

## تحولات بازار سرمایه در سال ۱۳۸۴

حسین بازمحمدی و مهدی عبداللهی<sup>۱</sup>

### چکیده

اگرچه آغاز رکود فعلی بورس اوراق بهادار تهران به اواسط نیمه اول سال ۱۳۸۳ باز می‌گردد، لیکن کاهش مستمر شاخص‌های فعالیت بورس از آغاز فصل زمستان این سال بوده است. طی دوره پانزده ماهه تا پایان سال ۱۳۸۴ شاخص‌های قیمت کل، مالی و صنعت سقوط بی‌سابقه‌ای در تاریخ فعالیت بورس تجربه کردند و بازار سهام حدود یک پنجم ارزش خود را در این دوره از دست داد. عوامل متعددی برای این رویداد برشمرده شده است. افزایش‌های فوق‌العاده شاخصهای قیمت در چند سال اخیر، بویژه سال ۱۳۸۲، افزایش حباب‌گونه شاخص مالی علی‌رغم کاهش شاخص صنعت در سال ۱۳۸۳، چالشهای سیاسی بین‌المللی کشور در ارتباط با فعالیتهای هسته‌ای کشور در سال‌های ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴، تحولات سیاسی داخلی در رابطه با انتخابات مجلس شورای اسلامی در سال ۱۳۸۳ و انتخابات ریاست جمهوری در سال ۱۳۸۴ و ضعف سازوکارهای تنظیمی و نظارتی بورس در پیوند با پذیرش شرکت‌ها، گزارش‌دهی بهنگام، جلوگیری از معاملات

<sup>۱</sup> - رئیس و محقق دایره مالی اداره بررسیها و سیاستهای اقتصادی بانک مرکزی ج.ا.ا، نویسندگان بر خود لازم می‌دانند به این وسیله از همکاران ارجمند خود در دایره مالی سپاسگزاری نمایند.

غیرواقعی و مجازات متخلفان، از جمله علل مهم سلب اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به تداوم رونق در بورس اوراق بهادار بوده است. طی این دوره، بازار سایر داراییهای ریسکی نیز در مقایسه با داراییهای بدون ریسک، بازدهی مناسبی را عاید سرمایه‌گذاران نکرده است. اکنون با گذشت نزدیک به دو سال از آغاز رکود جاری بورس، با تصویر روشنتری که ناشی از ابلاغ سیاستهای کلی اصل ۴۴ قانون اساسی از چشم‌انداز اقتصاد کشور پدید آمده است، از اجرای قانون بازار اوراق بهادار کشور از ابتدای سال ۱۳۸۵ که امید به ثبات بازار را افزایش می‌دهد و تقاضای بالقوه بزرگ پس‌اندازکنندگان که ناشی از رشد بالای نقدینگی در چند سال اخیر است، می‌توان انتظار داشت که در نیمه دوم سال جاری در صورت فراهم آمدن محیطی مساعدتر برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، شاهد بازگشت رونق نسبی به بازار اوراق بهادار کشور باشیم.

#### مقدمه

براساس گزارش فدراسیون جهانی بورس ها، بورس تهران از لحاظ رشد ارزش بازار در سال ۱۳۸۴ (۲۰۰۵ میلادی) نسبت به سال قبل در میان ۵۱ بورس عضو این سازمان در رتبه پنجاهم قرار گرفت. در این سال تنها بورس تهران و پنج بورس دیگر با کاهش شاخص کل رو به رو شدند و سایر بورس های جهان سال نسبتاً پر رونقی را تجربه کردند. در سال مذکور فعالیت بورس اوراق بهادار تهران در حالی آغاز شد که در چهار ماهه پایان سال قبل از آن کلیه شاخصهای بورس با کاهش مواجه شده بود. مباحث بین المللی در مورد برنامه هسته‌ای کشور و رقابت های سیاسی نزدیک به انتخابات ریاست جمهوری از جمله عواملی بود که تأثیر برجسته‌ای بر این تحولات گذاشت.

در سال ۱۳۸۴ کلیه شاخصهای قیمت، روندی نزولی داشت. در این بین، سقوط شاخص قیمت مالی در مقایسه با شاخص کل و صنعت از شتاب بیشتری برخوردار بود.

کاهش مستمر شاخص‌های فعالیت بورس با تصویب قطعنامه شورای حکام آژانس بین‌المللی انرژی در اوایل مهرماه ۱۳۸۴ تشدید گردید و از این تاریخ بجز یک افزایش مقطعی در آذرماه هر روز به عمق رکود بازار افزوده شد. ادامه تنش‌های بین‌المللی ناشی از فعالیتهای هسته‌ای کشور، تحولات داخلی (انتخابات ریاست جمهوری و تغییرات مدیریتی در سطوح کلان)، سیاستهای اقتصادی دولت (تثبیت قیمت‌ها و کاهش نرخ سود تسهیلات بانکها) و تحولات داخلی بورس از جمله مواردی بود که تأثیر بسزایی بر افزایش ریسک بازار اوراق بهادار و تشدید رکود داشت.

#### ۱- تحولات بازار سرمایه در سالهای برنامه سوم توسعه (۸۳-۱۳۷۹)

با آغاز برنامه سوم توسعه و در جهت اجرای مواد ۹۴ و ۹۵ قانون، شورای بورس و سازمان بورس اوراق بهادار تهران به منظور ساماندهی بازار سرمایه و پیریزی یک بازار سرمایه منسجم، کارآمد و پویا برنامه‌هایی را آغاز نمودند. اجرای مقررات جدید پذیرش شرکتها، ساماندهی شبکه اطلاع‌رسانی بورس، تدوین مقررات و مقدمات اجرایی شبکه دادوستد الکترونیک اوراق بهادار، تدوین مقررات جذب سرمایه خارجی در بورس، روزآمد سازی فن‌آوری دادوستد اوراق بهادار، تفکیک تالار اصلی دادوستد بورس به تابلوهای اول و دوم، ایجاد تالار فرعی، تقویت پوشش تنظیمی و نظارتی، راه‌اندازی ۱۴ تالار منطقه‌ای در سطح کشور، راه‌اندازی بورس فلزات، راه‌اندازی بورس کالاهای کشاورزی، تصویب آیین‌نامه انتشار اوراق مشارکت توسط شرکتهای پذیرفته شده در بورس، تشکیل سبد سرمایه‌گذاری بورس، ارائه خدمات مشاوره و سبدگردانی، فعالیت بازار گردانی سهام شناور آزاد و زمینه سازی برای بین‌المللی شدن بورس از اهم اقدامات انجام شده در طول سالهای برنامه سوم توسعه بود.

در این دوره شاخص بازده نقدی و قیمت سهام از  $۳۲۶۶/۳$  واحد در پایان سال  $۱۳۷۸$  با افزایشی بیش از  $۹/۴$  برابر به  $۳۰۷۶۲$  واحد در پایان سال  $۱۳۸۳$  رسید که بیانگر بازده کل سرمایه‌گذاری به طور متوسط  $۵۶/۶$  درصد در طول سالهای برنامه سوم توسعه است که در مقایسه با متوسط نرخ تورم در این سالها ( $۱۴/۱$  درصد) قابل توجه به نظر می‌رسد. متوسط بازدهی سرمایه‌گذاری در بورس، حاصل رشد  $۱۱/۴$  درصدی شاخص بازده نقدی (سود نقدی) و رشد  $۴۰/۶$  درصدی شاخص قیمت سهام (سود سرمایه‌ای) در این دوره بود. رشد شاخص قیمت و بازده نقدی سهام در سال  $۱۳۸۲$  بیشترین نرخ به میزان  $۱۳۸/۶$  و در سال  $۱۳۸۳$  کمترین نرخ به میزان  $۱۳/۶$  درصد بود. در طول سالهای برنامه سوم توسعه رشد شاخص قیمت مالی بجز سال  $۱۳۸۱$  همواره بالاتر از رشد شاخص قیمت صنعت قرار گرفت. در سال  $۱۳۸۳$  رشد شاخص قیمت صنعت نسبت به سال قبل از آن منفی بود.

نماگرهای حجم فعالیت بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای برنامه سوم توسعه عمدتاً حاکی از عملکرد بهتر آن نسبت به سالهای برنامه دوم می‌باشند. در سال  $۱۳۸۳$  سهام  $۴۲۳$  شرکت در بورس مورد معامله قرار گرفت. این تعداد به میزان  $۱۲۸$  شرکت بیشتر از رقم متناظر در سال  $۱۳۷۸$  بود. طی سالهای برنامه سوم توسعه در مجموع  $۲۹۵۸۲/۸$  میلیون سهم و حق تقدم، به ارزش  $۲۱۰۳۵۸/۶$  میلیارد ریال در بورس معامله شد. معاملات بورس در دوره برنامه سوم به لحاظ تعداد و ارزش سهام و حق تقدم معامله شده از رشد قابل ملاحظه‌ای نسبت به دوره برنامه دوم به ترتیب به میزان  $۶۰۸/۶$  و  $۱۱۶۴/۲$  درصد برخوردار بود.

ارزش جاری بازار سهام در پایان برنامه دوم توسعه  $۴۳۷۴۳/۵$  میلیارد ریال بود که در پایان برنامه سوم به  $۳۸۷۵۴۷/۲$  میلیارد ریال بالغ گردید. ارزش جاری بازار سهام با

رونق چشمگیر بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۲ افزایش چشمگیری داشت. رشد این شاخص در این سال ۱۶۳ درصد بود. در سال ۱۳۸۳ رشد ارزش جاری بازار تا حدودی محدود گردید و به ۲۵/۱ درصد رسید. در پایان این سال، ارزش جاری بازار ۸/۹ برابر ارزش جاری بازار سهام در سال پایانی برنامه دوم توسعه بود.

نسبت فعالیت بورس اوراق بهادار که عبارت از نسبت ارزش معاملات به متوسط ارزش جاری بازار در طول سال است از رقم ۱۵/۱ درصد در پایان سال ۱۳۷۸ به رقم ۲۷/۷ درصد در سال پایانی برنامه سوم توسعه رسید. بیشترین رقم این شاخص در سال ۱۳۸۲ به میزان ۹/۳ درصد و کمترین آن در سال ۱۳۸۰ و به میزان ۱۰/۶ درصد بود. نسبت فعالیت بورس در طول برنامه سوم توسعه به طور متوسط ۲۴/۶ درصد بود که در مقایسه با رقم ۱۲/۷ درصد در طول سالهای برنامه دوم توسعه حاکی از رشد ۹۳/۷ درصدی این شاخص است.

نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی در مقام شاخص عمق بازار در طول سالهای برنامه سوم توسعه از نوسانات زیادی برخوردار بود. بیشترین رقم این شاخص در سال ۱۳۸۳ به میزان ۷/۵ درصد و کمترین آن در سال ۱۳۸۰ به میزان ۱/۲ درصد بود. متوسط این شاخص در طول سالهای برنامه سوم توسعه به ۴/۵ درصد بالغ گردید که در مقایسه با متوسط برنامه دوم توسعه حاکی از ۴/۱ برابر شدن این شاخص است.

نسبت ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص داخلی در نقش شاخص اندازه بازار سهام بجز سال ۱۳۸۳ در سالهای دیگر برنامه سوم توسعه همواره روند صعودی داشت. بیشترین میزان این شاخص در سال ۱۳۸۲ به میزان ۲۸/۳ درصد و کمترین آن در سال ۱۳۷۹ به میزان ۱۰/۸ درصد بود.

در سالهای برنامه سوم توسعه و به منظور مشارکت بخش خصوصی در اقتصاد کشور، بانکها، سازمانها و نهادهای عمومی اقدام به عرضه سهام شرکتهای تحت پوشش

خود به بازار نمودند. این واگذاری‌ها در قالب برنامه واگذاری سهام شرکت‌های دولتی موضوع ماده ۱۹ و دیگر مواد فصول دوم و سوم قانون برنامه سوم توسعه انجام گرفت. طی این سالها، بیشترین عرضه سهام به تعداد ۹۶۷ میلیون سهم در سال ۱۳۸۱ و بیشترین میزان ارزش به مبلغ ۹۰۰۳/۷ میلیارد ریال در سال ۱۳۸۲ صورت گرفت. در مجموع طی سالهای برنامه سوم توسعه تعداد ۲۸۷۲/۶ میلیون سهم به ارزش ۲۲۹۳۳/۶ میلیارد ریال در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شد که از نظر تعداد و ارزش به ترتیب بیش از ۲ و ۳/۷ برابر مجموع تعداد و ارزش سهام عرضه شده طی سالهای برنامه دوم بود.

