



تأمین مالی شرکتها در شرایط فعلی اقتصاد ایران

دکتر هادی قوامی

(عضو هیئت علمی دانشگاه فردوسی مشهد)

خرداد ۱۴۰۱



فهرست

- مقدمه: مبانی تأمین مالی، انواع شرکت
- شواهدی از عملکرد تأمین مالی کشور
- چالش‌های نظام تأمین مالی
- راهکارهای اصلاح نظام تأمین مالی
- جمع‌بندی



مقدمه

□ مبانی تامین مالی

□ انواع شرکت



تعاریف در تامین مالی

جریان درآمدی و هزینه‌ای عاملین اقتصادی (اعم از خانوارها، بنگاه‌های حقیقی و حقوقی و دولت) در طول زمان لزوماً بر هم منطبق نبوده و شکافی بین این دو جریان وجود دارد و لازم است طی فرآیندی این شکاف پر شود. به فرآیند انتخاب بهینه (زمان و هزینه) روش و کسب منابع مالی موردنیاز توسط عاملان اقتصادی را **تامین مالی** و به مجموعه بازارها، نهادها، ابزارها و خدمات مالی (از قبیل: فرآیندهای تجهیز، تخصیص، تضمین و پوشش ریسک منابع مالی) **نظام تأمین مالی** می‌گویند.



ابزارهای تأمین مالی

عموما بسته به نوع اهداف شرکتها و عوامل اقتصادی ابزارهای مختلفی جهت تامین مالی استفاده می شود.



ابزارهای مختلف تامین مالی بر حسب نوع اهداف شرکت:

بلندمدت

تسهیلات: سرمایه گذاری، ساخت، اجاره به شرط تملیک بلندمدت

اعتبارات فاینانس و ریفاینانس

بیع متقابل

تامین مالی هیبرید

میان مدت

تامین مالی لیزینگ

تسهیلات اجاره به شرط تملیک میان مدت

تسهیلات تجاری

اعتبارات متعدد اسنادی (دیداری و یوزانس)

