حباب قیمتی؛ نه

نایینی، جلال

جدا از خدمات ارزنده آقای میرمطهری،آنچه در زمان‏ ایشان در بورس انجام شد اجرای نظام بازار بورس به‏ شیوه متعارف در بازارهای پیشرفته دنیا نبود،به ویژه به‏ دلیل اینکه عامل‏های مورد نیاز بورس‏های پیشرفته نیز در اختیار ایشان نبود.بر اثر اعمال سیاست‏های کنترلی‏ در بورس،امکان افزایش قیمت سهام را داشتند.به این‏ ترتیب یک رانت در اختیار کسانی قرار می‏گرفت که به‏ بازار دسترسی داشتند و به اصطلاح در صف اول خرید قرار داشتند.پیامد این روند ثبات ظاهری و کسب درآمد خوب از سوی برخی کسان و در عین حال حجم اندک‏ معامله و عرضه سهام است.

در تحقیق راقم این سطور با همکاری خانم مانی به این‏ مشکل پرداخته شده که به علل گوناگون عرصه سهام‏ شناور آزاد،محدود و متوسط حجم معامله سهام نسبت‏ به تعداد سهام بسیار اندک است(حدود 2 درصد حجم‏ کل بورس).در چنین حالتی قیمت روزانه سهام نشانگر عرضه و تقاضای واقعی نیست.برای مثال از مجموع 5 میلیون سهم شرکت 5/4 میلیون آن قفل بود،چرا که‏ شمار سهامداران استراتژیک معدود بود و آن‏ها فروشنده نبودند.به همین خاطر هم حجم معاملات‏ روزانه سهام نازل بود.طبعا در این شرایط تعداد اندکی‏ سهم برای فروش عرضه می‏شد و قیمت‏ها هم روند افزایشی داشت.از این منظر بازار موثر و کارآ نبود. آزمون‏های کارایی و رجعت به میانگین نیز موید همین‏ مطلب بود.

البته کنترل دستوری و محبوس بودن سهام یگانه عامل‏ افزایش قیمت سهام نبود.سهام در ایران زیر قیمت بود و این امر مزید علت شد.در سال‏های 1373 و 1374،به‏ دلیل بحران ارزی،قیمت سهام به شدت سقوط کرد. پس از مدتی نیز محدودیت بر واردات اعلام شد.در نتیجه این امر سودآوری شرکت‏ها افزایش یافت و نسبت‏ قیمت به سود در بازار به حدود 4 افزایش یافت.این‏ نسبت در ارزان‏ترین بازارهای بورس جهان بالای 7 است.یعنی اگر کشور قصد داشت به ارزان‏ترین بازار نزدیک شود باید قیمت سهام به میزان قابل ملاحظه‏ای‏ رشد می‏کرد.

در این میان برنامه سوم برنامه بالنسبه منطقی بود و امیدواری‏هایی به وجود آورد.برنامه تخصیص منابع را تا حدودی منطقی‏تر کرد و اقتصاد را یک گام به‏ اصلاحات و رقابت نزدیک کرد.برنامه همچنین به جذب‏ منابع خارجی کمک کرد،همزمان بهای نفت افزایش‏ یافت.در نتیجه از دامنه محدودیت‏های ارزی کاسته شد. بالطبع با عرضه بیتشر ارز واردات و تولید بیشتر شد،در آمد و سود افزایش یافت و رونق به بازار بازگشت. انتظارات هم مثبت بود و همچنان که می‏دانیم آمیزه یک‏ حرکت مثبت اقتصادی با چاشنی نگاه مثبت همیشه در بازار جواب می‏دهد.

مارکوویتس در مقاله‏ای که بعد از شکست بازار نیویورک در سال 1980 نگاشت به طراحی الگویی‏ پرداخت که در آن حرکات بازار و دو عامل تاثیرگذار اصلی یعنی ترس و طمع شبیه‏سازی شده بود.در اوضاع‏ خوب،عامل طمع فعال می‏شود و این خود به خرید بیشتر سهام و افزایش قیمت‏ها می‏انجامد.اگر این حرکت بر پایه واقعیت‏های اقتصادی باشد افزایش قیمت‏ها ادامه‏ می‏یابد.بر عکس در زمان ترس افراد به مسابقه رأی‏ فروش سهام می‏پردازند.

کارنوین دکتر عبده توجه به عرضه محدود سهام و مطالعه در این‏باره بود.او به اجرای سیاست حجم مبنا پرداخت؛یعنی شیوه‏ای که در بازارهای بین‏المللی هم‏ تازگی دارد و 6،7 سال است که اجرا می‏شود.نکته مهم‏ اینکه برآورد عرضه سهام شناور آزاد مشخص کننده میزان‏ عرضه و تقاضای واقعی مردم در بازار است.در سال‏های قبل حجم معامله بسیار اندک بود.اکنون نیز حجم معامله اندک است،ولی این وضعیت تا حدودی‏ معلول عدم تمایل اشخاص به خرید سهام است.

بورس در دوره مدیریت دکتر عبده

دکتر عبده این ایده را به اجرا در آورد،اما برنامه وی‏ ضمانت اجرایی نداشت.به همین دلیل هرگاه نیز شوکی‏ به بازار وارد می‏آمد و وضع بحرانی می‏شد به اجبار به‏ تعدیل دستوری دست می‏یازید.هدف او در ابتدا از اجرای سیاست حجم مبنا،جلوگیری از افزایش بی‏رویه‏ قیمت‏ها بود،در حالی که برخی کسان معتقد بودند که‏ باید اجازه داد بازار کار خود را انجام دهد.به هر روی‏ شیوه دکتر عبده به طور کلی بد نبود و توانست تا حدودی‏ بازار را مهار کند.به اعتقاد من اگر این سیاست از همان‏ سال 82 به اجرا در می‏آمد نتیجه کار به مراتب بهتر بود. البته انجام این کار به پنج شش ماه مطالعه نیاز داشت و از یاد نباید برد هنگامی که آقای عبده به بورس آمد پایه‏ اطلاعاتی لازم در بورس وجود نداشت.

من نیز به منطقی بودن رفتار مردم در قبال بورس باور دارم.همان طور که می‏دانیم هنگامی که در الگویهای‏"ای‏ پی تی‏"عوامل ریسک زیاد می‏شوند نرخ تنزیل سود آتی تحولات سیاسی رفتار سهامداران

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