براساس ماده ۹۱ قانون برنامه سوم توسعه، بانک مرکزی اجازه یافت با تصویب شورای پول و اعتبار اوراق مشارکت منتشر نماید. این اوراق از سال ۱۳۷۹ منتشر شد و در طول سالهای برنامه سوم توسعه در مجموع مبلغ ۶۶۳۱۳/۵ میلیارد ریال از این اوراق منتشر گردید. مبلغ ۲۹۱۶ میلیارد ریال از این اوراق با دوره زمانی شش ماهه و ۲۹۵۱ میلیارد ریال با سر رسید نه ماهه و مابقی آن (۶۰۴۴۶/۵ میلیارد ریال) به صورت یکساله انتشار یافت. دولت نیز در طول سالهای ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۳ به موجب قوانین بودجه جهت تسریع و تکمیل عملیات طرحهای تملک داراییهای سرمایه‌ای در مجموع مبلغ ۳۹۸۶۲/۶ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر کرد که از این رقم مبلغ ۳۲۱۶۲/۶ میلیارد ریال آن اوراق دولتی - بودجه‌ای بود. طبق قانون، بازپرداخت اصل و پرداخت سودهای علی‌الحساب این اوراق باید در قوانین بودجه سالیانه پیش‌بینی گردد. به عبارت دیگر اوراق دولتی - بودجه‌ای بدهی دولت مرکزی به حساب می‌آیند. مبلغ ۷۷۰۰ میلیارد ریال از اوراق مشارکت دولت، از نوع دولتی - غیر بودجه‌ای بود. بازپرداخت اصل و پرداخت سود علی‌الحساب این اوراق از محل منابع داخلی شرکت‌های استفاده کننده تأمین شده و بدهی شرکت‌های دولتی به دارندگان اوراق محسوب می‌شود.

علاوه بر اوراق مشارکت مزبور، شرکتها نیز براساس ماده ۴ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت در طول سالهای برنامه سوم، اوراق منتشر نمودند. میزان این اوراق در مجموع ۷۵۸۰ میلیارد ریال بود. با احتساب رقم مذکور جمع کل اوراق مشارکت فروش رفته در سالهای برنامه سوم توسعه ۱۱۳۷۵۶/۱ میلیارد ریال بود که حدود ۱۳/۲ برابر اوراق مشارکت فروش رفته در طول سالهای برنامه دوم بود. گفتنی است که براساس ماده ۱۷ قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور (مصوب سال ۱۳۸۲)، شرکتهای پذیرفته شده در بورس جهت تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز خود مجاز به انتشار اوراق مشارکت بدون تضمین دولت و بانک مرکزی گردیدند. لیکن طی دوره برنامه سوم توسعه هیچ گونه اوراقی از این طریق منتشر نشد.

در سالهای برنامه سوم، علی‌رغم وجود مقررات مورد نیاز برای داد و ستد ثانویه اوراق مشارکت در بورس، به دلیل هزینه های معاملاتی بالاتر، امکان فروش اوراق در شعب بانکها و دریافت سود روزشمار، خریداران اوراق مشارکت تمایلی به عرضه ثانویه اوراق خود در بورس نداشتند.

## ۲- عملکرد بورس های اوراق بهادار جهان و مطالعات فرسنگی

همانند سال ۲۰۰۴ میلادی که بورس های اوراق بهادار سال موفقی را پشت سر گذاشتند، سال ۲۰۰۵ سال پررونقی برای بورسهای جهان محسوب می‌شود. بررسی نماگرهای عمده فعالیت بورس های عضو فدراسیون جهانی بورس های اوراق بهادار<sup>۱</sup>، نشان می‌دهد که به استثنای شش بورس<sup>۲</sup>، بقیه بورس های عضو در این سال با رشد

1 - World Federation of Exchanges

۲- این بورس ها شامل بورس اسلوونی، تهران، شنزن، شانگهای، نیوزلند و مالزی می باشد.

مثبت مواجهه بوده‌اند. البته همانند سال پیش از آن، رشد بازارهای نوظهور در این سال به مراتب سریع‌تر از رشد بازارهای توسعه یافته بوده است.

در سال ۲۰۰۵ بورس‌های نیویورک، توکیو، نزدک، لندن، یورونکست، تورنتو (TSX)، آلمان، هنگ‌کنگ، اسپانیا و سوئیس ۱۰ بورس بزرگ جهان از نظر ارزش بازار<sup>۱</sup> بودند و در مجموع ۸۰/۳ درصد از ارزش بازار بورس‌های عضو فدراسیون جهانی بورس‌ها را در اختیار داشتند. سهم بورس نیویورک در میان اعضای فدراسیون، به تنهایی بالغ بر ۳۲/۵ درصد بود. تنها تغییری که در رتبه‌بندی ۱۰ بورس بزرگتر سال ۲۰۰۵ نسبت به سال پیش از آن به چشم می‌خورد، ارتقای بورس‌های تورنتو، هنگ‌کنگ و سوئیس به جایگاه ششم، هشتم و دهم و خروج بورس اوزاکای ژاپن از این فهرست است. بورس اوراق بهادار تهران در میان پنجاه و یک عضوی که اطلاعات آنها در دسترس بود، در مکان چهل و سوم قرار داشته است. از نظر رشد ارزش بازار نسبت به سال قبل، بورس‌های قاهره، کلمبیا و کره جنوبی به ترتیب با ۱۰۶، ۱۰۰ و ۸۴ درصد در رده‌های اول تا سوم قرار داشتند. ارزش بازار بورس تهران نسبت به سال ۱۳۸۳ به میزان ۱۴/۵ درصد کاهش یافت و به ۳۶۴۴۰/۲ میلیون دلار رسید و در میان ۵۱ بورس، رتبه پنجاهم را از آن خود ساخت.

بیشترین حجم مبادلات<sup>۲</sup> در این سال به ترتیب به بورس‌های نیویورک، نزدک، لندن، توکیو و یورونکست تعلق داشت. بورس تهران با مجموع ۷۸۵۰ میلیون دلار داد و ستد، در رده چهل و یکم جای گرفت. بورس تهران از نظر رشد ارزش داد و ستد در

1 - Market capitalization

2 - Turnover



سال ۲۰۰۴ در جایگاه نخست قرار داشت، اما در سال ۲۰۰۵ با ۳۵/۳ درصد کاهش نسبت به سال قبل به رتبه پنجاهم تنزل نمود.

میانگین سرعت گردش سهام که از تقسیم تعداد سهام داد و ستد شده به کل تعداد سهام پذیرفته شده در بورس به دست می آید، متغیر مهمی برای مقایسه فعالیت بورس های اوراق بهادار است، سرعت گردش سهام در «نزدک» در سال ۲۰۰۵ حدود ۲۵۰ درصد است. به عبارت دیگر، هر سهم پذیرفته شده در این بورس طی سال یاد شده به طور میانگین ۲/۵ بار دست به دست شده است. سرعت گردش سهام در بورس اوراق بهادار تهران از ۳۳/۵ درصد در سال ۲۰۰۴ به ۱۸/۷ درصد در سال ۲۰۰۵ کاهش یافت. بدین ترتیب در هر سال تنها یک پنجم از سهام موجود در بازار، مورد معامله قرار می گیرد.

متغیر دیگر مورد بررسی، رشد شاخص اصلی قیمت در هر کدام از بورس های عضو است. شاخص های قیمت اگرچه به شیوه های گوناگونی محاسبه می شوند اما درصد تغییرات آنها نشان دهنده میانگین عایدی سرمایه<sup>۱</sup> بازار است. به این لحاظ، بورس های قاهره، کلمبیا و کیپ روس به ترتیب با ۱۴۶، ۱۱۹ و ۶۸ درصد رشد، از پربازده ترین بورس های اوراق بهادار عضو فدراسیون در سال ۲۰۰۵ محسوب می شدند. بورس اوراق بهادار تهران برخلاف سال ۲۰۰۳ که در رده دوم این جدول قرار داشت، در سال ۲۰۰۴ با رشدی معادل ۲۴ درصد به رده شانزدهم و در سال ۲۰۰۵ با کاهشی معادل ۲۴/۳ درصد به رده آخر سقوط کرد.

### ۳- بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۴

رشد قابل ملاحظه شاخص‌های بورس اوراق بهادار طی سالهای ۱۳۸۱ و ۱۳۸۲ توجه گروه‌های زیادی از مردم را به این بازار جلب کرد. این روند افزایشی در هشت ماهه اول سال ۱۳۸۳ ( بجز ماه‌های اردیبهشت، مرداد و مهر) نیز استمرار یافت به طوری که شاخص کل قیمت در آبان‌ماه در بالاترین سطح خود طی سال ۱۳۸۳ به ۱۳۶۱۸ واحد رسید. اما از آذرماه سال ۱۳۸۳ شاخص کل قیمت سهام و برخی دیگر از نماگرهای بورس به طور مستمر با کاهش مواجه گردید. شاخص کل قیمت سهام در اسفند ماه سال ۱۳۸۴ به ۹۴۵۹/۴ واحد رسید که نسبت به پایان سال ۱۳۸۳ به میزان ۲۱/۹ درصد کاهش یافت (جدول ۱).

در سال ۱۳۸۴ بازده کل سرمایه‌گذاری روی سهام (تغییرات شاخص قیمت و بازده نقدی) نسبت به دوره مشابه سال قبل با ۱۲/۷ درصد کاهش مواجه بود. این عدد برآیند رشد ۱۱/۸ درصدی شاخص بازده نقدی (سود نقدی) و کاهش ۲۱/۹ درصدی شاخص قیمت سهام (عایدی سرمایه) بوده است. این شاخص نسبت به آذر ماه ۱۳۸۳ (زمان آغاز رکود در بازار سهام) ۲۱/۸ درصد کاهش نشان می‌دهد.

شاخص‌های قیمت مالی و صنعت در اسفند سال ۱۳۸۴ به ترتیب به ۲۰۹۴۱/۴ و ۷۴۲۷/۳ واحد رسید که در مقایسه با پایان سال ۱۳۸۳ به ترتیب به میزان ۳۸/۸ و ۱۹/۴ درصد کاهش یافت. شاخص‌های مالی و صنعت در اسفند نسبت به آذر ماه ۱۳۸۳ (آغاز رکود) به ترتیب با کاهش ۵۱/۰ و ۲۷/۰ درصدی مواجه گردیدند. در سال ۱۳۸۴ شاخص قیمت اغلب صنایع ده‌گانه منتخب<sup>۱</sup> نسبت به سال قبل کاهش یافت. در بین

۱- پس از تغییر طبقه‌بندی صنایع از دی‌ماه ۱۳۸۳، این صنایع غالباً بیشترین سهم را از کل ارزش مبادلات بازار در چند ماه متوالی داشته‌اند. صنایع مذکور شامل محصولات شیمیایی، سیمان، آهک و گچ، خودرو و ساخت

صنایع منتخب، صنعت "بانکها و مؤسسات اعتباری" با  $47/8$  درصد از بیشترین کاهش شاخص قیمت برخوردار شد. پس از این صنعت، شاخص قیمت سه صنعت "سرمایه‌گذارها"، "شرکتهای چند رشته‌ای صنعتی" و "انبوه‌سازی، املاک و مستغلات" به ترتیب با  $33/9$ ،  $29$  و  $28/3$  درصد کاهش از بیشترین کاهش نسبت به سال قبل برخوردار بودند. شاخص قیمت صنایع "سایر واسطه‌گریهای مالی" و "استخراج کانه‌های فلزی" نیز به ترتیب  $23/6$  و  $17/1$  درصد افزایش داشت.

ارزش جاری بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۸۴ به حدود  $325/7$  هزار میلیارد ریال بالغ شد که نسبت به پایان سال قبل  $16$  درصد کاهش نشان می‌دهد. در اسفند ماه ارزش جاری بازار در مقایسه با ماه گذشته  $4$  درصد کاهش داشت. همچنین در پایان سال مذکور تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با سه شرکت کمتر نسبت به سال قبل به  $419$  رسید.

