تحولات سیاسی- رفتار سهامداران

رفیعی امام، علی نقی

افزایش یافته،قیمت پایین می‏آید.هنگامی نیز که عوامل‏ ریسک کم می‏شوند،نرخ تنزیل پایین می‏آید و قیمت‏ سهام افزایش می‏یابد و این خود مصداق گویایی از عملکرد منطقی مردم است.اما به سادگی حاضر به قبول‏ نظریه حباب قیمتی برای تبیین رفتار قیمت سهام در دو سال گذشته نیستم.به ویژه به این دلیل که فرایند حباب‏ قیمتی در نظریه مالی تعریف مشخص و معیار سنجش‏ خود را دارد.می‏توان پذیرفت که ارزشیابی صورت‏ گرفته بسیار خوشبینانه بوده است،ولی کاربرد اصطلاح‏ حباب به نظرم تا حدودی افراطی است.اگر افق رشد اقتصاد ما را رشد 7 یا 8 درصد در نظر بگیریم آن‏گاه قائل‏ شدن نسبت 10 میان قیمت و سود بیانگر وجود سهام‏ گران نیست.تأکید می‏کنم که خوشبینانه بودن قیمت‏ها به معنای حباب قیمت نیست.

کنترل دستوری و محبوس‏ بودن سهام یگانه عامل‏ افزایش قیمت سهام نبود. سهام در ایران زیر قیمت‏ بود و این امر مزید علت شد

دهه 1374-1384

در بررسی دهه 1374-1384،البته به شرط نادیده‏ انگاشتن بحران در سیاست خارجی،وضع پیشرفت‏ کرده است.این درست است که امروز هم سیاست‏ انبساط مالی و پولی به اجرا در می‏آید،اما اکنون در شرایط فراوانی ارز به سر می‏بریم و آن زمان چندان ارزی در اختیارمان نبود.اگر در سال 74 نیز به مقدار امروزی ارز در اختیار داشتیم نرخ تورم،به دلیل افزایش عرضه کل، چندان افزایش نمی‏یافت.

در پاسخ به این پرسش که تحریم چه تاثیری بر اقتصاد خواهد گذشت نیز باید گفت که این امر به نوع تحریم‏ بستگی دارد.اگر تهدید در حرف و نمادین باشد فشار تورمی،با فرض ثابت ماندن سایر عوامل،افزایش‏ نخواهد یافت؛زیرا مردم خواهند کوشید که بر نقدینگی‏ خود به صورت ارز و طلا بیفزایند.به بیان دیگر در شرایط تحریم سمبولیک بورس روند کنونی را ادامه خواهد داد، اما سرعت کاهش قیمت‏ها کمتر خواهد بود.

در عین حال به نظر نمی‏رسد برنامه خصوصی سازی‏ وسیعی در پیش باشد و از همین رو فشار عرضه سهام‏ جدید بر شاخص نیز کمتر خواهد بود.

فراز و فرود بورس در ساله‏های 83 و 84 به روشنی نشان دهنده آن است

 علینقی رفیعی امام

در صورت تحریم،نه تنها سود پیش بینی شده شرکت‏ها نیز مخدوش خواهد شد،بلکه‏ سهامداران خواهند کوشید به جای‏ توسل به دارایی با بازده زیاد به دارایی‏هایی با قدرت نقد شوندگی بالا روی آورند

عملکرد بورس را در سال 84 نمی‏توان جدا از سال‏های‏ قبل و یا بدون تاثیرگذاری بر سال 85 بررسی کرد.

بورس در آغاز سال 84 حدود 8/11 درصد شاخص‏ منفی داشت.البته این روند منفی از حدود ماه‏های تیر و مرداد سال 83 شروع شده بود.در سال 82 نرخ رشد مثبت بود.اگر روند امور دقت بررسی شود در می‏یابیم که‏ اوضاع به تدریج از شهریور 82 و در پی گزارشی از وضعیت ایران در زمینه انرژی هسته‏ای بحرانی شد.در واقع صدور قطعنامه شورای حکام آژانس بین‏المللی‏ انرژی هسته‏ای را می‏توان سرآغاز حرکت‏های منفی‏ بورس دانست.در این میان نباید رشد 120 درصدی بر اثر عوامل درون سازمانی و رشد 95 درصدی در چهار ماه اول‏ سال 82 را از یاد برد.به همین‏ دلیل و نیز حساسیت اوضاع،از همان زمان سیاست حجم مبنا در بورس به کار گرفته شد تا با اجرای آن از ریزش سهام‏ جلوگیری شود.

