



اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

TEHRAN CHAMBER OF COMMERCE,
INDUSTRIES, MINES AND AGRICULTURE

بررسی بازدهی بازار سهام و بازارهای موازی

از ابتدای دولت یازدهم تا تیر ماه ۹۴

معاونت بررسی های اقتصادی

مرکز گردآوری و تحلیل آمار

تیر ۱۳۹۴

مقدمه

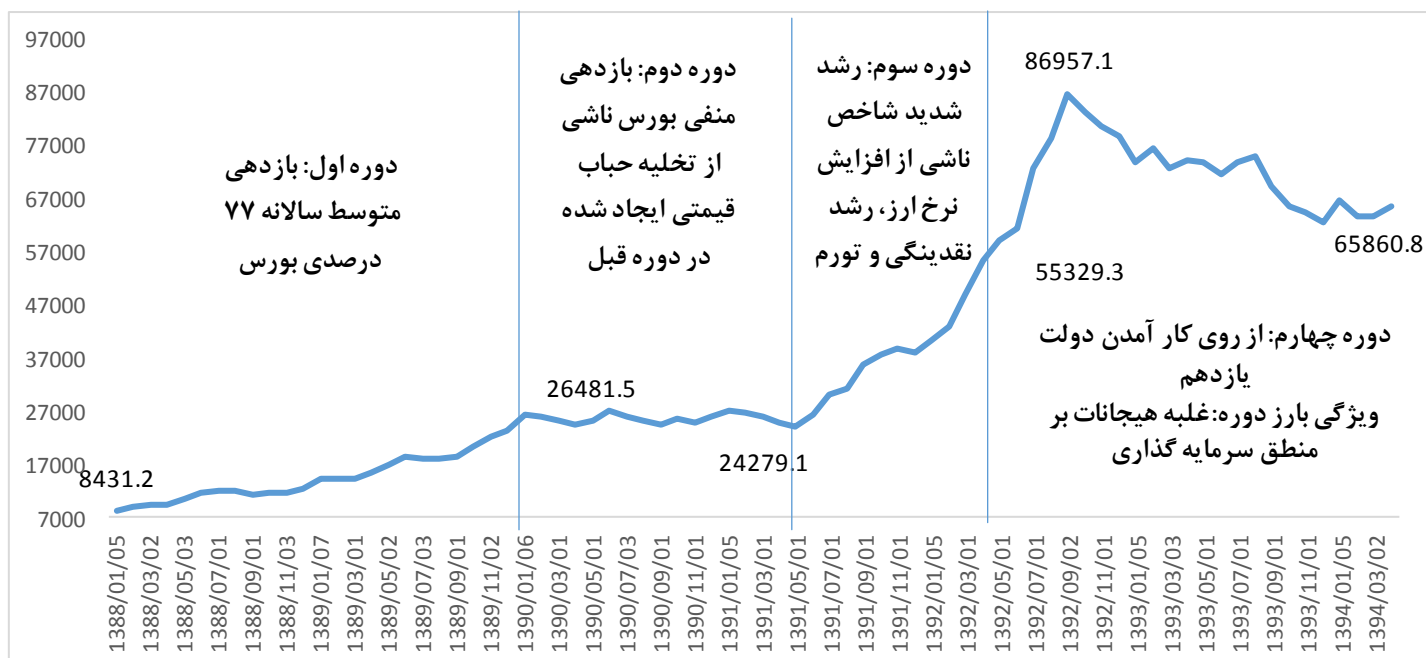
این گزارش به بررسی و مقایسه بازدهی بورس و بازدهی بازارهای موازی آن پرداخته است. در ابتدا روند تغییرات شاخص سهام در ۵ سال اخیر بررسی شده؛ در این قسمت با توجه روند تغییرات بازدهی سهام، ۴ دوره متفاوت استخراج شده است. در دوره اول (۸۸ تا ۸۹) بازدهی بالایی نصیب سهامداران شده که در مقایسه با بازارهای موازی بسیار بیشتر بوده است. در دوره بعدی (۹۰ تا نیمه اول ۹۱) که ۱,۵ سال به طول می انجامد بورس تقریباً هیچ بازدهی برای سهامداران نداشته و به عبارتی در این دوره حساب قیمتی دوره قبل تخلیه شده است. در دوره مذکور بازارهای موازی سود خوبی به همراه داشته اند. در دوره سوم (نیمه دوم ۹۱ تا نیمه اول ۹۲) مجدداً بازار سهام، شاهد رشد افزایشی شاخص بورس بوده که عمده دلایل آن افزایش شدید نرخ ارز، رشد نقدینگی سرگردان در جامعه و رشد تورم می باشد. دوره چهارم که مصادف با شروع دولت یازدهم است را می توان دوره هیجانات در بورس نامید چرا که هیجانات سرمایه گذاران عامل اصلی در تعیین روند حرکتی بورس می باشد. در ابتدای این دوره رشد شدید شاخص سهام مشاهده می شود که ناشی از خوش بینی مضاعف نسبت به آینده و رفع تحریم ها است، اما به تدریج با کاهش هیجانات و کاهش نقدینگی در دسترس سرمایه گذاران، بازار رو به افول گذاشته است. با توجه به رکود حاکم بر اقتصاد این وضعیت در مورد سایر بازارها هم مشاهده می شود.

