

تأثیر انتشار گواهی سپرده ویژه بانک مرکزی بر بازار بورس

سعیده احمدی^۱

چکیده

بورس تابلوی اقتصاد کشورها و بخشی از تولید ناخالص داخلی محصول عملکرد بنگاه‌های تولیدی حاضر در بازار سرمایه است. اکنون اهمیت و نقش بازار سرمایه در توسعه اقتصادی و تولید داخلی بیش از گذشته برای سیاست‌گذاران اقتصادی کشور روشن شده است. یکی از مهم‌ترین مسائلی که بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد، سیاست‌های بانک مرکزی در خصوص سیاست‌های پولی است که در این گزارش دو نمونه از این سیاست‌ها با عنوان انتشار گواهی سپرده خاص بانک مرکزی و نرخ سود بین‌بانکی مورد بررسی قرار می‌گیرد. در این راستا، پیشنهادهایی مانند هماهنگی میان تمام دستگاه‌ها در خصوص تصمیم‌سازی در حوزه اقتصاد، تعیین نرخ بهینه سود بانکی و توسعه هرچه بیشتر اوراق گام ارائه می‌شود.

واژگان کلیدی: گواهی سپرده، بانک مرکزی، سیاست پولی.

مقدمه

عوامل اثرگذار بر اقتصاد شمرده می‌شوند. افزایش نرخ سود چندین اثر بر بازار سرمایه دارد. افزایش یا کاهش نرخ سود بانکی روند ورود و خروج پول حقیقی به بورس را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این مسئله نیز روند صعودی یا نزولی شدن بورس را تشدید یا تضعیف می‌کند.

افزایش نرخ بهره سپرده و نرخ سود اوراق به‌طور مستقیم می‌تواند بر EPS^۳ شرکت‌ها اثرگذار باشد. به عبارت دیگر، به جای حرکت نقدینگی به بازار سهام و خرید و فروش سهم، شرکت‌ها، بانک‌ها، نهادهای

بازار پولی رقیب بازار سرمایه است. سیاست‌های اجرایی در حوزه پولی و بانکی بر دیگر بازارها از جمله بازار سرمایه اثرگذار است. یکی از این سیاست‌ها تغییر نرخ سود بانکی است که معمولاً بانک‌های مرکزی هر ساله اقداماتی را در این باره انجام می‌دهند. بانک‌های مرکزی معمولاً بسته به شرایط موجود در اقتصاد و با توجه به شاخص‌هایی مانند تورم و میزان نقدینگی، نرخ بهره را مدیریت می‌کنند. نرخ سود بانکی، نرخ سود بین‌بانکی و نرخ سود اوراق^۲ از مهم‌ترین

۱. دانش‌آموخته دکتری اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، ایران، تهران

ahmadi.tadbir@gmail.com

2. Yield To Maturity (YTM)
3. Earnings Per Share

برای تأمین سرمایه در گردش طرح‌های با بازدهی بالا اقدام به انتشار اوراق کنند و در پایان دوره مشارکت، در شعب بانک‌ها، سود قطعی نیز علاوه بر سود علی‌الحساب ۳۰ درصدی، به خریداران این گواهی سپرده پرداخت می‌شود. ویژگی بارز این گواهی سپرده این است که امکان بازخرید پیش از سررسید در شعب بانک‌ها امکان‌پذیر است. نکته شایان توجه در خصوص این گواهی‌ها این است که همه افراد حقیقی و حقوقی امکان سرمایه‌گذاری در این سپرده‌ها را دارند و تنها صندوق‌های سرمایه‌گذاری این اجازه را ندارند. نرخ شکست این گواهی‌ها ۱۲ درصد سالانه است. همچنین، مبلغ انتشار این گواهی‌ها حدود ۲۸۰ همت خواهد بود.¹

