خراسان روزنامه صبح ایران
پنج شنبه ۲ شهریور ۱۳۹۶ . ۲ ذی الحجه ۱۴۳۸ . شماره ۱۹۶۱۷

یک کارشناس ارشد مسائل مالی، در نقد انتشار اوراق بدهی سخاب توسط دولت بعد از خودداری بورس از پذیرش اوراق جدید می گوید: سیاست گذاران تصمیم گرفتند با تاسیس بازار جداگانه ای ذیل بانک ملی، همان اخزا را با نام جدید سخاب معامله پذیر کنند. مجید شاکری در گفت و گو با مهر افزود: اثر واقعی این تصمیم وقتی مشخص شد که با وجود نرخ موثر تنزیل بین ۲۱ تا ۲۹ درصدی اخزا در بازار بورس، به یک باره نرخ موثر سخاب به رقم حیرت انگیز ۴۰ درصد رسید. نرخ تنزیلی که شاید فقط در جنگ های سی ساله آلمان همانند داشته باشد.

نرخ تنزیل ۴۰ درصدی سخاب فقط در دوره جنگ های ۳۰ ساله آلمان همانند داشته است!

مروری بر اوضاع نابه سامان انتشار اوراق دولتی برای سامان دهی بازار بدهی

دولت در نقش موسسه های مالی غیرمجاز!

جواد غیاثی - با روی کار آمدن دولت یازدهم، پشتوانه کارشناسی و هم نظران فکری دولت، تاکید و مطالبه ای جدی برای گسترش بازار بدهی شکل دادند. بعد از آن انواع اسناد خزانه اسلامی تحت عناوینی چون «اخزا»، «سخا» و حالا «سخاب» منتشر شد تا در کنار انواع صکوک که قبلا نیز منتشر می شد، به وسعت بازار بدهی بیفزاید. هدف اصلی از انتشار اسناد خزانه نیز سامان دهی بدهی های دولت بود. اما انتشار این اوراق در ادامه مشکلاتی برای بازار پول و بازار سرمایه ایجاد کرد و اکنون، خود این اوراق نیز دچار مشکلاتی شده است که دولت و بانک مرکزی در تلاش اند آن را سامان بخشند. در ادامه برخی سوالات راجع به بازار بدهی و اوراق منتشر شده را مرور خواهیم کرد. همچنین از وضعیت بودجه دولت و رشد سرسام آور واگذاری دارایی های مالی (که بخشی از آن اوراق بدهی است) و در نهایت درباره آخرین اوراق بدهی منتشر شده توسط دولت یعنی سخاب و مشکلاتی که ایجاد کرده سخن خواهیم گفت.

■ **سرعت قابل توجه افزایش انتشار اوراق در ایران**

با آغاز انتشار اوراق اسناد خزانه در سال ۹۴، فقط پنج هزار میلیارد تومان اسناد خزانه تحت نمادهای (اخزا یک تا ۵) منتشر شد. در سال ۹۵ این رقم به ۸/۵ هزار میلیارد تومان رسید (اخزا ۶ تا ۱۱) و در کنار آن ۴/۵ هزار میلیارد تومان اوراق کوتاه مدت تحت عنوان سخا (سخا ۱ و ۲) هم منتشر شد. در سال ۹۵ حدود ۱۱ هزار میلیارد تومان هم انواع اوراق مرابحه، سلف و... برای خرید گندم منتشر و به این ترتیب حجم بازار به یکباره حدود پنج برابر شد. در ابتدا همه چیز خوب بود اما کم کم صدای اعتراض ها بلند شد. مهم ترین مشکل مربوط به نرخ سود کشف شده این اوراق بود. در حالی که نرخ سود مصوب برای سپرده های بانکی ۱۵ درصد بود، این اوراق ۲۳ تا ۳۰ درصد بازدهی نصیب خریداران می کرد. لذا قبل از همه صدای اهالی بازار سهام به گوش رسید. سپس بازار پول (نظام بانکی) هم خودش را تطبیق داد و نرخ سود سپرده ها به ارقامی بالاتر از ۲۰ درصد رسید.

