

تحلیل

۸ کارشناس در گفت‌وگو با «دنیای اقتصاد» مطرح کردند

## نقاط کور بازگشت رونق به بورس

روزنامه دنیای اقتصاد - شماره ۳۶۲۵ تاریخ چاپ: ۱۸/۰۸/۱۳۹۴ بازدید: ۱۸۷۲ بار کد خبر: DEN-۹۵۹۰۴۳ :



به دنبال رشد نسبتاً مناسب بورس در اواخر مهر، بار دیگر شاهد بازگشت این بازار به روند کم‌نوسان و رکودی هستیم. این در حالی است که عمده فعالان بازار سهام، ریزش بیشتر قیمت‌ها را دور از انتظار ارزیابی می‌کنند. در این شرایط، موانعی وجود دارند که مانع بازگشت رونق به بورس تهران شده‌اند. ریسک‌پذیری پایین سرمایه‌گذاران، به دلیل وجود بدیل‌های سرمایه‌گذاری کم‌ریسک و تجربه تلخ سهامداران طی یکی، دو سال اخیر، یکی از مهم‌ترین عوامل کم‌رمی بورس محسوب می‌شود. همچنین، نامعین بودن نحوه اثرگذاری لغو تحریم‌ها بر اقتصاد کشور، ابهام در اجرای سیاست‌های ضد رکودی دولت، کمبود شدید نقدینگی نهادهای بزرگ سرمایه‌گذاری و ریسک‌های غیر سیستماتیک ناشی از بلا تکلیفی تصمیم‌ها در برخی صنایع مهم بورسی از دیگر موانع ورود پرشتاب سرمایه‌گذاران به بورس تهران محسوب می‌شوند.

**گروه بورس:** پس از رشد نسبتاً قابل توجه شاخص کل بورس تهران در اواخر مهر، بیش از دو هفته است که بازار سهام به وضعیت کم‌نوسان و نسبتاً رکودی خود بازگشته است. هرچند بررسی جزئیات معاملات در این بازار نشان می‌دهد تحرکات بیشتری از سوی سهامداران حقیقی انجام می‌شود، اما همچنان تا بازگشت رونق به بورس تهران فاصله داریم. این در حالی است که نظر سنجی‌های «دنیای اقتصاد» نشان می‌دهد اجماع عمومی میان کارشناسان و معامله‌گران بازار مبنی بر عدم بازگشت بورس به مسیر نزولی ایجاد شده است. بنابراین، سوال مهمی که مطرح می‌شود آن است که چرا با وجود قرار داشتن قیمت عمده سهام در کف خود، از ورود سرمایه‌های جدید و رونق قابل رصد بورس خبری نیست؟

در پاسخ به این پرسش، هشت کارشناس بازار سهام در گفت‌وگو با «دنیای اقتصاد»، موانع اصلی بازگشت به رونق بورس را تشریح کرده‌اند. نخستین مسأله‌ای که کارشناسان به آن اشاره می‌کنند آن است که برخلاف تصور عمومی، اقبال نسبی در بازار سهام شکل گرفته است و سهامداران در مقایسه با ماه‌های پیشین حضور فعال‌تری در بورس تهران پیدا کرده‌اند. هرچند این مسأله به صورت نامحسوس رخ داده است، اما بررسی تغییرات روند نسبت قیمت بر درآمد (P/E) بورس تهران بر صحت این ادعا تأکید دارد. در این شرایط، برای تقویت اقبال و رونق بیشتر در بورس نیاز به اصلاح ساختار و زمان داریم. به عقیده کارشناسان، بی‌اعتمادی که بیش از ۲۲ ماه است در بازار سهام به وجود آمده و عمده سهامداران در این مدت زیان‌ده بوده‌اند نمی‌تواند به سرعت بازیابی شود. بنابراین، برای شکل‌گیری رونق نیازمند اعتمادسازی تدریجی در بازار سهام هستیم.

