

تصمیم نیمه تمام
برای بازار سرمایهمحسن عباسی
کارشناس بازار سرمایه

به حداقل تعداد سهامی که باید در طول یک روز معاملاتی، معامله شود تا قیمت اصلی (پایانی) آن سهم امکان نوسان مثبت یا منفی داشته باشد، «حجم مبنا» گفته می‌شود. حالا پس از ۲۲ سال حجم مبنا از اول دی‌ماه به یک سهم در هر روز معاملاتی برای هر نماد، کاهش یافت؛ اتفاقی که در عمل به معنای حذف یکی از موانع رشد واقعی بازار و اجتناب از شاخص‌سازی است. با حذف حجم مبنا و معرفی سازوکار TAL، ابزاری که معاملات دقیق پایانی بازار را بر اساس قیمت پایانی یعنی میانگین وزنی کل معاملات روز شکل می‌دهد و هدف آن بهبود کشف قیمت و نزدیک کردن قیمت پایانی به قیمت آخرین معامله است، این پرسش مطرح شده که آیا شکل‌گیری TAL الزاماً نیازمند کنار رفتن حجم مبنا، به‌عنوان یکی از محدودیت‌های قدیمی بورس، بوده است یا امکان اجرای آن بدون این تغییر نیز وجود داشت. حجم مبنا از ابتدا با هدف جلوگیری از نوسانات هیجانی و دستکاری قیمت طراحی شده بود، اما در عمل به مرور تبدیل به یک مانع برای کشف واقعی قیمت شد؛ مخصوصاً در سهام کوچک و متوسط. حذف این محدودیت می‌تواند به روان‌تر شدن معاملات و واکنش سریع‌تر قیمت به عرضه و تقاضای واقعی بازار کمک کند. اما مسئله اینجاست که هیچ سیاستی در بازار سرمایه را نمی‌شود «مجزا» قضاوت کرد. حذف حجم مبنا در بازاری که هنوز دامنه‌نوسان محدود و پدیده‌ی صف خرید و فروش دارد، اگرچه در ظاهر یک گام اصلاحی است، اما در عمل می‌تواند کارکردی ناقص و حتی معکوس پیدا کند. بنابراین می‌توان گفت؛ حذف حجم مبنا به‌خودی‌خود تصمیم درستی است، اما در شرایط فعلی بازار ایران، اجرای ناقص آن می‌تواند به ضرر سهامداران تمام شود. حذف حجم مبنا بدون اصلاح دامنه‌نوسان، یک اصلاح ناقص است و می‌تواند اثراتی معکوس داشته باشد. این دو ابزار با شدت به هم وابسته‌اند. وقتی دامنه‌نوسان محدود و صف خرید و فروش برقرار است، حذف حجم مبنا عملاً هزینه‌ی کنترل بازار را برای مدیریت بازار کاهش می‌دهد. در بازار منفی، با خرید یا فروش حجم بسیار کمی از سهام بزرگ می‌توان کل بازار را به صف فروش کشاند و به دلیل دامنه محدود، قیمت‌ها در صفوف خرید و فروش قفل می‌شوند. در بازار مثبت هم همین اتفاق می‌افتد و صف‌های خرید طولانی‌تر می‌شوند. زیرا انگیزه‌ی معاملات برحجم سهام کاهش پیدا می‌کند زمانی حجم و ارزش معاملات افزایش می‌یابد که دامنه قیمتی بازتر باشد و انگیزه‌ی معاملات افزایش یابد. در چنین شرایطی انگیزه برای معامله‌ی واقعی و حجم‌خوردن کاهش پیدا می‌کند و به‌جای افزایش کارایی بازار، شاهد ماندگاری صف‌ها، نوسانات ناگهانی و سینیوسی شدن ارزش معاملات خواهیم بود. بنابراین اگر قرار است حذف حجم مبنا اثر مثبت واقعی داشته باشد، اصلاح یا حذف تدریجی دامنه‌نوسان یک ضرورت است! حجم مبنا با این هدف طراحی شد که تغییرات قیمت فقط زمانی معتبر باشد که حجم مشخصی از سهام معامله شده باشد؛ یعنی قیمت سهام با چند معامله‌ی کوچک جابه‌جا نشود. این ابزار قرار بود مانعی در برابر دستکاری قیمت و نوسانات غیرعادی باشد. اما در عمل، حجم مبنا باعث قفل شدن قیمت‌ها، کاهش نقدشوندگی، شکل‌گیری صف‌های طولانی و به تعویق افتادن کشف قیمت واقعی شد. به‌جای کاهش ریسک، ریسک را به‌زمان منتقل کرد؛ یعنی قیمت دیرتر، اما با شدت بیشتر تعدیل می‌شد. به همین دلیل در بسیاری از بازارهای توسعه‌یافته چنین مفهومی وجود ندارد و تمرکز اصلی روی عمق بازار، شفافیت اطلاعات و ابزارهای نظارتی هوشمند است، نه محدودیت‌های مکانیکی مثل حجم مبنا!

