



تحلیلی بر شرایط اقتصاد و بازار سرمایه ایران در طی دوره بیماری اپیدمی کوید ۱۹

حسین عبده تبریزی

دکتری مالی و بانکداری از مدرسه کسب و کار دانشگاه منچستر

ارتباط با نویسنده: [abdoh\[at\]abdoh.net](mailto:abdoh[at]abdoh.net)

An Analysis Of Economic And Market Capital conditions in Iran for the Period of Covid 19 Epidemic

Hossien Abdoh Tabrizi*

PhD in Finance and Banking from School of Business, the University of Manchester

Received 10/04/2020, Revised 20/04/2020, Accepted 02/05/2021

چکیده

با توجه به شرایط بازار مالی جهان براساس اپیدمی بیماری (Covid-19) و نیز واکنش های سایر بازارهای جایگزین نظیر فلزات گران بها، بازار نفت، ارز و ... این مهم را ایجاب می کند به تحلیل وضعیت بازارهای مالی ایران بپردازیم. به همین جهت با ارایه سه نظریه، شرایط جاری بازار سرمایه ایران که رفتار متفاوت از بازارهای جهانی داشته، مورد تحلیل قرار گرفته است. نتیجه این تحلیل نشان می دهد، برای بررسی ساختار اقتصاد ایران و نیز بازیابی آن، دو شکل "L" و "U" قابل طرح است. مدل L بهبود به این معنا که اقتصاد هرگز به مسیر پیشین بر نمی گردد و این بحران که خسارت ساختاری پایداری را به تقاضا و تولید در اقتصاد خواهد داشت، این مهم در مورد ایران صدق نمی کند. شرایط ایزوله اقتصاد ایران ایجاب می کند که از بحران جهانی آسیب زیادی نخواهد دید. ایران به دلایل دیگری از اقتصاد جهان حذف شده و خاصیت های خاص خود را دارد. همچنین شکل L بازیابی اقتصادی، فرضیه ای رادیکال برای ایران است. شرایط پسا کرونا در ایران به گونه ای است که بهبود به شکل U آرام و با سرعت پایین انجام خواهد شد. ظرفیت های معطل مانده ای در اقتصاد ایران وجود دارد که در زمان کرونا حتی به کمک اقتصاد می تواند بیاید و کالاها و محصولات مورد نیاز این دوران را ارایه یا تولید کند.

کلمات کلیدی: بازار مالی، covid-19، بازگشت



مقدمه

موقعیت امروز بازار سرمایه ایران ایجاب می‌کند در مورد آن به‌طور جدی و دقیق بحث شود. با توجه به فراگیری کوید ۱۹ در سطح جهان و اعلام سازمان بهداشت جهانی در خصوص «همه‌گیری جهانی (پاندمی)»^۱، به نظر می‌آید که این بیماری، اثرات جدی بر اقتصاد کشورهای جهان داشته باشد. برخی از اثرات این بیماری بر اقتصاد کشورها و نیز اقتصاد جهانی، در حال حاضر مشهود است. اما تصور می‌شود که تأثیرات بسیار بیشتر در آینده نزدیک خواهد داشت. مطابق برخی از پیش‌بینی‌ها، ممکن است اثرات این بیماری بر کل اقتصاد جهان، تا چند سال مشهود باشد نظیر آنکه می‌تواند رشد اقتصاد جهانی را بیش از پیش با کندی مواجه ساخته و با تعطیلی تامین کنندگان مواد اولیه، زنجیره تامین برخی کارخانه‌ها را با کمبودهایی مواجه سازد. یک پیش‌بینی در رابطه با هزینه مقابله با شیوع ویروس کرونا (کوید-۱۹) و همچنین زبان ناشی از آن، نشان داده است که در صورت تداوم شش ماهه شیوع این ویروس احتمالاً ۳۴۶٫۹ میلیارد دلار به اقتصاد جهان ضربه خواهد زد (بانک توسعه آسیا، ۲۰۲۰). از جمله پیامدهای این بیماری را می‌توان در بازارهای مالی پیگیری نمود. در این مقاله به تحلیل شرایط فعلی بازار سرمایه ایران پرداخته می‌شود. براساس این تحلیل می‌توان به پیگیری نگرش سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط جاری و پس از کرونا پرداخت. با طرح سه نظریه (حباب در بازار، زیر قیمت بودن سهام و میانه) امکان پیش‌بینی شرایط آتی بازار سرمایه ایران فراهم می‌شود.