در سال 83 عمدتا عوامل‏ درون سازمانی توانستند تعادل بورس را حفظ کنند. البته وقفه‏های مثبت و منفی نیز وجود داشتند.در سال 83 بیشتر نوسان بر بورس حاکم بود،تا آنکه از تاریخ 24 آذر همان سال روند منفی حاکم شکل گرفت و عوامل‏ درون سازمانی هم نتوانستند شاخص،و حتی حجم مبنا را،مهار کنند.در آن زمان،برای مهار وضعیت پیش آمده‏ حتی از نوسان منفی 5 درصدی قیمت جلوگیری شد، اما توفیقی حاصل نشد.از زمان آغاز روند منفی تا 25 اسفند شاخص حدود 8/11 منفی شد و در چنین‏ وضعیتی وارد 84 شد.

عوامل درون سازمانی

در دوره دبیرکلی آقای میرمطهری بر بورس دامنه تغییر قیمت روزانه سهام به اضافه/ منهای‏"یک درصد"تعیین شد. اما در دوره دبیرکلی آقای‏ عبده دامنه نوسان به 5 درصد افزایش یافت.این امر سبب‏ گردید در چهار ماه اول سال‏ 82 حدود 95 درصد شاخص‏ رشد کند؛به بیان دیگر قیمت‏ سهام در یک روز 5 درصد افزایش یافت.این امر در نهایت‏ سبب به کار گرفتن حجم مبنا در تعیین قیمت پایانی شد.به‏ این ترتیب حجم مبنا بیشتر از از آنجا که حدود 72 درصد بازار در کنترل دولت و شرکت‏های دولتی است‏ نماد خیلی از سهام بسته‏ شد تا از تأثیر منفی افت‏ قیمت آن‏ها بر شاخص‏ کاسته شود آنکه علت باشد معلول عوامل سه ماه قبل بود.

در اوضاع طبیعی و عادی بودن عوامل،شاخص کل‏ قیمت در تیر ماه(پایان بهار)افزایش و در شهریور و یا آخر سال(به دلیل نیاز مردم به پول)کاهش می‏یابد.در آغاز سال 84 شاهد همین روند بودیم به خصوص آنکه به دلیل‏ چشم‏انداز مثبت مباحث هسته‏ای در فاصله یک ماهه‏ 25 اسفند 83 تا 29 فروردین 84 شاخص قیمت‏ها 98/5 درصد افزایش یافت.

البته فضای روانی حاکم بر بورس را نمی‏توان تنها دلیل‏ رشد حدود 6 درصدی فروردین ماه دانست.در 20 فروردین 84،اظهار نظر رئیس جمهور اتریش درباره عدم‏ مخالفت اکید اتحادیه اروپا با استفاده ایران از انرژی‏ هسته‏ای سبب تقویت فضای روانی حاکم بر بورس بود و امید بهبود اوضاع بازار را تقویت کرد(ناحیه A نمودار). گرچه با این اظهار نظر رییس دوره‏ای اتحادیه اروپا شیب‏ شاخص تغییر کرد،ولی این تغییر چندان پایدار نماند. اظهار نظر نامزدهای انتخابات ریاست جمهوری و نیز عدم‏ تداوم بیان مواضعی همچون اظهار نظر اتریش،سبب‏ ناپایداری روند مثبت و بازگشت به روند منفی شد؛ روندی که از 29 فروردین آغاز شد و تا 27 خرداد و سوم‏ تیر ادامه یافت.

رویداد خاصی که در سال 84 سبب کاهش شاخص‏ شد موضوع انتخابات ریاست جمهوری بود.چرا که مسأله‏ انرژی هسته‏ای از نیمه سال 82 شروع شده بود.در واقع تا آن زمان مثبت شدن بازار نزد سهامداران معنایی جز در بهبود موقعیت هسته‏ای ایران نمی‏یافت و در واقع مسأله‏ هسته‏ای پیش از آن اثرات خود را بر جای نهاده بود.

در فاصله 27خرداد تا دوم تیر،یعنی در فاصله یک‏ هفته‏ای میان مرحله‏های اول و دوم انتخابات ریاست‏ جمهوری نهم،تصورها بر پیروزی یکی از کاندیداهای‏ طرفدار فعالیت بورس استوار بود.بر پایه چنین انتظاری‏ جوی مثبت بر بازار حاکم گردید و سبب شد شاخص‏ حدود 21/0 درصد مثبت شود.(ناحیه B )باور به حل و فصل موضوع هسته‏ای نیز مزید بر علت بود.

با اعلام نتیجه انتخابات روند منفی بار دیگر آغاز شد و دقیقا تا 28 تیر ماه ادامه یافت.در این زمان کوشش‏ گردید با اعمال کنترل داخل سازمانی بورس از حالت‏ منفی خارج شود.

