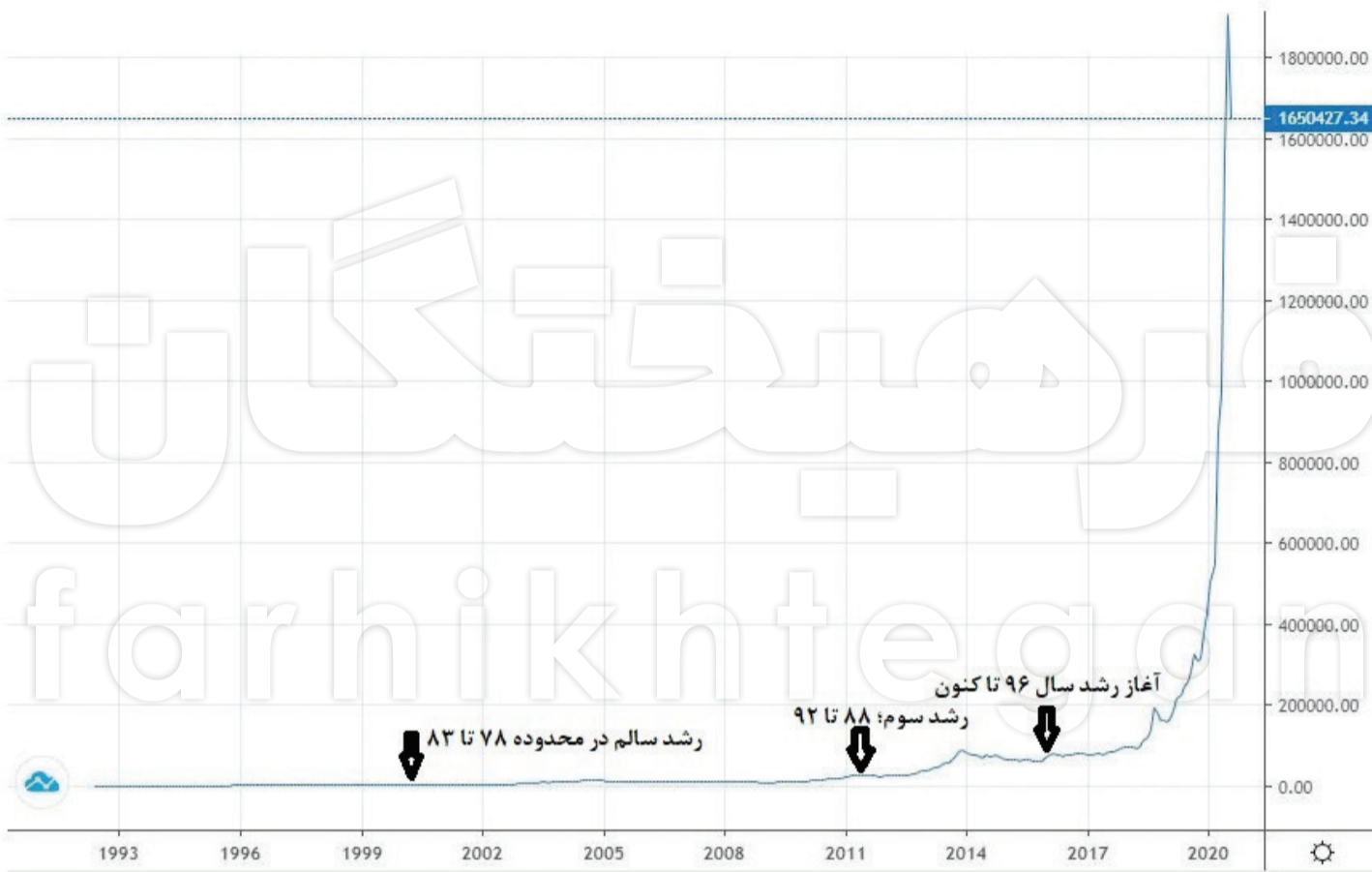




بررسی روند ۳۰ ساله بازار سهام حاکی از وجود ۴ مقطع صعودی بسیار جذاب است. پیدا کردن ریشه تاریخی این صعودهای جذاب می‌تواند به پیش‌بینی آتی بازار سهام کمک کند

