اخبار

آغاز تأمین مالی نیروگاه خورشیدی در بازار سرمایه

سازمان انرژی‌های تجدیدپذیر و بهره‌وری انرژی ایران (ساتبا) اعلام کرد: صندوق پروژه نیروگاه‌های خورشیدی «نور» با هدف پیوند سرمایه‌های عمومی با توسعه زیرساخت واقعی تولید برق شکل گرفته است. این صندوق بستری فراهم می‌کند تا سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بتوانند در تکمیل و بهره‌برداری از پروژه‌های خورشیدی کشور مشارکت کنند. پذیره‌نویسی صندوق «نور» بزودی در بازار سرمایه آغاز خواهد شد. صندوق «نور» مجموعه‌ای از نیروگاه‌های خورشیدی با ظرفیت مجموع حدود ۵۰۰ مگاوات را در بر می‌گیرد. این مقیاس، «نور» را از یک پروژه نیروگاهی منفرد فراتر برده و به یک پروژه زیرساختی در سطح ملی تبدیل می‌کند. این صندوق پروژه شامل ۱۰۶ نیروگاه خورشیدی است. تعدد نیروگاه‌ها سبب می‌شود سرمایه‌گذاری به عملکرد یک سایت یا یک نیروگاه محدود نباشد و مجموعه‌ای از دارایی‌های واقعی تولید برق در ساختار صندوق قرار گیرد. پروژه‌های صندوق «نور» در ۹ استان کشور پراکنده شده‌اند. ساتبا می‌افزاید: «نور» صرفاً برنامه‌ای برای ساخت نیروگاه در آینده نیست. بخش قابل توجهی از پروژه‌های این مجموعه به پیشرفت فیزیکی حدود ۶۵ درصد رسیده‌اند و برخی نیروگاه‌ها نیز وارد مرحله تولید و فروش برق شده‌اند. براساس برنامه اعلام‌شده، آخرین پروژه این مجموعه پیش از خرداد ۱۴۰۶ به شبکه متصل خواهد شد.

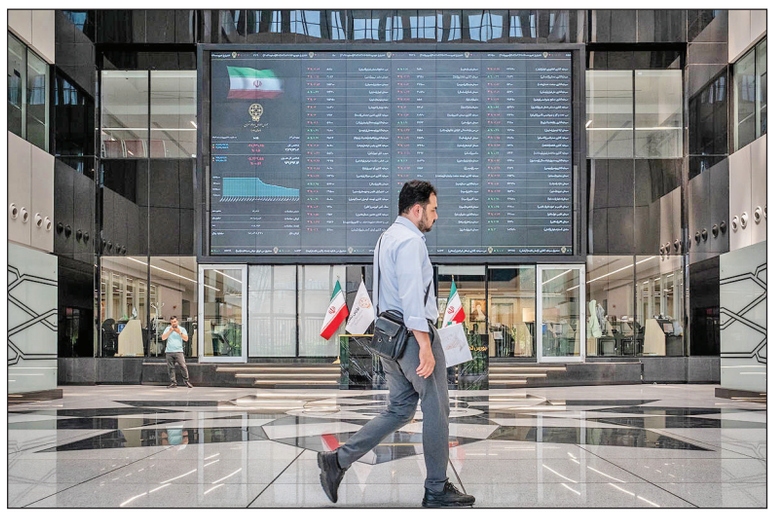
برآورد هزینه نهایی پروژه‌های صندوق حدود ۲۶ هزار میلیارد تومان (۲۶ همت) است. بنابراین رقم ۵ همت پذیره‌نویسی عمومی نباید با ارزش کل پروژه اشتباه گرفته شود؛ سرمایه‌گذاران عمومی از طریق صندوق وارد ساختاری با ابعاد مالی و زیرساختی بسیار بزرگ‌تر خواهند شد. در مرحله نخست قرار است تا سقف ۵ هزار میلیارد تومان (۵ همت) از واحدهای صندوق در قالب پذیره‌نویسی عمومی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گیرد. این ۵ همت، کل هزینه پروژه نیست؛ بلکه نخستین مرحله ورود سرمایه‌گذاران عمومی به ساختار تأمین مالی پروژه‌های صندوق «نور» است. همچنین شرکت بورس انرژی ایران با صدور اطلاعیه‌ای اعلام کرد: پذیره‌نویسی صندوق پروژه نور از یکشنبه ۱۵ شهریور ساعت ۱۰ تا ۱۵ در نماد معاملاتی نور انجام خواهد شد. بورس انرژی در اطلاعیه خود سقف خرید حقیقی در مرحله اول را ۵ هزار واحد و در مرحله دوم ۵۰ هزار واحد (یونیت‌های سرمایه‌گذاری صندوق پروژه نور) و قیمت پذیره‌نویسی برای هر واحد سرمایه‌گذاری (قیمت هر یونیت صندوق) را ۱۰ هزار ریال (یک‌هزار تومان) عنوان کرده است. بورس انرژی نام این صندوق پروژه را «صندوق سرمایه‌گذاری پروژه برق خورشیدی» و نوع آن صندوق سرمایه‌گذاری پروژه را «تأمین مالی احداث نیروگاه‌های خورشیدی» اعلام کرده است.