شاخص اندازه بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ با  $2/6$  درصد کاهش نسبت به سال قبل به  $22/9$  درصد رسید. شاخص عمق بازار نیز  $3/3$  درصد بود که در مقایسه با سال قبل  $55/4$  درصد کاهش نشان می‌دهد. بعلاوه نسبت فعالیت بورس تهران از رقم  $26/9$  درصد در پایان سال ۱۳۸۳ با  $35/5$  درصد کاهش به رقم  $17/4$  درصد در سال ۱۳۸۴ محدود گردید. نسبت نقدشوندگی بازار (نسبت ارزش معاملات به ارزش جاری بازار) در اسفند ماه به میزان  $1/1$  بود که در مقایسه با نسبت مشابه در اسفند ماه سالهای ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ به ترتیب به میزان  $2/7$  و  $2/3$  از کاهش قابل ملاحظه‌ای برخوردار بود. در سال ۱۳۸۴ در بین صنایع منتخب بیشترین نسبت نقدشوندگی متعلق به صنعت "خودرو و ساخت قطعات" به میزان  $2/4$  و کمترین آن متعلق به صنعت "سرمایه‌گذارها" به میزان  $0/2$  بود (جدول ۲).

قطعات، "سرمایه‌گذارها"، "بانکها و مؤسسات اعتباری"، محصولات لاستیک و پلاستیک، "شرکتهای چند رشته‌ای صنعتی"، "انبوه‌سازی، املاک و مستغلات"، استخراج کانه‌های فلزی و "سایر واسطه‌گریهای مالی" می‌باشد.

در سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۴ تعداد سهام داد و ستد شده از یک روند افزایشی برخوردار بوده است. تعداد سهام دادوستد شده در سال ۱۳۸۴ به رقم  $۱۴۵۰۲/۹$  میلیون سهم رسید که نسبت به سال قبل  $۲/۳$  درصد افزایش نشان می‌دهد. در این سال حدود  $۶۵/۱$  درصد از تعداد کل سهام مبادله شده در تالار اصلی و ما بقی در تالار فرعی مورد داد و ستد قرار گرفت. افزایش تعداد بورس‌های منطقه‌ای که به صورت شعب بورس تهران فعالیت می‌کنند و نیز افزایش تعداد تالارهای اختصاصی از جمله دلایل افزایش دست یافتن اشخاص حقیقی و حقوقی به بورس و بالا رفتن میزان داد و ستدها در سال‌های اخیر است (نمودار ۱).

ارزش سهام داد و ستد شده نیز از سال ۱۳۸۱ تا سال ۱۳۸۳ دارای یک روند افزایشی بود. لیکن در سال ۱۳۸۴ به میزان  $۴۷۱۷۶/۲$  میلیارد ریال ( $۴۵/۵$  درصد) نسبت به رقم مشابه سال قبل کاهش یافت و به رقم  $۵۶۵۲۸/۸$  میلیارد ریال رسید. از این حجم معاملات در حدود  $۷۲$  درصد در تالار اصلی و ما بقی در تالار فرعی صورت گرفت. در سال ۱۳۸۴ در بین ده صنعت منتخب، صنایع "خودرو و ساخت قطعات"، "انبوه‌سازی، املاک و مستغلات" و "شرکتهای چندرشته‌ای صنعتی" به ترتیب  $۱۸/۲$ ،  $۱۳/۹$  و  $۱۲/۳$  درصد از ارزش کل مبادلات بازار را به خود اختصاص دادند. به عبارت دیگر، در مجموع حدود  $۴۴/۴$  درصد ارزش کل مبادلات بازار متعلق به این سه صنعت بود. در این دوره، بیشترین سهم از تعداد کل مبادلات متعلق به گروه "سرمایه‌گذاریها" به میزان  $۲۰/۸$  درصد بوده است.

#### ۴- عرضه اولیه سهام

در سال ۱۳۸۴ تعداد  $۱۵۷/۶$  میلیون سهم به ارزش تقریبی  $۶۵۲/۲$  میلیارد ریال توسط سازمانها و شرکتهای دولتی عرضه شد که نسبت به سال قبل از نظر تعداد  $۷۶/۹$  درصد و از نظر ارزش  $۹۰/۴$  درصد کاهش داشته است. کاهش عرضه سهام توسط سازمان توسعه و نوسازی معادن و صنایع، دلیل اصلی این کاهش است. در سال ۱۳۸۴ "سازمان خصوصی‌سازی"

و "سازمان توسعه و نوسازی معادن و صنایع" به ترتیب بیشترین سهم از تعداد و ارزش سهام عرضه شده را به میزان ۲۲/۱ و ۳۲/۶ درصد به خود اختصاص دادند (جدول ۳).

همچنین در جهت توسعه مشارکت عمومی از طریق واگذاری سهام دولتی و متعلق به دولت به سه دهک پایین درآمدی، هیئت وزیران در تاریخ ۱۳۸۴/۱۱/۱۷ طرحی را با نام "آیین نامه اجرایی افزایش ثروت خانوار های ایرانی از طریق گسترش سهم بخش تعاون براساس توزیع سهام عدالت" به تصویب رسانید. این طرح باهدف توزیع متعادل تر ثروت، افزایش درآمد و خوداتکایی خانوارهای نیازمند، کاهش اندازه بخش دولتی و تسریع روند خصوصی سازی، به کارگیری روشهای سالمتر و شفافتر واگذاری سهام و گسترش سهم بخش تعاون در اقتصاد کشور مطرح گردیده است. مرحله اول طرح واگذاری سهام عدالت، افراد تحت پوشش کمیته امداد امام خمینی (ره)، سازمان بهزیستی کشور و رزمندگان فاقد درآمد در چهار استان سیستان و بلوچستان، ایلام، کهگیلویه و بویر احمد و خراسان جنوبی را در برمی گیرد. در اجرای این طرح، در هر استان یک تعاونی استانی تشکیل می گردد و افراد مشمول به عضویت تعاونیها درمی آیند. سپس به هر تعاونی عدالت استانی به تعداد افراد مشمول، معادل ۵ میلیون ریال برای هر فرد تا سقف پنج نفر در هر خانوار، سهم واگذار می گردد.

در سال ۱۳۸۴ در اجرای مفاد مصوبه موضوع سهام عدالت، در استانهای یاد شده به ۶۸۵ هزار نفر مشمول طرح، سهام عدالت واگذار شد که ارزشی معادل ۳۴۲۵/۲ میلیارد ریال داشت. استان سیستان و بلوچستان و استان کهگیلویه و بویر احمد به ترتیب با ۳۴۸/۹ و ۱۳۸/۵ هزار نفر مشمول، دارای بیشترین پوشش واگذاری سهام عدالت بودند.

#### ۵- مروری بر ادبیات ریسک و بازده

قبل از آنکه به بررسی ریسک و بازده در بازار سهام طی سال ۱۳۸۴ بپردازیم، ضروری است به اجمال مروری بر ادبیات موضوع داشته باشیم. در نظریه سرمایه گذاری، رابطه ای

مثبت بین ریسک و بازده مورد انتظار تعریف می شود. به بیان دیگر، سرمایه گذار در صورتی حاضر به سرمایه گذاری روی یک دارایی با ریسک بالاتر است که از بازدهی مورد انتظار بیشتری برخوردار باشد. بازدهی سرمایه گذاری در سهام از دو محل سود نقدی تقسیم شده و عایدی سرمایه حاصل می گردد.

**ریسک** . به طور کلی ریسک به معنی احتمال اختلاف بازده واقعی (تحقق یافته) سرمایه گذاری از بازده انتظاری است. به عبارت دیگر، انحراف از بازده متوسط ریسک نامیده می شود. یکی از اصلی ترین شاخص های تعیین ریسک یک دارایی مالی شاخص تغییرپذیری می باشد. این شاخص تغییرات ارزش یک دارایی در یک دوره زمانی مشخص را نشان می دهد و با "انحراف معیار" محاسبه می شود. هرچه شاخص تغییر پذیری یک دارایی بیشتر باشد ریسک آن بیشتر است. عوامل اقتصادی و تصمیم های سیاسی، شاخص تغییرپذیری داراییهای مالی را در طول زمان تحت تأثیر قرار می دهند. طبق نظریه سرمایه گذاری، با ایجاد تنوع در سبد داراییها می توان ریسک را کاهش داد.

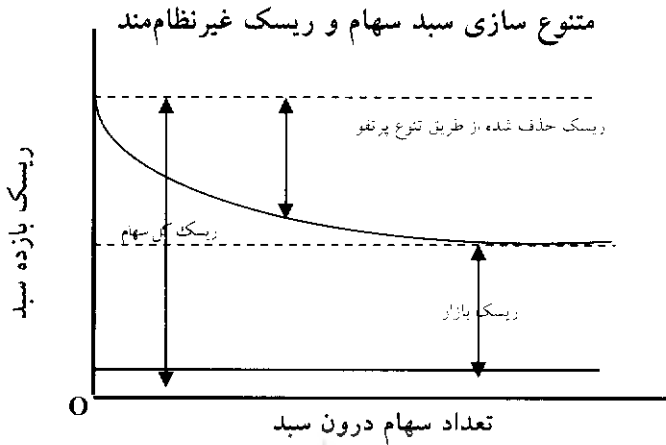
### ریسک نظام مند<sup>۱</sup> و غیرنظام مند<sup>۲</sup> . در بازار سهام، ریسک هر دارایی از دو جزء تشکیل

می شود. ریسک نظام مند و ریسک غیر نظام مند. ریسک نظام مند یا ریسکهای بازار نشان دهنده بخشی از کل ریسک سهام است که به دلیل وجود عواملی که قیمت سهام تمام شرکتها را در یک زمان معین تحت تأثیر قرار می دهند به وجود می آید و آن را نمی توان از راه تنوع در سبد داراییها کاهش داد. ریسک نرخ بهره ، تورم ، رکود ها و حوادث سیاسی نمونه هایی از ریسکهای نظام مند می باشند. ریسک غیرنظام مند یا ریسک خاص<sup>۳</sup> معرف بخشی از بازدهی سهام است که ارتباطی با تحولات عمومی بازار ندارد. این نوع ریسک را می توان با ایجاد تنوع در سبد داراییها، یعنی افزایش تعداد سهام موجود در سبد کاهش داد.

1 - Systematic Risk.

2 - Unsystematic Risk.

3 - Specific Risk.



برای سبدهای که به خوبی متنوع شده باشند، ریسک یا متوسط انحراف از میانگین بازدهی هر سهم، سهم اندکی در ریسک سبد دارد. تفاوت بین سطوح ریسک سهام مختلف یا کوواریانس بین آنها است که ریسک کلی سبد را تعیین می کند. در نتیجه سرمایه گذاران با نگهداری سبدهای متنوع به جای سهام واحد منتفع می شوند.

**شاخص بتا.** این شاخص حساسیت بازدهی یک دارایی را به تغییرات بازدهی کل بازار اندازه گیری می کند. در حقیقت بتا، ریسک نظام مند دارایی را مشخص می کند. هر چه شاخص بتای دارایی بالاتر باشد، دارایی از ریسک نظام مند بیشتری برخوردار است. مثلاً، چنانچه شاخص بتای یک دارایی معادل ۲ باشد، هنگامی که ارزش پرتفوی بازار به مبلغ معینی تغییر کند، ارزش دارایی مورد نظر معادل دو برابر آن تغییر خواهد کرد. این شاخص را نباید با ریسک خاص یک سرمایه گذاری اشتباه گرفت. ممکن است ریسک خاص یک سرمایه گذاری بالا بوده و نوسان بالای ارزش دارایی مورد نظر را نشان دهد در حالی که دارای بتای کوچکی باشد، این امر به این معناست که نوسانات قیمت دارایی مذکور با نوسانات کل بازار همبستگی پایینی دارد. معمولاً بتا با عدد دو واحد سنجیده و چهار حالت را برای آن در نظر می گیرند:

الف)  $\beta = 1$  به معنی آن است که نوسان دارایی برابر با نوسانات بازار است. یعنی نرخ رشد بازار و دارایی مذکور به یک اندازه بالا یا پایین می‌رود.

ب)  $\beta > 1$  نشان می‌دهد که دارایی مذکور نوسان پذیرتر از کل بازار است.

ج)  $\beta < 1$  به معنی آن است که دارایی مذکور دارای نوسان کمتری نسبت به نوسان کل بازار بوده و از حساسیت کمتری نسبت به نوسانات بازار برخوردار است.

د)  $\beta < 0$  حاکی از آن است که تغییرات دارایی مذکور در جهت معکوس تغییرات کل بازار است. وقتی شاخص کل بازار روند روبه بالا دارد، شاخص دارایی مذکور کاهش می‌یابد و برعکس.

به طور کلی بتای سرمایه‌گذاری شاخص مناسبی از ویژگیهای ریسک سرمایه‌گذاری با توجه به ریسک نظام مند است. سرمایه‌گذاری با بتای بالا به نوسانات بازار واکنش شدیدی نشان می‌دهد در صورتی که سرمایه‌گذاری با بتای پایین نشان دهنده حساسیت کم سرمایه‌گذاری نسبت به بازار است.