بروات مدت دار و سایر ضمانت نامه ها

اوراق بهادار سازی دارایی های مالی و غیر مالی

کوتاه مدت

اضافه برداشت حساب

تامین مالی واسط

تنزیل کوتاه مدت فاکتورهای تعهدی بازرگانی

تنزیل اسناد مطالبات اشخاص نزد نهادهای اعتباری

فروش مطالبات تجاری بیمه شده بین المللی

تنزیل اعتبارات اسنادی فروش



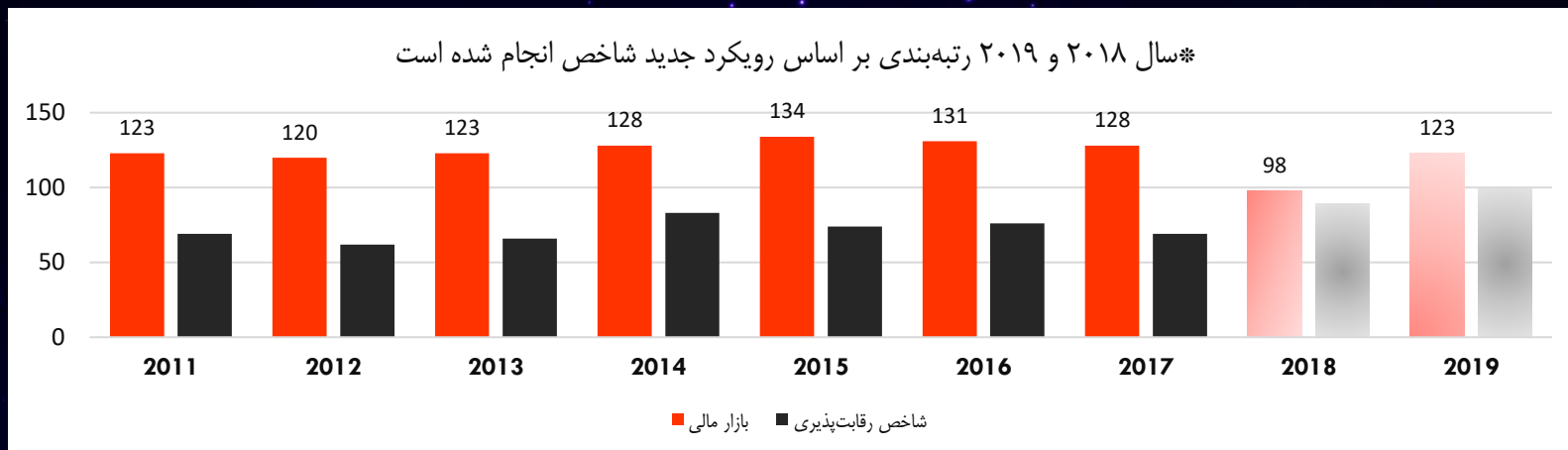
انواع شرکت در قانون تجارت



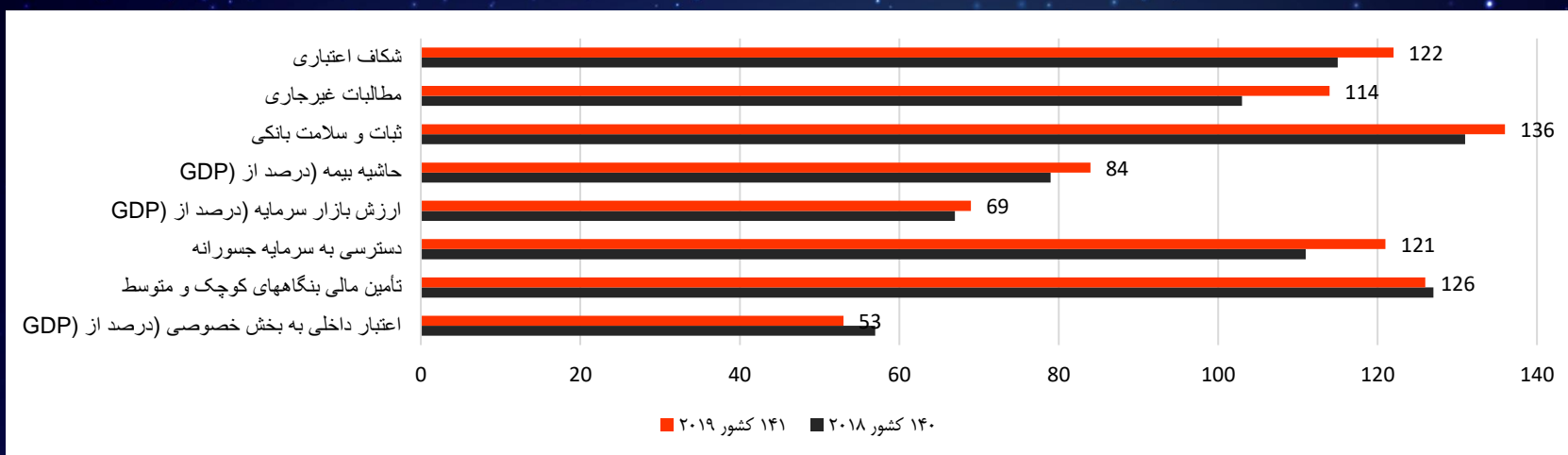




رتبه ایران در شاخص رقابت پذیری و رکن بازار مالی در بین ۱۴۰ کشور



رتبه ایران در مؤلفه های بازارهای مالی گزارش رقابت پذیری جهانی





شواهدی از عملکرد تامین مالی کشور



عملکرد منابع تامین مالی طی دو دهه اخیر:

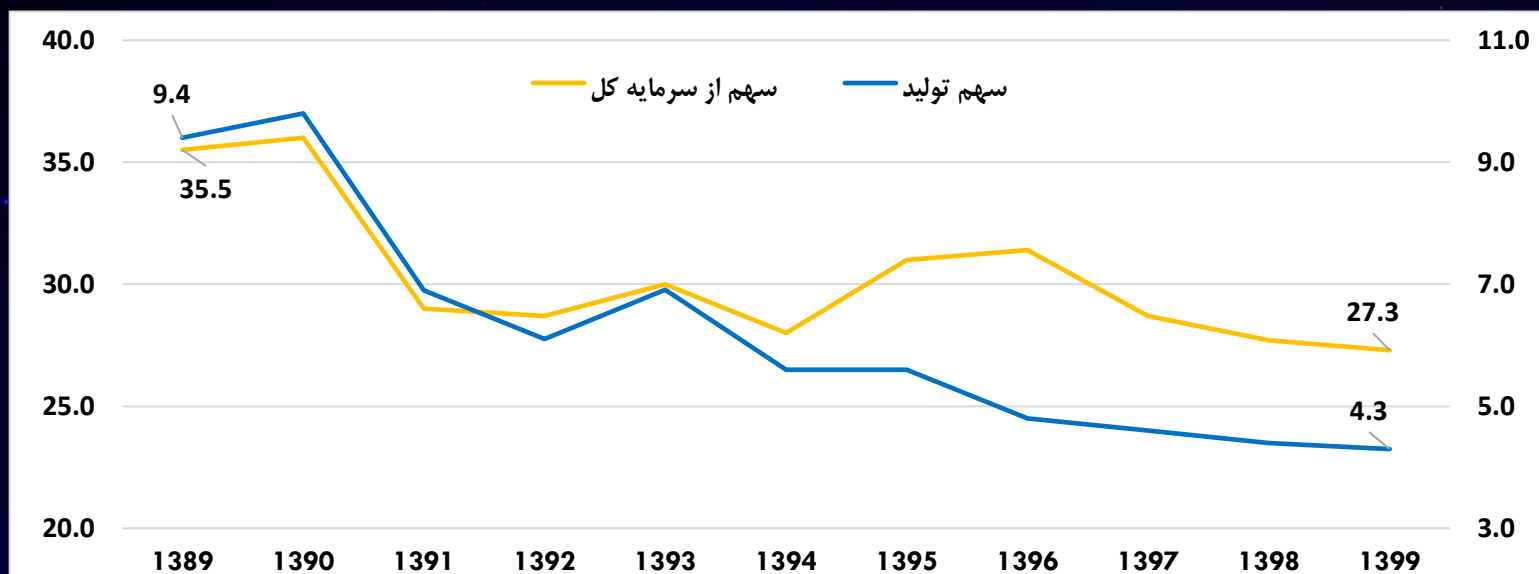
سال	بیع متقابل	فاینانس خودگردان	اعتبارات بلندمدت فاینانس	یوزانس چرخشی	اعتبارات کوتاه مدت ریفاینانس	کل
۱۳۷۹-۱۳۸۹	۳۶	۱۱	۳۲	۱۹	۳۱	۱۲۹
صندوق توسعه ملی ۱۳۹۹-۱۳۹۰	قرارداد عاملیت ارزی	طرح پذیرش شده	طرح های مورد تخصیص	طرح های مورد گشایش اعتبار	طرح های پرداخت قطعی	تعداد طرح
	۱۱۶	۳۴	۲۳.۶	۳۰.۲	۲۱.۸	۲۰۷
مبلغ/میلیارد دلار						
صندوق توسعه ملی ۱۳۹۹-۱۳۹۰	تعداد طرح	مبلغ/میلیارد دلار	سپرده گذاری ارزی نزد شعب بانکها	طرح های تامین مالی شده		
			۷.۲	۴۶		
				۵.۵		

