

تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط فعلی اقتصاد ایران

دکتر هادی قوامی^۱

فاطمه گریوانی^۲

چکیده

مهم‌ترین و مؤثرترین راه‌حل تحقق اهداف توسعه در یک کشور، وجود ساختار اقتصادی توانمند با بازار مالی فعال است. همچنانکه در دهه ۷۰ و ۸۰ به دلیل بهره‌گیری از منابع تأمین مالی خارجی بسیاری از شرکت‌های بزرگ کشور تاسیس و توسعه داده شدند. اما انتخاب سیاست در انزوا بودن و تحمل تحریم‌ها و عدم دسترسی به منابع خارجی و اتکا صرف به منابع تأمین مالی داخلی نه تنها موجب محدود شدن کانال‌های تأمین 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. بر همین اساس سهم سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات از تولید ناخالص داخلی که می‌توان شاخصی از رشد بخش مولد اقتصادی در نظر گرفت طی یک دهه از ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۹ از ۹.۴ درصد به ۴.۳ درصد (بیش از ۵۰ درصد) کاهش یافته است. این ارقام اولین حقیقت تلخ آشکار شده از کشور را نشان می‌دهد و آن این است که عملاً منابع داخلی کشور عمق، توان و کفایت لازم برای تأمین مالی بخش‌های اقتصاد و رشد را ندارد.

در خصوص اینکه آیا تأمین 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.

ثانیاً بازار سرمایه کشور علیرغم رشدی که طی سال‌های اخیر کرده ولی هنوز منابع لازم برای تأمین 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.

با توجه به نکات مذکور ضروری است جهت رفع مشکلات تأمین 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 می‌باشند و این نهادها به دلیل عدم استقلال و پیامدهای آن، خود با تنگنای مالی مواجه هستند تا زمانی که مشکلات این نهادها مرتفع نگردد امکان گسترش بازار بدهی عملاً امکان‌پذیر 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 دخالت‌های دولت در این بازار شرایط سخت‌تری را برای تأمین مالی شرکت‌ها از این پتانسیل رقم زده است.

کلیدواژه‌ها: تأمین مالی، شرکت، بانک‌محور، بازارمحور

^۱ عضو هیات علمی گروه اقتصاد دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد. hadi.qavami@gmail.com؛ gavami_h@um.ac.ir

^۲ دکتری علوم اقتصادی از دانشگاه فردوسی مشهد، کارشناس پژوهشی موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی fgrivani@gmail.com

مقدمه

عاملان اقتصادی (اعم از خانوارها، بنگاه‌ها و دولت) در طول زمان دارای جریان درآمدی و هزینه‌ای می‌باشند که 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 تأمین مالی و به مجموعه بازارها، نهادها، ابزارها و خدمات مالی (شامل: فرآیندهای تجهیز، تخصیص، تضمین و پوشش ریسک منابع مالی) نظام تأمین مالی می‌گویند. چنانچه زیرساخت‌های لازم برای توسعه تأمین مالی فراهم باشد و تدابیری برای تسهیل دسترسی عاملان اقتصادی به منابع مالی با هزینه کم اتخاذ شود مشکل نقدینگی شرکت‌ها و بنگاه‌ها جهت گسترش فعالیت و رشد در حوزه‌های مختلف کسب‌وکار مرتفع خواهد شد. اما تأمین جریان نقدی موردنیاز برای پیشبرد اهداف مجموعه، از اساسی‌ترین دغدغه‌های هر مرکز اقتصادی است و راه‌های گوناگونی برای تأمین آن پیش روی بنگاه‌ها می‌باشد. در این نوشتار به‌طور اجمالی به شیوه‌های تأمین مالی شرکت‌ها پرداخته می‌شود. در ماده ۲۰ قانون تجارت کشور شرکت‌های تجاری بر هفت قسمت تقسیم شده‌اند:

- **شرکت سهامی:** شرکتی است که برای امور تجاری تشکیل و سرمایه آن به سهام تقسیم شده و مسئولیت صاحبان سهام محدود به سهام آن‌ها است. (تقریباً تمامی شرکت‌های دولتی در قالب شرکت سهامی به ثبت می‌رسند)
 - **شرکت با مسئولیت محدود:** شرکتی است که بین دو یا چند نفر برای امور تجاری تشکیل شده و هر یک از شرکا بدون اینکه سرمایه به سهام یا قطعات سهام تقسیم شده باشد - فقط تا میزان سرمایه خود در شرکت مسئول قروض و تعهدات شرکت است.
 - **شرکت تضامنی:** شرکتی است که در تحت اسم مخصوصی برای امور تجاری بین دو یا چند نفر با مسئولیت تضامنی تشکیل می‌شود: اگر دارایی شرکت برای تأدیه تمام قروض کافی نباشد هر یک از شرکا مسئول پرداخت تمام قروض شرکت است.
 - **شرکت مختلط غیر سهامی:** شرکتی است که برای امور تجاری در تحت اسم مخصوصی بین یک یا چند نفر شریک ضامن و یک یا چند نفر شریک با مسئولیت محدود بدون انتشار سهام تشکیل می‌شود.
 - **شرکت مختلط سهامی:** شرکتی است که در تحت اسم مخصوصی بین عده شرکا سهامی و یک یا چند نفر شریک ضامن تشکیل می‌شود.
 - **شرکت نسبی:** شرکتی است که برای امور تجاری در تحت اسم مخصوصی بین دو یا چند نفر تشکیل و مسئولیت هر یک از شرکا به نسبت سرمایه‌ای است که در شرکت گذاشته‌اند.
 - **شرکت تعاونی تولید و مصرف.**
- سایر عناوین شرکت‌ها که در کشور رواج دارند مشمول یکی از این هفت گروه شرکت‌ها می‌شوند.

۱. نظام تأمین مالی

۱-۱. اهداف و ابزارهای تأمین مالی:

عموما بسته به نوع اهداف شرکت‌ها و عوامل اقتصادی ابزارهای مختلفی جهت تأمین مالی استفاده می‌شود. چنانچه شرکت اهداف کوتاه‌مدت تأمین مالی از قبیل: موازنه جریان نقدی، تأمین سرمایه در گردش، تأمین اعتبار جهت ورود به بازاریابی در بازارهای جدید و مدیریت وجوه از قبل برای نوسانات ادوار کسب و کار کلان داشته باشد از ابزارهای زیر بهره می‌گیرد.