روند تغییرات شاخص از ابتدای سال ۸۸ تا کنون

در نمودار شماره (۱) روند شاخص از ابتدای سال ۸۸ تا کنون نشان داده شده است. بر اساس روند تغییرات مشاهده شده چهار دوره مختلف در این بازه زمانی احصا شده است. دوره چهارم بر اساس زمان شروع به کار دولت یازدهم انتخاب شده است.

دوره اول: این دوره، یک بازه دو ساله از ابتدای سال ۸۸ تا پایان سال ۸۹ را شامل می شود. در این دوره بورس ۲۱۴ درصد بازدهی نصیب سهامداران نمود. به عبارتی، بورس به طور متوسط سالانه ۷۷ درصد^۱ بازدهی داشته است. در همین دوره بازدهی مسکن به طور متوسط ۱,۲- درصد، بازار طلا ۲۲,۴ درصد، بازار ارز ۳,۹ درصد و متوسط سود بانکی نیز ۱۴,۲ درصد بوده است.

نمودار ۱. روند شاخص بازار سهام در بازه زمانی ۸۸ تا تیرماه ۹۴



منبع آمار: نرم افزار ره آورد نوین^۲

دوره دوم: پس از ثبت بازدهی بسیار بالا در سال های ۸۸ و ۸۹، از ابتدای سال ۹۰ بازار سهام شاهد تخلیه حساب قیمتی ایجاد شده در دوره دو ساله قبل از آن بوده است. به طوری که تا نیمه های سال ۹۱ بازار بورس دچار رکود

۱. بازدهی بورس در سال ۸۸ بالغ بر ۶۸ درصد و در سال ۸۹ در حدود ۸۷ درصد بوده است. لذا متوسط رشد سالانه (میانگین هندسی) طی این دوره ۷۷ درصد و رشد کل طی دوره در حدود ۲۱۴ درصد بوده است.

۲. نرم افزار جامع بورس اوراق بهادار که در آن اطلاعات کاملی از بازار، از جمله شاخص ها، تصاویر اطلاعیه ها، پیام ناظر، صورت های مالی شرکتها و اطلاعات قیمتی سایر بازارها مانند فلزات اساسی، طلا و ارز منتشر می شود.

شده و طی این مدت سودی نصیب سهامداران نشده است. در حالی که طی این دوره بازدهی بازار طلا ۶۴ درصد^۱ و بازدهی بازار ارز ۶۹ درصد^۲ بوده است. همچنین طی دوره ۹۰ تا ۹۱ به طور متوسط بازدهی سالانه بازار مسکن ۳۰ درصد^۳ بوده است. در این دوره هجوم سفته بازان و نقدینگی به سمت بازار ارز و ناتوانی دولت در تثبیت نرخ ارز باعث رشد افسار گسیخته نرخ دلار شد. لذا بازارهای موازی بازار بورس به خصوص بازار ارز نقدینگی سرگردان را جذب خود نمود و بورس که در سال های ۸۸ و ۸۹ به طور متوسط سالانه ۷۷ درصد بازدهی نصیب سهامداران کرده بود، در این دوره با ۸ درصد رشد منفی مواجه شد. در این بازه زمانی با توجه به تحریم اقتصادی کشور، خروج نقدینگی از بورس و هجوم آن به سمت بازارهای موازی کاملاً طبیعی می نمود.