نظریه اول: حباب در بازار سرمایه

قیمت‌های سهام در بازار بسیار تند رفته و بازار کاذب است احتمال ریزش قیمت بسیار زیاد است. شاخص بورس اوراق بهادار از رشد نقدینگی هم فاصله گرفته و قیمت به عایدی^۲ متوسط بورس به عدد ۱۷ رسیده است که به ارقام بورس اوراق بهادار نیویورک نزدیک شده است، درحالی‌که تورم آنها نزدیک صفر و تورم اقتصاد ایران بسیار بالا است. کم نیستند سهامی که بسیار بالا قیمت‌گذاری شده‌اند. عمده سهام حباب قیمتی دارند و حتی در صنایعی که به‌سادگی قابل راه‌اندازی است، ارزش بازار از هزینه‌های جایگزین بسیار فراتر رفته است. بورس اوراق بهادار مملو از افراد بی‌تجربه شده‌است، افرادی که ریزش بازارها را ندیده‌اند؛ آنچه تجربه داشته‌اند و روزهای خوش و صعود بازار سرمایه بوده است. اشخاص حرفه‌ای‌های در بورس اوراق بهادار هم تسلیم شرایط فعلی بازار شده‌اند. بورس اوراق بهادار هم شاهد سفته‌بازی و دستکاری قیمت است. قیمت‌ها نه تنها انتظارات اشخاص بنیادی^۳ را نشان نمی‌دهند، بلکه تکنیکال‌ها نیز از بازار عقب مانده‌اند. به همین جهت شکاف قیمت‌های بازار با ارزش واقعی شرکت‌ها را نمی‌توان در بلندمدت حفظ کرد. در شرایط اپیدمی کرونا، هم دیدگاه فعالان بازار نسبت به تولید شرکت‌ها

¹ pandemic

² Price/ Earning

³ fundamentals



به سرعت منفی می‌شود، پس تردیدی نیست که حباب بازار می‌شکند و بدتر از تجربیات تلخ بازار نظیر سال ۱۳۹۲ خواهد شد. تاثیر کرونا بر اقتصاد بیمار ایران مهلک و L شکل خواهد بود. اقتصاد متوقف شده و نرخ رشد کاهش می‌یابد.

اقتصاد پسا کرونا هرگز به مسیر پیشین بر نمی‌گردد. فاصله مسیر قدیمی و جدید در حال گسترش است. بحران کرونا خسارت ساختاری پایداری را به تقاضا در اقتصاد ایران وارد می‌کند و به جریان‌های ورودی سرمایه، بهره‌وری و نیروی کار آسیب‌های جدی وارد می‌کند.

شایان ذکر است عرضه‌های سهام شرکتهای دولتی نیز برای تامین منابع برای دولت در پیش رو است. دولت قرار است ۹۰ هزار میلیارد تومان سهام به بازار سرمایه ارایه دهد. این عرضه‌ها بازار را از سرعت خواهد انداخت و به اصلاح به "خفگی" کشیده می‌شود. سرمایه‌گذارانی که دسته‌جمعی و در اصطلاح تئوری به شکل توده‌وار^۱ وارد بازار شده‌اند، وقتی ترس و هراس بر آنها چیره شود، به شکل دسته‌جمعی نیز بازار را ترک خواهند کرد و بازار فرو خواهد ریخت^۲. هر چند مشخص نیست که ریزش در چه زمانی رخ می‌دهد! در این شرایط در صورتی بازار ریزش نخواهد کرد که ابرتورم در اقتصاد حادث شود که وقوع ابرتورم هم چندان متصور نیست.

نظریه دوم: زیر قیمت بودن سهام در بازار سرمایه

قیمت‌های سهام عموماً زیر قیمت هستند و ریزش شاخص بازار سرمایه محتمل نیست. با تحلیل بنیادین می‌توان بیان داشت که بازار به شدت زیر قیمت^۳ بوده و ارزش ذاتی بازار سرمایه نیر بسیار بالاتر است، به معنای بنیادین "سهام زیر قیمت" است. اگر ریسک جریان‌های نقدی شرکت‌های ایرانی را در نرخ تنزیل انعکاس داده شود، به این نتیجه می‌رسیم که قیمت‌های جاری از قیمت‌های بنیادین خود بسیار فاصله دارد (پایین تر است).