روزهای تاریک و روشن بورس به کجا خواهد رسید؟

روند شاخص کل بورس ایران در ۳۰ سال اخیر و وجود چهار دوره اوج‌گیری بورس در آن



معادل ۲۵ درصد افت، روی قله یک میلیون و ۶۵۰ هزار واحدی قرار دارد. این اصلاح برای شاخص هم وزن نیز برابر با ۷۲ هزار واحد، معادل ۱۵ درصد افت است تا به کلی همه سهامداران در بهمت و حیرت فرو روند. پس از رشد ۲۹۳ درصدی بازار بورس از ابتدای سال، وقوع اصلاح قیمتی طبیعی و قابل پیش‌بینی بود، اما اصلاح قیمتی در این بازه زمانی و در این ابعاد نه طبیعی و نه قابل پیش‌بینی بود. هم‌زمانی این اصلاح با اتفاق‌های عجیب‌وغریب و سیگنال‌های منفی مختلفی که برای بازار صادر می‌شد، اصلی‌ترین دلیل عمق و شدت این اصلاح قیمتی شناخته می‌شود. به‌طور کلی اما برای بررسی چرایی ریزش اخیر و همچنین پیش‌بینی آتی بازار نیازمند بررسی روند تاریخی بازار و شناسایی آنها هستیم. بررسی‌ها نشان می‌دهد ریشه اصلی چهار صعود اساسی بازار در چهار بازه تاریخی متفاوت، فقط و فقط ناامیدی و ترس مردم از آینده اقتصادی و هجوم به بازارهای مالی برای فرار از تورم بوده است. این مساله خلاف بسیاری از اتفاقات مرسوم بازارهای بورس دنیا است که در این گزارش به‌طور کامل بررسی شده‌اند. جمعی‌بندی‌های نهایی نیز نشان می‌دهد با وجود اصلاحات اخیر بازار که دلایل آن گفته شده است، هنوز سیگنال ناامیدی و ترس از آینده فعال بوده و می‌تواند دلیلی برای رشد دیگر-اما نه به‌شدت و حدت رندهای اخیر- باشد.



مرتضی عبدالحسینی روزنامه‌نگار

درحالی‌که هنوز ۶ ماه تا انتهای سال باقی مانده است، ولی می‌توان سال ۹۹ را سال درخشان بورس نامید؛ سالی که در آن بازار بورس با رشد چشمگیری چه از لحاظ یازدهی و جذب نقدینگی و چه از لحاظ جذب افراد، سال پررونقی را پشت سر می‌گذارد. این بازار در ۲۰ مردادماه، پس از رکوردشکنی‌های پیاپی و رشد ۲۹۳ درصدی نسبت به ابتدای سال در نهایت توانست قله دو میلیون واحدی را فتح کند. اما از این تاریخ به بعد فعالان بازار با کاهش روند قیمتی و در اصطلاح بازار بورس با اصلاح قیمتی مواجه شدند. در ادبیات بازارهای مالی، اصلاح قیمتی به حرکتی گفته می‌شود که بخشی از روند غالب بازار را خنثی یا قیمت برخلاف موج اصلی حرکت می‌کند؛ از دید فعالان بازار، اصلاح قیمتی در فواصل مختلفی از سال مالی، برای رشد پایدار آتی و منطقی بازار امری ضروری محسوب می‌شود. اما آنچه اکنون در دل سهامداران ایجاد نگرانی کرده شدت و مدت زمان این اصلاح است، به‌نحوی که شاخص کل از دو میلیون و ۶۵ هزار واحد در ۲۰ مردادماه، تنها پس از گذشت ۱۰ روز معاملاتی با کاهش ۴۱۵ هزار واحدی