انتشار گواهی سپرده با نرخ ۳۰ درصد نشان می‌دهد سیاست‌های بانک مرکزی برای مهار تورم، انقباضی‌تر شده است. شاید بخشی از این سیاست نیز برای مهار قیمت ارز باشد. به بیان دیگر، سیاست‌گذار تصمیم دارد از این طریق بخشی از نقدینگی را که سیالیت بیشتری دارد، جذب بانک‌ها کند؛ ضمن اینکه به نظر می‌رسد بانک مرکزی در تلاش است از سویی منابع مالی جدیدی برای بانک‌هایی که با ناترازی مواجه‌اند، تأمین کند و از سوی دیگر، نیازهای تولیدکنندگان را که به شدت نیازمند تأمین هزینه‌های جاری و سرمایه در گردش هستند، تأمین کند. باین‌حال، در سیاست‌های بانک مرکزی مثل همیشه به بازار سرمایه توجه نشده است؛ ضمن اینکه این موضوع باعث خروج پول از صندوق‌های درآمد ثابت

سرمایه‌گذاری و صاحبان کسب‌وکار را معجب می‌کند که به سمت سپرده‌گذاری در بانک که ریسک نقدینگی کمی دارد، حرکت کنند. با فریز شدن پول در دارایی‌های بدون ریسک به جای دارایی‌های باریسک مانند بازار سهام، نقدینگی و تورم تا حدودی کنترل می‌شود. حال در صورتی که از ورود پول به بخش‌های سفته‌بازی تا حدودی جلوگیری شود، در صورت استمرار و در بلندمدت می‌تواند رکود را نیز به مشکلات اقتصاد کشور بیفزاید.

بنابراین، سرمایه‌گذاری کمتر در بورس به این معناست که شرکت‌های بورسی پول کمتری در اختیار خواهند داشت و این موضوع رشد را برای این شرکت‌ها سخت‌تر می‌کند. در مجموع، نرخ‌های بهره بالاتر منجر به شکل‌گیری بازار سرمایه ضعیف‌تر می‌شود.

در سال‌های اخیر، اجرای سیاست‌های پولی بانک مرکزی چشم‌انداز روشنی برای بازار سرمایه نداشته است و سیاست اخیر بانک مرکزی مبنی بر انتشار گواهی سپرده ویژه بانک مرکزی این سناریو را تأیید می‌کند. در این گزارش به بررسی تأثیر گواهی سپرده ویژه بانک مرکزی و نرخ بهره بین‌بانکی بر بازار سرمایه پرداخته می‌شود.

۱- سیاست‌های پولی بانک مرکزی

۱-۱- انتشار گواهی سپرده خاص

بر اساس دستورالعمل انتشار گواهی سپرده ویژه بانک مرکزی که به شبکه بانکی ابلاغ شد، بانک‌ها می‌توانند

1. <https://www.cbi.ir/showitem/29064.aspx>

شناخته می‌شود، تعادل‌های کنونی را از بین می‌برد و انتظارات را مخدوش می‌کند.

۱-۲- نرخ بهره بین بانکی

بازار بین بانکی یکی از بخش‌های اصلی بازار پول است که در آن مؤسسات اعتباری و بانک‌ها با هدف تأمین مالی کوتاه‌مدت و به وجود آوردن تعادل در وضعیت نقدینگی خود، با یکدیگر وارد معامله می‌شوند. به این معنا که در این بازار، بانک‌هایی که دچار کسری شده‌اند و احتیاج به نقدینگی دارند، از بانک‌هایی که دارای منابع مازاد هستند، قرض می‌گیرند تا وضعیت نقدینگی خود را به تعادل برسانند. بانک قرض‌گیرنده موظف است که این پول را در فاصله زمانی کوتاه (در بعضی مواقع فقط یک روز طول می‌کشد) با نرخ سود مشخص بازپرداخت کند. نرخ سودی را که بانک قرض‌گیرنده به بانک قرض‌دهنده پرداخت می‌کند، به اصطلاح نرخ سود یا بهره بین بانکی می‌نامند.

بالا رفتن نرخ سود بین بانکی باعث افزایش نرخ سود سپرده می‌شود؛ زیرا بانک‌ها برای پس دادن پول قرض گرفته‌شده احتمالاً مجبور به افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی خود هستند تا جذابیت آن برای مردم بالا برود و آن‌ها سرمایه خود را وارد سپرده‌های بانکی کنند تا بانک‌ها بتوانند بدهی خود را در بازار بین بانکی پرداخت کنند. بنابراین، اگر نرخ سود بین بانکی افزایش پیدا کند، بانک‌ها مجبور می‌شوند برای بازپرداخت این مبلغ، سود سپرده را افزایش دهند تا جذابیت لازم را داشته باشد.