از سوی دیگر، هنوز ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران پایین است؛ هرچند بخشی از این موضوع به همان بی‌اعتمادی اخیر سهامداران برمی‌گردد، اما وجود بدیل‌های سرمایه‌گذاری بدون ریسک و با سودآوری بالا عامل مهم دیگری است که مانع از ورود پرشتاب سرمایه‌گذاران به بورس شده است. به‌عنوان مثال، سپرده‌های بانکی، اوراق مشارکت، اسناد خزانه، اوراق سلف و... با سودهای مناسبی که در مقایسه با تورم دارند، جذابیت بازار سهام که طی یکی، دو سال اخیر دچار رکودی شدید بوده است را کاهش می‌دهد. همچنین، ریسک‌های غیرسیستماتیک در صنایع مختلف که عموماً ناشی از تصمیمات ناگهانی دولت بوده این ریسک‌گریزی میان سهامداران را افزایش داده است.

کارشناسان همچنین زبان بالای نهادهای بزرگ سرمایه‌گذاری و کمبود نقدینگی به علت رکود اقتصادی را از دیگر عواملی می‌دانند که نه تنها قدرت حمایت مناسب از سهام را کاهش داده، بلکه مسیر رشد قیمتی را نیز کُند کرده است. برخی ابهامات دیگر در بخش کلان اقتصادی-سیاسی کشور از جمله مسائل ضدرونق در بورس محسوب می‌شوند. به‌عنوان مثال، جزئیات اجرای برجام و اثرگذاری آن بر اقتصاد کشور هنوز مشخص نیست که سهامداران را نگران تکرار رفتار هیجانی می‌کند. همچنین، اقدامات اقتصادی دولت در جهت رکودزدایی تا کنون نتوانسته اثر قابل توجهی داشته باشد. در این خصوص کارشناسان معتقدند در بسیاری از مواقع، دولت در مواجهه با عوامل بحرانی، بی‌واکنش بوده‌اند. از جمله این مسائل را می‌توان در حفظ ارزش ریال در شرایط افت شدید نرخ‌های جهانی کالاها جست‌وجو کرد که بر خلاف عملکرد بازارهای نوظهور است. در سمت دیگر، خود و وضعیت قیمت‌ها در بازارهای جهانی برای کارشناسان مبهم است که با توجه به سهم بالای این گروه‌ها در بورس تهران، مانعی جدی در برابر بازگشت رونق محسوب می‌شوند.

### **بی‌رونقی بورس با عملکرد ضعیف شرکت‌ها**

#### **دکتر ابوالفضل شهرآبادی / مدیر تامین مالی لوتوس پارسیان**

کاهش نقدینگی بسیاری از شرکت‌ها در یک سال اخیر بزرگ‌ترین عامل بی‌رونقی بورس تهران است. در این بین قطعاً نوسان شدید قیمت‌های جهانی تأثیر بسزایی در این روند داشته و سودآوری بسیاری از شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار داده است. قطعاً در این شرایط و زمانی که شرکت‌ها نمی‌توانند سودسازی داشته باشند سهامداران به سرمایه‌گذاری در این بازار اعتماد نمی‌کنند و نقدینگی خود را به بازارهای دیگر منتقل می‌کنند. از سوی دیگر بازار با عدم شفافیت بسیار زیادی از زوایای مختلف به‌خصوص بحث صنایع و قیمت مواد اولیه روبه‌رو است که این ابهامات تردید را میان سهامداران افزایش می‌دهد.