مقایسه جذاب بازدهی ۳۶ نماد عرضه اولیه شده

نبض بورس | نبض بورس، بررسی کارنامه ۳۶ عرضه اولیه بازار سهام نشان می‌دهد که ۳۲ نماد همچنان برای سرمایه‌گذاران خود سودآور بوده‌اند و تنها یک نماد با بازدهی منفی مواجه شده است. کوچین با بازدهی خیره‌کننده ۲۷۱ درصدی در صدر جدول ایستاده و ۱۱ عرضه اولیه دیگر نیز موفق شده‌اند بازدهی بیش از ۱۰۰ درصد را برای سهامداران خود به ثبت برسانند. با نزدیک شدن به پایان شهریور، بررسی فاصله قیمت‌ها از سقف تاریخی نشان می‌دهد که ۵ نماد همچنان در اوج خود قرار دارند و ۹ نماد دیگر با فاصله کمتر از ۱۰ درصد از سقف، در آستانه ثبت رکوردهای جدید هستند. کوچین با اختلافی چشمگیر و بازدهی ۲۷۱ درصدی، صدرنشین مطلق عرضه اولیه‌هاست. این نماد که در شهریور سال گذشته با قیمت ۴۴۱ تومانی وارد بازار شد، اکنون در قیمت ۱،۶۳۴ تومانی معامله می‌شود و تنها ۳ درصد با سقف تاریخی خود (۱،۶۸۴ تومان) فاصله دارد. رتبه دوم به نیروترانسفو با بازدهی ۱۸۰ درصدی تعلق گرفته که با قیمت ۸۲۰ تومانی در بهمن سال گذشته عرضه شد و اکنون ۲،۲۹۲ تومان قیمت دارد. چاپ با بازدهی ۱۷۸ درصدی در جایگاه سوم ایستاده و پس از آن زفارس (۱۵۳ درصد)، رپویا (۱۴۶ درصد) و داترا (۱۴۵ درصد) قرار گرفته‌اند. نکته قابل توجه، فاصله ۹۱ درصدی بین بازدهی کوچین و نیروترانسفو است که نشان از تسلط بی‌نظیر این نماد بر بازار عرضه اولیه‌ها دارد. باشگاه بازدهی‌های سه رقمی امسال میزبان ۱۱ عرضه اولیه است که بیش از ۳۰ درصد از کل نمادهای بررسی‌شده را شامل می‌شوند. دامنه بازدهی در این گروه از ۱۰۱ درصد (مهرگان) تا ۲۷۱ درصد (کوچین) متغیر است و میانگین بازدهی این نمادها به ۱۴۴ درصد می‌رسد. پس از سه نماد برتر، زفارس با ۱۵۳ درصد، رپویا ۱۴۶ درصد، داترا ۱۴۵ درصد، نان ۱۳۱ درصد، ولنوین ۱۳۰ درصد، مهر ۱۱۱ درصد و مهرگان با ۱۰۱ درصد، سایر اعضای این باشگاه را تشکیل می‌دهند. جالب است که همه این نمادها حداقل یک بار در طول دوره حضور خود در بازار، بازدهی بیش از ۱۰۰ درصد را تجربه کرده‌اند و سقف بازدهی ثبت‌شده برای آنها حتی بالاتر از اعداد فعلی است. بررسی فاصله قیمت‌ها از سقف تاریخی نشان می‌دهد که ۵ نماد شامل درپاد، پتوسعه، آکو، منجیل و سمهریز همچنان در سقف تاریخی خود قرار دارند و هیچ گونه اصلاحی را تجربه نکرده‌اند. زهلال با فاصله ۱ درصدی، کوچین با ۳ درصد، ولنوین با ۴ درصد، چاپ با ۵ درصد و مهرگان با ۶ درصد، در گروه نمادهای بسیار نزدیک به سقف جای می‌گیرند. در سوی دیگر، اروند با افت ۲۴ درصدی از سقف ۶،۶۳۲ تومانی خود، بیشترین فاصله را تجربه کرده و پس از آن هانیکو با ۲۴ درصد، تادیکو با ۱۷ درصد، کولان با ۸ درصد و رانیز با ۸ درصد، بیشترین عقب‌نشینی را از اوج خود داشته‌اند. نکته قابل تأمل اینکه اروند با وجود بازدهی ۵۰ درصدی فعلی، سقف بازدهی ۹۹ درصدی را ثبت کرده که نشان از از دست دادن نیمی از رشد خود دارد. در میان عرضه اولیه‌های جدید با تاریخ عرضه پس از خردادماه، عملکرد متفاوتی مشاهده می‌شود. تابان که ۹ شهریور عرضه شده، با ۶ درصد بازدهی و قرار گرفتن در سقف تاریخی، عملکردی نسبتاً متواضعانه داشته است. خگلپا که روز چهارشنبه (۱۱ شهریور) با قیمت ۳۷۲ تومان عرضه شده، هنوز تغییر قیمتی نداشته و در قیمت عرضه اولیه خود باقی مانده است. سمهریز با تاریخ عرضه ۴ شهریور و بازدهی ۱۳ درصدی، و منجیل با تاریخ عرضه ۳ شهریور و بازدهی ۱۶ درصدی، هر دو در سقف تاریخی قرار دارند. آکو با بازدهی ۱۹ درصدی که در ۲۸ مرداد عرضه شده، نیز در اوج خود ایستاده است. احیا با تاریخ عرضه ۱۹ مرداد و بازدهی ۳۳ درصدی، از جمله تازه‌واردهای موفق محسوب می‌شود.