خواهد شد؛ زیرا بازدهی سالانه آن‌ها پایین‌تر از نرخ اعلام‌شده بانک مرکزی است.

به اعتقاد بسیاری از کارشناسان و با بررسی‌های میدانی، سیاست انتشار گواهی سپرده بانک مرکزی موفقیت‌آمیز نبوده است^۱. سیاستی که هدف آن مهار نقدینگی و تورم بود، به احتمال زیاد شرایط تشدید آن را فراهم خواهد کرد. اعمال برخی سیاست‌ها بدون در نظر گرفتن پیامدهای آن و نیز زمان نامناسب برای اجرای آن منجر به آثار تخریبی در اقتصاد می‌شود و در بلندمدت شرایط را وخیم‌تر می‌کند. اتخاذ سیاست گواهی سپرده موجب افزایش بهای تمام‌شده پول برای بانک‌ها و تعمیق ناترازی آن‌ها می‌شود و با رشد نرخ خلق پول ناشی از سود ۳۰ درصدی، شرایط تشدید رشد نقدینگی را فراهم می‌کند (با فرض جابه‌جایی سپرده‌های جدید به جای سپرده‌های ارزان‌قیمت قبلی). از این رو تغییر کانال نرخ سود رسمی و غیررسمی موجب رقابت ناسالم میان بانک‌ها برای جذب منابع می‌شود و نرخ‌شکنی فوق بنیان‌های ناترازی و رشد نقدینگی را تقویت می‌کند. تا پیش از انتشار گواهی سپرده ویژه بانک مرکزی، نرخ سود کف بازار ماهانه حدود ۴ تا ۵ درصد بود که پس از آن به بالای ۸ درصد رسید. این موضوع در آینده نه‌چندان دور موجب از بین رفتن بازار سرمایه و ورشکستگی شرکت‌ها و کسب‌وکارها خواهد شد. همچنین، افزایش نرخ سود اوراق خزانه به بالای ۳۰ درصد که به‌عنوان سود بدون ریسک

¹<https://www.isna.ir/news/1403022518383/>, <https://www.irna.ir/news/85380340/>, <https://otaghiranonline.ir/news/69147>, <https://www.mehrnews.com/news/6093880/>



شاخص کل رشد کرده و توانسته است محدوده تاریخی خود را بشکند، ولی این مثبت‌ها و رکوردشکنی‌های شاخص هنوز نتوانسته است زیان سهام‌داران را جبران کند؛ به‌گونه‌ای که حتی در ماه‌های ابتدایی سال ۱۴۰۲ که روند بازار مثبت بود، دست‌کم ۳۰ تا ۶۰ درصد پرتفوی سهام‌داران در زیان بود. این یعنی رشد شاخص کل تناسب چندانی با رشد تک‌سهم و صنایع بازار نداشته است.

بازار سرمایه در هفته سوم اردیبهشت سال ۱۴۰۲، روند کاملاً متفاوتی را با آنچه در هفته‌های پیش از آن رخ داده بود، تجربه کرد. بررسی داده‌ها و آمار بورس نشان می‌دهد بازار سهام به‌واسطه افزایش نرخ خوراک گاز شرکت‌های پتروپالایشی و دیگر صنایع یکی از تلخ‌ترین هفته‌های تاریخ خود را پشت سر گذاشت و شاخص کل در عرض ۶ روز کاری بیش از ۱۲/۵ درصد کاهش داشت. وضعیت معاملات بازار سهام در دوره ۱۶ تا ۲۳ اردیبهشت سال ۱۴۰۲ به‌گونه‌ای بود که دست‌کم ۹۰ درصد نمادها حداقل برای یک روز صف فروش را تجربه کردند. به شکل عجیبی نمادهای منفی بیشتر از نمادهای مثبت شد که نتیجه آن افت سنگین در شاخص‌ها بود. در دوره زمانی کوتاه‌مدت فوق‌بسیاری از سهم‌ها صف فروش بودند و در بسیاری از نمادها کاهش ۲۵ تا ۳۰ درصدی قیمت‌ها مشاهده شد.

