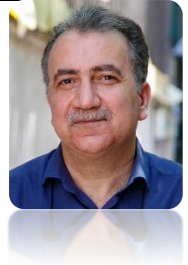


حباب تاریخی بورس در ایران

پرویز صداقت



The image shows a blurred background of people wearing face masks, likely in a public setting. Overlaid on this is a screenshot of a financial market data screen, specifically the Iranian stock market (TSE). The screen displays various stock prices, their changes, and a line graph in the bottom left corner. The text on the screen is in Persian, including the title 'بورس اوراق بهادار تهران' (Tehran Stock Exchange) and various market indicators.

وزارت امور اقتصادی و دارایی در اوایل شهریورماه امسال در گزارشی با نام «اهمّ عملکرد و دستاوردهای یکساله‌ی سازمان بورس و اوراق بهادار ایران»^۱ عنوان کرد: «شاخص کل بورس تهران به‌عنوان مهم‌ترین نماگر بازار سرمایه از رقم ۲۶۶،۱۲۷ در پایان مردادماه ۱۳۹۸ با رشد قابل‌توجه ۶۱۵ درصدی در ۸ مردادماه ۱۳۹۹ به رقم ۱،۹۰۴،۳۲۴ واحد افزایش یافته است.» در یادداشت حاضر می‌کوشم نشان دهم که آن‌چه وزارت اقتصاد از آن به‌عنوان دستاورد یاد کرده است تشکیل مهلک‌ترین حباب قیمتی در تاریخ بورس اوراق بهادار در ایران بوده که پی‌آمدهای خطرناکی برای کالبد اقتصادی و اجتماعی ایران خواهد داشت.^۲

از سال ۱۳۶۹، بعد از وقفه‌ای کم‌وبیش ده ساله در پی دوره‌ی بحرانی انقلاب و جنگ هشت‌ساله، بورس اوراق بهادار تهران بار دیگر فعالیت خود را آغاز کرد. از همان آغاز در برنامه‌های توسعه‌ی جمهوری اسلامی بر استفاده از سازوکارهای بورس به‌عنوان روشی «کارآمد» و «شفاف» در تأمین مالی تأکید می‌شد و شاهد روندی پرفراز و فرود در «توسعه»ی این بازار بودیم. اما این روند از همان آغاز مبتنی بر تشکیل حباب قیمتی و شکستن حباب و بازهم تشکیل حباب و شکستن حباب بود. نخستین حباب قیمتی در تاریخ معاصر بورس تهران در همان نیمه‌ی نخست دهه‌ی ۷۰ شکل گرفت و در فاصله‌ی سال‌های ۷۵ تا ۷۷ یک دوره به شکل‌گیری روند دوساله‌ی کم‌وبیش منفی شاخص قیمت بورس منجر شد. حباب بعدی در سال‌های ۸۲ و ۸۳

^۱ به نقل از کمیته‌ی اطلاع‌رسانی هفته‌ی دولت در پیوند زیر:

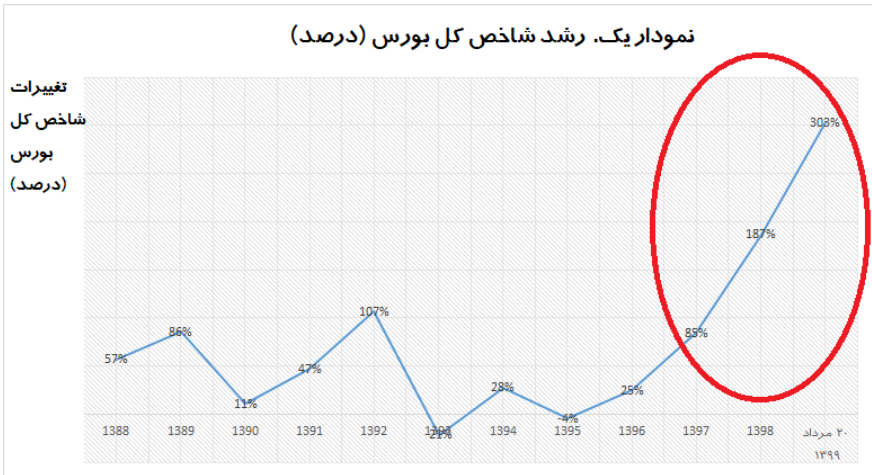
<http://shada.ir/fa-IR/shada/5588/news/view/15807/198716/Staging>

^۲ یادداشت حاضر بر مبنای سخنرانی ارائه‌شده در نشست اینترنتی کانون دانش‌آموختگان اقتصاد در تاریخ دوشنبه دهم شهریورماه ۱۳۹۹ تنظیم شده است.

