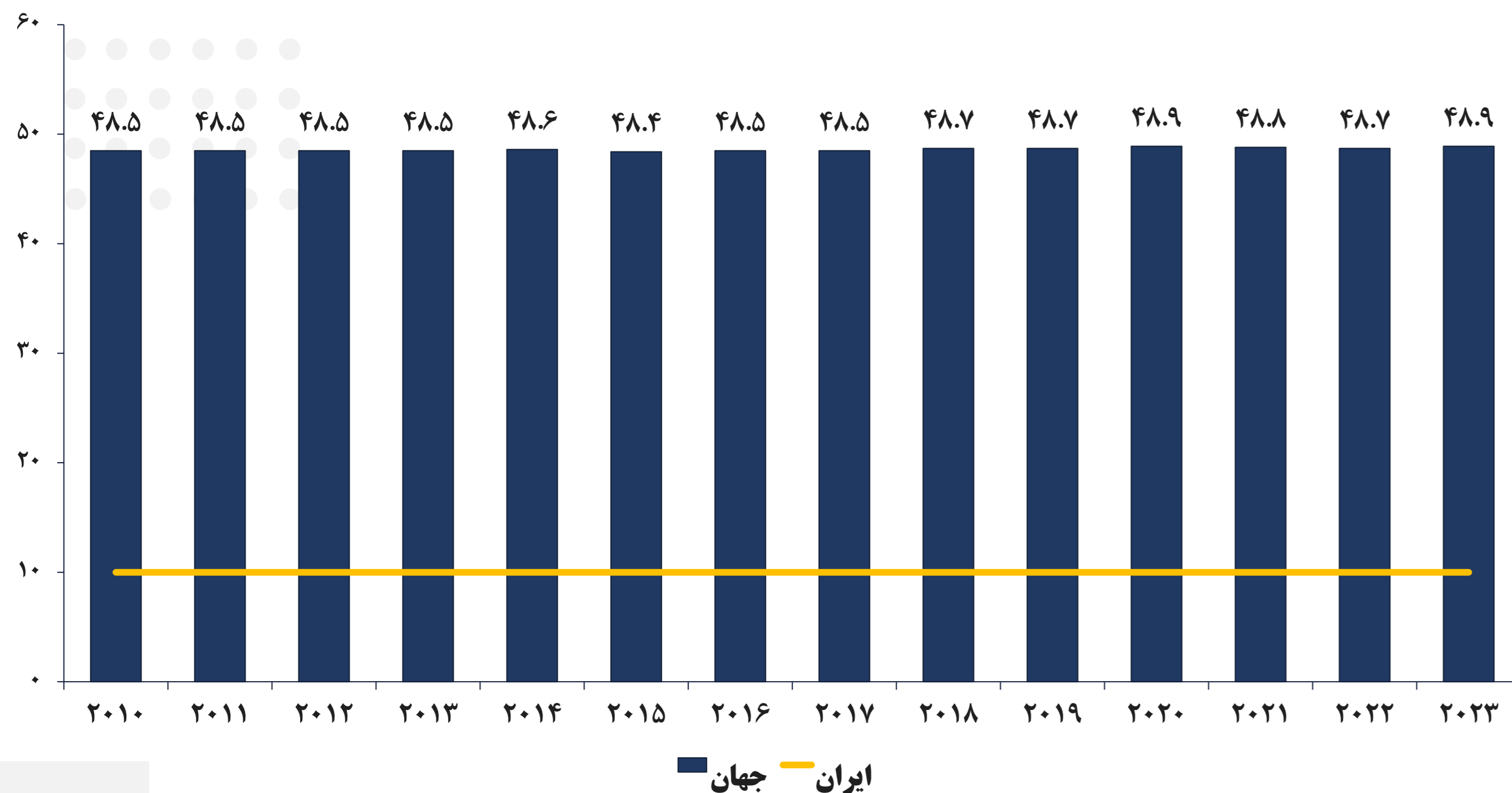
## خلاصه مدیریتی

مهم‌ترین هدفی که همه کشورها و جوامع در تلاش برای رسیدن به آن هستند، رشد و توسعه اقتصادی است، تامین زندگی مناسب برای همه افراد جامعه همواره سرلوحه اهداف و برنامه‌ریزی‌های گوناگون کشورها و اصلی‌ترین عامل توسعه جوامع، رشد اقتصاد آنهاست. از اهداف اصلی سیاست‌گذاران اقتصادی ایجاد بستر مناسب برای بهره‌برداری حداکثری و بهینه از منابع بالقوه اقتصادی یک کشور در فرآیند چرخه تولیدات کالا و خدمات می‌باشد و در این زمینه از سیاست‌های متفاوتی استفاده می‌شود. از جمله این سیاست‌ها که در سال‌های گذشته در بسیاری از کشورها اجرا شده است، اعمال سیاست‌های مداخله‌گرایانه و دستوری از سوی دولت بر مکانیسم مالی- پولی نظام اقتصادی بود که با هدف افزایش نرخ رشد اقتصادی از طریق تامین مالی طرح‌های تولیدی و بهای منفی شدن نرخ‌های واقعی پرداختی و دریافتی واسطه‌های مالی و نیز تحمیل سایر پیامدهای حاصل از اعمال این سیاست‌ها صورت می‌گرفت. بورس اوراق بهادار یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه است. سرمایه‌گذاری در بورس اهمیت بسیار زیادی در سامانه‌های اقتصادی دارد و یکی از پارامترهایی است که میزان سلامت یا بیماری اقتصادی کشورها را مشخص می‌کند. عناصر مختلف بازار مالی ایران در طی سالیان گذشته با اعمال سیاست‌های سرکوب‌گرایانه مواجه بوده که در بسیاری از سال‌ها هدف از اجرای آن رسیدن به رشد اقتصادی مناسب و در درجه بالایی از توسعه‌یافتگی عنوان شده است.