■ **بازار بدهی و اوراق قرضه چیست؟**

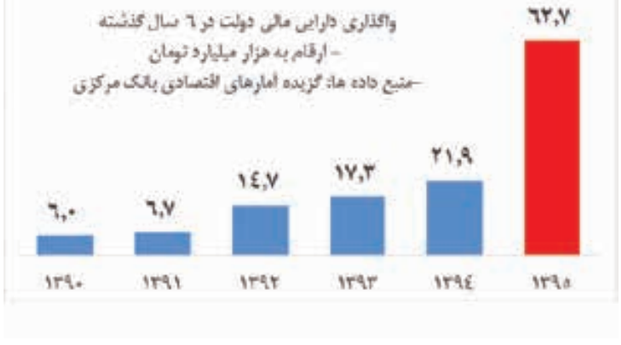
منظور از گسترش بازار بدهی، انتشار انواع اوراق بهادار سررسید دار توسط دولت و بانک مرکزی و فروش آن ها در بازار برای تامین مالی است. به عنوان مثال، برگه هایی با ارزش اسمی ۱۰۰ هزار تومان منتشر می شود و به قیمتی کمتر از قیمت اسمی به فروش می رسد. مثلا اسناد خزانه اسلامی (اخزا) که در ایران از سال ۹۴ منتشر شد، قیمت اسمی ۱۰۰ هزار تومانی دارد اما موقع عرضه در فرابورس با نرخ حدود ۸۰ هزار تومانی کشف قیمت شد. به این ترتیب خریداران این اوراق می توانند یک سال بعد و در سررسید اوراق، قیمت اسمی آن یعنی ۱۰۰ هزار تومان را دریافت و سود ۲۵ درصدی کسب کنند. البته اوراق قابل خرید و فروش مجدد است و خریدار می تواند قبل از سررسید دوباره، آن را به فروش برساند. مثلا اگر کسی در نیمه دوره اقدام به فروش اوراق کند، احتمالا قیمت آن حدود ۹۰ هزار تومان خواهد بود.

■ **اعتراض بورس، همراهی بانک**

بورسی ها که سال های سختی را پشت سر گذاشته بودند، حالا شاهد خروج روزافزون نقدینگی از بازار سهام و هجوم آن به سمت بازار بدهی و البته کاهش بازدهی دارایی های خود بودند، لذا به انتشار بی رویه اسناد اعتراض کردند و در نهایت فرابورس از پذیرش اوراق جدید بدهی دولت یعنی سخاب خودداری کرد. اما گروه دیگر یعنی بانک ها خودشان را با این موضوع تطبیق دادند. آن ها به راحتی نرخ سود مصوب شورای پول و اعتبار را دور زدند و نرخ سود ۲۳ تا ۳۰ درصدی پرداخت کردند تا بازار پول از بازار بدهی عقب نیفتد. در این شرایط، کاری از دست بانک مرکزی هم برنمی آمد چرا که بانک ها بهانه خوبی برای دورزدن نرخ ها داشتند؛ اوراق بدهی "دولتی". خلاصه آن که آثار سوء انتشار بی رویه اوراق یکی پس از دیگری نمایان شد؛ بورس دچار خشکسالی نقدینگی شد، نرخ سود بانکی دوباره سر به فلک کشید و سیاست های بانک مرکزی ناقص ماند.

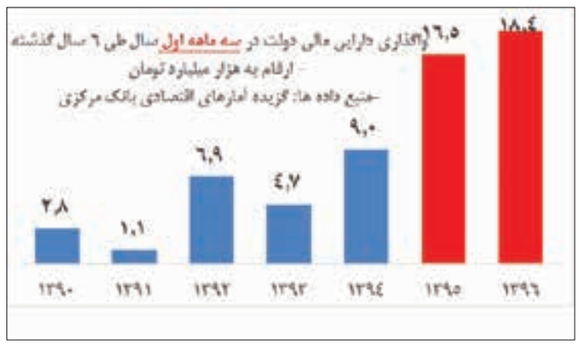
■ **یک عادت خطرناک بودجه ای دولت**

اما به هم ریختن بازار سهام و پول، تنها آثار سوء گسترش بی رویه بازار بدهی توسط دولت نبود. نگاهی به عملکرد بودجه دولت در سال های گذشته نشان می دهد قوه مجریه به شکل سرسام آوری در حال تامین بودجه از محل استقراض و انتشار اوراق است. نمودار مقابل که مربوط به واگذاری دارایی های مالی در بودجه دولت است، به خوبی همه چیز را روشن می کند. منظور از واگذاری دارایی مالی، تامین مالی دولت از محل انتشار انواع اوراق بدهی و مشارکت و همچنین دریافت وام از بانک های داخلی و خارجی است. چنان که نمودار نشان می دهد، این واگذاری ها در سال ۹۵ بار شد ۱۸۵ درصدی به ۶۲ هزار میلیارد تومان رسید؛ رقمی که از میزان مشخص شده در قانون بودجه نیز حدود ۹ درصد بیشتر بود! این موضوع به خودی خود خطرناک است اما استفاده از این منبع درآمدی برای امور جاری (ونه عمرانی و سرمایه گذاری) بر عمق خطر افزود و نگرانی های جدی ایجاد کرد.