دلیل برای تعمیق اصلاح در یک ماه اخیر

ناظر بازار سازمان بورس در این روزهای منفی است. طبق قوانین سازمان بورس اگر نمادی بیش از ۲۰ یا ۵۰ درصد نوسان قیمت (چه درجهت کاهش و چه درجهت افزایش) به‌ترتیب طی ۵ و ۱۵ روز معاملاتی داشته باشد، مشمول توقف معاملات و بسته شدن نماد می‌شود که طی چندروز گذشته و همزمان با این نزول قیمت آنچه از سوی ناظر بازار نادیده گرفته شد، عمل به این قانون سازمان بورس بود. در نهایت نیز مشکلات هسته در کنار ناکارایی کارگزاری‌ها، میل فروش و خروج از بازار را در سهامداران تازه‌وارد تقویت کرد. به‌عنوان مثال موارد عجیب در کارگزاری مفید اعم از بلوکه شدن پول‌های مشتریان، منفی شدن قدرت خرید آنها و قطع شدن سامانه‌های معاملاتی و تحلیلی که طی هفته گذشته اتفاق افتاده است، موجب ترس در دل سهامداران و مشتریان این کارگزاری شد. البته مازاد بر اینها تسویه اعتباری شرکت‌ها و همچنین کاهش ضریب اعتباری از سوی کارگزاری‌ها تا محدوده ۱۰ درصد هم بر ریزش بازار بی‌تأثیر نبوده است، اما در مقایسه با دلایل مطرح شده از وزن کمتری بر تأثیرگذاری روی شاخص کل برخوردار بوده‌اند.

پس از جدال بین وزارت اقتصاد و وزارت نفت برای نحوه عرضه صندوق دارادوم از مجموعه صندوق‌های ETF دولتی در نهایت پس از تأیید و تکذیب‌های فراوان این صندوق امروز پنجم شهریورماه آغاز به پذیره‌نویسی می‌کند. اما آنچه از دل این تأیید و تکذیب‌های فراوان بیرون آمد، چیزی جز بی‌اعتمادی سهامداران خرد به سیستم مدیریتی کشور و روزهای قرمز بازار نبود و این سرآغازی برای نزول قیمت در بازار سرمایه بود. آغاز فروش ۳۰ درصد دوم، سهام عدالت از روز عید غدیرخیم هم عاملی دیگر برای افزایش حجم‌های فروش در نمادهای حاضر در سهام عدالت و سرایت آن به کلیات بازار بود. پس از آنکه بازار در چنین وضعیتی قرار گرفت، آنچه سهامداران از نهادهای ناظر انتظار داشتند، حمایت بازار و بازگشت به مدار صعود بود، ولی در عمل آنچه از معاملات شرکت‌های حقوقی مشاهده می‌شد، فروش عجیب و معنادار سهام در حجم بسیار زیاد در تمامی نمادهای بازار بود و تنها طی معاملات در روز گذشته این شرکت‌ها در نقش حمایت از بازار سهام ظاهر شدند. اما مورد عجیبی که صدای اکثر سهامداران خرد را نیز درآورد، عملکرد