شکل گرفت و شکستن آن به دو سال بعد موکول شد و در ادامه در سال‌های ۹۲ تا ۹۴ نیز حباب‌های قیمتی کوچک‌تری در این بازار شکل گرفت که در نیمه‌ی همین دهه به تدریج فروریخت.

همواره دو عامل از ابعاد حباب‌های قیمتی شکل گرفته در بورس ایران می‌کاست. از سویی افزایش دائمی سطح عمومی قیمت‌ها و تورمی ساختاری که اقتصاد جمهوری اسلامی به آن مبتلا بوده است با گذشت زمان از فاصله‌ی حبابی قیمت ذاتی و قیمت بازار سهام می‌کاست و از سوی دیگر بسیاری از رخدادهای برآمده از بحران‌های سیاسی و ژئوپلیتیک که به بازار شوک وارد می‌کرد فرصتی فراهم می‌کرد برای به اصطلاح تخلیه‌ی حباب و نسبت دادن افول شاخص به سبب شکل‌گیری حباب به عواملی خارج از بازار. آشکارترین نمونه‌ی آن فروریزی شاخص بورس در پی انتخاب محمود احمدی‌نژاد به ریاست جمهوری بود که ریشه‌ی بنیادی آن حباب قیمتی شکل گرفته در سال‌های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ بود، اما نشانه‌ی مخالفت بازار سرمایه با ریاست جمهوری احمدی‌نژاد تلقی شد.

نمودار یک تغییرات شاخص قیمت بورس اوراق بهادار طی ده سال گذشته را نشان می‌دهد. چنان که در این نمودار مشاهده می‌شود، تغییرات شاخص بورس در ایران تا سال ۱۳۹۷ به طور نسبی نوسانی سینوسی را تجربه می‌کرد اما از این سال روند آن فزاینده شد و هر سال و هر ماه بر شتاب تغییرات مثبت در آن افزوده شد. جنون سوداگری تاریخی دیرینه و عمری به قدمت خود سرمایه‌داری دارد، و در اقتصاد جمهوری اسلامی نیز با توجه به ساخت قدرت و دست بالای بورژوازی مالی و سوداگر و پیوند اندام‌وار آن با حاکمیت، همواره شاهد شکل‌گیری چنین روندهایی بوده‌ایم، اما روندی که طی دو سال از اوایل ۱۳۹۷ تا اوایل سال جاری در این بازار طی شد حقیقتاً نموداری از جنون محض بوده که سقوط نتیجه‌ی اجتناب‌ناپذیر آن است.



ابتدا روشن کنم که چرا از حساب می‌گوییم و اصلاً حساب چیست. به‌طور خلاصه منظور از حساب قیمتی ایجاد قیمت‌هایی در بازار است که بالاتر یا بسیار بالاتر از قیمت‌های ذاتی است. پرسش مهمی که مطرح می‌شود این است که قیمت ذاتی را چه‌گونه می‌توان محاسبه کرد تا بر مبنای آن حسابی بودن یا نبودن یک قیمت را محک زد. قیمت‌گذاری سهام عموماً بر مبنای سود آن در سال‌های آتی با توجه به نرخ تنزیل انجام می‌شود. نرخ تنزیل نیز عبارت است از نرخ بهره‌ای که برای محاسبه‌ی ارزش خالص کنونی از آن استفاده می‌شود. اگر برای مثال نرخ بهره‌ی سالانه ۲۰ درصدی را در نظر بگیریم، قیمت جاری هر سهم حداکثر باید معادل پنج برابر سود نقدی آن طی سال‌های آتی پس از اعمال نرخ تنزیل باشد.