همچنین نرخ سود سهام پرداختی بلندمدت در ایران بطور میانگین ۲۲ درصد است. چنین نرخى به معنای آن است که در محاسبه P/E باید نرخ تنزیل را بالا در نظر گرفته شسود و با این کار قیمت‌های جاری بسیار موجه خواهد بود. بنابراین قیمت به عایدی حتی ۱۷ برابر هم بالا نیست. البته این نظر که تفاوت در تورم بین آمریکا و ایران ایجاد می‌کند که P/E در ایران پایین باشد، از دیدگاه نظری بحثی اشتباه است. روش ارزش‌گذاری P/E با معکوس R خطا ایجاد می‌کند. نرخ تورم و نرخ بهره بالاتر نباید P/E را تغییر دهد. بنابراین از روش ارزشیابی معکوس R، وقتی رقم تورم خیلی بالا است، نمی‌توان استفاده کرد. تحقیقات پیرامون معمای صرف سهام^۴ در ایران بیانگر آن است که ریسک‌پذیری سهامداران ایرانی

¹ herd

² Bikhchandani, Sushil & Sharma, Sunil. (2001).

³ undervalued

⁴ equity premium puzzle



بالاست و ترازوی ریسک - بازده به گونه‌ای نیست که بتوان در ارزشیابی به روش P/E بسنده کرد. مدل عامل بنیان^۱ هم برای شرح وضعیت جاری سهام ساده‌نگارانه است. بازار سرمایه ایران تغییری ساختاری داشته است. در دو سال اخیر شاهد گسست ساختاری بازار و افزایش شدید درجه نفوذ^۲ در بازار سهام هستیم؛ دیگر این بازار به سطح قبلی بر نمی‌گردد.

براساس این نظریه اقتصاد در شرایط بیماری کرونا هم به شکل V، بهبود خواهد یافت. پس از پایان قرنطینه‌ها، تعمیر جزئی زنجیره‌های تامین و از سرگیری تولید، بهبود به شکل V، یعنی بازگشت سریع به حالت عادی پس از سقوط شدید به وقوع خواهد پیوست. حتی اگر شیوع این بیماری تا تابستان ادامه یابد، تقاضای قابل توجه در بازار به فروش سریع می‌انجامد. همان‌طور که شدت بحران زیاد است، سرعت بهبود یا ریکاوری هم سریع خواهد بود. بخش عمده افت در تقاضا و تولید جبران می‌شود. بهبود به سرعت صورت خواهد گرفت، چراکه زیرساخت‌های فیزیکی از بین نرفته است. به محض برگشت شرایط نرمال یا شبه‌نرمال، تولید به سرعت آغاز می‌شود و به ارقام گذشته تولید کالا و خدمات خواهیم رسید. به علاوه در بورس اوراق بهادار، بنگاه‌هایی نظیر شرکت‌های فروش برخط و بخش‌هایی مانند بهداشت و سلامت با سرعت چندبرابر گسترش خواهند یافت. کرونا عواقب ماندگاری بر اقتصاد ایران نخواهد داشت. کسری بودجه حاصل از هزینه‌های کرونا یعنی هزینه‌های صندوق‌های تامین اجتماعی، تامین اقشار آسیب‌دیده و تامین دارو و درمان کسری بودجه را بیش از آنچه پیش‌بینی شده، افزایش داده و تورم را تشدید خواهد کرد که این خود به نفع بازار سرمایه است.

شایان ذکر است بازار سرمایه (سهام) رقیبی ندارد و در حال حاضر تنها شیوه سفته‌بازی در ایران بازار سرمایه است، چراکه بازار ارز با محدودیت‌های نقل و انتقال شدید پول و با محدودیت بانک مرکزی در گردش نقدینگی، بسیار کند و امنیتی شده و بازار مسکن نیز از ضعف تقاضای مصرفی رنج می‌برد.

این نکته نیز مهم است که مطرح شود شرایط اقتصاد سیاسی ایران اجازه نخواهد داد دولت با عرضه گسترده سهام باعث ریزش قیمت‌ها در بازار سهام و خروج سرمایه‌گذاران از این بازار شود. رفتار دولت در بازار به‌طور تاریخی به گونه‌ای بوده که کمتر عرضه سهام در آن مشاهده می‌شود. بوروکراسی دولت برای عرضه سهام هم بسیار کند است. دولت اگر ناچار باشد بین حفظ بازار سهام در ایران و تامین درآمد از فروش سهام یکی را انتخاب کند، احتمال زیاد اولی را انتخاب می‌کند.

