

در پناه تورم

راز پیشروی ۲۰ ساله بازار سهام چیست؟

بورس تهران همواره یکی از بازارهای پرحاشیه در اقتصاد کشور بوده است. این بازار که در تمامی سال‌های فعالیت خود تحت تاثیر تورم قرار داشته هر بار به لطف این پدیده شوم اقتصادی شاهد رشد همه‌گیر قیمت‌ها بوده و دست‌آخر هم مغلوب فشارفروشی شده است که همزمان با واژگونی روند صعودی در بازار سهام رخ داده است. دقیقاً به همین دلیل است که هر چند سال یک‌بار این بازار عده‌ای را نقره‌داغ می‌کند و سایرین را هم کامیاب. با این حال این دودستگی هیچ‌گاه آنقدر افزایش پیدا نکرده که باعث از سکه افتادن اقبال آن در طول سالیان گذشته شود. بررسی داده‌های آماری متعلق به دو دهه اخیر حکایت از آن دارد که بورس با وجود همه فرازونشیب‌هایی که داشته در طول سالیان یادشده بهترین بازده را برای سرمایه‌گذاران به ارمغان آورده است. این در حالی است که طی همین مدت وضعیت هیچ بازاری به حدی خوب نبوده که توان رقابت با بازده بازار سهام را داشته باشد. از سوی دیگر وضعیت بازار سهام نیز همچنان تا رسیدن به سرمنزل مقصود و تبدیل شدن آن به یک بازار کارافاصله‌ای طولانی دارد. به گفته کارشناسان بازار سهام، به هر میزان که تورم می‌تواند بر بازده ریالی این بازار بیفزاید افزایش ضریب نفوذ بازار سهام در میان مردم نیز می‌تواند در بیشتر شدن بازده آن موثر باشد. این دو عامل دقیقاً در طول سالیان گذشته میسر شده و توانسته رشد ۲۸۲ برابری بازده بازار را در پی داشته باشد. برای باز کردن این محث ضمن گفت‌وگو با مهدی خدابخنده‌لو مدیر عامل مدیریت سرمایه دایموند سعی شده به چرایی این برتری بیشتر پرداخته شود و آینده این بازار از حیث بلندمدت بیشتر مورد توجه و تحلیل قرار گیرد.

سرمایه‌گذاران به اشتباه موفقیت پورتفوی خود را تنها بر اساس میزان بازدهی آن می‌سنجند. اگر بخواهیم نوسانات بازدهی را در نظر بگیریم، اتفاقاً مسکن بازار جذابی بوده و هست. چون ریسک موجود در این بازار نسبت به بازارهای دیگر پایین‌تر بوده و تاکنون خیلی ریزش قیمتی نداشته و اصلاح قیمت آن غالباً از جنس اصلاح زمانی بوده است.

یکی از گزینیهایی که بازدهی بالای بازار سهام را تحلیل می‌کند، ماندگاری تورم در اقتصاد ایران است.

به نظر تهیه‌کنندگان گزارش، برتری بورس نسبت به بازارهای دیگر تا چه حد ناشی از تورم بوده و تا چه حد موهون افزایش تولید و درآمدزایی خود شرکت‌هاست؟



تصور عمومی این است که بازار املاک در ایران به‌طور سنتی، بهترین بازار از نظر بازدهی است اما نتایج گزارش یک موسسه فعال در حوزه سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد بر خلاف تصورات، بازار سهام در میان تمامی بازارهای دارایی بهترین بازده را در بلندمدت داشته است. این بازدهی در کشوری که همواره با ریسک‌های زیاد مواجه بوده چگونه شکل گرفته و به نظر شما دلیل این برتری نسبت به سایر بازارها چیست؟

برای تشریح این موضوع چند دلیل می‌توان مطرح کرد. پاسخ به این سوال که چرا ما این مطالعه را انجام

