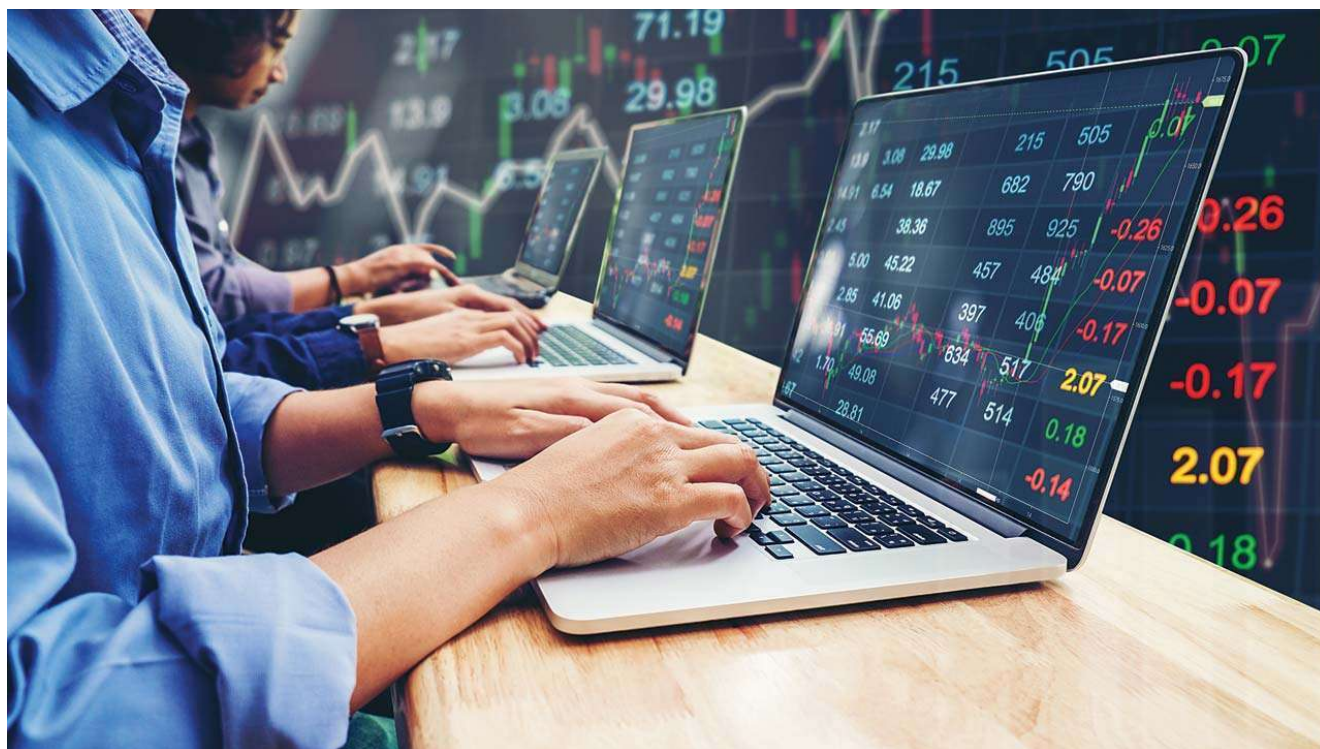


چرا آدرسه‌های خطا در بورس به زیان همه است؟

[ad_1]



روابط عمومی گروه تجاری ققنوس: یکی از عارضه‌های بورس تهران تسلط و جذابیت روایت‌هایی است که با وجود فقر نظری، دارای قدرت اثرگذاری بر طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران و فعالان سهام هستند. روایت‌هایی که ضمن اقبال عموم اهالی بازار، به گونه‌ای همانباشتی خود را بازتولید می‌کنند و در عین حال، اثر سوء خود را بر کارآیی بازار بر جا می‌نهند. شکل‌گیری این روایت‌ها که از این پس با عنوان ضدروایت هم از آن تعبیر می‌کنیم، معمولاً در شرایطی رخ می‌دهد که حرکت بازار در جهت صعودی یا نزولی شتاب می‌گیرد.