روند بالا تقریباً تا ابتدای شهریور سال ۱۴۰۲ ادامه داشت؛ به‌گونه‌ای که حتی بازدهی شاخص کل نسبت به ابتدای سال ۱۴۰۲ منفی شد. روند نوسانی بالا تا بهمن ادامه داشت تا اینکه انتشار گواهی

نکته مهم این است که تغییر نرخ سود بین‌بانکی منشأ و نقطه آغازین تغییر نرخ‌ها در کل اقتصاد است. اوراق در بازار بدهی و سهام در بازار سهام سریع‌تر به این تغییر نرخ واکنش نشان می‌دهند؛ زیرا خریدوفروش آن‌ها آزادانه توسط بسیاری از مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه و بدهی انجام می‌شود. این یعنی سرایت نرخ سود بازار بین‌بانکی به این دو بازار به‌راحتی انجام می‌شود، اما سرایت نرخ سود بین‌بانکی به شبکه بانکی به‌صورت نرخ سود و تسهیلات به‌سختی اتفاق می‌افتد؛ زیرا بانک‌ها ملزم به رعایت مصوبات بانک مرکزی هستند و بانک مرکزی برای سپرده‌های بانکی سقف نرخ سود تعیین کرده است.

۲- وضعیت بازار بورس و ارتباط آن با سیاست‌های پولی بانک مرکزی

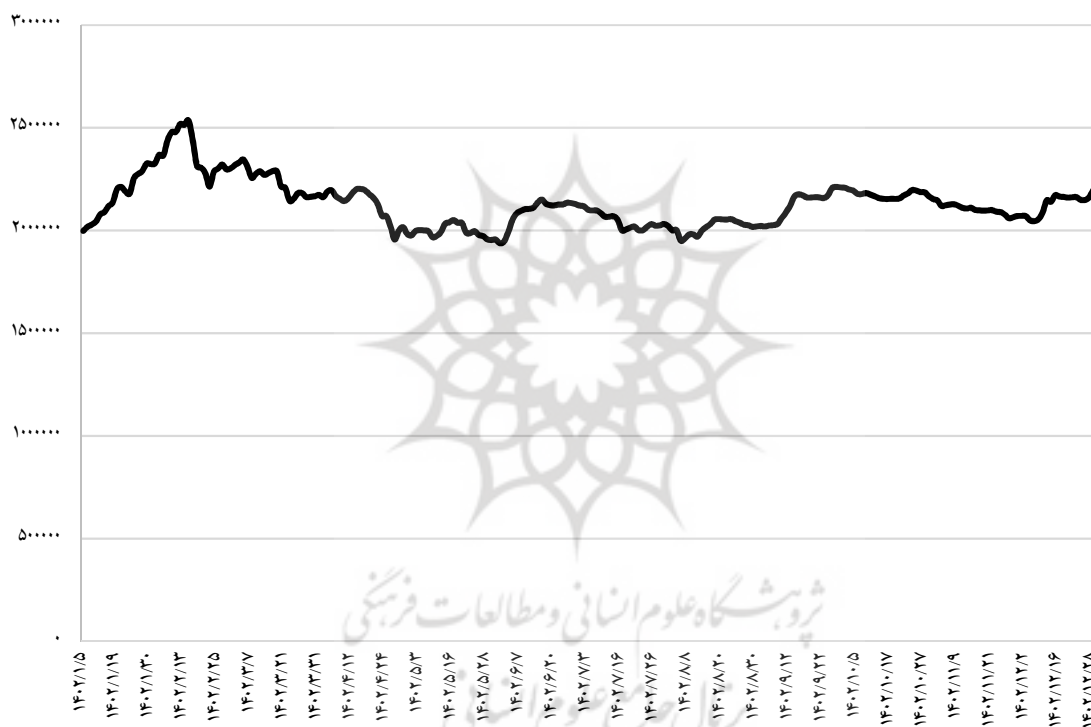
در ماه‌های پایانی سال ۱۴۰۱ و آغاز سال ۱۴۰۲، روند شاخص کل بورس مثبت بود؛ به‌گونه‌ای که در سال ۱۴۰۲ شاخص کل بورس تهران توانست سقف تاریخی سال ۱۳۹۹ را بکشد و وارد محدوده جدیدی شود. شاخص کل بورس تهران آخرین بار در ۱۹ مرداد سال ۱۳۹۹ به سقف ۲ میلیون و ۱۰۳ واحد وارد رسید و پس از آن وارد روند نزولی شد. آغاز سال ۱۴۰۲ برای بورس کمی متفاوت بود و شاخص کل بورس توانست در نخستین روز کاری خود به محدوده ۲ میلیون واحدی برسد و پس از ۷ روز کاری سقف تاریخی سال ۱۳۹۹ را شکست. در همان زمان کارشناسان معتقد بودند درست است که



