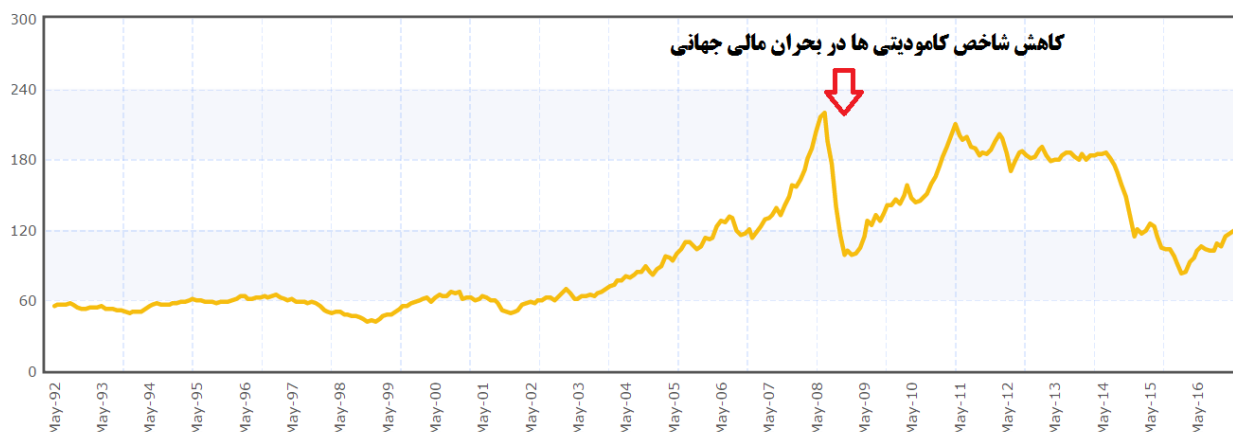


بررسی روند ۹ ساله بازار سرمایه از سال ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۶:

بررسی روند حرکتی بازار سرمایه در طول سالیان متمادی، می‌تواند قدرت دید مناسب جهت پیش‌بینی روند سال‌های آتی به تحلیل‌گران دهد چرا که بازار سرمایه مملو از اتفاقات مشابه و سیکل‌های تکراری است. در این بخش وضعیت بورس کشور در بازه ۹ سال گذشته (از سال ۱۳۸۷) مورد موشکافی قرار می‌گیرد تا هم مروری بر مجموعه مباحثی که تاکنون عنوان شد صورت گیرد هم شیوه عملی تحلیل بنیادی در خصوص وضعیت کلان بازار سرمایه مورد بررسی قرار گیرد.

در بین سالهای ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ همزمان با بحران مالی جهانی^۱ قیمت فلزات اساسی و نفت به شدت افت داشت. به‌عنوان مثال در محدوده زمانی مذکور فلز روی از محدوده ۴۵۰۰ دلار به ۱۰۰۰ دلار رسید، آلومینیوم از محدوده ۳۱۰۰ دلار به ۱۲۰۰ دلار و مس از محدوده ۹۰۰۰ دلار به ۳۰۰۰ دلار رسید، نفت نیز از محدوده ۱۴۰ دلار به ۳۵ دلار کاهش پیدا کرد. همان‌گونه که در نمودار زیر مشخص است شاخص کامودیتی‌ها^۲ نیز در این بازه زمانی افت زیادی داشته که مشخصاً حاکی از افت قیمت مجموع کامودیتی‌ها است.



در چنین شرایط بحرانی طبیعی بود که متغیرهای اقتصادی در دنیا روند نزولی را نشان دهند. به‌عنوان مثال نرخ بیکاری آمریکا^۳ از محدوده ۴٫۵٪ به ۱۰٪ رسید. نرخ GDP آمریکا نیز از ۳٫۸ درصد در سال ۲۰۰۴ به -۲٫۸٪ در سال ۲۰۰۹ تبدیل شد. نسبت GDP فصلی q/q سالانه^۴ این کشور حتی در یک فصل به -۰٫۶٪ نیز رسید. در اروپا نیز رشد اقتصادی این اتحادیه از ۳٫۱٪ به -۰٫۴٪ رسید که نشان می‌داد بحران نه فقط در آمریکا بلکه در همه جای دنیا پراکنده شده بود. در نمودار زیر نیز که نرخ رشد اقتصادی دنیا و چند منطقه گردآوری شده که عمق وضعیت بحران مالی را نشان می‌دهد.

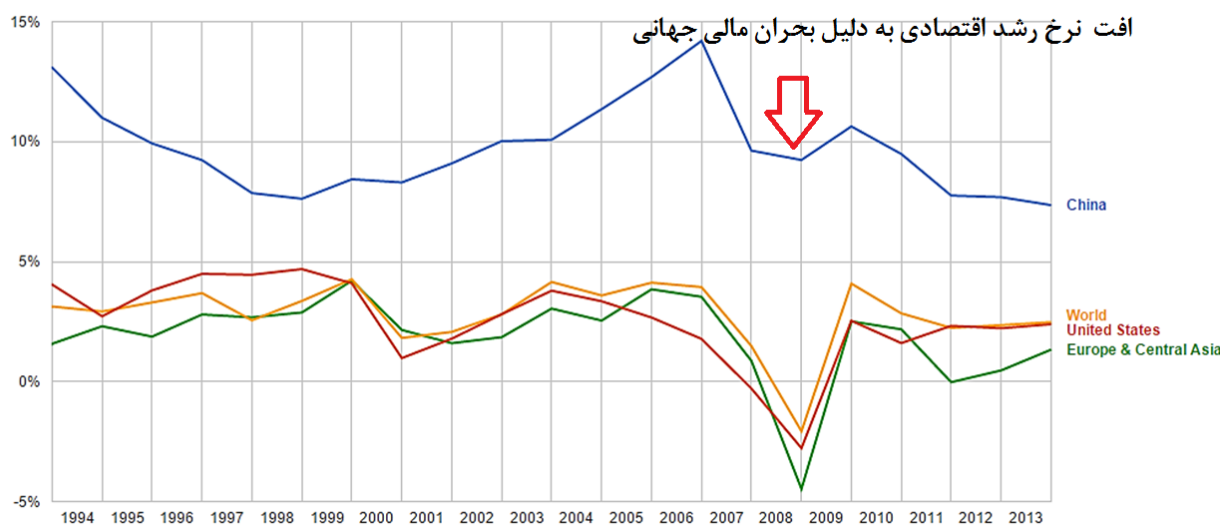
¹ Financial crisis of 2007–2008

² Commodity Price index

³ Unemployment rate

⁴ Annual gdp quarter on quarter

نرخ رشد اقتصادی در برخی از مناطق



در چنین شرایطی سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ایران که عمدتاً کالامحور بودند به مخاطره افتاد. به عنوان مثال شرکتی همانند فولاد مبارکه سود هر سهم سال ۱۳۸۷ را ۷۱ تومان محقق نموده ولی سود سال بعد را با پیش‌بینی ۲۲ تومانی شروع نمود. در گروه نفت نیز پالایشگاه اصفهان نیز سود ۱۶۳ تومانی سال ۸۷ را با سود ۹۶ تومانی سال ۸۸ جابجا کرد. وضعیت شرکت‌های پتروشیمی نیز مناسب نبوده و شرکتی همانند پتروشیمی خارک سود سال ۸۷ را ۳۳۵ تومان به پایان برده و سود سال ۸۸ را با پیش‌بینی سود هر سهم ۱۳۵ تومان شروع کرد. در چنین شرایطی شاخص بورس کشور نیز در انتهای سال ۸۷ با انتشار پیش‌بینی‌های سال ۸۸ افت شدیدی داشت و از محدوده ۹,۰۰۰ در آذر ۸۷ با ریزش ۱۱ درصدی در عرض سه ماه به محدوده ۸,۰۰۰ واحدی در انتهای سال رسید.

پس از فروکش کردن بحران جهانی شاخص بورس تهران از سال ۸۸ الی ۹۰ رشدی صعودی داشت به گونه‌ای که در بازه دو ساله از اردیبهشت ۱۳۸۸ تا اردیبهشت ماه ۱۳۹۰ از محدوده ۸,۵۰۰ به محدوده ۲۶,۰۰۰ رسید که ۲۰۵٪ رشد را نشان می‌دهد. عمده دلیل این رشد را می‌توان کم‌رنگ شدن تاثیر بحران جهانی سالهای ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ دانست.

شاخص اما از ابتدای سال ۹۰ وارد مرحله رکود شد تحریم‌ها علیه ایران از سال ۱۳۸۹ جدی‌تر از قبل شده و در سال ۹۰ به شکل وسیعی ادامه پیدا کرد. با وسعت زیاد تحریم‌ها طبیعی بود که اکثر صنایع (چه وارداتی و چه صادراتی محور) وارد مرحله رکود و کاهش فروش محصولات شوند. در آن بازه زمانی، حدوداً ۱۷ ماه شاخص در محدوده ۲۵ هزار مانده بود. در این سال اما شرکت‌های قندی رشد بسیار مناسبی داشته و شاخص صنعت قند در طول سال ۹۰ حدوداً ۴ برابر شده و برخی از شرکت‌های قندی حتی رشد ۱۰ برابری را نیز تجربه کردند، به عنوان مثال شرکت قند نیشابور از محدوده ۱۳۰ تومان در سال خرداد ۱۳۹۰ به

محدوده ۱۴۰۰ تومان در اسفند همان سال رسید. عمده دلیل این موضوع را می‌توان سخت شدن واردات قند و شکر، کاهش تولید شکر در دنیا و افزایش نرخ محصولات دانست. (نکته جالب این که این رشد آن چنان زیاد و قابل تامل بوده است که از آن سال تاکنون همیشه نزدیک به ماه مبارک رمضان و یا با ایجاد یک شایعه افزایش نرخ، کل صنعت صف خرید می‌شود.)

در مجموع در سال ۱۳۹۰ اکثر صنایع با افت سود آوری روبرو بودند و شاخص کل نیز در این سال بازدهی ۹ درصدی داشت که هم پایین‌تر از رقم تورم بوده و هم پایین‌تر از نرخ رسمی سود بانکی. این افت در صنعت خودرو البته بیشتر به چشم می‌آمد به‌عنوان مثال سودآوری مجموع صنعت خودرو و قطعه‌سازی در شهریور ۱۳۸۹ رقم ۱۵۰۰ میلیارد تومان بوده است که این رقم در شهریور ۱۳۹۲ به عدد ۴۲۲ میلیارد تومان رسید و قیمت سهام این گروه نیز افت محسوسی داشت. شاخص این گروه در ابتدای سال ۹۰ رقمی معادل ۹۶۰۰ بود که ۱۸ ماه بعد نصف شد. نماد خودرو در دی ماه ۹۰، ۲۳۰ تومان بوده و ۱۵ ماه بعد به ۸۵ تومان رسید.

در سال ۱۳۹۱ بازار سرمایه با چندین محرک رشد روبرو شد. اولین محرک، افزایش قیمت دلار بوده که از سال ۹۰ شروع شده و در انتهای سال ۹۱ تقریباً ۳ برابر شده بود. این در حالی است که قبل از آن ۱۵ سال طول کشید تا قیمت دلار در سال ۹۱، سه برابر شود. شرکت‌ها در مواجهه با این رخداد ابتدا دست به محافظه‌کاری زده و افزایش قیمت را در سود خود اعلام نمی‌کردند اما در نهایت بسیاری از آن‌ها اقدام به تسعیر ارزش نمودند. شرکت‌های پتروشیمی و شیمیایی که عمدتاً صادراتی بودند توانستند محصولات صادراتی خود را بسیار گرانتر بفروشند و سوددهی فزاینده‌ای را ثبت کردند، به عنوان مثال شرکتی همانند پتروشیمی خارک با آمار فروش ۹۷۸ هزار تن (مجموع محصولات) در سال ۸۹ سود ۲۲۱ تومانی داشته و در سال ۹۱ با ۹۲۷ هزار تن فروش (با همان میزان سرمایه) سود ۷۵۲ تومانی ساخت.

این موضوع برای شرکت‌های فلزی نیز صادق بود. بانک‌ها نیز در تسعیر ارزش تعدیلات خوبی دادند و صنعت دارو نیز با گران شدن دلار اقدام به گران نمودن دارو نمودند که سوددهی آن‌ها نیز زیاد شده بود. به عنوان مثال سود داروسازی اکسیر در عرض یک سال - از سال ۹۱ به سال ۹۲- از ۱۳۸ تومان تبدیل به ۲۶۱ تومان با همان سرمایه شده است. یا به عنوان نمونه قیمت یک داروی ساده همانند استامینوفن کدئین در سال ۹۱ و ۹۲ از ۲۹۰ تومان به ۵۲۰ تومان رسیده و قیمت یک آنتی‌بیوتیک ساده (آموکسی سیلین) از ۷۰۰ تومان به ۲۰۰۰ تومان رسید.

به جز گروه خودرو که با افزایش قیمت حدوداً سه برابری محصولات باز هم زیان‌ده بود تقریباً اکثر صنایع با رشد دلار سوددهی مناسبی را تجربه کردند. از اوایل تابستان سال ۱۳۹۱ نیز در بازار سرمایه شرکت‌های پالایشگاهی به صورت زنجیره‌ای عرضه اولیه شدند و بورس اوراق بهادار عمق بیشتری به خود گرفت. این شرکت‌ها در زمان بازگشایی سوددهی بسیار پایینی داشتند اما تحلیلگران آینده بسیار روشنی برای این صنعت با توجه به رشد چند برابری قیمت دلار و نفت می‌دیدند. در نهایت همین‌گونه هم شده و گروه پالایشگاه بعد از عرضه‌های زنجیره‌ای اولیه، تعدیلات مناسب و چند مرحله‌ای را در سود ثبت نمودند که

موجب رشد قیمتی فزاینده آن‌ها نیز شد. به عنوان مثال در پالایشگاه بندرعباس رشد ۱۶ برابری و در پالایشگاه تهران رشد ۱۷ برابری قیمت رخ داد (این سهم در اوج قیمت خود ۱۲۸ هزار تومان معامله شد). البته سوددهی شرکت‌های پالایشگاهی نیز خیره‌کننده بود. به عنوان مثال پالایشگاه بندرعباس در سال ۸۸ زیان‌ده بوده و در سال ۹۰ نیز سود خود را با ۹ تومان به ازای هر سهم پیش‌بینی نموده اما در پایان سال ۱۳۹۲، سود هر سهم این شرکت ۲۲۵ تومان شد که رشد زیادی بود. برای سایر نمادهای پالایشگاهی نیز این رشد سودآوری وجود داشت.

