

تحلیلی بر وضعیت بازار سکه؛  
بررسی اقدامات دولت و ارائه پیشنهادهای تکمیلی

معاونت پژوهش‌های اقتصادی  
دفتر: مطالعات اقتصادی

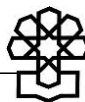
کد موضوعی: ۲۲۰  
شماره مسلسل: ۱۶۰۰۹

تیرماه ۱۳۹۷

به نام خدا

### فهرست مطالب

۱.....	چکیده.....
۲.....	مقدمه.....
۳.....	تحلیلی بر وضعیت بازار سکه.....
۱۰.....	آغاز همکاری بانک مرکزی و سازمان بورس در مدیریت بازار سکه.....
۱۸.....	جمع‌بندی.....



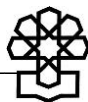
## تحلیلی بر وضعیت بازار سکه؛ بررسی اقدامات دولت و ارائه پیشنهادهای تکمیلی

### چکیده

بازار سکه طی ۹ ماهه اخیر شاهد تحولات قابل توجهی بود که رشد ۱۳۰ درصدی قیمت سکه را رقم زد. این افزایش قیمت را می‌توان در یک تقسیم‌بندی و با تفکیک عوامل مؤثر بر تقاضا و عرضه سکه، توضیح داد. افزایش قیمت دلار، ممنوعیت معامله ارزهای خارجی و سرازیر شدن تقاضای سفته‌بازی به بازار سکه، عوامل انتظاری حاصل از خروج ایالات متحده آمریکا از برجام و رشد افسارگسیخته نقدینگی در سنوات اخیر، مهمترین عوامل مؤثر بر تقاضای سکه قلمداد می‌شوند. علاوه بر این، محدودیت ذخایر بانک مرکزی در استفاده از روش‌های سنتی و توقف پیش‌فروش سکه و عدم مداخله بانک مرکزی در بازار گواهی سپرده سکه و بازار آتی سکه به‌عنوان مهمترین عوامل مؤثر بر عرضه بازار سکه، زمینه‌ساز رشد قابل توجه قیمت سکه در ماه‌های اخیر شده‌اند. درحالی که بانک مرکزی برای مهار افزایش قیمت سکه اقدام به پیش‌فروش بیش از هفت میلیون و ششصد هزار سکه (معادل ۶۲ تن طلا)، نموده که در مهار قیمت سکه توفیق نیافته است. در این گزارش پیشنهاد شده است بانک مرکزی با توسعه همکاری‌های آغاز شده با بورس کالا، ابزارهای در اختیار خود را برای مدیریت بازار سکه گسترش دهد. بازارگردانی در بازار اوراق سلف استاندارد سکه و همچنین حضور و بازارگردانی در بازار آتی سکه از جمله اقداماتی است که در این راستا می‌توان از بانک مرکزی انتظار داشت.

## مقدمه

سکه طلا به دلیل ویژگی‌های منحصر به فردی که دارد (اعم از ارزش ذاتی، استاندارد بودن، هزینه کم نگهداری و عدم نیاز به تخصص به دلیل کم بودن ریسک جعل، امکان استفاده به عنوان هدیه و ...)، همواره به عنوان یک دارایی جذاب مورد توجه عموم مردم بوده است. در ۹ ماهه اخیر شاهد التهابات زیادی در بازار سکه بوده‌ایم و قیمت سکه بهار آزادی طی این مدت با رشد ۱۳۰ درصدی از یک میلیون و دویست هزار تومان تا نزدیک به سه میلیون تومان افزایش یافته است. دو فاکتور اصلی قیمت جهانی طلا و قیمت ارز در داخل کشور، قیمت طلا و سکه را در ایران تعیین می‌کند. نکته قابل توجه این است که در این مدت، با وجود اینکه قیمت جهانی طلا روند نزولی داشته است، اما به علت افزایش قیمت ارز و نیز انتظار افزایش بیشتر آن در آینده، قیمت سکه افزایش قابل توجهی را تجربه کرده است و در حال حاضر (پایان روز هشتم تیر) قیمت سکه بهار آزادی دو میلیون و نهصد هزار تومان است که براساس قیمت جهانی طلا و دلار بانک مرکزی (۴,۲۶۱ تومان) حدود یک میلیون و هفتصد هزار تومان حباب دارد، یعنی قیمت بازاری آن بیشتر از ارزش ذاتی است. همچنین براساس قیمت غیررسمی دلار بازار آزاد (۸,۲۰۰ تومان) نیز حدود پانصد هزار تومان حباب دارد. در واقع در حال حاضر گویی قیمت سکه، با دلار ۹۹۰۰ تومان محاسبه شده است.



## تحلیلی بر وضعیت بازار سکه

در ماه‌های پایانی سال ۱۳۹۶ و نیز از ابتدای سال ۱۳۹۷، بازار ارز کشور با تلاطمات قابل توجهی همراه بود و نرخ ارز در بازار آزاد طی سه‌ماهه منتهی به ۲۰ فروردین‌ماه ۱۳۹۷، بیش از ۳۰ درصد افزایش یافت و به نزدیک ۶۰۰۰ تومان رسید. در این تاریخ دولت سیاست تک‌نرخ‌ی کردن نرخ ارز (۴۲۰۰ تومان برای هر دلار) را اتخاذ کرد و هرگونه معامله در بازار آزاد را مصداق قاچاق دانست و تلاش کرد با آن مبارزه کند. با وجود این در اواخر خردادماه نرخ ارز بازار آزاد به حدود ۹۰۰۰ تومان رسید.