با توجه به اهمیت موضوع در این گزارش تلاش شده وضعیت بازار بورس و مهم‌ترین علل و عوامل بروز نوسانات در چند سال اخیر ضمن بررسی جایگاه بورس در تامین مالی بنگاه‌ها مورد بررسی و ارزیابی قرار گیرد.

# وضعیت ایران در آمارهای بین‌المللی

## آزادی مالی

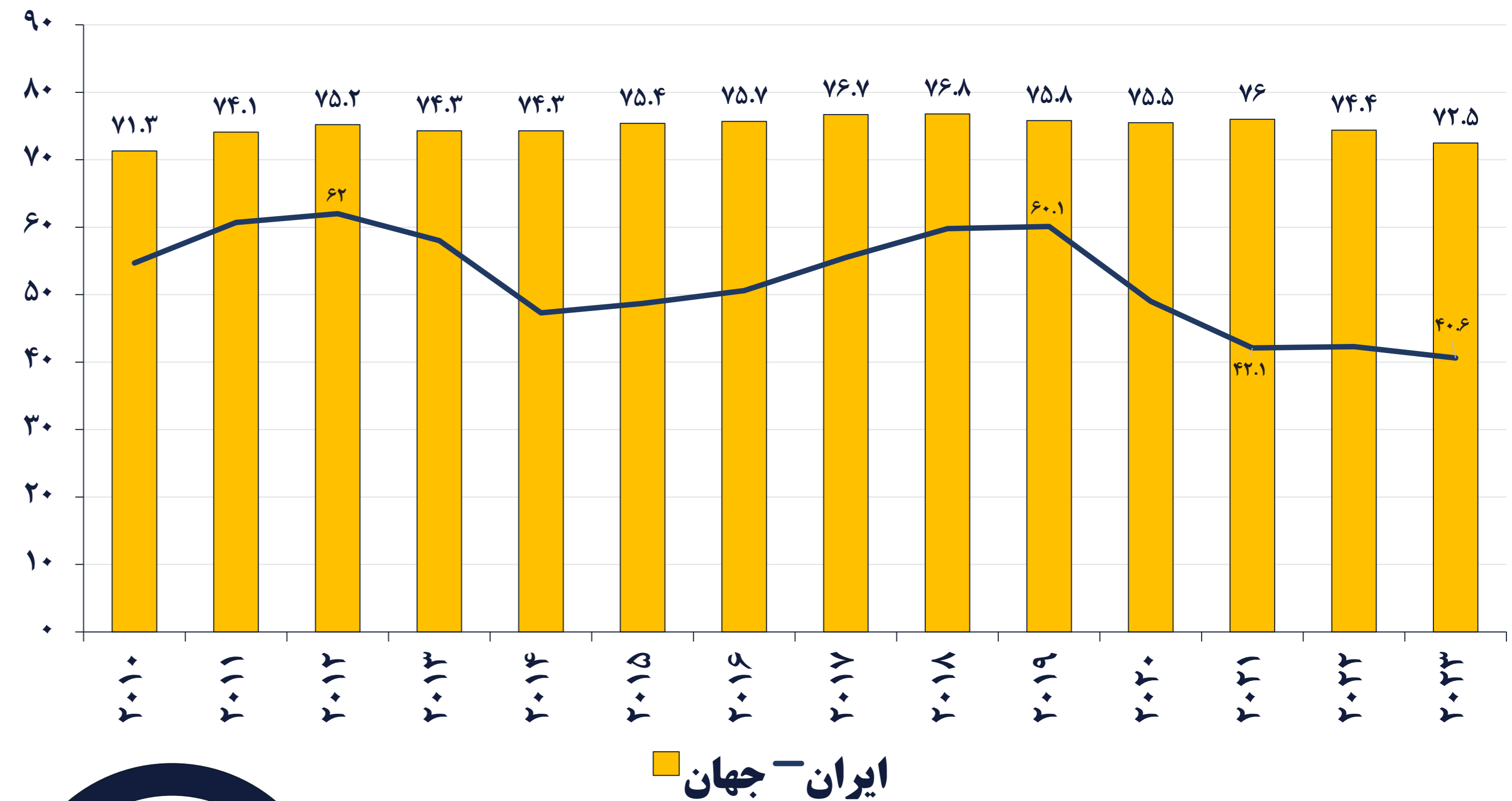


این شاخص کارایی و استقلال بخش مالی کشورها را بر اساس پنج مولفه محاسبه می‌کند؛ مقررات دولتی حاکم بر خدمات مالی، میزان مداخله دولت در بخش مالی از طریق مالکیت مستقیم یا غیر مستقیم، میزان توسعه بازارهای مالی و سرمایه، مقدار تاثیر دولت در تخصیص اعتبارات و آزادی در رقابت خارجی.

بر اساس معیارهای بنیاد هریتج، رتبه ایران در شاخص آزادی مالی بین ۱۸۶ کشور، طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۳ برابر ۱۰ بوده است که نسبت به میانگین جهانی در وضعیت نامطلوبی قرار دارد. این شاخص نمره‌ای بین صفر تا صد را به خود اختصاص داده و نمره کلی به‌دست آمده برای هر کشور حاصل میانگین زیرشاخص‌ها است و هرچقدر به ۱۰۰ نزدیک‌تر باشد از جایگاه مطلوبی برخوردار است.