### **عوامل تأثیرگذار درونی و بیرونی**

#### **دکتر مهدی فرازند / مدیرعامل مشاور سرمایه‌گذاری امین آفاق**

عوامل منفی تأثیرگذار بر روند کنونی بازار را می‌توان به دو دسته عوامل درون بازاری و عوامل برون بازاری تقسیم کرد. در تشریح عوامل درونی بازار سهام، زبان بالای دوره‌های گذشته نهادهای سرمایه‌گذاری بزرگ و سردمدار بازار را می‌توان نام برد که از دو جنبه

اصلی بر حرکت بازار تاثیرگذار است؛ از یک سو این شرکت‌ها به دلیل زیان یاد شده در حال حاضر حمایت مناسبی از بازار به عمل نمی‌آورند و از سوی دیگر برای جبران و پوشش زیان گذشته و جلوگیری از زیان احتمالی بیشتر، مانع از حرکات مثبت بازار و به عبارت دیگر چرخش بازار می‌شوند. کمبود نقدینگی نیز از دیگر عوامل داخلی بازار سرمایه است که در تعیین روند حرکتی بورس نقش مهمی دارد.

در تشریح عوامل موثر خارجی نیز می‌توان به بحث مشهود نبودن آثار سیاست‌های دولت برای خروج از رکود، نرخ‌های سود جذاب در بازارهای رقیب و عدم وجود چشم‌انداز مثبت نسبت به اقتصاد جهانی اشاره کرد؛ در حال حاضر هر چند دولت اقدامات و سیاست‌هایی برای خروج از رکود دارد اما هنوز آثار آن مبهم است و نتیجه‌ای برای اقتصاد در بر نداشته است. در بحث بازارهای رقیب نیز در حال حاضر بازار پول با نرخ سود بالا و همچنین ریسک کمتر جذابیت بالایی برای ورود سرمایه‌گذاران دارد. همچنین تجربه نشان داده، اطمینان کافی برای کاهش واقعی نرخ در این بازار وجود نداشته، بنابراین آثار مثبتی برای بورس در پی نداشته است. همچنین نرخ بالای سود در دیگر بازارها و ابزارها از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری، اوراق صکوک، مشارکت و سلف موازی باعث جذب منابع به حوزه‌های فوق شده و آثار منفی بر بازار سهام به وجود آورده است. عدم وجود چشم‌انداز مثبت نسبت به بازارهای جهانی همچون نفت، فلزات یا بازار کشورهای دیگر همچون چین و اتحادیه اروپا، افق تغییر بازار سهام را با تردید بیشتر مواجه کرده است. در نهایت امید است با رفع عوامل منفی فوق، سرمایه‌گذاران شاهد بازگشت بازار سهام به روزهای خوب و پررونق باشند.

## سایه تصمیمات کلان بر بورس

### مهدی طحانی / مدیر عامل شرکت آوای آگاه

عوامل زیادی در خصوص روند فعلی بازار موثر است. نوسان‌های پی‌در پی در خصوص قیمت‌های جهانی، شرایط مبهم در خصوص چگونگی اجرای برجام و تصمیمات اخیر دولت برای خروج از رکود عمیق، مهم‌ترین سیگنال‌هایی هستند که سرمایه‌گذاران را در یک حالت دوگانگی قرار داده و بازار را با حجم و ارزش کم معاملات مواجه کرده است. در این میان بحث تصمیمات دولت در زمینه اقتصاد کلان از عوامل برجسته به شمار می‌رود. بلا تکلیفی در بسیاری از برنامه‌های دولت در سال‌های اخیر باعث شد تا تاثیر کاهش قیمت نفت، همچنین اثر تحریم‌های هسته‌ای بیش از پیش حس شود. به عنوان مثال کاهش قیمت سنگ آهن در برزیل مطمئناً صنایع این کشور را متضررتر از ایران می‌کند، یا کاهش قیمت نفت تاثیر بیشتری در اقتصاد برخی کشورهای عربی به جا می‌گذارد اما به عینه دیده شد که اقتصاد ایران بیش از بسیاری از کشورها به این عوامل واکنش نشان داد.