شاخص بورس از مرداد ماه سال ۱۳۹۱ به دلایلی که ذکر شد از رکود قبلی عملاً خارج شده بود. در آن برهه شرکت‌هایی که مشمول تحریم بودند به راحتی افزایش نرخ می‌گرفتند که این موضوع البته باعث رشد تورم نیز شده بود به گونه‌ای که تورم نقطه به نقطه در اوج خود در خرداد ۱۳۹۲ حتی به رقم ۴۱٪ نیز رسیده بود. در ۱۵ ماه انتهایی دولت قبلی میانگین نرخ تورم در هر ماه رقمی معادل ۲٫۶٪ بود. در واقع شرکت‌ها کاهش تولید خود را با افزایش نرخ‌ها جبران می‌کردند. در کشور نیز سیاست‌های انبساطی در جریان بوده و این سیاست‌ها در برخی از صنایع بومی هم با افزایش نرخ و هم با افزایش تولید عجین شده که سودآوری شرکت‌ها را به چندین برابر رسانده بود. به عنوان مثال در صنعت سیمان که تحریم‌ها در آن موثر نبودند هم میزان تولید زیادتر شد و هم با سیاست‌های انبساطی دولت افزایش نرخ‌های خوبی صورت گرفت (در سال ۹۰ افزایش نرخ ۱۴ درصدی، در سال ۹۱ افزایش نرخ ۲۰ درصدی و در سال ۹۲ افزایش نرخ ۲۰ درصدی) در نتیجه سودآوری این شرکت‌ها بسیار زیادتر از قبل شد.

شاخص بورس در اردیبهشت و خرداد ۱۳۹۲ در وضعیت استراحت قرار گرفته که کاملاً نیاز بازار نیز بود، چرا که از مرداد ۹۱ تا خرداد ۹۲ با رشد ۷۰ درصدی روبرو شده بود. البته اخبار مربوط به سهم مستثنی قرار ندادن پالایشگاه‌های غیر دولتی از پرداخت ۲۶ درصد سهم صندوق توسعه ملی در آن برهه موجب ریزش و افت همه‌گیر در چند روز شده بود که این درصد حذف شد. با مشخص شدن نتیجه انتخابات ریاست جمهوری دوره استراحت شاخص ناتمام ماند و بازار باز هم وارد رشد خیره‌کننده و هیجانی بعد از انتخابات شد و این رشد تا شهریور ماه ادامه داشت.

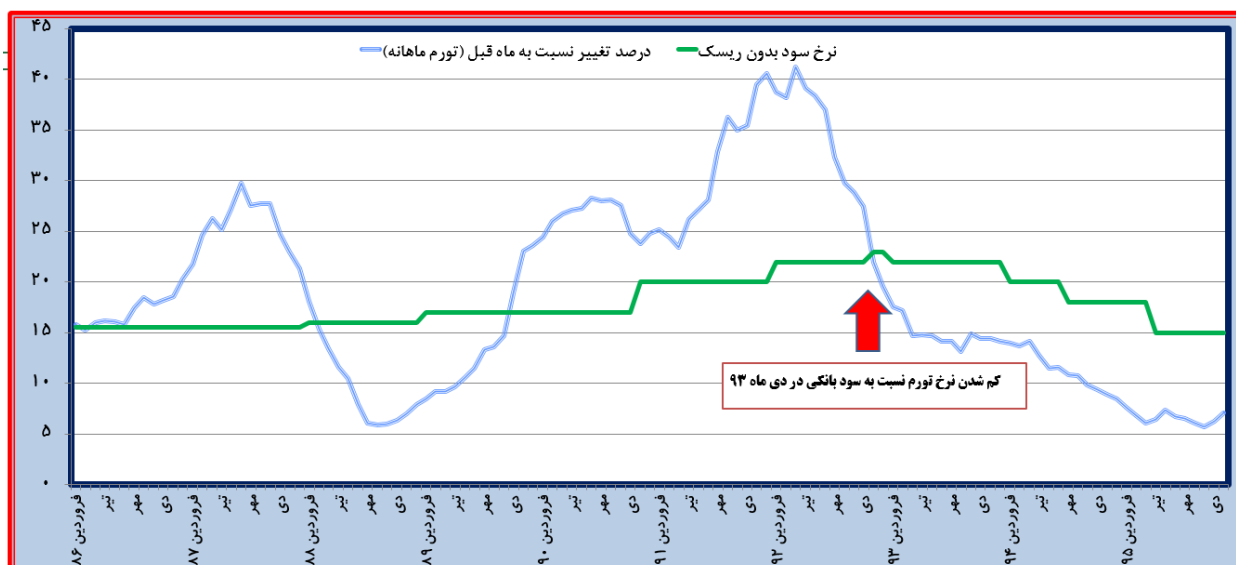
بعد از درگیری‌های جدی سوریه در شهریور همان سال بورس چند روز در استراحت و نزول قرار گرفت. بازار پس از انتخابات در عرض ۳ ماه رشد حدوداً ۴۰ درصدی داشته که نیاز به مقداری استراحت داشت؛ در نتیجه به اتفاقات سوریه وزن زیادی داد. بسیاری از تحلیل‌گران شاخص ۶۰ هزار را در همان برهه برای بورس با همه خوش‌بینی‌های پیش‌رو منطقی می‌دانستند. رقمی که ۲ سال بعد به آن رسید. با اولین دوره مذاکرات هسته‌ای و خوشبینی رفع تحریم‌ها که منجر به توافق ژنو نیز شد بازار سرمایه در مهر و آبان و آذر رشد خیره‌کننده دیگری را ثبت نمود و شاخص نسبت به شهریور ۵۰ درصد دیگر نیز رشد کرد. در نهایت بازار سرمایه در ۱۵ دی ۱۳۹۲ بعد از ۱۷ ماه رشد مداوم بر قله ۸۹۵۰۰ واحدی ایستاد که به اصطلاح همه عوامل مثبت پیش‌رو را پیش‌خور کرده بود. بازار در بازه ۱۷ ماهه توانسته بود به صورت میانگین ۲۵۰ درصد بازدهی را تقدیم سهامداران کند که رقمی بسیار عجیب و حتی می‌توان گفت غیر منطقی بود. این

در حالی بود که تورم در همین بازه زمانی ۶۶ درصد بود. p/e یا نسبت قیمت به درآمد بازار در آذر ماه به رقم ۸,۰۴ رسید که بازگشت سرمایه بورس را ۸ ساله نشان می‌داد، این در حالی بود که در آن برهه بازگشت سرمایه بازار پول زیر ۵ سال بود. از اواسط دی ماه ۹۲ بازار وارد مرحله افت شده که این رکود بسیار محسوس بوده و بیشتر از ۳ سال نیز ادامه دارد (تا لحظه نگارش کتاب).

دلایل افت بازار در آن برهه زمانی را این گونه می‌توان عنوان نمود:

- * افزایش نرخ سود بانکی و بی‌نظمی در پرداخت سود موسسات غیر مجاز؛
- * رکود اقتصادی داخل کشور؛
- * عرضه زیاد سهام توسط شرکت‌های دولتی (خصوصی سازی)؛
- * بهره مالکانه معادن؛
- * افزایش نرخ خوراک پتروشیمی‌ها؛
- * رشد مداوم ۱۷ ماهه و نیاز به استراحت شاخص؛
- * انتظار تعدیل منفی شرکت‌ها و اعمال تعدیل منفی در برخی از پیش بینی‌های سال ۹۳؛
- * در پیش رو بودن هدفمندی یارانه‌ها و گران شدن سوخت و انرژی؛
- * تاخیر در اجازه افزایش نرخ به صنایع؛
- * و....

البته در اواخر دی ماه یک اتفاق بسیار مهم دیگر نیز در بازار موازی (بازار پول) رخ داده است که بازار سرمایه را نیز درگیر کرد، در بهمن ماه ۹۲ نرخ تورم نقطه به نقطه ماهانه برای اولین بار از نرخ سود بانکی کمتر شد. در نتیجه سپرده‌گذاری سرمایه‌ها در بانک سودآوری واقعی پیدا کرد. به عبارتی بانک سودی به سرمایه‌گذار تقدیم می‌کرد که بیشتر از گران شدن نسبی کالاها بود. اتفاقی که در گذشته کمتر در کشور رخ داده بود. همین موضوع بسیاری از سرمایه‌گذاران را جذب بازار پول کرد.



بازار در ابتدای سال ۹۳ تحت تاثیر هدفمندی یارانه ها قرار گرفت و در نهایت با توجه به اینکه حامل های انرژی گران شده بود اما دولت به شرکت ها اجازه افزایش نرخ را به سادگی نداد و نهایتا همان گونه که انتظار می رفت بورس در نیمه اول سال ۹۳ وارد مرحله رکود شد. در واقع سودآوری شرکت ها بعد از مدت ها منوط به افزایش تولید آن ها شده بود. این موضوع با رویه قبلی شرکت ها که فقط محصولات خود را گران تر می فروختند در تضاد بود. در سه ماه ابتدای سال ۹۳ تنها ۳ درصد تورم ثبت شده که یک رکورد خارق العاده بوده است، طبیعتا این موضوع صنایع بورس را تحت فشار قرار می داد.

در اواخر خرداد ۹۳ یک اتفاق دیگری نیز رخ داد که محصولات صادراتی ایران را به شدت تحت تاثیر خود قرار داد. داعش به عراق حمله کرده و آن کشور را درگیر جنگی طاقت فرسا کرده بود. این موضوع برای صنعت سیمان سخت و گران تمام شد. فروش در صنعت کاشی و سرامیک نیز دچار مشکل شد. در این خصوص ذکر مثالی از شرکت تراکتورسازی تبریز خالی از لطف نیست. این شرکت در سال ۹۲ حدوداً ۲۰٪ سهم فروش از صادرات محصولات داشت که مقصد صادراتی ۸۰٪ آن کشور عراق بود. در سال ۹۳ سهم عراق به ۷۷٪ و در سال ۹۴ سهم این کشور تنها ۳۵٪ شد. نتیجه درگیری های عراق موجب شده در سال ۹۴ فروش صادراتی نماد "تایرا" نسبت به سال ۹۲ کاهش ۶۰ درصدی داشته و سهم بازار از فروش نیز از ۲۰٪ به ۱۴ درصد برسد.

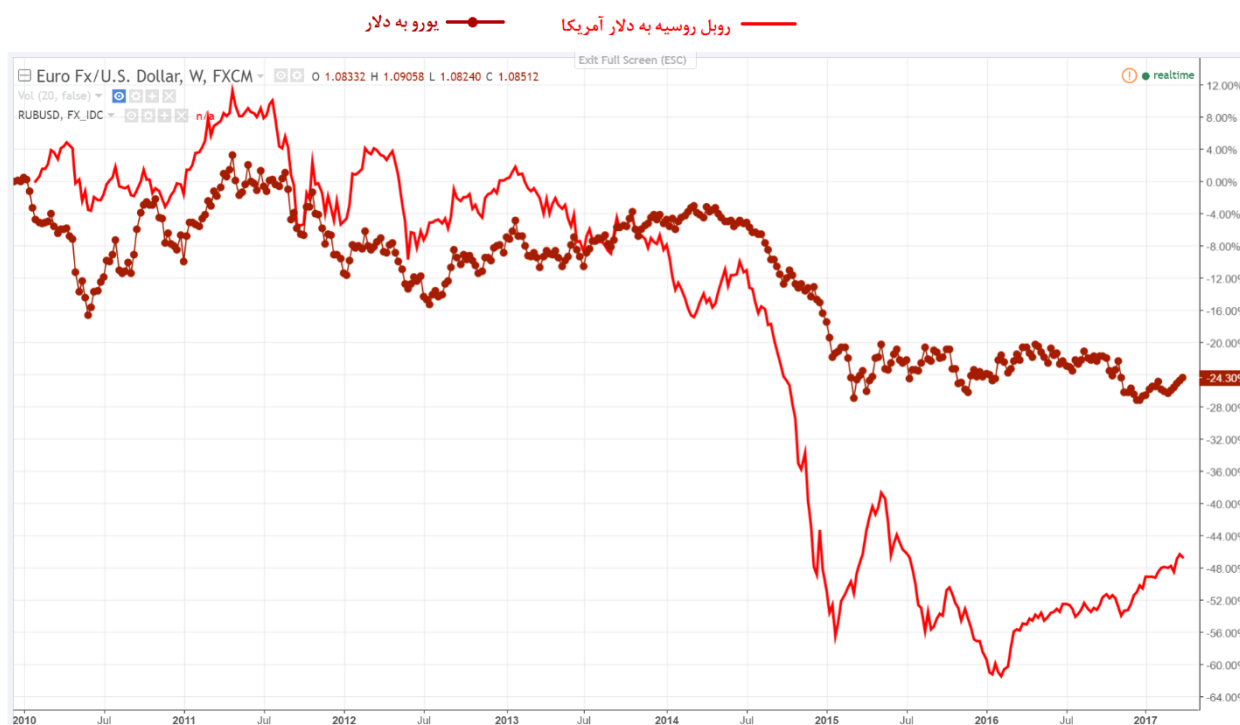
مجموع صنایع فوق الذکر با توجه به رکود داخل کشور، تحت فشار بوده و انتظار داشتند با افزایش صادرات مشکلات خود را حل کنند که متأسفانه این موضوع ممکن نشد. به عنوان مثال صادرات سیمان ایران در سال ۸۹ نسبت به سال قبل ۴۴٪ رشد داشته است، در سال ۹۰ نیز ۶۵٪ رشد را ثبت کرد، در سال ۹۱، ۳۱٪ و در سال ۹۲، ۳۶٪ رشد داشت. اما در سال ۹۳ درصد صادرات، بدون تغییر ماند. با توجه به اینکه عراق به تنهایی مقصد ۵۰ درصد سیمان صادراتی کشور بود طبیعتاً که جنگ در این کشور به این صنعت لطمه وارد کرد.