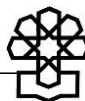
علل افزایش نرخ ارز همان‌طور که در گزارش ۱۵۸۶۶ مرکز پژوهش‌ها به تفصیل تشریح شده است، را باید در دو دسته عوامل زمینه‌ای و تشدیدکننده پیگیری کرد. مهمترین عامل زمینه‌ای که در طول سالیان گذشته ایجاد شده و کشور را در همه زمینه‌ها آسیب‌پذیر کرده است، عبارت است از: رشد افسارگسیخته نقدینگی؛ اما عواملی که به تشدید افزایش نرخ ارز منجر شدند براساس روند تاریخی، عبارتند از: افزایش شدید خروج سرمایه به‌واسطه نااطمینانی در فضای اقتصادی کشور، ایجاد محدودیت‌های جدید در مسیرهای نقل‌وانتقال ارزی کشور و خروج آمریکا از برجام در ۱۸ اردیبهشت‌ماه و آغاز دوران جدید تحریم‌های یکجانبه این کشور در دو مقطع ۱۵ مردادماه (پایان دوره ۹۰ روزه) و ۱۳ آبان‌ماه ۱۳۹۷ (پایان دوره ۱۸۰ روزه)، کاهش چشمگیر عرضه ارز مداخله‌ای در بازار توسط بانک مرکزی پس از ۲۰ فروردین‌ماه و کاهش عرضه ارز حاصل از صادرات توسط صادرکنندگان غیرنفتی به‌علت تکلیف به فروش به نرخ ۴۲۰۰ تومان و امنیتی شدن بازار آزاد ارز به‌علت قاچاق اعلام شدن آن. افزایش ریسک معامله همزمان با افزایش نرخ

ارز در بازار آزاد به افزایش قیمت سکه بهار آزادی نیز منجر شد و در اواخر خردادماه با افزایش ۱۳۰ درصدی نسبت به ۹ ماه گذشته به حدود سه میلیون تومان رسید.

بانک مرکزی در اواخر بهمن‌ماه ۱۳۹۶ همزمان با فرصت دوهفته‌ای برای افتتاح سپرده با نرخ ۲۰ درصد، اقدام به پیش‌فروش سکه با نرخ قطعی در سررسید ۶ و ۱۲ ماهه و حراج سکه در بانک کارگشایی کرد. همچنین در ۲۰ فروردین‌ماه ۱۳۹۷ نیز همزمان با اعلام تک‌نرخ شدن ارز در نرخ ۴۲۰۰ تومان، اقدام به پیش‌فروش سکه در سررسیدهای ۱ تا ۲۴ ماهه نمود. قیمت پیش‌فروش قطعی سکه در سررسید یک‌ماهه، یک میلیون و ۵۹۰ هزار و در سررسید دوساله برابر یک میلیون و ۱۶۰ هزار تومان بود. از ۲۸ بهمن‌ماه ۱۳۹۶ تا ۱۷ اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۷، بیش از هفت میلیون و ششصد هزار سکه پیش‌فروش شد که بالغ بر ۶۲ تن طلا برای ضرب آنها نیاز خواهد بود.<sup>۱</sup> حدود ۱۴۰ هزار شخص حقیقی در این پیش‌فروش مشارکت داشتند.<sup>۲</sup>

۱. حجم نقدینگی جمع‌آوری شده بالغ بر ۱۰/۸ هزار میلیارد تومان بوده است که تقریباً معادل ۰/۷ درصد از کل نقدینگی بوده است. شایان ذکر است پنج میلیون و نهصد هزار قطعه سکه تا پایان سال ۱۳۹۷ باید تحویل خریداران شود.

۲. به‌طور میانگین هر نفر ۵۲ سکه خریداری کرده است. براساس اعلام شرکت بورس کالا، ۵۰ نفر ۵ درصد از کل سکه‌ها (۲۸۰۰۰۰۰ قطعه سکه) را خریداری نموده‌اند یعنی به‌طور میانگین هر نفر ۷۶۰۰ عدد سکه. شایان ذکر است اشخاص حقوقی امکان پیش‌خرید سکه نداشتند.