از سوی دیگر در سال‌های اخیر دیده شده که دولت در بسیاری از مواقع مجبور به اجرای طرح‌هایی شده که تحت تاثیر شرایط بد اقتصادی صورت گرفته است. دو بسته خروج از تورم و خروج از رکود دولت برنامه‌هایی است که هر کدام اثرات مثبت و منفی زیادی در بازارها داشته و بورس تهران نیز از این اثرات مستثنی نبوده است. به صورت کلی این روزها بسیاری از سهامداران به دنبال اثر این طرح‌ها بر بازار سهام هستند و به همین دلیل نمی‌توانند تحرک جدی در معاملات داشته باشند.

## روند خنثی، نویدبخش بازاری پروتق

### شهریار هاشمی / مدیر سرمایه‌گذاری صندوق تامین سرمایه کاردان

در شرایط کنونی با توجه به بی‌اعتمادی سهامداران به بازار سهام کشور در مقایسه با بدیل‌های سرمایه‌گذاری با ریسک کمتر مانع از ورود نقدینگی به بورس تهران شده است. وقتی پروسه اصلاح شاخص کل بورس بیش از ۲۰ ماه طول کشیده است، نمی‌توان انتظار داشت اعتماد سهامداران یک شبه ایجاد شود، به همین دلیل این موضوع که روند نزولی شاخص در شرایط کنونی به روند خنثی تبدیل شده است، خود می‌تواند نویدبخش روزهای پر رونقی برای معامله‌گران بورس تهران باشد به طوری که اگر سهامدار معتقد باشد سهمی که می‌خرد، با افت قیمتی همراه نمی‌شود، به بازار سهام اعتماد پیدا می‌کند ضمن اینکه چشم‌انداز رشد سودآوری با رفع تحریم‌ها و تغییر وضعیت اقتصادی کشور، زمینه روند صعودی قیمت‌ها در بازار را فراهم می‌کند.

## ریسک‌پذیری پایین، معضل اصلی بورس

### بهنام بهزادفر / مدیر امور اعضای کانون کارگزاران بورس

برخلاف تصور عمومی که اقبال عمومی نسبت به سرمایه‌گذاری در بازار سهام را پایین نشان می‌دهد بررسی‌های دقیق‌تر نشان می‌دهد که این اقبال اگر چه در حال حاضر کم است اما بیشتر از قبل شده است. در گزارش ارسالی از سوی شرکت بورس، مجموع نسبت قیمت به درآمد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در شهریور ماه رقمی معادل ۵/۳ بوده که این رقم در مهر ماه عدد ۵/۶ را نشان می‌دهد، این موضوع حاکی از آن است که بورس روند صعودی دارد اما در شاخص این موضوع دیده نمی‌شود. دلیل آن نیز این است که شرکت‌های بورسی متأسفانه تعدیلات منفی می‌دهند و این رشد اقبال نسبی سهامداران با این تعدیلات منفی شاخص دیده نمی‌شود. با این حال، در نگاه کلی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیری بسیار پایینی مشاهده می‌شود که دو علت اصلی دارد؛ نخست زبان‌هایی است که سهامداران از ورود به بورس در یکی، دو سال اخیر تجربه کرده‌اند. اما دومین موضوع که ریسک‌پذیری را کاهش داده است، بالا بودن نرخ سودآوری در سرمایه‌گذاری‌های کم‌ریسک است. به عبارت دقیق‌تر، در شرایطی که سپرده‌های بانکی، اوراق مشارکت، اسناد خزانه و سایر فرصت‌های امن سرمایه‌گذاری نرخ‌هایی بیش از ۲۰ درصد پیشنهاد می‌کنند و نرخ تورم نیز به زیر این مقدار نزدیک شده است، طبیعی است که جذابیت بازار پرریسکی مثل بورس تهران در عمل با موانعی جدی مواجه شود. بنابراین بدیل‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد کشورمان و نگرانی‌های مربوط به اوضاع اقتصادی - سیاسی مهم‌ترین عواملی هستند که ورود واقعی سرمایه به بورس را مختل کرده‌اند.