ماخذ: بانک مرکزی

نتیجه گیری مستقیم از اطلاعات جدول فوق این است که منابع تامین مالی داخلی کشور نه تنها کفایت لازم و کافی برای توسعه و بزرگ کردن اقتصاد را ندارد.



سهم سرمایه گذاری در ماشین آلات از تولید ناخالص داخلی و کل سرمایه گذاری

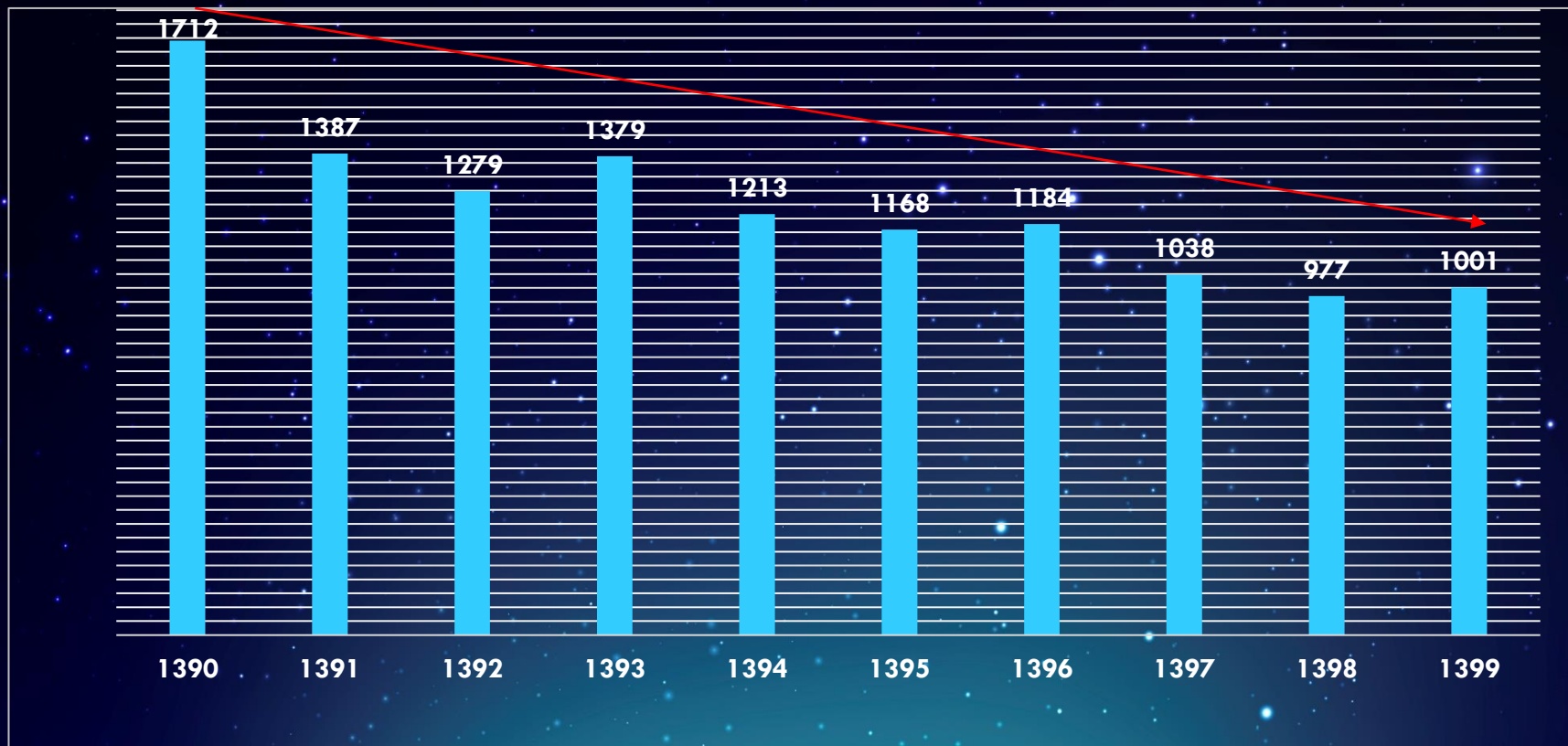


ماخذ: بانک مرکزی

نمودار فوق نشان می دهد که منابع تامین مالی داخلی کشور حتی قادر به حفظ شرایط، همانند گذشته خود نیز نبوده است.