دادیم می‌تواند دلیل اول این موضوع باشد. معمولاً یک مطالعه در پاسخ به یکسری سوال و ابهام انجام می‌شود. چون همه ما در معرض خطاهای شناختی از جمله سوگیری به اطلاعات در دسترس و سوگیری به آخرین اطلاعات هستیم بخشی از تصوراتی که در ذهن ما شکل می‌گیرد ناشی از اطلاعات ناقص، نامنظم، موردی و مقطعی است. منتها وقتی قصد داشته باشیم تصمیمات مهمی بگیریم نمی‌توانیم به این اطلاعات ناقص و نامنظم موجود در ذهن خود اتکا کنیم، چاره این کار انجام یک مطالعه جامع و فراگیر است تا بتوان اثر این سوگیری‌های ذهنی را به حداقل رساند. ما هم قبل از شروع این مطالعه این تصورات ناصحیح و ابهامات را داشتیم ولی نتایج حاصله در گزارش ۲۰ ساله تصورات ما را هم اصلاح کرد.

دوم اینکه خانه و کاشانه در فرهنگ ایرانی جایگاه ویژه‌ای دارد و به‌طور سنتی خیلی‌ها تجربه سود گرفتن از این بازار را دارند، مثلاً اگر بخواهیم ضریب نفوذی را که در مورد بازار سهام مطرح است در مورد بازار مسکن مطرح کنیم احتمالاً به ضریب بالاتری نسبت به بورس می‌رسیم هر چند به دلیل مشکل تفکیک نیازهای مصرفی و سرمایه‌گذاری در این بازار، تهیه این ضریب نفوذ سخت‌تر است. ولی این جمله معروف را شاید شما هم شنیده باشید که «در ایران هر کس ثروتمند شده از ملک ثروتمند شده» پس قدمت و فراگیر بودن بازار مسکن در ایجاد این تصور اثرگذار بوده است به ویژه آنکه مسکن از نوع دارایی‌های ملموس است و از جنس دارایی‌های مالی نیست.

سوم اینکه اگر بخواهیم فقط از بازده مطلق استفاده کنیم نتایج نشان می‌دهد که در چند بازه زمانی بورس برنده بوده است. اما برخی از

در اقتصاد تومی همه چیز تحت تاثیر تورم قرار می‌گیرد. هیچ حوزه‌ای از فعالیت اقتصادی نیست که ادعا کند متاثر از تورم نیست. بر اساس اطلاعاتی که ما بررسی کرده‌ایم امکان تقسیم بازدهی بورس به بازدهی ناشی از تورم و بازدهی ناشی از فعالیت نیست. ولی این را می‌توان در نظر گرفت که شرکت‌ها واجد دارایی‌هایی از جمله زمین، ساختمان و تجهیزات هستند که با تورم قیمت آنها افزایش پیدا می‌کند و از طرفی افزایش درآمدهای شرکت‌ها هم غالباً از محل افزایش قیمت محصولات آنها تحت تاثیر تورم بوده است. البته معدود نمادهایی هم بوده‌اند که با افزایش تولید و بهره‌وری رشد کرده‌اند ولی نگاه ما در تهیه این گزارش کلی و نگاه به کل بازار بوده است. بررسی رشد اقتصادی کشور در طول سال‌های اخیر همین گفته‌ها را تأیید می‌کند. وقتی ارزش بازاری بدون رشد اقتصادی در آن بازار بالا می‌رود حتماً تورم در ردیف اول صف علت‌های موجود در این زمینه قرار خواهد گرفت. البته در رشد سال‌های اخیر بورس تهران، افزایش ضریب نفوذ خود جنبه افزایش تقاضا را دارد هم تعیین‌کننده بوده است. افزایش ضریب نفوذ بورس مستقل از اینکه با چه ابزارها و عللی اتفاق افتاده می‌تواند اتفاق مثبتی قلمداد شود.