ترس، ریشه صعود بازار در ۴ دوره

مقطع دوم بحران نفتی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۳ در بازه زمانی مذکور، قیمت جهانی نفت تحت‌تأثیر تحولات جهانی به‌شدت کاهش یافت و عملاً اقتصاد را در مرحله «بی‌درآمدی از نفت دار داد». در این دوره که می‌توان آن را سالم‌ترین دوره رشد بازارهای مالی و حتی اقتصاد خواند، سیاستگذار ارزی در ذخیره خود برای سرکوب قیمت نداشت و به‌همین دلیل اجازه رشد ملایم و طولانی آن را داد. قیمت ارز دولتی از ۱۷۵ تومان به ۹۵۰ تومان و قیمت ارز آزاد از حدود ۶۵۰ تومان به ۹۵۰ تومان رسید و پس از مدتی بساط ارز دولتی و رانت‌بگیران آن برچیده شد و قیمت ارز به‌طور رسمی تکرختی شد. همچنین یکی از طولانی‌ترین رشدها در بازار سهام به لحاظ زمانی اتفاق افتاد، تقریباً بازار پنج‌ساله را در روند صعودی طی کرد و بازار سهام از ۲۲۵ واحد به حدود ۳۴۵ واحد رسید و رشد خیره‌کننده ۴۵۵ درصدی را به‌ثبت رساند. جای این تأکید وجود دارد که در همین محدوده هم بازار سهام چندان مورد توجه نبوده و به‌روری از تورم اقتصادی جانمانده و بازدهی بالایی را به‌ثبت رسانده است. در این دوره تورم همچنان دامن اقتصاد را گرفته بود و در سال‌های پایانی با رکود اقتصادی نیز مواجه شده بود. هرچند صعود در این دوره از سالم‌ترین صعودهای بازار در طول تاریخ بود، اما باز به‌منظر می‌رسد بخش اعظمی از آن ناشی از ترس و ناامیدی مردم از آینده اقتصادی کشور بوده است.

برای پاسخ این سوال که چرا بازار در یک‌ماهه اخیر با ریزش با اصلاح همراه بوده و حدود ۴۱۵ واحد از سقف تاریخی خود یعنی دو میلیون واحد دور شده و تقریباً ۲۵ درصد از رشد خود را اصلاح کرده است، ابتدا باید به این پرسش پاسخ داد که اصلاً چرا بازار رشد کرد؟ برای یافتن جواب در آغاز باید روند تاریخی و بلندمدت شاخص کل بورس را مرور و بررسی کرد و سپس در مورد رشد ۲۴۰۰ درصدی در دو سال اخیر نظر نهایی داد. به‌طور کلی در بازارهای مالی دنیا به‌خصوص در بازار سهام کشورهای مختلف، معمولاً امیدواری به آینده و رشد اقتصادی زمان حال است که دلایلی برای صعود را فراهم می‌کنند. به‌طور مثال صعود بورس‌های آمریکا معمولاً پس از رشدهای مختلف در ابعاد متفاوت اقتصادی بوده و سقوط آن هم بعد از سقوط پارامترهای اقتصادی رقم خورده است. اما در مورد بورس تهران و فرار از فرودهای تاریخی آن می‌توان سوال بالا را این‌گونه مطرح کرد که آیا رشد دوره‌ای بازار بورس در بازه‌های تاریخی متفاوت نشأت گرفته از امیدواری فعالان بازار به آینده اقتصادی کشور یا امید آنها به رشدهای اقتصادی آینده بوده یا کاملاً برعکس این مساله، ناشی از ناامیدی به آینده و پناه بردن به مکانی برای حفظ ارزش پول است؟ بررسی‌های تاریخی نشان می‌دهد بازار سهام کشور طی ۳۰ سال اخیر در چهار مقطع با اوج گرفتن در مقایسه با مقاطع قبلی خود همراه بوده و در هر مورد دلایل متفاوت اقتصادی باعث «بانی آن شده است». با وجود این ریشه اصلی چهار دوره صعود ناامیدی-فعالان، سرمایه‌گذاران و به‌طور کلی مردم-به‌آینده اقتصادی کشور شناسایی می‌شود.