به گزارش خبرگزاری روابط عمومی گروه تجاری ققنوس، به نظر می‌رسد عدم بلوغ نهادهای مالی در بازار سرمایه کشور از یک طرف و از طرف دیگر، پیچیدگی و پیش‌بینی‌ناپذیری بازارهای مالی در افق‌های زمانی کوتاه و فقدان چارچوب منطقی برای راستی‌آزمایی ادعاهای مطروحه در کنار مداخلات سیستماتیک سیاست‌گذار در به وجود آمدن چنین وضعیتی سهم بسزایی دارند. وضعیتی که موجب شیوع روایت‌های ضدتحلیلی در بین اهالی بازار و خروج سهام از مدار منطقی می‌شود.

طرح موضوعاتی چون عاملیت مقام ناظر در افت شاخص سهام، نقش موثر بازیگران بزرگ از طریق عرضه‌های سنگین، انتساب ریزش قیمت‌ها به تغییر در تیم اقتصادی دولت یا مداخله و دستکاری برخی نهادهای مالی در فشار فروش‌ها و شکل‌بخشی به موج نزولی اخیر از جمله مواردی است که از زرادخانه‌های این ضدروایت‌ها بیرون می‌تراود. این گزارش می‌کوشد فرضیات و مدعیات درونی این روایت‌ها را از منظر واقعیت‌های آماری و رفتارشناسی مالی به بحث بنشیند.

بورس تهران به‌عنوان جزئی از کل روابط عمومی گروه تجاری ققنوس طی دو فصل گذشته یکی از پرتلاطم‌ترین ادوار کاری خود در طول تاریخ فعالیتش را پشت سر گذاشت. سرازیر شدن سیلاب نقدینگی به بازارهای مالی موجی از تورم فزاینده را رقم زد و در این میان، بورس تهران بخشی از این پول‌های سرگردان را جذب و همزمان مشارکت در بازار سهام به‌طور فزاینده‌ای رشد کرد. رکوردهای جدید شمار کدهای سهامداری در این دوره از ورود افراد جدید به بازار سرمایه حکایت داشت. با افزایش دایره نفوذ بازار سهام در بین آحاد جامعه فضا برای تبلیغ از طریق شبکه‌های اجتماعی هم رشد پیدا کرد. اما عدم بلوغ کافی نهادهای مالی در بازار سرمایه و ناآشنایی سرمایه‌گذاران تازه‌وارد سبب شد تا ساده‌یاب‌ترین و دم‌دستی‌ترین روایت‌های بورسی در بین سهامداران شیوع پیدا کند و ادعاهای ابطال‌ناپذیر رایج در بازار میدان اثرگذاری وسیعی پیدا کنند.

شیوع ضدروایت‌های جذاب بورسی

واقعیت این است که بازارهای مالی پویاترین بخش هر اقتصادی هستند و در این میان، بازار سهام به دلیل قدرت نقدشوندگی بالا پویایی به مراتب بیشتری دارد. در واقع، بازار سهام مستعدترین بازار برای جذب اطلاعات مرتبط و غیرمرتبط و همچنین سردرگمی و آسیب‌پذیری فعالان ناآشنا در اقیانوسی از اخبار و آمار پراکنده حول سهام است. در بین رسانه‌های مختلف، بی‌تردید تلگرام سهم قابل‌توجهی در تولید و تکثیر روایت‌های بورسی دارد.

دایره وسیع اعضای مشارکت‌کننده در تلگرام سبب شد بسیاری از تحلیلگران بورسی حضور پررنگی در این شبکه داشته باشند. با این حال، امکانات تلگرام تنها به مشارکت کارشناسان برجسته محدود نشد، بلکه بستری برای ضدتبلیغ‌های بسیاری از افراد و اثرگذاری بر طیف

وسیعی از سهامداران تازه‌وارد و ناآشنا فراهم آورد. روند فزاینده شمار اعضای کانال‌های بورسی در تلگرام طی سه فصل اخیر نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران به منظور دریافت سیگنال‌های خرید و فروش جذب این بستر اطلاعاتی شده‌اند. سهولت دسترسی-با وجود فیلترینگ گسترده- و وسعت اطلاعات، تلگرام را به جذاب‌ترین رسانه برای فعالان سهام تبدیل کرد.

طبیعتاً چنین امکانی برای دریافت اخبار و اطلاعات مرتبط با سهام و حضور موثرتر در بازار سودمند است، اما همین بستر، مستعد زایش روایت‌های بی‌هویت و بی‌شناسنامه‌ای است که در گمراه‌کردن سرمایه‌گذاران اثرگذارند. از طرفی، فقدان نهادهای معتبر برای سنجش اعتبار تحلیل‌ها در این بستر اطلاعاتی بر تکثیر و بازتولید این روایت‌ها می‌دمد و بنابراین، تشخیص نتایج و مدعیات درست از نادرست برای توده سرمایه‌گذاران تازه‌وارد و غیرحرفه‌ای دشوار می‌شود.