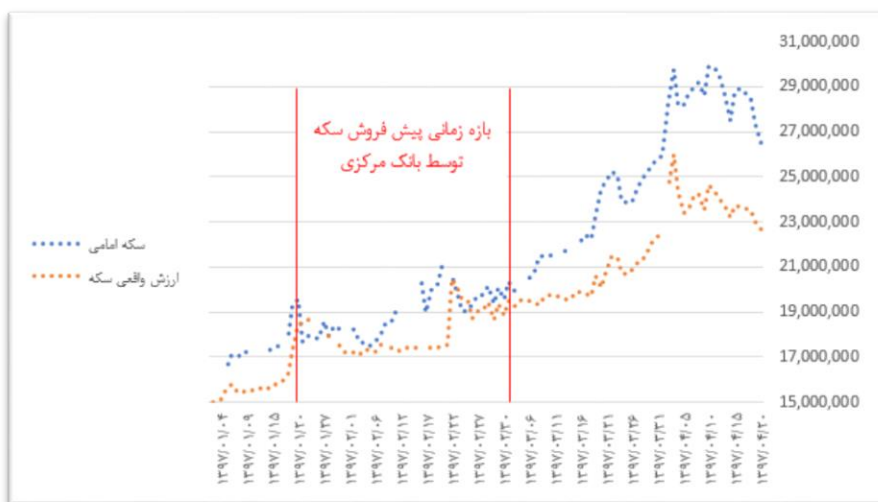


جدول ۱. اطلاعات سکه‌های پیش‌فروش شده

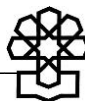
نقدینگی جمع‌آوری شده (میلیون تومان)	بهای هر قطعه (تومان)	تعداد		دوره سررسید	نوع پیش‌فروش
۱.۲۷۰.۴۱۰	۱.۵۹۰.۰۰۰	۷۹۹.۰۰۰	۷۹۹.۰۰۰	اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۷	یک‌ماهه
۱.۰۲۶.۴۱۰	۱.۵۴۰.۰۰۰	۶۶۶.۵۰۰	۶۶۶.۵۰۰	تیرماه ۱۳۹۷	سه‌ماهه
۴۰۸.۸۰۰	۱.۴۰۰.۰۰۰	۲۹۲.۰۰۰	۲.۸۵۲.۰۰۰	مردادماه ۱۳۹۷	۶‌ماهه
۵۱۲.۴۰۰	۱.۴۰۰.۰۰۰	۳۶۶.۰۰۰		شهریورماه ۱۳۹۷	
۱.۸۷۲.۵۸۵	۱.۴۵۵.۰۰۰	۱.۲۸۷.۰۰۰		مهرماه ۱۳۹۷	
۱.۳۳۷.۸۲۵	۱.۴۷۵.۰۰۰	۹۰۷.۰۰۰		آبان‌ماه ۱۳۹۸	
۹۸.۷۰۰	۱.۴۱۰.۰۰۰	۷۰.۰۰۰	۸۲۸.۰۰۰	دی‌ماه ۱۳۹۷	۹‌ماهه
۱.۰۶۸.۷۸۰	۱.۴۱۰.۰۰۰	۷۵۸.۰۰۰		بهمن‌ماه ۱۳۹۷	
۱۰۴.۰۰۰	۱.۳۰۰.۰۰۰	۸۰.۰۰۰	۲.۰۳۷.۰۰۰	بهمن‌ماه ۱۳۹۷	یک‌ساله
۸۸۰.۱۰۰	۱.۳۰۰.۰۰۰	۶۷۷.۰۰۰		اسفندماه ۱۳۹۷	
۱.۱۸۱.۸۸۰	۱.۳۴۰.۰۰۰	۸۸۲.۰۰۰		فروردین‌ماه ۱۳۹۸	
۵۳۷.۳۰۰	۱.۳۵۰.۰۰۰	۳۹۸.۰۰۰		اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۸	
۲۹.۲۵۸	۱.۲۴۵.۰۰۰	۲۳.۵۰۰	۶۵.۵۰۰	مهرماه ۱۳۹۸	۱۸‌ماهه
۵۲.۲۹۰	۱.۲۴۵.۰۰۰	۴۲.۰۰۰		آبان‌ماه ۱۳۹۸	
۱۷۱.۶۸۰	۱.۱۶۰.۰۰۰	۱۴۸.۰۰۰	۴۰۸.۰۰۰	فروردین‌ماه ۱۳۹۹	دو‌ساله
۳۰۱.۶۰۰	۱.۱۶۰.۰۰۰	۲۶۰.۰۰۰		اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۹	
۱۰.۸۵۴.۰۱۸			۷.۶۵۶.۰۰۰	مجموع	

در اواخر اردیبهشت‌ماه عرضه سکه توسط بانک مرکزی از طریق پیش‌فروش و حراج کاملاً متوقف شد. بعد از این تاریخ التهابات در بازار سکه افزایش یافت و حساب سکه به بیشترین میزان خود رسید. حتی تحویل زودتر از موعد حدود ۸۰۰ هزار سکه سررسید اردیبهشت‌ماه هم نتوانست اثر چندانی بر بازار سکه بگذارد، چون بخش قابل توجهی از آن توسط خریداران کماکان نگهداری شده و به بازار عرضه نشد.

### نمودار فاصله ارزش واقعی و بازاری سکه از ابتدای سال ۱۳۹۷



یکی دیگر از دلایل التهاب در بازار سکه این بود که معامله ارزهای خارجی حتی توسط صرافی‌ها در مصوبه ۲۰ فروردین‌ماه غیرقانونی و قاچاق اعلام شد و تا چندین هفته در قالب اقدامات امنیتی و پلیسی این موضوع پیگیری شد. همین موضوع باعث شد بخش



قابل توجهی از تقاضای سفته‌بازی و تقاضای تبدیل دارایی که در بازار دلار و سایر ارزها وجود داشت به بازار سکه و طلا سرازیر و بازار سکه ملتهب شود. خروج آمریکا از برجام نیز بر شدت التهاب افزود و باعث شد سکه بهار آزادی در یک دوره ۵۰ روزه (۱۹ اردیبهشت‌ماه تا ۹ تیرماه) از حدود دو میلیون تومان با ۵۰ درصد افزایش به حدود سه میلیون تومان برسد.

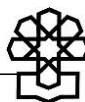
**در حال حاضر (پایان روز ۸ تیرماه) قیمت سکه بهار آزادی دو میلیون و نهصد هزار تومان است که براساس قیمت جهانی طلا و دلار بانک مرکزی (۴۲۶۱ تومان) حدود یک میلیون و هفتصد هزار تومان حباب دارد، یعنی قیمت بازاری آن بیشتر از ارزش ذاتی است. همچنین براساس قیمت غیررسمی دلار بازار آزاد (۸,۲۰۰ تومان) نیز حدود پانصد هزار تومان حباب دارد. در واقع در حال حاضر گویی قیمت سکه، با دلار ۹,۹۰۰ تومان محاسبه شده است.**