**شاخص آلفا** - بازده نظام مند یک دارایی را اندازه‌گیری می‌کند. آلفای مثبت همانند یک بازدهی مضاعف است که به دلیل پذیرش ریسک دارایی به جای پذیرش بازدهی بازار عاید سرمایه‌گذار می‌شود.

به طور کلی در معادله رگرسیونی بین بازدهی دارایی موردنظر و بازدهی بازار، شیب خط معرف شاخص بتای دارایی و عرض از مبدأ بیانگر شاخص آلفای آن است. یعنی اگر  $R_{it}$  بازدهی دارایی  $i$  در زمان  $t$  و  $R_{mt}$  بازدهی بازار در زمان  $t$  باشد می‌توان خط رگرسیون بین بازدهی دارایی  $i$  و بازدهی بازار را به صورت زیر ترسیم نمود:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta R_{mt} + \varepsilon_{it}$$



نسبت قیمت به درآمد انتظاری. استفاده از نسبت قیمت سهم به درآمد انتظاری یکی از الگوهای رایج و ساده تعیین ارزش هر سهم است که با ضرب سود موردانتظار (E.P.S) در آن، ارزش هر سهم حاصل می‌شود. استفاده از  $P/E$  صنعت، حدود تقریبی قیمت انتظاری سهم را مشخص می‌نماید و برای دقت بیشتر بایستی از  $P/E$  هر شرکت برای تعیین ارزش سهام آن شرکت استفاده نمود. به لحاظ نظری  $P/E$  یک سهم بیانگر آن است که سرمایه‌گذاران حاضرند چند ریال به ازای هر ریال سود یک شرکت پرداخت نمایند. به عبارت دیگر اگر  $P/E$  یک سهم ۲۰ باشد به این معنی است که سرمایه‌گذاران حاضرند ۲۰ ریال به ازای هر یک ریال از سود این سهم بپردازند. اگر شرکتی انتظار رشد قیمت داشته باشد، انتظار بر این است که سودش نیز رشد نماید. در نتیجه تفسیر دیگر  $P/E$  آن است که خوش بینی بازار از آینده رشد قیمت سهم یک شرکت را بازتاب می‌دهد. اگر  $P/E$  شرکتی بالاتر از میانگین بازار یا صنعت باشد به این معنی است که بازار در ماه‌ها یا سالهای آینده انتظارات بزرگی از سهم این شرکت دارد. شرکتی با  $P/E$  بالا باید سودهای فزاینده ایجاد کند در غیر این صورت قیمت سهمش سقوط خواهد کرد. نسبت «شارپ»<sup>۱</sup> معیاری است که مزاد بازدهی یک سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز را نسبت به سرمایه‌گذاری بدون ریسک اندازه می‌گیرد. هرچه این نسبت بالاتر باشد، مطلوبتر است. شاخص شارپ از فرمول زیر به دست می‌آید:

$$\text{بازدهی ماهانه دارای بدون ریسک} - \text{متوسط بازدهی ماهانه دارای ریسکی} \\ \text{انحراف معیار ماهانه دارای ریسکی} = \text{نسبت شارپ ماهانه}$$

در حقیقت صورت این کسر بازدهی مازاد و مخرج آن نشان دهنده ریسک سرمایه‌گذاری است. نسبت شارپ به سرمایه‌گذار اجازه می‌دهد که مقایسه‌ای از ریسک و بازدهی راهبردهای مختلف سرمایه‌گذاری داشته باشد. مثلاً، برای حل این مسئله که سرمایه‌گذاری با بازدهی انتظاری ۲۰ درصد و انحراف معیار ۱۵ درصد بهتر است یا سرمایه‌گذاری با بازدهی ۲۵ درصد و انحراف معیار ۲۰ درصد، کافی است سرمایه‌گذاری انتخاب شود که بالاترین نسبت شارپ را داشته باشد. در واقع، نسبت شارپ، بازدهی تعدیل شده یک سرمایه‌گذاری با توجه به ریسک آن است. اما این شاخص دارای کاستی‌هایی نیز می‌باشد. اولاً این نسبت از بازدهی‌های گذشته (به صورت سری زمانی) به دست می‌آید، در حالی که گذشته نتایج آینده را تضمین نمی‌کند. وقتی سرمایه‌گذار تنها از شاخص شارپ برای انتخاب بین دو راهبرد استفاده می‌کند تنها به گذشته نگرسته است، در حالی که برای انتخاب یک راهبرد، تصویری کامل‌تر از آنچه از گذشته حاصل می‌شود لازم است هرچند می‌توان از گذشته برای پیش‌بینی آینده استفاده نمود. ثانیاً، نسبت شارپ به دوره زمانی محاسبه بستگی دارد. این نسبت معمولاً با در نظر گرفتن متوسط بازدهی‌های سالانه یک راهبرد سرمایه‌گذاری و مقایسه آن با سرمایه‌گذاری بدون ریسک محاسبه می‌شود.

#### ۶- ریسک و بازده در بازار سهام

همان‌طور که در قسمت قبل اشاره شد تغییرات «شاخص بازده نقدی و قیمت» که در بورس اوراق بهادار تهران محاسبه و گزارش می‌شود، معیار مناسبی برای اندازه‌گیری بازده واقعی (تحقق یافته) سهام می‌باشد. در ادامه این گزارش به دلیل در دسترس نبودن اطلاعات مربوط به شاخص قیمت و بازده نقدی در صنایع منتخب از درصد تغییرات شاخص قیمت در نقش معیار محاسبه بازده سهام در صنایع مذکور استفاده می‌گردد.

در سال ۱۳۸۴ میانگین بازدهی ماهانه برای کل بازار حدود ۱/۱- و ریسک کل بازار ۳/۴ بوده که در نتیجه نسبت شارپ برای کل بازار معادل ۰/۷- بدست می‌آید. به این ترتیب، سرمایه‌گذاری در بورس علی‌رغم وجود ریسک بالا، بازدهی کمتری نسبت به سرمایه‌گذاری روی داراییهای بدون ریسک مانند اوراق مشارکت دولت و بانک مرکزی داشته است. وضعیت پراکندگی ریسک و بازدهی ماهانه کل بازار در سال ۱۳۸۴ نشان می‌دهد که به تدریج با افزایش متوسط ریسک، بازدهی متوسط کاهش یافته است. به عبارت دیگر رابطه ریسک و بازدهی تحقق یافته در کل بازار معکوس بوده است. در وضعیتی که بازار به دلیل افزایش ریسک نظام مند به سمت رکود حرکت می‌کند، همزمان با کاهش بازدهی، ریسک افزایش می‌یابد. در این حالت سرمایه‌گذاران قادر نخواهند بود ارزیابی صحیحی از ریسک و بازده داشته باشند (جدول ۴).

در گروه مالی با توجه به ماهیت شرکتهای سرمایه‌گذاری و تنوعی که در پرتفوی این شرکتهای وجود دارد انتظار بر آن است که شرکتهای مزبور علاوه بر بازدهی مناسب، نسبت به سایر صنایع از ریسک کمتری برخوردار باشند. متوسط بازدهی ماهانه برای گروه مالی در حدود ۴- درصد و ریسک آن در این سال معادل ۶ بوده است. بنابراین نسبت شارپ برای گروه مالی معادل ۰/۹- شده و بیانگر این است که سرمایه‌گذاری در شرکتهای واسطه‌گری مالی علی‌رغم وجود ریسک بالا، بازدهی کمتری نسبت به سرمایه‌گذاری روی داراییهای بدون ریسک داشته است.

وضعیت پراکندگی ریسک و بازدهی گروه مالی در هریک از ماههای سال ۱۳۸۴ نشان می‌دهد که طی سال مذکور با افزایش ریسک، بازدهی متوسط این گروه کاهش یافته و در اسفندماه افت بازدهی شدیدتر بوده است. از جمله دلایل کاهش شدید شاخص قیمت مالی در سال ۱۳۸۴، می‌توان به افزایش فوق‌العاده آن در سال ۱۳۸۳

علی‌رغم کاهش شاخص صنعت در این سال و جو روانی منفی ضد بانکهای خصوصی اشاره کرد.

روند بازدهی گروه مالی در برابر بازدهی کل بازار در سال ۱۳۸۴ نشان می‌دهد که گروه مالی نسبت به نوسانات بازار از حساسیت بالاتری برخوردار بوده است. به‌طوری‌که شاخص بتا برای این گروه نزدیک به  $1/8$  بوده است. به عبارت دیگر، با تغییر نرخ بازدهی بازار به یک مقدار معین، نرخ بازدهی گروه مالی به میزانی حدود  $1/8$  برابر آن تغییر نموده است. شاخص آلفا یعنی بازده نظام مند گروه مالی حدود  $0/5-$  بوده و به این معنی است که بازدهی این گروه در دوره مذکور مستقل از نوسانات بازار حدود  $0/5-$  درصد بوده است (نمودار ۲).

در گروه صنعت میانگین بازدهی ماهانه به میزان  $1/8-$  و ریسک آن  $3/7$  بوده است. به این ترتیب، نسبت شارپ برای گروه صنعت معادل  $0/9-$  بوده و مؤید این است که همانند گروه مالی، سرمایه‌گذاری روی سهام گروه صنعت علی‌رغم برخورداری از ریسک بالا، بازدهی کمتری نسبت به سرمایه‌گذاری روی داراییهای بدون ریسک داشته است. وضعیت پراکندگی ریسک و بازدهی تحقق یافته گروه صنعت در هر یک از ماههای سال ۱۳۸۴ گویای این است که طی سال مذکور رابطه ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری روی گروه صنعت معکوس بوده و با افزایش ریسک، بازدهی کاهش یافته است. ولی در مقایسه با کل بازار و گروه مالی این کاهش کمتر بوده است.

روند بازدهی گروه صنعت در برابر بازدهی کل بازار در سال ۱۳۸۴ نشان می‌دهد که نوسانات بازدهی گروه مذکور تقریباً مساوی با نوسانات کل بازار بوده است. شاخص بتا برای این گروه حدود ۱ بوده و نشانگر این است که با تغییر نرخ بازدهی بازار به یک

مقدار معین نرخ بازدهی این گروه نیز مانند بازار تغییر نموده است. شاخص آلفا برای گروه صنعت در حدود  $0/2-$  بوده است (نمودار ۳).

در سال مورد بررسی، میانگین بازدهی ماهانه کلیه صنایع منتخب منفی بود. بیشترین زیان مربوط به صنعت "بانکها و موسسات اعتباری" به میزان  $5/3$  درصد بوده است. دلیل اصلی این کاهش را می توان دورنمای نامطمئن سرمایه گذاران از سیاستهای دولت در پیوند با نظام بانکی بیان کرد. بعد از صنعت مذکور، گروههای "سرمایه گذاریها" و "شرکتهای چند رشته ای صنعتی" به ترتیب با  $3/4-$  و  $2/8-$  با بازدهی منفی همراه بودند. در این سال دو صنعت "سایر واسطه گریهای مالی" و "استخراج کانه های فلزی" دارای بیشترین بازدهی به ترتیب به میزان  $1/8$  و  $1/3$  درصد و بیشترین ریسک متعلق به صنایع "سایر واسطه گریهای مالی" و "بانکها و موسسات اعتباری" به میزان  $27/6$  و  $10/5$  درصد بوده است (جدول ۴).

در سال مذکور نسبت شارپ تمامی صنایع منتخب به استثنای "سایر واسطه گریهای مالی" که شامل شرکتهای لیزینگ است، منفی بود. این نسبت برای گروه یاد شده  $0/01$  بود. کمترین نسبت شارپ متعلق به صنعت "سرمایه گذاریها" به میزان  $0/97-$  بود.

طی سال ۱۳۸۴ میانگین نسبت  $(\frac{P}{E})$  کل بازار  $5/4$  و دامنه تغییرات آن  $2/9$  تا  $6/7$  بود. در اسفند ماه بیشترین نسبت  $(\frac{P}{E})$  مربوط به صنعت "انبوه سازی، املاک و مستغلات" به میزان  $10/2$  و کمترین نسبت مذکور مربوط به صنعت "خودرو و ساخت قطعات" به میزان  $3/4$  بود. نسبت  $(\frac{P}{E})$  پایین گروه "خودرو و ساخت قطعات" و نزدیکی قیمت آن به ارزش ذاتی سهام، سودآوری و پایین بودن ریسک خاص این صنعت ناشی

از بازار انحصاری وسیع داخلی، از دلایل اصلی تمایل سرمایه گذاران به سرمایه گذاری روی سهام این صنعت بود (جدول ۲).