یکی از رایج‌ترین شگردهای ضدتحلیلی در بین این گروه از سیگنال‌دهندگان، گردآوری اطلاعات و پردازش «دروغ‌های آماری» است. واقعیت این است که آمار و داده‌ها همان گونه که می‌توانند در درک واقعیت به ما کمک کنند، قابلیت این را دارند که ما را گمراه کنند. یکی از شگردهای رایج در بازار سهام، داده‌پردازی و تغییر مبدا داده‌ها برای دست‌یافتن به نتایجی است که در علم آمار به آن «دروغ‌های آماری» می‌گویند.

بسیار اتفاق می‌افتد که سیگنال‌دهندگان بورسی با مقایسه روند قیمت یک سهم در افق‌های زمانی مختلف، نتایجی خلاف روش‌های جاافتاده علم مالی می‌گیرند. برای مثال، دوره‌هایی از اصلاح قیمت یک سهم سودآور را بهانه‌ای برای ضدتبلیغ علیه آن سهم می‌کنند و در عین حال، روند قیمت زیان‌ده‌ترین سهام بازار را به گونه‌ای در نمودارهای زیبا به تصویر می‌کشند که گویی این سهم ارزنده‌ترین دارایی است. همین ادعا را در رابطه با بازار جهانی، خصوصاً بازار پیچیده نفت بیان می‌کنند. ناگفته پیداست که پیش‌بینی در علوم اقتصادی بر خلاف علوم دقیقه با درجاتی از خطا-اطمینان همراه است. ضمن اینکه پیش‌بینی همواره باید مقید به زمان و موقعیت باشد و در غیر این صورت، مدعا سرشت علمی خود را از دست می‌دهد.

برای مثال، اگر ما کاهش قیمت نفت را به‌صورتی نامقید مدعی شویم، حرف دقیق و علمی نزده‌ایم و این ادعا تحقیقی و ابطال‌پذیر نیست. به بیان دیگر، گوینده این حرف، مترصد فرصتی است تا بهای نفت کاهش

یابد و او ادعای خود را توجیه کند؛ به هر حال زمانی این اتفاق خواهد افتاد. بنابراین گوینده این ادعا می‌تواند هر زمان که قیمت نفت افت کرد، به صحت ادعای خود ببالد و آن را به توانایی خود در پیش‌بینی روند بازارها نسبت دهد. جالب است که در مورد بازار ارز هم چنین ادعاهایی عنوان شد. بسیاری از فعالان سهام زمانی که بهای ارز رالی پرسرعتی را از اواخر تابستان آغاز کرد، به طرح تخمین‌های نجومی پرداختند که گذشت زمان تمام آن فرضیات و ادعاها را باطل کرد و قیمت‌ها با فروکش کردن تب مسری تقاضا و تدبیر سیاست‌گذار به سطوح تعادلی خود نزدیک شد.

با این حال، این تفسیرهای کژنما و معوج از آمارها و روندها در قالب‌هایی ساده‌یاب و جذاب دل‌بسیاری از بورس‌بازان را برای کسب سودهای رویایی می‌رباید و راه را بر تحلیل‌های جدی‌تر و علمی‌تر می‌بندد. البته این یک بخش ماجراست. دلیل دیگر که به نظر می‌رسد در جذابیت روایت‌های مزبور موثر است، فقدان چشم‌انداز بلندمدت در نتیجه مداخلات گسترده دولت در بازارهاست. در واقع سیاست‌گذار با مداخلات پی‌درپی در تعیین قیمت راه را بر تحقق به‌موقع برآوردهای کارشناسانه می‌بندد و ضمن افزودن بر خطای تحلیل‌های بنیادی، اعتبار علمی برآوردها را مخدوش و در مواردی سلب می‌کند.

به عبارت دیگر، دخالت سیاست‌گذار مفروضات مدل‌های پیش‌بینی را دستخوش تغییر می‌کند و در پی عدم تحقق برآوردهای کارشناسانه، بی‌اعتمادی مخاطبان تحلیل‌ها بیشتر می‌شود.