همان‌طور که در نمودار فوق قابل مشاهده است، حباب مثبت در قیمت سکه که در یک‌ماه گذشته شاهد بوده‌ایم، بی‌سابقه بوده است و می‌تواند به افزایش التهابات بازار ارز و به تبع آن سایر بازارها منجر شود. به‌عنوان مثال در تاریخ ۲۰ خردادماه ۱۳۹۷ دلار آزاد ۶۴۰۰ تومان و سکه دوونیم میلیون تومان در حال معامله بود. سکه با این قیمت ۵۰۰ هزار تومان با ارزش ذاتی خود فاصله داشت و با توجه به عدم انجام اقدام مؤثر جهت تخلیه حباب سکه، دلار تا ۹۰۰۰ تومان افزایش پیدا کرد؛ با افزایش قیمت دلار به ۹۰۰۰ تومان، سکه نیز به حوالی مرز تاریخی سه میلیون تومان رسید که حباب حدود ۵۰۰ هزار تومانی خود را حفظ کرد. شایان ذکر است در صورت عدم انجام اقدام مؤثر، این التهابات روزافزون ادامه خواهد داشت.

یکی دیگر از دلایل التهاب بازار، فقدان بازارهای متشکل و عمیق است. در این شرایط است که تعداد معدودی معامله‌گر در بازار افشار یا سبزه میدان تهران می‌توانند با معاملات کاغذی<sup>۱</sup> مسیر بازار و قیمت سکه را تعیین کنند. حتی بازار آتی سکه<sup>۲</sup> که در بورس کالا فعال است، هم بسیار کوچک است و مجموعاً حدود ۹ هزار موقعیت باز معادل ۹۰ هزار سکه طلا را شامل می‌شود که معادل ریالی آن کمتر از ۳۰۰ میلیارد تومان خواهد بود.<sup>۳</sup> در این بازارها با نقدینگی اندک می‌توان مسیر قیمت را تعیین کرد. عدم حضور بانک مرکزی به‌عنوان تنظیم‌گر بازار سکه در این بازارها این موضوع را تشدید کرده است. در حال حاضر (پایان ۸ تیرماه ۱۳۹۷) قیمت آتی سکه با سررسید دی‌ماه ۱۳۹۷ برابر ۳۴۲۷۵۰۰ تومان است که با ارزش ذاتی فعلی سکه حدود یک میلیون تومان (بیش از ۴۰ درصد) اختلاف دارد.

در جدول زیر جمع‌بندی دلایل افزایش قیمت سکه طلا آمده است:

۱. در بازار طلا (اعم از آب‌شده و سکه) و بازار ارز، معامله‌گرانی هستند که به خرید و فروش طلا (یا ارز) به‌صورت روزانه، هفتگی و ماهیانه اقدام می‌کنند؛ بدون اینکه فروشنده کالایی را به خریدار تحویل دهد و خریدار مبلغی را به‌عنوان ارزش معامله به فروشنده بپردازد، بلکه صرفاً مابه‌التفاوت قیمت بین طرفین ردوبدل می‌شود، انواع معاملات در این بازار عبارت است از: امروزی، فردایی، شبیه‌ای، شنا و معکوس.
۲. قرارداد آتی سکه از مشتقات مالی برپایه سکه طلا می‌باشد که در آن خریدار و فروشنده در لحظه حال تحت یک قرارداد استاندارد و از پیش تعیین‌شده با گذاشتن وجه تضمین، سکه را برای آینده معامله می‌کنند. هدف این ابزار پوشش ریسک فعالان دارایی پایه از نوسانات قیمت در آینده است. در بازار آتی طرفین قرارداد به‌صورت روزانه از افزایش یا کاهش قیمت منتفع یا متضرر می‌شوند و مابه‌التفاوت تسویه می‌شود. در سررسید قرارداد آتی در صورتی‌که طرفین با اتخاذ موقعیت مقابل اقدام به خروج از بازار نکرده باشند، می‌توانند اقدام به تسویه نقدی یا تحویل فیزیکی دارایی پایه نمایند.
۳. با توجه به اهرمی بودن بازار آتی کل سرمایه درگیر این بازار حدود ۱۵۰ میلیارد تومان است.



## جدول ۲. دلایل افزایش قیمت سکه

<p><b>زمینه‌ای</b></p> <p>– رشد افسارگسیخته نقدینگی بدون تناسب با عوامل بنیادین اقتصاد</p>	<p><b>سمت تقاضا</b></p>
<p><b>تشدیدکننده</b></p> <p>– افزایش قیمت دلار</p> <p>– عوامل انتظاری</p> <p>– خروج آمریکا از برجام و آغاز دور جدید تحریم‌ها و پیش‌بینی افزایش بیشتر قیمت‌ها</p> <p>– افزایش تقاضای تبدیل دارایی با هدف حفظ ارزش دارایی‌ها با توجه به پیش‌بینی تورم و کاهش ارزش ریال</p> <p>– افزایش تقاضای سفته‌بازی به‌علت پیش‌بینی بازدهی قابل توجه و نیز قاچاق اعلام شدن معامله ارزهای خارجی</p> <p>– عدم جلوگیری از فعالیت بازار معاملات کاغذی توسط نهادهای انتظامی</p>	
<p><b>زمینه‌ای</b></p> <p>– محدودیت ابزارهای بانک مرکزی برای تنظیم بازار به روش‌های سنتی مانند پیش‌فروش سکه و حراج و عدم مداخله در بازار گواهی سپرده سکه و بازار آتی سکه</p>	<p><b>سمت عرضه</b></p>
<p><b>تشدیدکننده</b></p> <p>– توقف عرضه سکه توسط بانک مرکزی (در قالب پیش‌فروش و حراج)</p> <p>– عدم عرضه سکه توسط سایر دارندگان به‌علت پیش‌بینی افزایش قیمت</p>	