## ۷- اوراق مشارکت

طبق بند (الف) تبصره (۱) قانون بودجه سال ۱۳۸۴ در مجموع انتشار مبلغ ۱۱۷۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت به تصویب رسید که معادل ۸۵۰۰ میلیارد ریال آن اوراق مشارکت دولتی - بودجه‌ای<sup>۱</sup> و ۳۲۰۰ میلیارد ریال اوراق دولتی - غیربودجه‌ای<sup>۲</sup> بود. براین اساس در همراه وزارت نیرو طی دو مرحله اقدام به فروش ۲۶۰۰ و ۱۵۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت جهت طرح‌های بخش برق و حقابه‌های مرزی نمود که در مرحله اول اوراق دولتی - غیربودجه‌ای و در مرحله دوم اوراق دولتی - بودجه‌ای (معادل ۱۵۰۰ میلیارد ریال) عرضه گردید. همچنین در آذرماه سال مذکور وزارت راه و ترابری اقدام به انتشار ۶۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت دولتی - غیربودجه‌ای با نرخ سود علی‌الحساب ۱۵/۵ درصد نمود که تمامی آن به فروش رسید. اوراق منتشرشده دولت در قالب تبصره (۱) قانون بودجه نیز به میزان ۷۰۰۰ میلیارد ریال بود که فروش تدریجی آن از دی‌ماه آغاز و تا پایان سال همه آن به فروش رسید (جدول ۶).

طبق بند (ح) ماده (۱۰) قانون برنامه پنجساله چهارم، بانک مرکزی اجازه یافت که در سالهای برنامه از ابزار اوراق مشارکت با تصویب مجلس شورای اسلامی استفاده نماید. در سال ۱۳۸۳ بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران طی پنج مرحله معادل ۲۱۶۵۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر نمود که معادل ۲۰۲۵۰/۳ میلیارد ریال آن به فروش رسید. گفتنی

۱- اوراق مشارکت دولتی - بودجه‌ای اوراقی است که منابع لازم برای بازپرداخت اصل و سود آنها در قوانین بودجه سنواتی پیش‌بینی می‌شود.

۲- اوراق مشارکت دولتی - غیربودجه‌ای اوراقی است که منابع لازم برای بازپرداخت اصل و سود آنها از محل منابع داخلی شرکت‌های استفاده‌کننده تأمین می‌شود. با این حال، این اوراق در نهایت با تضمین سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی انتشار می‌یابد.

است که تا پایان آبان ماه ۱۳۸۴ به دلیل عدم تصویب برنامه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی توسط مجلس شورای اسلامی، سه مرحله از اوراق بانک مرکزی به ترتیب به میزان ۲۹۵۱، ۴۹۹۸/۵ و ۴۸۷۹/۲ میلیارد ریال باز خرید گردید.

قانون تعیین سقف انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در قالب ماده واحده و ۲ تبصره در تاریخ ۱۳۸۴/۸/۲۴ به تصویب مجلس شورای اسلامی و در تاریخ ۱۳۸۴/۸/۲۵ به تأیید شورای نگهبان رسید. به موجب قانون مذکور بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اجازه یافت در اجرای بند (ح) ماده (۱۰) قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی تا سقف ۱۵۰۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر نماید در جهت این قانون، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در آذرماه سال ۱۳۸۴ اقدام به انتشار ۷۵۰۰ میلیارد ریال، در دی‌ماه مبلغ ۶۰۰۰ میلیارد ریال و در اسفند ماه ۳۳۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت بانرخ سود علی‌الحساب ۱۵/۵ درصد نمود که در مجموع تا پایان سال مبلغ ۱۰۷۶۸/۳ میلیارد ریال آن به فروش رسید.

علاوه بر این، در سال ۱۳۸۴ سقف اوراق قابل انتشار شرکتها به میزان ۱۲۰۰۰ میلیارد ریال بود که شامل ۷۰۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت موضوع ماده (۴) قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و ۵۰۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت موضوع ماده (۱۷) قانون تسهیل نوسازی صنایع بود.

در مردادماه سال ۱۳۸۴ مبلغ ۱۰۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت توسط شرکت ایران خودروی منتشر شد. اوراق مذکور مربوط به طرح توسعه ایران خودرو خراسان می‌باشد. در شهریور ماه شرکت رایان سایبا ۳۰۰ میلیارد ریال و در مهر ماه شرکت ملی صنایع پتروشیمی (پتروشیمی اروند) ۸۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر کرد. در آبان ماه، بانک کشاورزی اقدام به انتشار ۱۰۰۰ میلیارد ریال و در آذرماه پتروشیمی ایلام اقدام به

انتشار ۵۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت نمود. همچنین در دی‌ماه، شرکت ملی صنایع پتروشیمی و پتروشیمی کرمانشاه هر یک اقدام به انتشار ۵۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت با نرخ سود علی‌الحساب ۱۵/۵ درصد در سال نمودند. شهرداری مشهد در دی‌ماه سال ۱۳۸۴، مبلغ ۲۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت را منتشر و به فروش رساند. علاوه بر این بانک صنعت و معدن و شرکت ملی صنایع پتروشیمی در اسفند ماه به ترتیب به میزان ۱۰۰۰ و ۵۰۰ میلیارد اوراق مشارکت منتشر نمودند. گفتنی است که کلیه اوراق منتشر شده شرکتها در این سال به فروش رسیدند.

در پایان سال ۱۳۸۴ مجموع مانده سررسید نشده اوراق مشارکت دولت، بانک مرکزی و شرکتها نزد جامعه به رقم ۶۸۱۶۱/۱ میلیارد ریال بالغ گردید که معادل ۲۵/۷ درصد آن نزد شبکه بانکی بود. بررسی وضعیت اوراق مشارکت نزد شبکه بانکی نشان می‌دهد که تا پایان سال ۱۳۸۴ در مجموع مبلغ ۱۷۵۱۴ میلیارد ریال اوراق مشارکت نزد شبکه بانکی موجود بود که ۵۴۹۹ میلیارد ریال (حدود ۳۱/۴ درصد) مربوط به اوراق مشارکت دولتی، مبلغ ۵۵۵۶ میلیارد ریال (حدود ۳۱/۷ درصد) مربوط به اوراق مشارکت شرکتها و موسسات دولتی، مبلغ ۵۴۰۸ میلیارد ریال (حدود ۳۰/۹ درصد) مربوط به اوراق مشارکت بانک مرکزی و مبلغ ۱۰۵۱ میلیارد ریال (حدود ۶ درصد) مربوط به اوراق مشارکت بخش غیردولتی می باشد (جدول ۵).

## ۸ - بورس های کالایی

هدف از ایجاد بورس های کالایی گسترش بازار سرمایه از طریق اوراق بهادار و استفاده از این بازار در تأمین سرمایه مورد نیاز بخش تولید است که به تحقق هدف ساماندهی بازار محصولات نیز کمک می کند. بورس های کالایی در نقش ابزاری مهم برای مدیریت ریسک کالاهای مورد معامله و نیز در مقام حلقه با ارزشی در بین معامله



گران شامل تولید کنندگان، ذخیره کنندگان کالا، وارد کنندگان، صادر کنندگان، تجار و مصرف کنندگان می باشد. بعلاوه سازوکار حاکم بر بورس های کالایی می تواند به آزاد سازی تجارت، یکسان سازی قیمت های متفاوت در بخشها با ابزارهای اطلاع رسانی سریع و تقویت قدرت چانه زنی تولیدکنندگان کمک نماید. در برنامه سوم توسعه لزوم شکل گیری بورس های کالایی مطرح شد و بر همین اساس بورس فلزات در نیمه دوم سال ۱۳۸۲ و بورس کالای کشاورزی در نیمه دوم سال ۱۳۸۳ شروع به کار کردند. در سال ۱۳۸۴ با ورود دو محصول کنسانتره طلا و کنسانتره مولیبدن به بورس فلزات تهران، تعداد کالاهای مورد معامله در این بورس به شش محصول رسید. ارزش و وزن معاملات بورس فلزات در سال مذکور به ترتیب به رقم ۲۴/۲ هزار میلیارد ریال و ۵۱۳۲/۱ هزار تن رسید که نسبت به سال قبل به ترتیب ۹۶/۴ و ۹۸/۲ درصد افزایش نشان می دهد. در این سال بیشترین سهم از ارزش و وزن فلزات معامله شده متعلق به فولاد بود (جدول ۷).

همچنین در این سال نه محصول در بورس کالای کشاورزی مورد داد و ستد قرار گرفت. در این دوره ۲۱۴/۷ هزار تن انواع محصولات کشاورزی به ارزش ۳۸۶/۴ میلیارد ریال مبادله گردید. طی سال ۱۳۸۴ کالای ذرت با سهمی معادل ۶۶/۶ و ۵۸ درصد از حجم و ارزش کل مبادلات، بیشترین سهم را به خود اختصاص داد.

در سال ۱۳۸۴ نرخ سود قراردادهای نسیم محصولات مورد مبادله در بورس کالای کشاورزی به طور متوسط در حدود ۱۸ الی ۳۰ درصد بوده است. چنانچه مبلغ مورد نیاز جهت مبادله از محل منابع بانکی تأمین شده باشد نرخ مزبور در حدود ۱۸ درصد و چنانچه از بازار سنتی تأمین گردیده باشد (به طور متوسط ۲/۵ درصد در ماه) ۳۰ درصد در سال محاسبه می گردد. در بورس کالایی فلزات نیز تفاوت قیمت در مبادلات سلف با مبادلات نقدی بسته به شرایط بازار به ازای هر ماه در حدود ۱/۵ الی ۳ درصد پایین تر از قیمت های کشف شده در معاملات نقدی بوده است.

## ۹ - مقایسه بازده داراییها

در چند سال اخیر، بازار داراییها در اقتصاد ایران گسترش سریعی داشته است. در این بازار ورود نقدینگی و تقاضای قابل توجه موجب افزایش سریعتر قیمت برخی از داراییها شده است. این افزایش قیمت در مورد داراییهایی نظیر ساختمان و مسکن که از ضریب اطمینان بالاتری برخوردار هستند، بیشتر بوده است.

علاوه بر دو معیار نرخ بازدهی و ریسک، درجه نقد شوندگی داراییها نیز مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. در شرایط اقتصاد ایران، به دلیل عدم تقارن گسترده اطلاعات، ضعف زیرساختهای حقوقی در مورد تنظیم و اجرای قراردادها، انگیزه‌های فراوان برای فرار مالیاتی، هزینه‌های معاملاتی بالا در دادوستدهای رسمی و اختلاف زیاد بین طبقات درآمدی بالا و متوسط جامعه که شکل‌دهنده پس‌انداز و تقاضای موثر آنها برای انواع داراییهای واقعی و مالی است، درجه نقد شوندگی انواع داراییها با یکدیگر بسیار متفاوت است. با در نظر گرفتن مجموع شرایط، به نظر می‌رسد که درجه نقد شوندگی داراییهایی نظیر مستغلات، کالاهای سرمایه‌ای و خودروی نسبتاً پایین، درجه نقد شوندگی داراییهایی مانند سهام، سپرده‌های سرمایه‌گذاری بانکی در حد متوسط و درجه نقد شوندگی داراییهایی مانند سکه بهار آزادی و ارز در حد بالایی باشد. با این حال، هر چه بازارهای مالی توسعه یافته‌تر باشند، درجه نقد شوندگی داراییها بالاتر بوده و آریبتر از بین انواع داراییهای همگن (به لحاظ نرخ بازده و ریسک) کمتر خواهد بود. در این صورت فعالان اقتصادی می‌توانند متناسب با درجه ریسک‌پذیری خود، دارایی مورد نظر خود را برای فعالیت‌های سوداگرانه و یا در نقش یک گزینه پس‌اندازی انتخاب نمایند.