برآیند این عوامل را می‌توان در تسلط روایت‌های ضدتحلیلی در بازار سهام دید. روایت‌هایی که می‌کوشند تا با ساختن دشمن فرضی بر طبل ناکارآیی بازار بکوبند. طرح فرضیاتی نظیر اثر سوء عرضه‌های اصطلاحاً حقوقی در کندشدن مسیر صعودی قیمت‌ها یا افت شاخص پیامد چنین برداشتی از علل افت‌وخیز قیمت‌هاست. همچنین انتساب ریزش قیمت سهام به تغییر در مدیریت اقتصادی دولت از دیگر نتایج گفتمان‌های بورسی است.

رفع اتهام از کلیشه قدیمی

رفتار بازیگران بزرگ در بورس تهران همواره در معرض انتقاد بسیاری از سهامداران خرد بوده است. سهامداران خرد همواره توقع داشته‌اند که در صعود تند قیمت‌ها عرضه‌کنندگان بزرگ غیرفعال بمانند تا شتاب

رشد قیمت‌ها کاهش نیابد. در بازار نزولی هم معمولاً چنین توقع می‌رود که بازیگران بزرگ باید از قیمت‌ها حمایت کنند. در این مواقع اگر سهامداران بزرگ در مقام فروشنده برآیند، بسیاری از سهامداران خرد این وضعیت را برنمی‌تابند و عرضه‌های اصطلاحاً «حقوقی» را مانعی در جهت تداوم روند «طبیعی» قیمت‌ها می‌دانند. آیا واقعا این طور است؟ آیا واقعا سهامداران بزرگ مانع چنین روندی می‌شوند؟

بررسی‌های آماری نقطه اتکای مناسبی برای سنجیدن و به محک گذاشتن چنین فرضیاتی است. اگر داده‌های چند ماه اخیر را پیش رو بگذاریم درخواهیم یافت که چنین فرضیاتی با واقعیت‌های آماری قابل انطباق نیست. برای مثال، در رالی صعودی بورس تهران طی سال جاری که از ابتدای تابستان تا اوج تاریخی خود در مهر رقم خورد، شاخص کل رشد قابل ملاحظه ۱۰۵ درصدی را به ثبت رساند و همزمان سیل سرمایه‌های خرد-۵ هزار و ۵ میلیارد تومان- روانه بورس تهران شد.

کاهش فزاینده ارزش ریال در این دوره و ترس از غول تورم یکی از عوامل گسیل سرمایه‌های خرد به سمت بورس تهران بود. در نقطه مقابل، در حرکت نزولی سهام که سهامداران خرد از بازار خارج شدند، سهامداران عمده با خالص خرید مثبت خود سعی در حمایت از سهام داشتند.

با این حال، یکی از پیشداوری‌ها بین اهالی بورس تهران این است که چون سهامداران بزرگ به اطلاعات بیشتری از سهام تحت تملک خود دسترسی دارند، پس خرید و فروش آنها همواره سیگنالی برای ورود و خروج بازیگران خرد محسوب می‌شود. به عبارت دیگر، فروش سهامداران بزرگ می‌تواند به معنی عدم ارزندگی یک سهم، بروز ریسک غیرسیستماتیک یا اتفاقی قریبالوقوع در شرکت باشد که هنوز صدای آن در نیامده و اطلاعات آن در دسترس عموم ذی‌نفعان قرار نگرفته است. با وجود اینکه این تصور در بین اغلب اهالی بورس تهران رایج است اما مطالعات بسیاری این برداشت را تایید نمی‌کنند.

جان مینارد کینز از اولین اقتصاددانانی است که در رد این برداشت استدلال کرده است. کینز به این موضوع که مدیران دارایی نقش پول هوشمند را بازی می‌کنند، مشکوک بود. به اعتقاد کینز احتمال اینکه حرفه‌ای‌ها هم به جریان جمعی بازار بپیوندند، بیش از آن است که در برابرش بایستند. به بیان دیگر، حرفه‌ای‌ها هم اصطلاحاً با جماعت هم‌رنگ می‌شوند.