## آزادی پولی

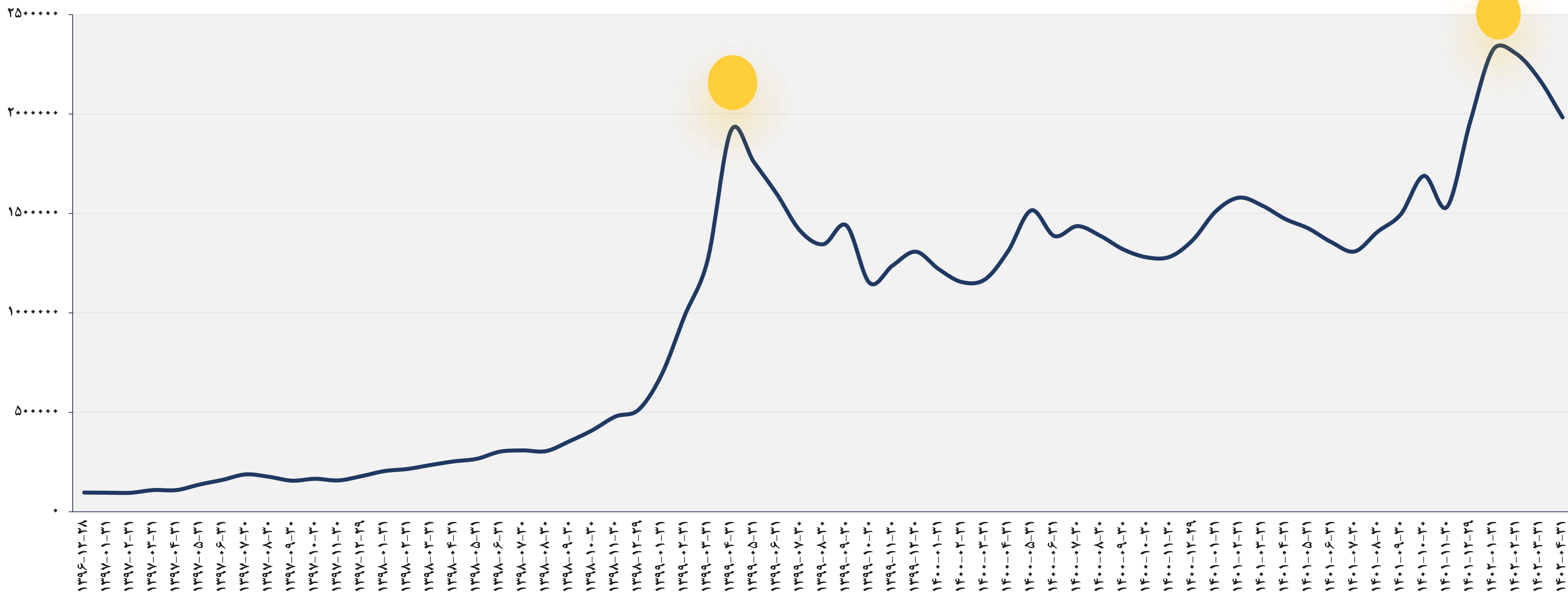
دو آفت برای بازارهای اقتصادی، دخالت و کنترل دولت در قیمت‌ها و نرخ تورم زیاد است. این شاخص ترکیبی از میزان ثبات قیمت‌ها و کنترل دولت بر قیمت‌ها است. بی‌ثباتی قیمت‌ها و از طرف دیگر کنترل دولت بر قیمت‌ها هر دو در تخصیص منابع اختلال ایجاد می‌کنند. بنابراین میانگین موزون تورم سه ساله و حدود کنترل دولتی قیمت‌ها دو عامل اثرگذار بر آزادی پول هستند که با آن رابطه غیرمستقیم دارند. بر اساس آمار، ایران به لحاظ آزادی پولی وضعیت مناسبی ندارد. آزادی پولی ایران در سال ۲۰۲۳ برابر ۴۰.۶ برآورد شده است. طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۳، ایران در سال ۲۰۱۲ نسبت به سایر سال‌ها نمره بالاتری دارد.



# وضعیت بازار بورس

مهم‌ترین نماگر روند بازار سرمایه، شاخص کل است که به عنوان معیار عملکردی این بازار مورد توجه و بررسی اهالی بازار است. شاخص کل بازار بورس از اسفند ۱۳۹۸ تا تیر ۱۴۰۲ نشان داده شده است. شاخص کل در روزهای ابتدایی سال ۱۳۹۹ روی عدد ۵۱۲ هزار واحد قرار داشت این عدد در تیر ۱۴۰۲ به ۱ میلیون و ۹۸۳ هزار واحد رسیده است.