با توجه به رکود فعالیت‌های اقتصادی در سال ۱۳۸۴ و رکود بازار داراییها در این سال، متوسط نرخ بازدهی ماهانه اغلب داراییها کمتر از نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت

دولت و بانک مرکزی ( به عنوان داراییهای بدون ریسک) بود. در این سال، تنها نرخ سود سپرده های یکساله بانکهای غیردولتی بالاتر از نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت بود. مقایسه نسبت شارپ داراییهای مختلف در سال مورد بحث نشان می‌دهد که رتبه‌بندی داراییها با توجه به نوسانات بازدهی و ریسک آنها نسبت به سال قبل تغییر کرده است. در حالی که در سال ۱۳۸۳ نسبت شارپ تنها برای سکه بهار آزادی مثبت (۰/۳۷) و برای اوراق مشارکت معادل صفر بود این نسبت برای سایر داراییهای مورد بررسی منفی بود. در سال ۱۳۸۴ این نسبت تنها برای سپرده های سرمایه گذاری یکساله بانکهای غیر دولتی مثبت بوده است. به این ترتیب در سال ۱۳۸۴ سرمایه گذاری روی داراییهای ریسکی توجیه پذیر نبوده است (جدول ۸).

#### ۱۰- دورنمای بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۸۵

در خرداد ماه سال جاری نرخ رشد شاخص های قیمت کل، مالی و صنعت نسبت به پایان سال ۱۳۸۴ به ترتیب به میزان ۱/۲، ۲/۳- و ۱/۶ درصد بود. مقایسه نرخ رشد این شاخص ها با ارقام مشابه سال ۱۳۸۴ به ترتیب به میزان ۲/۶، ۵/۱ و ۲/۲ و ارقام مشابه سال ۱۳۸۳ به ترتیب به میزان ۶، ۳۷/۳ و ۲/۹- درصد، حاکی از تشدید رکود بورس در سه ماهه اول سال جاری است. با این حال، با گذشت نزدیک به دو سال از آغاز رکود بورس و در شرایطی که بازدهی مورد انتظار سایر داراییها به دلیل افزایش عرضه (مانند تلفن همراه و خودرو)، رکود بازار (مانند مسکن) و یا اوضاع اقتصادی بین المللی (مانند دلار و طلا) چندان مثبت نیست، می توان انتظار داشت که در نیمه دوم سال جاری، با بهبود شرایط محیطی، روشن شدن سیاستهای اقتصادی دولت و افزایش ثبات ناشی از اجرای قانون بازار اوراق بهادار، تا حدودی رونق به بورس اوراق بهادار بازگردد. تشدید افت شاخص ها را نشان می دهد.

## ۱۱- جمع بندی و نتیجه گیری

در صورتی که دو کارکرد اصلی بورس اوراق بهادار در اقتصاد را تعیین ارزش جایگزینی داراییها فیزیکی پشتوانه اوراق و از این طریق کمک به تخصیص بهینه منابع مالی و افزایش قدرت نقدشوندگی داراییهای مالی بدانیم، در اقتصاد ایران به دلیل شرایط حاد رشد نقدینگی در چند سال اخیر، بورس اوراق بهادار یک کارکرد اصلی دیگر نیز یافته است و آن جذب بخشی از پس اندازهای جامعه و کمک به کنترل تورم است. تا پیش از دهه ۱۳۷۰ الگوی پس اندازی رایج در جامعه ایران، عمدتاً مبتنی بر رفتار سنتی بود. در این الگو، صاحبان پس انداز سعی می کردند با خرید داراییهای غیرمنقول، کالاهای مصرفی بادوام و داراییهای دارای ارزش ذاتی، قدرت خرید پس اندازهای خود را حفظ کنند و در صورت امکان، بازدهی مناسبی به دست آورند. در سالهای برنامه پنجساله سوم توسعه، بدلیل تاکیددی که بر گسترش بازار سرمایه کشور صورت گرفت، بورس اوراق بهادار بویژه در شهرهای بزرگ جایگاه مناسبتری در سبد دارایی خانوارها به دست آورد. این وضعیت، شرایطی را برای سیاستگذاران فراهم آورد که در کوتاه مدت و میان مدت با نگرانی کمتری نسبت به عواقب رشد فزاینده نقدینگی به برنامه های عمرانی و رفاهی خانوارها بیندیشند.

رکود دامنه دار بورس تهران در سال ۱۳۸۴ و کاهش کلیه شاخص های بازار، زیان بسیاری را متوجه سرمایه گذاران و سهامداران کرده است. تداوم نااطمینانی و کاهش مستمر شاخص ها در بورس اوراق بهادار، موجب نگرانی پس اندازکنندگان، خروج نقدینگی از بازار، رونق دلالی و واسطه گری در بازار کالاها، ایجاد تورم در بازار کالاها و خدمات، محدود شدن منابع شرکتهای جهت تأمین سرمایه و نقدینگی، محدود شدن منابع بودجه دولت از محل واگذاری شرکتهای دولتی و ... را فراهم می کند. طی دو سال اخیر،

علاوه بر رکود فعلی بورس اوراق بهادار، سرمایه‌گذاری روی سایر داراییهای ریسکی نیز نتوانسته انتظارات پس اندازکنندگان را تأمین نماید و این داراییها در رتبه بندی براساس معیار شارپ در جایگاهی پایین تر از دارایی بدون ریسک قرار گرفته‌اند. هرچند در سه ماهه ابتدای سال جاری رکود بازار سهام تعمیق یافته ولی انتظار این است که با ابلاغ سیاستهای کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و وجود تقاضای موثر قابل ملاحظه، چشم انداز روشنتری از بازگشت رونق نسبی به بورس اوراق بهادار در نیمه دوم سال جاری می‌گشاید.



## منابع و مآخذ:

- ۱- بانک مرکزی ج.ا.ا.، "گزارش اقتصادی و ترازنامه" سال ۱۳۸۳
- ۲- میشکین.فردریک، "پول، ارز و بانکداری"، ترجمه جهانخانی.علی و پارسایان.علی، انتشارات سمت ۱۳۷۸
- ۳- سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران گزارش های آماری ماهانه ۱۳۸۴
- ۴- سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، "روزشمار تحولات بازار سرمایه"، ماهنامه بورس، شماره ۵۱، سال ۱۳۸۵
- ۵- سازمان خصوصی سازی، "عملکرد سازمان خصوصی سازی با رویکرد سهام دولتی و متعلق به دولت در سال ۱۳۸۴"
- ۶- سازمان کارگزاران بورس فلزات "گزارش های ماهانه وضعیت بازار"
- ۷- سازمان کارگزاران بورس کالای کشاورزی "گزارش های ماهانه وضعیت بازار"
- ۸- کشتکار، مریم، "مقدمه ای بر ماهیت پوشش خطر و ابزارهای مالی پوشش خطر در بازارهای مالی"، مجله تازه های اقتصاد، شهریور ۱۳۸۴
- 9- John Downes , Elliot Goodman , "Dictionary of Finance and Investment Terms", 6<sup>th</sup> edition.
- 10- [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
- 11- [www.wfe.com](http://www.wfe.com)

جدول (۱) شاخص های فعالیت بورس اوراق بهادار تهران

عنوان	۱۳۸۳	۱۳۸۴	درصد تغییر
شاخص کل قیمت (پایان دوره)	۱۲۱۱۳.۰	۹۴۵۹.۴	-۲۱.۹
مالی	۳۴۲۰۵.۱	۲۰۹۴۱.۴	-۳۸.۸
صنعت	۹۴۱۵.۰	۷۴۲۷.۳	-۱۹.۴
پنجاه شرکت فعالتر	۸۸۳.۰	۶۹۷.۲	-۲۱.۰
تالار اصلی	۱۲۰۸۵.۸	۹۱۳۵.۷	-۲۴.۴
تالار فرعی	۱۰۹۴۲.۴	۹۸۴۶.۳	-۱۰.۰
شاخص قیمت و بازده (کل)	۳۰۷۶۲.۰	۲۶۸۴۹.۸	-۱۲.۷
شاخص بازده نقدی سهام	۴۱۹۸.۱	۴۶۹۲.۲	۱۱.۸
ارزش معاملات (میلیارد ریال)	۱۰۳۷۰۵.۰	۵۶۵۲۸.۸	-۴۵.۵
تالار اصلی	۷۹۵۹۵.۹	۴۰۷۱۴.۱	-۴۸.۸
تالار فرعی	۲۴۱۰۹.۱	۱۵۸۱۴.۶	-۳۴.۴
تعداد سهام معامله شده (میلیون سهم)	۱۴۱۷۱.۵	۱۴۵۰۲.۹	۲.۳
تالار اصلی	۹۲۲۷.۶	۹۴۴۲.۳	۲.۳
تالار فرعی	۴۹۴۳.۹	۵۰۵۹.۶	۲.۳
تعداد خریداران	۱۵۷۰۴۹۲.۰	...	۰
تالار اصلی	۱۱۷۴۴۴۵.۰	...	۰
تالار فرعی	۳۹۶۰۴۷.۰	...	۰
تعداد دفعات	۲۳۴۰۶۴۷.۰	۲۱۱۵۲۴۴.۰	-۹.۶
تالار اصلی	۱۷۷۲۶۷۷.۰	۱۴۱۸۰۸۵.۰	-۲۰.۰
تالار فرعی	۵۶۷۹۷۰.۰	۶۹۷۱۵۹.۰	-۲۲.۷
تعداد شرکتهای پذیرفته شده	۴۲۲.۰	۴۱۹.۰	-۰.۷
ارزش بازار سهام (میلیارد ریال)	۳۸۷۵۴۷.۲	۳۲۵۷۲۷.۸	-۱۶.۰
تعداد روزهای فعالیت	۲۴۲.۰	۲۴۴.۰	۰.۴
تعداد سهام دادوستد شده به کل سهام منتشره (درصد)	۱۸.۰	۱۳.۷	-۲۳.۹
نسبت فعالیت (درصد) (۱)	۲۶.۹	۱۷.۴	-۳۵.۵

ماخذ: سازمان بورس اوراق بهادار تهران، گزارش آماری ماهانه

۱- نسبت فعالیت عبارت است از ارزش سهام داد و ستد شده به میانگین ارزش بازار

جدول (۲) آمار معاملات سهام و نسبت‌های قیمت به درآمد و نقدشوندگی صنایع منتخب

صنعت	تعداد (میلیون سهم)		درصد تغییر		ارزش (میلیارد ریال)		درصد تغییر	نسبت (P/E)			
	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۳		اسفند ۱۳۸۴	اسفند ۱۳۸۳	اسفند ۱۳۸۴	اسفند ۱۳۸۳
محصولات شیمیایی	۷۵۸,۶۳۸۶	۱۹۵۹,۳	-۶۱,۲۸۰,۱	۱۵۴۸۱,۲	۴۴۳,۴۷۲	۷۱,۳۸۱,۶	۶,۲	۶,۰۳	۳,۶	۱,۵	
سیمان، آهن و گچ	۳۸۷,۰۸۰,۶	۹۶۷,۳	-۵۹,۹۸۳,۴	۲۸۱۱۴,۱	۵۴۶۶,۵۸۲	۸۰,۵۵۵,۷	۱۳,۱	۸,۸۱	۳,۵	۰,۴	
خودروساخت و قطعات	۲۷۳۱,۹۶۶	۲,۱۴	۳۵,۶۴۸۷,۵	۱۰,۸۹۹,۷	۱۰,۲۶۴,۰۸	۵,۸۳۱۵,۵	۴,۴	۳,۳۶	۲,۹	۲,۴	
سرمایه‌گذاریها	۳۰۱,۰۹۸,۶	۱۸۵۱,۶	۶۲,۶۱۵۳,۶	۶۷۶۲,۵	۴۱۱۴,۶۵۲	۳۹,۱۵۴,۹	۶,۹	۴,۵۵	۱,۲	۰,۲	
بانکها و مؤسسات اعتباری	۷۸۵,۳۰۴,۴	۵۹۱,۵	۳۲,۷۶۴۸,۶	۴۹۶۲,۷	۲۲۲۵,۳۳۴	۵۵,۱۵۸۸	۱۲	۴,۳	۲,۹	۰,۴	
محصولات لاستیک و پلاستیک	۱۵۵,۶۹۷,۹	۴۹۹,۳	-۶۸,۸۱۶,۸	۲۸۷۳,۳	۷۱۹,۶۹۸,۹	۷۴,۹۵۲,۲	۹,۷	۷,۱۱	۰,۶	۰,۹	
شرکت‌های چند رشته‌ای صنعتی	۱۶۸۰,۵۸۶	۱۰۵,۹	۵۸,۵۷۵۷,۲	۷۰۴۳,۵	۶۶۵۴,۴۴۳	۱,۲۶۴۳,۹	۶,۳	۵,۸۵	۰,۴	۱,۴	
نیرو سازی، املاک و مستغلات	۱۶۶۳,۹۰۴	۵۹۳	۱۷۲,۱۵۹۳	۳۹۸۹,۶	۷۸۷۳,۵۴۱	۹۷,۳۵۱,۶	۱۲,۵	۱۰,۲۴	۱,۵	۰,۳	
استخراج کانه‌های فلزی	۴۰۲,۰۷۴۵	۳۸۲	۵,۲۵۵۱۱,۱	۲۴۹۶,۴	۲۰۷,۰۸۸۲	۱۷,۰۴۵۳	۱۲,۱	۸,۲۷	۰,۹	۰,۹	
سایر واسطه‌گری‌های مالی	۶۲۵,۴۵۲,۳	۲۳,۴	۲۵۷۲,۸۹	۱۰۷,۶	۱۸۷۶,۷۶۷	۱۶۴۴,۳۰۷	۸,۸	۵,۴۱	۲	۲,۱	

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار تهران

۱- نسبت نقد شونگی از تقسیم ارزش معاملات بر ارزش جاری بازار به دست می‌آید.

