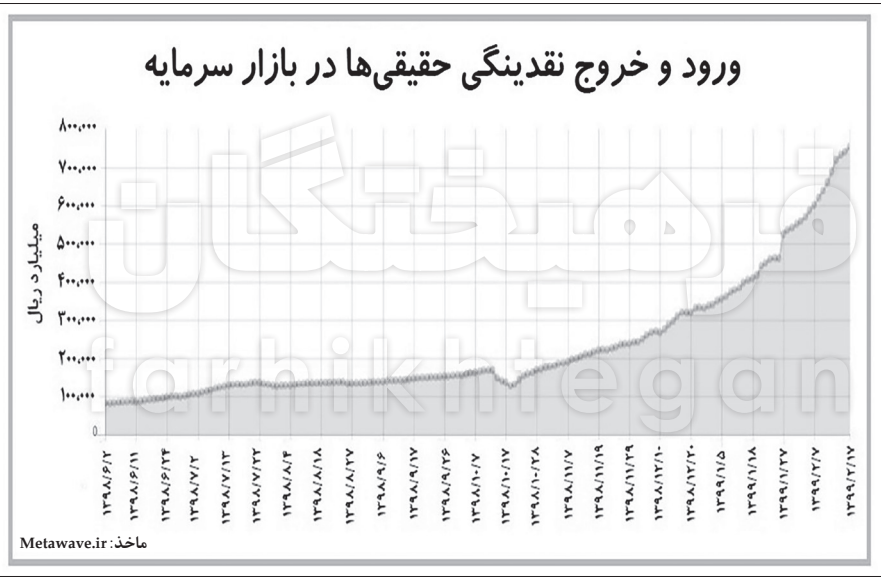
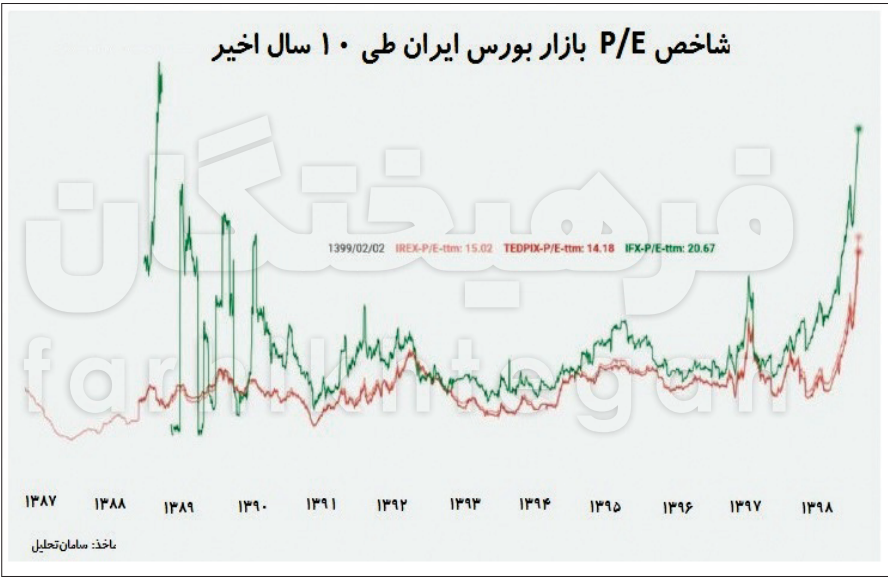