ابزارهای تأمین مالی کوتاه مدت نهادی در بازارهای پول:

- اضافه برداشت مربوط به حساب های اشخاص (جهت پوشش هزینه های غیرمترقبه و سربرار، بازپرداخت و تصفیه اوراق بدهی قابل غیراستمهالی و یا تعهدات سررسید شده)
 - تأمین مالی واسط (تأمین مالی موقتی برای پوشش هزینه های غیرمترقبه، کسری ناگهانی جریان نقدی و یا تأمین هزینه های خرید مستغلات و همچنین فعالیتهای توسعه‌ای یک بنگاه پیش از اخذ وام بلندمدت و یا افزایش سرمایه از محل آورده)
 - تنزیل کوتاه مدت فاکتورهای تعهدی بازرگانی (تنزیل فاکتورهای معتبر فروش)
 - تنزیل اسناد مطالبات اشخاص نزد نهادهای اعتباری بازارهای متشکل و یا غیرمتشکل
 - فروش مطالبات تجاری بیمه شده بین‌المللی بنگاه های داخلی از اشخاص غیرمقیم (پس از اعتبارسنجی) به نهادهای اعتباری و بانک‌ها
 - تنزیل اعتبارات اسنادی کوتاه مدت فروش بنگاه های اقتصادی (به خریداران داخلی یا خارجی) نزد موسسات اعتباری
- در صورتی که شرکت با اهداف میان‌مدتی مانند: شروع فعالیت های خدماتی (با اندازه کوچک و متوسط)، توسعه فعالیت بخش های تولیدی از طریق سرمایه گذاری بر روی تجهیزات و کالاهای سرمایه ای و خرید کالاهای بادوام توسط خانوار مواجه باشد از ابزارهای زیر برای تأمین مالی استفاده می‌کند:

ابزارهای تأمین مالی متعارف میان مدت:

- تأمین مالی لیزینگ
 - تسهیلات اجاره به شرط تملیک میان مدت و تسهیلات تجاری
 - اعتبارات متعدد اسنادی (دیداری و یوزانس)، بروات مدت دار و سایر ضمانت نامه‌ها
 - اوراق بهادار سازی دارایی‌های مالی و غیرمالی
- و اگر بنگاه در یک برنامه ریزی بلندمدت اهدافش: شکل گیری فعالیت‌های اقتصادی، توسعه فعالیت‌های اقتصادی، ساخت زیرساخت‌ها (نیروگاه، پالایشگاه، سد، راه، ارتباطات،...) و خرید تجهیزات و ساختمان (هواپیما، لوکوموتیو، مستغلات،...) باشد از ابزارهای زیر می‌تواند بهره بگیرد:

ابزارهای تأمین مالی بلندمدت تولید:

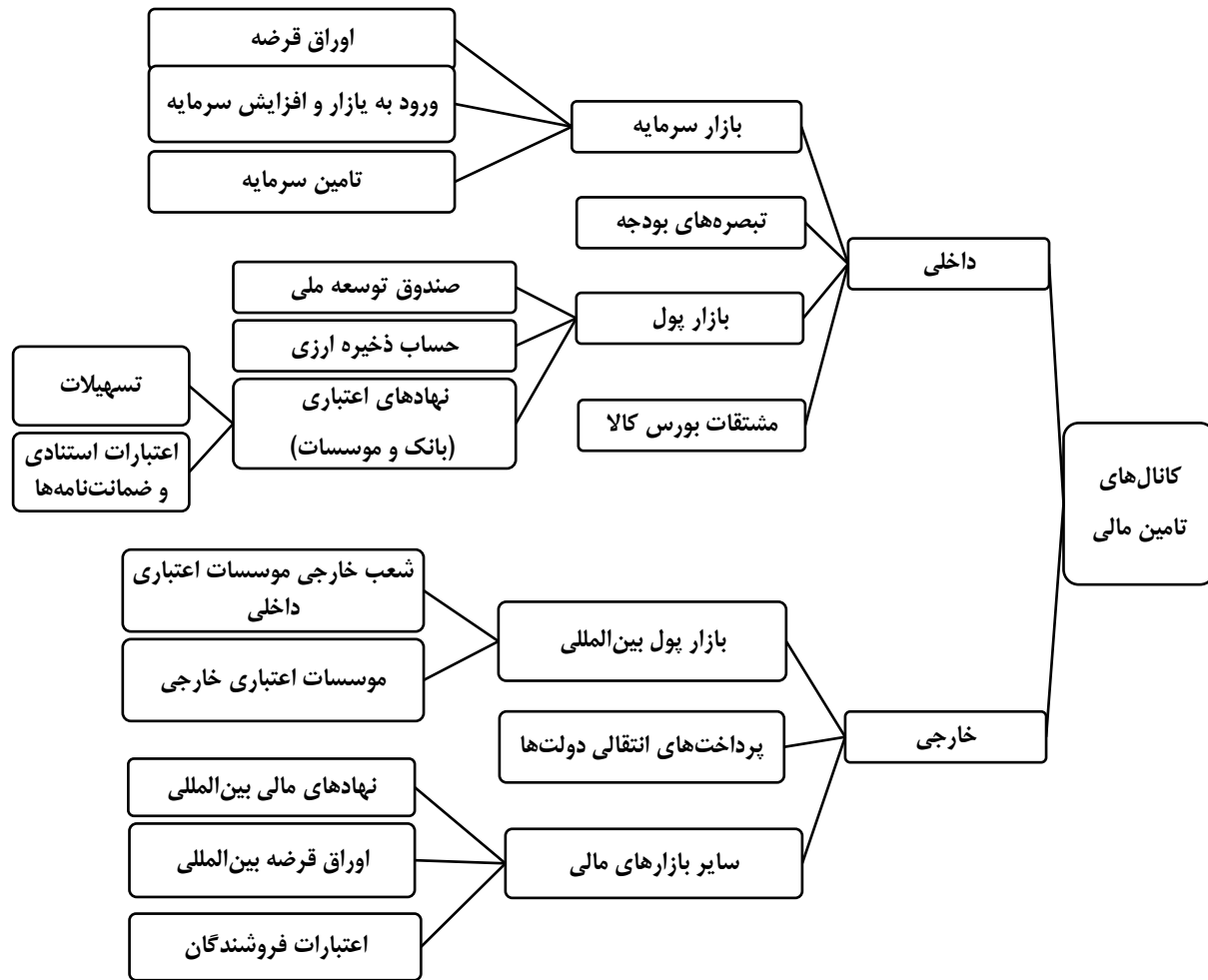
- تسهیلات: سرمایه‌گذاری، ساخت، اجاره به شرط تملیک بلندمدت

