نگاه

تاملی در انتشار اوراق مشارکت

حسین درودیان
پژوهشگر موسسه مطالعات و تحقیقات مبین

● طی هفته‌های اخیر بدون هیاهو رویه جدیدی درخصوص نرخ‌های سود بانکی توسط شبکه بانکی کشور به اجرا درآمد که در جریان آن نرخ سود سپرده‌ها به شکلی معنی‌دار افزایش یافت. این در حالی بود که پیش‌تر مقامات اقتصادی در چندنوبت بر اولویت کاهش تورم تاکید کرده و افزایش در نرخ سود بانکی در شرایط حاضر را سیاستی نامناسب ارزیابی کرده بودند. اما در رخدادی دیگر بانک مرکزی از انتشار سه‌هزارمیلیاردتومان اوراق مشارکت شش‌ماهه با نرخ سود ۲۳درصد جهت اجرای یک سیاست پولی انقباضی کوتاه‌مدت خبر داد. با وجود این به‌نظر می‌رسد این اقدام از برخی جنبه‌ها نامناسب و نیازمند تاملی مجدد است.

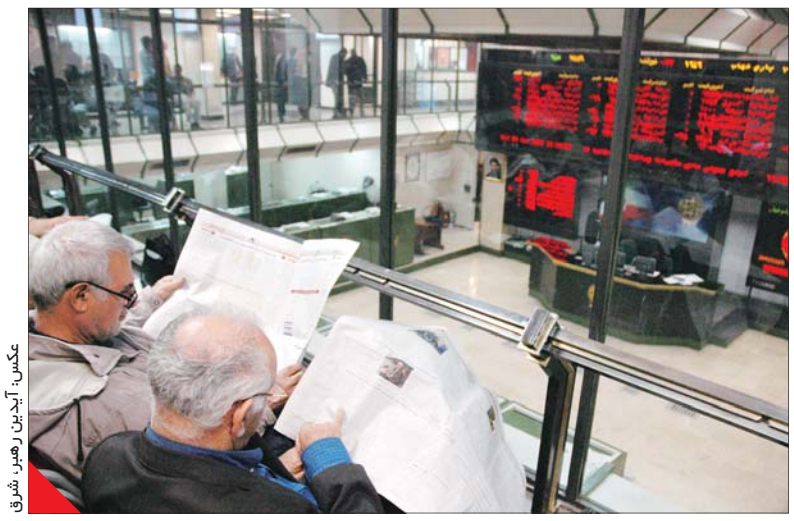
هدف اصلی از فروش اوراق مشارکت در صفحه اصلی پایگاه اینترنتی بانک مرکزی «اجرای سیاست پولی کوتاه‌مدت» عنوان شده است. انتشار اوراق موسوم به «مشارکت» در حالی است که اجرای سیاست پولی انقباضی بنا بر اصول اولیه مدیریت اقتصاد کلان به‌منزله خارج‌شدن پول جمع‌آوری‌شده از محل فروش این اوراق از گردش اقتصادی و نگهداری آن نزد بانک مرکزی طی دوره موردنظر است. از این‌رو اصولا خریداران این اوراق در هیچ طرح یا پروژه اقتصادی مشارکت ندارند. اگر از این ایراد واژه‌شناختی حقوقی بگذریم اظهارنظر مدیرکل اعتبارات بانک مرکزی مبنی بر اینکه «این میزان اوراق، موجب می‌شود تا منابع آزاد مردم به‌سوی بانک مرکزی جذب و به آن در تامین مالی بخش تولید کمک کند به‌گونه‌ای که بانک [مرکزی] از محل همین منابع جذب‌شده به تامین مالی تولید مبادرت خواهد ورزید» نیز این سوال را برمی‌انگیزد که اگر این سیاست به‌منظور انقباض در حجم پول تمهیدشده است چگونه عنوان می‌شود که از این منابع جهت «تامین مالی بخش تولید» استفاده خواهد شد و آیا اساسا چنین کاری در شرح وظایف بانک مرکزی می‌گنجد؟ و اگر چنین باشد آیا نام این اقدام را می‌توان «سیاست پولی» به‌معنای تغییردادن حجم پول نام نهاد؟