بررسی های فنی «فرهخیختگان» از بورس تهران؛ اصلاح بزرگ چگونه رخ خواهد داد

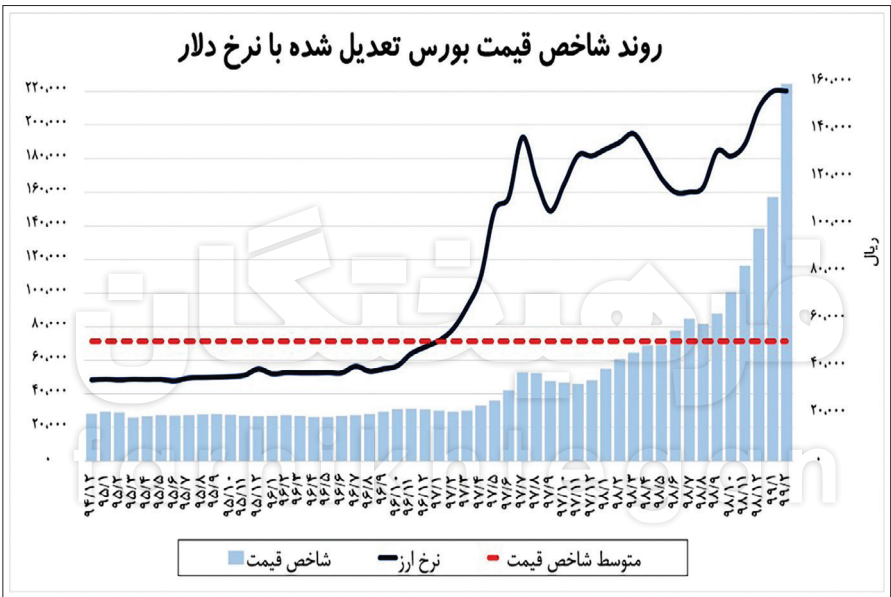
۳ شاخص ماندگاری جذابیت بورس



(P/E) و سخت بودن رشد آن می توان از بازار بورس انتظار منطقی و متعادل شدن را داشت.

نشانه های بد در شاخص قیمت به دلار

بورس تهران با حضور پررنگ شرکت های صادراتی به طور تاریخی رابطه ای مستقیم با نرخ دلار داشته است. این در حالی است که طی هفته های اخیر این معادله تغییر کرده است و یک رابطه الکلنگی را شاهدیم؛ به طوری که با وجود فتح رکوردهای جدید در بازار بورس، نرخ ارز رقم نسبتاً پایداری به خود گرفته است. بررسی ها نشان می دهد شاخص سهام به طور تاریخی و با وقفه زمانی اثر مثبتی از افزایش نرخ دلار می گیرد و طبق تحولات ارزی دو سال اخیر، شاخص دلاری بورس تهران در سطح بالایی قرار گرفته است. بنابراین، حرکت متضاد بورس و ارز در مقطع فعلی را به دو صورت می توان تحلیل کرد؛ نخست اینکه هنوز فعالان بازار سهام نسبت به پایداری نرخ ها در بازار ارز اطمینان ندارند و در نتیجه نقش تقویت کردن سهام توسط بازار ارز در کوتاه مدت بیشتر مورد توجه قرار گرفته است. تفسیر دوم اما، برداشتن غیر اقتصادی است که از نوسان نرخ ارز می توان داشت. برای درک وضعیت کنونی بازار سهام مجبور به لحاظ کردن شاخص قیمت و تعدیل آن با نرخ دلار شده ایم. علت انتخاب شاخص قیمت به جای شاخص بازدهی (سود نقدی و قیمت) این است که سود نقدی توزیع شده در مجمع به عنوان پولی است که از بازار سهام خارج شده و در محاسبات انحراف ایجاد می کند. به عبارتی دقیق تر، زمانی که قرار است ارزش فعلی یک بازار با متغیرهای کلان اقتصادی از جمله نرخ ارز مقایسه شود، انباشت سودهای نقدی که اکنون دیگر در بازار حضور ندارد، موجب خطا می شود. به طور دقیق تر از آن جهت که مسکن، دلار و نقدینگی همگی از جنس قیمت هستند، پس باید با قیمت سهام مورد مقایسه قرار گیرند. از طرفی عموماً برای آنکه بتوان مقایسه درستی به کمک داده های تاریخی داشت، باید اعداد مبنای مقایسه یکسانی داشته باشند. مثلاً ارزش اسکناس هزار تومانی در سال ۹۸ قابل مقایسه با ارزش همان اسکناس در سال ۸۸ نخواهد بود. عموماً قیمت ها را نسبت به شاخص تورم تعدیل می کنند تا بتوان به مشاهدات اقتصادی بهتری دست یافت. ضمناً با توجه به آنکه سهم شرکت های صادرات محور بورس بیش از ۵۰ درصد است و تورم اقتصاد آمریکا در این سال ها چندان بالا نبوده، تعدیل شاخص قیمت بورس با نرخ دلار نیز می تواند مبنای مناسبی برای مقایسه و تحلیل داده ها باشد. براساس آمار، نقدینگی در بهمن سال ۹۲ حدود ۵۷۵ هزار میلیارد بوده که با رشد ۴/۴ برابری به ۲۵۵۰ هزار میلیارد رسیده است، دلار نیز نسبت به زمستان سال ۹۲ که در عدد ۳۰۰۰ قرار داشته با افزایش ۴/۸ برابری به حدود ۱۶۰۰۰ رسیده است. در راستای افزایش نقدینگی و نرخ دلار، قیمت هر مترمربع مسکن در شهر تهران نیز با رشد ۴/۴ برابری از رقم سه میلیون و ۶۰۰ هزار تومان به حدود ۱۵ میلیون تومان در اردیبهشت جاری رسیده است. بر این اساس که همه متغیرهای اقتصادی حول رشد نقدینگی رشد پیدا کرده اند، شاخص کل بورس تهران از رشد ۱۱ برابری در بازه زمانی گفته شده برخوردار بوده است، اما گفته شد که به این دلیل که نقدینگی، قیمت مسکن و... همگی از جنس قیمت بوده و باید با قیمت سهام مورد مقایسه قرار گیرند، با محاسبه شاخص قیمت سهام به دلار در بازه مذکور به رشد ۴/۵ برابری می رسیم (قسمتی از آن در نمودار آورده شده است). در واقع با فرض این مساله که اثرات مربوط به رشد اقتصادی و توسعه شرکت های بورسی چندان زیاد نبوده، شاخص قیمت دلاری بورس تهران نیز نمی تواند از نقاط تعادلی خود فاصله زیادی بگیرد و پایدار بماند. بر این مبنای «فرهخیختگان» روند شاخص قیمت (TEPIX) بورس را با نرخ ارز از اسفند ۹۴ تاکنون بررسی کرده است. نتایج این مطالعه نشان می دهد وضعیت کنونی بازار سهام براساس شاخص مزبور که با نرخ دلار تعدیل شده، نگران کننده است و شاخص قیمت در حال برخورد به سقف های قیمتی خود است، چرا که نه تنها شاخص مزبور اوج بسیار زیادی گرفته، بلکه نسبت به میانگین تاریخی نیز به مراتب بالاتر است.