مقطع سوم دوره اغتشاشات و تحریم‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ در حدفاصل این چهار سال، اغتشاشات سال ۸۸، تحریم‌های سازمان ملل و اجرای طرح هدفمندسازی یارانه‌ها از مهم‌ترین اتفاقات تأثیرگذار بر متغیرهای اقتصادی کشور بود. این دوره را فعالان اقتصادی به دلیل نزدیکی زمانی به‌خوبی به یاد دارند. در محدوده این سال‌ها مردم تحت شرایط پیچیده اقتصادی به بازارهای مالی پناه بردند که بورس یکی از آنها بود. تورم ۳۰ و ۳۵ درصدی به‌ترتیب در سال‌های ۹۱ و ۹۲ اوضاع را بیش از پیش به‌هم ریخته و برای اولین بار کشور در رکود تومری عظیمی قرار گرفته بود. ترس و نااطمینانی اقتصادی در این دوره آنقدر بالا بود که برای اولین بار بورس بیش از گذشته مورد توجه رسانه‌ها و مردم قرار گرفته و میزبان سرمایه‌های عظیمی به‌نسبت نقدینگی آن سال‌ها بود. مشخص است که در این دوره هم بازار بورس بر اساس ناامیدی مردم از آینده اقتصادی که به‌جهت حفظ ارزش پول خود به آن پناه برده بودند، متوجه رشدهای بالایی شد. شاخص کل طی این سال‌ها با صعود از محدوده ۹۹۰ واحد به رقم ۸۸۱۹۹ واحد ارتقا یافت و بازده ۸۰۰ درصدی را متوجه سهامداران خود کرد. نکته بسیار قابل‌تأمل در تیرماه ۱۳۹۲، ریزش ۳۰ هزار واحدی بازار (در مقیاس آن زمان در نظر گرفته شود) تا تیرماه ۱۳۹۴ بود. تحت‌تأثیر این ریزش بلندمدت بسیاری از سرمایه‌گذاران به‌همراه سرمایه‌هایشان از بازار خارج شده و عده زیادی متحمل ضررهای هنگفتی شدند. جالب اینکه حتی امضای توافقنامه برجام در ۲۴ تیرماه ۹۴ نیز به کمک بازار نیامد و پس از آن هم بازار با ریزش‌های مقطعی مواجه بود. نکته بسیار قابل‌تأمل عدم رشد بازار تحت‌تأثیر خبر بسیار خوب آن‌روزها یعنی برجام است که لااقل در ابتدا بسیاری از مردم به تحولات ناشی از آن دل بسته بودند. این نکته موید آن است که تنها التهاب و ناامیدی است که تا به اینجای کار ضامن صعودهای بازار بورس بوده است.

آینده بازار چه می‌شود؟

روز گذشته بازار سهام با صعود ۴۱ هزار واحدی بخشی از افت ۲۵ درصدی در سه هفته اخیر را جبران کرد، اما همچنان ابهام مهم برای فعالان بازار چگونگی روند بازار در روزها و ماه‌های آتی است. همان‌طور که پیش‌تر گفته شد، ریشه اصلی تقویت بازار سهام همیشه ناامیدی و ترس مردم از آینده اقتصادی بوده است، بنابراین برای پیش‌بینی بازار سهام باید به دنبال بررسی متغیرهایی باشیم که این مساله را تحریک می‌کنند. در چندروز اخیر بازار با خروج حداقل ۱۲ هزار میلیارد از سرمایه‌های حقیقی همراه بوده، اما این رقم با همان سرعتی که خارج شده است، می‌تواند مجدداً وارد بازار سرمایه شود. بنابراین در حال حاضر باید به دنبال متغیرهای اساسی‌تر بود. در حال حاضر بازار سهام در قیمتی متعادل با دیگر بازارها قرار گرفته و اصلاح ۲۵ درصدی اخیر منجر به اصلاح بعضاً ۸۰ تا ۱۰۰ درصدی برخی نمادها شده است. این امر می‌تواند به این معنی باشد که برخی نمادها پس از مدت‌ها به قیمت‌های ارزنده‌ای نزدیک شده‌اند و می‌توانند فرصت مناسبی برای خرید باشند، اما باید به این مساله توجه کرد که همچنان خرید شرکت‌هایی با صورت‌ها و بنیادهای نامناسب مالی می‌تواند ریسک بسیاری برای فعالان را به وجود آورد. اکنون با وجود تورم انتظاری ۵۵ درصدی در سطح اقتصاد و کند بودن بخش حقیقی، امیدواری به صعود بازار بی‌راه نخواهد بود، اما باید به این مساله توجه داشت که در روزها و ماه‌های آتی اگر بازار سهام با عرضه سهام‌های بیشتر دولتی و دیگر بنگاه‌ها همراه باشد، به‌طور قطع از صعودهای چند درصدی در روز خبری نخواهد بود و بازار رنگ تعادل را به‌خود خواهد دید. اما نکته لازم برای تازه‌واردها- که در روزهای اخیر مورد توجه بود- فعالیت مناسب صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. بسیاری از ناآشنایان به‌قواعد پایه‌ای بازار سرمایه در یک ماه اخیر مجبور به ترک بازار با ضررهای هنگفتی بوده‌اند، این درحالی‌که بوده که بسیاری از مردم که سرمایه‌های خود را به صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سهام سپرده بودند، چندان ضرری را متوجه خود ندیدند.