اما اشکال اساسی این طرح تاثیرگذاری باوقفه آن بر رشد نقدینگی است. طی شش‌ماهه اجرای طرح مبلغی معادل اوراق فروش‌رفته نزد بانک مرکزی نگهداری شده و از چرخه اقتصادی خارج می‌شود که به‌طور طبیعی به‌منزله کاهشی در حجم نقدینگی است. اما پس از پایان این مدت، بانک مرکزی باید اصل این مبلغ به‌علاوه بهره متعلقه را به خریداران بازگرداند. وجود بهره ۲۳درصدی به معنای آن است که بانک مرکزی در پایان شش‌ماه باید ۱۱/۵درصد بر این مبلغ افزوده و آن را به جریان گردش اقتصادی برگرداند. از این‌رو این سیاستِ به‌ظاهر انقباضی به فاصله کوتاهی بدل به اهرمی جهت افزایش نقدینگی می‌شود. نکته مهم‌تر اینجاست که این مبلغ مازاد از محل منابع بانک مرکزی باید تامین شود که می‌تواند نقدینگی را به‌طور مضاعف افزایش دهد. پرداخت بهره از سوی بانک مرکزی در مقایسه با بهره پرداختی توسط بانک‌های تجاری پتانسیل بالاتری در تشدید رشد نقدینگی دارد. ظرفیت تورم‌زایی این طرح در بلندمدت نیز قابل اغماض نیست زیرا بانک مرکزی، به عکس اظهارات مدیرکل اعتباری خود، منابع گردآوری‌شده را در صندوق خود نگه داشته و هیچ فعالیت مولدی بر اساس آن انجام نمی‌گیرد بنابراین بهره پرداختی به این اوراق صرفا محرکی برای افزایش تقاضا بدون تحریک طرف عرضه است. در مقام مقایسه در سیستم بانکی دست‌کم به‌صورت نظری این امکان وجود دارد که منابع جمع‌آوری‌شده، در طرح‌های ارزش‌افزای اقتصادی به‌کار گرفته شده و در عین بازپرداخت بهره به سپرده‌گذاران، بخش عرضه نیز از محل اختصاص منابع تقویت شده باشد؛ حال آنکه در مورد بانک مرکزی چنین امری صادق نیست. از این‌رو پتانسیل تورم‌زایی سیاست افزایش نرخ بهره اوراق مشارکت (اوراق قرضه) بانک مرکزی حتی از افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی نیز بیشتر است زیرا منابع بانک مرکزی افزایش‌دهنده پول پرقدرت در اقتصاد است. چنانچه بانک مرکزی عنوان کند که مقیاس فروش اوراق در این طرح محدود است و مخاطرات پیش‌گفته چندان جدی نیست، باید پرسید پس اصولا فلسفه اجرای این طرح چیست؟

نکته دیگر در مورد این سیاست عدم تناسب سیاست‌های پولی انقباضی با شرایط موجود اقتصاد کشور است. اقتصاد کشور به‌وضوح گرفتار رکود تورمی است. رکود تورمی به معنای آن است که کاستی‌های طرف عرضه علاوه بر بروز کسادی و بیکاری، سطح قیمت‌ها را نیز افزایش داده است. طبق اصول سیاستگذاری اقتصادی نمی‌توان رکود تورمی را از طریق ابزارهای مدیریت تقاضا از جمله کنترل نقدینگی درمان کرد. تاکید بر کنترل نقدینگی در مواجهه با تورم مربوط به شرایط «رونق تورمی» است یعنی وضعیتی که فشار تقاضا و کثرت مبادلات قیمت‌ها را به بالا سوق می‌دهد. کنترل تورم ناشی از فشارهای هزینه و کاستی عرضه را باید از طریق کاهش هزینه‌ها و تسهیل در بخش تولید و شاید حتی افزایش منابع بانکی و نقدینگی برای بخش تولید علاج کرد. در مجموع می‌توان حدس زد انتخاب کنترل نقدینگی به‌عنوان سیاست دارای اولویت در کنترل تورم، آن هم با شیوه جاری از طریق صدور اوراق قرضه با بهره بالا قاعدتا قادر به تاثیرگذاری مطلوب بر چالش‌های کنونی اقتصاد کشور نخواهد بود.