با توجه به وجود ابزارهای متنوع معاملاتی در بازار سرمایه ایران، امکان استفاده از این ابزارها در جهت کمک به تعدیل بازار سکه طلا و کاستن از هیجانات موجود در این بازار وجود دارد. با توجه به محدودیت منابع طلای بانک مرکزی نمی‌توان با تزریق سکه فیزیکی التهاب بازار سکه را کاهش داد؛ همچنین در شرایطی که کشور در آستانه دوره جدید تحریم‌ها از جمله تحریم فلزات گرانبها قرار دارد و از سوی دیگر با مداخله‌های ریالی در بازار آتی سکه، امکان کنترل بازار وجود دارد؛ کنترل بازار با استفاده از ذخایر طلای

کشور به مصلحت نخواهد بود. در حال حاضر امکان استفاده از چهار اوراق بهادار مبتنی بر سکه طلا شامل گواهی سپرده سکه طلا،<sup>۱</sup> اوراق سلف موازی استاندارد<sup>۲</sup> سکه طلا، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر سکه طلا<sup>۳</sup> و قراردادهای آتی سکه طلا وجود دارد. هریک از این بازارها جذابیت‌ها و مزیت‌های خاص خود را دارند و می‌توانند بخشی از جامعه هدف را به خود جذب کنند.

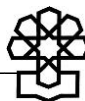
### آغاز همکاری بانک مرکزی و سازمان بورس در مدیریت بازار سکه

همان‌طور که گفته شد ابزارهای بانک مرکزی برای تنظیم بازار سکه به‌صورت سنتی محدود به پیش‌فروش و حراج سکه توسط بانک کارگشایی بوده است. لازمه استفاده از این ابزارها برای مدیریت بازار سکه، تحویل فیزیکی سکه طلا و به‌تبع کاهش ذخایر طلای بانک مرکزی است که در وضعیت فعلی کشور که در آستانه تحریم‌های مالی است، هزینه فرصت قابل توجهی به‌همراه خواهد داشت. به همین دلیل فعالان بورس و اهالی بازار

۱. «گواهی سپرده سکه» ورقه‌ای است بهادار که نشان‌دهنده مالکیت دارنده آن بر مقدار معینی کالای سپرده شده در انبار است؛ پشتوانه آن سکه‌هایی است که در انبارهای پذیرش شده در بورس کالا نگهداری می‌شود. دارنده اوراق گواهی سپرده سکه در صورت درخواست، می‌تواند در فردای روز درخواست، سکه خود را از انبار پذیرش شده در بورس تحویل بگیرد. مزایای گواهی سپرده سکه نسبت به سکه عبارتند از: امنیت، سهولت در معامله و کارمزد اندک، عدم نیاز به مراجعه حضوری و حمل فیزیکی کالا، کشف نرخ عادلانه در بورس توسط مکانیسم عرضه و تقاضا، دارا بودن قابلیت وثیقه برای اخذ تسهیلات، معافیت مالیاتی در معاملات (خرید و فروش).

۲. در قرارداد سلف، وجه معامله در ابتدا توسط خریدار به فروشنده پرداخت می‌شود و در سررسید، فروشنده عین کالا و محصولی که از قبل، شرایط و مشخصات آن مشخص گردیده است را به خریدار تحویل می‌دهد. در قرارداد سلف موازی استاندارد، خریدار این اختیار را دارد که قبل از تاریخ سررسید، قرارداد را به قیمت روز به شخص ثالث واگذار کند.

۳. یکی از انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که منابع جمع‌آوری شده ناشی از فروش واحدهای سرمایه‌گذاری را در گواهی سپرده سکه، قراردادهای آتی سکه، طلای ساخته نشده و... سرمایه‌گذاری می‌کند و تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار قرار دارد. تشویق سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها به‌جای خرید سکه طلا ریسک قاچاق طلا به خارج از کشور را کاهش داده و با توجه به مدیریت سبب دارایی توسط این صندوق‌ها، فشار بر روی بازار سکه را کاهش خواهد داد.



سرمایه از مدت‌ها قبل به بانک مرکزی پیشنهاد کردند از ابزارهای بازار سرمایه برای مدیریت بازار سکه استفاده کند. این تعامل در تاریخ دوم تیرماه به امضای تفاهمنامه‌ای بین بانک مرکزی و شرکت بورس کالا منجر شد؛ که براساس آن به خریداران سکه‌های پیش‌فروش شده توسط بانک مرکزی، اوراق مالی در قالب سلف موازی استاندارد سکه طلا تحویل خواهد شد و امکان معامله این اوراق قبل از سررسید برای آنها فراهم خواهد شد<sup>۱</sup> (پیش از این خریداران تا قبل از سررسید تحویل، امکان معامله ثانویه سکه را نداشتند). بر همین اساس از نماد «عسکه» در ۲۲ سررسید رونمایی و آماده معامله شد. این اقدام از این جهت حائز اهمیت است که عرضه این اوراق توسط دارندگان به کاهش التهاب بازار سکه منجر خواهد شد. همچنین براساس بند «و» این تفاهمنامه، بانک مرکزی به‌عنوان بازارگردان این اوراق تعیین شده است، به عبارت دیگر در صورت نیاز بانک مرکزی در همه سررسیدها آمادگی عرضه (پیش‌فروش سکه) به قیمت بازار را خواهد داشت. این امکان علاوه بر افزایش قدرت تنظیم‌گری، این فرصت را برای بانک مرکزی فراهم خواهد کرد که در صورت نیاز با قیمت مناسب‌تری اقدام به پیش‌فروش سکه کند.