- اعتبارات فاینانس و ریفاینانس
- بیع متقابل
- تأمین مالی هیبرید

۱-۲. روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها

انتخاب بهترین روش تأمین مالی، منجر به ارتقای سودآوری یک شرکت پس از احتساب کل هزینه‌ها و مالیات بر درآمد شده و کارآمدی عملیاتی بالاتر را به همراه خواهد داشت (منتشی، ۱۴۰۰). بر اساس نتایج پژوهش‌ها یکی از عواملی که بر انتخاب نوع روش تأمین مالی بسیار اثر می‌گذارد، سطح توسعه و محیط نهادی و همچنین امنیت سیاسی، اقتصادی و قوانین موجود در آن کشور است (مصطفی‌پور، ۱۳۹۵). همچنین مشاهده می‌شود بنگاه‌های جدید و نوپا نسبت به بنگاه‌های قدیمی بیشتر به شکل غیررسمی تأمین مالی می‌شوند. البته در کشورهایی که حاکمیت قانون و اطلاعات اعتباری بهتر و وسیع‌تر است (عمدتاً در کشورهای توسعه یافته)، بنگاه‌های نوپا از منابع بانکی بیشتر استفاده می‌کنند. به موازات افزایش عمر بنگاه، استفاده از تأمین مالی غیررسمی کاهش می‌یابد و سهم منابع رسمی (بانکی، لیزینگ و اعتبار تجاری) در هر یک از نیازهای سرمایه در گردش و سرمایه‌گذاری جدید افزایش می‌یابد (غیائی شهبازی، ۱۳۹۰).

روش‌های تأمین مالی به دو دسته کلی تأمین منابع مالی داخلی و تأمین منابع مالی خارجی به شرح ذیل تقسیم می‌شوند:



الف- تأمین مالی از منابع مالی داخلی:

➤ تأمین مالی از طریق بازار سرمایه³:

در تأمین مالی از طریق سرمایه، تأمین‌کننده مالی در زمره مالکان شرکت قرار می‌گیرد. این روش، ضمن اینکه ریسک را تقسیم می‌کند، عایدات بالقوه آن را نیز تقسیم می‌نماید. یکی از مهم‌ترین مزیت‌های تأمین سرمایه از این روش این است که الزامی به بازپرداخت آن همانند یک وام وجود ندارد.

➤ تأمین مالی مبتنی بر بازار پول:

جذب سرمایه از بازار پول از جمله روش‌های تأمین مالی از طریق بدهی است. سیستم بانکی، از طریق قبول سپرده از سپرده‌گذاری‌های حقوقی و حقیقی و همین‌طور از طریق ایجاد ابزارهایی برای تأمین مالی و فروش اوراق اعم از اوراق داخلی و اوراق مشارکت ارزی برای خارجی‌ها منابع لازم برای تأمین مالی پروژه‌ها و فعالیت‌های اقتصادی را فراهم می‌نماید. صندوق توسعه ملی دیگر منبع تأمین مالی در بازار پول است که از منابع آن برای اجرای نیازهای ارزی پروژه‌های بخش

³ Equity Financing

خصوصی استفاده می‌گردد.

➤ تأمین مالی مبتنی بر مداخلات دولتی (تبصره‌های بودجه):

دولت یا بصورت بودجه‌های عمرانی در بودجه سالانه دولت، مبالغی برای تأمین مالی پروژه‌ها اختصاص می‌دهد و یا از طریق صندوق توسعه ملی منابعی را تأمین می‌نماید. کمک‌های مستقیم شامل مواردی نظیر یارانه‌ها، کمک‌های بلاعوض، صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر دولتی و سرمایه‌گذاری خطرپذیر مشترک دولتی و خصوصی بوده و کمک‌های غیرمستقیم نیز طرح‌های ضمانت و صندوق مادر^۴ را در برمی‌گیرد (قاضی‌نوری و همکاران، ۱۳۹۶). در سال‌های اخیر بندهای اشتغال‌زایی تبصره‌های ۱۶ و ۱۸ قانون بودجه از جمله این مورد است.

ب- تأمین مالی از منابع مالی خارجی:

- روش‌های تأمین مالی قرضی: روش‌هایی که برگشت اصل و سود منابع دریافتی از سوی سیستم بانکی و یا دولت (وزارت امور اقتصادی و دارایی) تضمین می‌شود.
- روش‌های غیرقرضی: روش‌هایی است که برگشت اصل و سود سرمایه تضمین نمی‌شود. ریسک بازگشت سرمایه به عهده سرمایه‌گذاران می‌باشد. در این روش‌ها تنها ریسک کشوری یا ریسک سیاسی تضمین می‌شود و آن هم توسط دولت‌ها صورت می‌گیرد.

یکی از ویژگی‌های اصلی تأمین مالی در اقتصاد ایران، نقش محوری بودن بانک‌ها در تأمین مالی و کم توسعه‌یافتگی سایر روش‌های تأمین مالی است. یک بعدی بودن منبع تأمین مالی (بانک‌ها) و محدودیت‌های مرتبط با آن در کنار مشکلات کلان اقتصادی موجب شده است تا بر اساس مطالعات و پیمایش‌های صورت گرفته توسط نهادهای بین‌المللی همچون پیمایش بنگاه‌های بانک جهانی^۵، گزارش رقابت‌پذیری جهانی^۶ و... مسئله تأمین مالی مهم‌ترین چالش بنگاه‌ها به‌ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط شناسایی گردد.

رکن سیستم مالی در شاخص رقابت‌پذیری^۷ دسترسی به اعتبار، سهام، بدهی، بیمه و سایر محصولات مالی و میزان ریسک و رفتارهای فرصت‌طلبانه در سیستم مالی را می‌سنجد.

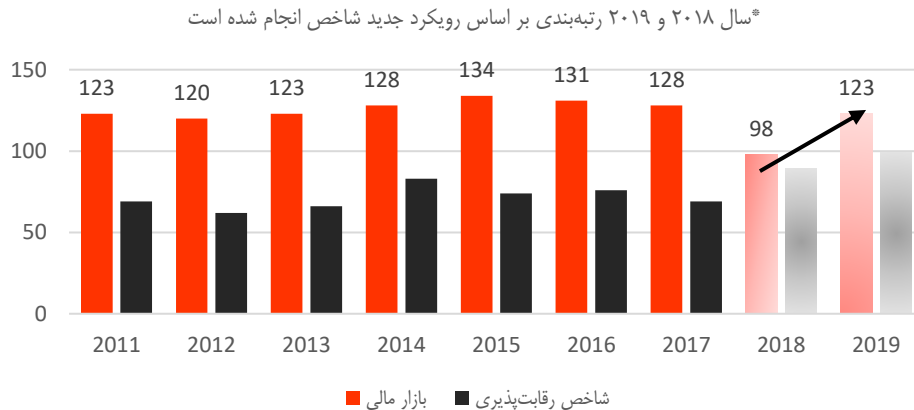
^۴ Fund of Funds: در این روش، صندوق‌های دولتی به جای سرمایه‌گذاری مستقیم در شرکت‌های تازه تأسیس در سبدهای شرکت‌های خصوصی سرمایه‌گذاری خطرپذیر، سرمایه‌گذاری می‌کنند.

