

واکاوی عوامل موثر بر رشد اخیر بازار سرمایه و چشم‌انداز آتی آن:

با خروج شاخص از سطح ۸۹ هزار و ۵۰۰ واحدی در دی ماه سال ۹۲، بازار سرمایه سخت‌ترین دوره رکود تاریخی خود را آغاز نمود، این رکود تاکنون دو سال به طول انجامیده گرچه با اجرایی شدن توافق هسته‌ای و لغو تحریم‌های بین‌المللی از دی‌ماه ۹۴، حال و هوای بازار سهام تهران تا حدودی دگرگون شده و با ورود شاخص به سطح ۶۱ هزار و ۷۰۰ واحدی در ۱۰ دی ماه سال ۹۴ این رکود تا حدودی تغییر مسیر داده است.

در این دو سال، بازار سهام در یک روند نزولی، ۳۱ درصد از ارزش ثروت سهامداران را کاست که در مقایسه با هزینه فرصت سالانه حداقل ۲۰ درصدی سپرده‌های بانکی، عمق زیان واقعی سرمایه‌گذاران بازار سرمایه به خوبی قابل تصور است.

با تغییر روند بازار سرمایه و جو حاکم بر تالار شیشه‌ای در ۱۱ دی ماه ۹۴ رشد چشمگیر ۲۵ درصدی شاخص در مدت حدوداً یک ماه و رشد ۳۲ درصدی آن در بازه زمانی ۳ ماهه رقم خورد. بطوریکه شاخص کل از سطح ۶۱ هزار و ۷۰۰ واحدی (در ۱۱ دی‌ماه ۹۴) با خیزی حیرت‌آور و باور نکردنی تا قله ۸۱ هزار و ۵۳۶ واحدی در ۱۱ فروردین‌ماه ۹۵ صعود کرد. امری که به بازدهی خیره‌کننده ۳۲ درصدی بورس تهران، جبران زیان گذشته و احراز رتبه نخست بورس در مقیاس جهانی انجامید.

از آنجا که این رشد تا حدودی احساسی و بدون عوامل بنیادی شکل گرفت، بورس تهران بعد از ۱۱ فروردین‌ماه سال جاری و اتمام تعطیلات نوروزی، به سمت اصلاح قیمت‌ها و شاخص‌ها گام برداشت و بازار سرمایه در حالی سال ۹۵ را آغاز نمود که در حال گذر از کانال ۸۱ هزار واحدی بود ولی نتوانست به سمت شکست این کانال گام بردارد و با شیب زیادی افت کرد. ریزش شاخص کل تا جایی ادامه یافت که در آخرین روزهای فصل بهار تالار شیشه‌ای مقادیر ۷۲ هزار واحدی را نیز لمس کرد و این روند نزولی تا ۳۱ تیرماه سال جاری ادامه یافت و شاخص کل را با رساندن به سطح ۷۳ هزار و ۷۰۰ واحدی با ۱۰ درصد کاهش همراه نمود.

بورس تهران که از نیمه دوم فروردین‌ماه تا اواخر تیرماه سال جاری در گیرودار تجربه یک روند فرسایشی بود، همزمان با پایان فصل مجامع، فضای مثبتی را به خود دید و در ادامه تحت تأثیر حمایت معامله‌گران حقوقی به یکباره وارد مدار صعودی شد و بسیاری از فعالان تالار شیشه‌ای را غافلگیر نمود.

با آغاز فصل تابستان و سه ماهه دوم سال، بازار سرمایه عملکرد نسبتاً بهتری ارائه نمود و با وجود آنکه گاهی شرایط به سمت کاهش گرایش داشت و در بعضی روزها نیز نوسان چندانی نداشت اما در مجموع با ورود به فصل تابستان حرکتهای مثبت و صعودی بیشتری مشاهده شد که می‌توان گفت شرایط بهبود بازار سهام به تدریج و آرام در حال شکل‌گیری بود.