آگهی مفقودی

برگ سبز (شناسه مالکیت) خودرو سواری، سیستم ام.وی.ام تیپ CVT-۵ ARRIZO مدل ۱۴۰۳ به رنگ سفید دارای شماره پلاک ۸۷ - ۹۸۲ ق ۴۴ به شماره موتور MVME۴T۱۵BAKR۰۵۳۴۱۱۷ و شماره شاسی NATFCANRXR۱۰۳۳۴۶۶ به مالکیت جبار باقری مفقود گردیده است و از درجه اعتبار ساقط می باشد.

تحقق مبهم درآمد نفت در بودجه

یوسف کاووسی
کارشناس اقتصادی

درآمدهای پیش‌بینی‌شده در لایحه بودجه، همخوانی لازم با واقعیت‌های اقتصادی کشور را ندارد. بررسی ساختار بودجه نشان می‌دهد دولت در عمل مسیر مشخصی را در تنظیم منابع خود دنبال کرده است. در حال حاضر، تقریباً ۵۰ درصد از منابع عمومی دولت بر پایه درآمدهای مالیاتی بسته شده که این امر به معنای کاهش قابل‌توجه اتکای دولت به سایر منابع درآمدی است. چنین رویکردی نشان می‌دهد دولت تلاش کرده است وزن منابع ناپایدار را در بودجه کاهش دهد و تمرکز اصلی خود را بر مالیات قرار دهد؛ هر چند تحقق این سطح از درآمد مالیاتی خود با ابهامات جدی همراه است.

در حوزه درآمدهای نفتی نیز آنچه در بودجه پیش‌بینی شده، به‌طورکلی از دو مسیر دنبال می‌شود. مسیر نخست مبتنی بر واگذاری نفت به نهادهای واسطه‌هاست؛ به این معنا که دولت نفت را در اختیار این نهادها قرار می‌دهد و در مقابل، منابع مالی دریافت می‌کند. در شرایط کنونی، برخی نهادها نفت را تحویل می‌گیرند و سپس آن را به بخش خصوصی واگذار می‌کنند. بخش خصوصی نیز در نهایت فرایند صادرات و فروش نفت را برعهده دارد. این سازوکار، یکی از مسیرهای اصلی در نظر گرفته‌شده برای تحقق درآمدهای نفتی در بودجه است.

مسیر دوم آن است که درآمد نفتی در بودجه در مراحل نهایی و در زمره درآمدهایی لحاظ شده که از نقدشوندگی بالایی برخوردار نیستند. به‌عبارت‌دیگر، این منابع به‌عنوان درآمدهایی باقابلیت تحقق محدود در نظر گرفته شده‌اند. در مقابل، هزینه‌ها در بودجه به‌صورت هزینه‌های «محقق‌شونده» دیده شده‌اند؛ به این معنا که پرداخت هزینه‌ها منوط به تحقق همین درآمدهاست و اگر منابع حاصل نشود، هزینه‌ها نیز به همان نسبت پوشش داده نخواهد شد. نگاه تدوین‌کنندگان بودجه به این مسئله از همین زاویه قابل تحلیل است.