توصیه کارشناسان به «صبر»

اخم سرمایه‌گذاران باز می‌شود



عکس: آیدین رهبر، شرق

آرزو علیمدد: هرچند با قانون جدید معاملات در بورس از حجم فروش‌ها کاسته شده، اما متاسفانه رونقی هم در طرف مقابل یعنی خرید، دیده نمی‌شود. برای رونق یک بازار به هر دوسوی معامله، عرضه و تقاضا یا خرید و فروش نیازمندیم و اگر به هر دلیل یکی از این دو به خوبی به وظیفه‌اش عمل نکند، طرف دیگر هم در مخاطره قرار می‌گیرد. در حال حاضر بورس ما نیز دچار چنین عدم توازنی شده و هرچند شاهد فروش‌های سنگین نیست، اما از خرید هم خبری نیست. البته این بازار، سرمایه‌گذاران وفاداری دارد که با حضورشان در بازار به پتانسیل رشدی که در صنایعش نهفته است، اشاره می‌کنند. اما نزول اخیر شور و حال را از بازار ربوده است و با اینکه چند روزی فضا اندکی مثبت می‌شود اما دوباره جهت بازار به سوی نزول باز می‌گردد. بازار سرمایه ما این روزها دچار افسردگی شده و سرمایه‌گذاران در حالی از وی رویگردانی می‌کنند که قیمت بسیاری از سهامش جذابیت بالایی برای سرمایه‌گذاری دارد و صبر، پاداش بزرگی را به سرمایه‌گذاران خواهد داد. ارزش ریالی نیز که برای درمان بازار نیاز است در مقابل سرمایه بسیاری از حقوقی‌ها چندان زیاد نیست اما به نظر می‌رسد که هر کس به کناری ایستاده و منتظر است تا دیگری کمر همت ببندد.

هفته گذشته نیز بازار رونق چندانی نداشت. شاید بتوان عرضه اولیه «بمپنا» را در فرابورس از مهم‌ترین اخبار هفته گذشته دانست. ۳۶/۴میلیون از سهام این شرکت با قیمت ۱۱هزاروصدریال عرضه شد که امید است با توجه به قیمتش در این هفته بازدهی خوبی را عاید سهامداران کند و اندک تحرکی به بازار بدهد.

اما هفته گذشته شاخص باز هم افول کرد و به ۷۹هزار و ۷۸۵ واحد رسید تا نزول ۱/۴درصدی را در کارنامه‌اش به ثبت برساند. ارزش کل معاملات و حجم تبادلات نیز در بورس کاهشی بود و به ترتیب با ۴۱/۶ و ۲۸/۳درصد افت مواجه شد.

فواد فتح‌الهی، یکی از تحلیلگران بازار سرمایه با اشاره به اینکه نباید در مکانیسم اصلی بازار یعنی عرضه و تقاضا دستکاری کرد و باید به آن احترام گذاشت و صبر پیشه کرد، اظهار کرد: «زمانی نه چندان دور بازار سیر صعودی داشت و بازیگران بازار جملگی منتفع شدند، پس حالا که روند بازگشته و در سراشیبی نزول قرار گرفته نباید ترسید و سیاست خروج در پیش گرفت چرا که این بالا و پایین شدن‌ها ذات چنین بازاری است. در واقع این نزول، بخشی از سود سرمایه‌گذاران را که در ماه‌های پیش کسب کرده بودند، از بین برده است. به نظر من تنها کسانی که در زمان نامناسب وارد بورس شدند، مثلا آذرماه، متضرر شده‌اند. البته حتی این دسته از سرمایه‌گذاران نیز نباید نگران باشند چرا که با توجه به برنامه‌های کنترل تورم و سیاست رشد اقتصادی که در برنامه‌های دولت است، به طور حتم در چند سال آینده اقتصاد کشور با رونق روبه‌رو خواهد بود و به دنبالش بازار سرمایه هم در مسیر صعود قرار می‌گیرد.»

وی ادامه داد: «ابتدای امسال واحد شاخص رقمی حدود۳۸هزار واحد بود و در کمتر از یکسال، به مدار ۹۰هزار واحد رسید. این همان شاخصی است که در سال ۶۹ تنها صدواحد بوده است. بنابراین نباید از این نزول‌ها ترسید و از بازار خارج شد زیرا سرمایه‌گذاری با افق بلندمدت به معنای بازدهی حتمی در بازار سرمایه است. اما در این میان پیشنهاد من به افرادی که درصدد ورود به بازار سرمایه هستند، این است که قبل از ورود به این بیندیشند که آیا تحمل این بالاوپایین‌شدن‌ها را دارند یا خیر.»