جدول (۳) عرضه اولیه سهام توسط سازمانها و شرکتهای دولتی

سازمانها و شرکتهای	تعداد (میلیون سهم)		درصد تغییر	ارزش (میلیارد ریال)		درصد تغییر
	۱۳۸۴	۱۳۸۳		۱۳۸۴	۱۳۸۳	
سازمان صنایع ملی ایران	۱,۸۳۸۸۵,۷	۵,۵۹۹۱۷,۹	۱,۸۳۸۸۵,۷	۱,۸۳۸۸۵,۷	۱,۸۳۸۸۵,۷	۲۰,۶,۸۹۶,۱
سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران	۱۴,۲۱۳,۶	۲۲۸,۲۹۹,۲	۱۴,۲۱۳,۶	۱۴,۲۱۳,۶	۱۴,۲۱۳,۶	-۹۳,۷۷۴,۱
سازمان خصوصی سازی	۳۴,۸۸۳۲,۷	۱۴۴,۷۶۱,۳	۳۴,۸۸۳۲,۷	۳۴,۸۸۳۲,۷	۳۴,۸۸۳۲,۷	-۷۵,۹۰۲,۹
سازمان توسعه و نوسازی معادن و صنایع	۸,۸۱۰,۲۶	۱۳۹,۶۶۱,۹	۸,۸۱۰,۲۶	۸,۸۱۰,۲۶	۸,۸۱۰,۲۶	-۹۳,۶۹۱,۷
شرکت منی صنایع پتروشیمی	۲۹,۹۳۱,۹۱	۰,۴۷۴,۰۱	۲۹,۹۳۱,۹۱	۲۹,۹۳۱,۹۱	۲۹,۹۳۱,۹۱	۶۳,۰۴۶,۱۵
شرکت سانکاب	۳۲,۲۴۰,۵۳	۵۳,۸۴۵,۴	۳۲,۲۴۰,۵۳	۳۲,۲۴۰,۵۳	۳۲,۲۴۰,۵۳	-۴۰,۱۲۳,۹
شرکت مخابرات ایران	۳۳,۰۵۵,۶۳	۱۰۷,۹۸۱,۵	۳۳,۰۵۵,۶۳	۳۳,۰۵۵,۶۳	۳۳,۰۵۵,۶۳	-۶۹,۳۸۷,۷
شرکت مادر تخصصی صنایع کشاورزی	۲,۵۷۸۳,۴۸	۷,۴۲۱,۶۵۲	۲,۵۷۸۳,۴۸	۲,۵۷۸۳,۴۸	۲,۵۷۸۳,۴۸	-۶۵,۲۵۹,۱
جمع کل	۱۵۷,۵۵۲,۴	۶۸۲,۶۱۷,۵	۱۵۷,۵۵۲,۴	۱۵۷,۵۵۲,۴	۱۵۷,۵۵۲,۴	-۷۶,۹۱۹,۴

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار تهران، گزارش آماری ماهانه



جدول (۴) وضعیت ریسک و بازدهی در بازار سهام و صنایع منتخب در سال ۱۳۸۴

نسبت شارپ (۲)	انحراف معیار	میانگین بازده ماهانه (۱) (درصد)	شرح
-۰.۸۸	۳.۸۶	-۲.۰۴	شاخص قیمت کل
-۰.۳۰	۱.۴۶	۰.۹۳	شاخص بازده نقدی
-۰.۷۳	۳.۴۳	-۱.۱۳	شاخص قیمت و بازده
-۰.۸۹	۶.۰۱	-۴.۰۱	مالی
-۰.۸۶	۳.۶۶	-۱.۷۸	صنعت
-۰.۳۷	۷.۲۳	-۱.۲۷	محصولات شیمیایی
-۰.۸۶	۴.۵۲	-۲.۵۳	سیمان، آهک و گچ
-۰.۳۶	۵.۰۴	-۰.۴۴	خودرو و ساخت قطعات
-۰.۹۷	۴.۹۰	-۳.۳۹	سرمایه گذاریها
-۰.۶۳	۱۰.۴۸	-۵.۲۷	بانکها و مؤسسات اعتباری
-۰.۵۸	۴.۲۸	-۱.۱۲	محصولات لاستیک و پلاستیک
-۰.۹۵	۴.۳۹	-۲.۸۱	شرکتهای چندرشتهای صنعتی
-۰.۶۳	۶.۵۷	-۲.۷۴	انبوه سازی، املاک و مستغلات
-۰.۰۱	۸.۷۶	۱.۳۲	استخراج کانه های فلزی
۰.۰۱	۲۷.۶۱	۱.۷۸	سایر واسطه گریهای مالی

۱- متوسط نرخ رشد شاخص قیمت سهام در نقش شاخص بازده در نظر گرفته شده است.

۲- متوسط سود اوراق مشارکت در مقام بازدهی دارایی بدون ریسک لحاظ گردید.

جدول (۵) وضعیت مانده کل اوراق مشارکت کشور و اوراق نزد شبکه بانکی در پایان سال ۱۳۸۴

پایان سال ۱۳۸۴		پایان سال ۱۳۸۳		موضوع اوراق مشارکت
موجودی نزد شبکه بانکی	مانده سررسید نشده	موجودی نزد شبکه بانکی	مانده سررسید نشده	
۱۶,۰۴۹۲	۵۴۹۹	۳۳,۱۴۴۵۹	۲۷۱۶۲,۸	دولتی بودجه ای
۴۸,۳۱۳۰,۴	۵۵۵۶	۵۷,۳۷۷۵۵	۹۸,۰۰	دولتی - غیر بودجه ای
۵۰,۲۲۱,۴۸	۵۴۰,۸	۴۷,۵۱۲۹۵	۲,۲۵۰,۳	بانک مرکزی ج.ا.
۹,۰۳۷,۴۴	۱,۰۵۶	۱۱,۶۲۹,۴	۶۸۲۹,۴	شرکتهای
۲۵,۶۶۵,۰۱	۱۷۵۱۴	۳۷,۶۱۰,۹۶	۶۴,۴۲,۵	کل

مأخذ: بانک مرکزی ج.ا. گزارش اقتصادی و ترازنامه، سالهای مختلف و محاسبات گزارش

جدول (۶) خلاصه وضعیت اوراق مشارکت در سال ۱۳۸۴

موضوع 'اوراق مشارکت		مبلغ مصوب سال	زمان انتشار	مبلغ منتشر شده	مبلغ فروخته	درصد در سال
		میلیارد ریال		میلیارد ریال	میلیارد ریال	
اوراق مشارکت دولت		۱۱۷۰۰		۱۱۷۰۰	۱۱۷۰۰	
دولتی بودجه ای (۱)		۸۵۰۰		۸۵۰۰	۸۵۰۰	
تصرفه (بند الف) جزء (۱)		۷۰۰۰	۸۴/۱۰/۱۰	۷۰۰۰	۷۰۰۰	۱۵,۵
وزارت نیرو (حفاظه های مرزی)		۱۵۰۰	۸۴/۰۷/۱۶	۱۵۰۰	۱۵۰۰	۱۷
تعمیر ۲ بند (چ)		۰		۰	۰	
دوختی غیر بودجه ای (۲)		۳۲۰۰		۳۲۰۰	۳۲۰۰	
تصرفه (بند الف) جزء (۳)		۳۲۰۰		۳۲۰۰	۳۲۰۰	
وزارت نیرو (طرح های بخش برق)		۲۶۰۰	۸۴/۰۷/۰۲	۲۶۰۰	۲۶۰۰	۱۷
وزارت راه و ترابری		۶۰۰	۸۴/۰۹/۲۶	۶۰۰	۶۰۰	۱۵,۵
اوراق مشارکت بانک مرکزی (ماده ۱۰ برنامه چهارم) (۳)		۱۵۰۰۰		۱۶۸۰۰	۱۰,۷۶۸,۳۱	
مرحله اول اوراق جدید		۷۵۰۰	۸۴/۰۹/۱۹	۷۵۰۰	۵۰,۸۶,۶۳	۱۵,۵
مرحله دوم 'اوراق جدید و مرحله چهارم جایگزینی		۶۰۰۰	۸۴/۱۰/۲۲	۶۰۰۰	۳۴۵۵,۶۳۹	۱۵,۵
مرحله پنجم جایگزینی		۳۳۰۰	۸۴/۱۲/۰۶	۳۳۰۰	۲۲۲۶,۰۴	۱۵,۵
اوراق مشارکت شرکتها		۱۲۰۰۰		۶۳۰۰	۶۳۰۰	
اوراق مشارکت موضوع ماده ۴ قانون نحوه انتشار		۷۰۰۰		۵۳۰۰	۵۳۰۰	
اوراق مشارکت		۳۰۰	۸۴/۰۶/۲۶	۳۰۰	۳۰۰	۱۷
شرکت رایان سایبا		۸۰۰	۸۴/۰۷/۲۳	۸۰۰	۸۰۰	۱۷
شرکت ملی صنایع پتروشیمی (پتروشیمی اروند)		۱۰۰۰	۸۴/۰۸/۲۱	۱۰۰۰	۱۰۰۰	۱۷
بانک کشاورزی		۵۰۰	۸۴/۰۹/۱۵	۵۰۰	۵۰۰	۱۷
پتروشیمی ایلام		۵۰۰	۸۴/۱۰/۰۲	۵۰۰	۵۰۰	۱۵,۵
شرکت ملی صنایع پتروشیمی طرح الفین		۵۰۰	۸۴/۱۰/۰۶	۵۰۰	۵۰۰	۱۵,۵
پتروشیمی کرمانشاه		۲۰۰	۸۴/۱۰/۱۸	۲۰۰	۲۰۰	۱۵,۵
شهرداری مشهد		۱۰۰۰	۸۴/۱۲/۰۱	۱۰۰۰	۱۰۰۰	۱۵,۵
بانک صنعت و معدن		۵۰۰	۸۴/۱۲/۱۳	۵۰۰	۵۰۰	۱۵,۵
شرکت ملی صنایع پتروشیمی		۵۰۰۰		۱۰۰۰	۱۰۰۰	
وزارت مشارکت موضوع ماده ۱۷ قانون سهیمین بوسازی صنایع		۱۰۰۰		۱۰۰۰	۱۰۰۰	
شرکت ایران خودرو		۱۰۰۰	۸۴/۰۵/۱۵	۱۰۰۰	۱۰۰۰	۱۶
جمع کل		۳۸۷۰۰		۳۴۸۰۰	۲۸۷۶۸,۳۱	

مأخذ: قانون بودجه سال ۱۳۸۴ بانک مرکزی

- ۱- اوراق مشارکتی که در قوانین بودجه سالانه بازپرداخت اصل و سود آنها پیش بینی می گردد.
- ۲- اوراق مشارکتی که بازپرداخت اصل و سود آنها از محل منابع داخلی شرکتهای استفاده کننده تأمین می شود.
- ۳- به دلیل عدم صدور مجوز توسط مجلس شورای اسلامی، اوراق جایگزینی مراحل اول، دوم و سوم بانک مرکزی باز خرید گردیده است.

