

حدود یک سال از التهابات بازار ارز و سایر دارایی‌های می‌گذرد. در خصوص ریشه‌های التهابات زیاد صحبت شده است، اما در خصوص اینکه سیاست گذار چه سیاست‌های تدافعی را به‌منظور فرار از بحران پی‌ریزی کرده کمتر صحبت به میان آمده است. اصولاً انتظار می‌رود در شرایط بحران، سیاست گذار تدابیر سیاستی بیندیشد تا در وهله اول کمترین هزینه به اقتصاد وارد شود.

در وهله دوم اقتصاد در کمترین زمان از بحران فرار کرده و سوار بر ریل آرامش و ثبات شود. اما سوال این است که سیاست‌های پی‌ریزی شده، بحران را کاهش داده یا خود در آتش بحران دمیده است؟ طبیعتاً در وضعیت صعود غیرمنتظره قیمت ارز و کالاهای وارداتی که باعث شده توانایی بنگاه‌ها و خانوارها برای تطبیق با تحولات اقتصادی در این دوره کوتاه بسیار دشوار شود، پاسخ به این پرسش ضرورتی دو چندان دارد؛ زیرا ترسیم درست صورت مساله می‌تواند کمک بزرگی در یافتن پاسخ باشد و اجازه ندهد اقتصاد ایران از یک سورخ چندین بار گزیده شود.

در ارزیابی سیاست‌های یک سال گذشته و ریشه‌یابی اتفاقات این بازه زمانی باید به اقدامات سیاست گذار در بازار پول توجه کرد. این تحولات از نیمه دوم سال گذشته و با اجرای سیاست‌های پولی انبساطی توسط بانک مرکزی آغاز شد. در اواخر شهریورماه ۱۳۹۶، نرخ‌های سود سپرده به ۱۵ درصد کاهش یافت. البته مشخص نیست که نرخ‌های سود پیش از این در سیستم بانکی چقدر بوده است، اما کاهش نرخ سود سپرده به اندازه‌ای بود که باعث شد سپرده گذاران در فرصت دو هفته‌ای حدود ۱۵۰ هزار میلیارد تومان از سپرده‌های کوتاه‌مدت خود را به سپرده بلندمدت تبدیل کنند.

اگرچه بانک مرکزی تأکید می‌کرد توانسته است سپرده‌ها را برای یک سال حبس کند، اما غافل از آن بود که انگیزه نگهداری سپرده‌های جدید را از بین برد نه است. بعد از کاهش نرخ سود سپرده، فعالان اقتصادی انگیزه کمتری برای نگهداری سپرده‌های بلندمدت داشتند و این مقدمه ایجاد تقاضا برای دیگر دارایی‌ها، کالاهای، خدمات و در نتیجه صعود قیمت‌ها بود.

چرا باید بانک مرکزی نرخ سود را بدون توجه به شرایط اقتصاد کاهش دهد؟ اگر روند فروش ارز توسط بانک مرکزی نیز در نظر گرفته شود، بزرگی این اشتباه بیشتر نمایان می‌شود. براساس جدول تراز پر داخت‌ها که توسط بانک مرکزی می‌شود، بانک مرکزی از افزایش تقاضا برای ارز مطلع بوده است. جدول تراز پرداخت‌ها که هر ماه تهیه می‌شود نشان می‌دهد که فروش ارز توسط بانک مرکزی برای تثبیت نرخ در بازار روند صعودی داشته است؛ بنابراین با توجه به رشد نقدینگی و رشد تقاضا برای ارز نمی‌توان منطق کاهش نرخ سود را توسط بانک مرکزی توجیه کرد. به عبارتی دیگر، در شرایطی که اقتصاد نیازمند سیاست گذاری بود که با سیاست گذاری هدفمند دامنه التهابات بازارها را کاهش دهد، عملکرد او زمینه را برای تشدید التهابات بیشتر کرد.

روند اشتباهات در سیاست گذاری به اینجا ختم نمی‌شود. بعد از اوج گیری قیمت‌ها در بازار مسکن و ارز، بانک مرکزی در بهمن‌ماه سال گذشته نرخ سود گواهی سپرده را به شدت افزایش داد. اگر چه افزایش ۵ درصدی نرخ سود بر بخش بانکی اثری بزرگ داشت اما این سیاست برای دو هفته اجرا شد. بعد از این سیاست نیز، بانک مرکزی با پیش فروش سکه باعث کاهش ذخایر بانک و توزیع رانت شد.