---

۱. اوراق سلف موازی استاندارد سکه در سررسید، تبدیل به گواهی سپرده سکه طلا خواهند شد. گواهی سپرده سکه طلا ورقه‌ای است بهادار که نشان‌دهنده مالکیت دارنده آن بر سکه سپرده‌شده در انبار است و پشتوانه آن فیض انباری است که توسط انباردار (خزانه بانک رفاه و بانک سامان) صادر می‌شود؛ به همین دلیل می‌توان بیان کرد که این اوراق دارای پشتوانه صددرصدی سکه طلا هستند و در صورت درخواست دارنده مبنی بر تحویل فیزیکی سکه طی ۲۴ ساعت کارسازی خواهد شد. البته استفاده از این اوراق علاوه بر مزایایی که برای دارنده دارد اعم از امنیت بیشتر، هزینه نگهداری اندک، امکان توثیق و سهولت در معامله؛ به حفاظت از ذخایر طلاي بانک مرکزی منجر خواهد شد. در حال حاضر بیش از ۸۰ هزار قطعه سکه در خزانه‌های بورس کالا وجود دارد.

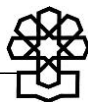
از آن جایی که حضور بانک مرکزی به عنوان بازارگردان در بازار آتی سکه مکمل بازار اوراق سلف است در بند «ح» تفاهمنامه مقرر شده است بانک مرکزی نتیجه بررسی خود را تا ۸ تیرماه به صورت مکتوب اعلام کند، ولی متأسفانه بانک مرکزی تاکنون اعلام آمادگی نکرده است.

امیدنامه عرضه و معامله اوراق سلف موازی استاندارد سکه طلا تهیه و به تأیید بانک مرکزی رسیده است و برای بانک مرکزی کد معاملاتی در بازار سرمایه ایجاد شده است. از ۱۴۰ هزار نفر خریدار سکه‌های پیش‌فروش شده حدود ۷۰ هزار نفر دارای کد بورسی بوده‌اند که این افراد حدود سه میلیون و چهارصد عدد سکه خریداری کرده‌اند. سکه‌های خریداری شده توسط این افراد تبدیل به اوراق سلف موازی استاندارد سکه شده است و در حساب کاربری آنها قابل معامله است. سایر خریداران هم با مراجعه به کارگزاری‌ها و ارائه گواهی پیش‌خرید سکه می‌توانند علاوه بر دریافت کد بورسی، گواهی پیش‌خرید خود را به اوراق سلف سکه تبدیل کنند.

با تلاش سازمان بورس و بورس کالا کلیه اقدامات فوق در کمتر از یک هفته انجام شد و بورس کالا آمادگی بازگشایی معاملات اوراق سلف سکه طلا را در زمان از پیش اعلام شده یعنی شنبه مورخ ۹ تیرماه داشت، ولی تاکنون به علت ابهام در مالیات سکه‌های پیش‌فروش شده و نیز عدم همکاری بانک مرکزی با شرکت بورس کالا این معاملات آغاز نشده است.

در صورت رفع ابهامات و همکاری بانک مرکزی، الزاماتی برای اثربخش بودن بازار اوراق سلف استاندارد سکه در راستای کاهش التهاب بازار سکه وجود دارد که در ادامه

تشریح خواهد شد:



### – اجتناب از هرگونه اظهارنظر که به اعتماد عمومی ضربه خواهد زد

مهمترین هدف در برنامه جدید بانک مرکزی این است که خریداران سکه، به حاکمیت اعتماد کنند و به جای تحویل گرفتن فیزیکی سکه طلا و معامله آن، گواهی سپرده سکه طلا را نگهداری و معامله کنند. لذا در صورت عدم اعتماد مردم به حاکمیت و ترجیح دادن دریافت فیزیکی سکه طلا، این برنامه بی اثر خواهد شد. به همین دلیل همه مسئولان و نمایندگان مجلس باید مراقب باشند که با اظهارنظر و عملکرد خود، اعتمادسازی نمایند و به اعتماد مردم ضربه نزنند. هرگونه اظهارنظر مانند اظهارات اخیر<sup>۱</sup> مبنی بر دریافت مالیات از خریداران سکه‌های پیش فروش شده و عدم تحویل فیزیکی سکه‌ها به بی‌اعتمادی مردم و بی‌اثر شدن ابزارهای حاکمیت منجر خواهد شد.

### – بازارگردانی بانک مرکزی در بازار اوراق سلف استاندارد سکه

به دلیل جدید بودن ابزار سلف سکه و عدم آشنایی دارندگان اولیه این اوراق با سازکارهای بازار سرمایه کشور و برای فراهم کردن نقدشوندگی لازم و مهمتر از آن جلوگیری از کشف نرخ‌های نامتناسب و حبابی، لازم است بانک مرکزی به‌عنوان بازارگردان وارد بازار شود. قبول رکن بازارگردان به‌معنای آمادگی بانک مرکزی برای پیش‌فروش مجدد سکه در سررسیدهای مختلف در صورت نیاز بازار است. انجام فعالیت بازارگردانی برای این اوراق

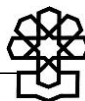
۱. برخی از مصادیق:

- سازمان امور مالیاتی: الزام به پرداخت مالیات ازسوی خریداران سکه‌های پیش‌فروش شده
- علی‌بختیار: تقدیم طرح دوفوریتی «ممنوعیت واگذاری سکه به‌صورت نامحدود» (بیش از ۱۰ عدد) به هیئت رئیسه مجلس
- تشکیل کارگروه ویژه برخورد با سوداگران ارز، سکه، خودرو و مسکن/ ایجاد پرونده مالیاتی برای متقاضیان سکه
- جلسه ویژه بررسی وضعیت شفافیت مالیاتی خریداران عمده سکه با حضور وزیر اقتصاد

توسط بانک مرکزی تا زمان عمیق شدن بازار و استقبال بازار از این اوراق یکی از مهمترین ملزومات اصلی موفقیت این طرح است. با توجه به فقدان بدنه کارشناسی و اجرایی آشنا به بازار سرمایه در داخل بانک مرکزی لازم است کمیته‌ای برای راهبری مداخلات بانک مرکزی در بازار سرمایه با حضور اشخاص مجرب ایجاد شود و براساس خطوط کلی تعیین شده، اقدامات مقتضی توسط شرکت‌های کارگزاری یا تأمین سرمایه‌های وابسته به بانک‌های دولتی از محل منابع داخلی بانک مرکزی در بازار انجام شود.