هم اکنون نیز ظرفیت حجم بازار را نداشته و کندی آن ممکن است به سرمایه گذاران آسیب برساند.

ورژن جدید: ۲۰ سال زمان برای بازدهی ۱۰۰ درصدی

در بازار سرمایه نسبتی به نام (P/E) وجود داشته که منظور از P در صورت آن؛ قیمت سهم و منظور از E در مخرج آن سودی بوده که سهم در یک سال خواهد ساخت. به طور ساده تر اینکه اگر سهمی داشته باشیم که قیمت هر برگه آن ۱۰۰۰ تومان باشد و سالی ۲۰ درصد؛ یعنی ۲۰۰ تومان سود بسازد، این نسبت عدد ۵ را نشان خواهد داد. از طرفی عدد ۵ موید این تعریف خواهد بود که برای یک میلیون سود از این سهم باید ۵ میلیون سهام خریداری کرد. همچنین اگر سود شرکت برای سال های متمادی عدد ثابتی باشد یا خرید سهام در این قیمت، نسبت (P/E) نشان دهنده تعداد سال هایی است که طول می کشد سود دریافتی ما به میزان مبلغ خرید ما برسد که به آن نرخ بازگشت سرمایه می گویند. این نسبت همواره با نرخ سود بدون ریسک (همانند سپرده گذاری در بانک) در یک کشور هم راستا خواهد بود؛ چرا که درغیر این صورت و با پایین تر بودن این نسبت از نرخ سود بدون ریسک، تمایل به کسب کار و فعالیت های اقتصادی کاهش پیدا کرده و عمده افراد به جای سرمایه گذاری، سرمایه خود را در بانک قرار خواهند داد.

