

با رونمایی از سازوکار جدید هدایت منابع ارزی به تولید

صندوق‌های ارزی به رقابت با دلارهای خانگی می‌آیند

نخستین صندوق در آمد ثابت ارزی با بازدهی سالانه ۵درصد، سود روز شمار و معافیت مالیاتی، الگوی ماندگاری ارز در اقتصاد رسمی و تأمین مالی پروژه‌های ارز آور را فراهم می‌کند

۶۶

مزیت اصلی صندوق ارزی در نرخ ۵درصد خلاصه نمی‌شود، بلکه ترکیب بازده ارزی، معافیت مالیاتی، سود روز شمار و امکان توفیق واحدها، آن را به ابزاری برای مدیریت نقدینگی تبدیل می‌کند، البته جذابیت پایدار این مدل به کیفیت سرمایه‌گذاری‌ها، شفافیت دارایی‌ها، سرعت دسترسی به اصل سرمایه و انضباط نظارتی وابسته خواهد ماند

سرمایه علاوه بر حفظ ماهیت ارزی، امکان ایجاد بازده و در صورت فراهم بودن نقدشوندگی مناسب، دسترسی به سرمایه نیز حفظ می‌شود، بنابراین تفاوت اصلی دو گزینه در همین نقطه شکل می‌گیرد که صندوق تلاش می‌کند برای دارایی ارزی، جریان در آمد ایجاد کند.

البته این مزیت در برابر یک تعهد مهم قرار دارد، سرمایه‌گذار باید ریسک عملکرد نهاد مالی و دارایی‌های پشت صندوق را بپذیرد و از همین رو، ارزیابی صندوق نباید صرفاً با نرخ سود انجام شود، رتبه اعتباری دارایی‌ها، کیفیت مدیر صندوق،

ساختار نظارتی، ترکیب سرمایه‌گذاری‌ها و سابقه ایفای تعهدات، عواملی هستند که در سنجش ریسک واقعی اهمیت دارند. اگر صندوق‌های ارزی بتوانند منابع خرد ارزی را به صورت پایدار جذب کنند، نتیجه فقط افزایش گزینه‌های سرمایه‌گذاری نخواهد بود، بلکه بخشی از منابعی که تاکنون خارج از چرخه تأمین مالی قرار داشتند، به سمت

فعالیت‌های اقتصادی هدایت خواهند شد، در این صورت، سیاستگذار به یک ابزار برای مدیریت منابع ارزی دست پیدا می‌کند و سرمایه‌گذار نیز به جای نگهداری صرف دارایی، امکان دریافت بازده از همان ارز را خواهد داشت.

مسیر آینده این ابزار بیش از هر چیز به عملکرد واقعی نخستین صندوق‌ها وابسته است، نرخ ۵ در صد نقطه شروع جذابی برای معرفی محصول است، اما معیار نهایی موفقیت، توان صندوق در ایجاد بازده پایدار، حفظ نقدشوندگی، مدیریت ریسک و تأمین مالی فعالیت‌های دارای در آمد ارزی خواهد بود، اگر این چهار مؤلفه همزمان محقق شوند، صندوق‌های ارزی از یک محصول مالی جدید فراتر می‌روند و به بخشی از معماری تأمین مالیی ارزی اقتصاد تبدیل خواهند شد.



طلا، سپرده‌گذاری یا ورود به صندوق ارزی حق انتخاب داشته باشد، صندوق باید بتواند در کنار بازده، امنیت، نقدشوندگی و شفافیت مناسبی ارائه کند، ۵درصد سود ارزی به تنهایی برای تغییر رفتار سرمایه‌گذار کافی نیست زیرا دارنده آن معمولاً بخشی از سرمایه خود را با هدف حفظ ارزش بخشی را با هدف کسب بازده نگهداری می‌کند و ابزار جدید باید بتواند

دو نیاز را تا حد مناسبی پوشش دهد.