■ **روندی که ادامه دارد**

اعتراض های بسیاری به این رفتار دولت صورت گرفت؛ از رئیس کل بانک مرکزی که نسبت به انتشار بی رویه اوراق تذکر داد، تا مدیرعامل فرابورس که نحوه خرید و فروش اوراق دولت را شبیه بازار سیاه نامید. عبده تبریزی، عضو شورای عالی بورس هم که رفتار دولت را بازی خطرناک با نرخ سود دانست و نگاه درآمدی به بازار بدهی را تقبیح کرد. خلاصه آن که توصیه کنندگان اولیه بازار بدهی، حالا به شدت نسبت به انحراف اوراق و استفاده از آن برای تامین هزینه های جاری دولت هشدار دادند. فرابورس هم از انتشار اوراق جدید تحت عنوان سخاب، جلوگیری کرد اما دولت دست بر نداشت. دولت امسال حدود پنج هزار میلیارد تومان اوراق سخاب منتشر کرد و اخبار حکایت از آماده انتشار بودن ۱۰ هزار میلیارد تومان دیگر دارد. اگر شرایط انتشار اوراق مرابحه و سلف نیز مثل سال قبل باشد، نباید منتظر اصلاح جدی در این فرایند بود. نمودار مقابل که مقایسه عملکرد سه ماه دولت است به خوبی این موضوع را نشان می دهد.



■ **سخاب های ۳۵ درصدی و خرید و فروش در کوچه و بازار**

اوراق جدید یعنی سخاب با نرخ های ۳۰ تا ۴۰ درصدی کشف قیمت شد. این در حالی است که اخزا با نرخ ۲۳ تا ۳۰ درصد کشف قیمت شده بود. معضل دیگر این اوراق جدید نوع خرید و فروش آن بود. همان گونه که گفتیم، فرابورس این اوراق را پذیرش نکرد و دولت از طریق شبکه بانکی سخاب را عرضه کرد. پیمانکاران که پس از سال ها به جای طلب خود اوراق دریافت کرده اند، عطش بسیاری برای نقد کردن آن دارند. لذا با نرخ های عجیب و غریب ۴۰ درصدی آن ها را واگذار می کنند. طبق گفته برخی پیمانکاران، خود بانک ها هم این اوراق را از آن ها می خرند. عرضه نشدن در بورس باعث شده است نرخ محلی و بازار سیاه برای آن شکل بگیرد و در این میان، برخی سودجویان نرخ های تنزیل قابل توجهی بر اوراق تحمیل می کنند. این در حالی است که عرضه آن در بورس باعث تجمیع تقاضا، شفافیت معاملات و ایجاد رقابت برای خرید آن می شد و از افزایش افسار گسیخته نرخ تنزیل اوراق جلوگیری می کرد.

■ **کارایی بازار بدهی و اسناد خزانه چیست؟**

کارایی اصلی بازار بدهی، تامین مالی دولت و پرداخت بدهی ها، اجرای سیاست های پولی و کشف نرخ بهره واقعی در هر اقتصاد است. از آن جا که این اوراق هیچ ریسکی ندارد، نرخ بهره آن، به معنی کف نرخ بهره اقتصاد در نظر گرفته می شود. به طور طبیعی نرخ سود بازار سهام و قراردادهای مشارکتی باید بیشتر از نرخ سود این اوراق باشد. در ایران مهم ترین کارایی این اوراق، سامان دهی بدهی های دولت بوده است. میزان زیاد بدهی دولت، سالانه به خاطر نرخ بهره آن در حال افزایش بود و پیمانکاران طلبکار هم نمی توانستند طلب خود را نقد کنند. دولت این اوراق را منتشر می کند و تحویل پیمانکاران می دهد و آن ها می توانند با فروش آن در بازار، نقدینگی جذب کنند. البته بدهی دولت حذف یا کم نمی شود چرا که دولت موظف است در سررسید، رقم اسمی را به مالک نهایی پرداخت کند اما بدهی ها منظم و قابل خرید و فروش می شود.