دوره سوم: از نیمه دوم سال ۹۱ بورس رشد مجدد خود را آغاز کرد. این در حالی بود که نه تنها هیچ بهبودی در فضای اقتصادی کشور ایجاد نشده بود بلکه اقتصاد بعد از سال ها رشد مثبت، با رشد منفی مواجه شد. اما افزایش نرخ ارز و تورم شدید، باعث افزایش درآمدهای اسمی برخی شرکتها (به خصوص شرکتهای صادرات محور) شد و این موضوع به تنهایی کافی بود تا مجدداً نقدینگی سرگردان به سمت بورس سرازیر شود. در این دوره بر خلاف ابعاد حقیقی اقتصاد کشور، صرفاً به دلیل رشد اسمی درآمد برخی شرکتها و همچنین شناسایی درآمد ناشی از تسعیر دارایی های ارزی، بازار سرمایه رشد کرد. بنابراین شاهد آن بودیم که تنها در عرض کمتر از یک سال (مرداد ۹۱ تا ابتدای شروع به کار دولت یازدهم) بورس ۱۲۸ درصد رشد بازدهی به همراه داشت. همچنین در این سال ها شاهد سرکوب شدید مالی بودیم به طوری که نرخ سود واقعی بانکی در این دوره منفی شد. لذا این امر خود عاملی برای کاهش تمایل برای سپرده گذاری در بانکها و سرازیر شدن منابع به بازارهای موازی بود.

دوره چهارم: در این دوره نیز رشد شاخص بازار سهام ادامه یافت اما این بار ناشی از تغییر چشم انداز فعالان بازار سرمایه و احساس امیدواری نسبت به آینده (به خصوص حذف تحریم ها) بود که منجر به فعالیت های هیجانی

۱. قیمت سکه بهار آزادی در طی این دوره از ۴۲۵ هزار تومان به ۷۰۰ هزار تومان افزایش یافت.

۲. قیمت دلار از ۱۱۲۲ تومان به ۱۹۰۰ تومان افزایش یافت.

۳. بر اساس آمار و اطلاعات دفتر اقتصاد و برنامه ریزی وزارت راه و شهرسازی، رشد قیمت هر متر مربع فروش املاک در تهران برای سال های ۹۰ و ۹۱ به ترتیب ۱۷٫۶ و ۴۵٫۳ بوده است.

سهامداران در بازار سرمایه شد. هیجان شدید در سرمایه گذاران، وجود منابع سرگردان زیاد در اقتصاد، پایین بودن نرخ بهره بانکی و سرکوب مالی و رکود در سایر بخش های اقتصادی دست به دست هم داد تا شاخص سهام با رشد حباب گونه ۵۷ درصدی (تنها در ۹ ماه پس از شروع به کار دولت یازدهم) مواجه شود. لذا مشاهده می شود از ابتدای شروع روند صعودی بورس یعنی از نیمه دوم سال ۹۱ تا نقطه اوج آن در دی ماه ۹۲ (۱۶ ماه) سهامداران ۲۵۸ درصد در بورس بازدهی کسب کردند.

از دی ماه ۹۲ تا کنون با فروکش کردن هیجانات، رشد منفی بورس نیز آغاز شد و این رشد منفی ادامه داشته است، هر چند در چند مرحله با رشد اندکی نیز مواجه شد. در مهر و آبان ۹۳ با نزدیک شدن به موعد ۳ آذر که توسط گروه ۵+۱ و ایران به عنوان سررسید مذاکرات تعیین شده بود، بازار با رشد مواجه شد اما بلافاصله بعد از تمدید مذاکرات رشد منفی خود را با شدت بیشتری ادامه داد. مجدداً با رسیدن به موعد دوم در مذاکرات و پس از اعلام بیانیه لوزان بازار با رشد مواجه شد اما رفتار هیجانی سرمایه گذاران به سرعت خنثی شد و پس از چند روز مجدداً بازار به روند منفی خود بازگشت. با نزدیک شدن به ۹ تیر ۹۴ که در بیانیه لوزان به عنوان ضرب الاجل رسیدن به تفاهم اعلام شده بود رشد مجدد بازار شروع شد. به طور کلی در طی این ۱۸ ماه (از ابتدای ریزش شاخص بورس در سال ۹۲) بازدهی بازار بورس منفی ۲۴ درصد بوده است. اما نسبت به زمان انتخاب دولت یازدهم (بعد از تاریخ انتخابات ریاست جمهوری)، بازدهی بورس ۴۱ درصد بوده و همچنین نسبت به ابتدای سیکل رشد (دوره سه ساله) ۱۷۱ درصد است.