از سوی دیگر، صندوق‌های ارزی در صورت گسترش می‌توانند به تأمین مالی پروژه‌های کمک کنند که در آمد آنها نیز ارزی است، این موضوع از نظر تراز ارزی اهمیت دارد زیرا منابع ارزی وارد فعالیتی می‌شوند که امکان ایجاد در آمد ارزی دارد و بازداشت تعهدات صندوق نیز از محل همان جریان در آمدی منابع پذیر تر خواهد بود، چنین الگویی نسبت به استفاده از منابع ارزی برای فعالیت‌هایی که در آمدشان عمدتاً ریالی است، از منظر مدیریت ریسک ارزی منطقی تر خواهد بود.

■ **موفقیت ابرساز تازه با اعتماد و عملکرد واقعی**

سپرده‌های ارزی و صندوق‌های ارزی حق انتخاب داشته باشند، صندوق باید بتواند در کنار بازده، امنیت، نقدشوندگی و شفافیت مناسبی ارائه کند، ۵درصد سود ارزی به تنهایی برای تغییر رفتار سرمایه‌گذار کافی نیست زیرا دارنده آن معمولاً بخشی از سرمایه خود را با هدف حفظ ارزش بخشی را با هدف کسب بازده نگهداری می‌کند و ابزار جدید باید بتواند

بیشتری از مقایسه صرف نرخ سود دارد.

صندوق ارزی همچنین یک کار کرد مهم برای سیاستگذار پولی دارد زیرا منابع ارزی سرگردان را به کانال رسمی بازار سرمایه منتقل می‌کند و امکان رصد بهتر گردش آنها را فراهم می‌آورد، البته موفقیت این سیاست به میزان اعتماد سرمایه‌گذاران وابسته است و اعتماد نیز زمانی شکل می‌گیرد که سازوکار مالکیت، باز خرید، گزارش دهی و نظارت برای عموم روشن باشد، بنابراین شفافیت اطلاعاتی باید همپای توسعه این ابزار پیش برود. امکان توفیق واحدهای سرمایه‌گذار برای دریافت تسهیلات بانکی، لایه دیگری به کار کرد اقتصادی صندوق اضافه می‌کند، سرمایه‌گذار در این حالت لزوماً برای تأمین نقدینگی مجبور به فروش دارایی خود نیست و می‌تواند واحدهای صندوق را به عنوان پشتوانه تسهیلات قرار دهد، چنین قابلیتی اگر با ضوابط دقیق و ارزش‌گذاری منضبط همراه شود، فاصله میان سرمایه‌گذاری و دسترسی به نقدینگی را کاهش می‌دهد و به واحدهای صندوق کار کردی فراتر از یک ابزار پس انداز می‌بخشد.

از منظر بازار ارز نیز موفقیت صندوق‌ها به رفتار سرمایه‌گذاران وابسته است، اگر دارنده آن میان نگهداری اسکناس، خرید

و ورود نخستین صندوق در آمد ثابت ارزی به بازار سرمایه، ابزاری برای تبدیل ارز نگهداری شده به دارایی مولد ایجاد کرده است که با حفظ ماهیت ارزی سرمایه، بازدهی سالانه ۵درصدی را هدف گرفته و پرداخت سود را روز شمار دنبال می‌کند و همزمان با معافیت مالیاتی اصل و سود، هزینه نگهداری ارز خارج از چرخه تولید را کاهش می‌دهد و با جمعیت منابع خرد، تأمین مالی فعالیت‌های ارز آور را فراهم می‌سازد و برای سرمایه‌گذار ترکیبی از حفظ ارزش ارزی، در یافت بازده و دسترسی به ابزار مالی را پیش می‌کشد، با این حال ارزش اقتصادی این مدل فقط به نرخ سود وابسته نیست و کیفیت دارایی‌های صندوق، سازوکار باز خرید، ریسک پروژه‌ها، نقدشوندگی واحدها و نحوه نظارت، نتیجه آن را تعیین خواهند کرد.