فتح‌الهی با عنوان این جمله از وارن بافت که «ثروت در بورس از افراد عجول به افراد صبور منتقل می‌شود»، ادامه داد: «به‌نظر من حتی اگر بازار و شاخص از اعداد و ارقام کنونی پایین‌تر بیایند نباید ترسید و از بازار خارج شد بلکه باید افق بلندمدت را در سرمایه‌گذاری مدنظر قرار داد و با اطمینان از اینکه در آینده بازار روی خوشش را نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاری کرد.»

این تحلیلگر بازار سرمایه ادامه داد: «زمانی که حقیقی‌ها و حقوقی‌ها به اجماع نظر برسند که قیمت‌های سهام به کف رسیده و لحظه ورود به بازار است، با حضورشان صفوف خرید را پررنگ کرده و سبب می‌شوند تا بازار دوباره خودش را پیدا کند و صعودی شود. پیشنهاد من به بسیاری از سهامداران این است که به جای فروش سهامشان با قیمت‌هایی بسیار پایین‌تر از قیمت خرید، سعی کنند با نگهداشتن آنها در پرتفوی خود و صبر، در بازار حضور داشته باشند چرا که اگر الان خارج شوند، از حرکت مثبت بعدی نیز جا خواهند ماند.»

حتی اگر بازار و شاخص از اعداد و ارقام کنونی پایین‌تر بیایند نباید ترسید و از بازار خارج شد بلکه باید افق بلندمدت را در سرمایه‌گذاری مدنظر قرار داد و با اطمینان از اینکه در آینده بازار روی خوشش را نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاری کرد

فتح‌الهی خاطرنشان کرد: «اگر سرمایه‌گذاران برای خرید سهام در بورس به تحلیل‌های بنیادی تکیه کنند و دانش تحلیلگری‌شان را بالا ببرند قادر خواهند بود بازدهی مناسبی را در بورس کسب کنند. همچنین باید تلاش کرد تا فرهنگ سهامداری را بین سرمایه‌گذاران رواج داد. از سوی دیگر شاید بهتر باشد که مکانیسمی تعبیه کرد که سرمایه‌گذاران کم آگاه نتوانند مستقیما وارد بورس شوند چراکه در بحران اخیر نیز دیدیم بیشترین فشاری که بر بازار حاکم شده و بستر را برای طولانی‌تر شدن صفوف فروش فراهم کرد، جو روانی منفی بود که بیشتر از سوی حقیقی‌های کم اطلاع و نوورود به بازار تحمیل می‌شد. بنابراین اگر سعی شود که این افراد از همان ابتدا، مثلا به سوی صندوق‌ها هدایت شوند، از مشکلات اینچنینی بازار نیز کاسته خواهد شد.»

وی در پاسخ به اینکه صندوق‌ها نیز در بحران اخیر موفق عمل نکرده و خود سردمدار فروشندگان بودند، گفت: «متاسفانه ضامن‌ها به وظایف خودشان عمل نکردند. بنابراین زمانی که سهامداران برای ابطال واحدهای خود به صندوق‌ها هجوم آوردند، آنها چاره‌ای نداشتند جز اینکه با فروش سهام نقدینگی مطلوبشان را تامین کنند. این اتفاق، به منزله این است که قانون صندوق‌های ما نیز به خصوص در بخش ضامن‌ها نیاز به بازنگری دارد.»

این تحلیلگر بازار سرمایه صنایع بانک، خودرو، پالایشگاهی، انبوه سازی، دارویی و سرمایه‌گذاری را از صنایع پیشرو در آینده بازار دانسته و مطرح کرد: «از آنجایی که چشم‌انداز اقتصادی ما مثبت بوده و فضای بین‌المللی هم جو آرامی دارد، می‌توان به صنعت بانکداری امیدوار بود به گونه‌ای که بانک‌ها بیشترین تعدیل را در بین سایر صنایع از آن خود کرده‌اند.»