بازدهی بالا در دو دهه گذشته به نام بازار سهام به ثبت رسیده است، حال سوال این است که کدام بازارها بیشترین ریسک را داشته‌اند و کدام بازارها سرمایه‌گذاران خود را در تله زبان گرفتار کرده‌اند؟

مطالعه ما بیشتر بر بازدهی بازارها متمرکز بوده است ولی می‌توانیم

وقتی ارزش بازاری بدون رشد اقتصادی در آن بازار بالا می‌رود حتماً تورم در ردیف اول صف علت‌های موجود در این زمینه قرار خواهد گرفت. البته اخیر بورس تهران، افزایش ضریب نفوذ خود جنبه افزایش تقاضا را دارد هم تعیین‌کننده بوده است.

بهترین و بدترین بازارها در بازه ۱۰ ساله

بازمه زمانی	بهترین بازدهی	بدترین بازدهی
از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰	طلا اول و بورس دوم	ارز
از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵	بورس اول و طلا دوم	خودرو
از سال ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰	بورس اول و ارز دوم	سپرده بانکی

بازدهی بازارها در سه بازه ۱۰ ساله

ارز	مسکن	خودرو	بورس	سپرده	طلا	بازمه زمانی
۱/۵	۶/۸	۱/۷	۶/۹	۶/۲	۹/۷	۸۰-۹۰
۴	۴/۷	۳/۱	۷/۹	۶/۲	۶/۶	۸۵-۹۵
۲۳/۳	۱۴/۲	۱۶/۱	۵۵/۵	۶/۲	۱۹/۷	۹۰-۱۴۰۰

در این جدول فرض بر این است که در پایان هر دوره پول سرمایه‌گذاری شده توسط شخص چند برابر شده است.

منفعت بیشتری ببرد؛ وقتی اقتصاد متلاطم می‌شود یا وقتی تنش سیاسی رخ می‌دهد، بدیهی است که آدم‌ها هجوم بیاورند برای حفظ ارزش دارایی‌های خود و برخی نیز هجوم بیاورند برای کسب منفعت بیشتر. ما کاری نمی‌توانیم بکنیم که آدم‌ها در جست‌وجوی منفعت و امنیت نباشند. تنها کاری که می‌توانیم بکنیم این است که اگر نگوئیم تمام، بلکه بیشتر دارایی‌های ممکن را اوراق بهادار پذیر کنیم که این خود باعث می‌شود هزینه معاملات کاهش پیدا کند و بازارها به سمت شفافیت و کارایی بیشتر بروند؛ از یک ایده به عنوان یک دارایی فکری گرفته تا وام به عنوان یک ابزار مالی، از یک متر زمین گرفته تا یک بشکه نفت همه در بورس قابل مبادله باشند.

منفعت بیشتری ببرد؛ وقتی اقتصاد متلاطم می‌شود یا وقتی تنش سیاسی رخ می‌دهد، بدیهی است که آدم‌ها هجوم بیاورند برای حفظ ارزش دارایی‌های خود و برخی نیز هجوم بیاورند برای کسب منفعت بیشتر. ما کاری نمی‌توانیم بکنیم که آدم‌ها در جست‌وجوی منفعت و امنیت نباشند. تنها کاری که می‌توانیم بکنیم این است که اگر نگوئیم تمام، بلکه بیشتر دارایی‌های ممکن را اوراق بهادار پذیر کنیم که این خود باعث می‌شود هزینه معاملات کاهش پیدا کند و بازارها به سمت شفافیت و کارایی بیشتر بروند؛ از یک ایده به عنوان یک دارایی فکری گرفته تا وام به عنوان یک ابزار مالی، از یک متر زمین گرفته تا یک بشکه نفت همه در بورس قابل مبادله باشند. اگر بخواهیم از ظرفیت‌های بازار سرمایه به درستی بهره ببریم باید نهادهای واسطه مالی حرفه‌ای را در بین مردم به نحوی مناسب توسعه دهیم تا سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با سهولت و ریسک کمتری انجام شود. از جمله این نهادها می‌توان به صندوق‌ها، سیدگردان‌ها و سایر نهادهای مالی که هنوز در ایران وجود ندارند اشاره کرد. متأسفانه ما هم‌اکنون در این خصوص ضعف اساسی داریم.