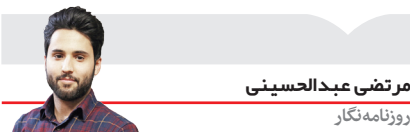
همچنین لازم به ذکر است که سوددهی یک سهم به سهام دار خود یا ناشی از گران شدن قیمت سهم (سفته بازی) بوده و یا متناسب با سود سالانه ای است که سهم یا تولید و خلق ثروت تقسیم می کند. از طرفی، برآورد نسبت (P/E) در بازار بورس و فرابورس ایران تا دوم اردیبهشت ماه اعداد ۱۵ و ۲۰ و (P/E) کل بازار نیز عدد ۱۵ را نشان می دهد که احتمال می رود با توجه به رشد خیره کننده شاخص در همین مدت کوتاه این نسبت به عدد ۱۸ تا ۲۰ نیز رسیده باشد. براساس توضیحات گفته شده این عدد نشان می دهد که در بازار بورس کشور ما ۲۰ سال طول می کشد تا فعالان بازار براساس تقسیم سودهای سالانه به صد درصد پول خود برسند، بنابراین مشخص است که چنین نسبت بالایی سرمایه گذاران را به کسب سود از طریق گران شدن قیمت سهم و یا همان سفته بازی سوق می دهد. با تمام توضیحات گفته شده این نسبت نیز تایید کننده نیازمندی بازار به «قدرت نقدینگی» بوده است و بدون آن دیگر سفته بازی ها کمتر و رشد قیمت سهام نیز کمتر خواهد شد.

جالب است بدانیم که نسبت (P/E) در بازار S&P یکی از بازار های بورس آمریکا چند سالی است در حدود ۱۵ تا ۲۵ بوده که دلیل آن هم پایین بودن تورم و نرخ ریسک تجاری در آنجاست. از طرفی بر اساس نمودار و روند رشد این نسبت در سال های مختلف، نشان می دهد که پس از هر رشد طولانی و دنباله دار، با اصلاح شاخص و مجدداً عادی بودن بازار همراه شده ایم. به عنوان نمونه در سال های ۹۰ و ۹۷ نسبت (P/E) در نزدیک ترین حالت به رقم فعلی قرار داشته که در همان سال ها با اصلاح مواجه شده اند. بنابراین با توجه به عدد بالای نسبت

از سیالی بیشتری نسبت به شبه پول (سپرده های بانکی) برخوردار است، با درصد بیشتری رشد پیدا کرده، بازار بورس را مورد توجه خود قرار داده است. در واقع بارکود بازار های موازی (مسکن، دلار، طلا و...) و عدم تغییر مولفه های بخش حقیقی اقتصاد همانند؛ تولید بیشتر، رشد اقتصادی و... پول سیال در اقتصاد به بازار بورس وارد و رشد آن را رقم زده است.

دومین نکته دریافت شده از رشد فراینده، موید نیازمندی بازار به «قدرت نقدینگی» بوده است. مفهوم قدرت نقدینگی به زبان ساده از این قرار است که؛ با لاف رفتن قیمت سهام ها در طول زمان، نقدینگی بیشتری را برای تهیه تعداد ثابتی از همان سهم در مدتی بعد طلب خواهد کرد. به این صورت که برای خرید ۱۰۰ سهم ۱۰۰۰ تومانی از سهام شرکت الف، به دلیل رشد دائمی قیمت آن نقدینگی بیشتری برای تهیه همین تعداد سهم در دو ماه بعد لازم دارد. بر همین اساس و با بررسی بازده قیمتی سهام ها می توان برآورد کرد که ۳ هزار میلیارد نقدینگی در حال حاضر قدرتی معادل با ۱۵۰۰ میلیارد در اول فروردین ماه را برای خرید سهام خواهد داشت. همین عدد معادل ۱۰۰۰ میلیارد در زمستان ۹۸ توان خرید سهام داشته و هر چه به عقب برگردیم با عدد کوچکتری روبه رو خواهیم شد. نمایی بودن تابعی می توان (دو) نمودار ورود و خروج پول حقیقی نیز از همین مساله نشات می گیرد چرا که با لاف رفتن قیمت دائمی سهام ها و پایین آمدن قدرت نقدینگی باید پول های جدید، بیشتر از پیش به بازار وارد شده تا بتوانند علاوه بر حفظ روند رشد، سرعت بیشتری نیز به آن ببخشند.