#### – حضور و بازارگردانی بانک مرکزی در بازار آتی سکه طلا

همان‌طور که گفته شد در بازار سرمایه کشور ابزارهای مالی مختلفی برای دادوستد سکه طلا وجود دارد که در حال حاضر گواهی سپرده سکه طلا، صندوق‌های سرمایه‌گذاری سکه طلا، سلف استاندارد و قراردادهای مشتقه سکه طلا را شامل می‌شود. در حال حاضر نرخ‌های کشف شده مربوط به گواهی سپرده سکه طلا متناسب با نرخ نقدی سکه طلا در خارج از بورس است و با توجه به این نکته که هر دو بازار سلف استاندارد سکه و قراردادهای آتی سکه طلا به صورت مدت‌دار هستند، انتظار می‌رود نرخ‌هایی که در این بازارها کشف خواهد شد، متناسب با یکدیگر باشند. بنابراین ضروری است بانک مرکزی برای مدیریت بهتر بازار سلف استاندارد سکه، در مواقع لازم و با توجه به نرخ‌های کشف شده در این بازار و بازار آتی سکه، مداخلات مقتضی را در این بازارها انجام دهد. شایان ذکر است با توجه به عمق کم بازار آتی (حدود ۹ هزار موقعیت باز معادل ۹۰ هزار سکه) مداخله بانک مرکزی در این بازار با هزینه بسیار اندک ممکن خواهد بود، زیرا اولاً به دلیل وضعیت اهرمی این بازار، بانک مرکزی یا کارگزاران این بانک کافی است وجه



تضمین را پرداخت کنند، نه قیمت سکه را و ثانیاً همه پرداخت‌ها به صورت ریالی خواهد بود و ذخایر طلای بانک مرکزی از این مداخلات متأثر نخواهد شد.

– هماهنگی بانک مرکزی و بورس کالا برای تحویل سکه‌ها در سررسید با استفاده از گواهی سپرده سکه

براساس برنامه بانک مرکزی در زمان پیش‌فروش سکه‌های طلا، مکان تحویل سکه به افراد همان شعبه بانک ملی است که فرد از طریق آن اقدام به پیش‌خرید سکه کرده است. با توجه به اینکه تمامی سکه‌های پیش‌فروش شده در قالب سلف استاندارد سکه برای دارندگان آن از طریق بورس قابل معامله است ممکن است بخشی از این سکه‌ها در قالب سلف استاندارد مورد دادوستد قرار بگیرد، لذا لازم است که یک سازوکار هماهنگ و یکسان برای تحویل تمامی اوراق سلف استاندارد سکه طلائی که از طریق بورس مورد دادوستد واقع شده است در نظر گرفته شود. با توجه به سازکارهای موجود بهترین گزینه برای این کار استفاده از گواهی سپرده سکه طلاست، بنابراین لازم است اوراق سلف مذکور در زمان سررسید به گواهی سپرده سکه طلا تبدیل شود. دارندگان گواهی سپرده ضمن امکان خرید و فروش در بازار نقد و توثیق این گواهی، در صورت تمایل می‌توانند نسبت به تحویل فیزیکی سکه‌های خود اقدام کنند.

– پذیرش خزانه بانک مرکزی و در صورت نیاز سایر بانک‌ها

بانک مرکزی موظف است در سررسید سکه‌های پیش‌فروش شده را به خزانه‌های پذیرش شده در بورس کالا تحویل کند یا اینکه خزانه بانک مرکزی یا خزانه سایر بانک‌ها مانند بانک ملی به تشخیص بانک مرکزی به‌عنوان انباردار در بورس کالا پذیرش شود. پذیرش خزانه بانک تحت عنوان انباردار براساس «دستورالعمل پذیرش انبار و صدور، معامله و

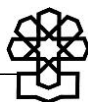
تسویه‌گواهی سپرده کالایی» انجام خواهد شد که لازم است پیش از تاریخ سررسید اوراق سلف استاندارد صورت پذیرد.

– مدیریت انگیزه‌های خریداران برای به حداقل رساندن تحویل فیزیکی سکه با توجه به ملاحظات مطرح شده در این گزارش در ارتباط با ضرورت حفظ ذخایر طلای کشور، لازم است برای ایجاد انگیزه و جذابیت برای فروش اوراق سلف سکه طلا در بازار به بانک مرکزی یا تبدیل اوراق سلف سکه طلا به گواهی سپرده سکه طلا در سررسید، به جای تحویل فیزیکی، انواع عوامل انگیزشی (مشوق‌ها و تنبیه‌ها) مدنظر قرار بگیرد:

### جدول ۳. پیشنهادهایی برای به حداقل رساندن تحویل فیزیکی سکه

فروش / تحویل در سررسید		عنوان	
تحویل فیزیکی	فروش در بورس / تبدیل به گواهی سپرده در سررسید	شعب	خرید
اخذ مالیات بر ارزش افزوده	<ul style="list-style-type: none"> <li>- معافیت از پرداخت مالیات بر معامله (خرید و فروش) در بورس</li> <li>- امکان تبدیل گواهی سپرده سکه طلا به واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا</li> <li>- قبول گواهی سپرده سکه طلا به‌عنوان وجه تضمین در معاملات آتی طلا</li> <li>- امکان وثیقه‌گذاری گواهی سپرده سکه طلا برای دریافت تسهیلات</li> </ul>	بانک ملی	

همچنین پیشنهاد می‌شود در صورت تحویل فیزیکی، سکه‌ها به صورت کددار (مشابه سکه‌های یک گرمی بانک مرکزی) ارائه شود. به این صورت که تحویل و تخصیص هر



سکه به هر فرد، با ثبت کد سکه و کد ملی فرد در یک سامانه انجام شود. این نوع ثبت، علاوه بر شفاف‌سازی بازار سکه، بستر لازم برای انواع مقررات در معاملات سکه (از جمله اخذ مالیات بر عایدی سرمایه، مالیات بر معاملات مکرر، ممنوعیت یا محدودیت معامله برای اشخاص خاص یا عموم، ...) را فراهم می‌کند. این سامانه می‌تواند در مراحل بعد تکمیل شده و با الزام کددار شدن کلیه مسکوکات طلا، کلیه معاملات سکه طلا به تدریج در این سامانه ثبت شود.

### – فعالیت رسانه‌ای و آموزش و فرهنگ‌سازی

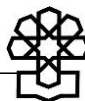
برای اولین بار است که اوراق سلف استاندارد سکه طلا در بازار سرمایه کشور راه‌اندازی می‌شود، علاوه بر این عرضه‌کننده‌های اصلی هدفگذاری شده در بازار این اوراق همان افرادی هستند که اقدام به پیش‌خرید سکه از بانک ملی کرده‌اند و چه بسا این افراد هیچ‌گونه آشنایی با بازار سرمایه کشور و اوراق سلف استاندارد سکه و سازوکارهای مربوطه نداشته باشند. با توجه به این نکات لازم است بانک مرکزی با همکاری بازار سرمایه از طریق تمامی رسانه‌های موجود، اقدام به اطلاع‌رسانی و ارائه مطالب و برنامه‌های آموزشی در رابطه با کلیه این ابزارها کند. عدم استقبال پیش‌خریدکنندگان سکه از طریق بانک ملی از این طرح احتمال موفقیت این طرح را به شدت کاهش می‌دهد. بنابراین لازم است بحث آموزشی و فرهنگ‌سازی اوراق سلف، بازار آتی سکه و گواهی سپرده بسیار مورد توجه قرار بگیرد. اعتمادسازی در بین مردم جهت حفظ سکه‌های پیش‌فروش شده نزد خزانه بانک مرکزی و صدور گواهی سپرده سکه طلا مهمترین دستاورد فعالیت‌های فرهنگ‌سازی خواهد بود.

## – جمع‌آوری معاملات غیرشفاف کاغذی در بازارهای غیررسمی و مجازی

جهت ایجاد امکان نظارت و کنترل بر بازار لازم است برخورد قاطعانه‌ای با انجام معاملات غیرشفاف توسط دلال‌ها به شکل معاملات کاغذی و معاملات فضای مجازی صورت گیرد و به شکل رسمی اعلام شود که این معاملات بر روی سکه طلا ممنوع است و مجازات‌های بازدارنده‌ای برای این منظور در نظر گرفته شود. متأسفانه هم‌اکنون و تا نیمه‌های شب دلالان زیادی در سبزه‌میدان، کانال‌های تلگرامی و تلفنی در حال انجام معاملات صوری هستند که باید برخورد قاطع صورت پذیرد.

### جمع‌بندی

در ماه‌های اخیر بازار ارز و سکه با تلاطماتی همراه بوده است. دولت و بانک مرکزی برای مدیریت این بازارها اقداماتی انجام داده‌اند که مهمترین آنها در بازار سکه، پیش‌فروش بیش از ۷/۶ میلیون سکه بهار آزادی بوده است. با وجود این اقدامات انجام شده نتوانسته است به صورت پایدار بازار را به آرامش برساند. در این گزارش پیشنهاد شده بانک مرکزی به جای استفاده از ابزارهای سنتی خود برای مدیریت بازار سکه مانند حراج سکه در بانک کارگشایی و پیش‌فروش سکه، از ابزارهای موجود در بازار سرمایه استفاده کند که اهم آنها تبدیل سکه‌های پیش‌فروش شده به اوراق سلف سکه و ایفای نقش در بازار آتی سکه طلاست. این اقدامات می‌تواند با افزایش عرضه سکه به کاهش التهاب بازار منجر شود. همچنین بانک مرکزی با حضور در بازار آتی سکه می‌تواند با استفاده از منابع ریالی خود در بازار مداخله کند و ضرورتی برای استفاده از ذخایر طلای این بانک وجود ندارد.



به‌رغم تفاهم به‌عمل آمده بین بانک مرکزی و شرکت بورس کالای ایران در تاریخ دوم تیرماه سال جاری، به‌دلیل ابهامات به‌وجود آمده پیرامون مالیات بر سکه‌های پیش‌فروش شده و نیز عدم همکاری بانک مرکزی در قبول نقش بازارگردانی در بازارهای اوراق سلف و آتی سکه، کماکان معاملات اوراق سلف سکه میسر نشده است. ضروری است در اسرع وقت مشکلات موجود مرتفع شود، در این صورت پیش‌بینی می‌شود التهاب در بازار سکه کاهش یابد.