وی تحلیلش از صنعت خودرو را اینچنین توضیح داد: «اگر خودرویی‌ها ظرفیت‌شان را بالا ببرند به طور حتم با سودآوری بالایی نیز روبه‌رو خواهند شد چرا که ما در چند سال گذشته در باز کردن ال‌سی‌هایمان محدودیت داشتیم به این ترتیب که واردکننده قطعه، برای باز کردن ال‌سی باید ۱۳۰درصد پرداخت می‌کرد. اما در حال حاضر و با اصلاح قانون و تنزلش به ۳۰درصد، تحرک چشمگیری در بازار به وجود خواهد آمد و همین امر سبب خواهد شد تا شاهد تعدیلاتی مثبت در شرکت‌های این گروه باشیم.»

فتح‌الهی در ادامه به ارزش افزوده نهان در صنعت انبوه‌سازی اشاره کرد و توضیح داد: «تنها قیمت سهم برای ورود و خروج نباید ملاک قرار گیرد بلکه ارزش افزوده هم مهم است. صنعت انبوه‌سازی هم اشتغال ایجاد می‌کند و هم ارزش افزوده بالایی دارد. ضمن اینکه ریسک سرمایه‌گذاری هم در این صنعت کم است. از سوی دیگر این صنعت، بخش قابل‌توجهی از اقتصاد ماست و صنایع وابسته زیادی هم دارد. بنابراین می‌توان از این صنعت به‌عنوان یکی از صنایع پر پتانسیل بازار یاد کرد.»

بورس در معاملات آمار هفتگی گزارش

۱۰ شرکت برتر از نظر ارزش معاملات

نام شرکت	میلیاردریال
پالایش نفت بندرعباس	۴۱۷
تولید برق عسلویه مپنا	۴۰۴
سرمایه‌گذاری دارویی تامین	۳۰۶
پالایش نفت اصفهان	۲۰۸
س.نفت و گاز و پتروشیمی تامین	۲۰۶
گسترش نفت و گاز پارسیان	۱۸۵
صنایع پتروشیمی خلیج‌فارس	۱۷۴
ایران‌خودرو	۱۶۶
بانک صادرات ایران	۱۶۲
مخابرات ایران	۱۵۷

۱۰ صنعت برتر از نظر ارزش معاملات

نام صنعت	میلیاردریال
بانک‌ها و موسسات اعتباری	۱،۳۵۸
واسطه‌گری‌های مالی و پولی	۱،۲۹۱
فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای	۱،۱۸۹
محصولات‌شیمیایی	۸۸۳
انبوه‌سازی، املاک و مستغلات	۸۶۹
مواد و محصولات دارویی	۷۶۱
خودرو و ساخت قطعات	۵۳۴
عرضه برق، گاز، بخار و آب گرم	۴۰۴
فلزات اساسی	۳۸۸
هتل و رستوران	۳۵۵

۱۰ شرکت برتر از نظر بازدهی

نام شرکت	درصد
ایران‌گچ	۱۰۳ درصد
گروه صنعتی ملی (هلدینگ)	۳۹درصد
توسعه فناوری اطلاعات خوارزمی	۳۱درصد
سرمایه‌گذاری اقتصاد نوین	۲۴درصد
نیرو محرکه	۲۴درصد
داروسازی اکسیر	۲۳درصد
تولی‌پرس	۱۶درصد
سرمایه‌گذاری مسکن شمال‌شرق	۱۵درصد
قند مرودشت	۱۲درصد
عمران و توسعه فارس	۱۲درصد

بازار	واحد	درصد تغییرات
شاخص آزاد شناور	۹۱،۲۶۷	۱/۹۰-درصد
شاخص بازار دوم	۱۵۲،۱۷۰	۲/۱۹-درصد
شاخص ۳۰شرکت بزرگ	۳،۸۱۲	۲/۳۲-درصد
شاخص ۵۰شرکت فعال‌تر	۳،۳۷۴	۱/۷۱-درصد
شاخص صنعت	۶۷،۱۶۶	۱/۵۸-درصد
شاخص بازار اول	۵۹،۵۱۱	۱/۱۲-درصد
شاخص بازده نقدی قیمت	۳۲۴،۶۱۱	۱/۴۸-درصد
شاخص کل	۷۹،۷۸۶	۱/۴۸-درصد
شاخص قیمت ۵۰شرکت	۱۴۴،۵۱۱	۱/۱۴-درصد
شاخص کل فرابورس	۷۵۳	۱/۴۷-درصد
بازار اول فرابورس	۲۲۰	۱/۳۹-درصد