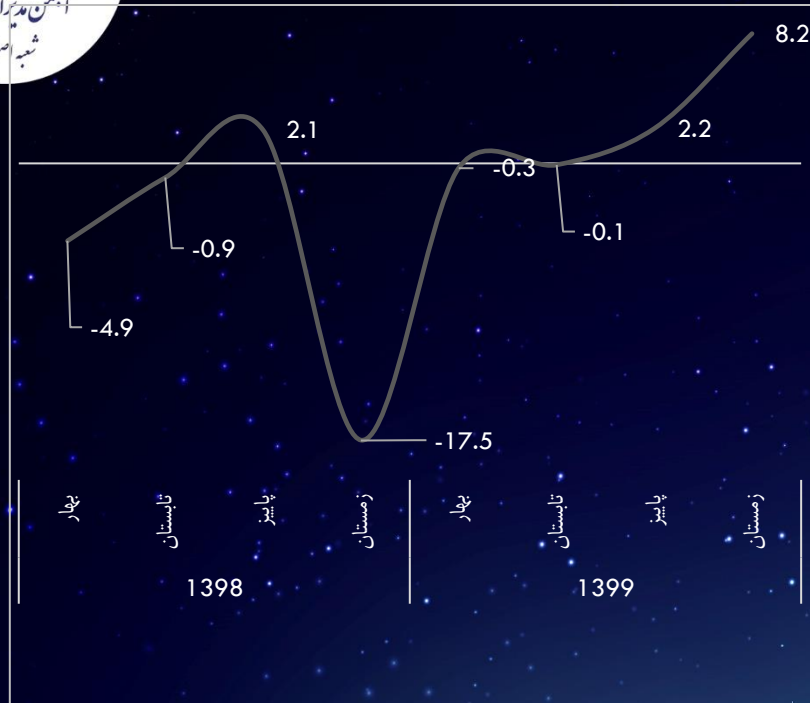
تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به قیمت ثابت سال ۱۳۹۰



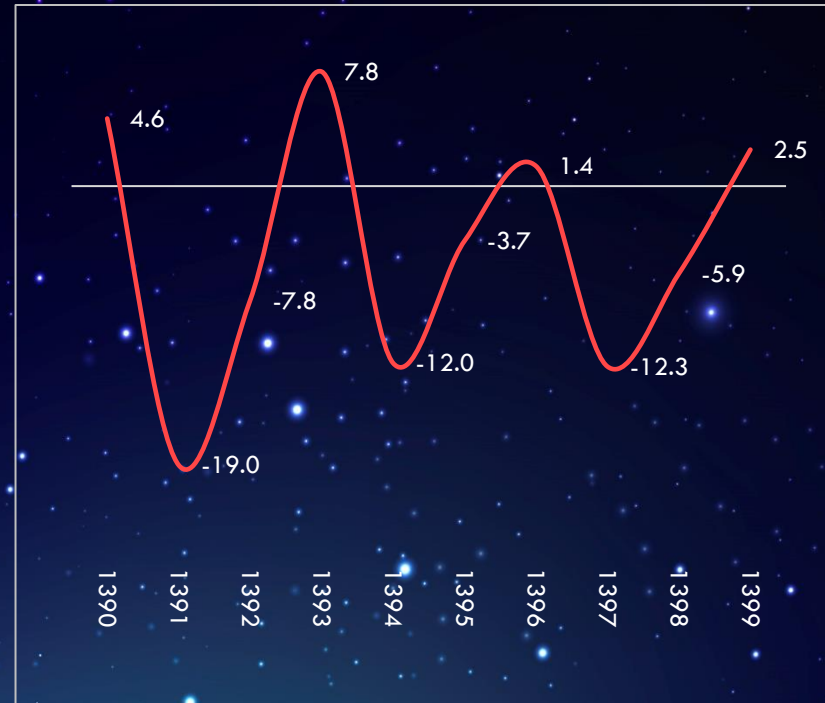
از جمله دلایل مهم کاهش تشکیل سرمایه مؤثر در اقتصاد نامساعد بودن فضای کسب و کار، نااطمینانی در نرخ ارز و تورم، انتظارات تورمی و فرار سرمایه از کشور بوده است.



رشد ضعیف تشکیل سرمایه ثابت ناخالص (درصد)



نوسانات بالا و رشد منفی تشکیل سرمایه ثابت ناخالص (درصد)



انتخاب سیاست در انزوا بودن و تحمل تحریم‌ها نه تنها موجب محدود شدن کانال‌های تأمین مالی می‌شود بلکه کانال‌های در دسترس را هم با محدودیت و چالش فراوان مواجه می‌کند. کاهش میزان سرمایه به نرخ ثابت در دهه ۹۰ تأییدی بر این حقیقت است.