اقتصاد کشورمان سال هاست با حجم قابل توجهی از منابع ارزی خارج از چرخه رسمی تأمین مالی مواجه است و بخشی از این منابع در قالب اسکناس نزد خوارها و فعالان اقتصادی نگهداری می‌شود و بخشی دیگر در حساب‌ها یا دارایی‌هایی قرار دارد که نقش محدودی در تأمین مالی تولید دارند، در چنین ساختاری، ایجاد یک ابزار مالی که بتواند مالکیت ارزی سرمایه‌گذار را حفظ کند و همزمان منابع را در اختیار فعالیت اقتصادی قرار دهد، از منظر سیاستگذاری پولی و مالی اهمیت پیدا می‌کند.

منطق صندوق در آمد ثابت ارزی دقیقاً در همین نقطه شکل می‌گیرد و سرمایه‌گذار تغییر می‌دهد، زیرا بازده اسمی لا در صدی در یک ابزار مالی زمانی اهمیت بیشتری پیدا می‌کند که مالیات از آن کسر نشود و بازده خالص به رقم اعلام شده نزدیک بماند، البته ارزش این مزیت باید در کنار کارمزدهای صندوق، هزینه‌های معاملاتی و سایر هزینه‌های احتمالی بررسی شود تا مقایسه با نگهداری مستقیم ارز یا سایر ابزارهای سرمایه‌گذاری بر مبنای بازده خالص انجام گیرد.

■ **ارزش صندوق به کیفیت دارایی‌های پشت آن وابسته خواهد بود**

رقم لا در صد، در نگاه نخست مهم‌ترین عامل تصمیم‌گیری به نظر می‌رسد، اما برای ارزیابی حرفه‌ای صندوق باید یک گام جلوتر رفت و پرسید این بازده از چه محلی ایجاد می‌شود، پاسخ این پرسش به ترکیب دارایی‌های صندوق و کیفیت فعالیت‌هایی مربوط است که منابع ارزی در آنها به کار گرفته می‌شوند، اگر منابع به پروژه‌های ارزآور، تأمین مالی تجارت خارجی یا فعالیت‌هایی اختصاص یابد که در آمد ارزی پایدار تولید می‌کنند، بازده صندوق پشتوانه اقتصادی مشخص‌تری خواهد داشت و امکان تداوم آن نیز افزایش پیدا می‌کند.

در مقابل، اگر بخش مهمی از منابع در دارایی‌هایی قرار گیرد که بازده آنها به نوسان های کوتاه مدت بازار وابسته باشد، ریسک صندوق افزایش خواهد یافت و فاصله میان نرخ اعلامی و بازده واقعی در دوره‌های مختلف اهمیت بیشتری پیدا می‌کند، به همین دلیل، بررسی ترکیب بر نفوی، حد مجاز سرمایه‌گذاری در هر نوع دارایی، کیفیت طرف‌های قرارداد و شیوه مدیریت نقدینگی، برای ارزیابی صندوق اهمیت

اعلام بازدهی سالانه ۵در صد برای صندوق مانا ملت، مهم‌ترین عددی است که در شروع فعالیت این ابزار در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گرفته است، برای نمونه، سرمایه‌گذاری ۳هزار دلار با فرض تحقق بازده اعلام‌شده، در یک سال حدود ۱۵۰ دلار بازده ایجاد می‌کند و ارزش سرمایه به حدود ۳هزار و ۱۵۰ دلار می‌رسد، البته محاسبه واقعی بازده به شیوه ارزش‌گذاری واحدها، زمان ورود و خروج سرمایه و مفاد رسمی صندوق وابسته خواهد بود و نرخ اعلامی نباید بدون بررسی اسناد رسمی، معادل سود قطعی و بدون ریسک تلقی شود. پرداخت روز شمار نیز بخشی از جذابیت این صندوق را شکل می‌دهد، زیرا سرمایه‌گذار برای بهره‌مندی از بازده، الزاماً نیازمند نگهداری سرمایه تا پایان یک دوره کامل یک ساله نیست و مدت حضور منابع در صندوق در محاسبه بازده اثر می‌گذارد، از سوی دیگر، اعلام نبود نرخ شکست برای سرمایه‌گذاران اهمیت عملی دارد، زیرا انعطاف‌پذیری در خروج از سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و فاصله این ابزار را با سپرده‌هایی که در آنها برداشت زودهنگام ممکن است به کاهش سود منجر شود، بیشتر، می‌کند.