«تعادل» بررسی می‌کند

چالش نرخ بهره در بورس



نرخ سود بازار بین‌بانکی طی روزهای اخیر به محدوده ۲۴ درصدی رسید؛ این سطح نه‌تنها برای شبکه بانکی یک سیگنال بسیار مهم به‌حساب می‌آید؛ بلکه می‌تواند بازار سرمایه را به‌صورت مستقیم تحت‌تأثیر قرار دهد. بر اساس تجربه افزایش نرخ بهره معمولاً از دو مسیر مختلف بر بورس فشار وارد می‌کند؛ نخست با افزایش نرخ بازده موردانتظار سرمایه‌گذاران و کاهش ارزش فعلی جریان نقدینگی شرکت‌ها و دومین مورد نیز با جذاب‌تر شدن گزینه‌های کم‌ریسک در برابر بازار سهام؛ به بیان ساده‌تر در شرایطی که ریسک بورس افزایش یافته سرمایه‌گذاران به دنبال گزینه کم‌ریسک با سود بالاتر هستند.

نرخ سود در بازار پول یکی از متغیرها است؛ درست است این موضوع به‌صورت مستقیم روی بازار و صورت مالی اثر نمی‌گذارد؛ اما می‌توان اثر این موضوع را در بخش‌های مختلف بازار سرمایه دید. نرخ بهره بر هزینه تأمین مالی، رفتار سرمایه‌گذاران، ارزش‌گذاری دارایی‌ها، نرخ تنزیل و حتی نسبت‌های ارزش‌گذاری مانند P/E اثرگذار است. آخرین داده‌های منتشر شده در بانک مرکزی نشان می‌دهد که نرخ سود در محدوده ۲۴ درصدی است و این موضوع در حالی رخ می‌دهد که نرخ سود در ابتدای سال حدود ۲۰.۵۸ قرار داشت. بر همین اساس طی کمتر از سه ماه افزایش قابل توجهی در نرخ سود بازار بین‌بانکی رخ داده است. این موضوع در شرایطی اهمیت پیدا می‌کند که این روزها بازار سهام در حال رقابت برای جذب نقدینگی از بازارهای موازی است و در شرایطی که ریسک‌های سیاسی روی کشور سایه انداخته به نظر می‌رسد که ابزارهای کم‌ریسک کاربرد بیشتری دارند.

نرخ بهره چگونه روی بورس تأثیر می‌گذارد؟

برای بررسی اثر نرخ بهره روی بورس، باید یک زنجیره ساده را در نظر گرفت. افزایش نرخ بهره در بازار پول، هزینه فرصت نگهداری سرمایه را افزایش می‌دهد. سرمایه‌گذار در چنین شرایطی دیگر تنها به این سوال پاسخ نمی‌دهد که یک سهم چقدر می‌تواند رشد کند، بلکه می‌پرسد آیا بازده احتمالی این سهم، ارزش پذیرش ریسک آن را دارد یا خیر؟

در بازار سرمایه، سهام ذاتاً دارایی پرریسک‌تری نسبت به سپرده یا برخی ابزارهای با درآمد ثابت محسوب می‌شود؛ آن هم در شرایط فعلی که ریسک‌های سیاسی روی بورس سایه انداخته و بازار هر روز در انتظار یک جنگ جدید است.

در نتیجه، زمانی که نرخ‌های بدون ریسک افزایش پیدا می‌کنند، سرمایه‌گذار برای ورود به سهام معمولاً بازده بیشتری درخواست می‌کند. به بیان ساده‌تر، اگر یک سرمایه‌گذار بتواند بدون تحمل نوسان قیمت سهام، بازده قابل توجهی از ابزارهای کم‌ریسک دریافت کند، برای پذیرش ریسک سهام به حاشیه سود بیشتری نیاز خواهد داشت.