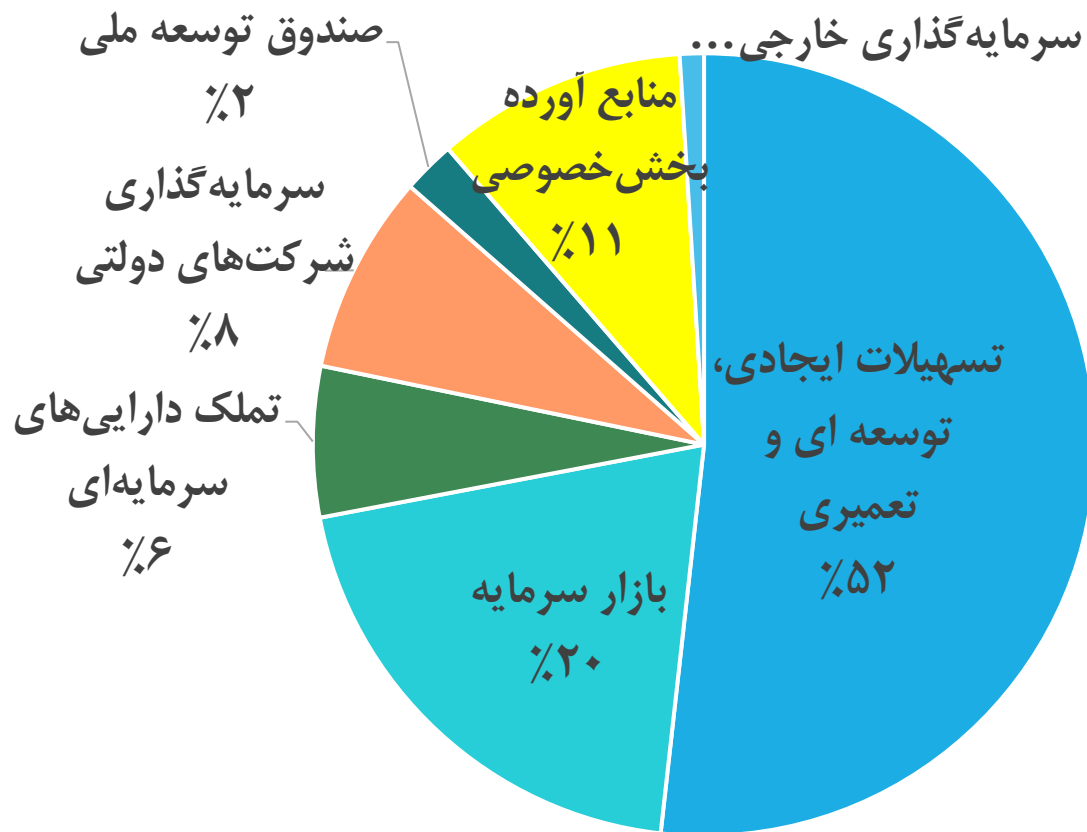


تغییر ترکیب منابع تشکیل سرمایه مؤثر در اقتصاد: کاهش سرمایه‌گذاری خارجی و اتکای اجباری به منابع داخلی

۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	اقلام تأمین مالی
۸۳۱۵	۴۹۸۰	۲۷۰۳	۱۷۵۰	تسهیلات ایجاددی، توسعه‌ای و تعمیری
۳۲۵۰	۲۲۶۹	۴۷۳	۲۶۰	بازار سرمایه
۱۰۰۰	۷۴۰	۶۰۸	۵۰۸	تملک دارایی‌های سرمایه‌ای
۱۳۲۳	۱۱۰۳	۹۱۲	۷۵۰	سرمایه‌گذاری شرکت‌های دولتی
۳۵۰	۳۶۰	۳۶۰	۳۸۰	صندوق توسعه ملی
۱۶۶۳	۹۹۶	۴۹۵	۳۵۰	منابع آورده بخش خصوصی
(۰.۵ میلیارد دلار)	(۱.۳ میلیارد دلار)	(۱.۵ میلیارد دلار)	(۲.۷۳ میلیارد دلار)	سرمایه‌گذاری خارجی
۱۳۵	۲۶۰	۱۸۰	۲۰۱	
۱۶۰۳۶	۱۰۷۰۸	۵۷۳۱	۴۱۱۹	مجموع تأمین کشور



سهم منابع مختلف در تأمین مالی اقتصاد ایران ۱۴۰۰





روند نسبت اعتبارات عمرانی از تولید ناخالص ملی





چالش‌های نظام تأمین مالی



چالش‌های تامین مالی در اجرای تبصره‌هایی بودجه: تبصره «۱۸»