به عنوان مثال ورود پول حقیقی در بهمن ۹۸ با ثبت عدد ۵۲۸۳ میلیارد تومان برابر با کل ورودی پول در دو فصل بهار و تابستان همان سال بوده است. به طور کلی برآورد ها نشان می دهد در حدود ۱۰ تا ۱۲۰ هزار میلیارد پول حقیقی از ابتدای سال گذشته به بازار وارد شده که توانسته تا به اینجای کار رشد ۴۴۵ درصدی شاخص را رقم بزند اما به دلیل بالا رفتن هر چه بیشتر قیمت سهام ها و کمزنگ شدن «قدرت نقدینگی» برای رشدی معادل با یک پنجم رشد جاری، نیازمند همین مقدار نقدینگی خواهیم بود. با این اوصاف می توان پیش بینی کرد که رشد شاخص در ادامه سال ۹۹ از این منظر در گرو دو مولفه قرار گرفته است؛ اول بالا رفتن قدرت نقدینگی که مساوی با ورود روز افزون پول حقیقی است و دوم رکود ادامه دار بازار های موازی که مولفه قبل را پیش از پیش تقویت خواهد کرد. بنابراین با وجود اینکه ۲۸۰۰ میلیارد تومان به طور میانگین روزانه در حال اضافه شدن به کل نقدینگی است و تمامی نگاه های سیاسی نیز به بازار سرمایه جلب شده است، اما تورم مشاهده شده در بازار های موازی همچون بازار مسکن، خودرو و طلا در ۱۸۰۳ میلیارد تومان در بهار، ۳۷۲۲ میلیارد تومان در تابستان، ۴۹۱۶ و ۷۸۱۱ میلیارد تومان به ترتیب در پاییز و زمستان ۹۸ پا به عرصه معاملات بورسی گذاشته اند. این رشد فراینده نقدینگی در بازار بورس دو نکته مهم را به ما یادآوری می کند، اول اینکه نقدینگی در سطح اقتصاد افزایش یافته و از آنجا که در این افزایش، پول که



مرتضی عبدالحسینی روزنامه نگار

حباب در بازار سرمایه شاید پرتکرارترین جمله ای است که این روزها از زبان طیف گسترده ای از فعالان بازار سرمایه و البته عمدتاً از بانجره به ترها می شنویم. واقعیت امر اما در بازار های مالی کمی متفاوت است، متفاوت نه از این بابت که حباب وجود دارد یا خیر، منفرج خواهد شد یا نه؛ بلکه از این زاویه که در این بازارها همچون بازار سرمایه کشور ما استفاده از واژه «احتمال» به جای «حباب» معقولانه تر به نظر می رسد. آلن گریسن، رئیس بانک مرکزی وقت آمریکا در حین شکل گیری حباب «دات کام» حول این موضوع گفت: «تشخیص حباب کار سختی است و ما نمی دانیم حبابی وجود دارد، مگر زمانی که منفرج شود.» بر این اساس می توان از احتمال استفاده کرد.

در بررسی ابعاد فنی بورس تهران «فرهخیختگان» این کلیدواژه را محور مرکزی بحث قرار داده و با بررسی سه بعد فنی این بازار از احتمال رشد یا اصلاح و نیازمندی های آن صحبت کرده است. این نگاه فنی ثابت خواهد کرد که نسبت «پی بر ای» (P/E) بازار در عدد غیر معقول قرار گرفته است و شاخص قیمت دلاری نیز در سقف تاریخی خود به سر می برد. احتمال رشد در این شرایط تنها با ورود تصاعدی نقدینگی به بازار امکان پذیر است که از آن با نام قدرت نقدینگی یاد کرده ایم. متأسفانه یا خوشبختانه بازار های مالی کم حافظه هستند، یعنی هر قدر قیمت ها و شاخص ها بالاتر بروند، سرمایه گذار باید هر چه زودتر نگران بازده آتی خودش و مقایسه با دیگر بازار های مالی رقیب باشد. شاخص بازار بورس ایران برای رشد، عطش نقدینگی دارد که با توجه به محدود بودن رشد نقدینگی به هزار و چند دلیل بازده آتی بازار نیز ساختار سخت و منفرج می شود. اینها نشانه هایی است مبنی بر اینکه سرمایه گذاران غیر حرفه ای باید احتیاط را در بازار سرمایه حفظ کنند.

