

«فرهیختگان» تبعات کنار گذاشتن اوراق اخزا و ورود معاملات اوراق به فضای ابری را بررسی کرد

کوچ اوراق بدهی از اتاق شیشه‌ای



پانیز رحیمی
خبرنگار گروه اقتصاد

اوراق قرضه دولتی قرار بود ابزار تأمین مالی شفاف دولت باشد؛ معامله روی تابلو، نرخ قابل رؤیت و رقابت رسمی. اما وقتی نرخ بهره «بالا» تشخیص داده شد، سیاست‌گذار به جای اصلاح سازوکار، صورت‌مسئله را حذف کرد. با تصمیم مشترک سازمان برنامه و بانک مرکزی، اوراق خزانه «اخزا» که سال‌ها ابزار پرداخت به پیمانکاران دولت بود، کنار گذاشته شد و جای آن را اوراق «اراد» گرفت؛ تغییری که نه‌تنها مشکل نرخ را حل نکرد، بلکه شفافیت بازار بدهی را به‌طور کامل از بین برد. نتیجه، انتقال معاملات از تالار شیشه‌ای به پشت تلفن‌ها و گروه‌های مجازی بود؛ جایی که نرخ‌های رسمی ۲۸ در عمل به ۳۹ و حتی بالای ۴۰ درصد رسید. شکافی که در سکوت و خارج از تابلو، میان پیمانکاران، طلبکاران دولت و خریداران اوراق دست‌به‌دست می‌شود. این تصمیم هماهنگ، بازار بدهی را وارد فاز آشفتگی کرده است؛ بازاری که امروز نه‌تنها دولت، بلکه صندوق‌های بورسی که بیش از ۱۰ درصد نقدینگی کشور را در اختیار دارند هم به‌عنوان بازندگان اصلی خود می‌شناسد.

چرا شفافیت اوراق دولتی مهم است؟

اوراق‌قرضه دولتی یک ابزار اقتصادی از جنس بدهی است که دولت‌ها از آن برای تأمین مالی هزینه‌ها و تعهدات خود استفاده می‌کنند. نقطه تمایز سرمایه‌گذاری روی اوراق دولتی این است که چون دولت این اوراق قرضه را منتشر می‌کند، حتماً نقد می‌شود و سوددهی آن باتوجه‌به نوع اوراق و نرخ بهره آن نسبت به سرمایه‌گذاری در بورس و سایر بازارهای مالی از انواع سود کم‌ریسک‌تر به‌شمار می‌رود. به‌طور ساده‌تر تصور کنید که فردی تصمیم می‌گیرد لوله خانه‌اش را که به‌تازگی ترکیده است تعمیر کند. هزینه آن زیاد می‌شود و امکان پرداخت نقدی به پیمانکار وجود ندارد. در این شرایط اغلب افراد به سراغ راهی می‌روند که حتی به قیمت آنکه سود یا درصدی به مبلغ اصلی اضافه‌شود، هزینه را به تعویق بیندازند. در نتیجه یک چک به پیمانکار می‌دهند که چند ماه بعد وصول می‌شود. شاید بتوان گفت کاربرد «اوراق دولتی» برای دولت‌ها چیزی شبیه به «چک» برای عامه مردم باشد. اهمیت آن نیز ازاین جهت است که دولت بدون انتشار اوراق دولتی در پرداخت هزینه‌های خود با چالش مواجه می‌شود. یکی از نکات قابل توجه این است که دولت‌ها با اوراق قرضه، قرض می‌گیرند، در نتیجه دولت می‌تواند با نرخ بهره مشخصی پول قرض بگیرد. دقیقاً همین‌جا آن نقطه‌ای است که دولت را به بانک‌ها و سایر بازیگران بازار بدهی بدهکار می‌کند. اما در اینجا مهم است که فرایند قرض گرفتن، نرخ بهره بدهی و فرایند‌های تسویه و فروش اوراق چگونه انجام می‌شود. به عبارتی، باتوجه‌به اینکه ارقام سالانه اوراق ارقام چشمگیری است (۷۷۰۱ همت در سال جاری و ۹۴۰ همت برای سال آینده)، عدم شفافیت در معاملات آن می‌تواند تبعات جبران‌ناپذیری داشته باشد.