از آذر ۹۲ الی شهریور ۹۳ به صورت مداوم نسبت قیمت به درآمد (p/e) بازار کاهشی بوده و بازار در اصلاح شدید قرار داشت. در نیمه دوم سال ۹۳ انتظار میرفت با انتشار گزارشات ۶ ماهه و افزایش نرخ هایی که شرکت ها داشتند و همچنین با تثبیت وضعیت دلار وضعیت شرکت ها تثبیت شود و با خوش بینی توافق هسته ای شاخص رشد قابل ملاحظه ای داشته باشد. در آن زمان قیمت نفت از محدوده ۱۱۰ دلار در مرداد ماه تا انتهای سال با ریزش شدیدی به بیشتر از نصف کاهش پیدا کرد. با این ریزش مشتقات نفتی و محصولات پتروشیمی نیز با یک تاخیر زمانی به شدت افت کردند. به عنوان مثال در بازه زمانی که نفت نصف شد، قیمت متانول از ۳۶۰ دلار به ۲۶۰ دلار رسیده و نفتا هم از ۹۰۰ دلار به ۴۸۰ دلار رسید. این ریزش قیمت صرفاً به محصولات نفتی و پتروشیمی منجر نشده و با ارزان شدن فلزات اساسی نظیر مس، روی، آلومینیوم و ... و همچنین افت مواد معدنی همانند سنگ آهن بازار بورس وارد یک مرحله ی بحران دیگر شد. به عنوان نمونه مس از محدوده ۷۱۰۰ دلار در مرداد ۹۳ به محدوده ۵۷۰۰ دلار در بهمن ماه همان

سال رسید. این ریزش در مورد سنگ آهن بسیار حادثر و زودتر اتفاق افتاده، اما در همین برهه زمانی از محدوده ۹۷ دلار به ۶۰ دلار رسید.

شرکت‌های ایرانی که به اصطلاح خام فروش می‌باشند با تثبیت نرخ دلار و کاهش نرخ ای جهانی با کاهش ریالی فروش روبرو شدند. از طرفی دولت برای مهار تورم عملاً در خصوص افزایش نرخ دلار مقاومت نموده و این موضوع موجب شد که درآمد دولت نیز بسیار کاهش یابد و دست دولت در بودجه‌های عمرانی بسته باشد. این موضوع خود به رکود بیشتر بازار دامن زده و صنایع سیمانی و ساختمانی و فلزی را وارد فاز رکود کرد. رکودی که درگیر ایران بوده است با رکود جهانی در هم آمیخته چرا که بسیاری از کشورهای دنیا از جمله کشورهای حوزه یورو و چین با رکود مواجه شده بودند. در اروپا یورو به شدت تضعیف شده و حتی به نرخ برابری ۱,۰۵ در مقابل دلار نیز رسید. چین نیز پیش بینی نرخ رشد اقتصادی خود را در چند مرحله کاهش داد و در نهایت پیش بینی ۷ درصدی اعلام کرد که رقم پایینی بود. مجموع این عوامل موجب شده شرکت‌های صادرات محور هم با کاهش نرخ فروش محصولات مواجه شده و هم درگیر کاهش تقاضا بودند. البته ناگفته نماند که در این بین افت ۴۰ درصدی ارزش روبل روسیه در انتهای سال نیز موجب شده صنعت فولاد کشور به دلیل واردات ارزان فولاد به خطر بیفتد و هم چنین چند شرکت سیمانی نیز (به صورت مستقیم و غیر مستقیم) به دلیل گران شدن محصولات داخلی، صادرات کم تری به خود ببینند. به توافق نرسیدن نهایی ایران و کشورهای ۱+۵ بر سر مسائل هسته ای نیز مزید بر علت ریزش ها شد تا نیمه دوم سال ۹۳ برای بورس کشور تاریک و سیاه باشد. در نمودار زیر نرخ یورو بر حسب دلار و نرخ روبل بر حسب دلار قرار داده شد، همان گونه که مشخص است این دو منطقه دچار بحران شدند و البته روبل روسیه افت بیشتری نسبت به یورو داشت.

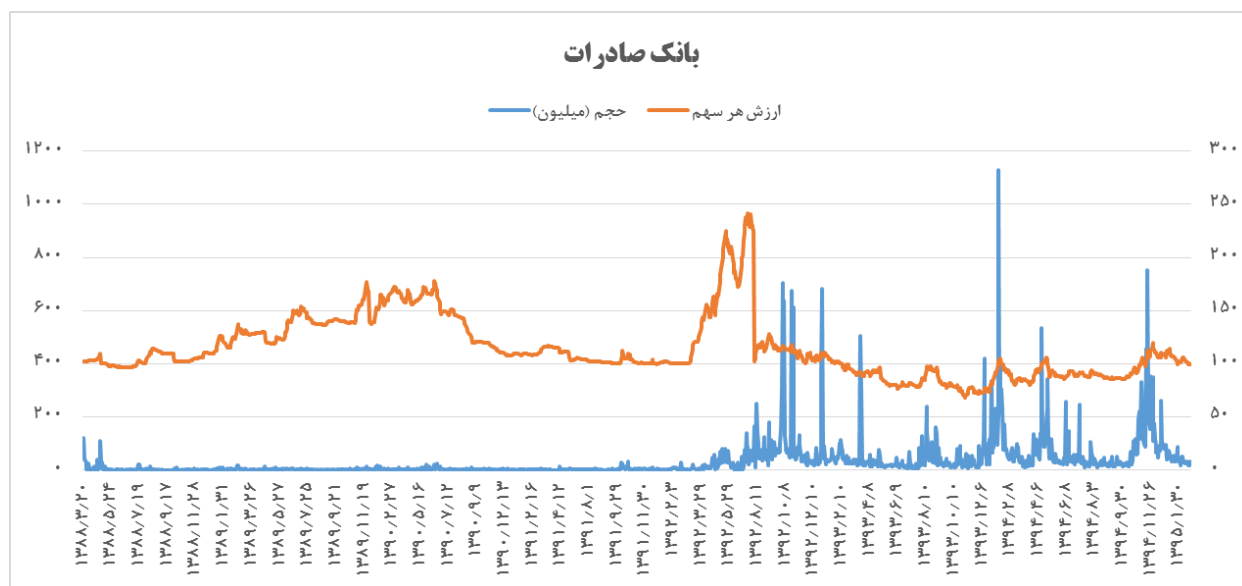
بررسی نرخ یورو و روبل در مقایسه با دلار



در نهایت در انتهای سال یک بحران دیگر نیز در بازار سرمایه رخ داد. نمادهای شرکت‌های پالایشگاهی که در ابتدای تابستان به دلیل ابهام در میزان سود بسته بودند، در انتهای اسفند بازگشایی شدند، در زمان بسته شدن آن‌ها، قیمت نفت بالاتر از ۱۱۰ دلار بوده و در زمان بازگشایی نفت به ۵۵ دلار رسیده بود. این در حالی بود که افت قیمت نفت موجب افت سوددهی این شرکت‌ها به صورت مستقیم شد. در روزهای آخر سال این نمادها با نصف قیمت بازگشایی شده اند (شبندر از ۸۹۳ به ۴۴۶، شاون ۱۸۴۰ به ۷۵۰، شپنا از ۹۷۵ به ۳۱۷، شتران ۱۱۶۰ به ۵۰۰، شبریز از ۱۵۰۰ به ۸۸۶ تومان)؛ شاخص بورس در نهایت عدد ۶۱ هزار را به خود دید. در انتهای سال ۹۳ در بازه ۱۴ ماهه‌ای که بازار سرمایه منفی بود، شاخص حدوداً ۳۲ درصد ریزش داشت که سال ناامید کننده‌ای برای سهامداران بوده است.

بورس در سال ۱۳۹۳ دو بار در تیر و آبان وارد مرحله خوشبینی هسته ای شد، در تیر ماه ۹۳ گرچه بازار وارد مرحله خوش بینی شده اما میزان ریزش بازار به قدری بوده که این خوش بینی در مقطع کوتاهی باعث رشد شاخص -و نه p/e- شده و آثار خاصی نداشت. در مهر و آبان سال ۹۳ مجدداً بورس وارد مرحله خوش بینی هسته ای شد که شاخص با یک رشد خیلی محسوسی از محدوده ۷۰ هزار وارد محدوده ۷۶ هزار شد که البته بعد از تمديد توافق هسته‌ای و افت سنگین قیمت نفت و مشتقات نفتی و فلزات اساسی از محدوده ۷۶ هزار با ریزش بسیار سنگین به محدوده ۶۱ هزار رسید. داستان خوش بینی هسته ای در سال ۹۴ نیز چند بار تکرار شد و یکی از مهم‌ترین موارد، در همان ابتدای سال ۹۴ رخ داد، بازار در تعطیلات عید

عموما دچار سستی در حجم و ارزش معاملات می‌شد اما این بار در روزهای آغازین سال رشد بسیار مناسبی داشت و پس از توافق لوزان نیز این رشد ادامه داشت، اما در نهایت با عرضه‌های سنگین حقوقی‌ها و عدم وزن مناسب به توافق هسته‌ای، بورس باز هم ریزشی شد. رکورد معاملات نسبت به یک سال قبل نیز در تاریخ ۱۷ فروردین ثبت شد و در یک روز ۶۸۰ میلیارد تومان صرفا معاملات خرد صورت گرفته است. همان‌گونه که در نمودار زیر مشخص است در این روز نمادی همانند بانک صادرات به رکورد معاملاتی ۱,۱۳۰ میلیارد برگه سهم رسیده که سهامداران نیز پس از مشاهده چنین حجمه فروش، بازار را یک دست قرمز پوش کردند.



در بهار ۹۴ مشکل نحوه تعیین سود در مجامع نیز اهالی بازار را با نگرانی مواجه کرده و در مورد شرکت‌های بانکی نیز شایعاتی منتشر شد مبنی بر اینکه سود تقسیمی بسیار ناچیزی خواهد بود. در مجامع شرکت‌ها نیز مانند سال‌های گذشته اخبار خوشی شنیده نمی‌شد و پیش‌بینی‌ها از وضعیت شرکت‌ها محافظه کارانه بود. در این بین البته تنها خبر خوش، کاهش نرخ سود بانکی بوده که از ۲۲٪ به ۲۰٪ رسیده بود، این موضوع موجب شد شاخص بورس در این مدت ثابت بماند، در ابتدای خرداد ماه سال ۹۴ بازگشت سرمایه بازار پول ۵ ساله بود و بازگشت سرمایه بورس نیز ۵,۵ ساله که اختلاف چندانی این دو با هم نداشتند، نفت نیز در فصل بهار در محدوده ۶۰ دلار تثبیت شده و به هر حال نگرانی نفت ۳۰ دلاری از اقتصاد کشور رفع شده بود. این موضوع مزید بر علت شد که بازار سرمایه افت بسیار محسوس را تجربه نکند. میانگین ارزش معاملات خرد در پاییز ۹۳، ۱۵۶ میلیارد تومان، در زمستان ۸۲ میلیارد تومان و در بهار ۹۴ نیز ۱۱۳ میلیارد تومان بود اما در انتهای خرداد ماه ارزش معاملات خرد بورس حتی به زیر ۵۰ میلیارد تومان رسیده بود که پیش‌بینی می‌شد در صورت تثبیت این عدد در محدوده فوق بازار یک ریزش سنگین دیگری را نیز تجربه کند. ریزشی که زیر ۶۰ هزار را نشانه گرفته بود، قطعاً اگر توافق هسته‌ای نبود بازار سرمایه وارد محدوده ۵۰ هزار می‌شد. در روزهای آخر خرداد بازار بورس برای چهارمین بار در یکسال گذشته باز هم وارد جو خوشبینی هسته‌ای شده که نشانه‌های آن رشد شاخص بورس از محدوده ۶۲۰۰۰ به ۶۵۰۰۰ بوده است.

در نهایت نیز در ۲۳ تیر ماه بزرگترین معضل بازار سرمایه نیز حل شد و توافق هسته‌ای حاصل شد. نتیجه اما چیزی نبود که اهالی بورس انتظار داشتند. شاخص بلافاصله از محدوده ۶۹۰۰۰ به سمت ۶۵۰۰۰ سقوط داشته است. ابتدا افت بازار به عوامل سیاسی که دنبال تلخ کردن کام مردم بودند نسبت داده شد و هم-چنین به مجمع رفتن شرکت‌های بانکی نیز مزید بر علت دانسته می‌شد. طبق تصمیم و اعلام قبلی بانک مرکزی شرکت‌های بانکی سودهای قابل توجهی را نمی‌توانستند تخصیص بدهند و برخلاف سال گذشته در مجمع اوضاع تقسیم سود مناسبی نداشته‌اند. این موضوع خود موجب یک فشار فروش مقطعی شده بود. البته این موضوع به نوعی درست نیز بود به‌عنوان مثال نمادی همانند بانک ملت که در سال ۹۳ از سود ۴۲ تومانی مصوب سال ۹۲ نهایتاً ۸۰ درصد آن را تقسیم کرد، در سال ۹۴ از ۴۶ تومان سودی که در سال ۹۳ ساخته بود تنها ۲۰٪ آن یعنی ۹ تومان را تقسیم نمود. علاوه بر آن گزارشات سه‌ماهه شرکت‌ها نیز جذاب نبوده که بحران را عمیق‌تر نشان می‌داد. در برخی از نمادها به جای پوشش سود، زیان ساخته شد. به عنوان مثال در گزارش ذوب آن در حالی که برای کل سال سود ۸۶ ریالی پیش‌بینی کرده بود در سه ماهه زیان ۲۲ تومانی پوشش داده شد و زیان کل سال را نیز ۷۴ تومان اعلام نمود.