شاخص کل در سال 1402 نشان داده شده است. همان گونه که در نمودار مشخص است، تاریخ 17 اردیبهشت سال 1402 نقطه عطف بازار سرمایه و شروع ریزش آن بود. روند نزولی ماه‌های آخر سال 1402 نیز ناشی از سیاست انتشار گواهی سپرده ویژه بانک مرکزی بوده است.

سپرده ویژه بانک مرکزی ریزش بازار را تشدید کرد. در دوره زمانی فوق حجم معاملات نیز به شدت کاهش یافت. بررسی معاملات در بازار سهام پس از انتشار گواهی فوق نشان می‌دهد برآیند خروج نقدینگی حقیقی (فروش حقیقی به حقوقی) در بازار شدت گرفته است. در نمودار شماره 2، وضعیت

نمودار 2- شاخص کل بورس اوراق بهادار در سال 1402



مأخذ: بورس و اوراق بهادار تهران (1402).

افزایش نرخ بهره سیاستی انقباضی است و باعث جمع شدن پول در بازارهای موازی می‌شود. از این رو رکود و کاهش مقطعی قیمت‌ها را به دنبال خواهد داشت. سیاست نرخ بهره در اقتصادهای مختلف تنها به‌عنوان مسکن استفاده می‌شود و راه‌حل کاهش تورم نیست؛ زیرا هر دولتی که این سیاست اقتصادی را اجرا می‌کند، در کنار آن باید

3- ملاحظات امنیت اقتصادی

در ماه‌های اخیر تصمیمات متناقض و گاه نسنجیده‌ای از سوی دولت و بانک مرکزی اتخاذ شده که نتیجه آن ریزش شدید بازار بورس بوده است؛ به‌گونه‌ای که بیشتر سهم‌ها ضررهای شدیدی را نسبت به سقف تاریخی خود تجربه کرده‌اند. یکی از این تصمیمات، افزایش نرخ سود بانکی در قالب سپرده ویژه بوده است.



زمانی که این اوراق تعهدی با نرخ ۳۰ درصد منتشر می‌شود، نرخ تامین مالی قطعاً به بالای ۳۰ درصد افزایش می‌یابد که از این جهت مشارکت مردم در جهش تولید نیز اتفاق نخواهد افتاد.

نرخ سود بانکی، نرخ سود

بین بانکی و نرخ سود اوراق

از مهم‌ترین عوامل اثرگذار

بر اقتصاد شمرده می‌شوند.

نتیجه‌گیری و پیشنهاد راهکارها

در سال ۱۴۰۲، تصمیمات متناقض و گاه نسنجیده‌ای از سوی دولت، بانک مرکزی، وزارت نفت، وزارت اقتصاد و شورای عالی بورس اتخاذ شد که نتیجه آن رکود بازار سرمایه در سال ۱۴۰۲ بود؛ به گونه‌ای که شاخص کل در انتهای سال به مقادیر ابتدایی سال نزدیک شد. جدا از سیاست نادرست دولت و وزارت نفت مبنی بر افزایش نرخ خوراک گاز در ماه‌هایی ابتدایی سال ۱۴۰۲، سیاست انتشار گواهی ویژه بانک مرکزی که با هماهنگی با وزارت اقتصاد و هیات دولت در ماه‌های پایانی سال ۱۴۰۲ نیز تیر خلاصی بر پیکر بی‌جان بازار بورس بود. جدا از بازار سرمایه، نرخ سود ۳۰ درصد اوراق، تهدیدی جدی برای محیط کسب‌وکار است. نرخ سود فوق سبب بالا رفتن هزینه دریافت تسهیلات از شبکه بانکی، افزایش قیمت مواد اولیه با توجه به نوسانات ارزی، نیاز به

سیاست‌های دیگری را برای کاهش نرخ تورم اعمال کند. حتی ممکن است که اگر سیاست‌های مکمل اجرا نشود، افزایش نرخ بهره خود عامل ایجاد تورم در آینده شود. از این رو افزایش دوباره نرخ بهره بانکی باعث از بین رفتن بیشتر ارزش ریال می‌شود و بحران‌های اقتصادی را در آینده دوچندان می‌کند؛ ضمن اینکه بازار سرمایه را با چالش جدی و رکود مواجه می‌کند.