نمودار ۳. وضعیت شاخص کل بورس در دوره زمانی اسفند ۱۳۹۸ تا تیر ۱۴۰۲



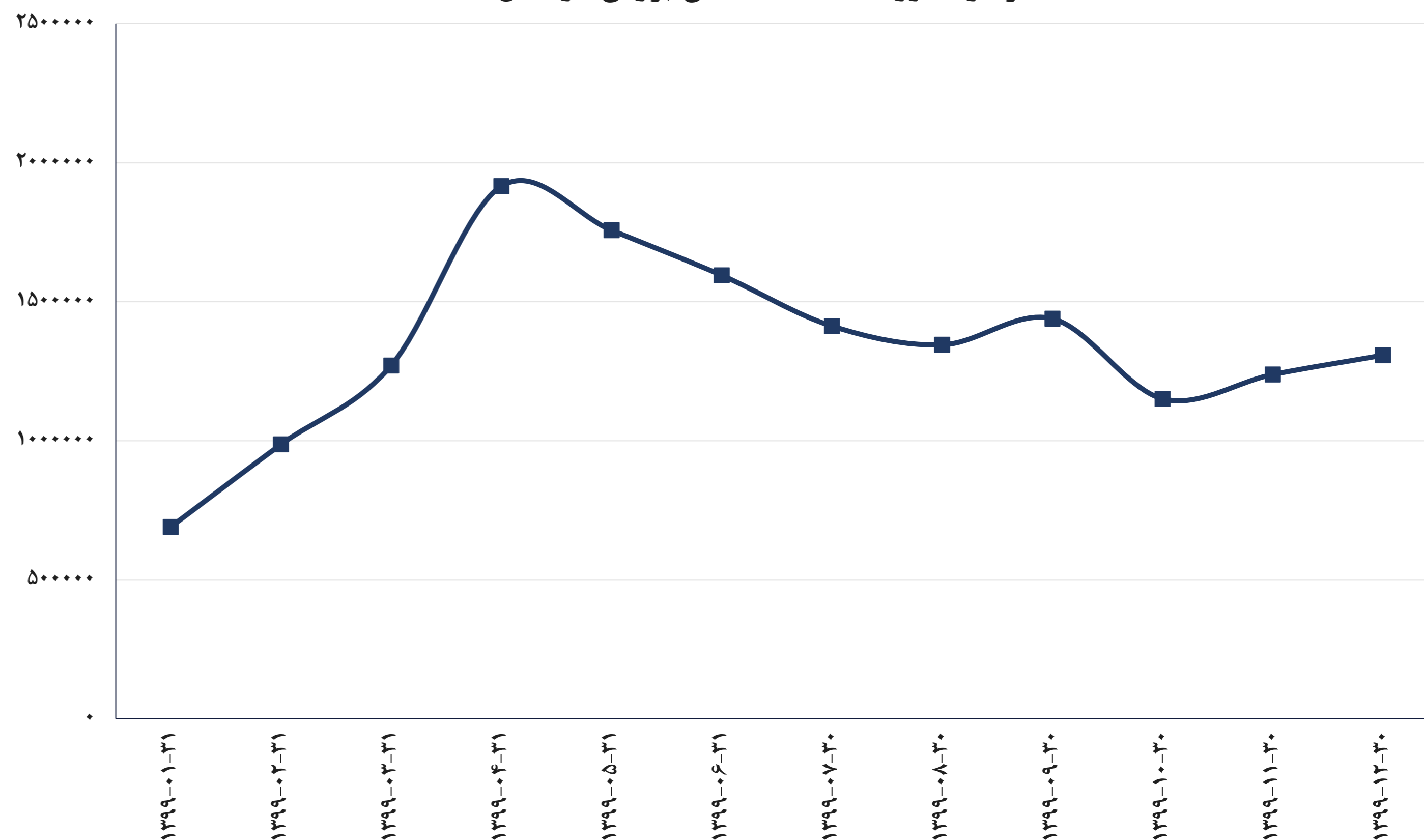
## تحلیل نمودار شاخص بورس در سال ۱۳۹۹

همانطور که از نمودار مشخص است شاخص کل تا اواسط مرداد سال ۱۳۹۹ صعودی بود، اما از این تاریخ به بعد تا اواخر آبان سال ۱۳۹۹ نزولی شد. عمده دلایل برای حرکت نزولی بورس پس از مرداد ۱۳۹۹ عبارتند از:

۱. رشدهای شارپی همیشه با اصلاحهای شارپی نیز همراه هستند و این یک روند طبیعی در بازار بورس است.
۲. دریافت سودهای کلان در بازه کوتاه ۵ ماهه ابتدای سال، باعث شد تا بسیاری از کاربران از نظر روانی از سود سیر شده و سرمایه‌های خود را از بازار بیرون کشیدند که همین عامل باعث فشار فروش نیز شد.
۳. اعلام آزادسازی سهام عدالت و فروش آن یکی دیگر از عواملی است که روند شاخص را در این مدت منفی نگه داشته است.

در ادامه و پس از انتخاب بایدن به‌عنوان رییس جمهوری آمریکا و برطرف شدن نگرانی درباره جنگ علیه ایران شاخص کل به مدت ۱ ماه تا اواخر آذر ۱۳۹۹ روند صعودی به خود گرفت، اما به دلیل **قیمت‌گذاری دستوری در بورس کالا**، صحبت‌ها درباره کاهش قیمت دلار به ۱۵ هزار تومان و... دوباره وارد فاز اصلاحی شد.

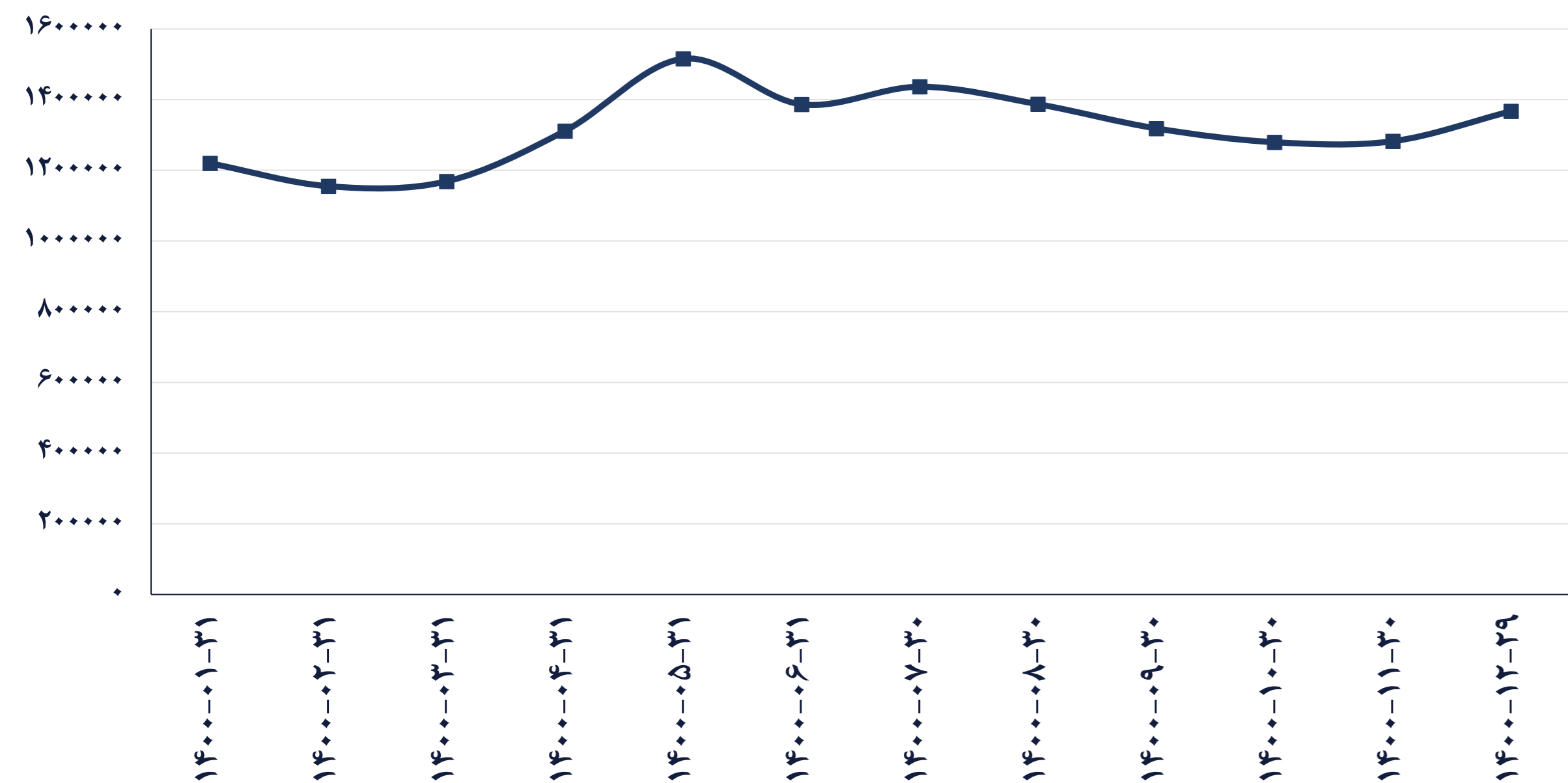
نمودار ۴. روند ماهانه شاخص بورس در سال ۱۳۹۹