در واقع این گروه به‌رغم تصور بسیاری از فعالان بازار قدرتی برای کشاندن بازار به دنبال خود ندارند و خود نیز مقهور قدرت بازار می‌شوند. از نظر کینز، مدیران پولی نوعی بازی حدس پیچیده را انجام می‌دهند و او به همین دلیل انتخاب بهترین سهم را در بازار به انتخاب زیباترین چهره از میان عکسها تشبیه می‌کرد و می‌گفت: سرمایه‌گذاری حرفه‌ای را می‌توان به مسابقه روزنامه‌ای تشبیه کرد که در آن رقبا باید از میان ۱۰۰ عکس، ۶ مورد از زیباترین آنها را انتخاب کنند و جایزه به کسی خواهد رسید که انتخابش به میانگین ترجیحات همه نزدیک باشد. به این ترتیب، هر کس باید به دنبال عکس‌هایی برود که نظر دیگران را جلب می‌کند نه عکس‌هایی که به نظر خودش زیبا به نظر می‌رسند. اینجا موضوع، انتخاب زیباترین چهره از نظر فرد نیست بلکه باید پیش‌بینی کرد جریان جمعی بازار چه ترجیحاتی دارد.

یکی دیگر از آخرین فرضیاتی که در ماه‌های گذشته و همزمان با حرکت نزولی شاخص سهام از اوج تاریخی خود در بین اهالی بورس مطرح شد، نسبت دادن افت شاخص سهام به تغییر سکان وزارت اقتصاد و دارایی بود. در حالی که شاخص سهام همسو با تلاطم‌های جهانی و ریزش‌های پیاپی بهای جهانی نفت در حال اصلاح از اوج تاریخی خود بود و از طرف دیگر، با محدودیت تحریم‌ها دست و پنجه نرم می‌کرد، برخی تریبون‌ها افت‌های شاخص را به طرز عجیبی به تغییرات در کابینه اقتصادی دولت نسبت دادند. اگرچه بازار سرمایه همواره به تحولات سیاسی درون دولت واکنش نشان می‌داده اما این واکنش‌ها اولاً چندان حاد و تند نبوده و ثانیاً اگر بوده بیشتر ناشی از افق‌گشایی در اقتصاد کلان بوده است.

برای مثال، می‌توان به انتخابات ریاست جمهوری در سال ۹۲ اشاره کرد که به‌عنوان متغیری سیاسی معادلات سهام را برای مدت‌ها دستخوش تغییر کرد. خوشبینی به‌وجودآمده در آن سال به جهت تغییر افق در سیاست خارجی و رفع تحریم‌ها موجی از سرمایه‌ها را روانه بورس تهران کرد. به نظر می‌رسد یک چنین تحولی در محیط کلان اقتصاد است که می‌تواند در معاملات سهام هم نقش مهم بازی کند.

به نظر می‌رسد کسانی که ادعای فوق را طرح می‌کنند گویی فلسفه وجودی بورس را فراموش کرده و صرفاً از منظر شخصی و سود و زیان فردی به جریان معاملات می‌نگرند. در حالی که رسالت بورس‌ها از بدو تولدشان کشف قیمت دارایی‌ها در بازاری شفاف و کارآ بوده است. منظور از بازار شفاف لزوماً جریان «کامل» اطلاعات در بازار رقابتی نیست، چون

ما همواره در نظام اقتصادی با جریان پیچیده‌ای از اطلاعات نامتقارن مواجهیم. شفافیت کامل آرمان هر نظام اقتصادی است.

با وجود این، می‌توان به درجاتی از شفافیت در بازار برای کشف قیمت «منصفانه» اطمینان داشت و با فرض کارآیی بازار به ارزش واقعی سهام نائل آمد. با فرض بازار کارآ قیمت‌ها میل به ارزش ذاتی خود دارند و مدیران دارایی‌های بزرگ مدخلیتی در تغییر روند قیمت‌ها ندارند. البته باید اذعان داشت که مکانیزم‌های روانشناختی، دست‌کم در کوتاه‌مدت می‌توانند بر قیمت‌ها اثرگذار باشند؛ مکانیزم‌هایی که زیر ذره‌بین رفتارشناسان مالی قرار گرفته‌اند.

کثرتاری در بازارها

نیوتن گفته بود فیزیک نمی‌تواند دیوانگی آدمیان را پیش‌بینی کند و به نظر این حرف نیوتن را می‌توان اولین علت شکل‌گیری رفتارشناسی اقتصادی دانست. در نظریات کلاسیک اقتصاد همواره بحث بر سر این است که یک واحد اقتصادی اعم از شخص یا بنگاه چگونه می‌تواند به بهترین گزینه ممکن دست یابد. فرض تمام نظریات کلاسیک بر رفتار منطقی «انسان اقتصادی» است.