محرك اصلی و تاریخی قیمت‌ها در بازار سرمایه تورم است، بقیه عوامل در طبقات بعدی قرار می‌گیرند. کسری بودجه به معنای تورم جدی است و تورم تأثیری قابل توجهی بر رشد بازار سرمایه دارد. تأثیر کسری بودجه دولت بر بازار سرمایه بلندمدت است. همچنین، قیمت‌های سهام با نرخ دلار ارتباط

¹ agent base

² penetration

تنگاتنگ دارد. برداشت یک میلیارد دلار از صندوق توسعه ملی، بیشتر به افزایش M پایه پولی می‌انجامد؛ کاهش سپرده قانونی و آزادسازی ۲۵ هزار میلیارد تومان در بانک‌ها نیز به معنای افزایش پایه پولی است. موارد مطرح شده بر کسری بودجه تاثیر می‌گذارند، و از آن طریق، کانال تورم و ارز فعال می‌شود، نرخ بالاتر تورم و ارز تاثیر مثبت بر قیمت‌های سهام در بازار دارد. بانک مرکزی نیز مثل گذشته نگران رابطه تورم و کلیت‌های پولی^۱ نیستند^۲. آنچه می‌تواند به بازار صدمه بزند، روحیه منفی سرمایه‌گذار است که در ایران چنین شرایطی وجود ندارد. به همین جهت شاهد خوش‌بینی مفرط آنان نسبت به بازار هستیم. به تعبیر کینز، خوی وجودی^۳ سرمایه‌گذار در شرایط رکودی ایران بیانگر آن است که تصمیمات خود را با خوش‌بینی نسبت به آینده بازار سرمایه می‌گیرد.

نظریه سوم: دیدگاه میانه

واقعیت بازار سرمایه ایران جایی بین دو نظریه اول و دوم است. در کل شاخص بازار سرمایه حباب جدی ندارد. عمده سهام حبابی نیست، و بخش کمی از سهام بازار ممکن است بیش‌از واقع ارزشیابی شده باشد. سهام زیرقیمت هم در بازار فراوان است. ریسک ابرتورم را هم مشاهده نمی‌شود؛ شاید در سال ۱۳۹۶ مطرح بود. نسبت P/E بعضی تولیدی‌ها در ایران هنوز برابر رقم ۵ است؛ البته در مقابل فلان شرکت کوچک خدماتی را هم داریم که قیمت ۱۷۰۰ میلیارد تومانی آن ممکن است به یک‌سوم آن قیمت نیارزد. سال گذشته (۱۳۹۷) بورس اوراق بهادار با ارزش نیمایی ۱۰ هزار تومان و امروز با میانگین ۱۳ هزار و ۵۰۰ تومان فعالیت می‌کنند، پس بخشی از افزایش قیمت‌ها قابل توجیه است. بنابراین بازار سرمایه در مواردی فراتر از هدف^۴ بوده است. رفتار مردم در بازار مسکن که با P/E برابر ۲۰ در ۴۰ سال اخیر مسکن را خریده‌اند، کمک خوبی است که نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار ایرانی را دریافت و بدانیم که وی چگونه فکر می‌کند! سهام شرکت‌های مرتبط به دولت، سهام شرکت‌های مجموعه تامین اجتماعی (نظیر سرمایه‌گذاری تامین اجتماعی) و سهام عدالت ابزار کمک به بازار سرمایه است که اگر قیمت‌ها بسیار تند روبه بالا حرکت کند، می‌توان سهام این شرکت‌ها را در بازار عرضه کرد. نقدینگی حاصل از آزادسازی این سهام به بازار سرمایه کمک می‌کند تا قیمت‌ها را تعدیل کند. دیدگاه بازار از قیمت به عایدی آن‌گونه نیست که نظریه اول می‌گوید. سال‌ها سود خوب باعث شده P/E دیگر ملاک نباشد. شیوه قیمت‌گذاری در بازار تغییر کرده است. هرچند ممکن است با محاسبه P/E و ارزش‌گذاری تک‌مرحله‌ای با متغیرهای G و R به گزاره بیش ارزشیابی^۵ قیمت سهام در بازار سرمایه ایران رسید، اما مدل‌های دیگر ارزشیابی لزوماً این نتیجه‌گیری را تایید نمی‌کنند. بطور مثال یکی از ناهنجاری‌های بازار

¹ money aggregates

² Sinkie Bekele Gebregiorgis and Jagdish Handa (2005)

³ animal spirit

⁴ overshoot

⁵ overvalued



سرمایه ایران پدیده بازگشت به میانگین^۱ است. آزمون‌های متعددی انجام شده که نشان می‌دهد این پدیده در بازار سرمایه ایران برقرار است (نظیر نرگس صالح نیا و همکاران، ۱۳۹۷). با نبود کارایی در این بازار، شاخص قیمت و بازده نقدی خاصیت بازگشت به میانگین دارند. روش دیگر ارزشیابی استفاده از مدل درآمد باقی‌مانده^۲ است که در موارد بسیاری قیمت‌ها را توجیه می‌کند. اگر به جای تنزیل پرداخت‌های سود سهام آتی، عایدات باقی‌مانده آتی (سود شرکت پس از احتساب هزینه سرمایه) را لحاظ شود، به ارزش‌های سهام کاملاً متفاوتی خواهیم رسید. به علاوه در ایران به لحاظ تورم، بخش ارزش پایانی^۳ نقش تعیین‌کننده‌ای در ارزشیابی سهام ایفا می‌کند.