معاملات تابلو	معاملات ارزش (میلیاردریال)	معاملات حجم (سهم هزار)	معامله (معاملات تعداد)
بورس	۵،۹۴۵	۱،۴۸۶،۴۲۰	۲۱۱،۳۹۶
فرابورس	۳،۲۰۸	۷۰۵،۶۹۳	۱۲۷،۰۷۷
اوراق فرابورس	۲،۰۶۴	۲،۰۶۴	۱،۸۲۲
سهام پایه فرابورس	۹۳۶	۶۲۵،۵۰۸	۲،۸۴۵
اوراق بورس	۲۷۱	۲۷۱	۲۱۵
حق‌تقدم بورس	۱۶۶	۴۱،۷۳۹	۷،۲۷۲
حق‌تقدم پایه فرابورس	۱۵۰	۱۶۶،۶۱۸	۴،۷۹۶
صندوق فرابورس	۱۶	۱،۹۷۵	۸۷۷
حق‌تقدم فرابورس	۱۰	۱،۰۱۸	۱،۱۲۸
صندوق بورس	۲	۳۲۵	۸۲
اختیار فروش	-	۴۴	۱۰
جمع	۱۲،۷۶۸	۳،۰۳۱،۶۷۳	۳۵۷،۵۲۰

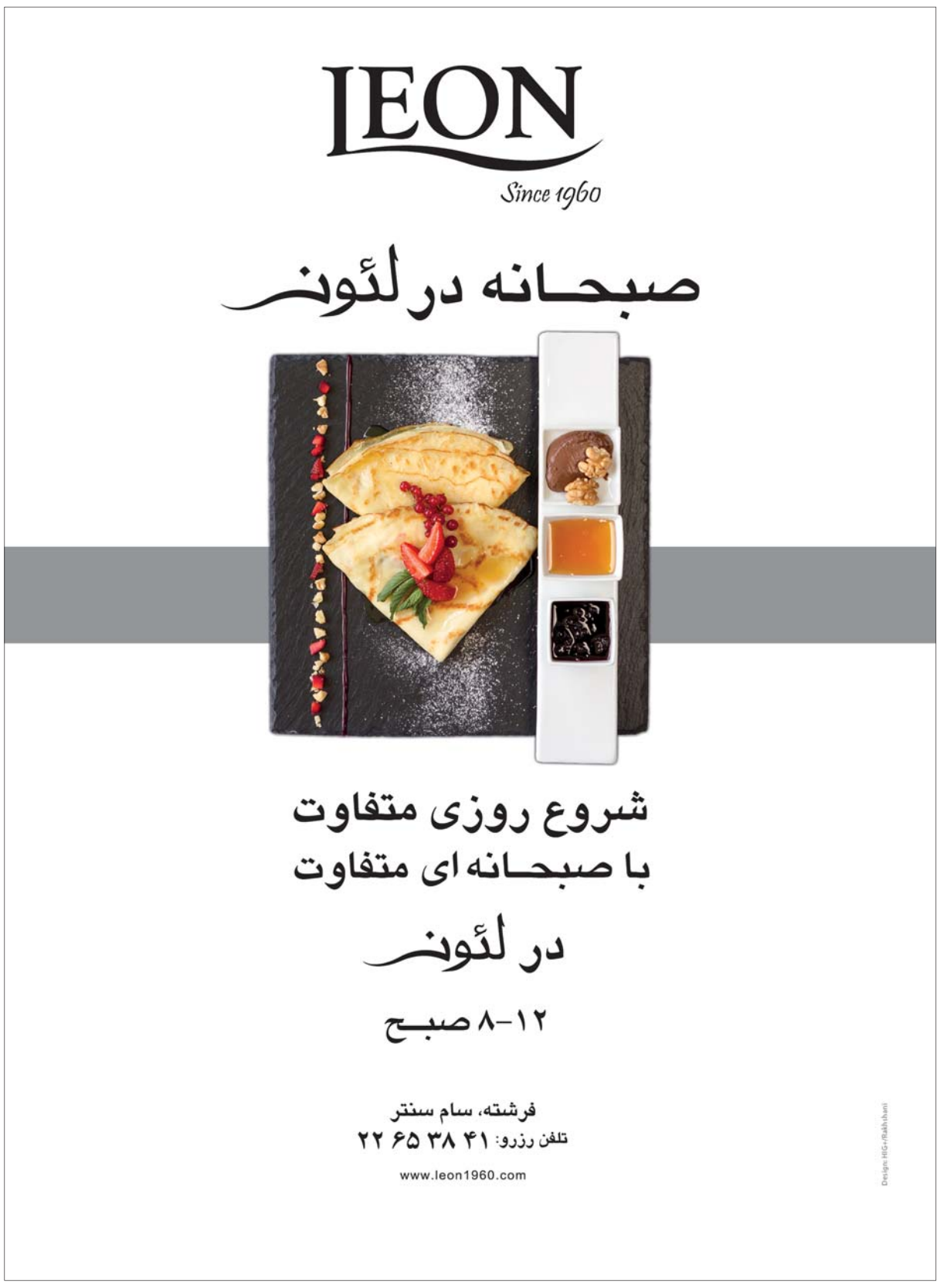
خبر

گزارش تفحص مجلس از خودروسازی‌ها نهایی شد

● **تسنیم:** علی علی‌لو، رییس‌هیات تحقیق‌وتفحص از خودروسازی‌ها از نهایی‌شدن گزارش تفحص از شرکت‌های خودروسازی در این هیات خبر داد و گفت: این گزارش در هیات تحقیق‌وتفحص از شرکت‌های خودروسازی نهایی شده و در دو هفته آینده و پس از سرکشی نمایندگان به حوزه‌های انتخابیه، تقدیم هیات‌رییسه مجلس می‌شود.

مطالبه دیون نفتی در سفر ظریف به دهلی

● **فارس:** مقامات ایرانی از طرح مطالبه دیون نفتی ایران از هند در جریان سفر ظریف به دهلی‌نو خبر دادند و گفتند: ایران احتمالا پیشنهادی به هند برای پرداخت این رقم از طریق بانک‌مرکزی آلمان و سوییس ارایه کند. بیزینس استاندارد به نقل از مقامات ایرانی نوشت: درخواست ایران از هند برای پرداخت یک‌میلیارد از پول نفتی این کشور