انسان اقتصادی یک شخص نوعی است که با بررسی و سنجش داده‌های موجود دست به انتخاب بهترین گزینه می‌زند و رفتاری غیربهبینه و احساسی از او سر نمی‌زند؛ در واقع او یک کل عقلانی است؛ یک ماشین محاسبه‌گر. این انسان اقتصادی وقتی در بازار مبادرت به خرید یا فروش سهم، کالا یا دارایی می‌کند، فرض بر این است که از تمام جوانب تصمیمش اطلاع دارد و با محدودیت‌های درآمدی خود بهترین انتخاب را کرده است. این یک مدل اقتصادی است که عمارت معظم اقتصاد کلاسیک بر آن بنا شده است. اما واقعیت این است که بازیگران اقتصادی همواره در انتخاب بهترین گزینه، موفق یا عقلایی عمل نمی‌کنند و بازار سهام یکی از بسترهای حاصلخیز برای بروز چنین کثرتاری‌هاست که خطای مدل‌های پیش‌بینی در آن آشکارتر است. یکی از تاثیرات سوءرفتار غیرعقلایی بر فرضیه بازار کارآست. فرضیه بازار کارآ می‌گوید قیمت‌ها در نهایت به سمت ارزش ذاتی خود حرکت می‌کنند. به این معنا که اگر ارزش‌گذاری عقلایی یک بنگاه ۱۰ میلیارد تومان است، هر سهم آن به گونه‌ای قیمت خواهد خورد که ارزش بازار آن نیز معادل قیمت مزبور شود.

در عین حال چنین فرض می‌شود که این اصل هم برای سهام یک شرکت و هم برای کل بازار برقرار است. در واقع، در یک بازار کارآ، قیمت سهام، ارزش بلندمدت شرکت‌ها را بازتاب می‌دهد. ارزشی که مثلاً نباید به دلیل تغییرات فصلی تحت‌تاثیر قرار بگیرد.

فرضیه بازار کارآ که مورد پذیرش رفتارشناسان مالی هم هست، می‌گوید هیچ راهی برای مغلوب کردن بازار وجود ندارد. از آنجا که همه اطلاعات موجود در قیمت فعلی سهام بازتاب یافته است، غیرممکن است که بتوان به شکل قابل‌اعتمادی قیمت‌های آینده را پیش‌بینی کرد و به سود دست یافت. برای مثال اگر قیمت یک سهم ۱۰۰۰ تومان باشد و اطمینان داشته باشیم که به‌زودی قیمت این سهم به ۱۵۰۰ تومان می‌رسد برای کسب سود فقط کافی است که ما سهم را در قیمت کمتر از ۱۵۰۰ تومان بخریم و در قیمت مورد انتظار بفروشیم.

این در شرایطی است که اطلاعات لازم برای پیش‌بینی در اختیار دیگران قرار نگیرد، در حالی که اطلاعات مزبور در دسترس همگان است. به نظر می‌رسد این مکانیزم سخت سبب می‌شود افرادی که تحمل پیش‌بینی و برآورد سودآوری شرکت‌ها را در محیطی با عدم قطعیت‌های گوناگون ندارند به طرح روایت‌های جذاب از روند کوتاه‌مدت قیمت‌ها سوق پیدا کنند و سرمایه بسیاری از سهامداران غیرحرفه‌ای را با ارائه آمار و شواهد ضدتحلیلی به مخاطره بیندازند.

ضمن اینکه تداوم این فرآیند سبب بی‌اعتمادی آحاد اقتصادی نسبت به بازار سهام و ضرورت افق‌گشایی در بازار سهام می‌شود. درست در دی ماه سال گذشته بود که سازمان بورس و اوراق بهادار تهران دست به اصلاح دستورالعمل‌های معاملات زد. یکی از اصلاحات صورت گرفته عدم الزام شرکت‌ها برای انتشار گزارش پیش‌بینی سود و جایگزین کردن آن با گزارش تفسیری مدیریت بود. با این تصمیم، گزارش پیش‌بینی سود که شرکت‌ها ابتدای هر سال مالی منتشر می‌کردند، از موضوعیت افتاد و فعالانی که براساس این گزارش اقدام به خرید و فروش می‌کردند با خلأ تحلیل ناشی از فقدان سود پیش‌بینی شرکت‌ها مواجه شدند.