لذا از اواخر تیرماه بار دیگر بازار سرمایه روند جدیدی را از خود به نمایش گذاشت و توانست به مدت ۱۷ روز شاخص سبزیپوشی را به نمایش بگذارد و نهایتاً این روند در سطح ۷۸ هزار و ۳۲۴ واحد متوقف گردید.

از مهمترین علل رشد بازار طی این مدت می‌توان به مواد ذیل اشاره نمود:

- ❖ واکنش مثبت اهالی بازار به جابه‌جایی مدیریت سازمان بورس اوراق بهادار: یکی از مهمترین رخدادها در تالار شیشه‌ای در مردادماه، استعفای محمد فطانت فرد و انتخاب شاپور محمدی برای ریاست بورس بود. شنیدن تغییرات مدیریتی در آخرین روز معاملات منتهی به ۶ مرداد ۹۵ باعث شد که نماگر تالار شیشه‌ای بیش از ۷۰۰ واحد رشد کند. فعالان بازار سرمایه منتظر هستند تا ببینند که شاپور محمدی چه برنامه‌هایی برای بورس اوراق بهادار تهران در شرایط پسا براجام دارد و تا چه حد می‌تواند نسبت به مدیران قبلی شرایط بازار سرمایه ایران را سامان بخشد.
- ❖ تحولات قیمتهای جهانی: تحولات بازارهای جهانی در روزهای اخیر بر شرایط شرکتهای بورس تهران اثرگذار بوده است. قیمت جهانی فلزات اساسی که در ابتدای سال ۲۰۱۶ روند کاهشی را در پیش گرفته بود، طی هفته‌های اخیر با رشد همراه شده و نسبت به کف‌های قیمتی گذشته فاصله زیادی گرفته‌اند. افزایش بهای قیمت سنگ آهن و مس از مهمترین عوامل تأثیرگذار بر صعود و رشد بازار سرمایه محسوب می‌گردد. این افزایش قیمتها نه تنها به خشنودی و بازگشت امید در میان سرمایه‌گذاران و سهامداران منجر شده، بلکه موجبات اعتماد بیشتر به بورس را نیز فراهم کرده و بر انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در این بخش افزوده است.
- ❖ برگزاری مجامع بورسی و اثر مقطعی بازگشایی نمادها: با توجه به روند شاخص کل در این مدت به نظر می‌رسد که فعالان بازار از اخبار مجامع برگزار شده رضایت نسبی دارند و همین نکته سبب شده که شاخص بخشی از زیانهای خود را که از آغاز سال شکل گرفته بود جبران کند.
- ❖ بهبود گزارشهای سه ماهه: دلیل دیگری که باعث شد قیمتها در این مدت تا حدودی رشد کند، گزارشهای سه ماهه‌ای بود که بهتر از آن چه انتظار می‌رفت ارائه گردید. گرچه برخی از این گزارشها از دوره مشابه سال گذشته خود نیز ضعیف‌تر بودند، اما نباید فراموش کرد که سه ماه اول سال ۹۴ در ادامه رونق نسبی اقتصاد در پایان سال ۹۳ شکل گرفته و به همین دلیل از نظر سودآوری نسبت به سه ماهه ابتدایی سال ۹۵، دوره نسبتاً مناسبتری محسوب می‌گردد.
- ❖ تعدیل گزارشهای ۱۲ ماهه: تعدیل مثبت گزارشهای مالی ۱۲ ماهه سال گذشته به ویژه در گروه پالایشگاهی باعث شد که این گروه به کمک شاخص کل آمده و فضای بازار را با شیبی ملایم به سمت افزایش قیمتها هدایت کند. گروههای پالایشی با گزارشهای ۱۲ ماهه نسبتاً مطلوب و ثبات نسبی بازار جهانی و احتمال تک نرخی شدن ارز، پتانسیل انعقاد قراردادهای جدید در خصوص طرح‌های توسعه با شرکای خارجی را یافتند.
- ❖ کاهش سود سپرده‌های بانکی: با کاهش سود سپرده‌های بانکی برای شرکتهایی که تأثیرپذیری بالایی از تسهیلات بانکی داشتند در گزارشهای ۳ ماهه، وضعیت نسبتاً مطلوبی رقم خورد.