- فقدان نظام شفافیت در اجزاء تبصره
- رفتار کاملاً صلاح‌دیدنی سازمان هدفمندی در واریز وجوه به حساب بخش‌های مختلف (واریز ۸۳ درصد از منابع بخش کشاورزی و تنها ۵۰ درصد از منابع وزارت صمت)
- ناهمسانی در فرمت قراردادهای عملیات بخش‌ها با بانک‌های طرف قرارداد
- ناهمسانی جمع سهم آورده دستگاه در قراردادهای عملیات منعقد شده با بانک‌ها با مجموع منابع پیش‌بینی شده برای آن دستگاه
- در قانون ناهمسانی و عدم شفافیت میان سهم تعیین شده استان‌ها از منابع صندوق توسعه ملی با جمع سهم هر استان در دستورالعمل‌های تخصیصی هر بخش
- عدم شفافیت در میزان و زمان واریز وجوه توسط هر بخش به حساب بانک‌های عامل طرف قرارداد خود
- عدم شفافیت در میزان و زمان واریز وجوه توسط ستاد مرکزی هر بانک به حساب شعبات استانی
- تعدد و عدم یکپارچگی سامانه‌های دستگاه‌ها و بانک‌ها و متعاقباً عدم امکان گزارش‌گیری
- فقدان ابزاری برای همراهی شبکه بانکی برای تسریع در پرداخت تسهیلات و ارائه آمار و اطلاعات



1. عدم وجود مکانیزم‌های پوشش ریسک‌های اعتباری و بازار، عدم رتبه بندی اشخاص، بنگاه‌ها، مؤسسات اعتباری و محصولات اعتباری
2. اثرات ریسک‌های سیستماتیک کلان بر سهم نزولی محصولات اعتباری در ترکیب دارایی های مؤسسات اعتباری و نیز بر سهم تسهیلات غیرجاری و احیایی مؤسسات اعتباری
3. عدم انطباق محصولات اعتباری با الگوهای نوین کسب و کار بانکی، عدم تفکیک بانکداری تجاری از خرد (شعب و نهاد اعتباری)، عدم عرضه بسته های محصولات متنوع اعتباری، بروز پدیده ازدحام و تسهیلات تکلیفی
4. قیمت تمام شده بالای تسهیلات اعتباری و انتخاب معکوس و عدم توسعه الگوهای بانکداری کم هزینه (بانکداری مجازی، باز)
5. تحریم و عدم دسترسی به شبکه های پرداخت، تسویه، منابع بازارهای پول - سرمایه - نهادهای مالی بین‌المللی و نیز دارایی‌های خارجی
6. انگاره‌های غلط حکمرانی مالی (تملک به جای مشارکت در حوزه دارایی‌های سرمایه‌ای / تولید به جای تأمین خدمات اجتماعی)
7. اطلاعات نامتقارن، کژگزینی و کژمنشی (فقدان نظام یکپارچه اطلاعات) و گسست در زنجیره اعطای محصولات اعتباری به اشخاص و بنگاه‌ها
8. فقدان وجود بازار ثانویه پول و تسهیلات



چالش‌های فرابخشی

9. حجم پایین و نوسان جریان منابع مالی و عدم اطمینان در بازارها، ضعف در اهرم کردن منابع برای تأمین مالی، نامناسب بودن مدیریت دارایی‌ها و نامولد ساختن آن‌ها، عمق پایین بازارهای مالی به‌خصوص بازار بدهی و سهام
10. عدم وجود نهاد ناظر فرابخشی در نظام مالی
11. تمایل به فرار سرمایه به دلیل فضای نامناسب کسب‌وکار، تحریم‌ها و بالا بودن ریسک بین‌المللی
12. عدم هم‌افزایی بازارهای مالی و فقدان نهاد تخصصی برای تأمین مالی ترکیبی ابر پروژه‌ها و همچنین استارت‌آپ‌ها و فناوری مالی (فین‌تک‌ها)، عدم سازگاری کافی نظام تأمین مالی با بخش خدمات فنی مهندسی
13. نبود سازوکار مشخص برای به‌کارگیری واحدهای تولیدی راکد و نیمه فعال و عاطل ماندن منابع
14. معمای خست پس‌انداز و شکاف سرمایه‌گذاری (سیر پس‌انداز به سمت دارایی‌های ثابت به دلیل تورم)
15. عدم بهره‌گیری از ظرفیت‌های قانونی موجود (قانون حداکثر ساخت، قانون رفع موانع تولید، بودجه سال)
16. کمبودهای مالی، اندازه پایین سرمایه پایه یک، تمرکز شبکه اعتباری کشور در جذب سپرده

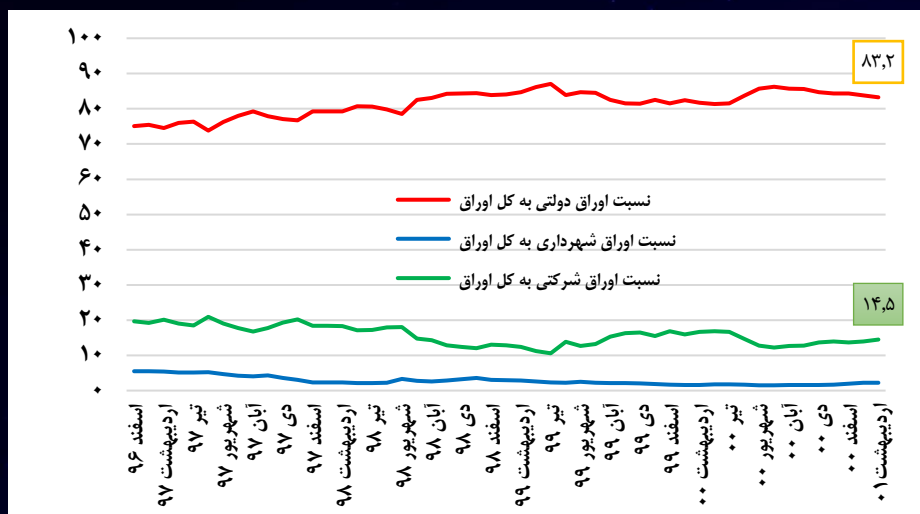


چالش‌های بازآفرینی روش‌های نظام تأمین مالی

چالش‌ها در حوزه توسعه بازار سهام:

○ زیرساخت‌های قانونی و نوع نظام حقوقی (نوشته) مرتبط با نظام مالی ایران با توسعه رویکرد بازار محور در تضاد است

○ دخالت‌های دولت در بازار سهام با هدف جبران کسری بودجه



موانع رشد بازار اوراق بدهی:

○ نوسانات رشد اقتصادی،

○ غیرقابل پیش‌بینی بودن شاخص‌های کلیدی اقتصاد مانند نرخ تورم،

○ عدم استقلال بانک مرکزی،

○ عدم شفافیت و ضعف قوانین در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران،

○ عدم حضور شرکت‌های رتبه‌بندی معتبر بین‌المللی.

○ وضعیت نامناسب سرمایه‌گذاران نهادی (صندوق‌های بازنشستگی و بانک‌ها) به عنوان خریداران عمده اوراق،



راهکارهای اصلاح نظام تأمین مالی



راهکارهای اصلاح نظام بانکی

1. پیاده‌سازی آیین‌نامه نظام سنجش اعتبار و دستورالعمل‌های اجرایی آن
2. ایجاد یکپارچگی اطلاعات بین بخش‌های مالی و سایر بخش‌های اقتصادی
3. رفع محدودیت سرمایه‌گذاری بانک‌ها در فعالیت‌های مولد و دارای مزیت
4. افزایش شمول مالی و بازنگری در فهرست وثایق مورد پذیرش بانک‌ها
5. تقویت سازوکارهای نظارت بر اجرای قراردادهای بانکی
6. اصلاح سازوکار تعیین و هدایت نرخ‌های سود بانکی
7. توسعه بازار رهنی ثانویه جهت تأمین مالی بانک‌ها
8. استفاده از ابزارهای تأمین مالی مبتنی بر زنجیره ارزش تولید و ظرفیت‌های قانونی موجود در این زمینه
9. به‌کارگیری نیروی انسانی متخصص برای ارزیابی پروژه‌ها و مدیران حرفه‌ای در شبکه بانکی مطابق با قواعد حاکمیت شرکتی
10. بازتعریف وام ارزی و انحصار آن به فعالیت‌های دارای صادرات پایدار ارزی
11. تعریف سازوکارهای اجرایی تأمین مالی ترکیبی میان بانک و بازار سرمایه
12. ایجاد سازوکار مناسب جهت تسهیل دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط و سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر به منابع مالی



راهکارهای اصلاح بازار سهام

1. شفافیت در رسیدگی به درخواست‌های صدور مجوز نهادهای مالی و ارتقا پنجره واحد صدور مجوزهای بازار سرمایه
2. تسهیل ورود شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی
3. ارائه معافیت‌های مالیاتی دائمی هدفمند بر روش‌های تأمین مالی مانند صندوق پروژه و ...
4. توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و ترویج آنها
5. ارزیابی مجدد و تجدیدنظر در معیارهای اولیه اخذ کد بورسی توسط افراد متقاضی
6. تسهیل شرایط ورود بنگاه‌ها به بازار سرمایه و استفاده از سازوکارهای مالیاتی بر تشویق سرمایه‌گذاری مجدد سود
7. واگذاری تعیین قیمت کالاهای تولید داخلی به بورس کالا



راهکارهای اصلاح بازار بدهی

1. توسعه مؤسسات اعتبارسنجی و رتبه‌بندی اوراق بدهی (رویکرد جایگزین وثیقه و رکن ضامن)،
2. توسعه بازار ثانویه اوراق بدهی،
3. توسعه بازار رهنی ثانویه جهت تأمین مالی بانک‌های برای داوایی‌های رهنی از جمله مسکن
4. تنوع‌بخشی به سازوکارهایی مبتنی بر اوراق بدهی و تسری آن به تأمین مالی کوتاه‌مدت
5. تنوع‌بخشی و هم‌افزایی ابزارهای مشترک و قابل‌تبدیل در بازارهای پول و سرمایه



مدیریت ریسک و توسعه نهادهای پشتیبان مالی

- 1) توزیع انواع ریسک‌های اقتصادی (انتقال بخشی از ریسک‌ها به نهادهای مالی بزرگ)
- 2) تقویت نقش صنعت بیمه در تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، سپرده‌ها و تسهیلات
- 3) ایجاد مؤسسات تضمین و تشکیل نهاد تنظیم‌گر با عملیاتی ساختن ماده ۹ قانون حداکثر
- 4) توسعه نظام اعتبارسنجی و رتبه‌بندی
- 5) ایجاد نهاد نظارت یکپارچه مالی (هیئت مدیریت ریسک سیستمی)
- 6) بازنگری و تدوین مقررات احتیاطی مالی