جدول (۷) معاملات بورسهای کلایی تهران (۱)

سهام	درصد	ارزش معاملات (میلیارد ریال)		سهام	درصد	حجم معاملات (هزار تن)		
		۱۳۸۴	۱۳۸۳			۱۳۸۴	۱۳۸۳	
								بورس فلزات
								فولاد
۷۹,۸۴۱۰۷	-۷,۲۱۰۹۳	۱۹۳۳۴,۸۸	۲۰,۶۱۵,۲۸	۹۷,۰۴۹۱۶	-۰,۸۷۴۱	۴۹۸۰,۲۶	۵۰۲۴,۵۸	
۴,۳۵۹۷۴۶	-۳۱,۵۲۵۰	۱۰۵۵,۷۸۷	۱۵۴۱,۸۷	۱,۱۱۷۶۷۱	-۳۶,۹۴۶۲	۵۷,۳۶	۹۰,۹۷	الومینیوم
۱۴,۳۱۰۳۹	۱۹,۰۴۹۲۱	۳۴۶۵,۵۰۶	۲۹۱۰,۹۸۶	۱,۷۷۴۱۲۸	-۱۱,۷۷۳۳	۹۱,۰۵	۱۰۳,۲	مس
۰,۰۶۴۷۱۱	-۵۳,۸۵۸۵	۲۲,۹۳۶	۴۹,۷۰۸	۰,۰۳۱۱۷۶	-۶۷,۳۴۶۹	۱,۶	۴,۶	روی
-۰,۳۷۷۳۲۳	۰	۹۱,۳۷۵۲۸	۰	۰,۰۰۰۴۰۹۲	۰	۰,۲۱	۰	کنسانتره طلا
								کنسانتره
۱,۰۱۶۷۵۲	۰	۲۴۶,۲۲۴۲	۰	۰,۰۲۳۷۷۲	۰	۱,۲۲	۰	مولیبدن
۱۰۰	-۳,۵۸۷۶۳	۲۴۲۱۶,۷۱	۲۵۱۱۷,۸۵	۱۰۰	-۱,۷۵۲۶۱	۵۱۳۲,۱	۵۲۲۲,۶۵	جمع کل
								بورس کشاورزی
۰,۹۴۴۹۶۵	-۲۹,۰۰۱۳	۳۲۵۱,۸	۵۱۴۳,۴۷۵	۰,۱۵۶۰۴۳	-۴۲,۲۴۱۴	۲۳۵	۵۸۰	برنج
۱۱,۳۱۱۳۷	۷۴,۴۹۷۳۶	۴۳۷۱۲,۶	۲۵۰۵۰,۵۸	۱۳,۴۸۴۸۷	۴۸,۷۶۶۷	۲۸۹۵۰	۱۹۴۶۰	جو
۰,۰۰۳۷۵۲	-۹۴,۳۷۳۸	۱۴,۵	۲۵۷,۷۲۵	۲,۳۲E-۰۶	-۹۴,۴۴۴۴	۰,۰۰۵	۰,۰۹	زعفران
۰,۰۹۹۹۱	-۷۲,۷۹۰۷	۳۸۶,۱	۱۴۱۹	۰,۰۰۵۱۲۳۸	-۷۱,۰۵۲۶	۱۱۰	۳۸۰	نخود
۰,۰۷۷۱۳	۶۲۷,۲۷۲۷	۳۰۰	۴۱,۲۵	۰,۰۰۴۶۵۸	۹۰۰	۱۰	۱	پسته
۰	-۱۰۰	۰	۰	۰	-۱۰۰	۰	۱۰	عدس
۵۷,۹۷۱۱۹	۱۵۰,۱۴۸۲	۲۲۴۰۲۸,۶	۸۹۵۵۸,۳۵	۶۶,۶۳۲۵۱	۱۴۷,۴۹۱۳	۱۴۳۰۵۰	۵۷۸۰۰	ذرت
۰	-۱۰۰	۰	۷۲۶۰,۹۵	۰	-۱۰۰	۰	۱۷۶۰	شکر
۲۹,۵۹۱۱۸	۲۳۶,۸۸۷۹	۱۱۴۳۵۴,۶	۳۳۹۴۴,۴	۱۹,۶۷۰۶۸	۱۷۵,۶۵۲۷	۴۲۲۳۰	۱۵۳۲۰	کنجاله
۱۰۰	۱۳۷,۴۶۸۳	۳۸۶۴۴۸,۲	۱۶۲۷۳۶,۷	۱۰۰	۱۲۵,۲۴۶۶	۲۱۴۶۸۵	۹۵۳۱۱,۰۹	جمع کل

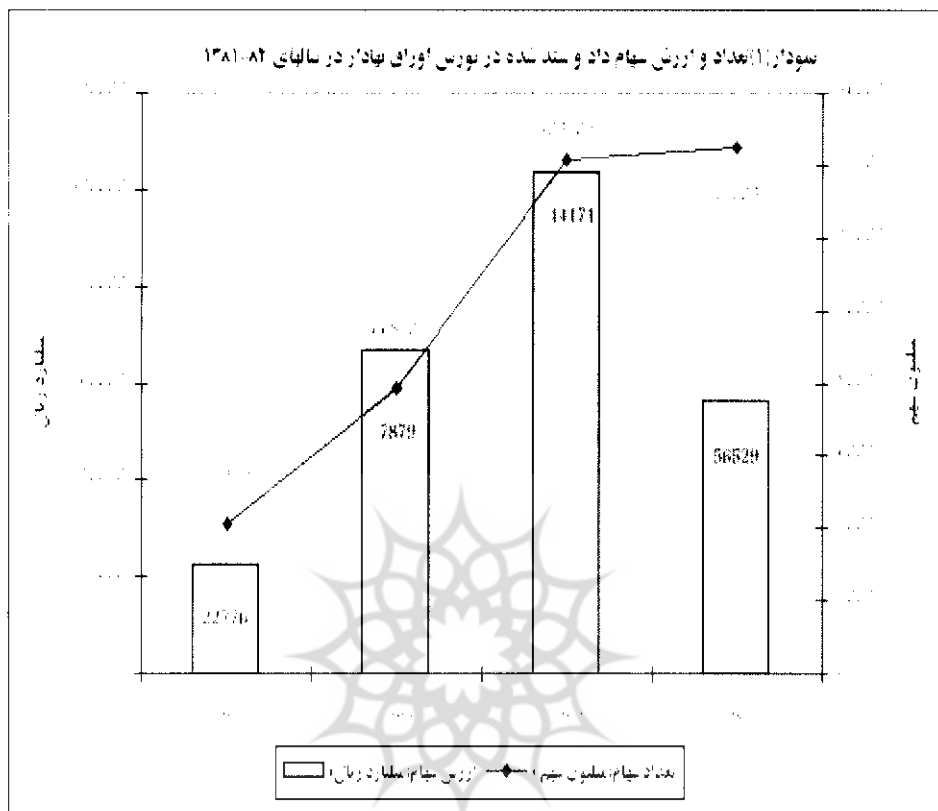
مأخذ: سازمان بورس فلزات و بورس کلایی کشاورزی

۱- شامل معاملات سلف و نقدی می‌باشد

جدول (۸) وضعیت ریسک، بازدهی و رتبه بندی داراییها بر حسب نسبت شارپ در سال ۱۳۸۴

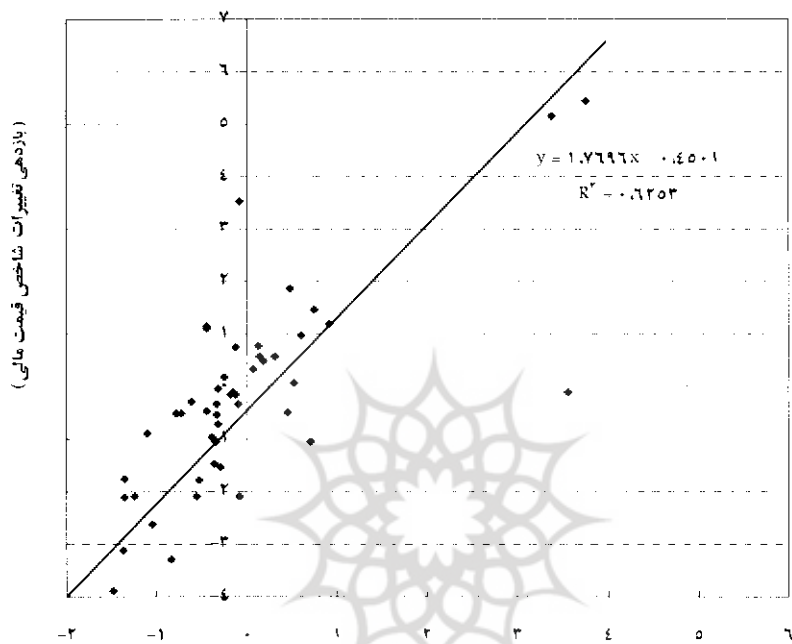
نسبت شارپ		انحراف معیار		متوسط بازدهی (درصد)		داراییها
۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۳	
۱.۰۹	۰	۰.۰۸	۰.۰۰	۱.۴۷	۱.۵۰	بالاترین نرخ سود سپرده یکساله بانکهای غیر دولتی
۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۶	۰.۰۰	۱.۳۸	۱.۴۲	نرخ سود اوراق مشارکت دولت (۱)
۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۶	۰.۰۰	۱.۳۸	۱.۴۲	نرخ سود اوراق مشارکت بانک مرکزی (۱)
-۰.۱۳	۰.۳۷	۵.۸۷	۲.۶۶	-۰.۶۱	۲.۴۰	قیمت سکه بهار آزادی
-۰.۶۵	-۰.۲۳	۲.۹۸	۱.۹۴	-۰.۵۷	۰.۹۶	قیمت اسمی بورو
-۰.۷۳	-۰.۰۷	۳.۴۳	۴.۷۳	-۱.۱۳	۱.۰۷	قیمت و بازده نقدی سهام
-۰.۹۲	-۱.۰۲	۰.۹۹	۱.۵۴	۰.۴۶	-۰.۱۵	شاخص بهای خودروی سواری (پیکان)
۱.۳۵	۰.۶۷	۰.۲۰	۰.۲۵	۱.۱۱	۱.۲۵	شاخص قیمت مسکن
-۲.۰۰	-۲.۷۵	۰.۶۶	۰.۵۳	۰.۰۵	-۰.۰۴	شاخص بهای خودروی سواری (پراید)
۵.۳۴	۲.۶۱	۰.۲۱	۰.۳۹	۰.۲۷	۰.۴۱	قیمت اسمی دلار
۰	۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۱.۰۸	۱.۰۸	نرخ سود سپرده های یکساله بانکهای دولتی

۱- متوسط نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت در سال ۱۳۸۳ معادل ۱۷ درصد و در سال ۱۳۸۴ تا آبان ماه ۱۷ درصد و برای چهار ماه پایانی سال ۱۵/۵ درصد بود.



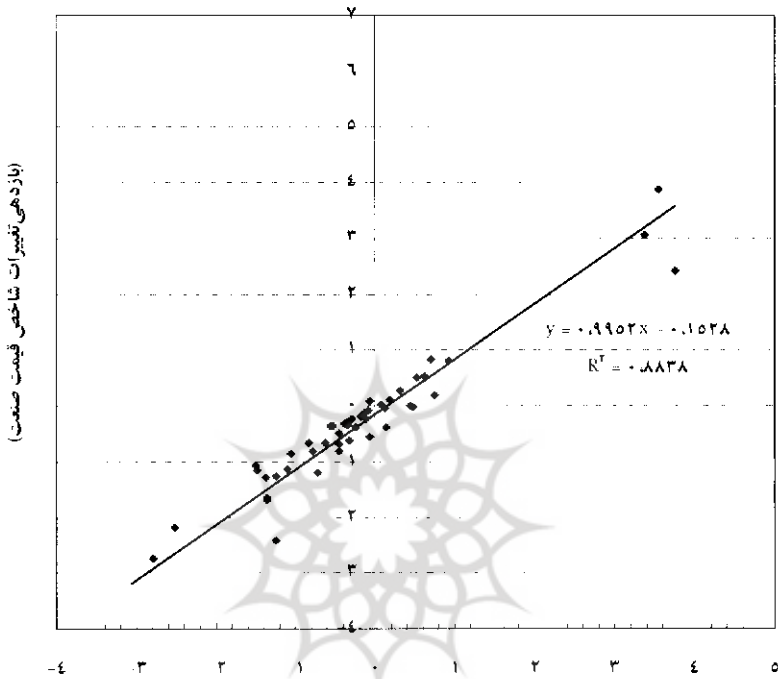
پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
 پرتال جامع علوم انسانی

نمودار (۲) وضعیت بازدهی گروه مالی وکل بازار در سال ۱۳۸۴  
(مشاهدات هفتگی)



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

نمودار (۳) وضعیت بازدهی گروه صنعت وکل بازار در سال ۱۳۸۴  
(مشاهدات هفتگی)



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



شروېشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی