



مجلس شورای اسلامی
مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

■ مسلسل: ۱۸۹۰۹۰

■ اردیبهشت ۱۴۰۲



دفتر
مطالعات
اقتصادی

تبیین شاخص‌های بازار سهام؛ کارکردها و دلالت‌های سیاستی



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شماره مسلسل: ۱۸۹۰۹
کد موضوعی: ۲۲۰



مرکز پژوهش‌های
مجلس شورای اسلامی

تاریخ انتشار:
۱۴۰۲/۲/۱۹

عنوان گزارش:
تبیین شاخص‌های بازار سهام
کارکردها و دلالت‌های سیاستی

نام دفتر:
مطالعات اقتصادی (گروه بازارها و نهادهای مالی)

تهیه و تدوین کننده:
سید محمد افقهی

ناظران علمی:
محمد امین صلواتیان، سید مهدی بنی طبا، سید مهدی حسینی دولت‌آبادی

اظهار نظر کننده گان بیرون از مرکز:
سازمان بورس و اوراق بهادار، مهدی نوری

گرافیک و صفحه آرایی:
نرجس امیراحمدی

ویراستار ادبی:
شیوا امین اسکندری

واژه‌های کلیدی:
۱. بازار سهام
۲. شاخص
۳. نرخ ارز



فهرست مطالب

۶	چکیده
۷	خلاصه مدیریتی
۸	مقدمه
۹	۱. بررسی روند تغییرات شاخص بازار سهام
۱۱	۲. چيستی شاخص سهام
۱۱	۲-۱. انواع شاخص های بازار سهام
۱۲	۲-۲. محاسبه شاخص بازار سهام در ایران
۱۳	۳. شاخص سهام و الزامات ارزیابی آن
۱۳	۳-۱. عوامل بنیادین
۱۶	۳-۲. عوامل بازاری
۱۷	۳-۳. سطح ریسک و عدم اطمینان
۱۹	۴. بایسته های تحلیل سیاستی شاخص بازار سهام
۲۰	۵. دلالت اقتصادی شاخص بازار سهام
۲۲	جمع بندی پیشنهادها
۲۳	منابع و مأخذ

فهرست نمودارها، شکل و جدول

۹	نمودار ۱. وضعیت شاخص کل بورس تهران از ابتدای سال ۱۳۹۸ تا انتهای ۱۴۰۱ (روز م. = روز معاملاتی)
۱۰	نمودار ۲. نوسانات شاخص کل بورس تهران در سال های اخیر
۱۴	نمودار ۳. نمودار لگاریتم قیمت جهانی مس (به ریال) و شاخص بورس تهران
۱۵	نمودار ۴. نمودار تورم ماهیانه خانوار و لگاریتم شاخص بورس تهران
۲۰	نمودار ۵. مقایسه عملکرد شاخص کل، هم وزن و شناور آزاد بورس تهران در بازه فروردین ۱۴۰۰ تا انتهای ۱۴۰۱
۱۸	شکل برخی عوامل مؤثر بر شاخص بازار سهام (یافته های پژوهش)
۲۱	جدول برخی عوامل مؤثر بر شاخص بازار سهام (با فرض ثبات سایر عوامل)



تبیین شاخص‌های بازار سهام کارکردها و دلالت‌های سیاستی

چکیده



و شرکت‌ها نیست. با این حال، ضروری است تا شاخص بازار سهام به‌عنوان یک شاخص مهم اقتصادی در کنار سایر شاخص‌ها و مؤلفه‌های کلان و مؤلفه‌های خرد (در سطح شرکت) دیده شود و مورد ارزیابی و تحلیل قرار گیرد. در این میان، ضروری است تا سیاستگذاران و تصمیم‌گیران به مؤلفه‌های مهم دیگر بازار سهام از جمله وجود شفافیت، رعایت انصاف، تسهیل تأمین مالی شرکت‌ها و رقابت نهادهای مالی، رعایت حقوق سهامداران خرد، عدم دستکاری قیمتی توجه کنند و شاخص‌هایی برای سنجش آن نیز فراهم آید.

بازار سهام یکی از مهم‌ترین بازارهای مالی است که ظرفیت فراوانی در تأمین مالی بخش‌های مختلف اقتصادی دارد. افت و خیزهای قیمت سهام در این بازار بر اساس شاخص‌هایی اندازه‌گیری می‌شود. دو دسته عوامل بنیادی و بازاری بر قیمت سهام بازار و به تبع آن، شاخص بازار مؤثر است. آنچه در این میان مورد تأکید است، اینکه برخی عوامل مؤثر بر رشد قیمت سهام و شاخص بازار سهام، الزاماً به معنای تقویت وضعیت کلان اقتصاد و شرکت‌ها نیست. به‌طور مشابه، کاهش قیمت سهام و به تبع آن، کاهش شاخص بازار سهام نیز لزوماً به معنای ضعف وضعیت کلان اقتصاد

خلاصه مدیریتی

سهام الزاماً به معنای رشد واقعی اقتصاد و بهبود وضعیت مالی بنگاه‌های اقتصادی نیست و به‌طور مشابه، منفی بودن (کاهش) شاخص بازار سهام نیز الزاماً به معنای نامناسب بودن شرایط کلان اقتصادی یا وضعیت مالی بنگاه‌ها نیست.

با این بیان، کاهش یا افزایش شاخص بازار سهام ملاک قطعی از وضعیت مالی و اقتصادی نخواهد بود. بلکه ضروری است برای بررسی وضعیت کلان نظام مالی و اقتصادی کشور، شاخص بازار سهام در کنار سایر مؤلفه‌های کلان اقتصادی مورد ارزیابی و بررسی قرار گیرد.

از سوی دیگر، به جهت تعمیق تحلیل‌های صورت گرفته از وضعیت بازار سهام، توصیه می‌شود تا علاوه بر بررسی شاخص کل، سایر شاخص‌های موجود در بازار سهام مورد توجه قرار گیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود تا شاخص‌های بیشتری از وضعیت بازار سهام طراحی و مورد استفاده قرار گیرد. برای نمونه شاخص‌هایی که میزان شفافیت (گزارش‌دهی ناشران)، میزان تأمین مالی حقیقی و اسمی صورت گرفته در بازار سهام، میزان هیجانات و نوسانات و سایر موارد مشابه را تبیین و توضیح می‌دهد و می‌تواند به انعکاس بهتر وضعیت بازار سهام کمک کند.

در نهایت ضروری است تا در ارزیابی عملکرد بازار بورس و اوراق بهادار و همچنین مقام ناظر و سیاستگذار آن (سازمان بورس و اوراق بهادار)، به شاخص‌هایی مانند حمایت از سهامداران خرد و اشخاص تحت نظارت خود، میزان شفافیت و رعایت انصاف در بازار سرمایه، عملکرد سازمان در پیشگیری و مقابله با تخلفات بازار سرمایه، تلاش‌های صورت گرفته برای ارتقای کارایی بازار و همچنین اقدام‌های سازمان جهت توسعه رقابت در نهادهای بازار سرمایه، تسهیل تأمین مالی از طریق بازار سرمایه توجه شود. بدیهی است که ارزیابی عملکرد بازار و سازمان بورس و اوراق بهادار مبتنی بر اهداف ذکر شده، نیازمند طراحی شاخص‌های متناسب ارزیابی عملکرد و اثربخشی اقدام‌های سازمان خواهد بود.

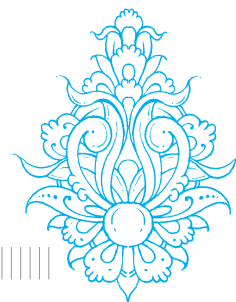
بازار سهام یکی از مهم‌ترین بازارهای مالی و مؤثر در نظام اقتصادی است که توجه صحیح به آن پیامدهای بااهمیتی در نظام اقتصادی به همراه دارد. تأمین مالی بخش دولتی و غیردولتی، افزایش شفافیت در اقتصاد، افزایش مشارکت آحاد مردم و هدایت نقدینگی به سمت بخش‌های مولد از جمله کارکردهای مؤثر بازار سهام است. به‌منظور معرفی و تبیین نوسانات و تغییرات این بازار، از شاخص‌های متعددی استفاده می‌شود. با این حال، شاخص‌های مورد اشاره تنها کارکرد معرفی وضعیت بازار سهام را نداشته و کارکردهای دیگری مانند ارزیابی عملکرد مدیریت مدیران نهادهای مالی از طریق مقایسه میزان عملکرد ایشان با بازدهی کل بازار سهام و شناخت بازدهی ریسک سیستماتیک بازار و محاسبه صرف ریسک که دلالت‌های مشخصی در طراحی سبد سرمایه‌گذاری دارد را می‌توان با بررسی شاخص‌های بازار سهام به‌دست آورد.

گزارش حاضر به دنبال تبیین مفهوم شاخص بازار سهام است. برای این منظور، در ابتدا پس از بیان تغییرات صورت گرفته در شاخص بازار سهام طی سال‌های گذشته به انواع و روش‌های محاسبه آن اشاره می‌شود. سپس عوامل مؤثر بر شاخص بازار سهام مورد تأکید قرار می‌گیرد. به دلیل آنکه قیمت سهم جزء کلیدی در محاسبه شاخص است، هر آنچه که بتواند قیمت سهام را متأثر سازد، بر شاخص کل بازار سهام مؤثر نیز خواهد بود. در حالت کلی عوامل زیر بر مقدار شاخص سهام اثرگذار است:

۱ عوامل بنیادین (شامل عوامل وابسته به اقتصاد جهانی، عوامل کلان اقتصادی و عوامل در سطح صنعت و بنگاه)،

۲ عوامل بازاری (شامل وضعیت بازارهای رقیب، سلامت بازار و مالی رفتاری).

بررسی‌های گزارش‌شان می‌دهد مثبت بودن (افزایش) شاخص بازار



مقدمه

بازار سهام یکی از مهم‌ترین بازارهای اقتصادی است که منابع مازاد را از افراد حقیقی و حقوقی جمع‌آوری و در اختیار متقاضیان منابع مالی قرار می‌دهد. اشخاص حقیقی یا احاد مردم از عمده عرضه‌کنندگان منابع مالی در این بازار محسوب می‌شوند که به خریداری سهام شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار اقدام می‌کنند. خریداران سهام می‌توانند نسبت به خریداری سهام در بازار اولیه (عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها) یا در بازار ثانویه (خرید و فروش سهام پس از عرضه عمومی اولیه) اقدام کنند. شرایط کلان اقتصادی، وضعیت صنایع و بنگاه‌ها و انتظارات فعالان اقتصادی نسبت به شرایط آتی، بر انگیزه و تصمیم افراد برای ورود یا خروج از بازار اثر می‌گذارد و موجب تغییر قیمت‌ها می‌شود. چنانچه عوامل مؤثر بر قیمت سهام^۱ دارای تغییرات شدیدی باشد، انگیزه افراد برای واکنش در بازار سهام نیز بیشتر خواهد شد و قیمت سهام دستخوش تغییرات بیشتری می‌شود. تغییرات قیمت سهام شرکت‌ها در بازار با شاخص‌هایی محاسبه می‌گردد (کارکرد نماگری) که در این گزارش به تفصیل پیرامون آن بحث خواهد شد. باین حال، این شاخص‌ها کارکردهای دیگری نیز دارند که از آن جمله می‌توان به ارزیابی عملکرد نهادهای مالی مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شناخت میزان بازدهی ریسک سیستماتیک و طراحی سبد سرمایه‌گذاری صرفاً بر اساس این ریسک‌ها اقدام کرد. باین حال، عمده مباحث مربوط به شاخص بازار سهام در محافل غیر پژوهشی یا خارج از بازار سرمایه بر همان کارکرد نماگری تأکید دارند.

آنچه که در این راستا اهمیت دارد، آن است که اساس محاسبه شاخص‌های مزبور قیمت سهام شرکت‌های بورسی است و لذا هر آنچه که بتواند قیمت سهام را تغییر دهد، شاخص‌های بازار سهام را نیز تغییر خواهد داد.

گزارش حاضر به دنبال تبیین چیرستی شاخص بازار سهام است. برای این منظور، پس از مروری بر وضعیت چند ساله شاخص بازار سهام و انواع آن به نحوه محاسبه هر کدام از شاخص‌ها نیز پرداخته می‌شود. سپس عوامل مؤثر بر شاخص‌های بازار سهام و سه عامل اصلی شامل عوامل کلان اقتصادی، عوامل صنعت و بنگاه و سایر عوامل مورد تأکید قرار می‌گیرد.

تأکید اصلی گزارش آن است که شاخص‌های بازار سهام در کنار سایر شاخص‌های اقتصادی باید مورد ارزیابی قرار گیرد و برای ارزیابی وضعیت بازار سهام ضروری است به سایر مؤلفه‌های بازار مانند وجود شفافیت، رعایت انصاف، تسهیل تأمین مالی شرکت‌ها و رقابت نهادهای مالی، رعایت حقوق سهامداران خرد، عدم دستکاری قیمتی پرداخته شود.

۱. در ادامه گزارش به تفصیل در خصوص این عوامل اشاره می‌شود.

۱. بررسی روند تغییرات شاخص بازار سهام



به طوری که در عرض دوره سه‌ماهه زمستان ۱۳۹۴، شاخص کل با رشدی حدود ۳۱٪ همراه شده و به بیش از ۸۰۰۰۰ واحد رسید. این موج صعودی دوام چندانی نداشته و پس از آن بازار سهام تا تابستان ۱۳۹۶ دچار رکود شد. این دوران رکود که با نوسانات متعدد همراه بود، به آغاز آخرین دوره صعودی شاخص سهام منتهی گشت. سپس دوره صعودی پر قدرت شاخص بازار از سال ۱۳۹۶ آغاز شد و تا تابستان ۱۳۹۹ ادامه یافت. طی این دوره ۳۷ ماهه صعودی، شاخص کل بازار از عدد حدود ۷۷,۰۰۰ در ابتدای سال ۱۳۹۶ به ۱۷۵,۰۰۰ واحد در ابتدای سال ۱۳۹۸ (۱۲۵٪ رشد در ۴۸۰ روز معاملاتی) و سپس به حدود ۵۲۰,۰۰۰ واحد در انتهای سال ۱۳۹۸ (۲۱۰٪ رشد در ۲۴۰ روز معاملاتی) و به حدود ۲,۱۰۰,۰۰۰ واحد در تابستان ۱۳۹۹ (۳۱۵٪ رشد در ۹۰ روز معاملاتی) رسید. پس از این رشد پرشتاب، شاخص کل بورس با کاهش و نوسانات شدید مواجه شد. برای نمونه، شاخص کل تنها در دوره سه‌ماهه منتهی به آذر ۱۳۹۹، حدود ۴۳٪ و دوره پنج‌ماهه منتهی به خرداد ۱۴۰۰ حدود ۲۹٪ کاهش یافت.

محاسبه شاخص کل جدید بورس تهران بر پایه ۱۰۰ و از روز ۱۳۶۹/۱/۱ آغاز شده است و از آن روز تا به حال، این شاخص فراز و فرودهای متعددی داشته است. در اولین جهش شاخص بازار سهام، در سال‌های ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۵ به مدت ۳۴ ماه، شاخص از ۳۸۰ تا ۲۱۶۰ واحد معادل بیش از ۴۶۰٪ رشد کرد. پس از این دوره رشد، بازار به مدت ۲۴ ماه وارد دوره نزولی شده و عدد شاخص به میزان ۷۰۰ واحد معادل بیش از ۳۲٪ کاهش یافت. دوره صعود بعدی بازار از زمستان ۱۳۷۷ آغاز شد و شاخص کل پس از رشد ۱۲۴۰۰ واحدی معادل ۷۷۵٪ در صد در طول ۶۴ ماه، به حدود ۱۴۰۰۰ واحد رسید. سپس شاخص کل با ورود به دوره رکود ۵۵ ماهه، افتی برابر با ۴۴٪ را تجربه کرد و به حدود ۷۹۰۰ واحد رسید. سومین دوره صعود شاخص بازار، از سال ۱۳۸۸ آغاز شده و پس از گذشت ۵۷ ماه و رشد ۹۵۰٪ در صدی به عدد ۸۹ هزار واحدی رسید و سپس در یک دوره نزول ۲۲ ماهه حدود ۳۳٪ کاهش پیدا کرد. در ادامه، این دوره نزولی در سال ۱۳۹۴ با ریزموجی صعودی همراه شد.

نمودار ۱. وضعیت شاخص کل بورس تهران از ابتدای سال ۱۳۹۸ تا انتهای ۱۴۰۱ (روز م. = روز معاملاتی)

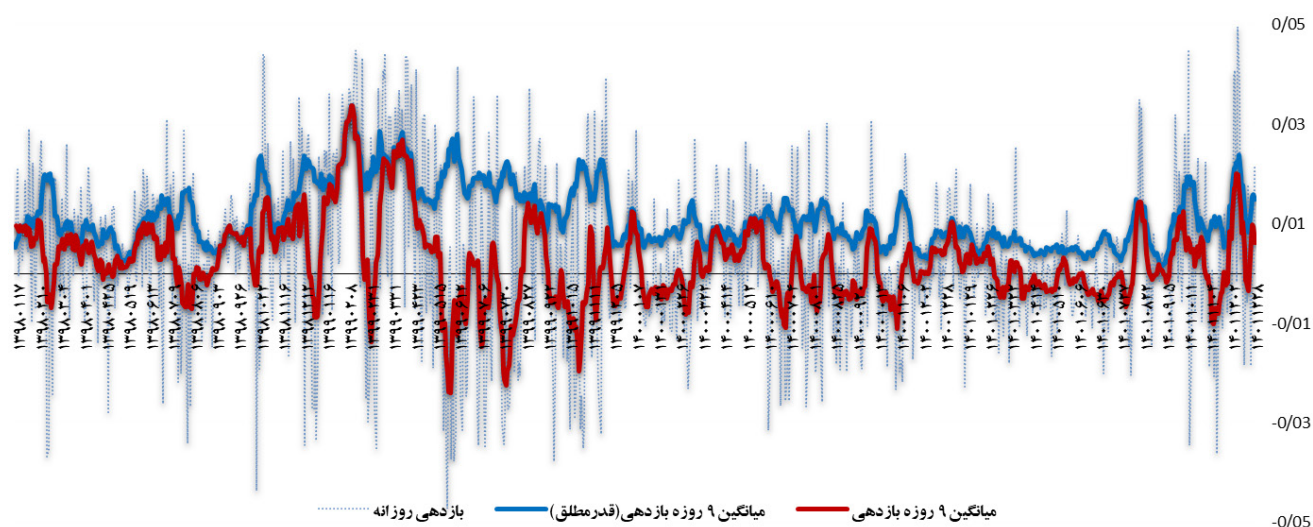


مأخذ: مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران^۱

هندسی رشد: ۰,۳۴٪ روزانه از فروردین تا آذر ۱۳۹۸، به مرور با ورود سرمایه از سایر بازارها به بازار سهام، تغییرات این شاخص از نیمه دوم سال ۱۳۹۸ شدت گرفته (میانگین هندسی - رشد: ۰,۶۶٪ روزانه از آذر تا انتهای اسفند ۱۳۹۸) و در بهار و ابتدای تابستان ۱۳۹۹ (میانگین هندسی - رشد: ۱,۲۵٪ روزانه از فروردین تا شهریور ۱۳۹۹) به بیشترین اندازه خود رسید.

با بررسی دقیق تر سال‌های ۱۳۹۸ تا انتهای سال ۱۴۰۱، نوسان بالایی در شاخص کل بورس تهران به چشم می‌خورد. طی این سال‌ها شاخص کل بورس در یک دوره به شدت صعودی منتهی به ۱۹ مرداد ۱۳۹۹، سقف تاریخی خود را در عدد ۲,۰۷۸,۵۴۷ به ثبت رساند. سپس در یک دوره نزولی نه‌ماهه، حدود نیمی از مقدار خود را از دست داد. هر چند حرکت بازار در ابتدای دوره صعودی با سرعت ملایمی در پیش بود (میانگین

نمودار ۲. نوسانات شاخص کل بورس تهران در سال‌های اخیر



مأخذ: همان.

روزهایی که میانگین به عمق نیمه پایین نمودار نفوذ کرده است، نشان از منفی بودن بازار در آن تاریخ است. همچنین فاصله گرفتن میانگین ۹ روزه (خط قرمز) از خط مبنا به معنای شوک مثبت یا منفی شدید و نوسانات کوچک این خط حول خط مبنا به معنای نبود روند صعودی یا نزولی قدرتمند است.

بررسی روند کنونی نوسانات شاخص کل بورس تهران نشان از پایان نوسانات شدید طی سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۰ دارد. نمودار نوسانات، حاکی از آن است که نوسان مثبت شدید در دوره یک‌ساله منتهی به شهریور ۱۳۹۹، نوسانات منفی بلندمدت‌تر و کاهنده‌ای را در دوره دوساله (اصلاح فرسایشی) پس از خود به همراه داشته است. در نمودار ۲، نقاطی که میانگین با قدر مطلق یکی شده است، نشان از مثبت بودن شدید بازار



۲-۱. انواع شاخص‌های بازار سهام

به دلایل مختلفی از جمله شناخت بهتر وضعیت مالی شرکت‌ها و صنایع مختلف، شاخص‌های سهام را از ابعاد متعددی مانند مؤلفه مورد بررسی (قیمت، درآمد کل یا ویژگی‌های بنیادین شرکت‌ها)، جامعه مورد بررسی (کل بازار، صنایع مختلف، شرکت‌های منتخب) و راهبردهای سرمایه‌گذاری دسته‌بندی و محاسبه می‌کنند [۶]. با وجود تنوع بالای شاخص‌های بازار سهام، به‌طور کلی پنج الگوی اصلی برای محاسبه شاخص بازار سهام در کشورهای مختلف مورد استفاده قرار می‌گیرد که در ادامه به اجمال به توصیف هر کدام پرداخته خواهد شد.

۱-۱-۲. شاخص کل ارزش بازار (شاخص موزون بر مبنای ارزش): این

شاخص با محاسبه توأمان قیمت و تعداد سهام همه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار، به ارائه وضعیت ارزش بازاری شرکت‌های مورد معامله در بازار سهام می‌پردازد [۷]. شاخص کل بورس تهران و شاخص کل فرابورس ایران از جمله مصادیق این گروه از شاخص‌ها در ایران هستند. از مصادیق مطرح خارجی آن نیز می‌توان به شاخص هانگ‌سنگ^۱ (سهام شرکت‌های هنگ‌کنگ) اشاره کرد. این روش محاسبه، نگاهی جامع نسبت به وضعیت تمامی سهام موجود در بازار و روند تغییرات ارزش بازار شرکت‌ها ارائه می‌دهد. با این حال، محدودیت‌های ذاتی مانند انحراف ارزش بازار (به دلیل نادیده گرفتن صرف مدیریتی سهام)^۲ و همچنین تأثیرپذیری بالا از قیمت سهام شرکت‌های با ارزش بازاری زیاد،^۳ در این شیوه محاسبه وجود دارد. گفتنی است این شاخص‌ها با هدف نماگرایی بهتر از بازده کلی سهام، به تعدیل حرکات‌های قیمتی ناشی از توزیع سود نقدی و یا افزایش سرمایه می‌پردازند. از این رو کاهش قیمت سهام ناشی از تقسیم سود یا تقسیم سهام تأثیر منفی بر شاخص کل نخواهد داشت [۸].

۲-۱-۲. شاخص هم‌وزن: هر چند شاخص کل نماگر مناسب وضعیت تغییرات کلی ارزش بازار است، با این حال همان‌طور که اشاره شد، اندازه (ارزش) شرکت‌های بزرگ بر میزان رشد شاخص بیشتر از شرکت‌های با اندازه کوچک است. با هدف رفع این نقیصه شاخص هم‌وزن معرفی شده است.

واژه شاخص به معنای عددی است که با هدف بررسی تغییرات صورت گرفته در یک یا چند مقدار در طول زمان‌های مختلف استفاده می‌گردد [۱]. در تعریفی دیگر، شاخص نماگری است که به جهت سنجش روند عمومی مؤلفه‌ای خاص در میان گروهی از متغیرها استفاده می‌شود. شاخص‌های بازار سهام به‌طور عمده در جهت سنجش روند عمومی مؤلفه‌هایی از جمله ارزش بازاری و قیمت سهام همه یا بخشی از شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام استفاده می‌شوند. هر چند امروزه شاخص‌های بازار سهام به‌عنوان نماگر وضعیت بنگاه‌های اقتصادی کشورها استفاده می‌شوند، با این حال شاخص‌های مختلف بازار سهام کارکردهای متفاوتی دارند.

نخستین کارکرد شاخص‌های بازار سهام، نماگری وضعیت عمومی بازار و فراز و فرودهای آن برای سیاستگذاران، مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان است [۲]. کارکرد دوم شاخص، محاسبه ریسک و بازدهی سبد سرمایه‌گذاری است. بدین منظور، بازدهی تاریخی سهام حاضر در پرتفوی سرمایه‌گذاری با شاخص بازار سنجیده شده و ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک پرتفوی محاسبه می‌شود [۳]. از این رو بسیاری از سرمایه‌گذاران به‌خصوص سرمایه‌گذاران نهادی (حقوقی) مبتنی بر راهبردهای معاملاتی خود به طراحی سبد سرمایه‌گذاری خود مشابه برخی شاخص‌های سهام اقدام می‌کنند تا به بازدهی به میزان آنچه که شاخص مزبور به دست می‌آورد، نایل شوند. سومین کارکرد شاخص‌های بازار سهام، بررسی عملکرد مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. عملکرد مدیران صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاران، عملکرد مناسب مدیران به معنای بازدهی بیشتر در طول دوره سرمایه‌گذاری نسبت به شاخص مورد نظر است [۴].

علاوه بر این موارد، روند حرکتی شاخص بازار سهام (در صورت محاسبه صحیح)، اغلب بیانگر انتظارات آحاد اقتصادی از وضعیت پیش روی اقتصادی کشورها [۵] و اقتصاد جهانی است. چراکه از میانگین برآورد معامله‌گران از سودآوری آتی شرکت‌های ثبت شده متأثر است. با این حال، در بازار سهام ایران، غالباً کارکرد اول شاخص‌های بازار سهام مورد توجه و تأکید است.

1. Hang Seng Index

۲. به‌طور مشخص زمانی که نسبت به خریداری بلوک سهام اقدام می‌کند، خریدار مبلغی را بالاتر از قیمت تابلو پرداخت می‌کند که به دلیل کرسی مدیریتی بنگاه است. این ارزش یا صرف مدیریتی در قیمت تابلو و به تبع آن در محاسبه شاخص لحاظ نمی‌شود.

۳. بیش از ۷۰٪ از شاخص مذکور صرفاً به ۳۵ شرکت بزرگ‌تر بورس تهران (از میان ۳۷۸ شرکت) مرتبط است. در زمان تهیه این گزارش، بیشترین سهم به‌ترتیب برای نمادهای فارس (صنایع پتروشیمی خلیج فارس)، فولاد (فولاد مبارکه اصفهان) و میدکو (توسعه معادن و صنایع معدنی خاورمیانه) با ۶.۸٪، ۵.۳٪ و ۴.۵٪ سهم از شاخص کل بورس تهران است (پیوست ۱). گفتنی است چنین مسئله‌ای مختص ایران نیست و سایر شاخص‌های ارزش-مبنای نیز وضعیت مشابهی دارند. برای مثال، ۳۰٪ از سهم شاخص S&P ۵۰۰ مربوط به ۱۰ شرکت بزرگ ثبت شده در آن شاخص (از میان ۵۰۰ شرکت) است.



محاسباتی این شاخص‌ها مانند شاخص کل بازار است. شاخص S&P ۵۰۰ که شامل ۵۰۰ شرکت بزرگ بازارهای سهام آمریکاست از این روش برای محاسبه شاخص بهره‌مند شده و میزان شناوری سهام شرکت‌ها را به‌عنوان وزن آنها در محاسبه شاخص لحاظ می‌کند. توجه به سهام شناور (که از سهم مجموع معامله‌گران فعال بازار نمایندگی می‌کند) از جمله مزیت‌های این شاخص است.

با توجه به تفاوت ارزش و شیوه‌های قیمت‌گذاری سهام کنترلی و سهام شناور بازار و همچنین همبستگی بالاتر شاخص شناور آزاد با سود و زیان معامله‌گران (به‌ویژه معامله‌گران خرد)، پیشنهاد می‌شود به‌جای شاخص کل، این شاخص در کانون توجه مجامع سیاست‌گذاری و رسانه‌ها قرار گیرد.

۲-۱-۵. شاخص عوامل بنیادی: شاخص موزون بنیادی شاخصی است که در آن اجزا براساس معیارهای بنیادی بر خلاف ارزش بازار انتخاب می‌شوند. شاخص‌های موزون بنیادی می‌توانند ساختار خود را براساس طیفی از معیارها مانند درآمد، نرخ سود سهام، سود خالص و یا ارزش دفتری قرار دهند. بر خلاف همه شاخص‌هایی که گذشت، وضعیت حرکت این شاخص از قیمت‌های بازاری سهام مستقل است. شاخص FTSE RAFIUS ۱۰۰۰ نمونه‌ای از این نوع شاخص است. این شاخص شامل ۱۰۰۰ شرکت با بهترین وضعیت عوامل بنیادی در دو بازار بورس سهام نیویورک و نزدک است که در محاسبه آن به چهار عامل کل سود تقسیمی^۸، جریان نقدی آزاد^۹، کل فروش^{۱۰} و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام^{۱۱} توجه می‌شود [۱۰].

۲-۲. محاسبه شاخص کل بورس تهران

شاخص کل قیمت بورس تهران (که با نماد TEPIX شناخته می‌شود) از فروردین ۱۳۶۹ در بورس تهران محاسبه و منتشر شده است. شاخص کل قیمت بورس تهران با فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$TEPIX_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_i Q_i}{D} \times 100$$

در این شاخص، هر کدام از شرکت‌های بازار دارای ارزش ثابت فرض شده و با مقایسه تغییرات ارزش سبد شاخص نسبت به روز گذشته، عدد شاخص محاسبه می‌شود [۵]. مشخص است که برخلاف انواع دیگر شاخص‌ها، شاخص هم‌وزن نیازمند تعدیل روزانه است چراکه با تغییر ارزش عناصر سبد در طول روز، قید هم‌وزن بودن همه ورودی‌ها برای روز آتی نقض خواهد شد. از این رو برای بررسی هم‌وزن تغییرات سهام شرکت‌ها، نیاز است تا تعدیل وزن‌ها به صورت روزانه صورت گیرد [۷]. شاخص‌های هم‌وزن بورس و فرابورس از این شیوه محاسباتی بهره می‌گیرند.

۳-۱-۲. شاخص موزون به قیمت (شاخص قیمتی بی‌وزن): مطابق با این روش، قیمت سهام در محاسبه شاخص مدنظر قرار خواهد گرفت و برخلاف شاخص موزون به ارزش بازاری، اندازه شرکت لحاظ نمی‌شود. در این روش محاسبه، قیمت ملاک است و هر چقدر قیمت سهام شرکت (فارغ از اندازه آن) بیشتر باشد، تأثیر آن بر شاخص بیشتر خواهد بود. شاخص داو جونز^۲ به محاسبه روند قیمت سهام ۳۰ شرکت بزرگ در بورس ایالات متحده آمریکا می‌پردازد؛ این شاخص بیش از ۱۲۵ سال است [۹] که به روش موزون به قیمت محاسبه می‌شود.^۳ شاخص نیکی^۴ ۲۲۵ نیز یکی دیگر از شاخص‌های بازار سهام است که در آن، سهام ۲۲۵ شرکت بورس ژاپن محاسبه می‌شود. روش محاسبه این شاخص نیز مشابه شاخص داو جونز است.^۵ سهولت محاسبه اصلی‌ترین مزیت این شاخص است. توجه به شرکت‌هایی با قیمت سهام بالاتر و عدم توجه به تعداد سهام شرکت‌ها از جمله نقاط ضعف این روش محاسبه شاخص است.

۴-۱-۲. شاخص کل شناور آزاد: شاخص‌های بیان شده تنوع دارندگان سهام را در محاسبات خود لحاظ نمی‌کنند. همین مسئله به عدم صلاحیت کامل این شاخص‌ها از نمایندگی وضعیت سبد سهامداران خرد منجر می‌شود چراکه به‌طور معمول بخش عمده‌ای از سهام هر شرکت در اختیار سهامداران نهادی و یا راهبردی بوده و درصد سهم سهامدارانی که هر زمان امکان فروش سهام خود را دارند، در شرکت‌ها متفاوت است. شاخص کل شناور آزاد به جهت حل این مشکل طراحی شده است. این دسته از شاخص‌ها تنها به محاسبه تغییرات موجود در سهام شناور^۶ (عموماً متعلق به سهامداران غیر نهادی و یا غیر راهبردی) پرداخته و سهام غیر شناور را لحاظ نمی‌کنند. سایر ویژگی‌های

1 . price-weighted index

2 . Dow Jones Industrial Average

3 . <https://www.slickcharts.com/dowjones>

4 . Nikkei 225

5 . <https://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/index/profile?idx=nk225>

6 . Free float adjusted index

۷. سهام شناور، سهامی است که آماده فروش و عرضه در بازار است و مورد معامله قرار می‌گیرد. به‌طور معمول، سهام‌داران راهبردی و عمده جزو سهام شناور آورده نمی‌شود.

8 . Total Cash Dividends

9 . Free Cash Flow

10 . Total Sales

11 . Book Equity Value

بورس تهران اندازه شرکت در میزان شاخص مؤثر است و هر چقدر اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد یا ارزش بازار^۱ آن بیشتر باشد (حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت سهام بیشتر باشد)، تأثیر آن بر شاخص کل بورس تهران بیشتر است. در کنار این شاخص، شاخص کل شناور و شاخص کل هم‌وزن نیز در بورس تهران محاسبه می‌شود. در محاسبه شاخص کل هم‌وزن، اثر اندازه شرکت‌ها حذف شده است و صرفاً تغییرات قیمت سهام (بالحاظ افزایش سرمایه) در آن منعکس می‌شود.

مطابق این معادله، اندازه شاخص TEPIX از تقسیم مجموع حاصل ضرب قیمت (P_{it}) تمامی سهام در تعداد سهام (Q_{it}) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران بر عدد پایه شاخص (D) محاسبه می‌شود. شایان ذکر است که اندیس t شمارنده شرکت‌های مختلف ثبت شده و اندیس i مربوط به زمان مورد نظر محاسبه شاخص است. تغییرات این شاخص نشان‌گر تغییرات ارزش بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام است. به بیانی دیگر، برای محاسبه شاخص کل بورس تهران از روش موزون به ارزش بازار بهره‌مند می‌شوند. لذا در شاخص کل

۳. عوامل مؤثر بر شاخص سهام

۳ ریسک و عدم اطمینان (سطح نااطمینانی موجود در اقتصاد و آینده صنایع).
اکنون به بررسی تفصیلی هر یک از این موارد می‌پردازیم.

۳-۱. عوامل بنیادین

متغیرهایی که به شکل مستقیم بر جریان سودآوری یک بنگاه اقتصادی اثرگذار بوده و ارزش بنگاه‌ها را تغییر می‌دهند، عوامل بنیادی می‌نامند. این عوامل را می‌توان به عوامل وابسته به اقتصادی جهانی، عوامل اقتصاد کلان کشور و عوامل ویژه صنعت و بنگاه تقسیم کرد.

۳-۱-۱. عوامل وابسته به اقتصاد جهانی: متغیرهای اقتصاد جهان از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر شاخص بازار سهام کشور هستند چراکه اقتصاد کشور نه در یک محیط ایزوله، بلکه در مرادده با اقتصاد جهانی به فعالیت می‌پردازد. این مراددهات به اثرپذیری بازارهای داخلی مانند بازار سهام از بازارهای خارجی منجر می‌شود. برای مثال، مطالعات نشان داده است که رونق و رکود [۱۱] و سطح نوسان [۱۲] بازارهای جهانی سهام تأثیرات معنادار و مستقیمی بر انتظارات بازیگران بازار سهام داخلی و در نتیجه تغییر شاخص بازار دارد.

بازارهای کالاهای جهانی (کامودیتی‌ها)^۴ نیز بر بازار سهام مؤثر هستند. صنایع صادرات‌محور یا واردات‌محور هر کدام از بازار جهانی کامودیتی‌ها اثر می‌پذیرند [۱۲]. به‌طور مشخص، افزایش (کاهش) قیمت‌های جهانی کامودیتی‌ها، منجر به افزایش (کاهش) میزان و نرخ فروش (با فرض بی‌کشش یا کم‌کشش بودن کالاهای مورد اشاره) شرکت‌های

پس از بیان نحوه محاسبه شاخص بازار سهام و با دانستن این موضوع که اصل در تعیین شاخص بازار سهام قیمت سهام است، هر چیزی که بتواند بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار مؤثر باشد، بر شاخص‌های بازار سهام نیز مؤثر خواهد بود. گفتنی است قیمت دارایی‌های مالی کاملاً به انتظارات آتی از بازدهی و ریسک آنها وابسته است چراکه در حقیقت، دارایی‌های مالی صرفاً قراردادهایی از دعاوی مرتبط با جریان نقدی آتی حاصل از دارایی‌های واقعی هستند [۷]. از این رو نسبت به سایر دارایی‌ها، آثار بیشتری از انتظارات اقتصادی می‌پذیرند. علاوه بر این، بازار متشکل و معامله‌پذیری بالای این دارایی‌ها به نوسان‌پذیری بیشتر آنها متأثر از انتظارات متغیر معامله‌گران منجر شده است.

قیمت سهام از چانه‌زنی جریان عرضه و تقاضای سهام نشئت می‌گیرد. شدت جریان عرضه و تقاضا، بیش از همه به کیفیت انتظارات بازیگران بازار از نسبت بازدهی سهام و ریسک بازار سهام در مقابل سایر بازارهای مشابه مرتبط است.^۵ بازدهی آتی سهام عمدتاً از سوی عوامل بنیادین و عوامل بازاری قابل تفسیر است. در ادامه به بررسی این عوامل و همچنین ریسک بازار پرداخته و آثار آنها بر شاخص سهام را بحث خواهیم کرد.

۱ عوامل بنیادین (شامل عوامل وابسته به اقتصاد جهانی، عوامل کلان اقتصادی و عوامل در سطح صنعت و بنگاه)،

۲ عوامل بازاری (شامل وضعیت بازارهای رقیب، سلامت بازار و مالی رفتاری)،

1. Market Cap

۲. برای مثال، سهام نوعی ادعای مشارکت در درآمدهای آتی یک شرکت سهامی، صکوک مرابحه ادعایی بر درآمدهای حاصل از فروش اقساطی کالا یا خدمات و قرارداد اختیار خرید سکه، ادعایی بر نوعی جریان نقدی مشروط از قیمت سکه است.

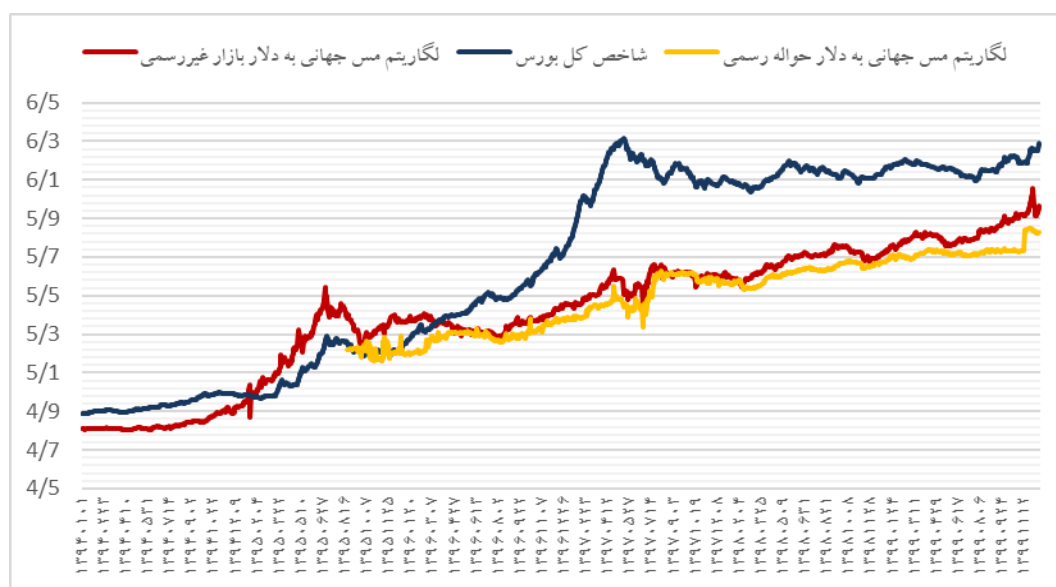
۳. جریان عرضه و تقاضا از عواملی دیگر همچون نیازهای مصرفی و سرمایه‌گذاری و یا تقاضای حکمرانی نیز متأثر است. باین حال، این اثرات در مقابل انتظارات از بازدهی آتی و سطح ریسک بازدهی ناچیز است.

۴. Commodity: واژه کامودیتی در ادبیات مالی و اقتصادی به کالاها و مواد اولیه اطلاق می‌شود که عمدتاً نهاده تولید محصولات پیچیده‌تر هستند. کامودیتی‌ها را می‌توان به کامودیتی‌های سخت (مواد نیازمند استخراج مانند انواع فلزات)، کامودیتی‌های نرم (محصولات کشاورزی و نهاده‌های دامی مانند گندم، ذرت، شکر) و حامل‌های انرژی (مانند نفت، گاز طبیعی و ذغال سنگ) تقسیم کرد [۲۸].

وابسته به قیمت‌های جهانی است، به شکل معکوس از تغییر قیمت‌ها در بازارهای جهانی متأثر می‌شوند. به بیانی دیگر، با افزایش (کاهش) قیمت جهانی این کالاها، با فرض ثبات سایر شرایط هزینه تولید این شرکت‌ها افزایش (کاهش) و به تبع، سودآوری آتی مورد انتظار آنها کاهش (افزایش) می‌یابد. از جمله کامودیتی‌هایی که اثر زیادی بر بازار سهام ایران (حداقل در میان مدت و بلندمدت) دارند، می‌توان به فلزات اساسی [۱۴]، نفت و مشتقات آن [۱۵] اشاره کرد.

صادراتی (عرضه‌کنندگان آن محصولات) شده که اثر مثبت بر بهبود انتظارات نسبت به بازدهی سهام را به همراه دارد. بهبود انتظارات، به افزایش تقاضای سهام و به تبع افزایش قیمت سهام و شاخص کل بورس تهران منجر خواهد شد [۱۳]. برای مثال، وقوع جنگ اوکراین و افزایش کوتاه‌مدت قیمت محصولات شیمیایی و فلزات، به بهبود انتظارات نسبت به بازدهی شرکت‌های صادراتی منجر شده و افزایش قیمت سهام این شرکت‌ها و افزایش شاخص کل بورس تهران را به همراه داشت. در مقابل صنایع واردات‌محور که نهاده‌های آنها به شکل گسترده

نمودار ۳. نمودار لگاریتمی قیمت جهانی مس (به ریال) و شاخص بورس تهران



مأخذ: سایت fipiran.com، یاهو فایننس و برآوردهای مرکز پژوهش‌های مجلس.

فروش خود به آن هستند نیز در این میان اهمیت بسزایی دارد. برای مثال، نمودار ۴ به رابطه قیمت مس و شاخص کل بورس تهران پرداخته است. این نمودار از آن جهت اهمیت دارد که نه تنها فلز مس از مهم‌ترین کامودیتی‌های بازار سهام کشور است، بلکه روندهای جهانی آن تطابق بالایی با روند جهانی سایر فلزات اساسی مانند سرب و روی دارد. همان‌طور که مشخص است، رابطه مهمی میان نرخ جهانی مس به ریال و حرکت شاخص کل بورس تهران قابل مشاهده است.

۲-۱-۳. عوامل سطح کلان: یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر بازار سهام عوامل کلان اقتصادی است. این عوامل که همه شرکت‌های بازار سهام را در بر می‌گیرد، طیف وسیعی از مؤلفه‌ها را شامل می‌شود. رشد نقدینگی، نرخ ارز، نرخ بهره، نرخ تورم از جمله عوامل بنیادین اقتصادی در سطح کلان است که همه مناسبات اقتصادی از جمله ارزش سهام شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

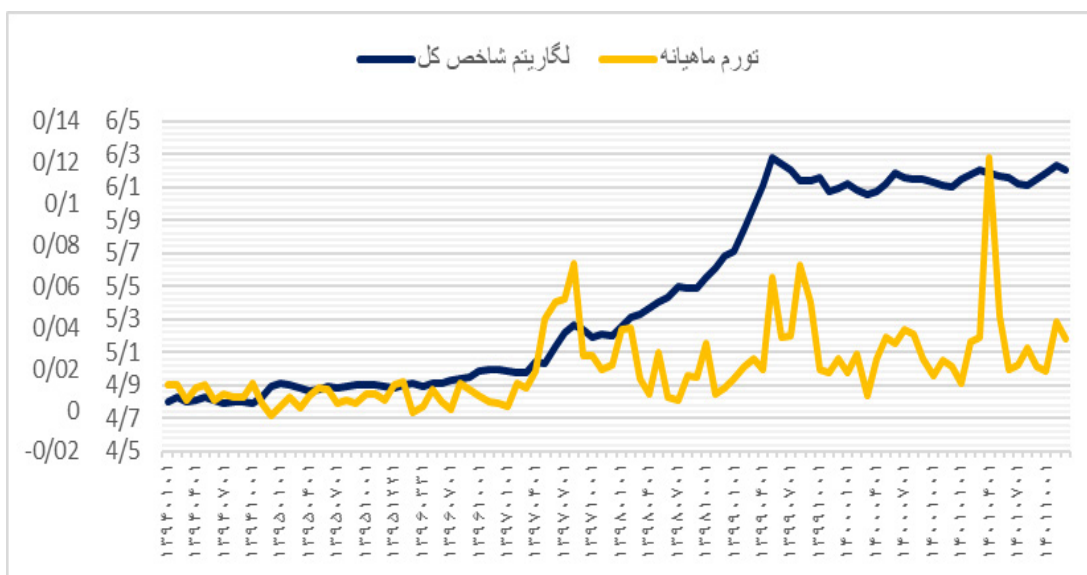
با توجه به سهم بالای صنایع فولاد و پتروشیمی و معادن در بازار سهام کشور، افزایش قیمت‌های جهانی فلزات و محصولات پتروشیمی آثار مثبت با اهمیتی بر شاخص بورس تهران به همراه دارد. نکته قابل توجه این است که با توجه به همبستگی بالای قیمتی بخش عمده‌ای از مواد معدنی، فلزات و پتروشیمی در جهان، با آغاز ادوار رکود یا رونق در اقتصاد جهانی (تغییر تقاضای جهانی) و یا تعطیلی معادن و ایجاد مشکلات در تجارت جهانی مانند گسترش کرونا (تغییر عرضه جهانی)، قیمت بخش بزرگی از مواد معدنی، فلزات و پتروشیمی به یکباره افزایش یا کاهش یافته و این مسئله بر سودآوری و قیمت سهام شرکت‌های صادرکننده آنها به شدت اثر می‌گذارد.

گفتنی است اثر نرخ‌های جهانی کامودیتی، از درجه نرخ تسعیر ارز به شرکت‌های داخلی وارد می‌شود. به همین دلیل، وضعیت نرخ ارز در کشور و نرخ‌های صنایع صادراتی قابل به تسعیر ارزهای حاصل از

با کاهش ارزش مواجه می‌شوند [۱۸]. همچنین با فرض ثبات سایر شرایط، با افزایش نرخ بهره انتظار بر آن است که قیمت سهام شرکت‌ها کاهش یابد [۱۹]. به بیانی دیگر، رابطه میان آن دو معکوس یکدیگر است [۲۰]. در همین حال، مطالعات نشان می‌دهد که با فرض ثبات سایر شرایط، افزایش تورم در کوتاه‌مدت تأثیر منفی [۲۱] و در بلندمدت تأثیر مثبت [۲۲] بر قیمت سهام خواهد داشت.

اثرپذیری سهام شرکت‌ها از هر کدام از عوامل سطح کلان متفاوت و عموماً به صورت غیرخطی است [۱۶]. برای نمونه با فرض ثبات سایر شرایط، اتخاذ سیاست انبساطی و افزایش نقدینگی به افزایش تقاضای دارایی‌ها و رشد قیمت سهام منجر خواهد شد [۱۷] و یا با افزایش نرخ ارز، به طور میانگین قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور افزایش یافته و سهام صنایع واردات‌محور که محصولات خود را در بازار داخلی عرضه می‌کنند،

نمودار ۴. نمودار تورم ماهیانه خانوار و لگاریتم شاخص بورس تهران



مأخذ: سایت fipiran.com، و مرکز آمار ایران.

را متأثر می‌کند. سهم بازار صنعت از کل اقتصاد، خریداری محصولات صنعت، میزان صادرات و یا واردات صنعت و اقدام‌های تنظیم‌گری، قانون و مقررات و در حالت کلی فضای کسب و کار، از جمله عوامل مهم در سطح صنعت است که بر وضعیت مالی شرکت مؤثر است.

عوامل مؤثر بر وضعیت مالی و اقتصادی در سطح بنگاه بیشترین اثر را بر ارزش سهام آن دارد. میزان سودآوری، فروش، بهره‌وری، مدیریت، نیروی انسانی، میزان تعهدات و بدهی‌ها، میزان دارایی‌ها، وضعیت سرمایه بنگاه، وضعیت کیفیت دارایی‌های بنگاه از جمله عوامل در سطح بنگاه است که به نحوی بر قیمت سهام بنگاه مؤثر است.

به طور مشخص، در خصوص سودآوری بنگاه مطابق بند «۹۷» از استاندارد شماره ۱ حسابداری، سود خالص یک بنگاه اقتصادی سهمی از معادله زیر محاسبه خواهد شد.

نمودار ۴ به ارائه رابطه تورم ماهیانه و شاخص کل سهام می‌پردازد. آنچه در این نمودار مشخص است، اهمیت علل وقوع تورم و اثر آن بر کیفیت رابطه تورم با شاخص کل بورس است. به طوری که، هر چند تورم‌هایی مانند تورم بهار و تابستان ۱۳۹۷ که از افزایش نرخ ارز نشئت گرفته است، در ادامه (طی حدود یک سال) با صعود شاخص بورس همراه بوده است، اما تورم‌هایی همچون تورم خرداد ۱۴۰۱ که ناشی از اصلاح اقتصادی و حذف ارز ترجیحی ۴۲۰۰ بوده است، اثر معناداری بر شاخص کل بورس تهران نداشته است.

با توجه به تعدد و پیچیدگی اثرگذاری عوامل کلان بر بازار سهام، بررسی عمیق‌تر عوامل و ذکر موارد جدید، در گزارشی دیگر مقدور خواهد بود.

۳-۱-۳. عوامل سطح صنعت و بنگاه: از دیگر عوامل مهم مؤثر بر ارزش سهام شرکت‌ها، عواملی است که وضعیت مالی و اقتصادی صنعت و بنگاه



سود خالص =

درآمد عملیاتی - بهای تمام شده فروش

+

سایر درآمدها - هزینه‌های اداری و فروش - هزینه‌های مالی - سایر
هزینه‌ها

-

مالیات

بنابراین، با فرض ثبات سایر شرایط افزایش میزان فروش، افزایش قیمت محصولات، کاهش بهای تمام شده، کاهش هزینه‌های مالی و همچنین کاهش نرخ مالیات پرداختی به افزایش سودآوری و به تبع آن، افزایش ارزش سهام شرکت منجر خواهد شد.

علاوه بر این کیفیت مدیریت و نیروی انسانی، به طور مستقیم بر افزایش سودآوری بنگاه‌ها و به تبع در افزایش ارزش سهام شرکت‌ها اثرگذار است. ارتقای حکمرانی شرکتی علاوه بر کاهش فساد، افزایش بهره‌وری و همچنین پاسخگویی مدیران به جامعه سهامداری، شفافیت بیشتر در اقتصاد را به همراه خواهد داشت. همه این مسائل به تقویت چشم‌انداز بلندمدت شرکت و بهبود انتظارات نسبت به آن منجر خواهد شد.

۳-۲. عوامل بازاری

علاوه بر عوامل ذکر شده در بخش‌های گذشته، عوامل متعدد دیگری بر قیمت سهام بنگاه‌های پذیرفته شده در بازار سهام مؤثر است. هر چند این عوامل اثر مستقیمی بر سودآوری بنگاه و ارزش ذاتی آن ندارند، با این وجود تأثیر زیادی بر قیمت بازاری سهام دارند. با توجه به اینکه این عوامل بر خواسته از ویژگی‌های بازارهای سهام و یا بازارهای موازی بوده و مستقیم به درون بنگاه‌ها مرتبط نمی‌شود، عوامل بازاری نامیده شده‌اند. در ادامه به برخی از مهم‌ترین این عوامل اشاره می‌شود.

۳-۲-۱. بازارهای رقیب: هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در یک بازار به طور مستقیم به احتمال سودآوری بازارهای موازی مرتبط است. از این رو عواملی همچون افزایش نرخ ارز و پدید آمدن بازار موازی جدید مانند بازار رمزارزها، منجر به خروج منابع از بازار سهام خواهد شد. همچنین آربیتراژ مقرراتی^۱ از جمله سایر عوامل است که سبب می‌شود تا نظام

انگیزشی برای ورود (خروج) به (از) یک بازار صورت پذیرد. به عنوان مثال هر چه میزان مقررات مالیاتی سخت‌گیرانه‌تر بوده و نظام محاسبه و ردیابی مالیات در یک بازار دقیق‌تر باشد، آن بازار جذابیت خود را برای ورود برخی سرمایه‌ها از دست خواهد داد. طبیعی است با ورود (خروج) سرمایه‌ها به (از) بازار سهام، تقاضا (عرضه) افزایش (کاهش) خواهد یافت و به افزایش (کاهش) شاخص بازار سهام منجر خواهد شد.

۳-۲-۲. سلامت بازار: از جمله سایر عوامل اثرگذار در انگیزه مردم در ورود به بازار سهام و به تبع آن، ورود نقدینگی و افزایش شاخص بازار سهام، سلامت این بازار است. به بیانی دیگر، افزایش سلامت در بازار که در مقابل فساد در آن است، اطمینان برای ورود سرمایه به بازار را افزایش می‌دهد و سبب رونق بازار و افزایش شاخص‌های بازار سهام می‌شود. سلامت در بازار سهام موارد متعددی را شامل می‌شود که از آن جمله می‌توان به عدم دستکاری یا اغواگری قیمتی، عدم انجام معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی یا رانت اطلاعاتی و وجود نظارت قوی و برخورد با متخلفان اشاره کرد. هر چند همان‌طور که در زمینه آربیتراژ مقرراتی گفته شد، مقررات سهل‌گیرانه در حوزه ریسک و فساد در بازار در کوتاه‌مدت به جذابیت کاذب بازار خواهد افزود، مطالعات نشان داده است که گسترش فساد در یک بازار در بلندمدت به گسترش بی‌اعتمادی و خروج سرمایه‌ها از آن منجر شده و در مقابل بهبود سامانه‌های نظارتی و مبارزه با اقدام‌ها یا رفتارهای مجرمانه در معاملات بازار سهام منجر به افزایش کارایی این بازار می‌شود^۲ [۲۳].

۳-۲-۳. عوامل مالی رفتاری: نحوه رفتار معامله‌گران بازار سهام نیز بر قیمت سهام و به تبع آن، شاخص بازار سهام مؤثر است. دانش «مالی رفتاری»^۳ به این مسئله توجه می‌کند که سرمایه‌گذاران و فعالان بازارهای مالی و سرمایه الزاماً عقلایی^۴ تصمیم نمی‌گیرند و بعضاً در تصمیمات خود دچار سوگیری^۵ می‌شوند. این تصمیم‌گیری که در خصوص معاملات سهام نیز ممکن است ایجاد شود، بر عرضه و تقاضای سهام و به تبع آن، قیمت سهام مؤثر خواهد بود. پدیده رفتار توده‌ای^۶ (رمه‌ای یا گله‌ای) از مهم‌ترین نتایج سوگیری‌های رفتاری است. از جمله مهم‌ترین سوگیری‌های رفتاری متأثر بر وضعیت بازار سهام می‌توان به سوگیری بیش‌اطمینانی^۷، نماگری^۸، لنگری^۹ و تمرکز بر

۱. Regulatory Arbitrage: این عبارت اشاره به تفاوت سطح مقررات در بازارهای مختلف دارد. بدیهی است بازارهایی که مقررات کمتر و سهل‌گیرانه‌تری دارند، در کوتاه‌مدت با استقبال بیشتری مواجه شوند [۲۶].

۲. اثر بهبود مقررات و رویه‌های مبارزه با فساد در کشورهای مختلف متفاوت است. مطالعات حاکی از آن است که اثرگذاری ارتقای نظام مبارزه با فساد (به‌طور ویژه: مبارزه با معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی) بر کارایی بازار و کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام (Cost of Equity)، سطح کارایی سیستم قضایی و زیرساخت‌های فنی و نهادی حمایت از سرمایه‌گذاران و گزارش‌گری مالی بستگی خواهد داشت [۲۷].

3. Behavioral Finance
4. Rational
5. Bias
6. Herding Movement
7. Overconfidence Bias
8. Representativeness Bias
9. Anchoring and Adjustment Bias

۳-۳. سطح ریسک و عدم اطمینان

گذشته از انتظارات آتی نسبت به اندازه بازدهی، احتمال تحقق بازدهی نیز بر قیمت‌های سهام مؤثر است. سطح ریسک همان میزان احتمال بروز نتایج متفاوت از انتظارات گذشته است [۲۶]. اساساً هر چه تحقق بازدهی یک دارایی مالی نامحتمل‌تر باشد، تقاضای آن دارایی کاهش و عرضه آن افزایش می‌یابد. برای مثال، در صورت بارش کافی برف و باران و وجود شرایط مطلوب جوی، پیش‌بینی می‌شود که درآمد مناسبی عاید شرکت‌های حوزه زراعت و دامداری شود. با این حال، وقوع چنین شرایطی قطعی نبوده و نوعی ریسک در عدم تحقق این شرایط و افزایش درآمد شرکت‌های زراعت و دامداری وجود دارد.

هر چند سطح ریسک دارایی‌های مالی بسته به سناریوهای محتمل، قابل محاسبه و مدل‌سازی بوده و بسیاری از سرمایه‌گذاران (خصوصاً سرمایه‌گذاران بزرگ)، ریسک را به شکل دقیق در معادلات خود لحاظ می‌کنند،^۲ سایر سرمایه‌گذاران نیز به شکل ذهنی آن را در محاسبات خود از خرید یا فروش سهام مورد توجه قرار می‌دهند. گسترش ریسک‌های مختلف در اقتصاد، به کاهش قیمت سهام مختلف بازار و در نتیجه کاهش شاخص کل بورس منجر خواهد شد. به همین دلیل، ممکن است در شرایط خاصی که افزایش برخی متغیرها مانند نرخ ارز در شوک‌های عمیق اقتصادی-اجتماعی ریشه داشته باشد، اثر عدم اطمینان وارد شده آنچنان زیاد است که عملاً تأثیر مثبت نرخ ارز و احتمال افزایش بازدهی شرکت‌ها را خنثی می‌کند.

آخرین اطلاعات^۱ اشاره کرد.

سوگیری بیش‌اطمینانی به این مسئله اشاره دارد که بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاران بیش از اندازه به توانایی‌های خود در سرمایه‌گذاری اطمینان داشته و اطلاعات جانبی معارض با تصمیم خود را نادیده می‌گیرند. این سوگیری اغلب به تشدید شتاب و افزایش حرکت بازار منجر می‌شود، چراکه به نادیده گرفتن یا کم‌اثر فرض شدن اخبار مخالف جهت بازار منجر می‌شود [۲۴].

سوگیری نماگری یا نمایندگی به تمایل ادراک انسان برای تعمیم نتایج حاصل از بررسی یک نمونه کوچک و غیر تصادفی به تمامی اعضای جامعه اشاره دارد. در اثر سوگیری نماگری، سرمایه‌گذاران ادراکات موجود در اطرافیان خود را به ادراک تمامی سرمایه‌گذاران بازار نسبت داده و یا با بررسی بخش اندکی از اطلاعات مرتبط با بازار، به سرعت نسبت به وضعیت کلی آن بازار نتیجه‌گیری می‌کنند.

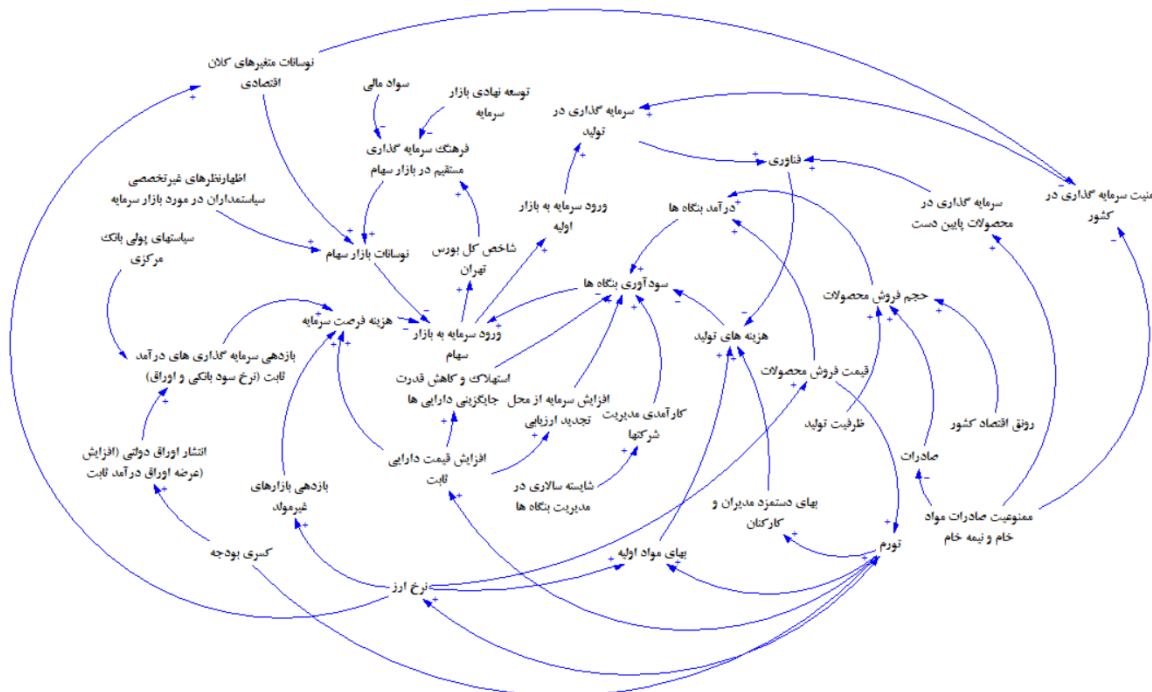
سوگیری لنگری به تأثیر پذیری بالای تصمیمات سرمایه‌گذار از عوامل بیرونی و ظاهراً بی‌ربط اشاره دارد. این سوگیری منجر می‌شود تا سرمایه‌گذاران با تأثیر پذیرفتن از رقم قیمت سایر سهام موجود در بازار، مبالغ زیادی را صرف خرید سهام کم‌ارزش کرده و یا سهام باارزش خود را با قیمتی پایین واگذار کنند.

در نهایت سوگیری تمرکز بر آخرین اطلاعات، به ادراک اشتباه سرمایه‌گذاران به ادامه‌دار بودن اتفاقات گذشته نزدیک در آینده و نادیده گرفتن اتفاقات گذشته دور تأکید دارد [۲۵].

1 . Recency Bias

۲. گفتنی است هر چند عموم ریسک‌های مالی، نوعی پیشامد تصادفی‌اند که تعریف دقیق ماهیت و آثار آن امکان‌پذیر بوده و قابل کمی‌سازی و محاسبه است، سطح شدیدتری از عدم اطمینان نیز در بازارهای مالی وجود دارد که از پیشامدهای تصادفی با ماهیت‌های غیرقابل پیش‌بینی نشئت گرفته و تا پیش از وقوع، قابل سنجش و مدل‌سازی نیست [۳۱].

شکل برخی عوامل مؤثر بر شاخص بازار سهام (یافته‌های پژوهش)



در اقتصاد همچون خطر وقوع جنگ و یارخداد بلایای طبیعی بزرگ باشد، ریسک به وجود آمده اثری بیش از افزایش احتمالی عایدات از منشأ افزایش نرخ ارز داشته و به کاهش تقاضا و افزایش عرضه سهام در بازار منجر خواهد شد. و یا هر چند افزایش قیمت محصولات تولیدی با بهبود درآمدزایی شرکت‌ها (لااقل در میان مدت) همراه خواهد شد، وقوع تورم‌های بسیار شدید و افزایش قیمت چندبرابری ناشی از این گونه تورم‌ها، شوک‌های بزرگی را به همراه دارد که پیش‌بینی رفتار اقتصاد و بازار سرمایه پس از وقوع آنها به سادگی میسر نیست.

در شکل به برخی عوامل مؤثر بر عدد شاخص سهام اشاره کرده و گوشه‌ای از پیچیدگی تحلیل حرکت شاخص‌های بازار سهام را نمایان کرده است. همان‌طور که مشخص است، نیروهای متعددی بر شاخص کل سهام اثرگذار است که عمده آنها به خودی خود دارای آثار مثبت یا منفی بر اقتصاد نیستند. به علاوه باید توجه کرد که هر یک از عوامل ذکر شده، خود دارای پیچیدگی‌های درونی ناشی از ریشه‌ها و سطح تغییرات است. برای مثال، هر چند افزایش نرخ ارز به افزایش قیمت فروش محصولات شرکت‌های صادراتی منجر شده و اثری مثبت بر تقاضای سهام به همراه دارد، با این حال اگر ریشه افزایش نرخ ارز به دلیل نااطمینانی‌های شدید



سودآوری باشد. انتظار رشد پایدار از شاخص بازار در شرایط رکود اقتصادی منطقی نیست.

۲. توجه چندبعدی به شاخص: شرکت‌های بزرگ بازار سهام آثار بسیاری بر شاخص کل قیمتی سهام داشته و در بسیاری از موارد، رفتار قیمتی آن شرکت‌ها بر جهت‌گیری کلی سایر سهام بازار غلبه می‌یابد. از این رو نیاز است تا علاوه بر توجه به شاخص کل، شاخص‌های کل (هم‌وزن) و شاخص شناور آزاد نیز مورد توجه قرار گیرد. برای مثال هر چند در بازه ۶ ماهه تابستان و پاییز ۱۴۰۰، شاخص هم‌وزن با نزول حدود ۴٪ همراه بوده است (از ۳۷۳۱۸۶ در ابتدای تیرماه تا ۳۵۷،۷۶۵ در ابتدای دی ماه)، شاخص کل به میزان ۱۴،۵٪ افزایش یافته است (از ۱۱۸۶۹۲۱ در ابتدای تیرماه تا ۱۳۵۹۰۲۴ در ابتدای دی ماه). این مسئله نشان می‌دهد که هر چند قیمت سهام اغلب شرکت‌های بازار با کاهش مواجه بوده است (منفی بودن شاخص هم‌وزن)، با این حال رشد شرکت‌های بزرگ‌تر به حدی زیاد بوده که افت قیمتی سایر شرکت‌ها را جبران کرده است (مثبت بودن شاخص کل).

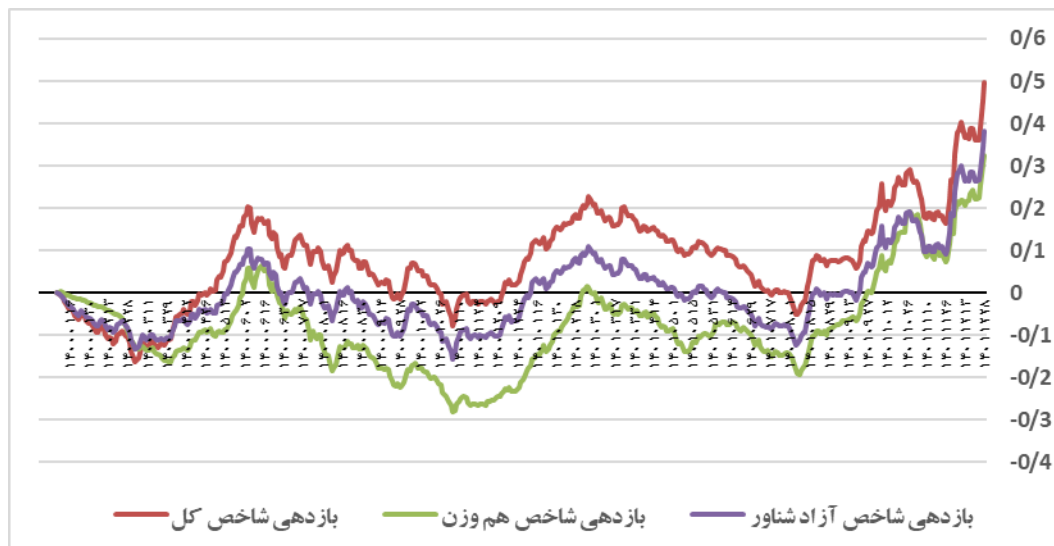
تفاوت حرکت سه شاخص کل، هم‌وزن و شناور آزاد در نمودار زیر قابل مشاهده است. همان‌طور که مشخص است، در دوره ابتدای سال ۱۴۰۰ تا انتهای ۱۴۰۱، شاخص کل (۵۰٪) رشد بیشتری در مقایسه با شاخص شناور آزاد (۳۸٪) و شاخص هم‌وزن (۳۴٪) داشته است. همان‌طور که پیش‌تر مرور شد، بدیهی است نوسانات شاخص شناور آزاد بیشترین ارتباط را با تغییر دارایی سهامداران خرد دارد.

بنابر آنچه در بخش‌های پیشین گذشت، شاخص‌های بازار سهام دارای تنوع بالایی است و عوامل متعددی نیز بر حرکت آن اثرگذار است. از این رو تحلیل وضعیت اقتصادی کشور از پنجره این شاخص‌ها، مستلزم ملاحظات بااهمیتی است:

۱. توجه به جایگاه بازار سهام و ارتباط آن با بخش واقعی اقتصاد: از جمله الزامات تحلیل شاخص کل بورس از منظر سیاست‌گذاری و حکمرانی، فهم جایگاه بازار سهام در محیط کلان اقتصادی کشور است. همان‌طور که گذشت، بازار سهام بازاری متشکل از سهام شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار است. رشد بلندمدت این شاخص در گرو عواملی از جمله افزایش سود خالص این شرکت‌هاست که خود می‌تواند متأثر از افزایش حجم تولید و فروش بنگاه، افزایش قیمت داخلی محصولات، افزایش قیمت جهانی محصولات و یا افزایش نرخ ارز است. از این رو ضروری است تا شاخص‌های بازار سهام به‌عنوان یک شاخص اقتصادی در کنار سایر شاخص‌های اقتصادی تعریف و نگریسته شود و از تحلیل صرف آن اجتناب شود. به بیانی دیگر، توجه صرف به شاخص‌های بازار سهام نمی‌تواند شناخت درست و کاملی نسبت به وضعیت کلان اقتصادی ارائه کند. همچنین، بنا بر عوامل اثرگذار بر شاخص بازار سهام که بیان شد، با فرض ثبات عوامل خارجی (مانند قیمت‌های جهانی و متغیرهای اقتصاد کلان ایران)، شاخص بازار تنها هنگامی به رشد پایدار قادر خواهد بود که بخش واقعی اقتصاد کشور در دوره رونق و افزایش



نمودار ۵. مقایسه عملکرد شاخص کل، هم‌وزن و شناور آزاد بورس تهران در بازه فروردین ۱۴۰۰ تا انتهای ۱۴۰۱
(مبنا: نخستین روز معاملات سال ۱۴۰۰)



حجم معاملات و نوسان قیمتی سهام شرکت‌ها و صنایع مختلف اشاره کرد. همچنین بررسی وضعیت قیمت سهام و سودآوری بنگاه‌های ثبت شده نزد سازمان بورس که با شاخص بهای مصرف‌کننده و یا تولیدکننده تعدیل شده است، اطلاعات مفید و بسیاری کم‌هزینه‌ای را در اختیار تصمیم‌گیران قرار خواهد داد.

۱۳. ایجاد و توسعه شاخص‌های بازار سهام: جریان آزاد اطلاعات و شفافیت شرکت‌های سهامی عام مورد معامله در بورس‌های اوراق بهادار، فرصت بی‌بدیلی در اختیار سیاستگذاران قرار داده است تا با فرآوری داده‌های این بازار، به شناخت دقیق‌تری از وضعیت کنونی اقتصاد و انتظارات فعالان اقتصادی دست یابند. برای مثال، می‌توان به شاخص‌هایی بر خاسته از

۵. دلالت‌های اقتصادی شاخص بازار سهام



نرخ ارز و با فرض عدم تغییر سایر عوامل، انتظار معامله‌گران از سوددهی آتی شرکت‌های صادراتی (که بخش بزرگی از بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند)، قیمت سهام کاهش خواهد یافت که همین به کاهش شاخص بازار سهام منجر خواهد شد.

در کنار این نکته، همچنین بهبود انتظارات متأثر از افزایش صادرات یا فروش با فرض ثبات سایر عوامل، سبب رشد قیمت سهام و رشد شاخص خواهد شد. امری که مطلوب هر اقتصادی است. در مقابل تقویت انتظار از زیان‌دهی شرکت‌های بورسی به دلیل افزایش هزینه‌های تولید یا نرخ‌های سود بانکی سبب کاهش قیمت سهام و به تبع آن، مقدار شاخص سهام می‌شود.

جدول زیر بر برخی عوامل مؤثر بر شاخص بازار سهام را نشان می‌دهد.

در حال حاضر بازار سهام نقش مهمی در نظام اقتصادی کشور دارد. علاوه بر ظرفیت‌های گسترده این بازار در تأمین مالی، افزایش نقدشوندگی دارایی‌ها و همچنین گسترش شفافیت، امروزه حضور گسترده مردم و افزایش توجهات عمومی به این بازار، به افزایش حساسیت سیاستگذاران و متولیان اقتصادی نسبت به این بازار شده است.

همان‌طور که در بخش‌های گذشته این گزارش اشاره شد، عوامل متعددی بر رشد شاخص بورس کشور اثرگذار است. در بعد بازدهی شرکت‌ها، افزایش برخی عوامل مانند نرخ ارز و نرخ تورم با فرض ثبات سایر شرایط به بهبود انتظار فعالان بازار از وضعیت سودآوری آتی شرکت‌ها و افزایش قیمت سهام شرکت‌ها و در نتیجه افزایش شاخص بازار سهام می‌شود. در حالی که افزایش دو مؤلفه مزبور (نرخ ارز و نرخ تورم) آثار منفی اقتصادی مانند کاهش قدرت خرید و رفاه اقتصادی را (با فرض ثبات سایر شرایط) در پی خواهد داشت. به‌طور مشابه، با کاهش

جدول برخی عوامل مؤثر بر شاخص بازار سهام (بافرض ثبات سایر عوامل)

ردیف	عامل مؤثر بر شاخص بازار سهام	اثر اقتصاد کلان	اثر بر بنگاه‌های اقتصادی	تأثیر بر انتظارات سرمایه‌گذاران و به تبع اثر بر شاخص بازار سهام
۱	افزایش نرخ ارز	افزایش قیمت کالاهای وارداتی (-) و صادراتی (+)	افزایش سودآوری شرکت‌های صادراتی و کاهش سودآوری شرکت‌های واردکننده مواد اولیه	بهبود انتظارات نسبت به سودآوری شرکت‌های صادراتی و افزایش شاخص بازار سهام
۲	افزایش تولید و فروش بنگاه	افزایش اشتغال (+)، افزایش درآمد ملی (+)	افزایش سودآوری شرکت‌ها	بهبود انتظارات نسبت به سودآوری شرکت‌ها و افزایش شاخص بازار سهام
۳	افزایش هزینه سرمایه	کاهش سرمایه‌گذاری (-)، رکود اقتصادی (-)	افزایش هزینه‌های مالی شرکت‌ها	تضعیف انتظارات نسبت به سودآوری شرکت‌ها و کاهش شاخص بازار سهام
۴	محدودیت‌های صادرات محصولات	کنترل قیمت‌های داخلی (+)، تقویت زنجیره تأمین صنعت در کشور در بلندمدت (+)، کاهش درآمدهای ارزی کشور در کوتاه‌مدت (-)	کاهش سودآوری شرکت‌های صادراتی، از دست دادن مشتریان خارجی، دسترسی راحت‌تر مشتریان داخلی	تضعیف انتظارات نسبت به سودآوری شرکت‌ها و کاهش شاخص بازار سهام
۵	بهبود قواعد مالکیت و حاکمیت شرکتی	افزایش کارایی تخصیصی در اقتصاد (+)، افزایش انگیزه سرمایه‌گذاری (+)	افزایش سودآوری شرکت، کاهش انواع فساد اجرایی	بهبود انتظارات نسبت به سودآوری شرکت‌ها و افزایش شاخص بازار سهام
۶	افزایش قیمت انرژی و خوراک شرکت‌های تولیدی	کاهش کسری بودجه (+) و تأمین منابع برای پرداخت یارانه نقدی، کاهش انگیزه سرمایه‌گذاری (-)	کاهش سودآوری شرکت‌ها، افزایش بهره‌وری شرکت در بلندمدت	تضعیف انتظارات نسبت به سودآوری شرکت‌ها و کاهش شاخص بازار سهام

مأخذ: تحقیق.

ارتقای این بازار نخواهد بود. سازمان بورس و اوراق بهادار موظف است تا به صورت حداکثری، در جهت حمایت از حقوق سهامداران به خصوص سهامداران خرد اقدام کند. علاوه بر این، به عنوان یک نهاد تنظیم‌گر، این سازمان باید با استفاده از ابزارهای در اختیار خود، به جلوگیری از بروز جرایم و تخلفات اقدام کند و از سوی دیگر در ارتقای کارایی بازار بکوشد. در نهایت، توسعه کیفی رقابت در نهادهای تحت نظارت سازمان از جمله بورس‌ها، مؤسسه‌های تأمین سرمایه، کارگزاری‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری جزء وظایف نهاد ناظر بازار سهام است [۲۶].

همان‌طور که گذشت، شاخص بازار سهام تحت تأثیر عوامل مختلف اقتصادی قرار داشته و این عوامل تأثیرات متراجمی بر جهت‌گیری بلندمدت شاخص بازار سهام دارند. مشخصاً همه عواملی که اثری فزاینده بر شاخص بازار سهام داشته‌اند، مفید بوده و همه عواملی که اثری کاهنده بر این بازار دارند، اثر منفی بر وضعیت کلان اقتصاد ندارند. در چنین شرایط پیچیده‌ای، نیاز است تا سیاستگذاران اقتصادی با علم به تأثیرات متقابل این عوامل و با توجه به جهت‌گیری‌ها و راهبردهای بلندمدت پیشرفت کشور، به اتخاذ تصمیمات لازم اقتصادی اقدام کنند. در نهایت گفتنی است تمام آنچه گذشت، نافی مسئولیت متولیان بازار سهام کشور (به‌طور مشخص سازمان بورس و اوراق بهادار) در حراست و

۱. علامت منفی به معنای اثر منفی بر اقتصاد کلان و علامت مثبت به معنای اثر مثبت بر اقتصاد کلان است.



بازار سهام می‌شوند که در حالت کلان اقتصادی نیز مطلوب (نامطلوب) می‌باشند. با این بیان، نمی‌توان کاهش یا افزایش شاخص بازار سهام را ملاک قطعی از وضعیت نظام مالی و یا اقتصادی در نظر داشت. بلکه ضروری است برای بررسی وضعیت کلان نظام مالی و اقتصادی کشور، شاخص بازار سهام در کنار سایر مولفه‌های کلان اقتصادی مانند نرخ ارز، نرخ تورم، نرخ بهره (سود) و موارد مشابه مورد ارزیابی و بررسی قرار گیرد. در نهایت، با عنایت به مطالب بیان شده در بخش‌های قبلی گزارش، توصیه‌های سیاستی زیر در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و آحاد مردم در رابطه با شاخص‌های بازار سهام و دلالت‌های آن در ذیل ارائه می‌گردد:

■ توجه همزمان به شاخص بازار سهام و سایر شاخص‌های اقتصادی از جمله تورم، نرخ ارز، نرخ سود بانکی، تراز تجاری و میزان تولید و فروش بنگاه‌های اقتصادی،

■ رصد شاخص‌های متعدد بازار سهام و اجتناب از تمرکز بر یک شاخص از آن،

■ طراحی و ایجاد شاخص‌های جدید بازار سهام از جمله شاخص عوامل بنیادین، شاخص نوسانات، شاخص شفافیت، شاخص هیجانات بازار. با توجه به موضوع‌های مطرح شده در این گزارش و تأثیرپذیری شاخص بازار از عوامل متعدد، پیشنهاد می‌شود در ارزیابی عملکرد وضعیت بازار سهام و سازمان بورس و اوراق بهادار، به شاخص‌هایی مانند حمایت از حقوق سهامداران، پیشگیری و مقابله با تخلفات در بازار سهام، ارتقای کارایی بازار، رعایت انصاف و شفافیت در بازار سهام، توسعه رقابت در نهادهای فعال در بازار سهام، توجه شود. بدیهی است ارزیابی موارد اشاره شده نیازمند طراحی شاخص‌های متناسب ارزیابی عملکرد و اثربخشی اقدام‌هاست.