در بررسی میزان تاثیر شکل‏گیری دولت جدید بر بازار نیز باید خاطر نشان کرد که از تاریخ دوم تیز ماه 84،که‏ روند منفی بار دیگر آغاز شد تا 9 مرداد 84،یعنی اعلام‏ اولتیماتوم ایران به از سرگیری فعالیت تاسیسات‏ هسته‏ای UCF اصفهان با نظارت آژانس از 10 مرداد 84، و نیز تغییر تیم مذاکره کننده وضع به گونه‏ای پیش رفت‏

تغییرات کلی شاخص‏ها در سال 1384

 در سال 83 عمدتا عوامل‏ درون سازمانی توانستند تعادل بورس را حفظ کنند. البته وقفه‏های مثبت و منفی‏ نیز وجود داشتند

که شاخص کل در روزهای 10 11 مرداد بیش از دو درصد کاهش یافت.

در 23 مرداد نیز کابینه جدید دولت مشخص گردید، طی چهار روز کاری بورس،شاخص کل حدود 5/4 درصد کاهش یافت.می‏توان گفت بیشترین میزان‏ کاهش روزانه شاخص کل در تاریخ بورس تهران مربوط به همین دو مورد بوده است.در مجموع شاخص کل از

روند شاخص کل از ابتدای سال 1384 تا پایان سال 1384

 دوم تیر ماه 84(با اعلام نتیجه انتخابات ریاست‏ جمهوری)تا 27 مرداد 1384 حدود 5/14 درصد منفی شد (هر چند در این مدت نماد برخی از شرکت‏ها نیز باز شد، اما از رهگذر آن نتیجه چندان مثبتی به دست نیامد.در حالی‏ که اگر جوی مثبت بر بازار حاکم بود بازگشایی نماد این‏ شرکت‏ها می‏توانست،همچون باز شدن نماد شرکت‏ها در سال 1382،سبب افزایش شاخص کل گردد).

در نتیجه کاهش 8 تا 9 درصد شاخص را باید نتیجه دو رویداد انتخابات ریاست جمهوری و تشکیل کابینه و نیز مسائل انرژی هسته‏ای دانست.

در نهم آبان 84 آقای دکتر عبده بسیار کوشید،حتی با دستکاری،شاخص سهام به زیر 10 هزار(سطح روانی‏ بازار)واحد سقوط نکند،اما در نهایت و در تاریخ نهم‏ آبان 84 شاخص به زیر 10 هزار سقوط کرد.وضع به‏ گونه‏ای بود که بسیاری گمان می‏کردند بازار فرو بپاشد و فلج شود.این روند منفی ادامه یافت تا دوم آذر 84 که‏ بر خلاف تصور همگان در نشست پاییزی شورای حکام‏ قطعنامه‏ای درباره ایران صادر نشد.در مقابل کشورهای‏ اروپایی پیشنهاد مذاکره خود را با ایران تکرار کردند و طرح روسیه به ایران در مورد غنی سازی اورانیوم در خاک در نهایت حجم مبنا در تعیین قیمت پایانی‏ به کار گرفته شد. به این ترتیب حجم‏ مبنا بیشتر از آنکه‏ علت باشد معلول‏ عوامل سه ماه قبل بود

آن کشور مطرح گردید.این دو رخداد سبب گردید که‏ بار دیگر فضای مثبت آغاز سال 84،تجدید شود، شاخص حدود 5/6 درصد افزایش یابد و مردم خرید سهام را آغاز کنند.

این رشد با تغییر دبیرکل بورس همزمان شد.دو روز مانده به برگزاری نشست و ارائه پیشنهاد روسیه آقای‏ صالح آبادی مسئولیت بورس را بر عهده گرفت.به بیان‏ دیگر ایشان در همان آغاز کار از شانس فضای مثبت‏ ایجاد شده برخوردار شد.

تا قبل از نهم آبان 84 آقای عبده بسیار تلاش کرد تا مردم را به خرید سهام ترغیب کند.حتی بازارگردانی نیز آغاز شده بود،اما در واقع پس از طرح پیشنهاد روسیه بود که فضای مثبت بر بورس ایجاد شد و شاخص قیمت‏ سهام بار دیگر از مرز 10 هزار واحد فراتر رفت.فضای‏ مثبت تا 14 آذر ادامه یافت؛چندان که رشد شاخص به‏ 59/6 درصد رسید.با شروع تهدیدها از سوی آمریکا و اروپا بار دیگر بازار روند نزولی از سر گرفت.در این‏ مرحله سازمان بورس به شرکت‏های خارجی اجازه داد تا سقف 250 میلیون دلار از سهام بورس را خریداری‏ کنند.بر اساس آیین نامه،شرکت‏های خارجی می‏توانند 10 درصد کل بازار و 10 درصد هر سهم را تا سه سال‏ خریداری کنند.هدف آن بود که با طرح ورود شرکت‏های خارجی به بورس،فضا مثبت شده و مردم‏ به خرید سهام تمایل یابند.این تلاش هم کارساز نشد، زیرا خارجی‏ها بر اساس تحلیل‏های تکنیکی خود به‏ این نتیجه رسیده بودند که روند کاهش شاخص تا 8 هزار و 500 واحد ادامه می‏یابد.البته اگر کنترل‏هایی که اعمال‏ شد صورت نمی‏گرفت شاخص تا این سطرح هم کاهش‏ می‏یافت.با این حال،باز هم در تاریخ 16 بهمن 84 شاخص کل به زیر 10 هزار واحد سقوط کرد.