پس از ماجرای هسته‌ای بازار به سراغ محصول مورد علاقه خود رفت «نفت». نفت این بار نیز درگیر سقوط شده و نفت برنت بعد از یک سقوط شدید به محدوده ۴۰ دلاری نیز رسید، برخلاف تصور اولیه که رشد نفت تا ۸۰ دلار را پیش‌بینی می‌کرد، افت قابل توجهی داشت. فصل تابستان پرتقاضا ترین فصل نفتی بوده اما قیمت نفت به جای رشد افت داشت. حدوداً ۳۰٪ کل بورس کشور را شرکت‌های پتروشیمی و شیمیایی تشکیل می‌دهند، ۸٪ آن را محصولات نفتی، ۱۰٪ آن را محصولات فلزی، ۵٪ معدنی‌ها و حدوداً ۹٪ کل بورس نیز مربوط به هلدینگهایی می‌باشد که صنایع فوق در آن نقش محوری را دارند. در چنین شرایطی حدوداً ۶۰٪ بورس کشور وابستگی مستقیم به قیمت‌های جهانی دارد که هرچند اتفاقات داخلی در فراز فرود آن بی‌تاثیر نیست اما افت قیمت نفت، مشتقات نفتی و فلزات اساسی به شدت تاثیر منفی بر بازار سرمایه داشته است. بعد کاهش قیمت نفت انتشارات گزارشات ۶ ماهه نیز ناامید کننده بود. به عنوان مثال نمادی همانند پارس‌خودرو که سود خود را در ابتدای سال ۲ تومان به ازای هر سهم پیش‌بینی کرده بود در گزارش شش ماهه پیش‌بینی خود را به ۴۲ تومان زیان تغییر داد و موفق به پوشش ۲۶ تومانی زیان نیز شد. این تعدیلات منفی مربوط به یک نماد خاص نبوده و درگیر بسیاری از شرکت‌ها شد، به عنوان مثال نمادی همانند سخرز سود سال ۹۴ را در ابتدا ۵۴ تومان پیش‌بینی کرده بود که در گزارش ۶ ماهه پیش‌بینی سود را به ۵۵ تومان زیان تغییر داده و موفق به پوشش ۵۹ درصدی آن نیز شد. مجموع این اتفاقات موجب شده که شاخص در روزهای شیرین توافق هسته‌ای به جای رشد آفتی حدوداً ۸ هزار واحد داشته باشد.

بازار سرمایه تا دی ماه سال ۹۴ در رکود قرار داشت، چرا که هیچ خبری از رفع عملی تحریم‌ها نبود و قیمت نفت و کامودیتی‌ها نیز در حداقل قرار داشت. در بررسی آماری نیز از ابتدای دی ماه ۹۴ بازار سرمایه نسبت به دی ماه ۹۲ ریزشی معادل ۴۵ درصد را ثبت نمود که در همین بازه، بانک‌ها سودی معادل ۴۶ درصد را تقدیم سرمایه‌گذاران کردند. به عبارتی زیان کل سهامداران در طی ۲ سال با احتساب هزینه فرصت حدوداً ۹۰ درصد اصل سرمایه بوده است.

اما روند رکود بازار سرمایه برخلاف تصورات تحلیل‌گران، ادامه‌دار نبوده است. شاخص از ابتدای دی ماه ۹۴ با یک رشد خیره‌کننده توانست از رقم ۶۱۴۰۰ واحد به محدوده ۸۱۵۰۰ در ۱۴ فروردین ۹۵ برسد. رشد ۳۲ درصدی در عرض ۳،۵ ماه رشد خیره‌کننده‌ای بوده که با توجه به ثابت بودن نرخ دلار، ارزش بورس کشور به این ارز را نیز با همین مقدار رشد داده است.

در سال ۱۳۹۴ بازده شاخص کل بورس حدوداً ۲۸ درصد بود که بخش بزرگی از آن مربوط به فصل زمستان و رشد فوق‌الذکر بود. بورس به تنهایی در این فصل بازدهی ۲۳ درصدی را ثبت کرد. با توجه به این که نرخ دلار تقریباً ثابت بوده، بازدهی بازار سرمایه به دلار نیز همین مقدار بوده که این موضوع بورس کشور را در زمره پر بازده‌ترین بورس‌های دنیا قرار داد. در سال ۹۴ علاوه بر رشد شاخص، نسبت P.E یا همان نسبت به قیمت به درآمد بازار بورس نیز حدوداً دو واحد رشد پیدا کرد.

رشد بازار را - که از ابتدای دی ماه ۹۵ تا اردیبهشت ماه سال بعد ادامه داشت - می‌توان به ۳ عامل مهم نسبت داد. عامل اول باز هم توافق هسته‌ای بوده که برای پنجمین بار بازار سرمایه را تحت شعاع قرار داد. بازار سرمایه به سفر رئیس‌جمهور به همراه بازرگانان به کشورهای ایتالیا و فرانسه که همراه با بستن قراردادهای تجاری متعددی بوده واکنش مثبت نشان داد. چرا که این گشایش‌ها خود یک ماکت از وضعیت شرکت‌های داخل کشور اعم از شرکت‌های پذیرفته شده و یا پذیرفته نشده در بورس بود.

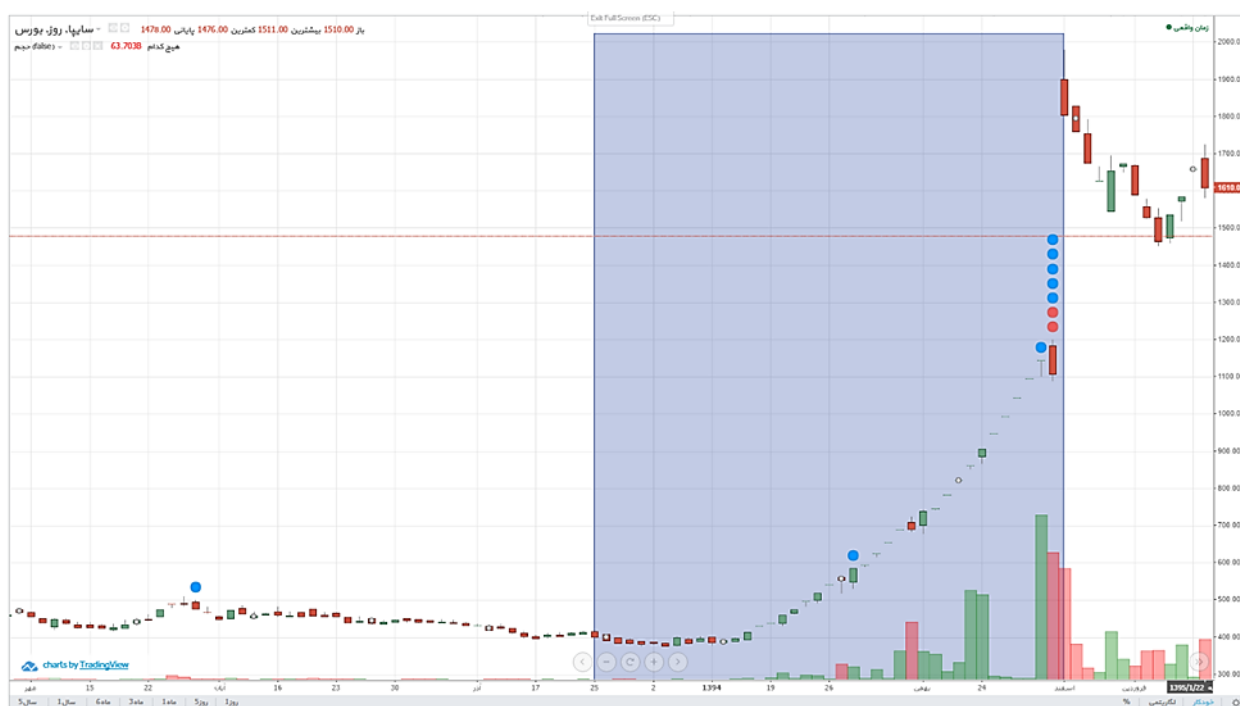
عامل دوم نیز قرارگیری در کف شرایط اقتصادی کشور بود. در دی ماه بسیاری از آمارها و فاکتورهای اقتصادی کشور به پایین‌ترین حالت خود رسید. نفت با یک سقوط سنگین در یک سال و نیم پیش‌تر، یک چهارم شده و حتی قیمت ۲۷ دلار را تجربه کرد. طبیعی است که صنعت پالایشگاه و محصولات شیمیایی در مرحله اول از افت قیمت نفت و مشتقات نفتی دچار ضرر و زیان گردند. کاهش قیمت نفت خود موجب انقباضی شدن بودجه دولت شد و قراردادهای عمرانی داخل کشور شده و حتی عملاً آن‌ها را معلق کرد، چرا که درآمد دولت به اندازه هزینه‌های جاری شد و هم چنین بدهی دولت به پیمانکاران را نیز بسیار زیاد کرده بود.

گزارشات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیز شرایط سخت و مضاعفی را برای آن‌ها پدید آورده چرا که گزارشات ۳ ماهه، ۶ ماهه و ۹ ماهه شرکت‌ها در سال ۹۴ ناامید کننده بوده و حتی آن دسته از شرکت‌هایی که سود بالایی شناسایی کردند نیز، بین تحلیل‌گران با ابهام اساسی مواجه شدند. مجموع این اتفاقات موجب شد که سرمایه‌گذاران به این نتیجه برسند در بورس دیگر شرایط بدتر از آبان و آذر سال جاری نخواهد شد و وضعیت هر چقدر هم بد باشد از کف خود دور خواهد بود. به عبارتی بهتر "بالا تر از سیاهی دیگر رنگی نیست".

دلیل سومی که موجب رشد بازار شده اتفاقات پیرامون صنعت خودرو بوده است. این صنعت هم با توافقنامه‌ها و قراردادهایی که با شرکت‌های بزرگ دنیا نظیر سیتروئن، پژو، فیات و ... بسته‌اند در معرض توجه قرار گرفتند و هم در نمادی همانند سایپا با افزایش سرمایه‌ها و معاملات درون‌گروهی صورت گرفته بود که

موجب جذابیت در بازار شد. به عنوان مثال نمادی همانند سایپا از محدوده ۴۰ تومان (قیمت تعدیل شده نسبت به بعد از افزایش سرمایه) از ابتدای دی ماه ۹۴ به محدوده ۱۹۰ تومان در انتهای سال رسیده است. این رشد برای سایر شرکتهای صنعت خودرو نیز رخ داده است. شاخص صنعت خودرو از محدوده ۸۶۰۰ در ابتدای دی ماه به محدوده ۲۷۶۰۰ در انتهای سال رسیده است که رشدی معادل ۲۲۰٪ را نشان دهد. نمودار زیر نیز رشد قیمتی نماد سایپا مشخص می‌باشد.

رشد نماد سایپا در انتهای سال ۹۴

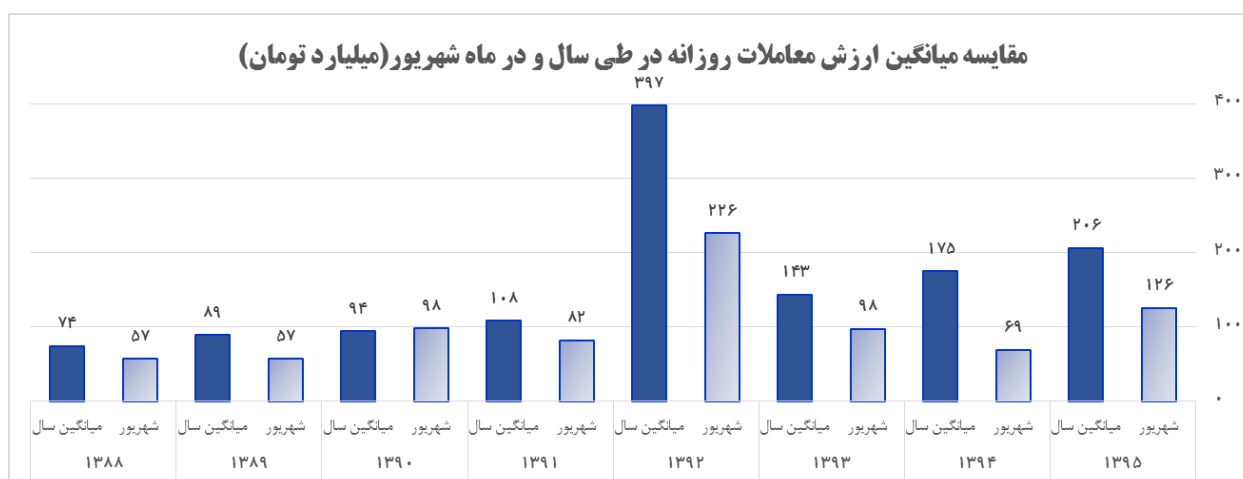


در ماه‌های ابتدایی سال ۹۵ موضوع دیگری ذهن اهالی بازار سرمایه را مشغول کرد. "افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها". این مدل افزایش سرمایه یک فرصت نوسان‌گیری برای سرمایه‌گذاران بازار سرمایه ایجاد می‌کرد، چرا که به محض کاهش قیمت شرکت از طریق افزایش سرمایه و به اصطلاح شکسته شدن قیمت سهام، از دیدگاه مالی-رفتاری، قیمت سهام برای سرمایه‌گذاران غریب بوده و تا عادت کردن به قیمت‌های جدید مقداری رشد می‌توان برای آن متصور بود. این درحالی است که در شرکت هیچ اتفاق مهم و اساسی رخ نداده و حتی جریان نقدی نیز وارد آن نشده اما قیمت سهم بسیار رقیق شده، ضمن اینکه تجدید ارزیابی از محلی به جز زمین هزینه استهلاک را افزایش می‌دهد که به ازای مابه‌التفاوت استهلاک قبل و بعد، مورد قبول اداره دارایی نبوده و حتی ممکن است موجب کاهش سود شرکت نیز شود. همچنین از دیدگاه برخی تحلیلگران تکنیکال که معتقدند داده‌ها باید بدون تعدیل باشند با توجه به افت شدید قیمت سهم، عموماً در چنین شرایطی یک سیگنال تکنیکالی برای خریداران صادر می‌شود و از دیدگاه بنیادی نیز شرکت‌هایی که زیان‌ده هستند با این مدل افزایش سرمایه عملاً زیان بسیار کمتری را به ازای هر سهم ثبت می‌کنند و موجب گمراهی سرمایه‌گذار می‌شوند، ضمن اینکه در برخی شرکت‌ها پس از افزایش سرمایه از

این مدل، قیمت تئوریک سهم به زیر ۱۰۰ تومان کاهش پیدا می‌کند و از آنجایی که در حال حاضر اکثر شرکت‌ها در قیمت‌های زیر ارزش اسمی چسبندگی به قیمت ۱۰۰ تومان دارند، در نتیجه یک فرصت سوداگرانه‌ای ایجاد می‌شود. در نهایت معافیت مالیاتی این مدل افزایش سرمایه موجب ابهام در افزایش سرمایه نمادهایی همانند شپلی، ذوب، خودرو، کسرا و ... شد که بالاخره برخی از این نمادها افزایش سرمایه از این محل اعلام نمودند.