نتیجه‌گیری

شوک بازار سرمایه در ایران بنیادی نیست و تعدیل قیمت‌ها در فرآیندی طولانی‌مدت اتفاق می‌افتد. اصلاحات قیمت سهام در ایران بسیار آرام و آهسته خواهد بود. بازار سرمایه در ایران یک‌طرفه است و دیر هنگام به تعادل می‌رسد. اصلاح قیمتی موارد دارای حباب به لحاظ نقش مقام ناظر^۴ و هم به لحاظ نرخ تورم بالا بسیار آرام و تدریجی خواهد بود. برای مثال، در سال ۱۳۹۱ سهامی را داشتیم که ۷۰ درصد اصلاح قیمت داشتند چنان که ۳۰ درصد قیمت آنها باقی ماند و هنوز آن شرکت‌ها در بورس فعالند. به علاوه، نوسانات قیمت کالاهای اساسی^۵، تعدیل قیمت‌های سهام را در ایران آرام می‌کند. اصلاحات جدی تا زمان کنترل ارز نمی‌تواند متصور بود و اصلاح ارز در کوتاه‌مدت ممکن نیست.

در مورد اثر کرونا بر اقتصاد ایران، شکل L بهبود یا ریکاوری^۶ به این معنا که هرگز به مسیر پیشین بر نمی‌گردد و این بحران خسارت ساختاری پایداری را به تقاضا و تولید در اقتصاد وارد می‌کند، در مورد ایران صدق نمی‌کند. اقتصاد ایران ایزوله است و از بحران جهانی آسیب زیادی نخواهد دید. ایران به دلایل دیگری از اقتصاد جهان حذف شده و خاصیت‌های خاص خود را دارد. رفتار مصرف‌کنندگان در کل تغییر نخواهد داشت. شکل L فرضیه‌ای رادیکال برای ایران است. شرایط پسا کرونا در ایران به گونه‌ای است که بهبود به شکل U آرام و با سرعت پایین انجام خواهد شد. ظرفیت‌های معطل مانده‌ای در اقتصاد ایران، که در زمان کرونا حتی به کمک اقتصاد می‌تواند بیاید و کالاها و محصولات مورد نیاز این دوران را تولید کند.

همچنین با توجه گسترش بازار سرمایه، ضمن پذیرش دیدگاه افزایش ضریب نفوذ بازار و تغییر ساختاری آن، باید توجه نمود استدلال تغییر ساختار سهام به میزان سهام شناور آزاد در این بازار برمی‌گردد.

¹ mean reversion

² Residual income model

³ Terminal value

⁴ regulator

⁵ commodity

⁶ recovery



منابع

شورای عالی بورس اوراق بهادار (۱۳۹۹) ساز و کار اجرایی واگذاری باقی مانده سهام دولتی شرکت های حاضر در بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار.

صالح نیان، سیفیا، فلاحیم، ع، مهدوی عادلیم. (۱۳۹۷). بررسی وجود پدیده بازگشت به میانگین و پیشبینی قیمت های نقدی گاز طبیعی با استفاده از مدل اورنشتاین اوهلن بک. پژوهش های اقتصاد پولی، مالی، ۱۵(۲۵)، ۱۵۹-۲۰۰

عبده تبریزی، حسین، جوهری، هادی. (۱۳۷۵). بررسی کارآمدی شاخص بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۳(۱۱)، ۴۷-۶۱

Asian Development Bank (2020) The Economic Impact of the COVID-19 Outbreak on Developing Asia, available in <https://www.adb.org/publications/>

Bikhchandani, Sushil & Sharma, Sunil. (2001). Herd Behavior in Financial Markets. IMF Staff Papers. 47. 1-1.

Gebregiorgis Sinkie Bekele and Handa Jagdish, (2005). Monetary Aggregation for a Developing Economy, The Journal of Developing Areas, 38(2), 119-141