این موضوع مستقیماً به بحث نرخ تنزیل (نرخ تنزیل، نرخ بهره‌ای است که برای تخمین ارزش فعلی و آتی یک دارایی مشخص، استفاده می‌شود) مربوط می‌شود؛ مفهومی که در ارزش‌گذاری شرکت‌ها اهمیت زیادی دارد. در مدل‌های ارزش‌گذاری، هرچه نرخ تنزیل بالاتر باشد، ارزش فعلی جریان‌های نقدی آینده شرکت پایین‌تر حساب می‌شود؛ بنابراین افزایش نرخ بهره، در صورت ثابت ماندن سایر متغیرها، می‌تواند به کاهش ارزش ذاتی سهام منجر شود. تحلیل‌های بازار سرمایه نیز نرخ بهره را یکی از عوامل مهم تعیین‌کننده ارزش‌گذاری سهام و ضرایب P/E می‌دانند. اما باید توجه داشت که نرخ ۲۴ درصدی با نرخ سود واقعی بازار یکی نیست. درست است اقتصاد کشور با تورم بالا روبروست و در چنین شرایطی نرخ سود اسمی ۲۴ درصد الزاماً به معنای بازده واقعی ۲۴ درصدی نیست. اگر تورم انتظاری به شکل محسوسی بالاتر از نرخ سود باشد، بازده واقعی سرمایه‌گذاری در ابزارهای ریالی می‌تواند منفی باشد؛ درنتیجه نمی‌توان با دیدن عدد ۲۴ بلافاصله نتیجه گرفت که بازار سهام دیگر سرمایه‌گذار یا جذابیتی ندارد.

در واقع، سرمایه‌گذار، باید مقایسه میان بازده واقعی و موردانتظار دارایی‌ها را انجام می‌دهد. سهام شرکت‌هایی که درآمد و سودآوری آنها متناسب با تورم، نرخ ارز یا قیمت کالاهای جهانی رشد می‌کند، ممکن است در برابر افزایش نرخ بهره مقاومت بیشتری داشته باشند، در سوی دیگر شرکت‌هایی که رشد سودآوری آنها محدود است و ارزش‌گذاری بالایی دارند، بیشتر در زیر فشار افزایش نرخ بهره قرار می‌گیرند.

فشار نخست بر سهام؛ افزایش نرخ تنزیل

فرض کنیم شرکتی در سال‌های آینده قرار است جریان نقدی قابل توجهی ایجاد کند. زمانی که نرخ تنزیل پایین باشد، ارزش فعلی این جریان‌های نقدی بیشتر خواهد بود. اما با افزایش نرخ تنزیل، ارزش فعلی آنها کاهش پیدا می‌کند؛ در نتیجه، افزایش نرخ بهره بیشترین فشار را می‌تواند بر شرکت‌هایی وارد کند که بخش قابل توجهی از ارزش آنها به سودهای سال‌های دور وابسته است. این موضوع می‌تواند در سهام رشدی و شرکت‌هایی که انتظارات بالایی برای رشد آینده آنها وجود دارد نیز تأثیرگذار باشد. در سوی دیگر ماجرا، شرکت‌هایی که هم‌اکنون سود نقدی و جریان نقدی بالایی ایجاد می‌کنند و نسبت قیمت به سود آنها پایین‌تر است، ممکن است در برابر افزایش نرخ بهره آسیب‌پذیری کمتری داشته باشند. بر همین اساس می‌توان گفت که افزایش نرخ بهره و رسیدن آن به محدوده ۲۴ درصدی برای بورس و صنایع آن به‌صورت یکسان عمل نمی‌کند و ممکن است یک نماد یا صنعت تحت‌تأثیر قرار بگیرد و در مقابل یک صنعت یا نماد تحت‌تأثیر قرار نگرفته باشد.

صندوق‌های درآمد ثابت؛ رقیب قدرتمند بورس

اثر دوم نرخ سود بر بورس، از مسیر رقابت برای جذب نقدینگی شکل می‌گیرد. سرمایه‌گذار معمولاً میان مجموعه‌ای از گزینه‌ها تصمیم‌گیری می‌کند؛ سهام، صندوق‌های درآمد ثابت، اوراق بدهی، سپرده بانکی، طلا، ارز و سایر دارایی‌ها. هرچه بازده ابزارهای کم‌ریسک افزایش پیدا کند، بخشی از سرمایه‌گذاران ممکن است ترجیح دهند برای کسب بازده مشخص، ریسک کمتری متحمل شوند. این مساله به‌خصوص برای سرمایه‌گذارانی اهمیت دارد که استراتژی آنها حفظ سرمایه و کسب بازدهی نسبتاً باثبات است. صندوق‌های درآمد ثابت نیز به دلیل ماهیت کم‌ریسک‌تر خود نسبت به سهام، می‌توانند در چنین فضایی بخشی از منابع سرمایه‌گذاران را به خود جذب کنند. اما این رقابت زمانی برای بورس جدی‌تر می‌شود که بازده موردانتظار سهام نسبت به ابزارهای کم‌ریسک فاصله چندانی نداشته باشد. برای مثال، اگر سرمایه‌گذار انتظار داشته باشد بازار سهام در یک سال آینده بازدهی ۲۵ تا ۳۰ درصدی ایجاد کند، اما در مقابل بتواند با ریسک بسیار کمتر بازدهی نزدیک به همین سطح کسب کند، انگیزه ورود به سهام کاهش خواهد یافت و وارد صندوق‌های درآمد ثابت خواهد شد.