گزارش حاضر در پی معرفی تبیین چيستی شاخص بازار سهام و دلالت‌های سیاستی آن است. بدین منظور پس از تبیین وضعیت نوسانات شاخص بازار سهام طی چند سال گذشته به معرفی ماهیت شاخص‌های سهام، نحوه محاسبه و کارکردهای آن پرداخته شد. شاخص‌های بازار سهام مشابه سایر کشورها، کارکردهای متعددی دارند که یکی از آنها نامگري وضعیت قیمت سهام بنگاه‌های بازار است.

محاسبه شاخص بازار سهام نشان می‌دهد که قیمت سهام شرکت‌های بازار مؤلفه کلیدی در آن است. لذا هر آنچه که بتواند قیمت سهام شرکت‌ها را متأثر کند، بر شاخص بازار سهام نیز مؤثر است. با این بیان، دو سطح از عوامل مؤثر بر قیمت سهام و وضعیت مالی بنگاه‌ها مورد تأکید قرار گرفت.

۱. عوامل بنیادین

۲. عوامل بازاری

متغیرهای اقتصاد جهانی، وضعیت اقتصاد کلان کشور و عوامل سطح صنعت و بنگاه به‌عنوان عوامل بنیادین و عوامل ناشی از بازارهای رقیب، سلامت بازار، مالی رفتاری به‌عنوان عوامل بازاری مورد بررسی قرار گرفتند.

هر چند رشد شاخص سهام در بلندمدت می‌تواند دلالت‌هایی از رونق و ثبات اقتصادی را به همراه داشته باشد، صرف افزایش شاخص سهام نباید هدف سیاست‌گذاران و مدیران اقتصادی کشور واقع شود. چرا که برخی عوامل که منجر به افزایش شاخص بازار سهام می‌شوند، الزاماً برای اقتصاد کشور مطلوب ارزیابی نمی‌شوند (مانند افزایش نرخ ارز). همچنین برخی عوامل که منجر به کاهش شاخص بازار سهام می‌شوند، الزاماً نمی‌توان برای وضعیت کلان اقتصاد نامطلوب ارزیابی شود (کاهش نرخ ارز). همچنین برخی عوامل اقتصادی مانند افزایش (کاهش) صادرات و کاهش سودآوری (زیان‌دهی) بنگاه‌ها منجر به افزایش (کاهش) شاخص



1. Merriam-Webster, "Index number," Merriam-Webster.com, ۲۰۲۱.
۲. آ. صادقی عدل، "بررسی عملکرد شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران با رویکردی بر شاخص‌های ارزش‌وزنی و هم‌وزن (فروردین ۱۳۹۳ تا خرداد ۱۳۹۵)،" بورس اوراق بهادار تهران؛ مدیریت تحقیق و توسعه، تهران، ۱۳۹۵.
۳. آ. صادقی عدل، "بررسی شاخص‌های اهرمی، معکوس، قرارداد آتی و کنترل ریسک و ارائه پیشنهادهایی برای بورس اوراق بهادار تهران،" معاونت توسعه بورس اوراق بهادار تهران، تهران، ۱۳۹۸.
4. A. Lo, *Adaptive Markets: Financial Evolution at the Speed of Thought*, Princeton: Princeton University Press, ۲۰۱۷.
۵. ر. راعی و ا. پویانفر، مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، تهران: انتشارات سمت، ۱۳۹۶.
۶. آ. صادقی عدل، "بررسی چگونگی طراحی و محاسبه‌ی شاخص‌های کم‌نوسان و بتای بالا،" بورس اوراق بهادار تهران؛ مدیریت تحقیق و توسعه، تهران، ۱۴۰۱.
7. Z. Bodie, A. Kane و A. Marcus, *Investment*, McGraw-Hill Education, ۲۰۲۱.
۸. سازمان بورس و اوراق بهادار، "شاخص‌های هم‌پیوند با بازده نقدی سهام: معیاری برای آزمون روایی حرکت‌های قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران،" مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، تهران، ۱۳۷۷.
9. S. Schaefer, "The First ۱۲ Dow Components: Where Are They Now?," ۱۵ ۷ ۲۰ ۱۱. Available: <https://www.forbes.com/sites/steveschaefer/۲۰۱۱/۰۷/۱۵/the-first-۱۲-dow-components-where-are-they-now/?sh=۳aa۵b۲۸ab۰۳۲>.
10. F. Russell, "FTSE RAFI™ US ۱۰۰۰ Index," FTSE Russel, London, ۲۰۲۲.
۱۱. پ. زاهدی تهرانی، "تبیین راهبرد سربایت نوسانات بازارهای سرمایه بین‌المللی بر بورس اوراق بهادار تهران،" مطالعات مدیریت راهبردی، جلد ۱۱، ۴۳-۶۵، ۱۳۹۱.
۱۲. ن. فلیجی، ت. محمدی و م. شاه کرم‌اعلی، "تحلیل تأثیر بازار بورس بین‌المللی بر بازار بورس ایران: استفاده از رهیافت سیستم دینامیکی و GARCH،" فصلنامه علوم اقتصادی، جلد ۲۷، شماره ۸، ۸۹-۱۰۶، ۱۳۹۳.
۱۳. م. رضاقلی زاده و م. آقایی، "مقایسه تأثیرپذیری بازدهی سهام صنایع منتخب صادراتی و وارداتی از نوسانات نرخ ارز،" اقتصاد پولی، مالی، جلد ۱۵، شماره ۲۵، ۹۳-۱۳۲، ۱۳۹۷.
۱۴. م. شهرازی و س. قادری، "مقایسه اثر شاخص قیمت جهانی فلزات بر بازده سهام گروه فلزات اساسی و استخراج کانه‌های فلزی: رویکرد احتمالات انتقال ثابت چرخشی مارکوف،" فصلنامه مدل‌سازی اقتصادسنجی، جلد ۱۵، شماره ۴، ۳۱-۵۸، ۱۳۹۸.
۱۵. م. کریمی، ف. صراف، ق. امام‌وردی و ع. باغانی، "همبستگی شرطی پویای نوسانات قیمت نفت و بازار سهام کشورهای حوزه خلیج فارس با تأکید بر سربایت بحران مالی،" فصلنامه اقتصاد مالی، جلد ۴۹، شماره ۱۳، ۱۰۱-۱۳۰، ۱۳۹۸.
- [۱۶] R. Gopinathan و S. Raja Sethu Durai, "Stock market and macroeconomic variables: new evidence from India," *Financial Innovation*, 29(5) pp. 1-17, 2019.
۱۷. ر. آل‌عمران و س. آل‌عمران، "بررسی تأثیر مدیریت بیش‌بایستی سیاست پولی توسط بانک مرکزی بر بازدهی کل بورس اوراق بهادار تهران،" راهبرد مدیریت مالی، جلد ۶، شماره ۲، ۱۴۱-۱۶۵، ۱۳۹۳.
۱۸. ج. سیدعبدالمجید، ا. رحیمی پور و ه. میر، "بررسی تأثیر شوک‌های ارزی بر بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران،" جستارهای اقتصادی، جلد ۲۳، ۱۳۵-۱۶۲، ۱۳۹۴.
۱۹. م. مهدی‌آبادی و ر. ا. محمدی پور، "تعیین اثر غیرخطی نرخ بهره بازار پول بر بازار سرمایه با استفاده از مدل واریانس ناهمبسته و مدل رگرسیون انتقال ملایم،" مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۲۶-۱۵۱، ۱۳۹۸.
20. T. J. o. F. a. Q. Analysis, "Short-Term Interest Rates and Stock Market Anomalies," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(3). pp. 927-961, 2017.
۲۱. م. پدرام، ش. اشیرین بخش ماسوله و آ. روستایی، "بررسی اثر نامتقارن تورم بر شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران،" دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، جلد ۲۲، شماره ۷، ۶۱-۷۵، ۱۳۹۳.
22. M. Neifar, S. Dhoubi, J. Bouhamed, F. Ben Abdallah, I. Arous, F. Ben Braiek و D. Mrabet, "The impact of macroeconomic variables on Stock market in United Kingdom," *Munich Personal RePEc Archive (MPRA)*, (pp. 1-21, 2021.
23. D. M. Kemmea, T. H. McInish و J. Zhang, "Market fairness and efficiency: Evidence from the Tokyo Stock Exchange," *Journal of Banking & Finance* (۱۳۴). pp. ۱-۱۷, ۲۰۲۲.
24. J. R. Richard, "Too Much Right Can Make a Wrong: Setting the Stage for the US Financial Crisis در *Financial Institutions and Markets*, Palgrave Macmillan, ۲۰۰۹. p. ۳۷-۶۹.
25. M. Pompian, *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Investment Strategies That Account for Investor Biases*, New York: John Wiley & Sons, ۲۰۰۶.
26. S. Milcheva, "Cross-country effects of regulatory capital arbitrage," *Journal of Banking & Finance* 37(12), pp. 329-5345, 2013.
27. N. Fernandes و M. A. Ferreira, "Insider Trading Laws and Stock Price Informativeness," *Review of Financial Studies*, 22(5), pp. 1845-1887, 2009.
۲۸. س. قادری و م. شهرازی، "اثر شاخص قیمت جهانی کامودیتیها بر بازده سهام بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد بیزینس چرخشی مارکوف،" تحقیقات مالی، جلد ۲۲، شماره ۱، ۱۰۹-۱۳۹۹.



پیوست ۱
جدول سهم‌های ۱۶ شرکت برتر در شاخص بورس تهران
(۲۰ فروردین ۱۴۰۲)

رتبه	نماد	نام	ارزش بازار (میلیارد)	سهم از شاخص
۱	فارس	صنایع پتروشیمی خلیج فارس	۶,۵۶۴,۱۹۵	٪۸,۰۱
۲	فولاد	فولاد مبارکه اصفهان	۵,۱۳۶,۰۰۰	٪۶,۲۷
۳	فملی	ملی صنایع مس ایران	۴,۹۵۰,۰۰۰	٪۶,۰۴
۴	شستا	سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی	۲,۳۰۶,۷۷۸	٪۲,۸۱
۵	کگل	معدنی و صنعتی گل‌گهر	۲,۲۸۳,۶۰۰	٪۲,۷۹
۶	تاپیکو	سرمایه‌گذاری نفت و گاز و پتروشیمی تأمین	۲,۰۹۹,۰۲۰	٪۲,۵۶
۷	شپنا	پالایش نفت اصفهان	۲,۰۲۷,۱۱۰	٪۲,۴۷
۸	کچاد	معدنی و صنعتی چادرملو	۱,۹۲۸,۸۵۰	٪۲,۳۵
۹	میدکو	توسعه معادن وص. معدنی خاورمیانه	۱,۸۲۲,۸۰۰	٪۲,۲۲
۱۰	وغدیر	سرمایه‌گذاری غدیر	۱,۸۱۹,۴۴۰	٪۲,۲۲
۱۱	پارس	پتروشیمی پارس	۱,۸۱۲,۷۹۴	٪۲,۲۱
۱۲	شبندر	پالایش نفت بندرعباس	۱,۶۲۵,۵۳۷	٪۱,۹۸
۱۳	پارسان	گسترش نفت و گاز پارسیان	۱,۵۸۳,۱۴۵	٪۱,۹۳
۱۴	وامید	گروه مدیریت سرمایه‌گذاری امید	۱,۵۱۷,۷۳۲	٪۱,۸۵
۱۵	شتران	پالایشگاه تهران	۱,۴۲۶,۴۲۵	٪۱,۷۴
۱۶	ومعادن	توسعه معادن و فلزات	۱,۳۱۴,۲۸۳	٪۱,۶۰
		مجموع	۴۰,۲۱۷,۷۰۹	٪۴۹,۱

مأخذ: تهیه شده از تارنمای بورس اوراق بهادار تهران.



مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، روبروی پارک نیاوران (ضلع جنوبی، پلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۳۰۰۰ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵ پست الکترونیک: mrc@majles.ir

وبسایت: rc.majles.ir