گزارش ۲

حسام کمالی

شرکت‌های زیان ده دولتی زیر تیغ اصلاح می‌روند

تمرکز بخش عمده زیان در چند بنگاه بزرگ، ضرورت اصلاح قیمت‌گذاری، شفافیت مالی و تکنیک وظایف سیاستگذار از مدیریت اقتصادی شرکت‌ها را برای مهار هزینه‌های فزاینده بخش عمومی پرنرگ تر کرده است



تیب ۵هزار و ۲۶۰ همت زیان در ۳۲ شرکت دولتی، مسئله‌ای فرا تر از عملکرد ضعیف چند بنگاه را پیش کشیده است زیرا ۹۰ درصد این رقم در ۱۰ شرکت متمرکز شده و بخش مهمی از آن به سازوکارهای قیمت‌گذاری و یارانه‌های پنهان بازمی‌گردد، در نتیجه ارزیابی وضعیت این شرکت‌ها بدون تفکیک زیان عملیاتی از هزینه‌های ناشی از سیاست‌های عمومی، تصویر دقیقی از کارایی آنها نمی‌دهد، با این حال رشد تعداد شرکت‌های زیان ده از ۲۲ مورد در سال ۱۴۰۳ به ۲۳ مورد در سال ۱۴۰۴، همزمان با منسrupt بودن ۴۳ درصد گزارش‌های حسابرسی دارایی‌های دولتی، نشانه‌ای از ضرورت اصلاح هم‌زمان مدیریت، صورت‌های مالی و قواعد حکمرانی بنگاه‌ها محسوب می‌شود. ■ ■ ■

زیان ۵هزار و ۲۶۰ همتی شرکت‌های دولتی آنقدر مهم است که باید بیش تر از این نیز مورد توجه قرار می‌گرفت اما ورود دیر هنگام نیز غنیمت است و باید به درستی و با پایان پیگیری شود. از طرفی «زیان» در صورت‌های مالی الزاماً به معنای خروج همین میزان منابع نقدی از خزانه یا نابودی مستقیم دارایی‌های عمومی نیست و بخشی از آن ممکن است از تصمیم‌های سیاسی، قیمت‌گذاری تکلیفی یا الزام بنگاه به ارائه خدمات با قیمت کمتر از هزینه تمام‌شدنی ناشی شده باشد، بنابراین نخستین گام برای اصلاح، تفکیک زیان ناشی از ناکارآمدی مدیریتی از زانی است که در نتیجه اجرای سیاست‌های عمومی بر ترانزله شرکت دولتی تحمیل می‌شود. بر اساس گزارش سازمان حسابرسی، ۹۰ درصد زیان ثبت‌شده به ۱۰ شرکت اختصاص دارد، در نتیجه مسئله را نمی‌توان صرفاً با عنوان «زیان‌دهی شرکت‌های دولتی» توضیح داد زیرا تمرکز زیان در تعداد محدودی از بنگاه‌ها نشان می‌دهد اصلاح چند مجموعه بزرگ اقتصادی، اثر بسیار بیشتری بر وضعیت کلی خواهد داشت، به‌ویژه آنکه شرکت بازگانی دولتی ایران در صد فهرست قرار گرفته و پس از آن شرکت‌های زیرمجموعه وزارت نیرو قرار دارند، حوزه‌هایی که فعالیت آنها مستقیماً با سیاست‌های تنظیم بازار، امنیت عرضه، قیمت انرژی و حمایت از مصرف‌کننده ارتباط پیدا می‌کند. همین تمرکز، سیاست‌گذاران را زین هدفمندتری می‌کند زیرا اگر بخش بزرگی از زیان در چند شرکت مشخص ایجاد شده باشد، راه‌حل الزام کوچک‌سازی گسترده یا حذف بنگاه‌های دولتی نیست، بلکه باید صورت‌های مالی هر شرکت، ساختار هزینه، قیمت فروش، تکلیف‌های عمومی، به‌ویژه ها و نحوه جبران هزینه‌های تحمیلی دولت به صورت جداگانه بررسی شود، در چنین چارچوبی امکان تشخیص این موضوع فراهم می‌شود که کدام بخش از زیان حاصل ضعف به‌روموری و مدیریت است و کدام قسمت