چه کسانی اوراق دولتی را می‌خرند؟

بانک‌ها و صندوق‌های درآمد ثابت بورسی، دو مشتری اصلی اوراق دولتی هستند. اما این اوراق را از چه کسانی می‌خرند و به چه کارشان می‌آید؟ همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، دولت برای پرداخت هزینه‌های بودجه‌ای خود و همچنین پرداخت دیونش به پیمانکاران اوراق‌قرضه منتشر می‌کند و آن را به پیمانکاران خود می‌دهد. حالا پیمانکاران و خریداران این اوراق قرضه به این اوراق قرضه چه می‌کنند؟ دوره پیش روی آن‌ها وجود دارد؛ یا باید صبر کنند تا موعد پرداخت دولت برسد و پیمانکار یا دارندگان اوراق با درصد مشخصی از سود که از ابتدا مشخص است آن را نقد کنند، یا اینکه بروند این اوراق را به سایر معامله‌گران بازار ثانو به بفروشند.

چند نوع اوراق دولتی داریم و چرا؟

در حال حاضر دولت ۲ نوع اوراق منتشر می‌کند؛ اخزا و اراد. این اوراق در نوع، زمان نقدشوندگی و نرخ بهره باهم تفاوت دارند. برای مثال نرخ بهره اوراق دولتی که در حراجی اعلام می‌شود ۲۴ درصد (نرخ اسمی که معادل ۲۸ تا ۳۰ درصد مؤثر می‌شود) است. انواع دیگری از اوراق نیز وجود دارند؛ اما آنچه در این گزارش اهمیت دارد اوراق دولتی اخزا و اراد است که به آن می‌پردازیم.

اخزا: دولت اوراقی تحت عنوان اسناد خزانه اسلامی (اخزا) منتشر می‌کند که پیمانکاران طرف حساب دولت مانند پیمانکاران تولیدکنندگان برق یا پروژه‌های عمرانی می‌توانند به جای دریافت پول نقد، آن را به‌صورت اوراق دریافت کنند. این اوراق، در سررسید، اصل پول و سود مشخصی را پرداخت می‌کنند و درعین حال، امکان فروش آن پیش از سررسید در بازار سرمایه وجود دارد. نرخ بازده این اوراق در بازار آزاد حدود ۳۹ درصد است و به همین دلیل، رقیب جدی بازار سهام محسوب

مدیر مسئول:

محمد امین ایمانجانی

قائم مقام مدیرمسئول:

مسعود فروغی

سردبیر:

محمد زعیم‌زاده

تلفن و فکس:

۰۲۱) ۶۲۹۹۹۴۹۵

کدپستی:

۱۱۳۵۶۳۳۸۱۶

چاپ:

چاپخانه دانشگاه آزاد اسلامی

نشانی:

خیابان حافظ، پلین‌تر از جمهوری

روی‌موی ساختمان بورس

ساختمان فرهیختگان، طبقه سوم



می‌شود. وقتی سرمایه‌گذار بتواند بدون ریسک چنین بازدهی دریافت کند، انگیزه کمی برای ورود به بازار سهام پرنوسان خواهد داشت.

اراد: دولت با انتشار اوراق دولتی «اراد» تلاش می‌کند منابع لازم برای هزینه‌های بودجه‌ای خود را به‌صورت «نقدی» جذب کند. در این سازوکار، بازیگران بازار بدهی اوراق را می‌خرند و دولت متعهد است در زمان‌هایی مشخص، اصل سرمایه به همراه سود تعیین‌شده را بازگرداند. این اوراق مطابق قوانین مالی اسلامی طراحی شده و به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهد با ریسک پایین، پول خود را در مسیر رسمی و امن به کار بگیرند. باتوجه‌به نقد نبودن این نوع اوراق، کاربرد اصلی اوراق دولتی «اراد» تأمین منابع مالی مربوط به مصارف بودجه‌ای است.

حذف اخزا از معادلات اوراق دولتی

در واکنش به رشد نرخ اخزا از ابتدای سال ۱۴۰۳ متأثر از سیاست‌گذاری اقتیاضی پولی، بانک مرکزی مجموعه‌ای از اقدامات را برای مخفی کردن نرخ در دستور کار قرار داد. در گام نخست با همکاری سازمان بورس، سقف قیمتی برای معاملات تعیین شد، به‌طوری‌که عرضه اوراق با نرخ بالاتر از ۳۵ درصد در تابلو معاملات با ابطال مواجه می‌شد؛ اقدامی که به دلیل تلقی مداخله مستقیم در بازار، با انتقادهایی همراه بود. اما در ادامه، سازمان برنامه و بانک مرکزی به توقف انتشار اوراق خزانه جدید رسیدند؛ تصمیمی که البته با مخالفت‌هایی از سوی مرکز مدیریت بدهی‌های وزارت اقتصاد مواجه شد که در نهایت، بانک مرکزی و سازمان برنامه، پیمانکاران طرف حساب دولت را که پیش‌تر اوراق اخزا دریافت می‌کردند مجبور به بازاریابی اوراق نقدی دولت کردند تا از محل این اقدام برای حراجی دولت با نرخ ۲۸٫۷ درصد مشتری پیدا شود.