آیا نرخ بهره می‌تواند P/E بورس را کاهش دهد؟

یکی از مهم‌ترین موارد اثرگذاری نرخ بهره بر بازار سهام، نسبت P/E است. در شرایطی که نرخ بازده بدون ریسک بالا می‌رود، سرمایه‌گذاران معمولاً حاضر نیستند برای هر واحد سود شرکت، قیمت بسیار بالایی پرداخت کنند؛ مگر آنکه انتظار رشد قابل توجه سودآوری شرکت را داشته باشند؛ در نتیجه، افزایش نرخ بهره می‌تواند زمینه کاهش ضرایب ارزش‌گذاری را فراهم کند.

اما در بورس، مساله کمی متفاوت است؛ زیرا شرکت‌های بورسی عمدتاً در محیطی تورمی فعالیت می‌کنند؛ بنابراین ممکن است درآمد و سود اسمی برخی شرکت‌ها هم‌زمان با افزایش تورم و نرخ ارز رشد کند. به همین دلیل، کاهش P/E ناشی از افزایش نرخ بهره الزاماً به معنای کاهش قیمت همه سهام نیست. اگر سود شرکت نیز رشد کند، ممکن است اثر افزایش نرخ تنزیل تا حدی خنثی شود، در چنین شرایطی، بازار بیشتر از آنکه صرفاً به نرخ بهره واکنش نشان دهد، به رشد سودآوری شرکت‌ها نگاه خواهد کرد.

کدام صنایع تأثیر بیشتری می‌گیرند؟

اثر نرخ سود بر صنایع مختلف یکسان نیست، صنایع و شرکت‌هایی که برای توسعه فعالیت خود به تأمین مالی سنگین نیاز دارند، در صورت افزایش هزینه پول ممکن است با افزایش هزینه‌های مالی مواجه شوند. در مقابل، شرکت‌هایی که نقدینگی قابل توجه دارند یا جریان نقدی مناسبی ایجاد می‌کنند، وضعیت متفاوتی خواهند داشت. از سوی دیگر، شرکت‌های صادرات‌محور و صنایع وابسته به نرخ ارز و قیمت‌های جهانی، علاوه بر نرخ بهره، تحت‌تأثیر متغیرهای دیگری قرار دارند. اگر رشد نرخ ارز یا قیمت محصولات بتواند سودآوری آنها را افزایش دهد، فشار ناشی از نرخ تنزیل ممکن است کاهش پیدا کند. در سمت دیگر، شرکت‌هایی که درآمد آنها عمدتاً ریالی است و امکان افزایش قیمت محصولاتشان محدودتر است، ممکن است در برابر افزایش هزینه‌های مالی و کاهش قدرت خرید، آسیب‌پذیرتر باشند.

نرخ بالا؛ ترمز بورس یا سیگنال احتیاط؟

باوجود تمام مسائل مطرح شده، رسیدن نرخ سود بین‌بانکی به محدوده ۲۴ درصد را نمی‌توان برای بورس بی‌اهمیت دانست. بر اساس گزارش‌های منتشرشده، نرخ سود بین‌بانکی در مقاطع اخیر به محدوده سقف کریدور نزدیک شده و این مساله از منظر بازار پول، نشانه افزایش فشار نقدینگی در شبکه بانکی تلقی شده است. به عقیده کارشناسان اقتصادی، خصوصاً بازار سرمایه این موضوع نشان می‌دهد که دیگر پول ارزان نیست. وقتی هزینه پول افزایش پیدا می‌کند، سرمایه‌گذاری‌های پرریسک باید توجیه بیشتری داشته باشند. این موضوع می‌تواند سرعت ورود نقدینگی به سهام را کاهش دهد و در برخی مقاطع، به‌خصوص در سهم‌های گران یا کم‌سود، فشار فروش ایجاد کند. با این حال، اینکه نرخ بهره به ترمز دایمی بورس تبدیل شود، به عوامل دیگری نیز وابسته است. اگر هم‌زمان سود شرکت‌ها افزایش پیدا کند، نرخ ارز رشد کند، قیمت محصولات صادراتی بالا برود یا انتظارات تورمی افزایش یابد، اثر منفی نرخ بهره می‌تواند محدود شود. البته توجه به این نکته نیز ضروری است که نرخ بهره بالا لزوماً به معنای بورس نزولی نیست. تجربه بازارهای مالی نشان می‌دهد رابطه میان نرخ بهره و بازار سهام همیشه یک رابطه خطی و قطعی نیست. در شرایط عادی، افزایش نرخ بهره معمولاً برای ارزش‌گذاری سهام خبر مثبتی نیست. اما اقتصاد کشور با متغیرهایی مانند تورم، نرخ ارز، کسری بودجه، سیاست‌های اعتباری و قیمت کالاها درگیر است؛ بنابراین ممکن است هم‌زمان با نرخ سود بالا، برخی شرکت‌ها به دلیل رشد نرخ فروش محصولات خود با افزایش سودآوری مواجه شوند. از سوی دیگر، اگر نرخ بهره بالا باقی بماند؛ اما تورم و نرخ ارز نیز افزایش پیدا کنند، سرمایه‌گذاران ممکن است بخشی از سرمایه خود را برای پوشش ریسک کاهش ارزش پول ملی به سمت دارایی‌های واقعی و سهام شرکت‌های دارایی محور یا صادراتی هدایت کنند. در چنین وضعیتی، نرخ بهره بالا مانع حرکت کل بورس نمی‌شود، بلکه می‌تواند باعث چرخش نقدینگی میان صنایع و نمادها شود.