■ **همه در جست و جوی سخاب!**

نرخ سود قابل توجه این اوراق، آثار سوء قبلی را با شدت بیشتری در پی داشت؛ از ایجاد خشکسالی مالی در بورس تا بر هم زدن نرخ سود بانکی. نرخ های جذاب این اوراق باعث شد همه در جست و جوی سخاب برآیند؛ برخی در کوچه و بازار و برخی در سایت ها و تلگرام. تصویر زیر آن را به خوبی نشان می دهد.

سخاب سامان می یابد؟

دولت هنوز واکنشی به این نابه سامانی های بازار بدهی نشان نداده است. فقط رئیس سازمان برنامه، سال قبل در پاسخ به اعتراض ها نسبت به انتشار بی رویه اوراق بدهی، گفت ما حواسمان به بخش ها و بازارهای دیگر هست و به همین خاطر از همه ظرفیت های قانونی برای انتشار اوراق استفاده نمی کنیم! اما در مورد تراژدی سخا، دولت هنوز ساکت است. رئیس کل بانک مرکزی از ایجاد کمیته ای سه جانبه (بانک مرکزی، وزارت اقتصاد و سازمان برنامه) برای سامان دهی بازار بدهی سخن گفته و به بانک ها اعلام کرده است خرید و فروش سخاب را متوقف کنند. شرکت فرابورس هم نسبت به اوضاع اسفبار سخاب معترض است اما دولت هنوز ساکت است. گویا این روش کم دردسر تامین مالی به کام دولت خوش آمده است.

البته سامان دهی بدهی ها به این صورت قابل دفاع است اما بی توجهی به سایر بازارها و ناهماهنگی با بانک مرکزی و سازمان بورس و مهم تر از همه استفاده از ابزارهای بدهی برای تامین هزینه های جاری، پذیرفتنی نیست. گسترش بازار بدهی، نیازمند هماهنگی و هماهنگی با بازارهای دیگر است و مهم ترین موانع فعلی پیش روی این بازار، وضعیت نرخ سود و عطش نقدینگی موجود در کشور است. باید منتظر بود و دید که تیم جدید اقتصادی چگونه با بازار بدهی رفتار خواهد کرد؟ همچنین منتظریم ببینیم کسی به فاجعه سخاب پایان می دهد یا در بر همان پاشنه خواهد چرخید؟ آیا بانک مرکزی که نرخ های سود بالا در موسسه های غیرمجاز را دلیل پایین بودن نرخ سود می دانست، اکنون در قبال نقش مخرب نرخ سود اوراق دولتی اقدامی خواهد کرد؟

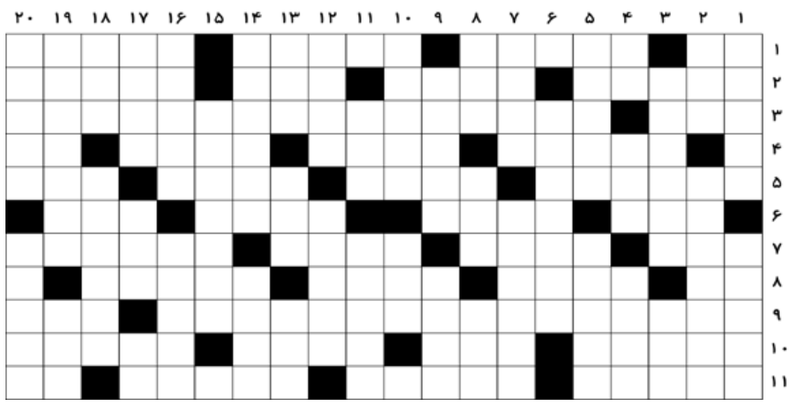
جدول سخت [شماره ۱۳۹]

طراح جدول: بیژن گورانی

افقی: ۱- نشانه جمع مونث عربی- استفراغ- بیگانگان- آستانه ۲- کفش علمای دینی- زمین زراعی که آبیاری نمی شود- یك حرف و سه حرف- پایتخت بحرین ۳- شیخ نشین امارات- دستگاه ثبت فعالیت الکتریکی عضله قلب روی نوار مخصوص ۴- آلوده به ننگ- مسطح و افقی- بیماری جذام- تک برگ چاپ شده ۵- عامل ایجاد بیماری- بازرگانان- واحد اندازه گیری بار الکتریکی- علم شناخت فروع احکام شرعی ۶- فرزند عرب- رفع کننده- مادر حضرت اسحاق (ع)- جرقه آتش ۷- آداب و رسوم- منزل آذری- میوه ای شیرین با هسته درشت- از ایلات بزرگ ایران در فارس ۸- برهنه- پیشوا- روزنامه چاپ ترکیه- همانندی ۹- نمایش نامه ای نوشته غلامحسین ساعدی- پیش مقدمه مکالمه تلفنی ۱۰- فلش- گویشی در غرب ایران- ناحیه ای در شمال شرقی ایتالیا- چشمه ۱۱- باب روز- محل تقاطع دو دیوار- خانه محقر- چه چیز.