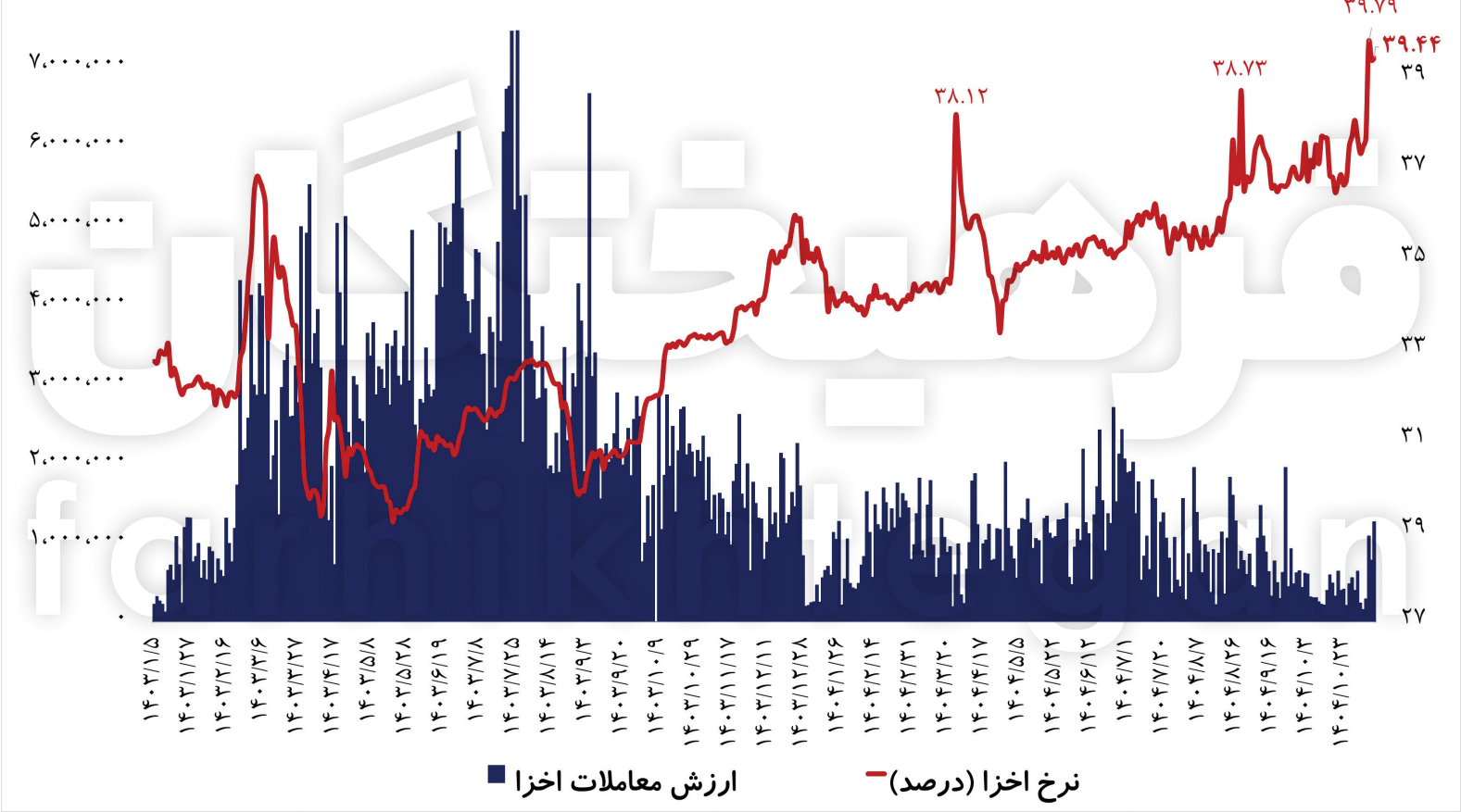
بلایی که معاملات دورهمی بر سر شفافیت آورد

اما این اقدامات دستوری منجر به شکل‌گیری معاملات توافقى و خارج از بازار رسمی شد. به عبارتی، مازاد بازده مورد انتظار خریداران (مابه‌التفاوت نرخ ۲۸ تا ۳۹ درصد) به‌صورت توافقی و خارج از بازار رسمی از پیمانکار دریافت می‌شد.