بازار در انتظار کدام سیگنال است؟

اگر نرخ سود در محدوده ۲۴ درصد تثبیت شود، بازار به‌تدریج می‌تواند این نرخ را در ارزش‌گذاری خود لحاظ کند. اما اگر سرمایه‌گذاران تصور کنند نرخ بهره در مسیر صعودی قرار گرفته و نرخ‌های بالاتری در راه است، فشار بر ضرایب ارزش‌گذاری می‌تواند شدیدتر شود. در مقابل، اگر نرخ سود کاهش پیدا کند، یکی از موانع مهم رشد بازار سرمایه کنار خواهد رفت؛ زیرا هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در سهام کاهش می‌یابد و جذابیت نسبی دارایی‌های ریسکی افزایش پیدا می‌کند. به همین دلیل، رفتار بانک مرکزی و سیاست‌گذار پولی در ماه‌های آینده می‌تواند یکی از متغیرهای کلیدی برای بورس باشد.

بورس چقدر از تورم و نقدینگی اثر می‌گیرد؟

بازار سرمایه طی سال‌های اخیر از نظر تعداد شرکت‌ها و نمادهای قابل معامله توسعه قابل توجهی پیدا کرده است؛ با این حال، بررسی روند افزایش تعداد نمادها در کنار رشد ارزش بازار نشان می‌دهد که افزایش شاخص‌های بورس صرفاً حاصل رشد واقعی ارزش شرکت‌ها نبوده و متغیرهایی مانند تورم، رشد نقدینگی و افزایش پایه پولی نیز سهم مهمی در این مسیر داشته‌اند. این اثرگذاری به‌ویژه از سال‌های پایانی دهه منتهی به سال ۱۴۰۰ شدت بیشتری گرفته است؛ دوره‌ای که افزایش هزینه‌های دولت، محدودیت منابع ارزی و انباشت مشکلات اقتصادی، نقش متغیرهای پولی را در اقتصاد ایران پررنگ‌تر کرده است. در چنین شرایطی، این پرسش مطرح می‌شود که بازار سرمایه تا چه‌اندازه از متغیرهای کلان اقتصادی تأثیر می‌پذیرد و آیا خود بازار می‌تواند بر این متغیرها اثرگذار باشد؟ امیر سیدی، کارشناس اقتصادی و فعال بازار سرمایه در پاسخ به این پرسش که متغیرهای اقتصادی تا چه اندازه بر بازار سرمایه اثرگذارند، گفت بازار سرمایه ایران در مقایسه با بازارهای سرمایه جهانی سابقه کوتاه‌تری دارد و به‌ویژه پس از تأسیس سازمان بورس و اجرای سیاست‌های خصوصی‌سازی در چارچوب اصل ۴۴ قانون اساسی، رشد قابل توجهی را تجربه کرده است. به گفته او، در دهه ۱۳۸۰، بخش مهمی از افزایش ارزش بازار سرمایه به‌واسطه خصوصی‌سازی اتفاق افتاد، اما با وجود این رشد، ارزش بازار ایران همچنان در مقایسه با بازارهای رقیب جهانی رقم کوچکی محسوب می‌شود. بنابراین، در شرایط فعلی، متغیرهای کلان اقتصادی تأثیر بسیار بیشتری بر بازار سرمایه داشته‌اند تا اینکه بازار سرمایه بتواند بر اقتصاد اثر تعیین‌کننده‌ای بگذارد. او در عین حال یکی از مهم‌ترین دستاوردهای بازار سرمایه را افزایش شفافیت و ایجاد گروهی از ذی‌نفعان در میان مردم دانست؛ موضوعی که در برخی مقاطع توانسته مانع اتخاذ برخی سیاست‌های نادرست شود، هرچند این نقش همیشه موفق نبوده است.

سیدی با اشاره به روند شاخص کل بورس تهران اظهار کرد: اگر فرض کنیم شاخص بورس از عدد هزار آغاز کرده و امروز به بیش از ۵ میلیون واحد رسیده باشد، بخش مهمی از این رشد را باید ناشی از متغیرهای پولی دانست. در بلندمدت، رشد پایه پولی و حجم پول است که ارزش اسمی بازار سرمایه را تعیین می‌کند.

چرخه‌های رونق و رکود بورس چه ارتباطی با نرخ بهره دارند؟

سیدی معتقد است بورس ایران در طول سال‌های گذشته معمولاً دوره‌های بزرگ رونق و رشد شدید را تجربه کرده و پس از آن وارد دوره‌های رکودی چندساله شده است.