بازار برای صعود

۱۰۰ هزار میلیارد پول جدید می خواهد

اگر به ارزش گذاری شرکت ها بپردازیم احتمالاً به این نتیجه می رسیم که ترمز رشد سهام باید چند ماه قبل تر کشیده می شد، اما چند روزی است که شاخص سهام وارد کانال ۹۷۰ هزار واحدی شده است. از نگاه تحلیلی و مفروضات ذهنی (نشأت گرفته از رویه سنتی) بورس جایی برای رشد ندارد و بورس تمام سقف های تحلیلی مورد نظر را یکی پس از دیگری پشت سر گذاشته است. البته منظور از تفکر سنتی، تفکر قدیمی یا اشتباه نیست و اتفاقاً معیارهای تحلیلی معتبری که همه از آن برای ارزش گذاری استفاده می کنیم بر مبنای روش های ارزش گذاری در دنیا است، اما این معیارها در وضعیت کنونی در بورس تهران بی اعتبار شده است. حال اینکه چه زمانی دوباره بناسنت بازار به رویه سنتی یا همان عقلانیت بازگردد را باید مورد بحث قرار داد و پیش از این باید ابتدا این موضوع را پیش کشید که آیا واقعا سهام در شرایط کنونی از مسیر عقلانی و منطقی خارج شده است یا خیر. تنها توجیهی که برای وضعیت کنونی بازار سهام می توان مطرح کرد «دریای بی کران پول» است که مقاومت های پیش روی سهام را یکی پس از دیگری درهم شکسته است. «فرهخیختگان» نیز چند بار به مساله رشد پله ای نقدینگی و عبور از سقف های قیمتی اشاره کرده بود. در این میان اما برخی از موارد در تازه ترین برآوردها از ورود و خروج نقدینگی نظر ما را جلب کرد که می توان در تحلیل وضعیت کنونی سهام موثر باشد.

با نگاهی به جریان ورود و خروج پول حقیقی به بازار از ابتدای سال ۹۸ درمی یابیم که نرخ رشد این مولفه به طور فراینده ای در حال افزایش بوده است، به طوری که ۱۸۰۳ میلیارد تومان در بهار، ۳۷۲۲ میلیارد تومان در تابستان، ۴۹۱۶ و ۷۸۱۱ میلیارد تومان به ترتیب در پاییز و زمستان ۹۸ پا به عرصه معاملات بورسی گذاشته اند. این رشد فراینده نقدینگی در بازار بورس دو نکته مهم را به ما یادآوری می کند، اول اینکه نقدینگی در سطح اقتصاد افزایش یافته و از آنجا که در این افزایش، پول که

یادداشت

بورس در هفته ای که گذشت

خودنمایی گروه استخراج در بازار سرمایه

حسین جعفری

تحلیلگر بازار سرمایه

بورس اوراق بهادار تهران، هفته سوم اردیبهشت ماه نیز به رکوردزنی های خود ادامه داد تا در مواجهه با شاخص یک میلیون واحدی قرار گیرد. واکنش شاخص کل به مرز میلیونی، هیجان را چاشنی معاملات کرد و در آخرین روز معاملاتی هفته با افزایش عرضه در نمادهای کوچک و بزرگ، نهایتاً پس از مدت ها رکوردشکنی، شاخص کل منفی شد. شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران در پایان معاملات روز چهارشنبه مورخ ۱۳۹۹/۰۲/۱۷ به عدد ۹۷۷ هزار و ۹۲۳ واحد رسید که در مقایسه با پایان هفته گذشته، ۹۹ هزار و ۸۳۰ واحد، معادل ۱۱ درصد رشد را تجربه کرده است. شایان ذکر است که میانگین رشد روزانه شاخص کل نیز، ۱۹ هزار واحد است. طی هفته گذشته، روزانه به طور میانگین ۵ میلیون برگه سهم به ارزش ۹/۳ هزار میلیارد تومان در بیش از یک میلیون تعداد مبادلات، مورد مبادله قرار گرفت. ارزش معاملات بلوکی و اوراق ۸ هزار میلیارد تومان بود که نسبت به هفته پیش، بیش از ۴۶ درصد رشد را نشان می دهد. شاخص هموزن نیز با ۲۴ هزار و ۷۰۹ واحد، معادل ۸ درصد رشد نسبت به پایان هفته گذشته در ارتفاع ۳۱۰ هزار و ۳۷۶ واحد قرار گرفت.