^۵ World Bank Enterprises Surveys

^۶ Global Competitiveness Report

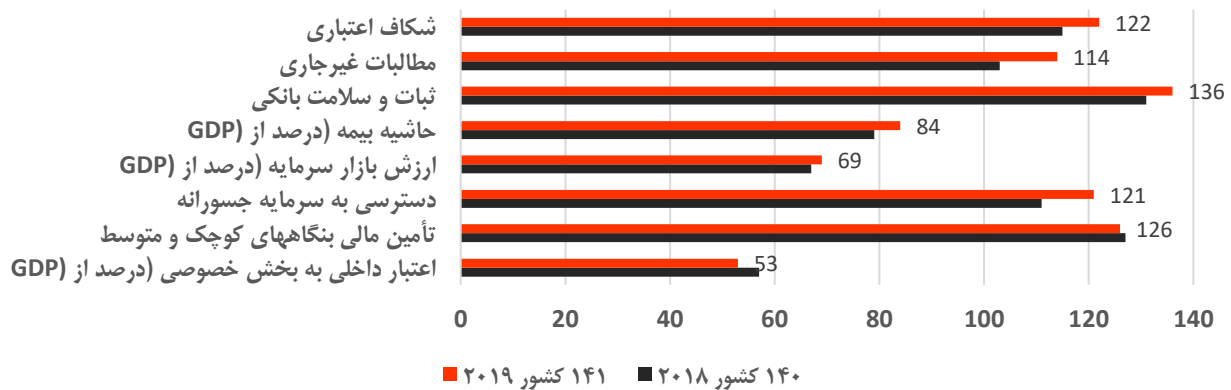
^۷ این شاخص ترکیبی است از ۱۲ رکن، که هر یک از ارکان بین ۴ تا ۲۱ متغیر دارند؛ بنابراین آنچه به‌عنوان شاخص رقابت‌پذیری جهانی منتشر می‌شود دربرگیرنده ۱۱۴ متغیر در مورد هر کشور است که به جزئیات اقتصادی، اجتماعی و بهداشتی پرداخته و برآیند آن شاخص رقابت‌پذیری است.

نمودار 1: رتبه ایران در شاخص رقابت‌پذیری و رکن بازار مالی در بین ۱۴۰ کشور



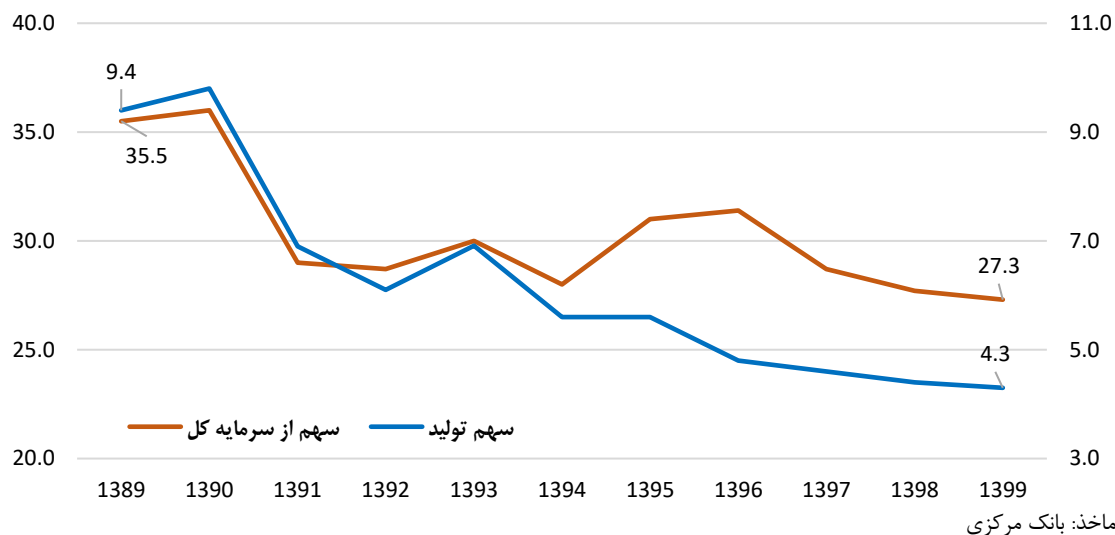
بر اساس نمودار فوق، ایران طی سال‌های گذشته همواره رتبه نامطلوبی در رکن میزان پیشرفته بودن بازارهای مالی در بین ۱۴۰ کشور دنیا داشته است. در گزارش رقابت‌پذیری سال ۲۰۱۸ نیز تغییر روش‌شناسی شاخص به دلیل اضافه شدن مؤلفه «اعطای اعتبار داخلی به بخش خصوصی (درصد از GDP)» موجب بهبود رتبه کشور شده است. علیرغم آن تنزل ۲۵ رتبه‌ای کشور در شاخص بازار مالی طی یک سال از رتبه ۹۸ در سال ۲۰۱۸ به جایگاه ۱۲۳ در سال ۲۰۱۹ وضعیت نامساعد موجود در تأمین مالی بنگاه‌ها را نمایان می‌کند.