## بازگشت اعتماد در پی ثبات نرخ‌گذاری‌ها

### شهریار شهیمیری / مدیرعامل کارگزاری سهم آشنا

افزایش نقدینگی در کشور، همواره زمینه افزایش رونق در بورس تهران را فراهم کرده است اما در شرایط کنونی که سهامداران به معاملات بازار سهام بی‌اعتماد شده‌اند با توجه به نرخ بازدهی با ریسک کمتر در بازارهای سرمایه‌گذاری دیگر، بورس تهران هنوز نمی‌تواند نقدینگی خاصی را جذب کند. از طرفی در صناعی که کشور ما در آنها از مزیت نسبی برخوردار است، در دو سال اخیر قوانینی ثبت شده که موجب افزایش ریسک سرمایه‌گذاری در صنایع مزبور شده است به طوری که سهامداران همواره دلهره تغییر

قوانین در بحث نرخ‌گذاری‌ها را از سوی دولت دارند و این موضوع نیز زمینه تبدیل دید بلندمدت سهامداران را به دید کوتاه‌مدت فراهم کرده است. اینجاست که ضرورت ثبات نرخ‌گذاری‌ها برای صنایع در جلب اعتماد سهامداران اعم از سرمایه‌گذار داخلی و خارجی آشکار می‌شود. با این همه به نظر می‌رسد روند سودآوری صنایع در اثر رفع تحریم‌ها و بهبود در فضای کسب و کار در اوایل سال آینده خود را در صورت‌های مالی شرکت‌ها نشان دهد و در نتیجه شاهد بازاری پررونق برای بازار سهام باشیم.

## تداخل موانع بین‌المللی و داخلی

### مهرزاد منتظری / مدیر تحلیل کارگزاری اقتصاد بیدار

تغییر و ریزش قیمت‌های جهانی حدود ۵۰ درصد از ارزش بورس را به‌طور مستقیم تحت تاثیر قرار داده به خصوص که تاثیر منفی افت این قیمت‌ها با سیاست حفظ ارزش ریال توسط دولت نیز تشدید شده است. از سوی دیگر سود جذاب بازارهای سرمایه‌گذاری بدون ریسک مانند اوراق خزانه یا اوراق مشارکت نیز از عواملی است که در شرایط فعلی بورس تهران از جذابیت بسیار زیادی برخوردار است. در حال حاضر سود بدون ریسک بیش از نرخ تورم نقطه به نقطه است در این شرایط هیچ بازاری توان رقابت با اوراق مشارکت و سپرده را ندارد و بورس نیز از این موضوع مستثنی نیست.

## عدم اعتماد و احتیاط بسیار در بورس تهران

### احسان رضاپور / هیات‌مدیره مشاور سرمایه‌گذاری آوای آگاه

مهم‌ترین عامل رخوت کنونی بازار را می‌توان در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی دانست. در این سال‌ها به کرات دیده شده که حرف‌های جدی و برنامه‌های مهمی از سوی دولت بیان شده که در مرحله عملیاتی شدن نمی‌تواند تاثیر قابل توجهی داشته باشد. همین روند باعث شده تا بسیاری از سهامداران به برنامه‌های کلان اقتصاد بی‌اعتماد شده و تا تاثیر جدی و اثرگذاری را حس نکرده‌اند؛ در بازار سرمایه‌گذاری نکنند. در سال‌های اخیر بسیاری از معامله‌گران در شرایطی که احتمال صعود بازار پررنگ به نظر می‌رسید، اقدام به کوچ نقدینگی به بورس کردند که بعدها زیان‌های بسیاری را متحمل شدند. بیشتر فعالان بازار این روزها در شرایط عدم اعتماد همراه با احتیاط زیاد قرار گرفته‌اند و تا زمان تاثیر عمیق برنامه‌های دولت اقدام به فعالیت جدی نمی‌کنند.

Read more: <http://www.donya-e-eqtasad.com/news/۹۵۹۰۴۳/#ixzz3wvPnPMxm>