خودنمایی گروه استخراج

طی معاملات هفته گذشته، بیشترین بازدهی مربوط به گروه استخراج کانی های فلزی با ۲۲ درصد، هتل و رستوران داری با ۱۹ درصد و گروه استخراج نفت و گاز با ۱۶/۶۷ درصد رشد و کمترین بازدهی نیز مربوط به گروه کامپیوتر با ۱۲/۰۸ درصد و چاپ با ۱۳ درصد کاهش است. همچنین بیشترین تأثیر بر رشد شاخص کل مربوط به سهام معدنی صنعتی گل گهر (کگل) با ۹۳۲۸ واحد، سهام فولاد مبارکه اصفهان (فولاد) با ۸۸۷۰ واحد و سهام صنایع پتروشیمی خلیج فارس (فارس) با ۴۵۸۲ واحد رشد و بیشترین تأثیر بر افت شاخص کل نیز مربوط به سهام گروه مینا (مینا) با ۲۳۲۱ واحد، سرمایه گذاری غدیر (غدیر) با ۷۴۲ واحد و نفت و گاز پتروشیمی تامين (تاپیکو) با ۷۳۱ واحد افت بوده است. طی هفته گذشته، میانگین روزانه معاملات خرد در حدود ۱۱ هزار میلیارد تومان و میانگین روزانه خالص پول حقیقی وارد شده ۱۳۱۸ میلیارد تومان است که نسبت به میانگین روزانه هفته قبل از آن، به ترتیب ۲۶ درصد رشد و ۵ درصد کاهش را نشان می دهد.

پالایشی ها همچنان در کانون توجه

طی هفته گذشته بیشترین ورود نقدینگی در سهام، پالایش نفت بندرعباس (شبندر) با ۶۲۰۰ میلیارد تومان، فولاد مبارکه اصفهان (فولاد) با ۶۲۰۰ میلیارد تومان و ملی صنایع مس ایران (فملی) با ۵۵۰۰ میلیارد تومان بوده است. همچنین بیشترین خروج نقدینگی نیز در سهام پتروشیمی شانزد (شازارک) با ۲۱۰۰ میلیارد تومان، خدمات انفورماتیک (رافنور) با ۹۰۰ میلیارد تومان و ایران ترانسسفو (ترانس) با ۷۰۰ میلیارد تومان اتفاق افتاده است. بنابراین طی هفته گذشته بیشترین ورود نقدینگی به ترتیب، در گروه های فلزات اساسی و فرآورده های نفتی و بیشترین خروج نقدینگی به ترتیب، در گروه های رایانه، عمده فروشی و ماشین آلات و دستگاه های برقی صورت گرفته است.

آغاز پذیرهنویسی صندوق ها

مهم ترین اخبار بازار سرمایه طی هفته گذشته را با آغاز پذیرهنویسی واحدهای صندوق سرمایه گذاری واسطه گری مالی یا همان ETF آغاز می کنیم. پذیرهنویسی این صندوق ها در قالب نماد دارا یکم از روز یکشنبه ۱۳۹۹/۰۲/۱۴ تا ۱۳۹۹/۰۲/۳۱ در بازه زمانی ۱۴ تا ۱۶ انجام می پذیرد. در همین راستا مرکز پژوهش های مجلس در گزارشی با عنوان اظهار نظر کارشناسی درباره واگذاری سهام دولت و شرکت های دولتی از طریق سازوکار صندوق های سرمایه گذاری قابل معامله (ETF) با اشاره به ایرادات متعدد اجرای این سازوکار، پیشنهاد کرد به منظور اجتناب از آثار نامناسب اقتصادی در آینده از تصمیم شتاب زده در این خصوص خودداری شده و این تصمیم برای بررسی بیشتر و اجماع کارشناسی فعلاً به تعویق افتد. همچنین رئیس جمهور با اعلام روند ادامه دار عرضه سهام شرکت های سودآور دولتی گفت: «سازمان بورس و وزارت اقتصاد باید سازوکار فروش سهام عدالت در بازار سرمایه را با زبان ساده به مردم توضیح دهند». از دیگر اخبار مهم هفته گذشته می توان به رای مجلس بابت حذف چهار صفر از پول ملی اشاره کرد. نمایندگان مجلس با کلیات لایحه حذف چهار صفر از پول ملی موافقت کردند تا طی آن هر تومان برابر ۱۰ هزار ریال محاسبه شود. رئیس بانک مرکزی با اشاره به حذف چهار صفر گفت: «به مرور زمان سکه های دو و پنج تومانی، به جای اسکناس های دو و پنج هزار تومانی وارد بازار خواهد شد.» همچنین دولت نیز کلیات تبدیل پول از ریال به تومان را تصویب کرد. در همین راستا نیز مدیرعامل بورس تهران با ارزیابی مثبت اثر حذف چهار صفر از پول ملی در بازار سرمایه گفت: «با این اتفاق دیگر ریسک چندان کمی بر سهام دارانی قیمت بسیار پایین، تحمیل نمی شود.»