باین‌حال، اگر شرایط سال جاری و ورود به سال میلادی جدید مبنا قرار گیرد، در صورتی که وضعیت فروش نفت مشابه گذشته ادامه داشته باشد، به‌طورقطع میزان تحقق درآمدهای نفتی بیش از نصف نخواهد بود. به بیان روشن‌تر، نه ارقام پیش‌بینی‌شده در بودجه محقق می‌شود و نه حتی به سقف تعریف‌شده نزدیک خواهد شد. تجربه سال جاری نیز این

رشد داشته، اما با لحاظ تورم ۵۰ درصدی میتوان گفت بودجه انقباضی بسته شده است و این کاهش از فشار شدید مالی و تلاش برای مهار رشد هزینه‌ها حکایت دارد. بر اساس لایحه بودجه، درآمدهای اختصاصی دستگاه‌ها ۷۰ میلیارد تومان برآورد شده و منابع بودجه عمومی دولت در مجموع به ۵۹۰ میلیارد تومان خواهد رسید. همچنین منابع شرکت‌های دولتی، بانک‌ها و مؤسسات انتفاعی وابسته به دولت ۸۸۰ میلیارد تومان پیش‌بینی شده و در نهایت، منابع بودجه کل کشور در سال ۱۴۰۵ رقمی حدود یک‌هزار و ۱۴۴ میلیارد تومان را نشان می‌دهد.

در بخش تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیز تغییرات معناداری به چشم می‌خورد. سهم درآمدهای نفتی در این بخش، طبق مفاد لایحه بودجه سال آتی، نسبت به قانون سال قبل ۵۱ درصد کاهش یافته که این موضوع به وضوح از اتکای مستقیم دولت به منابع نفتی و متنوع‌سازی منابع تامین مالی خبر می‌دهد.

در اصل، دولت در بودجه سال ۱۴۰۵، اتکای بسیاری به منابع نفتی کرده است که بسیاری از کارشناسان عقیده دارند، تحقق این اعداد امکان‌پذیر نیست و احتمالاً اعداد بودجه برای درآمدهای نفتی تغییراتی داشته باشد.

در سوی دیگر نیز، درآمدهای مالیاتی با رشد قابل‌توجهی در بودجه پیش‌بینی شده‌اند. بر اساس لایحه بودجه، درآمدهای مالیاتی دولت در سال آینده نسبت به سال گذشته ۶۲/۶ درصد افزایش خواهد داشت و این موضوع نشان می‌دهد که منابع مالیاتی در مقایسه با سال‌های گذشته نقش پررنگ‌تری در بودجه خواهند داشت.

از سوی دیگر بررسی‌ها نشان می‌دهد که خالص منابع حاصل از فروش یا واگذاری اوراق اسلامی با رشد ۲۵/۳ درصدی در سال آتی همراه خواهند بود. این موضوع نشان می‌دهد که دولت همچنان در تلاش است بخشی از کسری منابع خود را از مسیر بازار بدهی و استقراض تامین کند. البته این موضوع روی بورس تهران تأثیر منفی خواهد داشت و احتمالاً در سال آتی بورس تهران شرایط چندان قابل توجهی را تجربه نکند.

مسئله مهم بعدی در لایحه بودجه، جهش کم‌سابقه درآمدها ناشی از افزایش نرخ ارز ترجیحی است. بر اساس داده‌های منتشرشده این محل با افزایش ۴۶۰ درصدی درآمد مواجه شده که خبر از برنامه عملیاتی دولت برای حذف نرخ ارز ترجیحی در سال آتی می‌دهد. براساس پیش‌بینی‌های انجام شده، درآمد حاصل از این اقدام به سازمان پیرانه‌ها اختصاص خواهد یافت و اعلام شده که این منابع در قالب کالابرج در اختیار خانوارها قرار می‌گیرد.