گرچه هدف این سازوکار جدید فروش اوراق، جلوگیری از ثبت نرخ‌های بالا در تابلو معاملات و کاهش فشار رسانه‌ای بر بانک مرکزی از سوی سهام‌داران بورسی بود، اما این اقدامات پیامدهایی جدی به همراه داشت؛ از جمله انتقال معاملات به فضای غیرشفاف و تلفنی، افزایش ریسک بروز فساد، تشدید ریسک صندوق‌های درآمد ثابت و درنهایت تضعیف بازار بدهی. بازاری که از سال ۱۳۹۴ با دشواری شکل گرفته و اکنون به حجمی حدود ۱۳۰۰ هزار میلیارد تومان رسیده، با مخدوش شدن شفافیت و نهاده‌نشدن نرخ‌های غیررسمی، در معرض آسیب جدی قرار گرفته است؛ روندی که به گفته کارشناسان، اصلاح آن در آینده بسیار پرهزیه‌تر از مهار به‌موقع نرخ بهره خواهد بود.

بررسی آمار انتشار اوراق اخزا از ۵ فروردین ۱۴۰۳ تا ۱۱ تپ‌ماه ۱۴۰۴

نرخ بازده تا سررسید و ارزش معاملات اخزا از ابتدای سال ۱۴۰۳ تاکنون



نرخ اخزا (درصد) - ارزش معاملات اخزا

نشان می‌دهد به‌رغم نوساناتی از جنس افزایش انتشار اوراق، روند انتشار اوراق اخزاروند کاهشى به دنبال داشته که افزایش نرخ را به دنبال داشته است.

کوچ از اتاق شیشه‌ای به معاملات پشت پرده!

کارشناسان بازار سرمایه هشدار می‌دهند معاملات پشت تلفن که در آن سفارش‌ها و قیمت‌ها به‌جای تابلو رسمی بورس از طریق تماس‌های تلفنی و توافق خصوصی انجام می‌شود، به‌شدت غیررقابتی و غیرشفاف است. به گفته آن‌ها، این وضعیت نه‌تنها به صندوق‌های درآمد ثابت آسیب می‌زند و آن‌ها را مجبور می‌کند با ریسک‌های اضافه برای تضمین بازده سرمایه‌گذاران کار کنند، بلکه باعث تخریب بازار بدهی نیز شده است. این بازار که از سال ۱۳۹۴ با طراحی دقیق شکل گرفته، اکنون به دلیل مخفی‌سازی نرخ‌ها و معاملات غیررسمی، شفافیت و کارکرد اصلی خود را از دست داده است.

در این فرایند جدید، پیمانکاران مجبور می‌شوند برای فروش اوراق خود، با ده‌ها صندوق سرمایه‌گذاری و بانک تماس بگیرند و نرخ بگیرند. این فرایند پرهزینه، زمان‌بر و مستعد فساد و زدوبند اشخاص پشت تلفن است. همچنین صندوق‌های درآمد ثابت، برای تضمین بازده ۳۶ درصدی به سرمایه‌گذاران، مجبور به انعقاد قراردادهای پیچیده و دریافت چک از پیمانکاران می‌شوند. این موضوع ریسک عملیاتی و اعتباری صندوق‌ها را افزایش می‌دهد. بازار بدهی به واسطه این روش، دیگر تابلو محور نیست و کشف نرخ واقعی از بین رفته است. معاملات شفاف جای خود را به توافق‌های تلفنی داده و امکان رقابت سالم کاهش یافته است. در این ساختار جدید معاملات اوراق، ریسک صندوق‌های درآمد ثابت که ۱۰ درصد نقدینگی کشور را در دست دارند، به‌شدت افزایش یافته و اگر آن‌ها دچار ریسک نکول شوند، تبعات این اتفاق غیرقابل جبران است.