بررسی این چرخه‌ها نشان می‌دهد که هر دوره معمولاً حدود چهار تا پنج سال طول کشیده، اگرچه برخی چرخه‌ها کوتاه‌تر و برخی طولانی‌تر بوده‌اند. در اوایل دهه ۱۳۸۰ یک دوره رونق در بازار شکل گرفت و پس از آن، بورس تا سال‌های ۱۳۸۶ و ۱۳۸۷ وارد رکود شد. سپس دوره دیگری از رشد بزرگ بازار تا سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ شکل گرفت؛ دوره‌ای که شاخص در برخی مقاطع ۱۰ تا ۱۵ برابر افزایش یافت. پس از آن، بازار از سال ۱۳۹۳ تا حدود ۱۳۹۷ یک دوره رکودی سه تا چهار ساله را پشت سر گذاشت. از سال ۱۳۹۷ نیز دوره رشد دیگری آغاز شد که تا حدود سال ۱۳۹۹ ادامه یافت و پس از آن، بورس وارد رکودی طولانی شد که تا حدود یک سال و اندی پیش ادامه داشت. به اعتقاد سیدی، اکنون نیز نشانه‌هایی از آغاز یک چرخه جدید در بازار سرمایه دیده می‌شود. او در تشریح عوامل موثر بر این چرخه‌ها، نرخ بهره را یکی از مهم‌ترین متغیرها دانست و گفت در بسیاری از دوره‌ها، بازار بیش از هر چیز تحت تأثیر نرخ بهره قرار گرفته است. زمانی که نرخ بهره بالا بوده، رشد بازار سرمایه محدودتر شده و در مقابل، کاهش نرخ بهره زمینه رشد قابل توجه بورس را فراهم کرده است. در دوره‌های رکودی نیز سپرده‌های بانکی و طی سال‌های اخیر صندوق‌های درآمد ثابت، به عنوان رقیب بازار سهام مطرح بوده‌اند.

رشد ریالی بورس الزاماً به معنای رشد واقعی نیست

سیدی معتقد است اگر ارزش بازار سرمایه ایران را به قیمت ثابت بررسی کنیم، تصویر متفاوتی از آنچه در شاخص‌های ریالی مشاهده می‌شود، به دست می‌آید. به گفته او، ارزش بازار ایران در سال ۱۳۹۹، بسته به روش محاسبه، حدود ۳۱۰ تا ۳۸۰ میلیارد دلار بوده است. پس از افت بازار، ارزش آن در مقطعی به حدود ۶۰ تا ۷۰ میلیارد دلار رسید؛ این در حالی است که در همین فاصله شرکت‌ها و نمادهای جدیدی نیز به بازار اضافه شده‌اند. اکنون ارزش بازار حدود ۱۰۰ میلیارد دلار برآورد می‌شود. بر این اساس، اگر ارزش بازار را به قیمت ثابت بررسی کنیم، بازار سرمایه ایران نوسانات شدیدی را تجربه کرده، اما الزاماً رشد ارزشی معناداری نداشته است. در واقع، می‌توان گفت روند واقعی بازار تا حد زیادی خنثی و اصلاحی بوده و بخش عمده رشد ریالی آن از متغیرهای پولی ناشی شده است. سیدی برای توضیح این موضوع به رشد پایه پولی اشاره کرد و گفت در سال ۱۳۷۸، زمانی که ارز تک‌نرخی شد، پایه پولی کشور حدود ۱۵ هزار میلیارد تومان بود؛ در حالی که امروز از رقمی حدود هزار برابر آن، یعنی نزدیک به ۱۵ هزار همت، صحبت می‌شود. به این ترتیب، وقتی پایه پولی طی حدود ۲۶ تا ۲۷ سال هزار برابر می‌شود، طبیعی است که این متغیر نقش مهمی در افزایش اسمی قیمت‌ها و ارزش بازار داشته باشد؛ اما در قیمت‌های ثابت ممکن است اتفاق متفاوتی رخ نداده باشد.

رابطه نقدینگی و ارزش بازار بورس چه زمانی بیش‌واکنش نشان می‌دهد؟

سیدی در پاسخ، مفهوم «میانگین» و «بازگشت به میانگین» را مطرح کرد و توضیح داد که باید ابتدا نقطه‌ای را برای ارزش منصفانه بازار در نظر گرفت. او گفت می‌توان فرض کرد ارزش منصفانه بازار سرمایه ایران در شرایط فعلی در محدوده ۱۵۰ تا ۲۰۰ میلیارد دلار باشد؛ البته در صورتی که شرایط اقتصادی مناسب‌تر باشد و عواملی مانند تحریم و جنگ وجود نداشته باشند، این ارزش می‌تواند بسیار بیشتر از این رقم باشد. به اعتقاد او، بازار در برخی مقاطع نسبت به متغیرهای کلان اقتصادی دچار «بیش‌واکنشی» می‌شود. نمونه آن سال ۱۳۹۹ بود؛ زمانی که ارزش بازار از ارزش نقدینگی موجود فراتر رفت. در آن مقطع، نقدینگی حدود ۲۰۰ تا ۳۰۰ میلیارد دلار بود، اما ارزش بازار به حدود ۴۰۰ میلیارد دلار رسید. فاصله میان این دو رقم در نهایت با اصلاح شدید بازار همراه شد. در نقطه مقابل، بازار می‌تواند دچار بیش‌واکنشی از سمت پایین نیز شود. برای مثال، زمانی که ارزش بازار به ۶۰ یا ۷۰ میلیارد دلار می‌رسد، در حالی که کاهش ارزش پول ملی قیمت ارز را افزایش داده است. سیدی بر همین اساس توضیح داد که اگر نقدینگی فعلی را حدود ۱۰۰ میلیارد دلار در نظر بگیریم، می‌توان به عنوان یک ساده‌سازی، ارزش بازار و حجم نقدینگی را در محدوده‌ای نسبتاً نزدیک به یکدیگر در نظر گرفت. هر زمان ارزش بازار فاصله قابل توجهی از این محدوده پیدا کند، احتمال اصلاح در جهت مخالف افزایش می‌یابد.