بر این مبنای مشاهده‌ی حساب قیمتی در بورس اوراق بهادار ایران به محاسبات پیچیده‌ای نیاز نیست و نسبت‌های قیمت به درآمد هر سهم به‌روشنی گویای شکل‌گیری حساب قیمتی بسیار عظیمی در بورس طی دو سال گذشته بوده

است. نرخ بهره‌ی اوراق بدون ریسک اکنون حدود ۲۰ درصد است.^۱ پس وقتی در بورس اوراق بهادار که بازاری توأم با ریسک است به خرید سهام مبادرت می‌کنیم منطقاً باید دست‌کم سودی بیش از ۲۰ درصد را انتظار داشته باشیم.

در حالت کلی، نسبت قیمت به درآمد هر سهم معیار روشنی برای ارزیابی وجود یا عدم وجود حباب قیمتی است. وقتی برای سرمایه‌گذاری یک میلیون تومانی به‌سادگی می‌توان سود سالانه‌ی ۲۰۰ هزار تومانی کسب کرد در چنین حالتی نسبت قیمت این ابزار مالی به سود آن معادل ۵ است (یک میلیون تقسیم بر ۲۰۰ هزار تومان). پس باید نسبت‌های قیمت به درآمد هر سهم در بورس اعدادی کم‌تر از ۵ باشد که سرمایه‌گذاری در آن منطقی باشد. جدول ۱ متوسط نسبت قیمت به درآمد هر سهم به تفکیک برخی صنایع بورسی را نشان می‌دهد. چنان که در این جدول مشاهده می‌شود، در پایان مردادماه ۱۳۹۹ این نسبت در بورس ایران در صنایع مختلف از حداقل ۲۱ واحد تا حداکثر ۲۸۹ واحد بود. این نسبت‌ها به‌روشنی گویای وجود حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار است.

^۱هم‌اکنون نرخ سود اوراق بدهی دولتی در بازار بین بانکی ۲۰ درصد و بازار بدهی ۲۱ درصد است.

جدول ۱: نسبت قیمت به درآمد در صنایع منتخب بورس ایران طی دوره‌ی یک ساله‌ی منتهی به

۹۹/۵/۳۱

| | |
|-----|--|
| ۲۸۹ | انبوه‌سازی، املاک و مستغلات |
| ۷۷ | بانک‌ها و مؤسسات اعتباری |
| ۵۰ | بیمه و بازنشستگی |
| ۲۲۲ | حمل و نقل |
| ۳۱ | رایانه و فعالیت‌های وابسته |
| ۳۹ | سایر محصولات کانی غیر فلزی |
| ۲۲ | سایر واسطه‌گری‌های مالی |
| ۳۱ | سیمان، آهک و گچ |
| ۵۷ | فرآورده‌های نفتی |
| ۲۵ | فلزات اساسی |
| ۹۹ | قند و شکر |
| ۵۵ | کاشی و سرامیک |
| ۲۱ | کانه‌های فلزی |
| ۴۰ | لاستیک و پلاستیک |
| ۴۷ | ماشین‌آلات و تجهیزات |
| ۴۵ | ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی |
| ۲۴ | محصولات شیمیایی |
| ۶۲ | محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر |
| ۴۱ | محصولات فلزی |
| ۴۳ | مخابرات |
| ۲۷ | مواد و محصولات دارویی |

منبع: بورس اوراق بهادار تهران، گزارش تفصیلی ماهانه‌ی بازار، مردادماه ۱۳۹۹.

آیا می‌توان ادعا کرد که افزایش شدید بهای سهام ناشی از چشم‌اندازهای مثبتی بود که وجود دارد و هنوز در سودهای اعلامی سهام بازتاب نیافته است؟ به گمان من خیر، چنین ادعایی چنان گزاف است که برای رد آن کافی است به واقعیت‌های زیر توجه کنیم تا ببینیم آیا متغیرهای بنیادی خبر از تغییرات مهم مثبتی در اقتصاد دارد یا خیر.