نوزدهمین هفتهٔ نرخ بهرهٔ بین بانکی در سقف تاریخی

از ابتدای سال ۱۴۰۲، نرخ بهره بین‌بانکی در ایران به‌طور مستمر نزدیک سقف «دالان نرخ بهره سیاستی» بانک مرکزی قرار داشته است. این دالان، بازه‌ای است که برای مدیریت بازار پول تعیین شده و کف آن ۱۷ درصد و سقف آن ۲۴ درصد است. بر اساس این چهارچوب، بانک‌ها در صورت نیاز می‌توانند از بانک مرکزی وام بگیرند که نرخ آن حداکثر تا ۲۴ درصد خواهد بود و در مقابل، در صورت مازاد نقدینگی، امکان سپرده‌گذاری نزد بانک مرکزی با سود ۱۷ درصد فراهم است. بااین حال، نرخ رسمی بین‌بانکی که هر هفته اعلام می‌شود و از حدود ۲۳٫۸ درصد آغاز و اکنون نزدیک به ۱۷ فته است که روی ۲۴ درصد ثابت مانده، تنها بخشی از واقعیت بازار را نشان می‌دهد. شواهد بازار نشان می‌دهد نرخ واقعی مبادله منابع میان بانک‌ها در تعاملات غیررسمی عمدتاً بین ۲۸ تا ۳۲ درصد قرار دارد که اختلاف قابل توجهی با نرخ

زیان ایران از عدم سیاست‌گذاری فروش در صنعت پتروشیمی

نیز در آن مدنظر قرار گیرد. این قیمت‌گذاری باید به‌صورت هفتگی تعیین شود و هیچ شرکتی نباید قیمت را از حد مشخص‌شده بالاتر یا پایین‌تر ببرد، مگر با تصمیم کارگروه. همچنین این کارگروه باید همواره از بازار محصول خود مطلع باشد تا بتواند بهترین قیمت‌گذاری را داشته باشد؛ اطلاعاتی مانند قیمت‌های FOB و CFR منطقه‌ای، هزینه تولید رقیب، ظرفیت‌ها و راه‌اندازی واحدهای جهانی، وضعیت تقاضای فصلی، قیمت ارز و... پس از تعیین قیمت، برگزاری مزایده‌های مشترک برای پداکردن مشتری‌ها با قیمت‌های مشخص‌شده و اعطای شرایط ویژه مانند تخفیف یا پرداخت اعتباری و شرایط مشابه انجام می‌شود. پس از مشخص شدن مشتری‌ها، شرکت‌ها اقدام به فروش و تحویل محصولات با قیمت‌های تعیین‌شده به مشتری می‌کنند. علاوه بر این، برای هر مشتری از هر منطقه باید استراتژی مشخصی داشت؛ به‌عنوان مثال برای فروش محصول به کشور هند، به دلیل نزدیکی بودن سایر رقیب به این کشور، باید شرایطی مانند تحویل بسیار سریع و فقط با پیش‌پرداخت را اولویت قرار داد تا مشتری هندی به معامله با طرف ایرانی جذب شود.

این سیاست فروش باید هم برای رفع نیاز کشور طراحی شود و هم برای دستیابی به اهداف صادراتی. به‌عنوان مثال برای تعیین سیاست فروش داخلی می‌توان برای هر بخش مسقف فروش تعیین کرد و میزان آن را کنترل کرد و

رسمی دارد. باید توجه داشت نرخ ۲۴ درصد، یک نرخ اسمی بوده و با محاسبه نرخ مؤثر، این عدد به حدود ۲۸٫۷ درصد می‌رسد؛ نرخی که عملاً مبنای حراج‌های اوراق دولتی قرار می‌گیرد. دولت در این حراج‌ها اوراق بدهی خود را با همین نرخ مؤثر عرضه می‌کند و این نرخ در عمل طی دوره‌های مختلف تقریباً ثابت بوده است.

قدم‌های ناقص برای اصلاح نرخ در حراجی دولت

در هفته‌های اخیر، با حراج سی‌وسوم دولت، نشانه‌هایی از اصلاح این وضعیت مشاهده شده است. نرخ واقعی به آرامی روی تابلوی رسمی حراج ظاهر شد و اختلاف با نرخ دستوری کاهش یافت (البته همچنان ۸ واحد درصد اختلاف مابین نرخ‌های رسمی و بازاری وجود دارد). این اقدام منجر به افزایش انگیزه در معامله‌گری اولیه اوراق دولتی کشور بود. این در حالی است که بازار بدهی، به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ابزارهای تأمین مالی دولت، اکنون هم با تبعات غیرقابل جبران عدم شفافیت مواجه بوده و هم به‌واسطه پنهان‌سازی نرخ‌ها، در حال از دست‌دادن کارکرد اصلی خود است. درنهایت، این وضعیت پیش از هر چیز به زیان خود دولت تمام می‌شود.