منبع: سازمان بورس اوراق بهادار

## تحلیل نمودار شاخص بورس در سال ۱۴۰۰

نمودار ۵. روند ماهانه شاخص بورس در سال ۱۴۰۰



منبع: سازمان بورس اوراق بهادار

یکی از سخت‌ترین سال‌های فعالین بورس

در نیمه دوم اسفند ۱۳۹۹ بازار اندکی بهبود یافت و اینگونه تصور می‌شد که روند فوق در سال ۱۴۰۰ نیز با توجه ریزش ۷۰ درصدی ارزش سهام‌ها ادامه پیدا یابد، اما با آغاز سال جدید دوباره وضعیت نزولی و اصلاحی بازار در ماه‌های ابتدایی سال ۱۴۰۰ مشاهده شد. به‌گونه‌ای که شاخص کل در ۳ خرداد ۱۴۰۰ روی عدد ۱ میلیون و ۹۵ هزار واحد قرار گرفت (ریزش ۴۶ درصدی شاخص کل از اوج). بدون شک سال ۱۴۰۰ یکی از سخت‌ترین سال‌هایی است که فعالیت بورس تجربه کرده‌اند.

از جمله دلایل رشد اندک بورس در این سال می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- بی‌اعتمادی مردم به بازار به دلیل دعوت‌های بدون محاسبه دولت برای سرمایه‌گذاری در بورس
- بی‌اعتمادی مردم به بازار به دلیل ریزش معروف در سال ۱۳۹۹

در کنار این عوامل ریسک سرمایه‌گذاری در بورس به دلیل شرایط زیر زیاد بود:

۱. برجام

۲. نرخ دلار

۳. انتخابات ریاست جمهوری ایران

۴. شرایط و قوانین بودجه

۵. وضعیت پاندمی کرونا

۶. تصمیمات فدرال رزرو آمریکا

۷. درگیری روسیه و اوکراین

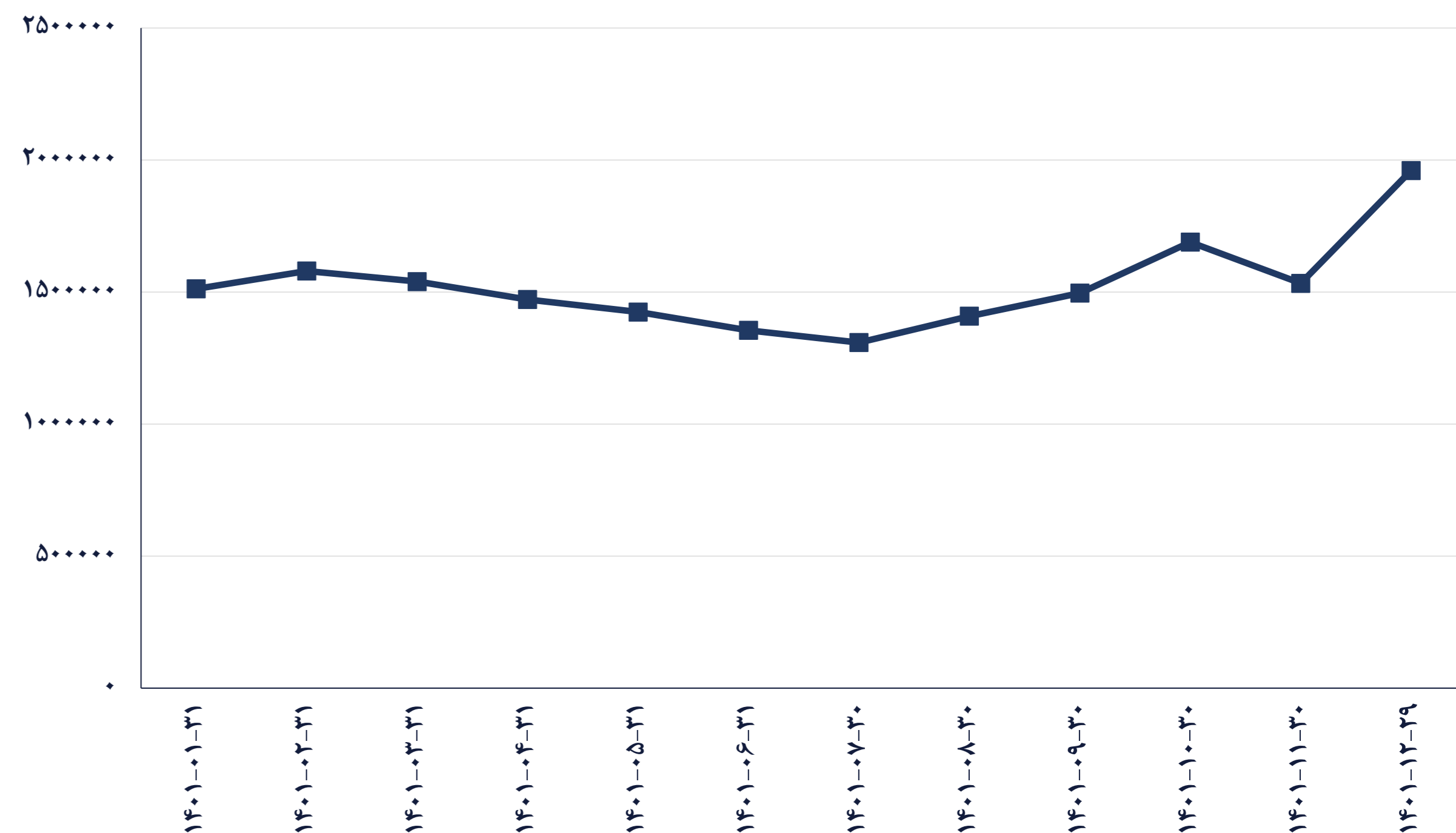
در تاریخ چند ساله بورس جمع شدن چنین ترافیکی از ریسک‌ها کم‌سابقه بوده است. شاخص کل در سال ۱۴۰۰ توانست تنها ۵۰ درصد از ریزش عمیق سال ۱۳۹۹ را جبران کند.