در نمودار زیر روند تغییرات شاخص بازار سهام از ابتدای روی کار آمدن دولت یازدهم نشان داده شده است. در زمانی که دولت یازدهم، در انتخابات ۲۴ خرداد ۹۲ انتخاب شد شاخص بازار سهام رقم ۴۶۶۲۳ واحد را نشان می داد. همان طور که اشاره شد به دلیل فضای هیجانی حاکم بر بازار، در عرض شش ماه شاخص با رشد نزدیک به ۹۲ درصدی بر روی رقم ۸۹۵۰۰ واحد ایستاد. از دی ماه ۹۲ با فروکش کردن هیجانات ریزش بورس نیز آغاز شد و این روند نزولی تا کنون ادامه داشت، اگر چه در بازه هایی از زمان با صعود همراه بود. اما کماکان روند نزولی شاخص به قوت خود باقی است. همواره در طی این دوره با نزدیک شدن به ضرب الاجل های تعیین شده

در مذاکرات هسته ای ایران و کشورهای ۵+۱، بورس نیز عکس العمل نشان داده و با رشد نسبی همراه شده است. اما این رشد موقتی اتفاق افتاده و پس از اندکی مجدداً به مسیر نزولی خود برگشته است. در اولین ضرب الاجل تعیین شده در تاریخ سوم آذر ۹۲، بلافاصله بعد از اعلام تمدید مذاکرات بازار با صف های فروش و ریزش مواجه شد. در حالی که از یکی دو ماه قبل از آن به دلیل خوش بینی فعالان بازار سرمایه رشد اندکی تجربه کرده بود.

در مورد ضرب الاجل ماه مارس ۲۰۱۵ شرایط کمی تغییر کرد. قبل از این تاریخ رشد نسبی آغاز شد و پس از اعلان بیانیه لوزان نیز با خوش بینی نسبت به نتیجه مذاکرات رشد ادامه یافت. اما دیری نپایید با مشخص شدن وجود اختلاف بین دو طرف (به خصوص در مورد انتشار فکت شیت ها توسط آمریکا) روند صعودی متوقف و مجدداً بازار وارد فاز نزولی شد.

نمودار ۲. روند تغییرات شاخص بازار سهام از ابتدای انتخاب دولت یازدهم تا کنون



منبع آمار: نرم افزار ره آورد نوین

بازارهای موازی و روند تغییرات آن در دوره زمانی دولت یازدهم

در ادامه بازدهی بازارهای موازی شامل طلا، ارز و مسکن مورد بررسی قرار می گیرد.

الف - بازار طلا

نمودار تغییرات قیمت سکه طرح جدید در طی دوره ریاست جمهوری دولت یازدهم تا تیر ۹۴ نشان داده شده است. همان طور که مشخص است سرمایه گذاری در سکه طی این دوره زیان با خود به همراه داشته است. در طی این دوره در حدود ۲۹ درصد از قیمت سکه بهار آزادی کاسته شده است. همچنین در طی همین دوره قیمت هر گرم طلای ۱۸ عیار با کاهش ۲۳ درصدی همراه بوده است.

نمودار ۳. روند تغییرات قیمت سکه بهار آزادی



منبع: نرم افزار ره آورد نوین

نمودار ۴. روند تغییرات قیمت هر گرم طلا



منبع: نرم افزار ره آورد نوین

ب) بازار ارز

با روی کار آمدن دولت یازدهم، با کاهش فعالیت های سفته بازی در بازار ارز، نوسانات نرخ دلار کاهش یافت. در طی دوره مذکور نرخ دلار با کاهش حدود ۵ درصدی از ۳۵ هزار ریال به ۳۳ هزار ریال رسیده، هر چند در طی دوره به تبع اخبار و حوادث سیاسی، نرخ دلار کف ۲۸۸۰۰ ریال و سقف ۳۵۶۲۰ ریال را نیز به خود دیده است.

نمودار ۵. روند تغییرات نرخ دلار

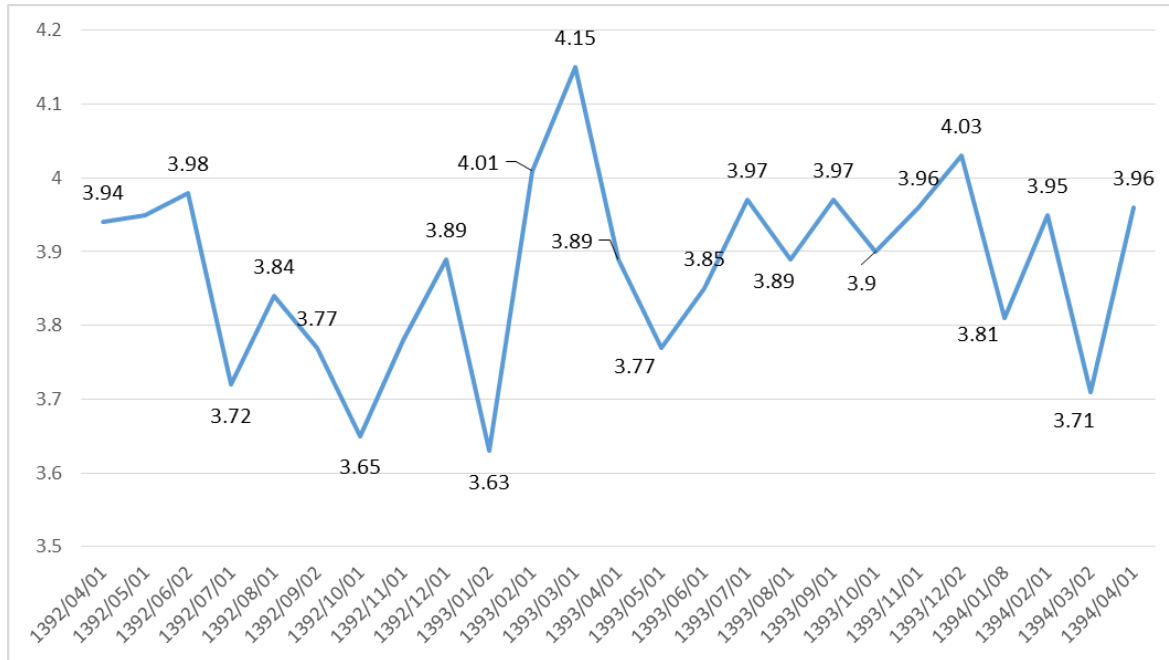


منبع آماری: نرم افزار ره آورد نوین

ج) بازار مسکن

برای بررسی وضعیت بازار مسکن آمار مربوط به متوسط قیمت هر متر مربع املاک در تهران استخراج شده است. در نمودار زیر قیمت هر متر مربع املاک بر حسب میلیون تومان نشان داده شده است. همان طور که مشخص است قیمت ملک در طی دوره مورد بررسی با نوسان اندکی همراه بوده است. قیمت ابتدای دوره و انتهای دوره با هم برابر است به عبارت دیگر در طی این دوره قیمت مسکن بدون تغییر مانده و می توان گفت بازدهی بخش مسکن در طی این دوره صفر بوده است.