از طرف دیگر افتتاح سپرده ویژه با نرخ ۳۰ درصدی موجب افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی در برخی بانک‌ها و عدم رعایت مقررات ابلاغی بانک مرکزی در این رابطه شده است. این موضوع علاوه بر اینکه موجب افزایش بهای تمام شده پول می‌شود، موجب رقابت ناسالم در شبکه بانکی به منظور جذب حداکثری منابع خواهد شد؛ به گونه‌ای که برخی از بانک‌ها بدون در نظر گرفتن عواقب ناگوار و جبران‌ناپذیر افزایش سود سپرده‌های سپرده‌گذاران بر تراز مالی بانک‌ها، با هدف حفظ و افزایش سهم خود از منابع سپرده‌ای، همچنان در پی جذب سپرده از طریق افزایش نرخ سود سپرده‌ها هستند که در نهایت منجر به تشدید ناترازی در برخی بانک‌ها خواهد شد.

همچنین یکی از پیش‌شرط‌های محقق شدن شعار سال که توسط مقام معظم رهبری ابلاغ گردید، نرخ تامین مالی در اقتصاد است. بنا بر گفته‌های رئیس کمیسیون اقتصادی مجلس افزایش نرخ سود سپرده به ۳۰ درصد کاملاً اشتباه بود. به دلیل اینکه اثر آن بر بازار ارز کاملاً منفی است و



تنزیل کند، به این ترتیب کل زنجیره با کمترین هزینه به شکلی کارآ تامین مالی خواهد شد.

منابع

- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (1402)،
<https://www.cbi.ir>
- بورس و اوراق بهادار تهران (1402)،
<https://www.tse.ir>

در سال‌های اخیر، اجرای سیاست‌های پولی بانک مرکزی چشم‌انداز روشنی برای بازار سرمایه نداشته است و سیاست اخیر بانک مرکزی مبنی بر انتشار گواهی سپرده با نرخ سود 30 درصد این سناریو را تأیید می‌کند.

افزایش سرمایه در گردش، افزایش قیمت تمام‌شده و افزایش بی‌رویه قیمت محصولات و گرانی خواهد شد. در این راستا، سه پیشنهاد زیر ارائه می‌شود.

- هماهنگی میان تمام دستگاه‌ها در خصوص تصمیم‌سازی در حوزه اقتصاد: لازم است تا همه تصمیمات اقتصادی با هماهنگی تمام دستگاه‌های اقتصادی و در دوره زمانی بلندمدت اتخاذ شود. با این کار افزون‌بر ثبات بخشی به تمام بازارها، اعتماد عمومی به برنامه‌ها و سیاست‌های دولت نیز بیشتر می‌شود.

- تعیین بهینه نرخ سود بانکی: در راستای تعیین بهینه نرخ سود بدون ریسک در کشور باید تعامل مؤثرتری میان تمام دستگاه‌های اقتصادی شکل بگیرد و نرخ فوق‌متناسب با مختصات اقتصادی کشور باشد تا تعادل دیگر بازارها به‌ویژه بازار سرمایه به هم نخورد.

توسعه هرچه بیشتر به اوراق گام در اقتصاد: با توجه به اینکه اوراق گام توانسته است تامین مالی خوبی برای تولیدکنندگان باشد، پیشنهاد می‌شود به جای افزایش نرخ سود بانکی تامین از کانال انتشار اوراق گام صورت پذیرد. البته در این مورد وزارتخانه‌های مربوطه بایستی نکات، محدودیت‌ها و عوارض انتشار اوراق گام را به جهت اجرا به درستی پوشش و مدیریت کنند. همچنین با توجه به چارچوبی که بانک مرکزی طراحی کرده است که اگر این اوراق دو بار دست به دست شود، نفر سوم می‌تواند آن را نزد بانک