نمودار 2: رتبه ایران در مؤلفه‌های بازارهای مالی گزارش رقابت‌پذیری جهانی



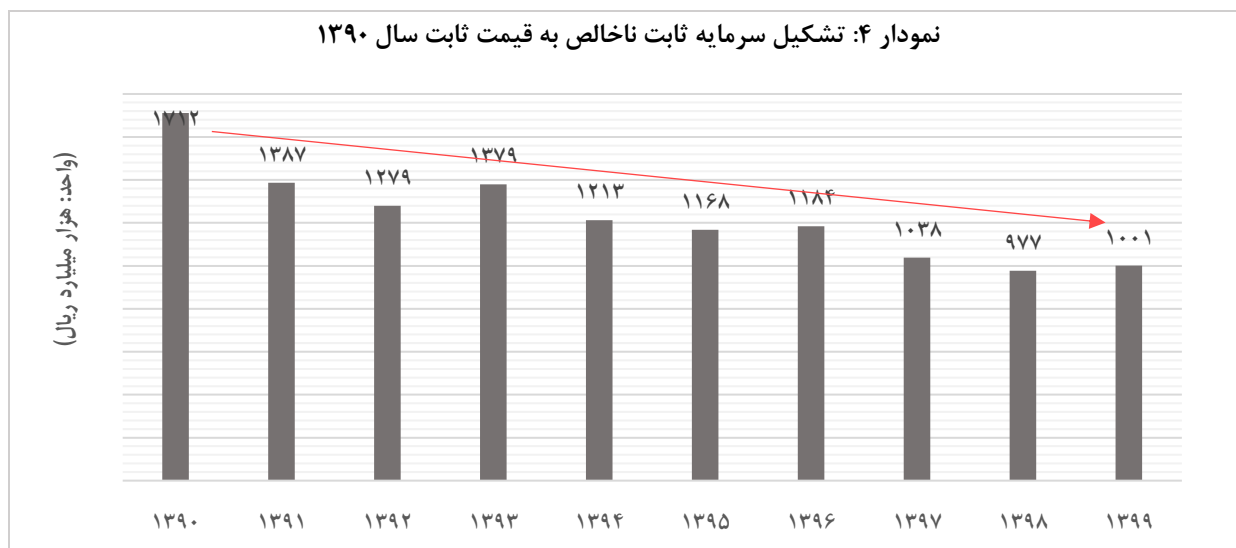
بر اساس نمودار فوق و نگاه جزئی‌تر به مؤلفه‌های رکن بازار مالی در شاخص رقابت‌پذیری نشان می‌دهد نامساعدترین وضعیت کشور در «ثبات و سلامت بانکی» است که به عنوان محوری‌ترین منبع تأمین مالی در کشور محسوب می‌شود. مؤلفه‌های «تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط» و «شکاف اعتباری» بعد از «ثبات و سلامت بانکی» نامطلوب‌ترین وضعیت را دارند.

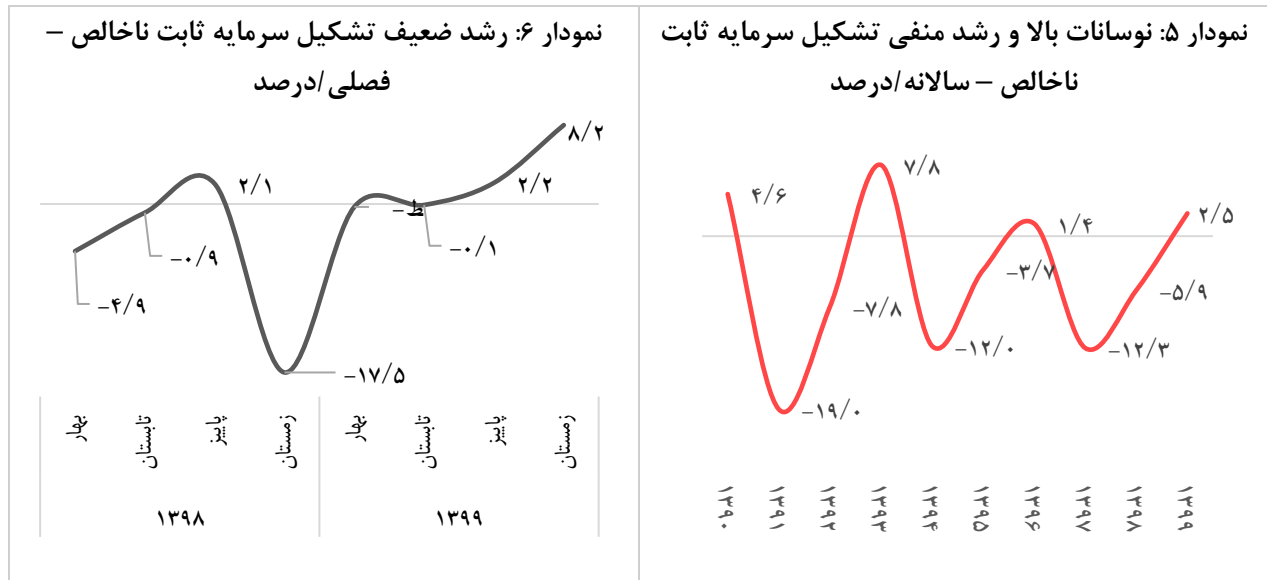
نمودار 3: سهم سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات از تولید ناخالص داخلی و کل سرمایه‌گذاری



۲-۲. کاهش تشکیل سرمایه مؤثر در اقتصاد

نمودار ۴: تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به قیمت ثابت سال ۱۳۹۰





مأخذ: بانک مرکزی

- 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.
- 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.