شاخص بورس از ابتدای تیرماه کم‌ترین رقم مربوط به سال ۹۵ را تجربه کرد (۷۲۶۱۵) و پس از آن با گزارشات مثبت سه ماهه شرکت‌ها وارد مرحله رشد خود شد. در ابتدای مردادماه ریاست سازمان بورس و اوراق بهادار عوض و دکتر شاپور محمدی جایگزین دکتر فطانت شد که این اتفاق موجب شوک مثبت به بورس شد. شاخص در ۱۷ روز کاری از ۲۳ تیرماه الی ۱۷ مرداد ۵۰۰۰ واحد رشد داشته که این رقم بازدهی ۷ درصدی را نشان می‌دهد. ۱۷ روز رشد مداوم شاخص طی ۳ سال پیش‌تر سابقه نداشته و یک رکورد محسوب می‌شود. طی تحقیقات انجام شده عموماً رشدهای شاخص با رشد معاملات اشخاص حقیقی همراه بوده و این رابطه معمولاً مستقیم بود. در مرداد ماه با خرید سهام توسط صندوق‌های با درآمد ثابت به بورس شاخص بورس این بار با مشارکت و فعالیت حقوقی‌ها مثبت شد.

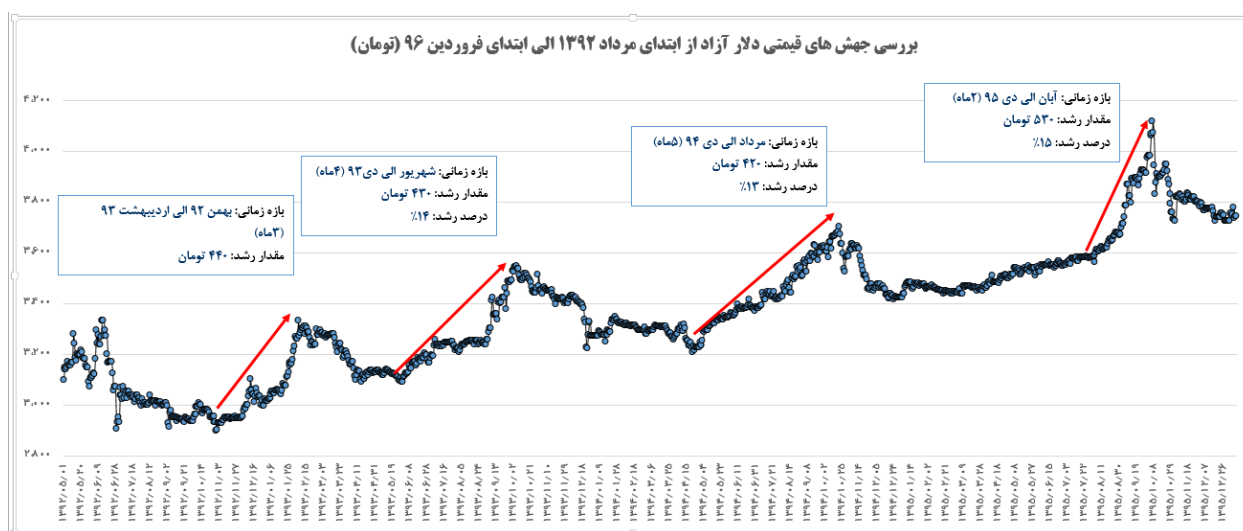
یکی از رفتارهای منظمی که بازار سرمایه در چند سال گذشته به صورت مستمر آن را حفظ کرده، ارزش معاملات بسیار پایین و رخوت بازار در شهریور ماه بوده، به طوری که در سال ۹۵ نیز مانند گذشته بازار درگیر معاملات کاهشی در این ماه بود. مستندات جدول فوق نیز این موضوع را تایید می‌کند.



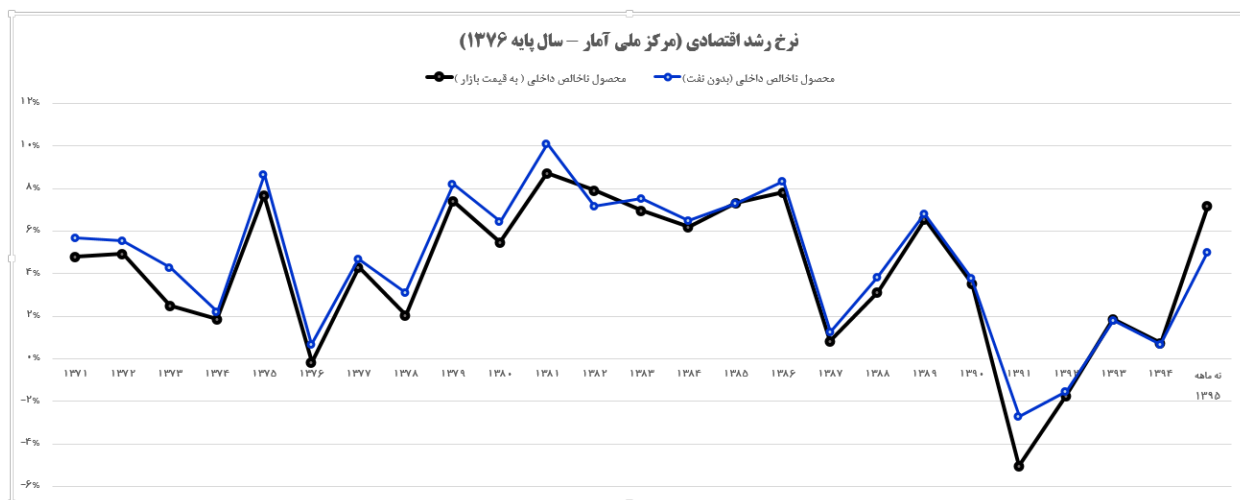
همان‌گونه که از نمودار فوق برمی‌آید به طور معمول ارزش معاملات شهریور ماه حدوداً ۶۰ درصد میانگین سایر ماه‌های سال است (آمار مربوط به شهریور ماه ۹۵ تا مهر آن سال می‌باشد). برای این موضوع می‌توان عوامل زیادی را مرتبط دانست. یکی از این عوامل تسویه اعتباری کارگزاران در انتهای شهریورماه است. سال مالی ۵۴ درصد شرکت‌های کارگزاری ۳۱ شهریور پایان یافته و طبیعتاً تسویه مشتریان اعتباری به طور سنتی موجب فشار فروش در بازار می‌شود. سایر عوامل نظیر انتظار برای گزارشات شش ماهه به خصوص این که این گزارشات حسابرسی شده نیز هستند، بی‌تاثیر نیست.

این سیکل در شهریور ۹۵ نیز ادامه داشته و در این برهه شاخص با ۲۰۰۰ واحد افت به محدوده ۷۶ هزار رسید. در پاییز و زمستان سال ۹۵ شاخص کل بورس از محدوده ۸۱۰۰۰ تا ۷۶۰۰۰ نوسانی بود اما از دیدگاه فاندمنتال بورس شرایط مناسبی داشت، سه رخداد مهم وضعیت بورس را از دیدگاه بنیادی ارتقا داد. نرخ دلار، اعلام نرخ رشد اقتصادی و رشد کامودیتی‌ها.

همان‌گونه که از نمودار زیر بر می‌آید نرخ دلار در بازه آبان الی دی ۹۵ رشد خیره‌کننده‌ای داشت و با ۵۳۰ تومان رشد توانست به رقم بالای ۴۱۰۰ تومان برسد. این رشد هم از نظر ریالی در سیکل‌های قبلی رشد در دولت تدبیر و امید کم سابقه بوده و هم از نظر مدت زمان رشد. عمده شرکت‌های صادرات محور نرخ دلار را در محدوده ۳۵۰۰ تومان پیش‌بینی نمودند و از بابت فروش ارز در این بازه منتفع شدند. داده‌های نمودار ذیل نشان می‌دهد که قیمت دلار پس از مقداری رشد بلافاصله توسط نهاد بازار ساز کنترل می‌شود که این رشد نیز در دی ماه سال ۹۵ سرکوب شد.



متغیر دیگر پر اهمیت برای بازار سرمایه اعلام رقم رشد اقتصادی بوده که در ۶ ماه نخست سال ۹۵ در مقایسه با مدت مشابه سال گذشته به ۷,۴ درصد رسیده و این رقم در تابستان همین سال امسال حتی ۹,۲ درصد بود که بالاترین نرخ رشد در ۵۰ فصل پیش‌تر بوده است. گرچه درصد زیادی از این نرخ به دلیل فروش نفت بود اما همان‌گونه که پیش‌تر تشریح شد این موضوع در نهایت از دیدگاه بنیادی برای بازار سرمایه مثبت است.



سومین اتفاق مهم پیرامون بازار رشد کالاهای جهانی بود. خوشبختانه هم در سال ۲۰۱۶ و هم در ماه‌های ابتدایی سال ۲۰۱۷ روند حرکت کالاهای جهانی مناسب بود. زمستان سال ۹۴ را می‌توان بدترین وضعیت کالاهای اساسی در چند سال قبل دانست. در این فصل بعضی از کامودیتی‌ها همانند مس پایین‌ترین قیمت را از سال ۲۰۰۸ و برخی دیگر همانند نفت پایین‌ترین قیمت را از سال ۲۰۰۴ داشتند. از زمستان سال ۹۴ تا زمستان سال ۹۵ فلزات اساسی، نفت و فرآورده‌های نفتی رشد قابل توجهی داشتند؛ به عنوان مثال قیمت سنگ آهن در زمستان ۹۴، ۳۵ دلار بوده و سال بعد با رشد حدوداً ۱۵۰ درصدی در محدوده ۸۵ دلار رسید. قیمت مس هم در همین بازه زمانی با ۴۰ درصد رشد از محدوده ۴۳۰۰ به محدوده ۶۰۰۰ دلار رسید، هم چنین فلز روی با ۹۰ درصد رشد از محدوده ۱۴۵۰ به ۲۸۰۰ دلار رسید، این رشد برای فولاد و آلومینیوم هم صادق بوده و فولاد یا به عنوان مثال بیلت صادراتی ترکیه رشدی معادل ۳۵ درصد داشت و به محدوده ۳۹۰ دلار رسید و آلومینیوم هم با رشد حدوداً ۴۰ درصدی به محدوده ۱۸۷۰ دلار رسید. این رشد مختص فلزات اساسی نبوده و برای نفت و مشتقات نفتی هم همین روند وجود داشت. در بازه زمانی کمتر از یک سال نفت با ۱۰۰ درصد رشد از ۲۸ دلار به ۵۶ دلار رسید. قیمت اوره (اوره گرانول فوب خلیج فارس) هم در این مدت با ۳۷ درصد رشد به ۲۴۰ دلار رسید و متانول (Cfz چین) هم نسبت به دوران افت خود، با ۱۰۲ درصد رشد به ۳۶۰ دلار رسید. این موضوع در سودآوری شرکت‌های مرتبط نیز بی‌تاثیر نبوده. به عنوان مثال اولین پیش‌بینی سود هر سهم سال ۹۵ نماد "فاسمین" در اسفند ۹۴، ۲ تومان بوده و قیمت این سهم نیز ۲۰۰ تومان بود و آخرین پیش‌بینی سود هر سهم سال ۹۵ این نماد با تعدیل ۱۸۵٪ به رقم ۴۳ تومان رسید و قیمت سهام نیز در محدوده ۳۵۰ تومان قرار گرفت. این موضوع در سایر نمادهای سایر گروه‌ها قابل بررسیست. به عنوان مثال نماد "زاگرس" که تولیدکننده متانول هست اولین پیش‌بینی سود خود در سال ۹۵ را در اسفند ماه ۹۴، ۱۱۹ تومان اعلام نمود؛ در آن برهه قیمت سهم ۱۰۰۰ تومان بود، آخرین پیش‌بینی سود سهام این شرکت در سال ۹۵، ۳۷۳ تومان بوده و قیمت سهام نیز به محدوده ۲۱۰۰ تومان رسید.

در این بازه زمانی البته یک اتفاق دیگری موجب افزایش نگرانی‌ها و افت بازار سرمایه شد و آن هم بازگشایی نمادهای بانکی بود. نمادهای بانکی عموماً در روزهای انتهایی مهلت قانونی خود (انتهای تیرماه) مجامع خود

را برگزار می‌کنند. در آخرین مجمع خود در سال ۹۵ برخی از نمادهای بانکی به دلیل عدم تصویب صورت‌های مالی به علت نپذیرفتن بانک مرکزی و عدم تطابق این صورت‌های مالی با صورت‌های مالی نمونه IFRS متوقف ماندند. در روز پنجم بهمن نماد بانک ملت به‌عنوان اولین سهم بانکی و یکی از ۱۱ بانک متوقف شده، پس از ۶ ماه و ۱۰ روز دوری از بازار به تابلوی معاملات بازگشت و موجب تاثیر منفی ۸۶۴ واحدی بر شاخص کل و از دست رفتن ۳,۶ هزار میلیارد تومان از دارایی‌های سهامداران شد. در روز ۱۳ بهمن ماه سال ۹۵ نیز سهم بانک تجارت پس از ۶ و نیم ماه توقف بالاخره بازگشایی و با افت ۳۴ درصدی رو به رو شد. ارزش بازار این نماد پس از بازگشایی ۱۵۰۰ میلیارد تومان افت داشت و نماد بانک صادرات نیز در این برهه به دلیل عدم ارائه صورت‌های مالی تهدید به اخراج از بورس و قرارگیری در بازار پایه فرابورس شد.

سه دلیل مهم را می‌توان برای اختلافات بانک مرکزی و بانک‌ها عنوان نمود. یکی از مهمترین چالش‌های نظام بانکی، پیوستن به بازارهای مالی بین‌المللی است که پیش‌نیازها و الزامات خاص خود را دارد. برای این منظور بانک‌ها باید در چارچوب قوانین و مقررات بین‌المللی فعالیت کرده و استانداردهای مالی بین‌المللی را در تنظیم صورت‌های مالی خود رعایت نمایند؛ یکی از مهم‌ترین این الزامات، شفافیت و انطباق صورت‌های مالی بانک‌ها با حسابداری و حسابرسی IFRS است، که بانک مرکزی از سال ۹۴ بانک‌های کشور را مکلف نموده صورت‌های مالی خود را در قالب استانداردهای IFRS ارائه دهند. همین امر باعث آشکار شدن چالش دیگری به نام «عدم کفایت سرمایه بانک‌ها» در نظام بانکی کشور شده است. در سطح بازارهای مالی بین‌المللی، معمولاً برای بررسی وضعیت مالی بانک‌ها از شاخص‌ها و استانداردهای مختلفی استفاده می‌شود که مهمترین آنها کفایت سرمایه است. کفایت سرمایه را شاید بتوان چکیده عملکرد مالی یک بانک تلقی نمود. این موضوع پذیرش صورت‌های مالی نمونه توسط بانک‌ها را سخت نموده. موضوع دیگر تراکم مطالبات غیر جاری بانک‌ها در سال‌های اخیر - که عمدتاً در اثر مشکلات اقتصادی کشور، گریبانگیر بانک‌ها شده - می‌باشد که این امر موجب شده بانک‌ها با استمهال مطالبات و در برخی موارد شناسایی سودهای موهومی از محل تسهیلاتی که وصول اصل آنها نیز مشخص نیست، بپردازند. مورد دیگر مطالبات بانک‌ها از دولت است که هنوز بر سر رقم دقیق آن با هم اختلاف نظر دارند. به عبارت دیگر، طی این سالها، بانک‌ها برای این مطالبات، سود شناسایی کرده و در صورت‌های مالی خود نشان داده‌اند در حالی که دولت حداقل بر سر نرخ سود مورد محاسبه، با بانک‌ها اختلاف دارد. در نهایت این عوامل موجب ایجاد بحران در صنعت بانکی شدند.