## تحلیل نمودار شاخص بورس در سال ۱۴۰۱

نمودار ۶. روند ماهانه شاخص بورس در سال ۱۴۰۱



در انتهای سال ۱۴۰۰ و اوایل سال ۱۴۰۱، به دلیل موضوع مذاکرات و احتمال به نتیجه رسیدن برجام دوباره بازار تا اوایل خرداد سال مزبور مثبت بود، ولی در ادامه به دلیل حاکم شدن فضای منفی مذاکرات، شاخص کل تا ۱ میلیون و ۲۵۰ هزار واحد تا هفته اول آبان ۱۴۰۱ کاهش یافت.

روند بورس و شاخص کل به عوامل مختلفی از جمله نرخ ارز، قیمت جهانی کامودیتی‌ها و نحوه تدوین بودجه کشور (نرخ خوراک پتروشیمی، دلار نیمایی و ...) بستگی دارد. به طور کلی می‌توان گفت با تثبیت قیمت کامودیتی‌ها در جهان، بورس تهران که به عنوان یک بورس کامودیتی محور شناخته می‌شود نتوانست رشد چندانی کند اما با این وجود و حتی با رخ دادن ناآرامی‌های اجتماعی سیاسی در ایران، شاخص بورس همگام با رشد کم سابقه قیمت دلار (ولی نه به اندازه دلار) از اواسط آبان شروع به رشد کرد.

منبع: سازمان بورس اوراق بهادار

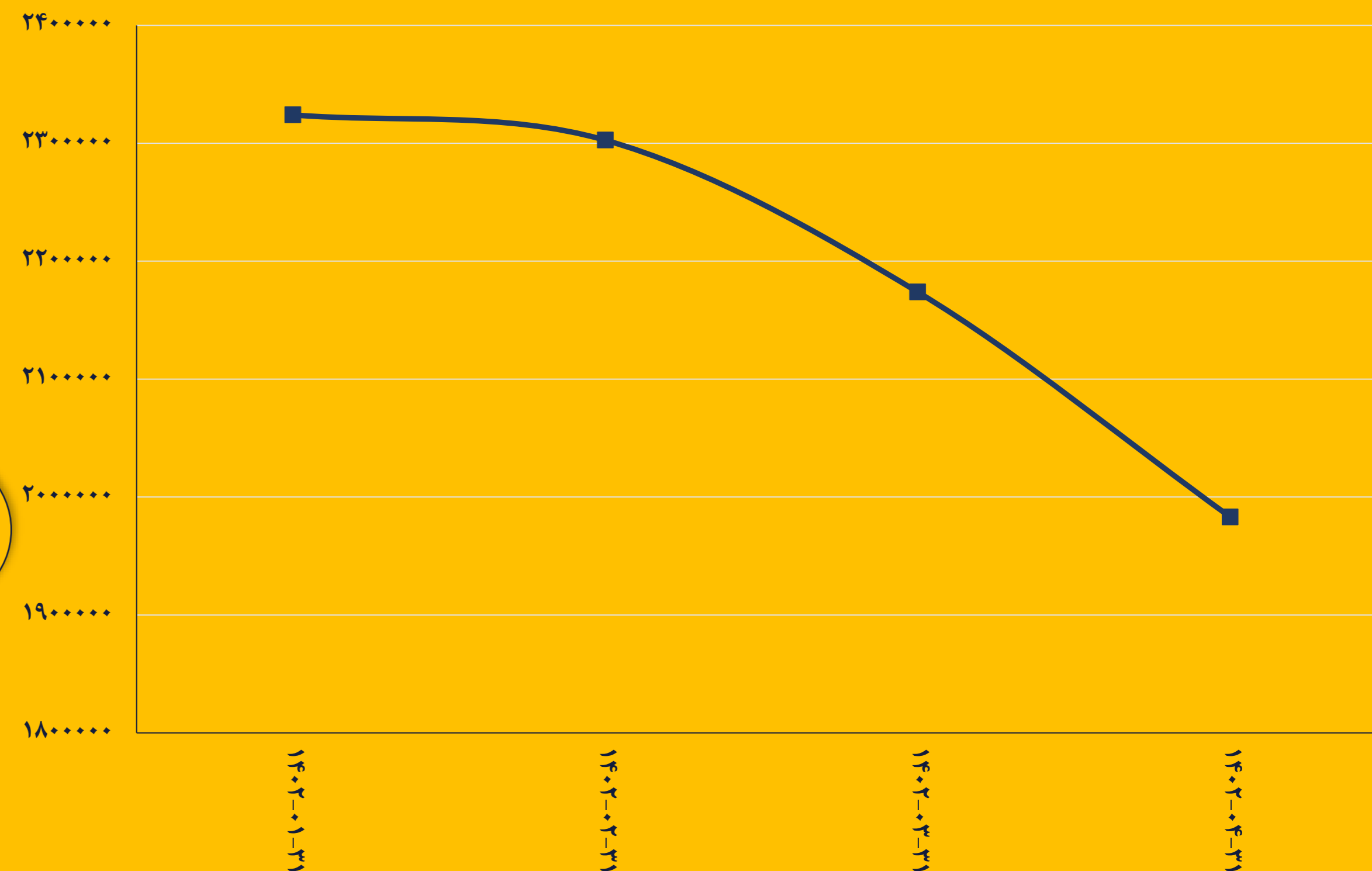
## تحلیل نمودار شاخص بورس در ۴ ماهه نخست سال ۱۴۰۲