❖ تکنرخی شدن ارز: خیرهای حوزه سیاست‌گذاریهای ارزی نیز در روند فعالیت بازار بی‌تأثیر نبود. در روزهای اخیر بانک مرکزی با اعلام خبر آزادسازی نقل و انتقال ارز توسط بانکها با نرخ آزاد، گامی محکم جهت تک‌نرخی شدن ارز برداشت.

این موضوع از جوانب مختلف می‌تواند بر اقتصاد کشور و به تبع آن در بازار سرمایه اثرگذار باشد. در صورت اجرایی شدن این طرح بی‌شک ترازنامه شرکتها با تغییرات قابل ملاحظه‌ای مواجه خواهد شد. طی سالهای اخیر سیاستهای ارزی به گونه‌ای بوده که بسیاری از شرکتها برای تهیه مواد اولیه و واردات کالاهای مورد نیاز از ارز مبادله‌ای استفاده می‌کردند (شرکت‌های دارویی و پتروشیمی و...). اگر قرار بر این باشد که شرکتها از این پس برای واردات مواد خام از ارز آزاد استفاده کنند، این موضوع می‌تواند بر سودآوری شرکتها تأثیر منفی داشته و هزینه‌های آنها را افزایش می‌دهد. بخش دیگر، شرکت‌هایی هستند که در زمینه فروش نیز از ارز مبادله‌ای استفاده می‌کنند. این شرکتها که عمدتاً در گروه پالایشی هستند، می‌توانند با استفاده از ارز آزاد سودآوری خود را به میزان زیادی افزایش داده و گزارشات مالی خود را تا حدودی بهبود بخشند. به زعم برخی کارشناسان تک‌نرخی شدن ارز می‌تواند تا حد زیادی انگیزه صادراتی را در اقتصاد کشور افزایش دهد، همین موضوع باعث گسترش رونق اقتصادی و رشد صنایع مختلف می‌شود و می‌تواند اثرات خوبی برای بورس نیز به همراه داشته باشد.

پس از رونق خوب ۵ هزار واحدی اخیر که با تعویض رییس سازمان و استقرار تیم مدیریتی جدید در بدنه تشکیلات بورس تهران رخ داد، اینک شاهد اعلام تنفس و ایستایی نسبی قیمت‌ها و شاخص‌ها در مدار فعلی هستیم. مداری که محور شاخص بر پایه آن می‌چرخد، کماکان محور ۷۸ هزار واحدی است و آنرا نه توان خیزش و عبور قدرتمند از این ناحیه است و نه بیم شکستن و فرو ریختن به سطوحی پایین‌تر.

حال بسته به اینکه بازارهای جهانی و داخلی طی هفته‌های آتی آستان چه اخبار و تحولاتی باشد، مسیر بورس تهران نیز روشن خواهد شد و نشان خواهد داد که آیا بازار سهام توان عبور و شکستن سدهای مقاومتی پیش‌رو را دارد و یا با عقب‌نشینی از سطوح فعلی، کانالهای دیگری را از دست خواهد داد؟

بر همین اساس در زیر به سه عامل تعیین‌کننده و همچنین مؤثر در چشم‌انداز آتی بازار سرمایه اشاره می‌گردد:

(۱) سیاستهای پولی کشور: مهمترین عامل در تضمین رشد پایدار بازار سهام، همراهی سیاستهای پولی بانک مرکزی است. برآیند این سیاستها در تنظیم نرخ بهره و ارزش پول ملی انعکاس می‌یابد. هر چه سیاستهای پولی سهل‌الوصول‌تر باشد، نرخ‌های بهره به سمت کاهش میل می‌کند. در این حالت، فرصتهای جایگزین برای سرمایه‌گذاری در سهام به ویژه از محل سپرده‌گذاری و فعالیت در بازار بدهی کمتر می‌شود و خرید سهام نزد سرمایه‌گذاران به عنوان یک فعالیت ریسک‌پذیر توجیه بیشتری خواهد داشت. در حال حاضر در ایران به دلیل تنگنای اعتباری شدید ناشی از مشکلات ساختاری شبکه بانکی، امکان کاهش قابل توجه نرخ‌های سود قابل دسترس بانکی برای سپرده‌گذاران به راحتی فراهم نیست.