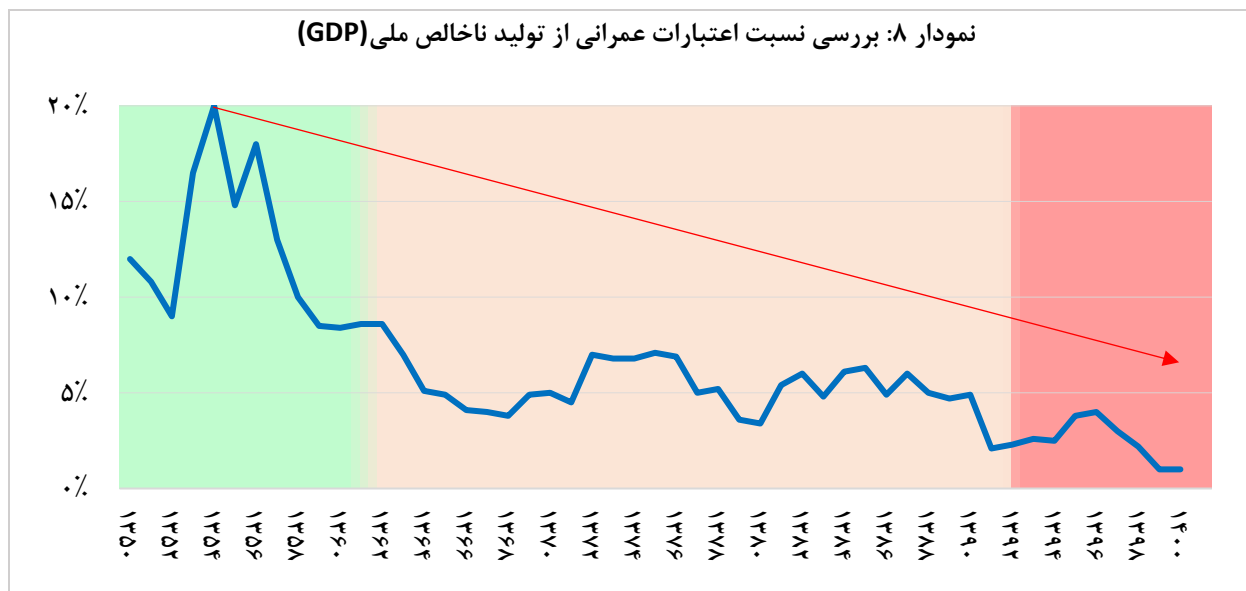
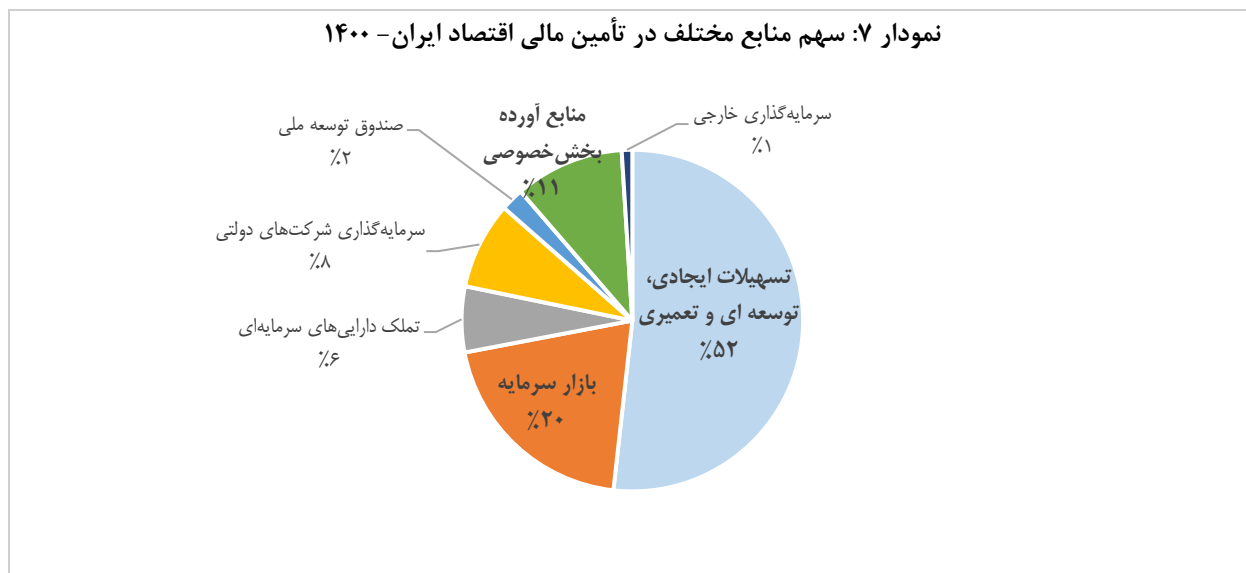
۲-۳. تغییر ترکیب منابع تشکیل سرمایه مؤثر در اقتصاد: کاهش سرمایه‌گذاری خارجی و اتکای اجباری به منابع داخلی

جدول ۲: حجم تأمین مالی برای تشکیل سرمایه‌گذاری ثابت ناخالص در اقتصاد

۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	اقلام تأمین مالی
۸۳۱۵	۴۹۸۰	۲۷۰۳	۱۷۵۰	تسهیلات ایجاد، توسعه‌ای و تعمیراتی
۳۲۵۰	۲۲۶۹	۴۷۳	۲۶۰	بازار سرمایه
۱۰۰۰	۷۴۰	۶۰۸	۵۰۸	تملك 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

بر اساس جدول فوق حجم سرمایه‌گذاری خارجی در سال ۱۴۰۰ نسبت به سال ۱۳۹۷ به میزان ۸۱ درصد کاهش یافته است و بار تأمین منابع به منابع داخلی تحمیل شده است. در بین منابع داخلی، «بازار سرمایه» با رشد ۱۱۵۰ درصدی

بیشترین میزان رشد تأمین مالی را در سال ۱۴۰۰ نسبت به سال ۱۳۹۷ داشته است و بعد از آن «تسهیلات ایجاد، توسعه‌ای و تعمیر» و «منابع آورده بخش خصوصی» به ترتیب با ۳۷۵ و ۳۷۵ درصد رشد در رتبه‌های بعدی افزایش رشد در سال‌های مذکور داشته‌اند. تأمین منابع از محل «صندوق توسعه ملی» به میزان ۸- درصد در سال ۱۴۰۰ نسبت به سال ۱۳۹۷ کاهش یافته است.



مقایسه نسبت اعتبارات عمرانی از تولید ناخالص ملی در سال ۱۴۰۰ با عملکرد سال‌های گذشته و با توجه به تصویر چشم‌انداز آتی درآمدهای نفتی در کنار افزایش سهم صندوق توسعه ملی، ضروری است سیاست تشویق و بهسازی زیرساخت‌های لازم برای جذب سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در اولویت قرار گیرد.