بهبود نظام تامین مالی با تاکید بر سرمایه گذاری خارجی

- ✓ فعال سازی دیپلماسی اقتصادی، بازاریابی و جذب سرمایه گذاری خارجی
- ✓ تسهیل حقوقی و پیش بینی سازوکار تشویقی مشارکت مالی و پوشش ریسک جلب سرمایه گذاری خارجی
متناسب با تحریم
- ✓ فعال سازی سفارتخانه ها، کنسولگری ها و نمایندگی های خارجی ایران و اعزام رایزنان سرمایه گذاری
- ✓ تعریف پروژه های اولویت دار و صدور کلیه مجوزهای مربوطه به نام مراکز خدمات سرمایه گذاری
- ✓ ایجاد سازوکارهای ویژه نقل و انتقالات ارزی سرمایه گذاران خارجی



روش های نوین نظام تأمین مالی



تأمین مالی جمعی

- مجموعه‌ای از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در قالب ایده یا پروژه می‌باشد که توسط کارآفرینان در سامانه‌های اینترنتی معرفی می‌شود. سایت‌های کیک استارتر، ایندیگوگو و کیوا از مشهورترین سایت‌هایی هستند که با اقبال گسترده‌ای برای تأمین مالی جمعی در تأمین مالی جمعی فعالیت می‌کنند.



تأمین مالی مبتنی بر زنجیره تأمین

- مجموعه‌ای از شیوه‌ها و عملیات تأمین مالی از قبیل تنزیل اسناد دریافتی، خرید دین، عاملیت، عاملیت معکوس، پرداخت تسهیلات و اوراق بهادارسازی اسناد دریافتی است که در چارچوب روش‌های زنجیره‌ای، منجر به بهبود مدیریت سرمایه در گردش می‌شود.



فاکتورینگ

- با استفاده از آن شرکت فروشنده نسبه کالا و خدمات حسابهای دریافتی خود را با در نظر گرفتن تخفیف به شرکت فاکتورینگ (مؤسسات مستقل که معمولاً شرکتهای تابعه بانکها و مؤسسات مالی هستند) می‌فروشد. طی این مکانسیم شرکت فروشنده میتواند در صورت پذیرش شرایط توسط شرکت فاکتورینگ نسبت به دریافت بخشی از وجوه حاصل از فروش نسبه قبل از سررسید اقدام نماید.



جمع بندی

- انتخاب سیاست در انزوا بودن و تحمل تحریم‌ها و عدم دسترسی به منابع خارجی و اتکا صرف به منابع تامین مالی داخلی نه تنها موجب محدود شدن کانال‌های تامین مالی شده بلکه کانال‌های در دسترس را هم با محدودیت و چالش فراوان مواجه کرده است. کاهش میزان سرمایه به نرخ ثابت در دهه ۹۰ تأییدی بر این حقیقت است
- عملاً منابع داخلی کشور عمق، توان و کفایت لازم برای تامین مالی بخش‌های اقتصاد و رشد را ندارد.
- در خصوص اینکه آیا تامین مالی شرکت‌ها باید بانک‌محور تداوم یابد یا بازارمحور باشد دو نکته اساسی قابل طرح است:
 - اولاً به خاطر شرایط نامطلوب اقتصادی و تورم‌های مستمر بالا، نظام بانکی کشور از یک سو به دلیل احکام و تکالیف سنگین دولتی از استقلال لازم جهت انجام وظایف اصولی و صحیح دور افتاده و از سوی دیگر مشکلات سیستماتیک درون شبکه بانکی موجب ناکارآمدی آن شده است.
 - ثانياً بازار سرمایه کشور علیرغم رشدی که طی سال‌های اخیر کرده ولی هنوز منابع لازم برای تامین مالی به ویژه برای شرکت‌های بزرگ را ندارد. همچنین زیرساخت‌های قانونی و نوع نظام حقوقی مرتبط با نظام مالی کشور خود مانعی در جهت گسترش بازار سرمایه است.



جمع بندی

- با توجه به موارد مذکور ضروری است جهت رفع مشکلات تامین مالی، ابتدا به اصلاح شبکه بانکی و بازار سرمایه بر اساس اصول اقتصاد متعارف اقدام کرد.
- در خصوص بازار بدهی نیز به دلیل اینکه خریداران اصلی اوراق قرضه بانکها، موسسات اعتباری و صندوقها می باشند و این نهادها به دلیل عدم استقلال و پیامدهای آن، خود با تنگناهای مالی مواجه هستند تا زمانی که مشکلات این نهادها مرتفع نگردد امکان گسترش بازار بدهی عملا امکان پذیر نیست. یکی دیگر از مشکلات این بازار ازدحام انتشار اوراق قرضه دولتی به ویژه در سه سال اخیر جهت جبران کسری بودجه است که در سال ۱۴۰۰ سهم ۸۵ درصدی از بازار اوراق قرضه را به خود اختصاص داده و سهم اوراق شرکتی را به حدود ۱۴ درصد کاهش داده است و لذا دخالت های دولت در این بازار شرایط سخت تری را برای تامین مالی شرکتها از این پتانسیل رقم زده است.