بنابراین تنها با اجرای طرح مشخص از سوی بدنه سیاستگذار دولت و بانک مرکزی اشکال ساختاری بانکها حل خواهد شد و ضروری است، نرخهای سود در افق سال جاری با کاهش معناداری مواجه شود.

۲) سودآوری شرکتها: بعد از سیاستهای پولی، چشم‌انداز رشد سودآوری شرکتها مهمترین عامل در تعیین جهت قیمت سهام به شمار می‌رود. رشد سودآوری بنگاههای اقتصادی در یک اقتصاد از دو محل حاصل می‌شود:

۱- رشد قیمت‌های فروش (تورم)

۲- افزایش حجم تولید (رشد اقتصادی)

در مورد شرکتهای فعال کشور در سال جاری، چشم‌انداز متغیر اول ضعیف و دومی قوی است. به این معنا که با توجه به کاهش متوسط قیمت‌های جهانی کالا به کمترین سطح در ۳۰ سال گذشته و نیز ادامه سیاست مهار تورم، امکان افزایش قیمت‌های فروش برای اکثر شرکتهای داخلی فراهم نیست. از سوی دیگر، رشد اقتصادی مورد انتظار ۴ تا ۵ درصدی در سال جاری می‌تواند موجب افزایش حجم تولید شرکتها شود. در این میان، ادامه سیاست تثبیت نرخ ارز در سال جاری عامل کاهش سودآوری شرکتهای بورسی است.

۳) ارزش‌گذاری سهام: بر اساس مطالعات و بررسی‌های انجام شده، متوسط نسبت قیمت به درآمد سهام (p/e) در بورس تهران در دو دهه اخیر در محدوده ۶ بوده است، اما در حال حاضر، این نسبت بیش از ۷/۵ مرتبه را بر مبنای پیش‌بینی سود سال ۹۵ شرکتها تجربه می‌کند. مطالعه جزئیات بودجه سال جاری اکثر شرکتها نشان می‌دهد، سود شرکتهای بورسی در سال ۹۵ به طور مجموع با تعدیل مثبت بااهمیتی نسبت به پیش‌بینی‌های کنونی همراه نخواهد شد. بنابراین با توجه به احتمال اندک تعدیل مثبت در سودآوری سال ۹۵ شرکتها، قیمت‌های سهام در بورس تهران در شرایط کنونی از نظر مقایسه با ارزش‌گذاری تاریخی در سطح متعادلی به سر می‌برد.

در نهایت می‌توان بیان کرد، هر چند رشد ۳۲ درصدی فصل زمستان ۹۴ بازار سهام بر پایه مواردی نظیر امکان افزایش ظرفیت تولید شرکتها، ورود سرمایه‌گذاران خارجی و انعقاد قراردادهای جدید و در نهایت چشم‌انداز رشد ۴ تا ۵ درصدی اقتصاد در سال جاری تا حدودی قابل توجیه است اما باید به ماهیت زمان‌بر انعکاس این تحولات در سودآوری شرکتها توجه داشت. از این رو می‌توان نتیجه‌گیری کرد که اگر روند جاری رشد بورس با همان شتاب فوق‌العاده زمستان سال گذشته ادامه می‌یافت، موجب سبقت گرفتن قیمت سهام از واقعیت تحولات اقتصادی کشور می‌گردید.

مهران مسائلی

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری سامان سهام