- نرخ رشد یک دهی اخیر اقتصاد ایران نزدیک به صفر بوده است
- شیوع کرونا و محدودیت‌های ناشی از آن بخش بزرگی از ظرفیت‌های مولد اقتصاد را کاهش داده است
- تحریم‌ها بخش بزرگی از منابع مالی دولت را که عمدتاً صرف پروژه‌های عمرانی می‌شده کاهش داده است و اکنون دولت برای تأمین هزینه‌های جاری خود هم با مشکل مواجه است.
- به سبب تحریم‌ها و عدم پذیرش FATF مبادلات ارزی به دشواری و با افزایش شدید هزینه‌ی مبادلاتی انجام می‌شود.
- در منطقه‌ای قرار گرفته‌ایم که درگیر بحران حاد ژئوپلیتیکی است و هر احتمالی از جمله تنش‌های محدود یا فراگیر نظامی در آن کاملاً محتمل است.
- اقتصاد جهانی گرفتار رکود است و ایران نیز خواه ناخواه متأثر از رکود جهانی است.
- بهای نفت کمتر از بهای پیش‌بینی‌شده در بودجه است، هرچند ارقام صادرات نفتی نیز قابل تحقق نیست و درآمدهای حاصل از صادرات هم مشکل انتقال به داخل کشور دارند.

- بحران‌های چندگانه‌ی فقر و نابرابری، رکود، محیط زیست، تقاضای مؤثر، فرار سرمایه محیط اقتصادی کشور را دربرگرفته است.
- با حادثه‌ترین بحران‌های اجتماعی در طول چهار دهه‌ی اخیر مواجه شده‌ایم.

برخی نیز در توجیه این حباب قیمتی از انتظارات تورمی و کاهش ارزش پول ملی سخن می‌گفتند که از سویی به سبب افزایش سطح عمومی قیمت‌ها از فاصله‌ی قیمت آتی و قیمت‌های حسابی کنونی کاسته می‌شود و از سوی دیگر سود ریالی بنگاه‌هایی را که صادرات غیرنفتی دارند افزایش می‌دهد. در مورد ادعای نخست باید دید که انتظارات تورمی به چه میزان است. آیا تورمی مشابه سال‌های بحرانی اقتصاد در چهار دهه‌ی گذشته (احتمالاً شدیدتر) را انتظار داریم، یا تورمی مشابه آلمان بعد از جنگ جهانی اول یا ونزوئلا‌ی سال‌های اخیر؟ اگر فرضیه‌ی اول را بپذیریم، به‌روشنی می‌بینیم قیمت‌های کنونی حسابی است. اگر هم فرضیه‌ی دوم را بپذیریم، خواهیم دید که اقتصاد دارد به‌سرعت از هم می‌پاشد و در این صورت اصلاً سرمایه‌گذاری روی اوراق بهادار معنایی ندارد و پول را باید به کالاهای واقعی تبدیل کرد. ضمن این که اگرچه کاهش ارزش ریال به افزایش سود شرکت‌هایی منجر می‌شود که صادرات دارند اما در شرایط بحرانی و در شرایطی که انتقال ارز با دشواری مواجه است انتقال این منابع کسب‌شده به درون بنگاه با دشواری انجام می‌شود و از سوی دیگر همین بنگاه‌ها هم در بخش هزینه‌های خود ناچار از مخارج بیشتر خواهند بود.

با این همه، این واقعیت‌های به‌گمان من بدیهی را کم‌تر کسی دید و حتی بسیاری از رسانه‌ها و «کارشناسان» نیز در ماه‌های اخیر به حباب بورس دمیدند و گاه نسبت‌های قیمت به درآمد سهام در ایران را با بورس‌های پیشرفته‌ی جهانی مقایسه می‌کردند که به سبب وجود تورم دورقمی در ایران اساساً قیاسی مع‌الفارق است و گاه هم به جای تأکید بر سودآوری سهام برای ارزش‌گذاری آن به ارزش خالص

دارایی‌های بنگاه‌ها NAV تأکید می‌کردند که بازمی‌گردانند اگر نگوئیم فریب خریداران سهام بود، دست‌کم از ناآگاهی‌شان آب می‌خورد.