نخایر سوخت برای عبور از زمستان باید افزایش یابد

نیز تعیین می‌کند که چه مقدار از ذخیره موجود در زمان مورد نیاز به دست مصرف‌کننده برسد، ذخیره‌ای که امکان انتقال سریع آن به نیروگاه وجود نداشته باشد، در زمان اوج مصرف کارکرد مورد انتظار را نخواهد داشت. افزایش تولید داخلی گازوئیل نیز باید متناسب با همین نیاز دنبال شود. ایران تا اواسط سال گذشته همچنان بخشی از نیاز خود به گازوئیل را از واردات تأمین می‌کرد، اما افزایش تولید داخلی، وابستگی به منابع خارجی را کاهش داده است. ادامه این روند به ظرفیت پایش‌بینی شده برسد و فرآورده تولیدی نیز با سرعت مناسب وارد شبکه توزیع شود، بنابراین افزایش ظرفیت پالایشی باید همزمان با توسعه ذخیر‌سازی و زیرساخت انتقال فرآورده دنبال شود. برای عبور مطمئن از فصل سرد، ذخیره سوخت باید بخشی از یک زنجیره کامل تأمین انرژی باشد که تولید، ذخیر‌سازی، انتقال و مصرف را به هم متصل می‌کند. کاهش ظرفیت گاز، اتکا به سوخت مایع را بیشتر کرده است و در این وضعیت، تکمیل ذخایر پیش از اوج مصرف، توزیع متناسب میان نیروگاه‌ها، افزایش تولید داخلی گازوئیل و آماده بودن شبکه انتقال، الزامات اصلی تأمین سوخت در زمستان خواهند بود.

نگاه

هادی اسماعیلی

۲۳۰ میلیون متر مکعب از ظرفیت پالایش گاز کشور، مسئله تأمین انرژی در ماه‌های سرد را ضروری کرده است و بخشی از فشار ناشی از این کاهش باید از طریق سوخت‌های مایع مدیریت شود. طبق اعلام وزارت نفت، حدود ۱۰۰ میلیون مترمکعب از ظرفیت از دست‌رفته با استفاده از ظرفیت‌های خالی سایر پالایشگاه‌های گازی جبران شده است، اما همچنان بخشی از ظرفیت قبلی در دسترس نیست و همین فاصله، ضرورت آماده‌سازی ذخایر سوخت برای فصل سرد را افزایش می‌دهد. مصرف گاز در بخش خانگی در ماه‌های سرد رشد محسوسی پیدا می‌کند و افزایش این مصرف، مقدار گاز قابل تخصیص به نیروگاه‌ها را کاهش می‌دهد. نیروگاه‌ها در چنین وضعی ناچار به استفاده بیشتر از سوخت مایع می‌شوند. به همین دلیل، ذخیره گازوئیل باید بیش از رسیدن به دوره اوج مصرف تکمیل شود و فقط به عنوان ذخیره احتیاطی در مخازن باقی نماند. طبق برنامه اعلام‌شده، حجم ذخایر سوخت مایع تا ابتدای آبان به حدود ۳میلیارد ۵۰۰ میلیون لیتر خواهد رسید که بخش عمده آن را گازوئیل تشکیل می‌دهد.

ارزیابی این رقم بدون در نظر گرفتن میزان مصرف روزانه نیروگاه‌ها ممکن نیست. ۳/۵ میلیارد لیتر زمانی کفایت لازم را خواهد داشت که مقادیر برداشت از ذخایر، مدت محدودیت گاز و تعداد نیروگاه‌های نیازمند سوخت مایع با ظرفیت ذخیره تناسب داشته باشد. از طرف دیگر، محل استقرار مخازن و توان انتقال سوخت