تورم؛ محرک بورس یا پوشاننده ناکارآمدی شرکت‌ها؟

سیدی معتقد است در شرایط فعلی نمی‌توان صرفاً بر اساس تورم‌های ماهانه و نقطه‌به‌نقطه درباره روند آینده قضاوت کرد؛ چرا که عواملی که موجب ایجاد تورم می‌شوند، قدرتمندتر از عواملی هستند که می‌توانند مانع آن شوند. به گفته او، برای تشخیص تغییر روند تورم باید چشم‌انداز آن را بررسی کرد و ترجیحاً حداقل یک فصل و حتی دو یا سه فصل داده‌های مشابه در اختیار داشت. اما نکته مهم‌تر این است که تورم بالا لزوماً به معنای افزایش واقعی سودآوری شرکت‌ها نیست. سیدی با اشاره به این موضوع گفت تورم شدید ریسک را افزایش می‌دهد. از آنجا که عملکرد شرکت‌ها عمدتاً بر مبنای ریال ارزیابی می‌شود، ممکن است تصویر دقیقی از وضعیت واقعی آنها نداشته باشیم. در ظاهر، شرکت‌ها سودآور هستند، اما اگر عملکرد آنها بر مبنای قیمت‌های ثابت بررسی شود، ممکن است مشخص شود که بخشی از این سود ناشی از افزایش قیمت‌ها بوده و نه افزایش بهره‌وری. افزایش ارزش موجودی مواد و کالا، تغییر قیمت مواد اولیه یا افزایش ارزش دارایی‌هایی که شرکت با استفاده از تسهیلات خریداری کرده، می‌تواند سود اسمی شرکت‌ها را افزایش دهد، بدون آنکه الزاماً سودآوری واقعی آنها افزایش یافته باشد. او نمونه این وضعیت را در صنعت خودروسازی قابل مشاهده دانست؛ جایی که شرکت‌های خودروساز زیان سنگینی ایجاد کرده‌اند، اما با تجدید ارزیابی دارایی‌ها بخشی از این زیان در صورت‌های مالی جبران شده است.

تورم؛ یک «دکمه ری است» برای اقتصاد ایران؟

سیدی در پایان با اشاره به ساختار اقتصاد ایران، تورم را در شرایطی خاص شبیه یک «دکمه ری است» دانست؛ چرا که با کاهش ارزش واقعی پول، بخشی از بدهی‌ها و تعهداتی که در ارزش‌های ثابت امکان ایفای آنها وجود ندارد، به‌تدریج ارزش واقعی خود را از دست می‌دهند. او با مقایسه اقتصاد ایران با اقتصادهای جهانی گفت در اقتصاد جهانی معمولاً تورم حدود ۲ درصد به عنوان سطحی مطرح می‌شود که می‌تواند از رکود جلوگیری کند و برخی اقتصاددانان نیز تورم ۳ درصدی را مطرح می‌کنند. اما اقتصاد ایران به دلیل انباشت مشکلات، طی چهار دهه گذشته به میانگین تورمی حدود ۲۳ درصد رسیده و در ۱۰ سال گذشته وارد محدوده جدیدی از تورم‌های ۳۰، ۴۰ و ۵۰ درصدی شده است. به گفته این کارشناس، اکنون نیز اقتصاد ایران به سطوح ۷۰ و ۸۰ درصدی نزدیک شده و اصلاح این وضعیت به سادگی امکان‌پذیر نیست؛ چرا که ناکارآمدی‌های موجود تعهداتی ایجاد کرده که امکان ایفای آنها وجود ندارد و بخشی از این مشکلات از مسیر تورم و کاهش ارزش واقعی پول حل‌وفصل می‌شود.

رویداد

اعمال نرخ خوراک و فرآورده‌های نفتی اصلی پالایشگاه‌ها

شرکت پالایش نفت تهران با اشاره به مفاد نامه‌ای که مدیرکل بودجه و تنظیم مقررات وزارت نفت به انجمن صنفی کارفرمایی صنعت پالایش نفت ارسال کرده، مبانی محاسبه نرخ خوراک و فرآورده‌های نفتی اصلی پالایشگاه‌ها را بر اساس آخرین ابلاغیه موجود، تشریح کرد. شرکت پالایش نفت تهران با نماد «شتران» در اطلاعیه با اهمیت گروه «ب» اعلام کرد: بر اساس نامه‌ای که مدیرکل بودجه و تنظیم مقررات وزارت نفت به انجمن صنفی کار