۳. چالش‌های نظام تأمین مالی

۳-۲. چالش‌های تأمین مالی در اجرای تبصره‌هایی بودجه

تخصیص منابع مالی دولتی و ردیف‌های بودجه در طول سالیان گذشته نتوانسته نیاز شرکت‌ها و بنگاه‌ها به منابع مالی را رفع و خودکفا کند. در سال‌های اخیر دو تبصره «۱۶» و «۱۸» قانون بودجه با هدف تأمین مالی در اقتصاد و بهبود شرایط اشتغال لحاظ شده‌اند. به جز مسئله بررسی میزان کفایت بودجه تخصیصی این تبصره‌ها در تسهیل تأمین مالی، مشکلات عدیده‌ای در اجرا به دلیل فقدان نظام شفافیت در تدوین آن‌ها، به ویژه در اجزاء تبصره «۱۸» وجود دارد. اولاً، سازمان هدفمندی‌سازی به دلیل رفتار کاملاً صلاح‌دیدگی در واریز وجوه به حساب بخش‌های مختلف، نسبت‌های غیرهمسانی را عمل نموده و با اینکه یک‌ماه تا پایان مهلت قانونی پرداخت منابع بند الف تبصره ۱۸ باقیمانده است، ۸۳ درصد از منابع پیش‌بینی شده در قانون برای بخش کشاورزی را به حساب وزارت جهاد واریز کرده اما تنها ۵۰ درصد از منابع پیش‌بینی شده در قانون را به حساب وزارت صمت واریز کرده است. ثانیاً، فرمت قراردادهای عاملیت بخش‌ها با بانک‌های طرف قرارداد کاملاً غیرهمسان است. ناهمسانی در سهم دستگاه و بانک، نرخ سود برای تسهیلات ثابت و در گردش، استان‌های محروم، کمتر برخوردار و مرزی، تعیین سهم استان‌ها، تعدد بانک‌های طرف قرارداد و ... باعث کاهش و حتی حذف نظام مبتنی بر شفافیت شده است. ثالثاً، جمع سهم آورده دستگاه در قراردادهای عاملیت منعقد شده با بانک‌ها با مجموع منابع پیش‌بینی شده برای آن دستگاه در قانون ناهمسان است. برای مثال، برای وزارت صمت منابع پیش‌بینی شده در قانون ۶۵۰۰ میلیارد تومان است اما جمع مبالغ قراردادهای عاملیت آن وزارت کمتر از ۵۵۰۰ میلیارد تومان است. همچنین، ناهمسانی و عدم شفافیت میان سهم تعیین شده استان‌ها از منابع صندوق توسعه ملی با جمع سهم هر استان در دستورالعمل‌های تخصصی 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 و نهایتاً فقدان ابزاری برای همراهی شبکه بانکی برای تسریع در پرداخت تسهیلات و ارائه آمار و اطلاعات از دیگر مسائل مرتبط با اجرای قوانین تبصره‌ی «۱۸» بودجه است.

۳-۲. چالش‌های فرابخشی

در بررسی چرایی عملکرد ضعف بخش تأمین مالی در کشور، عوامل گسترده‌ای در ابعاد مختلف نظام اقتصادی دخیل هستند که اهم چالش‌های فرابخشی به شرح زیر است:

- عدم وجود مکانیزم‌های پوشش ریسک‌های اعتباری و بازار برای موسسات اعتباری و همچنین عدم رتبه بندی اشخاص، بنگاه‌ها، موسسات اعتباری و محصولات اعتباری

- اثرات ریسکهای سیستماتیک کلان بر سهم نزولی محصولات اعتباری در ترکیب دارایی های موسسات اعتباری و نیز بر سهم تسهیلات غیرجاری و احیایی موسسات اعتباری
- 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
- قیمت تمام شده بالای تسهیلات اعتباری و انتخاب معکوس و عدم توسعه الگوهای بانکداری کم هزینه (بانکداری مجازی، باز)
- تحریم و عدم دسترسی به شبکه های پرداخت، تسویه، منابع بازارهای پول- سرمایه- نهادهای مالی بین المللی و نیز دارایی های خارجی
- انگاره های غلط حکمرانی مالی (تملک به جای مشارکت در حوزه دارایی های سرمایه ای / تولید به جای تأمین خدمات اجتماعی)
- اطلاعات نامتقارن، کزگزینی و کژمنشی (فقدان نظام یکپارچه اطلاعات) و گسست در زنجیره اعطای محصولات اعتباری به اشخاص و بنگاه ها
- فقدان وجود بازار ثانویه پول و تسهیلات
- حجم پایین و نوسان جریان منابع مالی و عدم اطمینان در بازارها، ضعف در اهرم کردن منابع برای تأمین مالی، نامناسب بودن مدیریت دارایی ها و نامولد ساختن آنها، عمق پایین بازارهای مالی به خصوص بازار بدهی و سهام
- عدم وجود نهاد ناظر فرابخشی در نظام مالی
- تمایل به فرار سرمایه به دلیل فضای نامناسب کسب و کار، تحریم ها و بالا بودن ریسک بین المللی
- عدم هم افزایی بازارهای مالی و فقدان نهاد تخصصی برای تأمین مالی ترکیبی ابر پروژه ها و همچنین استارت آپ ها و فناوری مالی (فین تک ها)، عدم سازگاری کافی نظام تأمین مالی با بخش خدمات فنی مهندسی
- نبود سازوکار مشخص برای به کارگیری واحدهای تولیدی راکد و نیمه فعال و عاقل ماندن منابع
- معمای خست پس انداز و شکاف سرمایه گذاری
- عدم بهره گیری از ظرفیت های قانونی موجود (قانون حداکثر ساخت، قانون رفع موانع تولید، بودجه سال)
- کمبودهای مالی، اندازه پایین سرمایه پایه یک، تمرکز شبکه اعتباری کشور در جذب سپرده

۲-۳. چالش های باز آفرینی روش های نظام تأمین مالی

الف- تأمین مالی بانک محور یا بازار محور در ایران؟:

با توجه به حمایتهای دوره ای که دولت در دهه ۹۰ از بازار سرمایه و نیز تأمین مالی مستمری که در بازار بدهی از طریق فروش اوراق برای تأمین کسری بودجه طی سال های اخیر انجام داد به نظر می رسد در عمل سیاست گذاران برای تأمین مالی کشور در شرایط بحرانی به سمت بازار سرمایه حرکت کرده اند. اگرچه این دخالت موقت و دوره ای (عموما در بازه های زمانی کوتاه) دولت بر حسب نیاز منجر به رشد بازار سرمایه و جذب سرمایه ها (به عنوان مثال نیمه اول سال ۱۳۹۹) در آن دوره شده است. ولی چنین دخالت هایی (سوء استفاده) از بازار در بلندمدت، بر طبق انتظارات عقلایی باعث بی اعتمادی مردم به بازار سرمایه شده که مانع توسعه تدریجی و منطقی بازار سرمایه می شود. با این وجود به دلیل گسترش شناخت مردم از بازار سرمایه، سهم بخش سرمایه از تأمین مالی که در سال های نه چندان دور کمتر از ۵ درصد بود به حدود ۲۰ درصد در حال حاضر رسیده است ولی آیا زمان آن رسیده که نظام تأمین مالی بانک محور کشور به نظام بازار محور تغییر یابد؟