اما ببینیم برندگان و بازندگان این بازی چه کسانی بودند. طبعاً فروشندگان سهام به قیمت‌های حسابی برندگان اصلی و خریداران به این قیمت‌های گزاف بازندگان این بازی تلخ هستند. اما خریداران چه کسانی بودند؟ بر مبنای آمار رسمی طی دوره‌ی ۳۱ مردادماه ۱۳۹۸ تا تاریخ هشتم مردادماه سال جاری تعداد کدهای سهام‌داری بورس از ۹،۰۸۶،۴۲۴ به ۱۵،۲۵۱،۳۴۴ کد افزایش پیدا کرد. یعنی به‌روشنی در این جا شش میلیون سهام‌دار جدید می‌بینیم که طی یک سال گذشته وارد بازار شده‌اند و به نظر می‌رسد مال‌باختگان اصلی را در میان همین گروه باید جست‌وجو کرد. علاوه بر آن، فروشندگان اصلی سهام و دیگر اوراق مالی در بورس اوراق بهادار طی همین دوره دولت و اشخاص حقوقی بودند. به عبارت دیگر، به نظر می‌رسد دولت و بنگاه‌های بزرگ مالی طی این دوره از محل فروش سهام به قیمتی بالاتر از قیمت‌های ذاتی سود کلانی به جیب زدند. نام این فرایند در اقتصاد سیاسی «تصاحب از راه سلب‌مالکیت» است. در نتیجه‌ی حساب تاریخی بورس اوراق بهادار شاهد روندی از سلب‌مالکیت عمومی به نفع گروه‌های خاص بوده‌ایم. این سلب‌مالکیت از راه عرضه و فروش سهام به قیمتی بالاتر از قیمت ذاتی آن، به قیمت حسابی، صورت گرفته است و بعد از شکستن حساب شاهد موجی از میلیون‌ها مال‌باخته‌ای خواهیم بود که پس‌انداز و دارایی‌های خود را به ثمن بخش در برابر سهامی کم‌بازده یا زیان‌ده از دست داده‌اند.

اما این فرایند چیرگی سرمایه‌ی مالی و انباشت سرمایه‌ی موهومی و شکل‌گیری و فروریزی حساب اوج و حد اعلای فیتیشسم کالایی در سرمایه‌داری است. در شرایطی که کسب‌وکارها زیان‌ده هستند یا بازدهی اندک دارند شاهد افزایش دائمی قیمت برگه‌ی سهام همین کسب‌وکارها بودیم! پی‌آمد چنین وضعیتی تضعیف هرچه بیشتر فرهنگ خلق ارزش در اقتصاد و اجتماع است. وقتی شمای نوعی، بدون هیچ‌گونه

خلق ارزش در اقتصاد، یک برگه‌ی سهام می‌خرید که روزانه ۵ درصد به شما بازدهی می‌دهد، چه‌گونه می‌توانید برای درآمدی اندک تن به کار و زحمت و خلق ارزش بدهید. انبوه کارشناسان و حسابداران و مهندسان و پزشکانی که در ماه‌های اخیر حرفه‌ی خود را رها کرده و درگیر خرید و فروش سهام شده‌اند نشانه‌های نگران‌کننده‌ای‌اند از این وضعیت. اگر در گذشته گسترش فرهنگ لمپنیسم اقتصادی یا زندگی انگل‌وار از راه کسب رانت و بهره در گروه‌هایی از بورژوازی و لایه‌های بالایی طبقه‌ی متوسط مشهود بود و مثلاً پزشکان متخصص را می‌دیدیم که درگیر سوداگری روی ملک‌اند، امروز نیز شاهدیم فرهنگ کسب سود بدون کار و زحمت، بدون خلق ارزش، از راه کسب رانت و بهره و مزایای سرمایه‌ای ناشی از سهام به فرهنگ غالب به‌ویژه در میان طبقه‌ی متوسط تبدیل می‌شود و این امر حیات درازمدت اجتماعی را تهدید و تخریب می‌کند.