در ماه‌های پایانی سال ۱۴۰۱ و شروع سال جدید، روند شاخص کل مثبت بود؛ به گونه‌ای که توانست سقف تاریخی سال ۱۳۹۹ را بشکند. شروع سال ۱۴۰۲ برای بورس کمی متفاوت بود و شاخص کل بورس توانست در نخستین روز کاری خود به محدوده ۲ میلیون واحدی برسد و پس از ۷ روز کاری سقف تاریخی سال ۱۳۹۹ را شکست.

از جمله وقایع سیاسی تاثیرگذار بر شاخص کل بورس در ۴ ماهه نخست سال ۱۴۰۲ را می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱. آزادسازی پول‌های بلوکه شده ایران در عراق
۲. برقراری روابط دوباره ایران و عربستان
۳. سفر وزیر خارجه عمان به ایران
۴. عدم انتشار گزارش‌های مالی گروه خودروسازی

نمودار ۷. روند ماهانه شاخص بورس در ۴ ماهه ۱۴۰۲



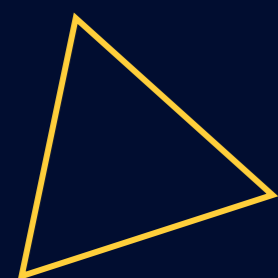
منبع: سازمان بورس اوراق بهادار



# ● وضعیت تامین مالی بنگاه‌ها از طریق بازار سرمایه

## طی سه ماهه نخست ۱۴۰۲

در اقتصاد ایران دو بازار پول و سرمایه در تامین و تجهیز منابع موردنیاز برای فعالیتهای اقتصادی نقش دارند. در ادامه در سطح کلان و با استفاده از آمارهای بانک مرکزی و سازمان بورس، ضمن مقایسه اجزای تامین مالی در دو بازار مزبور طی سه ماهه نخست ۱۴۰۲ با مدت مشابه سال قبل، به ترکیب و تغییرات اوراق بدهی انتشار یافته با تاکید بر اوراق شرکتی پرداخته شده است.



# تامین مالی

- کل تامین مالی در اقتصاد ایران طی سه ماهه ۱۴۰۲ از طریق بازار پول و بازار سرمایه حدود ۱۰۵۸ هزارمیلیارد تومان بوده که نسبت به مدت مشابه سال قبل ۳۳ درصد افزایش یافته است. مشارکت بازار پول به عنوان عامل مسلط در رشد تامین مالی طی مدت مورد بررسی برابر با ۲۴ واحد درصد و مشارکت بازار سرمایه نیز حدود ۹ واحد درصد است.
- اگرچه در مقایسه با سه ماهه ۱۴۰۱، سهم بازار سرمایه در تامین مالی در سه ماهه سال جاری حدود ۵ واحد درصد بهبود یافته و به ۱۳ درصد نزدیک شده ولی همچنان بازار پول با سهم ۸۷ درصد نقش غالب را در تامین مالی داراست.

سه ماهه ۱۴۰۲

سه ماهه ۱۴۰۱



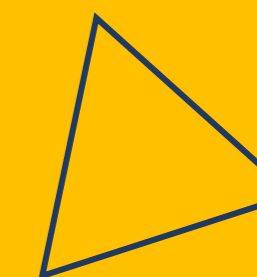
■ جذب و تجهیز منابع مالی از بازار سرمایه  
■ تسهیلات پرداختی بانکها