مجموع عوامل فوق نشان می‌دهد به‌جز برخی از اتفاقات خارج از پیش‌بینی بازار سرمایه، رفتارهای این بازار معمولاً از یک سیکل تکرار شونده‌ای برخوردار است که با شناخت رفتار بازار سرمایه و این سیکل می‌توان روند بازار سرمایه را بررسی کرد.

بررسی روند ۹ ساله بازار سرمایه از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶

بهنام بهزادفر؛ مدیر امور اعضای کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار و مدرس دانشگاه | بررسی روند حرکتی بازار سرمایه در طول سالیانتمادی، می تواند قدرت دید مناسب جهت پیش بینی روند سال های آتی به تحلیل گران دهد چرا که بازار سرمایه مملو از اتفاقات مشابه و سیکل های تکراری است. به همین دلیل بورس کشور در بازه ۹ سال گذشته (از سال ۸۷ تا ابتدای ۹۶) مورد موشکافی قرار می گیرد تا بتوان در خصوص آینده بازار سرمایه پیش بینی درستی داشت. در بین سال های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ همزمان با بحران مالی جهانی قیمت فلزات اساسی و نفت به شدت افت داشت. به عنوان مثال در محدوده زمانی مذکور فلز روی از محدوده ۴۵۰۰ دلار به ۱۰۰۰ دلار رسید، آلومینیوم از محدوده ۳۱۰۰ دلار به ۱۲۰۰ دلار و مس از محدوده ۹۰۰۰ دلار به ۳۰۰۰ دلار رسید، نفت نیز از محدوده ۱۴۰ دلار به ۳۵ دلار کاهش پیدا کرد. همان گونه که در نمودارها مشخص است شاخص کامودیتی ها نیز در این بازه زمانی افت زیادی داشته که مشخصا حاکی از افت قیمت مجموع کامودیتی ها است.



به صورت مستقیم شد. در روزهای آخر سال این نمادها با نصف قیمت بازگشایی شده‌اند (شیندر از ۸۹۳ به ۴۴۶، شاون ۱۸۴۰ به ۷۵۰، شیناز ۹۷۵ به ۳۱۷، شتران ۱۱۶۰ به ۵۰۰، شیریز از ۱۵۰۰ به ۸۸۶ تومان)؛ شاخص بورس در نهایت عدد ۶۱۵ هزار را به خود دید.

بورس در سال ۱۳۹۳ دو بار در تیر و آبان وارد مرحله خوشبینی هسته‌ای شد. در تیر ماه ۹۳ گرچه بازار وارد مرحله خوش بینی شد اما میزان ریزش بازار به قدری بود که این خوش بینی در مقطع کوتاهی باعث رشد شاخص - و نه p/e شد و آثار خاصی نداشت. در مهر و آبان سال ۹۳ مجدداً بورس وارد مرحله خوش بینی هسته‌ای شد که شاخص با یک رشد خیلی محسوسی از محدوده ۷۰ هزار وارد محدوده ۷۶ هزار شد که البته بعد از تمدید توافق هسته‌ای و افت سنگین قیمت نفت و مشتقات نفتی و فلزات اساسی از محدوده ۷۶ هزار با ریزش بسیار سنگین به محدوده ۶۱ هزار رسید. داستان خوش بینی هسته‌ای در سال ۹۴ نیز چند بار تکرار شد و یکی از مهم ترین موارد، در همان ابتدای سال ۹۴ رخ داد، بازار در تعطیلات عید عموماً دچار سستی در حجم و ارزش معاملات می شد اما این بار در روزهای آغازین سال رشد بسیار مناسبی داشت و پس از توافق لوزان نیز این رشد ادامه داشت، اما در نهایت با عرضه های سنگین حقوقی ها و عدم وزن مناسب به توافق هسته‌ای، بورس باز هم ریزشی شد. رکورد معاملات نسبت به یک سال قبل نیز در تاریخ ۱۷ فروردین ثبت شد و در یک روز ۶۸۰ میلیارد تومان صرفاً معاملات خرد صورت گرفته است. همان گونه که در نمودار زیر مشخص است در این روز نمادی همانند بانک صادرات به رکورد معاملاتی ۱،۱۳۰ میلیارد برگه سهم رسیده که سهامداران نیز پس از مشاهده چنین حجه‌م فروش، بازار را یک دست قرمز پوش کردند.

در بهار ۹۴ مشکل نحوه تعیین سود در مجامع نیز اهالی بازار را با نگرانی مواجه کرد و در مورد شرکت های بانکی نیز شایعاتی منتشر شد مبنی بر اینکه سود تقسیمی بسیار ناچیزی خواهد بود. در مجامع شرکت ها نیز مانند سال های گذشته اخبار خوشی شنیده نمی شد و پیش بینی ها از وضعیت شرکت ها محافظه کارانه بود. در ابتدای خرداد ماه سال ۹۴ بازگشت سرمایه بازار پول ۵ ساله بود و بازگشت سرمایه بورس ۵/۵ ساله که اختلاف چندانی این دو با هم نداشتند. نفت نیز در فصل بهار در محدوده ۶ دلار تثبیت شده و به هر حال نگرانی نفت ۲۰ دلاری از اقتصاد کشور رفع شده بود. این موضوع مزید بر علت شد که بازار سرمایه افت بسیار محسوس را تجربه نکند. میانگین ارزش معاملات خرد در پاییز ۹۳ معادل ۱۵۶ میلیارد تومان، در زمستان ۸۲ میلیارد تومان و در بهار ۹۴ نیز ۱۱۳ میلیارد تومان بود اما در انتهای خرداد ماه ارزش معاملات خرد بورس حتی به زیر ۵۰ میلیارد تومان رسیده بود که پیش بینی می شد در صورت تثبیت این عدد در محدوده فوق بازار یک ریزش سنگین دیگری را نیز تجربه کند. ریزشی که زیر ۶ هزار را نشانه گرفته بود، قطعاً اگر توافق هسته‌ای نبود بازار سرمایه وارد محدوده ۵۰ هزار می شد. در روزهای آخر خرداد بازار بورس برای چهارمین بار در یکسال گذشته باز هم وارد جو خوشبینی هسته‌ای شده که نشانه های آن رشد شاخص بورس از محدوده ۶۲۰۰۰ به ۶۵۰۰۰ بوده است. در نهایت نیز در ۲۳ تیر ماه بزرگترین معضل بازار سرمایه نیز حل شد و توافق هسته‌ای حاصل شد. نتیجه اما چیزی نبود که اهالی بورس انتظار داشتند. شاخص بلافاصله از محدوده ۶۹۰۰۰ به سمت ۶۵۰۰۰ سقوط داشته است. ابتدا افت بازار به عوامل سیاسی که دنبال تلخ کردن کام مردم بودند نسبت داده شد و همچنین به جمع رفتن شرکت های بانکی نیز مزید بر علت دانسته می شد. طبق تصمیم و اعلام قبلی بانک مرکزی شرکت های بانکی سودهای قابل توجهی را نمی توانستند تخمین بزنند و برخلاف سال گذشته در مجمع اوضاع تقسیم سود مناسبی نداشتند. این موضوع خود موجب یک فشار فروش مقطعی شده بود. البته این موضوع به نوعی درست نیز بود. به عنوان مثال نمادی همانند بانک ملت که در سال ۹۳ از سود ۴۲ تومانی مصوب سال ۹۲ نهایتاً ۸۰ درصد آن را تقسیم کرد، در سال ۹۴ از ۴۶ تومان سودی که در سال ۹۳ ساخته بود تنها ۲۰٪ آن یعنی ۹ تومان را تقسیم نمود. علاوه بر آن گزارشات سه ماهه شرکت ها نیز جذاب نبوده که بحران را عمیق تر نشان می داد. در برخی از نمادها به جای پوشش سود، زیان ساخته شد. به عنوان مثال در گزارش ذوب آن در حالی که برای کل سال سود ۸۶ ریالی پیش بینی کرده بود در سه ماهه زیان ۲۲ تومانی پوشش داده شد و زیان کل سال را نیز ۷۴ تومان اعلام نمود.

پس از ماجرای هسته‌ای بازار به سراغ محصول مورد علاقه خود رفت؛ «نفت». نفت این بار نیز درگیر سقوط شد و نفت برنت بعد از یک سقوط شدید به محدوده ۴۰ دلاری نیز رسید، برخلاف تصور اولیه که رشد نفت تا ۸۰ دلار را پیش بینی می کرد، افت قابل توجهی داشت. فصل تابستان پرتقاضا ترین فصل نفتی بوده اما قیمت نفت به جای رشد افت داشت. علاوه بر آن انتشارات

از اواسط دی ماه ۹۲ بازار وارد مرحله افت شده که این رکود بسیار محسوس بوده و بیشتر از ۳ سال نیز ادامه دارد. در اواخر دی ماه یک اتفاق بسیار مهم دیگر نیز در بازار موازی (بازار پول) رخ داده که بازار سرمایه را نیز درگیر کرد، در بهمن ماه ۹۲ نرخ تورم نقطه به نقطه ماهانه برای اولین بار از نرخ سود بانکی کمتر شد. در نتیجه سپرده گذاری سرمایه ها در بانک سودآوری واقعی پیدا کرد. اتفاقی که در گذشته کمتر در کشور رخ داده بود. همین موضوع بسیاری از سرمایه گذاران را جذب بازار پول کرد. بازار در ابتدای سال ۹۳ تحت تاثیر هدفمندی یارانه ها قرار گرفت و در نهایت با توجه به اینکه حامل های انرژی گران شده بود اما دولت به شرکت ها اجازه افزایش نرخ را به سادگی نداد و نهایتاً همان گونه که انتظار می رفت بورس در نیمه اول سال ۹۳ وارد مرحله رکود شد. در اواخر خرداد ۹۳ داعش به عراق حمله کرده و آن کشور را درگیر جنگی طاق فرسا کرده بود. این موضوع برای صنعت سیمان سخت و گران تمام شد. فروش در صنعت کاشی و سرامیک نیز دچار مشکل شد. در این خصوص ذکر مثالی از شرکت تراکتورسازی تبریز خالی از لطف نیست. این شرکت در سال ۹۲ حدود ۲۰٪ سهم فروش از صادرات محصولات داشت که مقصد صادراتی ۸۰٪ آن کشور عراق بود. در سال ۹۳ سهم عراق به ۷۷٪ و در سال ۹۴ سهم این کشور تنها ۲۵٪ شد. نتیجه درگیری های عراق موجب شده در سال ۹۴ فروش صادراتی نماد "تایرا" نسبت به سال ۹۲ کاهش ۶۰ درصدی داشته و به نوعی در صنعت سیمان نیز رخ داد. صادرات سیمان ایران در سال ۸۹ نسبت به سال قبل ۴۴٪ رشد داشته است، در سال ۹۰ نیز ۶۵٪ رشد را ثبت کرد، در سال ۹۱ به میزان ۳۱٪ و در سال ۹۲ نیز ۳۶٪ رشد داشت. اما در سال ۹۳ درصد صادرات، بدون تغییر ماند. با توجه به اینکه عراق به تنهایی مقصد ۵۰ درصد سیمان صادراتی کشور بود، طبیعی است که جنگ در این کشور به این صنعت لطمه وارد کرد.

از آذر ۹۲ تا شهریور ۹۲ به صورت مداوم نسبت قیمت به درآمد (p/e) بازار کاهشی بوده و بازار در اصلاح شدید قرار داشت. در نیمه دوم سال ۹۳ انتظار می رفت با انتشار گزارشات ۶ ماهه و افزایش نرخ هایی که شرکت ها داشتند و همچنین با تثبیت وضعیت دلار، وضعیت

صنایع بومی هم با افزایش نرخ و هم با افزایش تولید عجین شده که سودآوری شرکت ها را به چندین برابر رسانده بود. به عنوان مثال در صنعت سیمان که تحریم ها در آن موثر نبودند هم میزان تولید زیادتز شد و هم با سیاست های انبساطی دولت افزایش نرخ های درصدی، در سال ۹۱ افزایش نرخ ۲۰ درصدی و در سال ۹۲ افزایش نرخ ۲۰ درصدی) در نتیجه سودآوری این شرکت ها بسیار زیادتز از قبل شد.

شاخص بورس در اردیبهشت و خرداد ۱۳۹۲ در وضعیت استراحت قرار گرفته که کاملاً نیاز بازار نیز بود، چرا که از مرداد ۹۱ تا خرداد ۹۲ با رشد ۷۰ درصدی روهپرو شده بود. البته اخبار مربوط به سهم مستثنی قرار ندادن پالایشگاه های غیر دولتی از پرداخت ۲۶ درصد سهم صندوق توسعه ملی در آن برهه موجب ریزش و افت همه گیر در چند روز شده بود که این درصد حذف شد. با مشخص شدن نتیجه انتخابات ریاست جمهوری دوره استراحت شاخص ناتمام ماند و بازار باز هم وارد رشد خیره کننده و هیجانی بعد از انتخابات شد و این رشد تا شهریور ماه ادامه داشت.