در پایان به این موضوع اشاره کنم که با همه‌ی این تفصیلات چه خواهد شد. نخست این که بدون تردید قیمت‌های کنونی سهام قابل دوام نیست. مگر این که با شرایط ابرتورمی و نرخ تورم چهار رقمی مواجه بشویم که آن نیز عجالتاً خوش‌بختانه بسیار بعید به نظر می‌رسد. پس سقوط قیمت‌های کنونی اجتناب‌ناپذیر است. سؤال مهم این است که آیا می‌توان سقوط بازار را به فرود آرام و کاهش تدریجی بدل کرد. البته در صورتی که شوک روانی حادی به خریداران وارد نیاید و روند افول قیمت‌ها تدریجی باشد نامحتمل نیست اما به سبب افزایش سنگین حجم معاملات و این که بازیگران حقوقی فعال در بازار سرمایه نیز نهایتاً با توجه به سود و زیان خود در بازار حضور به هم می‌رسانند و دولت نیز خود ناچار از عرضه‌ی اوراق بیشتر در بازار برای تأمین مالی است، بعید است. انبوه میلیونی مال‌باختگان بورس پتانسیل اعتراضی جدیدی به پتانسیل‌های موجود در جامعه خواهند افزود، ضمن این که خروج نقدینگی از این بازار خصوصاً بازارهای ارز و طلا را ملتهب‌تر خواهد کرد.

سخن آخر آن که صعود شاخص بورس طی یک سال و نیم گذشته یک بازی پونزی^۱ بود مانند دیگر تجربه‌های پونزی در اقتصاد، با این تفاوت که شاید برای اولین بار خود دولت نیز در مقام بازیگردان در آن حضور داشته است.

^۱ چارلز پونزی مهاجر ایتالیایی به ایالات متحد در اوایل قرن بیستم بود که سودای ثروتمند شدن در سر داشت. در آن زمان، اتحادیه‌ی بین‌المللی پستی، نوعی تمبر پستی جهانی منتشر کرده بود. این تمبر را کوپن بین‌المللی پاسخ به مراسلات می‌نامیدند. پونزی دریافت که قیمت این کوپن‌ها در ایتالیا ۲۵٪ بهای اسمی‌شان در امریکا است. پونزی امکان «سودآوری» را زیاد دانست. او سپس مقداری پول قرض کرد و پول را برای دوستان و بستگان خود در ایتالیا فرستاد و از آن‌ها خواست برایش از این کوپن‌ها بخرند و به امریکا بفرستند. به محض دریافت آن‌ها کوشید آنها را نقد کند. این کوپن‌ها قابل خرید و فروش بود ولی مقررات دست‌وپاگیر کار را دشوار کرده بود. پونزی به دوستانش در بوستون مراجعه کرد و با توضیح موضوع وعده داد که هر وامی که به او بدهند او بعد از سه ماه دو برابر آن را پس می‌دهد. بر مبنای این طرح وی بنگاهی تحت عنوان «شرکت مبادلات اوراق بهادار» در بوستون امریکا تأسیس و گواهی‌نامه‌هایی منتشر کرد که برای سرمایه‌گذاری ۴۵ روزه سودی معادل ۵۰ درصد و برای سرمایه‌گذاری‌های ۹۰ روزه سودی ۱۰۰ درصدی پرداخت می‌کرد. این ارقام حیرت‌انگیز سود موجهی از تقاضا برای خرید گواهی‌نامه‌هایی که پونزی منتشر کرده بود پدید آورد. سرمایه‌گذاران به دفتر او هجوم می‌آوردند و خریدار گواهی‌نامه‌هایی بودند که او منتشر می‌کرد. طبق معمول همه چیز برای مدتی خوب بود. بخشی از آن چه سرمایه‌گذاران جدید می‌پرداختند به سرمایه‌گذاران قبلی پرداخت می‌شد و به چارلز پونزی لقب «نابغه‌ی مالی» داده شد. اما مثل همیشه وقتی امواج جنون سوداگری فرومی‌نشینند، برخی محاسبات اولیه به‌خوبی نشان می‌دهد که میزان تعهداتی که چارلز پونزی در بنگاه‌هایش برعهده گرفته بسیار بیش از آن چیزی است که مبادله‌ی چنین اوراقی می‌توانست پدید آورد. چنین بحث‌ها و استدلال‌هایی موجهی از هراس در خریداران اوراق ایجاد کرد. خریداران برای فروش اوراق گواهی‌نامه‌ها سهام یا برگه‌های مالی‌شان به بنگاه هجوم می‌آوردند و پس از مدتی با واقعیت تلخ ناتوانی بنگاه در پرداخت تعهداتش مواجه شدند.