نمودار ۶. روند تغییرات قیمتی هر متر مربع املاک فروخته در تهران - میلیون تومان



منبع: وزارت راه و شهرسازی؛ معاونت مسکن و ساختمان، دفتر برنامه ریزی و اقتصاد مسکن^۱

مقایسه بازدهی بازار سهام و بازارهای موازی

مقایسه بازدهی بورس و بازارهای موازی از ابتدای دولت یازدهم تاکنون نشان می دهد علی رغم کاهش شاخص سهام از دی ماه ۹۲ تا کنون اما نسبت به سایر بازارها مانند بازار طلا، ارز و مسکن و همچنین سپرده بانکی بازدهی بیشتری نصیب سرمایه گذاران نموده است. در جدول زیر بازدهی این بازارها خلاصه شده است. همچنین در جدول زیر بازدهی واقعی نیز محاسبه شده است. بازدهی واقعی سرمایه گذاری پس از کسر تورم از بازدهی اسمی قابل محاسبه است. در طی دوره مورد بررسی، آمار منتشره توسط بانک مرکزی نشان می دهد که شاخص قیمت مصرف کننده از رقم ۱۷۱٫۷ در تیرماه ۹۲ به ۲۲۴ در خرداد ۹۴ افزایش یافته است لذا طی این دوره ۳۰٫۵ درصد سطح عمومی قیمت ها با افزایش مواجه شده است. نکته حائز اهمیت و مشخص در جدول زیر این است که در طی این

۱. <http://maskan.mrud.ir/Portal/Home/Default.aspx?CategoryID=0ddb7d28-d363-47c0-90ea-119163bd733e>

مدت فقط بازار پول و بازار سرمایه بازدهی واقعی مثبت نصیب سپرده گذاران کرده اند. در حالی که سایر گزینه های سرمایه گذاری همگی بازدهی واقعی منفی به همراه داشته اند.

بازار	رقم ابتدای دوره ^۱	رقم انتهای دوره	بازدهی (درصد)	بازدهی واقعی (درصد) ^۲
بورس	۴۶۶۲۳	۶۵۸۶۱	۴۱,۳	۱۰,۸
سکه طلا	۱۲۶۰۰۰۰۰	۸۷۶۰۰۰۰	-۲۸,۸	-۵۹,۳
هر گرم طلای ۱۸ عیار	۱۱۹۳۵۰۰	۹۱۷۹۲۰	-۲۳,۱	-۵۳,۶
مسکن	۳,۹۴	۳,۹۶	۰,۵	-۳۱
ارز	۳۵۰۰۰	۳۳۲۰۰	-۵	-۳۵,۵
سود بانکی	-	-	۳۴۰,۸	۱۰,۳

۱. ابتدای دوره ۲۵ خرداد ۹۲ (یعنی یک روز پس از برگزاری انتخابات و پیروزی دولت یازدهم در انتخابات) در نظر گرفته شده است.

۲. بازدهی واقعی از کسر نرخ تورم (۳۰,۵) از بازدهی اسمی بدست آمده است.

۳. نرخ سود بانکی برای سپرده های کوتاه مدت در سال های ۹۲، ۹۳ و ۹۴ به ترتیب ۱۷، ۲۲ و ۲۰ درصد در نظر گرفته شده است.

نتیجه گیری

بررسی ها نشان می دهد که بازار سرمایه نسبت به بازارهای موازی به طور متوسط بازدهی به مراتب بالاتری نسبت به بازارهای رقیب (مسکن ، طلا و ارز) داشته است. اما با توجه به ماهیت و ذات سرمایه گذاری در این بخش شاهد آن هستیم که نوسانات آن نیز به مراتب نسبت به سایر بازارها بیشتر بوده است به طوری که در برخی ادوار، بورس برای مدت طولانی در رکود بوده و سودی نصیب سهامداران نکرده است. هر زمانی که بورس با رشد زیادی همراه بوده است مطمئنا برای مدتی پس از آن شاهد استراحت شاخص و یا حتی بازدهی منفی بوده ایم. رکود و کاهش شاخص سهام در دوره کنونی که از دی ۹۲ شروع شده است در چارچوب همین نوسانات قابل بررسی و توجیه است. رشد مستمر شاخص سهام در سال های ۹۱ و ۹۲ که بر خلاف جریان حقیقی اقتصاد اتفاق افتاد بازدهی غیر معمول ۲۵۸ درصدی در عرض ۱۶ ماه نصیب سهامداران کرد. لذا ریزش و افت شاخص سهام پس از آن به نظر طبیعی است. اما از دی ماه ۹۲ افت شاخص شروع شد و تا کنون ۲۴ درصد از ارزش دارایی های سهامداران در طی این مدت کاسته شده است.

تهیه و تدوین : اکرم عابدی