بررسی‌ها نشان می‌دهد که از این افزایش، ۲ واحد درصد به تأمین منابع کالابرج‌های الکترونیک اختصاص خواهد یافت و یک واحد درصد نیز به‌منظور اجرای طرح متناسب‌سازی حقوق بازنشستگان مورداستفاده قرار می‌گیرد. همچنین رقمی حدود ۵۴۸ میلیارد تومان از محل فروش بنزین وارداتی با نرخ غیرپیرانه‌ای در نظر گرفته شده است که این رقم نشان می‌دهد احتمالاً قیمت بنزین در سال ۱۴۰۵ تغییر خواهد کرد.

این عددها و تغییرات پیرانه‌ای نشان می‌دهد که دولت در مسیر کاهش یا حذف تدریجی پیرانه‌ها در حوزه نان، بنزین و ارز ترجیحی حرکت می‌کند که رویکردی باهدف کنترل کسری بودجه و کاهش فشار بر منابع عمومی است.

بررسی رویکرد دولت در تدوین لایحه بودجه سال ۱۴۰۵ نشان می‌دهد که دولت یک بودجه انقباضی تدوین کرده است. همچنین بررسی‌ها نشان می‌دهد که این بودجه ماهیت دفاعی نیز دارد؛ چراکه بودجه‌ای است با هدف کاهش آسیب‌پذیری در برابر تشدید تحریم‌ها و ریسک افت درآمدهای نفتی و ارزی. لایحه بودجه تا چند روز آینده به صورت کامل وارد مرحله بررسی‌های تخصصی در کمیسیون‌های مجلس شده است و انتظار می‌رود در هفته‌های آینده شاهد تغییراتی در بودجه سال آتی باشیم.

برای دولت امکان‌پذیر خواهد بود. علاوه بر نفت، ظرفیت‌های بخش گاز نیز می‌تواند چند میلیارد دلار درآمد اضافی ایجاد کند؛ به‌گونه‌ای که حتی برآورد می‌شود بین پنج تا شش میلیارد دلار نیز از این محل قابل‌تأمین باشد. باین‌حال، در شرایط فعلی به دلیل کمبود گاز داخلی، صادرات گاز به عراق متوقف شده است.

چنانچه اصلاحات ساختاری در حوزه انرژی با جدیت دنبال شود و برنامه‌های مدنظر در شورای معاونان و توسط سیاست‌گذاران بخش انرژی عملیاتی گردد، احتمال تحقق این منابع مالی به طور قابل‌توجهی افزایش خواهد یافت. در غیر این صورت، عدم اجرای این اصلاحات، دستیابی به این درآمدها را با تردید جدی مواجه می‌کند. به‌طور اصولی اما این ظرفیت به‌صورت ذاتی در اقتصاد کشور وجود دارد و قابل تحقق است.

نگاه دولت به نفت و اوراق

محمدتقی فیاضی
کارشناس اقتصادی

درآمدهای دولت، نخست و مهم‌ترین منبع تأمین بودجه، همواره نفت بوده است. درآمدهای نفت در بودجه سال ۱۴۰۵ به ۲۶۳ هزار میلیارد تومان افزایش یافته است. البته رقم دیگری نیز تحت عنوان منابع خاص پیش‌بینی شده که برای سال آینده حدود ۲۲۵ هزار میلیارد تومان در نظر گرفته شده و عنوان شده که این رقم وارد چرخه واقعی منابع نمی‌شود؛ بنابراین، در صورت تجمیع درآمدهای نفتی در بودجه، مجموع آن به حدود ۴۸۸ هزار میلیارد تومان می‌رسد.