احتمالا در جریان مذاکرات امروز میان محمدجواد ظریف و همتای هندی‌اش سلمان خورشید مطرح خواهد شد. به گفته این مقامات، احتمالا ایران به هند پیشنهادی برای پرداخت این رقم از طریق بانک‌مرکزی آلمان و سوییس ارایه دهد.

جزییات دخل‌وخرج پایتخت‌نشینان

● **ایسنا:** هزینه‌خانوارهای تهرانی در حالی ۷/۵میلیون‌تومان بیش از هزینه متوسط کل خانوارهای ساکن در مناطق شهری است که ۵۰/۴درصد هزینه پایتخت‌نشینان مربوط به گروه مسکن، آب، برق، گاز و سایر سوخت‌هاست. در حالی متوسط هزینه ناخالص سالانه یک خانوار شهری حدود ۲۱میلیون‌و۶۵۴هزارتومان معادل ماهانه حدود یک‌میلیون‌و۸۰۴هزارو۵۰۰تومان اعلام شده که هزینه خانوارهای ساکن در پایتخت، تقریبا ۷/۵میلیون‌تومان از متوسط اعلام‌شده بیشتر است. متوسط هزینه ناخالص سالانه خانوارهای ساکن پایتخت نشان می‌دهد این خانوارها با هزینه حدود ۲۹میلیون‌و۱۲۸هزارتومان معادل ماهانه حدود دومیلیون‌و۴۰۰و۲۷هزارو۳۰۰تومان بیشترین هزینه را به خود اختصاص داده‌اند. این گزارش میزان درآمد خانوارهای ساکن در تهران را به‌طور متوسط ۲۹میلیون‌و۳۰۱هزارو۶۰۰تومان معادل ماهانه حدود دومیلیون‌و۴۴۱هزارو۸۰۰تومان اعلام کرده است. بیشترین سهم هزینه خانوارهای تهران در سال ۹۱ مربوط به گروه مسکن، آب، برق، گاز و سایر سوخت‌هاست که ۵۰/۴درصد هزینه‌ها معادل ۱۴میلیون‌و۶۷۴هزارو۴۳۴تومان را در بر می‌گیرد.