می‌توان به نحوی رفتار کرد که با استفاده از سازوکارهای مالیاتی و مالی، انگیزه سرمایه‌گذاران به سمتی برود که در نهایت هم جامعه منفعت ببرد و هم افراد بتوانند آن دو انگیزه درونی عمیق خود را پاسخگو باشند یعنی منفعت و امنیت برای آنها در دسترس باشد. مثال ساده‌ای که در این خصوص می‌توان زد این است که وقتی خرید و فروش سهام شرکت‌های خودرویی مالیات نداشته باشد اما مثلاً خرید و فروش خودرو مالیات سنگین داشته باشد، قانون ارائه‌شده نقش یک سیگنال مهم را برای سرمایه‌گذاران و سفته‌بازان ایفا می‌کند.

بنابراین در مجموع ما سه راهبرد اوراق بهادارسازی داریم، متشکل‌سازی دارایی‌ها، نهادسازی و حرفه‌ای‌سازی مدیریت دارایی‌ها و همچنین سیگنال‌دهی درست را پیشنهاد می‌کنیم.

با توجه به تورم ادامه‌دار در اقتصاد ایران آیا حضور در بازار سرمایه تحت هر شرایطی (حتی افزایش شدیدتر تورم) می‌تواند دارایی مردم را از گزند کاهش ارزش حفظ کند؟

بررسی ۲۰ سال گذشته نشان می‌دهد که بازارهای مالی دیر یا زود نرخ ارز و تورم را تعقیب می‌کنند. برخی زودتر و برخی دیرتر واکنش نشان می‌دهند. مثلاً مسکن دیرتر واکنش نشان می‌دهد و همچنین کمتر هم ریزش می‌کند. اصولاً برخی بازارها استعداد بیشتری برای رفتار رمه‌وار یا گله‌ای دارند. کما اینکه در سال گذشته تجربه رفتار گله‌ای را به وضوح در بورس دیدیم. در مورد بورس می‌توانیم بگوئیم اگر تا زمانی که قیمت‌ها با ارزش واقعی فاصله نگرفته و منطقی است، به سرمایه‌گذاری در این حوزه بپردازید ارزش دارایی شما حفظ خواهد شد و بنابراین این بازار حوزه مناسبی برای فعالیت اقتصادی خواهد بود.

بگوئیم در میان گونه‌های مختلف دارایی، رمزرها بیشترین نوسان را داشته‌اند و البته بالاترین بازدهی را هم از آن خود کرده‌اند. در سطوح بعدی بورس و طلا قرار دارند. در رتبه سوم نیز ماشین و ساختمان قرار می‌گیرند و در آخرین مورد بازدهی اوراق با درآمد ثابت و سپرده بانکی جای گرفته است. به همین خاطر اگر کسی به امر سرمایه‌گذاری نگاه بلندمدت داشته باشد، می‌تواند در بازارهای پریسک سرمایه‌گذاری کند، چرا که بر اساس اطلاعات و تجربیات به ثبت‌رسیده در گذشته می‌توانیم حدس بزنیم که به مرور زمان نوسانات مقطعی حل‌وفصل خواهند شد و در بلندمدت بازدهی بالاتری برای بازارها به دست خواهد آمد. البته ورود به بازارهای پریسک با نگاه کوتاه‌مدت مزایا و معایب خاص خودش را دارد که به دلیل مفصل بودن این بحث در مجال کنونی از آن صرف نظر می‌شود.

به نظر می‌رسد در گذر زمان، ترکیب سرمایه‌گذاری در بازارها تغییر کرده است. به‌طور سنتی، ایرانیان علاقه دارند در زمین و مسکن سرمایه‌گذاری کنند، جوان‌ها تر جیح می‌دهند در بازار سهام سرمایه‌گذاری کنند و جوان‌ترها وارد بازارهای نوظهور مثل رمزرها شده‌اند. در آینده کدام بازارها در کانون توجه قرار خواهد گرفت؟