روز گذشته بازار سهام با صعود ۴۱ هزار واحدی بخشی از افت ۲۵ درصدی در سه هفته اخیر را جبران کرد، اما همچنان ابهام مهم برای فعالان بازار چگونگی روند بازار در روزها و ماه‌های آتی است. همان‌طور که پیش‌تر گفته شد، ریشه اصلی تقویت بازار سهام همیشه ناامیدی و ترس مردم از آینده اقتصادی بوده است، بنابراین برای پیش‌بینی بازار سهام باید به دنبال بررسی متغیرهایی باشیم که این مساله را تحریک می‌کنند. در چندروز اخیر بازار با خروج حداقل ۱۲ هزار میلیارد از سرمایه‌های حقیقی همراه بوده، اما این رقم با همان سرعتی که خارج شده است، می‌تواند مجدداً وارد بازار سرمایه شود. بنابراین در حال حاضر باید به دنبال متغیرهای اساسی‌تر بود. در حال حاضر بازار سهام در قیمتی متعادل با دیگر بازارها قرار گرفته و اصلاح ۲۵ درصدی اخیر منجر به اصلاح بعضاً ۸۰ تا ۱۰۰ درصدی برخی نمادها شده است. این امر می‌تواند به این معنی باشد که برخی نمادها پس از مدت‌ها به قیمت‌های ارزنده‌ای نزدیک شده‌اند و می‌توانند فرصت مناسبی برای خرید باشند، اما باید به این مساله توجه کرد که همچنان خرید شرکت‌هایی با صورت‌ها و بنیادهای نامناسب مالی می‌تواند ریسک بسیاری برای فعالان را به وجود آورد. اکنون با وجود تورم انتظاری ۵۵ درصدی در سطح اقتصاد و کند بودن بخش حقیقی، امیدواری به صعود بازار بی‌راه نخواهد بود، اما باید به این مساله توجه داشت که در روزها و ماه‌های آتی اگر بازار سهام با عرضه سهام‌های بیشتر دولتی و دیگر بنگاه‌ها همراه باشد، به‌طور قطع از صعودهای چند درصدی در روز خبری نخواهد بود و بازار رنگ تعادل را به‌خود خواهد دید. اما نکته لازم برای تازه‌واردها- که در روزهای اخیر مورد توجه بود- فعالیت مناسب صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. بسیاری از ناآشنایان به‌قواعد پایه‌ای بازار سرمایه در یک ماه اخیر مجبور به ترک بازار با ضررهای هنگفتی بوده‌اند، این درحالی‌که بوده که بسیاری از مردم که سرمایه‌های خود را به صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سهام سپرده بودند، چندان ضرری را متوجه خود ندیدند.