# تامین مالی بازار سرمایه - جذب و تجهیز منابع

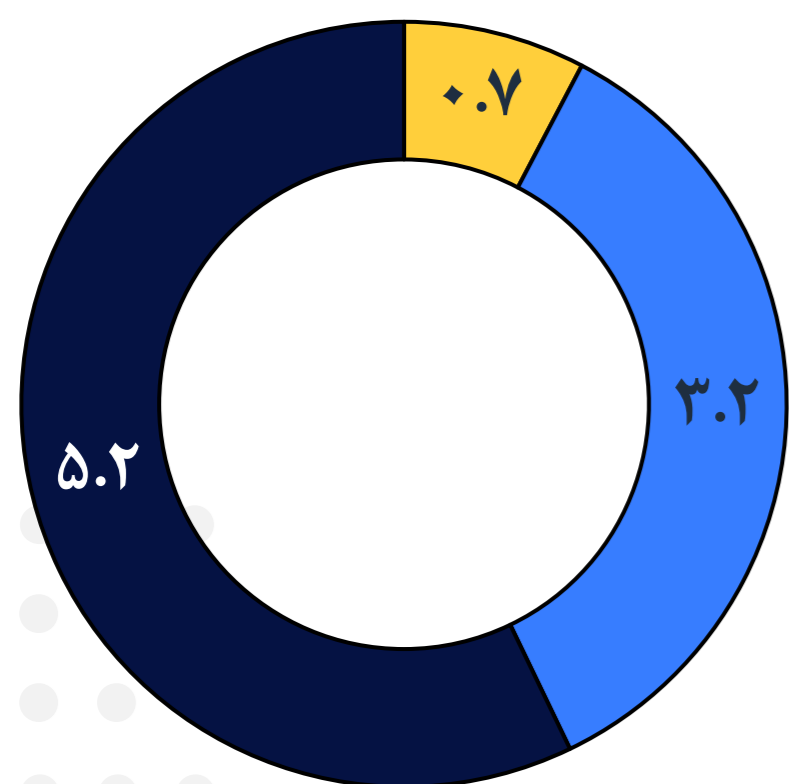
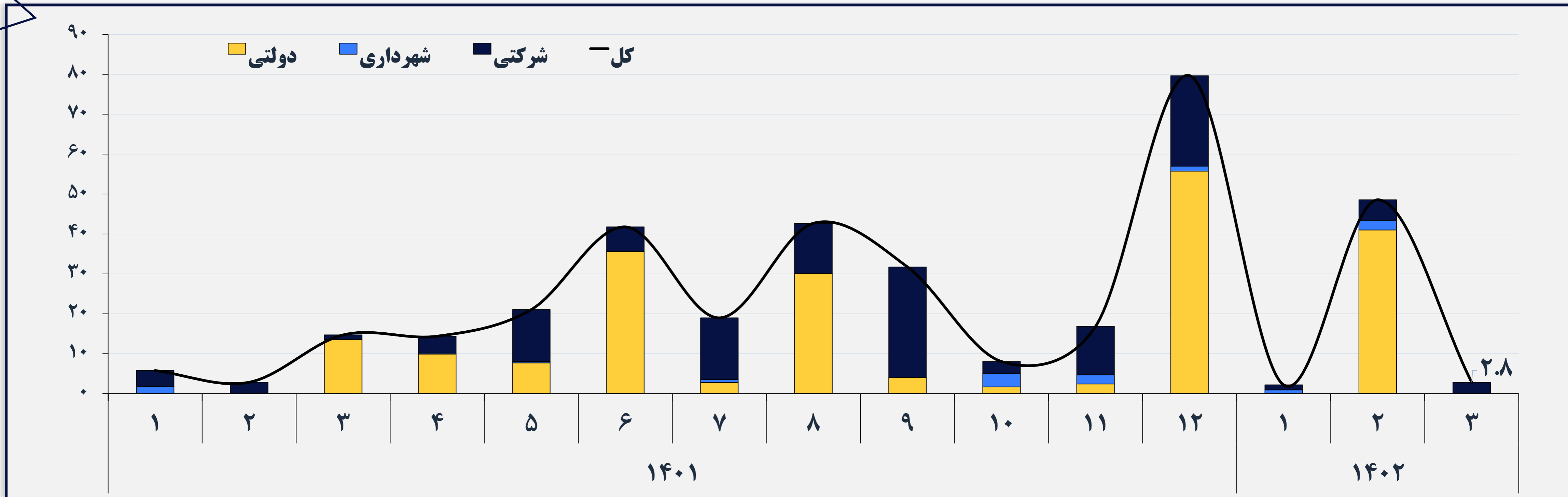
## تامین مالی از طریق بازار سرمایه (هزار میلیارد تومان)

- سهم بازار سرمایه از کل تامین مالی طی سه ماهه ۱۴۰۲: ۱۳ درصد
- عوامل اصلی تشکیل دهنده تامین مالی از بازار سرمایه؛ افزایش سرمایه با سهم حدود ۶۱ درصد و انتشار اوراق با سهم حدود ۳۹ درصد
- عرضه اولیه حدود ۲ هزارمیلیارد تومان با سهم حدود ۱.۵ درصد از کل تامین مالی بازار سرمایه
- افزایش سرمایه حدود ۸۱.۲ هزارمیلیارد تومان؛ ۷۱.۱ هزارمیلیارد تومان از محل افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام و ۱۰.۱ هزارمیلیارد تومان از محل مازاد تجدید ارزیابی
- انتشار ۴۱ هزارمیلیارد تومان اوراق دولتی، ۹.۲ هزارمیلیارد تومان اوراق شرکتی و ۳.۴ هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت شهرداری طی سه ماهه ۱۴۰۲

تغییر نسبت به مدت مشابه سال قبل	۳ ماهه ۱۴۰۲	نوع
۲.۱ برابر	۸۳	سرمایه‌ای
۲.۳ برابر	۵۴	بدهی
<b>۲.۲ برابر</b>	<b>۱۳۷</b>	<b>جمع کل</b>



## روند انتشار اوراق بدهی - هزار میلیارد تومان



اوراق مرابحه    اوراق کام    اوراق اجاره

- انتشار حدود ۳ هزار میلیارد تومان اوراق بدهی در خرداد ماه ۱۴۰۲؛ کاهش ۸۰ درصدی نسبت به مدت مشابه سال قبل و کاهش ۹۴ درصدی نسبت به ماه قبل
- سهم ۷۶.۶ درصدی اوراق دولتی در مقابل سهم ۱۷.۱ درصدی بخش غیردولتی/شرکتی و سهم ۶.۳ درصدی شهرداری در کل اوراق بدهی منتشر شده طی سه ماهه نخست ۱۴۰۲
- انتشار حدود ۳ هزار میلیارد تومان اوراق بدهی توسط بخش غیردولتی/شرکتی در خرداد ماه ۱۴۰۲ (۲.۴ برابر مدت مشابه سال قبل) و کاهش ۴۵ درصدی نسبت به ماه قبل
- ترکیب ۹.۱ هزار میلیارد تومان اوراق بدهی غیردولتی/شرکتی منتشر شده طی سه ماهه سال جاری: انتشار حدود ۳.۲ هزار میلیارد تومان اوراق گام، ۵.۲ هزار میلیارد تومان اوراق مرابحه، ۰.۷ هزار میلیارد تومان اوراق اجاره.

ترکیب عمده اوراق بدهی منتشر شده غیردولتی / شرکتی  
(هزار میلیارد تومان)

# پیشنهاد راهکار

راهکارهایی برای توسعه هرچه بیشتر بازار و بر طرف شدن مشکلات کنونی:

## حذف قیمت گذاری دستوری