بعد از درگیری های جدی سوریه در شهریور همان سال بورس چند روز در استراحت و نزول قرار گرفت. بازار پس از انتخابات در عرض ۳ ماه رشد حدود ۴۰ درصدی داشته که نیاز به مقداری استراحت داشت؛ در نتیجه به اتفاقات سوریه وزن زیادی داد. بسیاری از تحلیل گران شاخص ۶۰ هزار را در همان برهه برای بورس با همه خوش بینی های پیش رو منطقی می دانستند. رقمی که ۲ سال بعد به آن رسید. با اولین دوره مذاکرات هسته‌ای و خوشبینی رفع تحریم ها که منجر به توافق ژنو نیز شد بازار سرمایه در مهر و آبان و آذر رشد خیره کننده دیگری را ثبت نمود و شاخص نسبت به شهریور ۵ درصد دیگر نیز رشد کرد. در نهایت بازار سرمایه در ۱۵ دی ۱۳۹۲ بعد از ۱۷ ماه رشد مداوم بر قله ۸۹۵۰۰ واحدی ایستاد که به اصطلاح همه عوامل مثبت پیش رو را پیش خور کرده بود. بازار در بازه ۱۷ ماهه توانسته بود به صورت میانگین ۲۵۰ درصد بازدهی را تقدیم سهامداران کند که رقمی بسیار عجیب و حتی می توان گفت غیر منطقی بود. این در حالی بود که تورم در همین بازه زمانی ۶۶ درصد بود. p/e با نسبت قیمت به درآمد بازار در آذر ماه به رقم ۸،۴ رسید که بازگشت سرمایه بورس را ۸ ساله نشان می داد، این در حالی بود که در آن برهه بازگشت سرمایه بازار پول زیر ۵ سال بود.

در چنین شرایط بحرانی، طبیعی بود که متغیرهای اقتصادی در دنیا روند نزولی را نشان دهند. به عنوان مثال نرخ بیکاری آمریکا از محدوده ۴،۵٪ به ۱۰٪ رسید. نرخ GDP آمریکا نیز از ۳،۸ درصد در سال ۲۰۰۴ به -۲،۸٪ در سال ۲۰۰۹ تبدیل شد. نسبت GDP فصلی ۹/۹ سالانه این کشور حتی در یک فصل به -۶٪ نیز رسید. در اروپا نیز رشد اقتصادی این اتحادیه از ۳،۱٪ به -۴،۴٪ رسید که نشان می داد بحران نه فقط در آمریکا بلکه در همه جای دنیا پراکنده شده بود. به تبع این اتفاقات شرکت های پذیرفته شده در بورس ایران که عمدتاً کالامحور بودند به مخاطره افتادند. به عنوان مثال شرکتی همانند فولاد مبارکه سود هر سهم سال ۱۳۸۷ را ۷۱ تومان محقق نموده ولی سود سال بعد را با بیش بینی ۲۲ تومانی شروع کرد. در گروه نفت نیز پالایشگاه اصفهان سود ۱۶۳ تومانی سال ۸۷ را با سود ۹۶ تومانی سال ۸۸ جایجا کرد. شرکتی همانند پتروشیمی خارک سود سال ۸۷ را ۳۳۵ تومان به پایان برده و سود سال ۸۸ را با بیش بینی سود هر سهم ۱۳۵ تومان شروع کرد. شاخص بورس کشور نیز از محدوده ۹،۰۰۰ در آذر ۸۷ با ریزش ۱۱ درصدی در عرض سه ماه به محدوده ۸،۰۰۰ واحدی در انتهای سال رسید.

پس از فروکش کردن بحران جهانی، شاخص بورس تهران از سال ۸۸ تا ۹۰ رشدی صعودی داشت به گونه ای که در بازه دو ساله از اردیبهشت ۱۳۸۸ تا اردیبهشت ماه ۱۳۹۰ از محدوده ۸،۵۰۰ به محدوده ۲۶،۰۰۰ رسید که ۲۰۵٪ رشد را نشان می دهد. عمده دلیل این رشد را می توان کم رنگ شدن تاثیر بحران جهانی سال های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ دانست. شاخص اما از ابتدای سال ۹۰ وارد مرحله رکود شد. تحریم ها علیه ایران از سال ۱۳۸۹ جدی تر از قبل شده و در سال ۹۰ به شکل وسیعی ادامه پیدا کرد. در آن بازه زمانی، حدود ۱۷ ماه شاخص در محدوده ۲۵ هزار مانده بود. در این سال اما شرکت های قندی رشد بسیار مناسبی داشته و شاخص صنعت قند در طول سال ۹۰ تقریباً ۴ برابر شد اما در مجموع در سال ۱۳۹۰ اکثر صنایع با افت سودآوری روهپرو بودند و شاخص کل نیز در این سال بازدهی ۹ درصدی داشت که هم پایین تر از رقم تورم بوده و هم پایین تر از نرخ رسمی سود بانکی. این افت در صنعت خودرو البته بیشتر به چشم می آمد. به عنوان مثال سودآوری مجموع صنعت خودرو و قطعه سازی در شهریور ۱۳۸۹ رقم ۱۵۰۰ میلیارد تومان بوده است که این رقم در شهریور ۱۳۹۲ به عدد ۴۲۲ میلیارد تومان رسید و شاخص این گروه در ابتدای سال ۹۰ رقمی معادل ۹۶۰۰ بود که ۱۸ ماه بعد نصف شد.

در سال ۱۳۹۱ بازار سرمایه با چندین محرک رشد روهپرو شد. اولین محرک، افزایش قیمت دلار بوده که از سال ۹۰ شروع شده و در انتهای سال ۹۱ تقریباً ۳ برابر شده بود. این در حالی است که قبل از آن ۱۵ سال طول کشید تا قیمت دلار در سال ۹۱، سه برابر شود. شرکت های پتروشیمی و شیمیایی که عمدتاً صادراتی بودند توانستند محصولات صادراتی خود را بسیار گرانتر بفروشند و سوددهی فزاینده ای را ثبت کردند، به عنوان مثال شرکتی همانند پتروشیمی خارک با آمار فروش ۹۷۸ هزار تن (مجموع محصولات) در سال ۸۹ سود ۲۲۱ تومانی داشته و در سال ۹۱ ۹۱۲ هزار تن فروش (با همان میزان سرمایه) سود ۷۵۲ تومانی ساخت. این موضوع برای شرکت های فلزی نیز صادق بود. بانک ها نیز در تسعیر از تعدیلات خوبی دادند و صنعت دارو نیز با گران شدن دلار اقدام به گران نمودن دارو نمودند که سوددهی آنها نیز زیاد شده بود. به جز گروه خودرو که با افزایش قیمت حدود سه برابری محصولات باز هم زیان ده بود تقریباً اکثر صنایع با رشد دلار سوددهی مناسبی را تجربه کردند.

از اوایل تابستان سال ۱۳۹۱ نیز در بازار سرمایه شرکت های پالایشگاهی به صورت زنجیره ای عرضه اولیه شدند و بورس اوراق بهادار عمق بیشتری به خود گرفت. این شرکت ها در زمان بازگشایی سوددهی بسیار پایینی داشتند اما تحلیلگران آینده بسیار روشنی برای این صنعت با توجه به رشد چند برابری قیمت دلار و نفت می دیدند. در نهایت همین گونه هم شده و گروه پالایشگاه بعد از عرضه های زنجیره ای اولیه، تعدیلات مناسب و چند مرحله ای را در سود ثبت نمودند که موجب رشد قیمتی فزاینده آنها نیز شد. به عنوان مثال در پالایشگاه بندرعباس رشد ۱۶ برابری و در پالایشگاه تهران رشد ۱۷ برابری قیمت رخ داد (این سهم در اوج قیمت خود ۱۲۸ هزار تومان معامله شد). البته سوددهی شرکت های پالایشگاهی نیز خیره کننده بود.

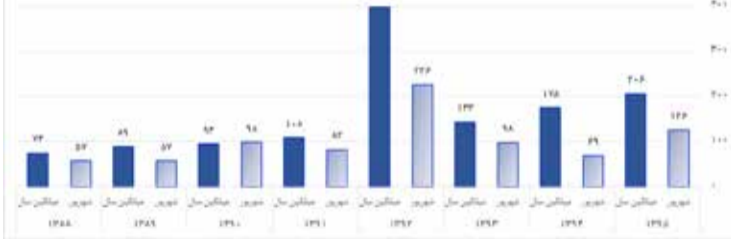
شاخص بورس از مرداد ماه سال ۱۳۹۱ به دلایلی که ذکر شد از رکود قبلی عملاً خارج شده بود. در آن برهه شرکت هایی که مشمول تحریم بودند به راحتی افزایش نرخ می گرفتند که این موضوع البته باعث رشد تورم نیز شده بود به گونه ای که تورم نقطه به نقطه در اوج خود در خرداد ۱۳۹۲ حتی به رقم ۴۱٪ نیز رسیده بود. در ۱۵ ماه انتهایی دولت قبلی میانگین نرخ تورم در هر ماه رقمی معادل ۲،۶٪ بود. در کشور نیز سیاست های انبساطی در جریان بوده و این سیاست ها در برخی از



رشد نماد سایا در انتهای سال ۹۴



مقایسه میانگین ارزش معاملات روزانه در طی سال و در ماه شهریور (میلیارد تومان)



بررسی بخش های اصلی و از آنجا که ابتدای برهه ۱۳۹۶ از ابتدای دوره ۹۴ (تومان)



نرخ رشد نقدینگی (مهر و معادله) - سال پایه ۱۳۹۶



نمود: در آن برهه قیمت سهم ۱۰۰۰ تومان بود. آخرین پیش بینی سود سهام این شرکت در سال ۹۵ معادل ۲۷۳ تومان بوده و قیمت سهم نیز به محدوده ۲۱۰۰ تومان رسید.

در این بازه زمانی البته یک اتفاق دیگری موجب افزایش نگرانی ها و افت بازار سرمایه شد و آن هم بازگشایی نمادهای بانکی بود. نمادهای بانکی عموماً در روزهای انتهایی مهلت قانونی خود (انتهای تیرماه) مجامع خود را برگزار می کنند. در آخرین مجمع خود در سال ۹۵ برخی از نمادهای بانکی به دلیل عدم تصویب صورت های مالی به علت نپذیرفتن بانک مرکزی و عدم تطابق این صورت های مالی با صورت های مالی نمونه IFRS متوقف ماندند. در روز پنجم بهمن نماد بانک ملت به عنوان اولین سهم بانکی و یکی از ۱۱ بانک متوقف شده، پس از ۶ ماه و ۱۰ روز دوری از بازار به تابلوی معاملات بازگشت و موجب تأثیر منفی ۸۶۴ واحدی بر شاخص کل و از دست رفتن ۳۶ هزار میلیارد تومان از دارایی های سهامداران شد. در روز ۱۳ بهمن ماه سال ۹۵ نیز سهم بانک تجارت پس از ۶ و نیم ماه توقف بالآخره بازگشایی و با افت ۲۴ درصدی روبه رو شد. ارزش بازار این نماد پس از بازگشایی ۱۵۰۰ میلیارد تومان افت داشت و نماد بانک صادرات نیز در این برهه به دلیل عدم ارائه صورت های مالی تهدید به اخراج از بورس و قرارگیری در بازار پایه فرابورس شد.

سه دلیل مهم را می توان برای اختلافات بانک مرکزی و بانک ها عنوان کرد. یکی از مهمترین چالش های نظام بانکی، پیوستن به بازارهای مالی بین المللی است که پیش نیازها و الزامات خاص خود را دارد. برای این منظور بانک ها باید در چارچوب قوانین و مقررات بین المللی فعالیت کرده و استانداردهای مالی بین المللی را در تنظیم صورت های مالی خود رعایت نمایند؛ یکی از مهمترین این الزامات، شفافیت و انطباق صورت های مالی بانک ها با حسابداری و حسابرسی IFRS است، که بانک مرکزی از سال ۹۴ بانک های کشور را مکلف نموده صورت های مالی خود را در قالب استانداردهای IFRS ارائه دهند. همین امر باعث آشکار شدن چالش دیگری به نام «عدم کفایت سرمایه بانک ها» در نظام بانکی کشور شده است. در سطح بازارهای مالی بین المللی، معمولاً برای بررسی وضعیت مالی بانک ها شاخص ها و استانداردهای مختلفی استفاده می شود که مهمترین آنها کفایت سرمایه است. کفایت سرمایه را شاید بتوان چکیده عملکرد مالی یک بانک تلقی نمود. این موضوع پذیرش صورت های مالی نمونه توسط بانک ها را سخت نموده است. موضوع دیگر تراکم مطالبات غیر جاری بانک ها در سال های اخیر-که عمدتاً در اثر مشکلات اقتصادی کشور، گریبانگیر بانک ها شده- می باشد که این امر رسیده و این رقم در زیان های این سال امسال حتی ۹۲ درصد بود که بالاترین نرخ رشد در ۵ فصل پیش تر بوده است. این موضوع در نهایت از دیدگاه بنیادی برای بازار سرمایه مثبت است.