در حالی که استقبال مردم از ابتدا نشان می‌داد که قیمتی اشتباه برای پیش فروش سکه انتخاب شده اما پیش فروش سکه موج گسترده تقاضا را به مدت چندماه مشاهده کرد و متوقف نشد. اقدامات یک سال گذشته مشخص می‌کند که سیاست گذار و بخش‌های مسوول در این حوزه سیاست مشخصی برای مدیریت انتظارات مردم و بنگاه‌های اقتصادی ندارد و هر بار با اقداماتی خلق الساعه شوکی بزرگ به اقتصاد وارد می‌کند. آیا سیاست گذار در دوره جدید سیاست‌های بهتری اتخاذ می‌کند و منطق سیاست گذاری‌ها را با مردم به اشتراک می‌گذارد؟

نگاهی به علل رکوردشکنی شاخص کل بورس

شیوه سازمان بورس در ارزش گذاری سهام



مهدی الیاسی، روزنامه نگار

این موضوع دو علت اساسی دارد. یکی رشد قیمت دلار و دیگر مفهومی تحت عنوان ارزش جایگزینی که در ادامه به هر دو موضوع خواهیم پرداخت.

رشد قیمت دلار و شرکت‌های صادرات‌محور

یکی از دو علت اصلی رشد قیمت سهام و رشد چشم‌گیر شاخص کل، افزایش افسار گسیخته قیمت دلار از ابتدای امسال تا کنون بوده است. امری که تأثیر مستقیم و بی‌واسطه خود را بر پیش بینی سود (EPS) شرکت‌های صادرات‌محور نشان داده است. در واقع بهم ریختگی بازار دلار هر تأثیر منفی که تا کنون بر زندگی، نرخ تورم، قدرت خرید و معشیت مردم داشته است اما اگر تنها یک حسن بتوان برای آن برشمرد، افزایش روزافزون انگیزه برای صادرات بوده است. چرا که این روزها دلار صادراتی برای صادرکنندگان بسیار شیرین و دلچسب است. دولت در ابتدا با وضع قیمت دستوری ۴۲۰۰ تومان برای دلار، صادرکنندگان محصولات پتروشیمی، فولاد و مواد معدنی را ملزم به فروش دلارهای صادراتی به قیمت ۴۲۰۰ تومان کرده بود اما با عیان شدن مشکلات و رانت‌های حاصل از این تصمیم، به تدریج این محدودیت برای تولید کنندگان محصولات پتروشیمی و فولادی و معدنی لغو شد و با به

رسمیت شناختن بازار ثانویه و بازار آزاد ارز، مابه‌التفاوت دلار ۴۲۰۰ تومانی و بازار ثانویه، به جای دلان، نصیب تولید کنندگان پتروشیمی و فولاد و مواد معدنی شد. نتیجه مسقیم این تصمیم، تعدیل و افزایش قابل توجه پیش بینی سود این شرکت‌ها بود.

نگاهی به فهرست شرکت‌هایی که در ۳ ماه گذشته بیشترین تأثیر را بر رشد شاخص کل داشته‌اند نشان می‌دهد پتروشیمی‌ها، فولادسازان و معدنی‌ها همواره صدرنشین این جدول بوده‌اند. از سوی دیگر افزایش قیمت دلار، اساساً صادرات را موجه‌تر از همیشه کرده است و بسیاری از فعالان سایر بخش‌های صنعتی و خدماتی به دنبال یافتن بازارهای جدید صادراتی هستند به نحوی که پیش بینی می‌شود با تداوم وضعیت کنونی قیمت دلار، میزان صادرات کالا و خدمات ایران امسال از مرز ۸۰ میلیارد دلار عبور کند.

از این رو قیمت دلار و افزایش بازدهی شرکت‌های صادرات‌محور، یکی از دو علت اصلی افزایش قیمت سهام و رکوردشکنی شاخص کل است. این روزها اگر قصد خرید سهام در بورس را دارید حتماً نگاهی به صورت‌های مالی شرکت‌هاییندازید. اگر شرکتی در بخش صادرات فعال بود، خرید سهام آن را بر سایر شرکت‌ها ترجیح دهید. با توجه به

اگر قصد خرید سهام در بورس را دارید حتماً نگاهی به صورت‌های مالی شرکت‌هاییندازید. اگر شرکتی در بخش صادرات فعال بود، خرید سهام آن را بر سایر شرکت‌ها ترجیح دهید. با توجه به قیمت کنونی دلار، که رشد آن به روزهای آینده متصور است، قطعاً ارزش این سهام رشد مناسبی را تجربه خواهد کرد

قیمت کنونی دلار، که رشد آن به بالای ۲۰ هزار تومان نیز در روزهای آینده متصور است، قطعاً ارزش این قبیل سهام رشد مناسبی را تجربه خواهد کرد.