راه‌حل چیست؟

طبق گفته کارشناسان بازار اولیه اوراق یعنی همان حراج‌های دولتی باید بستر اصلی تأمین مالی دولت باشد. ابزارهایی مانند کارمزد تعهد پذیره‌نویسی یا کارمزد بازگرداندنی نیز از قبل در آیین‌نامه‌ها پیش‌بینی شده‌اند. اما مشکل بنیادین اینجاست که دولت و بانک مرکزی همچنان بر رویکرد «پوشاندن نرخ بهره» اصرار دارند؛ رویکردی که نه‌تنها سیاست پولی را کارآمد نمی‌کند، بلکه آن را به‌شدت اقتیاضی و درعین حال غیرشفاف می‌سازد. راه‌حل، بازگشت به شفافیت است؛ یعنی احیای معاملات اوراق در تابلوی رسمی بازار. وقتی معاملات روی تابلو انجام می‌شود، رقابت شکل می‌گیرد، قیمت‌ها کشف می‌شوند و مذاکرات تلفنی و توافق‌های پشت پرده حذف می‌شود. درست همان‌طور که در معاملات سهام، سفارش‌های خریدوفروش در معرض دید همه فعالان بازار قرار دارد و قیمت نهایی نتیجه رقابت است، نه چانه‌زنی بین اشخاص و معاملات پشت تلفنی. این شفافیت برای صندوق‌های درآمد ثابت نیز حیاتی است. این صندوق‌ها امروز به سرمایه‌گذاران خود نرخ‌هایی در حدود ۳۴ تا ۳۶ درصد وعده می‌دهند. درصورتی که جریان نقدی آن‌ها مختل شود یا یکی از این صندوق‌ها دچار نکول شود، تبعات آن می‌تواند کل بازار را درگیر کند. نباید فراموش کرد که حدود ۱۰ درصد نقدینگی کشور معادل بیش از ۱۰۰۰ هزار میلیارد تومان در صندوق‌های درآمد ثابت متمرکز شده است. بروز مشکل در حتی یکی از این صندوق‌ها، می‌تواند اثرات سیستمی گسترده‌ای به همراه داشته باشد.

در یک‌های مصرف مختلف به‌صورت اولویت‌بندی محصول را ارائه کرد و مواردی ازاین‌دست. در اینجا چند نکته موردتوجه قرار می‌گیرد؛ یکی اینکه وقتی چنین کارگروهی تشکیل دهید، اگر مشتری بخواهد محصول پتروشیمی ایرانی را خریداری کند، با قیمت‌های متفاوت روبه‌رو نمی‌شود و در سراسر ایران قیمت‌ها برابر است و ایران تعیین‌کننده قیمت خواهد بود. تقاضای بازار نیز آن‌قدر زیاد است که کارخانه‌ها و کشورهای دیگر نمی‌توانند به‌سادگی از محصولات پتروشیمی ایران چشم‌پوشند و مجبور به خرید با قیمت تعیین‌شده توسط کارگروه می‌شوند. در این موقعیت، ما هستیم که مشتری‌های خود را اولویت‌بندی می‌کنیم و این‌نیز بخشی از همان استراتژی فروش طراحی‌شده است؛ به‌عنوان مثال اولویت با مشتریانی است که سفارش‌های حجم بالا و بلندمدت دارند و به ترتیب سایر خریداران نیز در اولویت‌بندی قرار می‌گیرند. در این میان، اگر شرکت‌هایی مازاد تولید یا مازاد سفارش داشتند، می‌توانند با هماهنگی کارگروه، بدون به‌هم‌زدن تعادل به‌وجودآمده، مشکلات خود را برطرف کنند. اگر این‌گونه اقدامات در سایر محصولات نیز پیاده‌سازی و عملی شود، می‌توان امید داشت که ایران به‌عنوان یک هاب منطقه‌ای در این حوزه ایفای نقش کند و چه‌بسا نیاز کمتری به فروش نفت خام داشته باشد.