از آنجا که حدود 72 درصد بازار در کنترل دولت و شرکت‏های دولتی است نماد خیلی از سهام بسته شد تا از تأثیر منفی افت قیمت آن‏ها بر شاخص کاسته شود. در نهایت در ماه‏های پایانی سال 84(اواخر بهمن ماه) دامنه نوسان قیمت دوباره محدود شد و از 10 درصد به‏ اگر با توجه به شاخص‏ "پی ای‏"بازار باز گذاشته شود و قیمت کمی‏ دیگر پایین بیاید مردم‏ با توجه به هزینه فایده‏ به خرید سهم‏ خواهند پرداخت

4 درصد کاهش یافت تا از طریق آن بتوان مانع ریزش‏ شاخص شد.

در بررسی وضعیت بازار در سال 84 در می‏یابیم که‏ افزایش و یا کاهش مبتنی بر تحولات در عرصه انرژی‏ هسته‏ای بوده است.جالب آنکه رفتار سهامداران در این‏ مدت نیز کاملا عقلایی و بر اساس اطلاعات به دست‏ آمده از بازار عمل صورت گرفته است.در واقع‏ سهامداران بر اساس نشانه‏های موجود و انتظارات شکل‏ گرفته نسبت به آینده بازار به خرید و یا فروش سهام اقدام‏ کرده‏اند و همین سبب شکل‏گیری روندهای مثبت و یا منفی در بازار شده است.دقیقا در دو ناحیه،که در نمودار با حروف A و C مشخص شده است،انتظارات شکل‏ گرفته از آینده به دلیل بهبود اوضاع پرونده هسته‏ای ایران‏ و اقبال سهامداران به خرید سهام سبب گردیده تا بازار روندی صعودی بیابد.

در حالت کلی همان طور که جدول نشان می‏دهد،از ابتدای سال 1384 تا پایان 14 اسفند 84،شاخص کل‏ بیش از 18 درصد کاهش یافت.شاخص بازده نقدی نیز بیش از 10 درصد مثبت و نشان‏دهنده سود نقدی بود که‏ نصیب سهامداران شد.شاخص بازده نقدی و قیمت نیز حدود 10 درصد منفی بود که در نتیجه کاهش قیمت‏ سهام و ارزش بازار است.

چشم‏انداز سال 85،با توجه به سهم بخش‏های‏ عمرانی در بودجه سال 85،که امکان جذب آن وجود ندارد،می‏تواند تورمی باشد.در سال 74 هم نرخ تورم‏ بسیار بالا و حدود 49 درصد بود.در نتیجه بورس از رشد حبابی برخوردار گردید.در سال 81 نرخ تورم‏ پایین بود،اما بر اثر رشد نقدینگی،شکاف میان رشد نقدینگی،تورم و تولید ناخالص ملی شکل گرفت و این امر در نهایت به یکی از عوامل افزایش شاخص در سال 82 تبدیل شد.

درست است که اکنون ساختار اقتصادی کشور و بورس با سال 74 متفاوت و از توان بیشتری برخوردار است.اگر با توجه به شاخص‏"پی ای‏"بازار باز گذاشته‏ شود و قیمت کمی دیگر پایین بیاید مردم با توجه به هزینه‏ فایده به خرید سهم خواهند پرداخت.اما در حالت کلی‏ بودجه سال 85 می‏تواند تاثیری مثبت بر بازار داشته باشد.

اما در صورت تحریم،نه تنها سود پیش‏بینی شده‏ شرکت‏ها نیز مخدوش خواهد شد،بلکه سهامداران‏ خواهند کوشید به جای توسل به دارایی با بازده زیاد به‏ دارایی‏هایی با قدرت نقد شوندگی بالا روی آورند.این‏ وضعیت تاثیری منفی بر صنایع خواهد داشت و حاصل‏ آن چیزی جز خروج سهامداران از بازار و کاهش ارزش‏ بازار نیست.