ارزش جایگزینی دارایی‌ها

رشد قیمت دلار و افزایش سوددهی شرکت‌های صادراتی از قبیل پتروشیمی‌ها، فولادی‌ها و معدنی‌ها کاملاً موجه به نظر می‌رسد و درباره آن نیز در چند ماه گذشته بسیار سخن گفته شده است. اما این روزها بسیاری می‌پرسند چرا قیمت سهام کارخانه‌ها و شرکت‌هایی که هیچ صادراتی ندارند و در نتیجه رشد قیمت دلار تأثیری در میزان

سوددهی آنان ندارد و از سوی دیگر با زیان انباشته قابل توجه مواجه هستند، رشد بالا و حتی در برخی موارد رشد چهار برابری داشته است؟

علت این مساله استفاده از مفهوم ارزش جایگزین در ارزش گذاری سهام شرکت‌هاست. در این شیوه ارزش گذاری قیمت سهام گفته می‌شود: درست است که فلان شرکت مطابق با صورت سود و زیان خود، فلان مقدار زیان انباشته دارد اما در صورتی که این شرکت تعطیل شود و با توجه به نیاز کشور به محصولات آن، کارخانه‌ای جدید تأسیس شود، چقدر هزینه احداث آن شرکت، کارخانه یا بانک است؟ در بسیاری از موارد قطعاً میزان زیان انباشه از هزینه تأسیس مجدد آن کارخانه بسیار بیشتر است. مثلاً در حال حاضر یک شرکت خودرو ساز شناخته شده در ایران، زیان انباشته‌ای قابل توجه دارد اما هزینه احداث مجدد آن ده‌ها برابر آن زیان انباشته است.

ارزش جایگزینی در واقع ارزش جایگزینی دارایی‌هاست. در این شیوه در صورت‌های مالی به جای توجه به صورت سود و زیان شرکت، به ترازنامه و میزان دارایی‌های یک شرکت توجه می‌شود. در واقع ارزش جایگزینی شیوه‌ای حسابداری در ارزش گذاری سهام یک شرکت است. ارزش جایگزینی ارزش هر بر که سهم یک شرکت است در صورتی که فرض کنیم، در همین تاریخ، قصد راه اندازی همین شرکت را، با همین وضعیت داریم.

حال شروع به محاسبه منابع لازم و صرف هزینه‌های مورد نیاز برای راه اندازی مجدد شرکت می‌کنیم. پس از محاسبه کل منابع صرف شده برای راه اندازی شرکت فرضی جدید، مجموع این منابع را، بر تعداد سهام تقسیم کرده و ارزش هر سهم شرکت، که معادل ارزش جایگزینی است را، به دست می‌آوریم. اگر فرض کنیم شرکت سهامی الف که ۳ سال پیش تأسیس شده، قصد جایگزینی دارایی‌های خود را به تاریخ امروز داشته باشد، به مبلغی که باید بپردازد تا بتواند همان دارایی را تهیه کند، ارزش جایگزینی گفته می‌شود.

ارزش جایگزینی، ارزش یک سهم شرکت است به‌طوری که یک شرکت دقیقاً مانند همان شرکت در تاریخ محاسبه، ایجاد شود. چنانچه شرکت قصد فروش دارایی خود را داشته باشد، از این طریق می‌تواند سود غیر عملیاتی خود را شناسایی کند. سود به دست آمده به روند کلی و اصلی فعالیت شرکت ارتباط ندارد.

دومین دلیل اصلی که این روزها شاهد رشد چشم‌گیر شاخص کل و افزایش قیمت سهام شرکت‌های بی‌ارتباط با صادرات هستیم استفاده سازمان بورس از مفهوم ارزش جایگزین در ارزش گذاری قیمت سهام شرکت‌هاست. در این شیوه محاسبه، وضعیت ارزش سهام شرکت‌های زیان‌ده با توجه به میزان دارایی‌هایشان، محاسبه می‌شود و نه میزان زیان انباشته

بر اساس این روش، تمام هزینه‌های تأسیس و راه اندازی مجدد شرکت تا شرایط کنونی آن، برآورد شده و بر تعداد سهام منتشر شده تقسیم می‌شود. در این ارزیابی باید دقت کنیم که دارایی‌هایی نظیر زمین، تجهیزات و املاک (دارایی‌های ثابت) به قیمت روز آن‌ها در نظر گرفته شوند.