سومین اتفاق مهم پیرامون بازار رشد کالاهای جهانی بود. خوشبختانه هم در سال ۲۰۱۶ و هم در ماه های ابتدایی سال ۲۰۱۷ روند حرکت کالاهای جهانی مناسب بود. زمستان سال ۹۴ را می توان بدترین وضعیت کالاهای اساسی در چند سال قبل دانست. در این فصل بعضی از کامودیتی ها همانند مس پایین ترین قیمت را از سال ۲۰۰۸ و برخی دیگر همانند نفت پایین ترین قیمت را از سال ۲۰۰۴ داشتند. از زمستان سال ۹۴ تا زمستان سال ۹۵ فلزات اساسی، نفت و فرآورده های نفتی رشد قابل توجهی داشتند؛ به عنوان مثال قیمت سنگ آهن در زمستان ۹۴ معادل ۳۵ دلار بوده و سال بعد با رشد حدود ۱۵۰ درصدی در محدوده ۵۰ دلار رسید. قیمت مس هم در همین بازه زمانی با ۴۰ درصد رشد از محدوده ۴۳۰۰ به محدوده ۶۰۰۰ دلار رسید، همچنین فلز روی با ۹۰ درصد رشد از محدوده ۱۴۵۰ به ۲۸۰۰ دلار رسید، این رشد برای فولاد و آلومینیوم هم صادق بوده و فولاد یا به عنوان مثال بیلت صادراتی ترکیه رشدی معادل ۳۵ درصد داشت و به محدوده ۳۹۰ دلار رسید و آلومینیوم هم با رشد نزدیک به ۴۰ درصدی به محدوده ۱۸۷۰ دلار رسید. این رشد مختص فلزات اساسی نبوده و برای نفت و مشتقات نفتی هم همین روند وجود داشت. در بازه زمانی کمتر از یک سال نفت با ۱۰۰ درصد رشد از ۲۸ دلار به ۵۶ دلار رسید. قیمت اوره (اوره گرانول فوب خلیج فارس) هم در این مدت با ۳۷ درصد رشد به ۲۴۰ دلار رسید و متانول (Cf) هم نسبت به دوران افت خود، با ۱۰۲ درصد رشد به ۲۶۰ دلار رسید. این موضوع در سودآوری شرکت های مرتبط نیز بی تأثیر نبوده است. به عنوان مثال اولین پیش بینی سود هر سهم سال ۹۵ نماد «فاسمین» در اسفند ۲۰۹۴ تومان بوده و قیمت این سهم نیز ۲۰۰ تومان بود و آخرین پیش بینی سود هر سهم سال ۹۵ این نماد با تعدیل ۱۸۵۰ درصدی به رقم ۴۳ تومان رسید و قیمت سهام نیز در محدوده ۳۵۰ تومان قرار گرفت. این موضوع در سایر نمادهای سایر گروه ها قابل بررسی است. به عنوان مثال نماد «زاگرس» که تولیدکننده متانول هست اولین پیش بینی سود خود در سال ۹۵ را در اسفند ماه ۹۴ معادل ۱۱۹ تومان اعلام

در ۱۷ روز کاری از ۲۳ تیرماه تا ۱۷ مرداد ۵۰۰ واحد رشد داشته که این رقم بازدهی ۷ درصدی را نشان می دهد. ۱۷ روز رشد مداوم شاخص طی ۳ سال پیش از آن سابقه نداشته و یک رکورد محسوب می شود. طی تحقیقات انجام شده عموماً رشدهای شاخص با رشد معاملات اشخاص حقیقی همراه بوده و این رابطه معمولاً مستقیم بود. در مرداد ماه با خرید سهام توسط صندوق های با درآمد ثابت به بورس شاخص بورس این بار با مشارکت و فعالیت حقوقی ها مثبت شد.

یکی از رفتارهای منظمی که بازار سرمایه در چند سال گذشته به صورت مستمر آن را حفظ کرده، ارزش معاملات بسیار پایین و رخوت بازار در شهریور ماه بوده، به طوری که در سال ۹۵ نیز مانند گذشته بازار درگیر معاملات کاهشی در این ماه بود. مستندات جدول فوق نیز این موضوع را تأیید می کند. همان گونه که از نمودار فوق برمی آید، به طور معمول ارزش معاملات شهریور ماه حدود ۶۰ درصد میانگین سایر ماه های سال است (آمار مربوط به شهریور ماه ۹۵ تا مهر آن سال می باشد). برای این موضوع می توان عوامل زیادی را مرتبط دانست. یکی از این عوامل تسویه اعتباری کارگزاران در انتهای شهریورماه است. سال مالی ۵۴ درصد شرکت های کارگزار ۳۱ شهریور پایان یافته و طبیعتاً تسویه مشتریان اعتباری به طور سنتی موجب فشار فروش در بازار می شود. سایر عوامل نظیر انتظار برای گزارشات شش ماهه به خصوص این که این گزارشات حسابرسی شده نیز هستند، بی تأثیر نیست. این سیکل در شهریور ۹۵ نیز ادامه داشته و در این برهه شاخص با ۲۰۰۰ واحد افت به محدوده ۷۶ هزار رسید. در پاییز و زمستان نیز شاخص کل بورس از محدوده ۸۱۰۰۰ تا ۷۶۰۰۰ نوسانی بود اما از دیدگاه فاندانمنتال بورس شرایط مناسبی داشت، سه رخداد مهم وضعیت بورس را از دیدگاه بنیادی ارتقا داد. نرخ دلار، اعلام نرخ رشد اقتصادی و رشد کامودیتی ها.

همان گونه که از نمودار زیر بر می آید نرخ دلار در بازه آبان تا دی ۹۵ رشد خیره کننده ای داشت و با ۵۳۰ تومان رشد توانست به رقم بالای ۴۱۰۰ تومان برسد. این رشد هم از نظر ریالی در سیکل های قبلی رشد در دولت تدبیر و امید کم سابقه بوده و هم از نظر مدت زمان رشد. عمده شرکت های صادرات محور نرخ دلار را در محدوده ۳۵۰۰ تومان پیش بینی نمودند و از بابت فروش ارز در این بازه منتفع شدند. داده های نمودار زیر نشان می دهد که قیمت دلار پس از مقداری رشد بلافاصله توسط نهاد بازار ساز کنترل می شود که این رشد نیز در دی ماه سال ۹۵ سرکوب شد. متغیر دیگر پراهمیت برای بازار سرمایه اعلام رقم رشد اقتصادی بوده که در ۶ ماه نخست سال ۹۵ در مقایسه با مدت مشابه سال گذشته به ۷٫۴ درصد رسیده و این رقم در زیان های این سال امسال حتی ۹۲ درصد بود که بالاترین نرخ رشد در ۵ فصل پیش تر بوده است. این موضوع در نهایت از دیدگاه بنیادی برای بازار سرمایه مثبت است.

سومین اتفاق مهم پیرامون بازار رشد کالاهای جهانی بود. خوشبختانه هم در سال ۲۰۱۶ و هم در ماه های ابتدایی سال ۲۰۱۷ روند حرکت کالاهای جهانی مناسب بود. زمستان سال ۹۴ را می توان بدترین وضعیت کالاهای اساسی در چند سال قبل دانست. در این فصل بعضی از کامودیتی ها همانند مس پایین ترین قیمت را از سال ۲۰۰۸ و برخی دیگر همانند نفت پایین ترین قیمت را از سال ۲۰۰۴ داشتند. از زمستان سال ۹۴ تا زمستان سال ۹۵ فلزات اساسی، نفت و فرآورده های نفتی رشد قابل توجهی داشتند؛ به عنوان مثال قیمت سنگ آهن در زمستان ۹۴ معادل ۳۵ دلار بوده و سال بعد با رشد حدود ۱۵۰ درصدی در محدوده ۵۰ دلار رسید. قیمت مس هم در همین بازه زمانی با ۴۰ درصد رشد از محدوده ۴۳۰۰ به محدوده ۶۰۰۰ دلار رسید، همچنین فلز روی با ۹۰ درصد رشد از محدوده ۱۴۵۰ به ۲۸۰۰ دلار رسید، این رشد برای فولاد و آلومینیوم هم صادق بوده و فولاد یا به عنوان مثال بیلت صادراتی ترکیه رشدی معادل ۳۵ درصد داشت و به محدوده ۳۹۰ دلار رسید و آلومینیوم هم با رشد نزدیک به ۴۰ درصدی به محدوده ۱۸۷۰ دلار رسید. این رشد مختص فلزات اساسی نبوده و برای نفت و مشتقات نفتی هم همین روند وجود داشت. در بازه زمانی کمتر از یک سال نفت با ۱۰۰ درصد رشد از ۲۸ دلار به ۵۶ دلار رسید. قیمت اوره (اوره گرانول فوب خلیج فارس) هم در این مدت با ۳۷ درصد رشد به ۲۴۰ دلار رسید و متانول (Cf) هم نسبت به دوران افت خود، با ۱۰۲ درصد رشد به ۲۶۰ دلار رسید. این موضوع در سودآوری شرکت های مرتبط نیز بی تأثیر نبوده است. به عنوان مثال اولین پیش بینی سود هر سهم سال ۹۵ نماد «فاسمین» در اسفند ۲۰۹۴ تومان بوده و قیمت این سهم نیز ۲۰۰ تومان بود و آخرین پیش بینی سود هر سهم سال ۹۵ این نماد با تعدیل ۱۸۵۰ درصدی به رقم ۴۳ تومان رسید و قیمت سهام نیز در محدوده ۳۵۰ تومان قرار گرفت. این موضوع در سایر نمادهای سایر گروه ها قابل بررسی است. به عنوان مثال نماد «زاگرس» که تولیدکننده متانول هست اولین پیش بینی سود خود در سال ۹۵ را در اسفند ماه ۹۴ معادل ۱۱۹ تومان اعلام

گزارشات ۶ ماهه نیز نامیدکننده بود. به عنوان مثال نمادی همانند پارس خودرو که سود خود را در ابتدای سال ۲ تومان به ازای هر سهم پیش بینی کرده بود در گزارش شش ماهه پیش بینی خود را به ۴۲ تومان زیان تغییر داد و موفق به پوشش ۲۶ تومانی زیان نیز شد. این تعدیلات منفی مربوط به یک نماد خاص نبوده و درگیر بسیاری از شرکت ها شد. به عنوان مثال نمادی همانند سخنر سود سال ۹۴ را در ابتدا ۵۴ تومان پیش بینی کرده بود که در گزارش ۶ ماهه پیش بینی سود را به ۵۵ تومان زیان تغییر داده و موفق به پوشش ۵۹ درصدی آن نیز شد. مجموع این اتفاقات موجب شده که شاخص در روزهای شیرین توافق هسته ای به جای رشد افتی حدوداً ۸ هزار واحد داشته باشد.

در ادامه سال ۹۴، شاخص از ابتدای دی ماه ۹۴ با یک رشد خیره کننده توانست از رقم ۶۱۴۰۰ واحد به محدوده ۸۱۵۰۰ در ۱۴ فروردین ۹۵ برسد. رشد ۳۲ درصدی در عرض ۳٫۵ ماه رشد خیره کننده ای بوده که با توجه به ثابت بودن نرخ دلار، ارزش بورس کشور به این ارزا نیز با همین مقدار رشد داده است. در سال ۱۳۹۴ بازده شاخص کل بورس حدود ۲۸ درصد بود که بخش بزرگی از آن مربوط به فصل زمستان و رشد فوق الذکر بود. بورس به تنهایی در این فصل بازدهی ۲۳ درصدی را ثبت کرد. با توجه به این که نرخ دلار تقریباً ثابت بوده، بازدهی بازار سرمایه به دلار نیز همین مقدار بوده که این موضوع بورس کشور را در زمره پر بازده ترین بورس های دنیا قرار داد. در سال ۹۴ علاوه بر رشد شاخص، نسبت P/E یا همان نسبت به قیمت به درآمد بازار بورس نیز حدود دو واحد رشد پیدا کرد.

رشد بازار را - که از ابتدای دی ماه ۹۵ تا اردیبهشت ماه سال بعد ادامه داشت - می توان به ۳ عامل مهم نسبت داد. عامل اول باز هم توافق هسته ای بوده که برای پنجمین بار بازار سرمایه را تحت شعاع قرار داد. بازار سرمایه به سفر رئیس جمهور به همراه بازگشت به کشورهای ایتالیا و فرانسه که همراه با بستن قراردادهای تجاری متعددی بوده واکنش مثبت نشان داد. چرا که این گشایش ها خود یک ماکت از وضعیت شرکت های داخل کشور اعم از شرکت های پذیرفته شده و یا پذیرفته نشده در بورس بود. عامل دوم نیز قرارگیری در کف شرایط اقتصادی کشور بود. در دی ماه بسیاری از آمارها و فاکتورهای اقتصادی کشور به پایین ترین حالت خود رسید. نفت با یک سقوط سنگین در یک سال و نیم پیش تر، یک چهارم شده و حتی قیمت ۲۷ دلار را تجربه کرد. طبیعی است که صنعت پالایشگاه و محصولات شیمیایی در مرحله اول از افت قیمت نفت و مشتقات نفتی دچار ضرر و زیان گردند. کاهش قیمت نفت خود موجب انقباضی شدن بودجه دولت شد و قراردادهای عمرانی داخل کشور شده و حتی عملاً آنها را معلق کرد، چرا که درآمد دولت به اندازه هزینه های جاری شد و هم چنین بدهی دولت به پیمانکاران را نیز بسیار زیاد کرده بود. گزارشات شرکت های پذیرفته شده در بورس نیز شرایط سخت و مضاعفی را برای آنها پدید آورده چرا که گزارشات ۳ ماهه، ۶ ماهه و ۹ ماهه شرکت ها در سال ۹۴ نامیدکننده بوده و حتی آن دسته از شرکت هایی که سود بالایی شناسایی کردند نیز، بین تحلیل گران با ابهام اساسی مواجه شدند. مجموع این اتفاقات موجب شد که سرمایه گذاران به این نتیجه برسند در بورس دیگر شرایط بدتر از آبان و آذر سال جاری نخواهد شد و وضعیت هر قدر هم بد باشد از کف خود دور خواهد بود. به عبارتی بهتر "بالاتر از سیاهی دیگر رنگی نیست". دلیل سومی که موجب رشد بازار شده اتفاقات پیرامون صنعت خودرو بوده است. این صنعت هم با توافقنامه ها و قراردادهایی که با شرکت های بزرگ دنیا نظیر سیتروئن، پژو، فیات و... بسته اند، در معرض توجه قرار گرفت و هم در نمادی همانند سایا با افزایش سرمایه ها و معاملات درون گروهی صورت گرفته که موجب جذابیت در بازار شد. به عنوان مثال نمادی همانند سایا با محدوده ۴۰ تومان (قیمت تعدیل شده نسبت به بعد از افزایش سرمایه) از ابتدای دی ماه ۹۴ به محدوده ۱۹۰ تومان در انتهای سال رسیده است. این رشد برای سایر شرکت های صنعت خودرو نیز رخ داده است. شاخص صنعت خودرو از محدوده ۸۶۰۰ در ابتدای دی ماه به محدوده ۲۷۶۰۰ در انتهای سال رسیده است که رشدی معادل ۲۲۰٪ را نشان دهد. در نمودار زیر نیز رشد قیمتی نماد سایا مشخص می باشد.

در ماه های ابتدایی سال ۹۵ موضوع دیگری ذهن اهالی بازار سرمایه را مشغول کرد. "افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی دارایی ها" که طبق اعلام اولیه از معافیت مالیاتی خود خارج شدند اما در نهایت شرکت هایی که تا انتهای ۹۴ توانستند این رقم را ثبت کنند به این معافیت دست پیدا نمودند. شاخص بورس از ابتدای تیرماه کم ترین رقم مربوط به سال ۹۵ تجربه کرد (۲۶۱۵) و پس از آن با گزارشات مثبت سه ماهه شرکت ها وارد مرحله رشد خود شد. در ابتدای مردادماه ریاست سازمان بورس و اوراق بهادار عوض و دکتر شاپور محمدی جایگزین دکتر فلطانت شد که این اتفاق موجب شوک مثبت به بورس شد. شاخص