عمودی: ۱- پیکر- همه وجود آدمی ۲- رنج و سختی- سال اسب از دوره دوازده ساله ترکی ۳- مرکز ایالت نبراسکا در آمریکا- گریه کردن ۴- گمراهی- تنه درخت- برپا ایستادن ۵- ستایش گر- یاقوت ۶- پایتخت گابن ۷- به رنگ دود- نوعی اشکنه ۸- از واجبات نماز- شهری در استان یزد- فریاد مهیب ۹- مخالف تغییر و نوآوری در جامعه- غزلسرای تبریزی عصر صفوی ۱۰- از نام های خداوند- رنگ کاهش درد و تسکین بیمار ۱۱- سرمایه جاودانی است- معدوم ۱۲- شروع- پاك و منزه ۱۳- بسیار درخشان- علف خشک- لباس ۱۴- ترموکوپل- هلوی بدون کرک ۱۵- فقیر و تهیدست ۱۶- نشاسته- پرنده شکاری با منقار کوتاه ۱۷- همراه عروس- لاشه گوشت- منقار کوتاه ۱۸- پسوند شباهت- پروژکتور ۱۹- شهر مکه- چپ چشم ۲۰- مخفی و پنهان- فرقه ای از راهبان مسیحی کاتولیك.

حل جدول شماره ۱۳۸



جدول متوسط [شماره ۶۹۱۴]

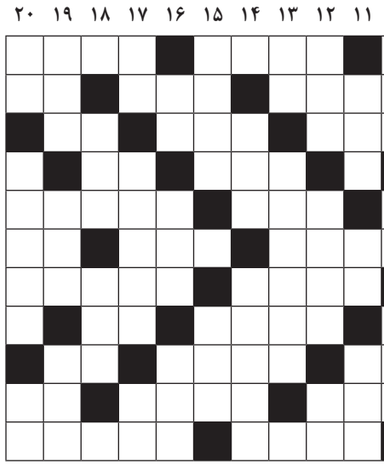
طراح جدول: امید موسوی

افقی:

۱- جزیره ای در خلیج فارس- مژده- ساحل- بیشه ۲- تکرار حرف- سهل- نخبه- غذای مریض- آب بند ۳- طلایه دار اعداد- از سازهای زهی- نظر- افزون- صدای کلفت ۴- سودای ناله- کندن علف های هرز- لطیف- رودناشنوا ۵- مطر- دست افزار- طمع- انتها ۶- واحد سطح- نهر- باغی در آتن که افلاطون در آن تدریس می کرد- برزن- حرف همراهی ۷- زخم آب کشیده- آموختنی مدرسه- پایین جامه- عادل ۸- پوستین- خالص- مردار- چه وقت ۹- اسم ترکی- خوب- گوسفند جنگی- تیر- دانه خوشبو ۱۰- یادداشت- جغد- سفید و روشن- پشیمان- از برونه ها ۱۱- قوس- بانگ- زشت- ورم رگ های پا

عمودی:

۱- هرگز نه- سازش- منقار پرنده ۲- فوری- نظرات- کوچک ترین بخش ماده ۳- پیشه- بهره ۴- دو یار هم قد- از فرشتگان مغضوب خداوند- ریشه ۵- کرکس- پرتو- جدید ۶- پدر عرب- چهره ۷- معشوق است فقط حروفش در هم ریخته- فهم ۸- مسکین- پسوند شباهت ۹- تصدیق فرنگی- فرومایه- کوچک ۱۰- رنج- علامت مفعولی- تله ۱۱- عشیره- وحشی- نوعی شیرینی ۱۲- گنجه- بارکش- جنس خشن ۱۳- رفوزه- جد رستم ۱۴- پیسی- آماج ۱۵- باد خنک- هوس ۱۶- باران اندک- رشته‌ای که در پهنای پارچه بافته می‌شود- میوه تنبل ۱۷- اندک- از رشته های قایق رانی- ضمیر جمع ۱۸- پاک و بی گناه- خون بها ۱۹- نام- امتناع- لجن ۲۰- باب روز- حاشیه- دور دهان



حل جدول شماره ۶۹۱۳