بدیهی است که مسکن شناخته‌شده‌ترین سرمایه‌گذاری باشد. جدای از سبک زندگی ایرانیان و فرهنگ ایرانی، مسکن و طلا و خودرو چون جزو دارایی‌های ملموس هستند حس بهتری به سرمایه‌گذاران طبقه سنتی می‌دهند اما رفته‌رفته تجربه زندگی دیجیتال و هویت یافتن دارایی‌های ناملموس، دارایی‌های مالی و دارایی‌های دیجیتال برای نسل‌های بعدی به‌خصوص نسل Z به بعد، فضا را عوض می‌کند. در ضمن در نظر بگیرید که هنوز بازار سرمایه ایران کوچک، کم‌عمق و کم‌تنوع است و هر چقدر که تنوع ابزارها و دارایی‌ها، اوراق و معاملات در آن بیشتر شود، فضا برای ورود و مانور بیشتر خواهد شد. پیش‌بینی ما قطعاً این است که بیشترین رشد را از نظر حجم معاملات و رشد تعداد بازیگران حوزه رمزرها خواهد داشت هر چند که ممکن است بزرگ‌ترین بازار نباشد اما بیشترین رشد را در پنج سال آینده تجربه خواهد کرد و البته این می‌تواند نگران‌کننده هم باشد. هنوز سواد مالی در این حوزه بالا نیست و بیشتر شاهد تبلیغات بی‌پشتوانه و کم‌عمق در بین مدعیان تحلیل این بازار هستیم، از طرف دیگر نبود رگولاتوری در این بازار هم مسأله‌ای جدی است و ورود غیرحرفه‌ای به این بازار ممکن است به از دست رفتن سرمایه‌ها بینجامد. ولی بیشترین شتاب را از نظر ما رمزرها خواهند داشت. ساختار اقتصاد ایران، بسته بودن نسبی آن، عدم امکان سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی جهانی، کاربردهای متنوع رمزرها، آمادگی بالای دیجیتالی نسل جوان ایرانی همه و همه مویز روند گسترش حضور ایرانیان در بازار رمزرهاست. این روزها با طرح ایده‌هایی مثل متاورس موضوعات دیجیتالی قوت بیشتری گرفته و شاید برای شما جالب باشد که امروز شما می‌توانید در دنیای مجازی زمین با قیمت مشخص بخرید. بابت مزاح عرض کنم که احتمالاً ما ایرانی‌ها در دنیای مجازی هم انتخاب اولمان خرید زمین مجازی باشد.

به نظر شما در صورتی که از ظرفیت‌های بورس به درستی استفاده شود تا چه حد می‌توان از سفته‌بازی در سایر بازارها که به تلاطم بیش از حد قیمت در آنها منجر می‌شود، کاست؟ نقش ابزارهای مبتنی بر ارز، فلزات گرانبها و حتی ملک در این زمینه چقدر است؟

حتماً ساختار بورس باید به بهترین گزینه برای سرمایه‌گذاری افراد تبدیل شود، چون فلسفه ایجاد این بازار در تمام دنیا همین بوده است. جذب سرمایه‌های پراکنده و انجام کارهای بزرگ با آنها از جمله کارهایی است که در بازارهای مالی پیشرفته انجام می‌پذیرد. مثلاً همین سرمایه‌گذاری در مسکن به راحتی می‌تواند از طریق بورس انجام شود که در این راستا اقدامات کوچکی انجام شده ولی اصلاً جوابگو نیست، اگر بخواهیم واقع‌بین باشیم جست‌وجوی دائمی منفعت و امنیت را نمی‌توان از آدم‌ها گرفت. آدمی همیشه در جست‌وجوی این است که امنیت خود را حفظ کند و

واقعیت

تلخ

اگر بخواهیم از ظرفیت‌های بازار سرمایه به درستی بهره ببریم باید نهادهای واسطه مالی حرفه‌ای را در بین مردم به نحوی مناسب توسعه دهیم تا سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با سهولت و ریسک کمتری انجام شود. از جمله این نهادها می‌توان به صندوق‌ها، سیدگردان‌ها و سایر نهادهای مالی که هنوز در ایران وجود ندارند اشاره کرد.