یکی دیگر از اقلام منابع عمومی، درآمدهای مالیاتی است. افزایش مالیات‌ها در شرایطی پیش‌بینی شده که اقتصاد عملاً از رکود خارج نشده، اما فشار کسری بودجه و ناترازی بالای مالی، دولت را ناگزیر به افزایش درآمدهای مالیاتی کرده است؛ افزایشی که حتی از برآوردهای تورمی نیز بالاتر است. درعین‌حال، قرار نیست بخش‌هایی که پیش‌تر نیز مالیات پرداخت نمی‌کردند، از جمله برخی بنیادهای وابسته به نهادهای انقلاب اسلامی، به جمع مؤدیان مالیاتی اضافه شوند؛ بنابراین، فشار اصلی مالیاتی متوجه شرکت‌ها، کارکنان، کارمندان و سایر اقشار جامعه خواهد بود. از دیگر اجزای تأمین منابع عمومی، فروش اموال و دارایی‌های دولتی است. رقم پیش‌بینی‌شده در سال جاری حدود ۱۲۵ هزار میلیارد تومان بود که عملاً محقق نشد. برای سال آینده، این رقم به حدود ۱۲ هزار میلیارد تومان کاهش یافته که واقع‌بینانه‌تر به نظر می‌رسد. واگذاری دارایی‌های مالی که عمدتاً از طریق فروش اوراق انجام می‌شود، بخش دیگری از منابع عمومی را تشکیل می‌دهد. در این بخش تغییر قابل‌توجهی مشاهده نمی‌شود؛ به‌طوری که رقم آن در سال ۱۴۰۴ حدود ۱۵۸۰ هزار میلیارد تومان بوده و برای سال آینده به حدود ۱۵۴۳ هزار میلیارد تومان کاهش یافته است. باین‌حال، تنوع و حجم انواع

اوراق افزایش پیدا کرده است. تجربه سال‌های گذشته نشان می‌دهد که جمع‌آوری منابع از بازار از طریق فروش اوراق، به معنای محدودشدن دسترسی بخش خصوصی به منابع مالی است. ضمن آنکه این اوراق عمدتاً صرف هزینه‌های جاری می‌شوند و نه طرح‌های عمرانی. در شرایطی که بازار کشش لازم را نداشته باشد، در نهایت بانک‌ها و بانک مرکزی ناچار به خرید این اوراق خواهند شد؛ اتفاقی که نمونه آن در سال جاری نیز مشاهده شده است. افزون بر این، به نظر می‌رسد شرکت دولتی قابل‌توجهی برای واگذاری باقی‌نمانده و بخش خصوصی نیز امکان خرید گسترده همین تعداد محدود شرکت را ندارد، آن هم در شرایطی که برای ادامه فعالیت به منابع مالی نیازمند است.

جزء دیگر واگذاری دارایی‌های مالی، استفاده از منابع صندوق توسعه ملی است که حدود ۹ درصد افزایش یافته است. یکی از مشکلات این بخش آن است که همانند دولت، با مسئله دسترسی واقعی به منابع ارزی مواجه است. اگرچه منابع اسمی مبتنی بر نفت و گاز وجود دارد، اما ارز حاصل از صادرات عملاً وارد چرخه بانک مرکزی نمی‌شود. به همین دلیل دولت از صندوق توسعه ملی درخواست می‌کند که مثلاً دو، سه یا پنج میلیارد دلار از سهم خود را در اختیار قرار دهد؛ سهمی که در قالب درصدی از درآمدهای نفتی تعریف شده، اما این منابع عملاً در خارج از کشور باقی‌مانده و آزادسازی آن با مشکلات جدی مواجه است.

در این شرایط، وضعیت دولت مشابه خانوارهایی است که فرضاً درآمد ماهانه آن ۱۰۰ واحد است، اما هزینه‌هایش بیش از این رقم بوده و ناچار می‌شود بخشی از دارایی‌های سرمایه‌ای خود را بفروشد یا استقراض کند. در مجموع، حدود ۲ هزار میلیارد تومان از طریق فروش دارایی‌ها یا استقراض برای دولت پیش‌بینی شده که معادل نزدیک به ۴۰ درصد منابع عمومی است. این رقم اگرچه نسبت به ۵۲ درصد سال جاری کاهش یافته، اما همچنان رقم بالایی به شمار می‌رود. در نهایت، این احتمال وجود دارد که دولت برای پوشش این کسری، به سمت دریافت معادل ریالی منابع از بانک مرکزی حرکت کند، به این امید که در آینده و با تحقق منابع ارزی، این ناترازی جبران شود.