برای محاسبه ارزش جایگزینی سهام یک شرکت، ابتدا دارایی‌های ثابت شامل اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به نرخ روز ارزیابی می‌شوند. دلیل اینکه ارزش روز این دارایی‌ها باید محاسبه شود آن است که با گذشت زمان و به‌خصوص در شرایطی خاص مانند تورم، ارزش روز دارایی‌ها با ارزش دفتری آن‌ها متفاوت خواهد شد. پس از آن باید دارایی‌های جاری مانند مطالبات و اقلام ذخیره مالیاتی و هم بر مبنای ارزش روز، مورد ارزیابی قرار بگیرد. برای محاسبه حقوق صاحبان سهام، پس از ارزیابی‌های فوق و جایگزین کردن مقادیر آن در ترازنامه، بدهی‌ها را از دارایی‌ها کسر می‌کنیم. با تقسیم عدد حاصل شده بر تعداد سهام منتشر شده، ارزش جایگزینی به ازای هر سهم به دست می‌آید.

دومین دلیل اصلی که این روزها شاهد رشد چشم‌گیر شاخص کل و افزایش قیمت سهام شرکت‌های بی‌ارتباط با صادرات هستیم استفاده سازمان بورس از مفهوم ارزش جایگزین در ارزش گذاری قیمت سهام شرکت‌هاست. در این شیوه محاسبه، وضعیت ارزش سهام شرکت‌های زیان‌ده با توجه به میزان دارایی‌هایشان، محاسبه می‌شود و نه میزان زیان انباشته. امری که نتیجه آن رشد قابل توجه قیمت سهام این شرکت‌ها بوده است.



می‌دهند که تقریباً هیچ اختلاف قیمتی با نرخ بازار آزاد ندارد و البته همه روزه این ارز را به فروش نمی‌رسانند.

ناچیز بود، اما به مرور افزایش یافته است. در کنار بانک‌های خارجی صرافی‌ها نیز در بازار ارائه ارز خدماتی از جمله مسافرتی را انجام

است. در حال حاضر با توجه به قیمت یورو که در بازار به حدود ۱۸ هزار تومان می‌رسد اختلاف ارزش مسافرتی ارائه شده در بانک‌ها و بازار آزاد نزدیک به ۱۲۰۰ تومان و حتی بالاتر است.

بانک‌های عامل ارزش مسافرتی را برای کشورهای همسایه تا ۵۰۰ یورو و سایر کشورهای تا هزار یورو پرداخت می‌کنند که نرخ روزانه آن از سوی بانک مرکزی و تقریباً هم سطح با قیمت بازار تعیین می‌شود.

این در شرایطی است که در مدتی که پرداخت ارز در بانک‌ها در بسته جدید ارزی آغاز شده، در ابتدا اختلاف نرخ با بازار آزاد

افزایش تقاضا و همچنین نوسان زیاد قیمتی در روزهای اخیر از جمله عواملی است که از سوی شعب به عنوان عامل توقف ارائه ارز مسافرتی اعلام می‌کنند.

اما در یکی دیگر از بانک‌ها که پرداخت ارز متوقف نیست، این جریان به سختی انجام شده و با تشکیل صف‌های طولانی همراه است. برای یورو به عنوان ارز مرجع پرداختی به مسافران، حدود ۱۶۸۰۰ تومان نرخ تعیین شده و با توجه به از دحام جمعیت برای خرید، از ساعت ۷:۳۰ صبح دیروز تمام نوبت‌ها پر شده بود و البته این روال از روزهای گذشته نیز در جریان بوده

ارائه ارز مسافرتی در بانک‌ها که طی مدت اخیر در دو بانک آغاز شده بود، اما اکنون با توجه به نوسان قیمت ارز فقط در یکی از بانک‌ها انجام می‌شود. از سویی دیگر اختلاف نرخ بین بازار و بانک تا ۱۲۰۰ تومان در هر یورو رسیده است.

به گزارش ایسنا، دیروز (سه‌شنبه) بررسی میدانی شعب دو بانک ارائه‌کننده ارز مسافرتی از این حکایت داشت که پرداخت ارز از روز دوشنبه در یکی از این بانک‌ها متوقف شده و قیمتی برای آن تعیین نمی‌شود. طبق گفته مسئولان شعبه پرداخت ارز تا اطلاع ثانوی متوقف است. این در حالی است که

محدودیت پرداخت ارز مسافرتی به یک بانک