با ذکر این مطلب که هیچ‌یک از دو نظام بانک محور و بورس محور را نمی‌توان به‌طور مطلق برتر دانست و در میان اقتصادهای توسعه‌یافته نیز مثال‌های متعددی برای هر یک از این دو نظام می‌توان یافت^۸ باید اذعان داشت آنچه که می‌تواند نقش کلیدی در رشد و توسعه اقتصادی ایفا کند، نه نوع نظام تأمین مالی بلکه میزان توسعه‌یافتگی و کارآمدی آن است و مسلم است که هر نظام اقتصادی، بسته به ویژگی‌های خاص خود ممکن است یکی از این دو نظام را برای تأمین مالی خود برگزیند و یا در بسیاری از موارد، این دو بازار نه به عنوان رقیب، بلکه به عنوان مکمل یکدیگر ظاهر می‌شوند. مقایسه مزایای دو این دو مجرای تأمین مالی حائز اهمیت است:

تحقیقات گسترده‌ای بر روی عوامل مؤثر بر شکل‌گیری نظام‌های بورس محور و بانک محور انجام شده است که یکی از مهم‌ترین یافته‌های آن‌ها نقش زیرساخت‌های قانونی و نوع نظام حقوقی مرتبط با نظام مالی در شکل‌گیری این نظام‌هاست. عموماً کشورهای با نظام‌های حقوقی عرفی مانند امریکا، انگلستان و کانادا، عمدتاً نظام‌های مالی بورس محور داشته و در مقابل، نظام‌های حقوقی نوشته‌مانند فرانسه، آلمان و ایران، نظام‌های مالی بانک محور دارند. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران در نظام‌های عرفی که حمایت بیشتری از ساختار سهامداری و بورس می‌کند، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در قالب سهامدارند و در مقابل، در نظام‌های نوشته‌مانند وام‌دهندگان از حمایت بالاتری برخوردارند، بخش بزرگی از تأمین مالی به سمت نظام بانکی سوق داده می‌شود.

- با توجه به تفاوت‌های ریشه‌ای این دو نظام حقوقی و مبتنی بودن قوانین کشور بر نظام حقوقی «نوشته»، می‌توان گفت دستیابی به نظام تأمین مالی بورس محور نیازمند تغییرات بنیادین در حقوق و قانون تجارت کشور است که در کوتاه‌مدت دستیابی به آن دشوار است.
- با این وجود به دلیل وجود حجم بالای نقدینگی سرگردان در کشور که به دلیل تورم‌های دورقمی بالاتر از نرخ سود بانکی و هم‌چنین انتظارات تورمی شکل گرفته در جامعه (تغییرات سواد مالی و اقتصادی جامعه به ویژه طی دهه ۹۰) تمایل به سپرده‌گذاری بانکی کمتر از گذشته است و (از سوی سرمایه‌داران خرد) بستر مناسبی برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و یا تأمین مالی جمعی فراهم است که پیش‌نیاز جذب چنین سرمایه‌هایی تصحیح قوانین و اتخاذ سیاست‌های اصولی و کارآمد می‌تواند شرکت‌ها را از طریق این منابع تأمین مالی کرد.

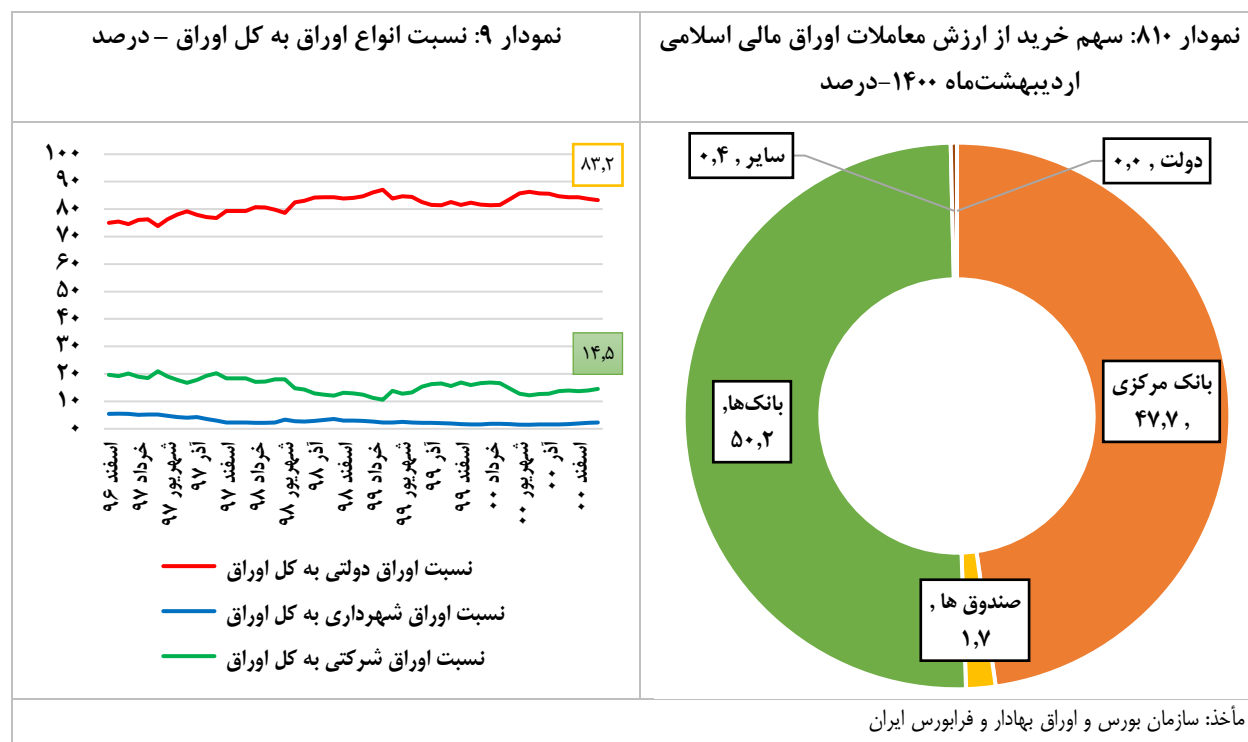
^۸ کشورهای امریکا و انگلستان نمونه‌هایی از اقتصادهای موفق مبتنی بر نظام بورس محور و کشورهای آلمان و ژاپن مثالهایی از نظام‌های بانک محور

ب- بازار بدهی:

باوجودی که توسعه بازار بدهی به دلیل ساختار ساده‌تر اوراق با درآمد ثابت و مشخص بودن جریان نقدی آن‌ها در مقایسه با توسعه بازار سهام ساده‌تر و سهل‌الوصول‌تر به نظر می‌رسد اما این بازار در مقایسه با بازار سهام با چالش‌های متعددی روبروست. مهم‌ترین چالش توسعه بازار بدهی در کشور بی‌ثباتی و تلاطم در اقتصاد کلان است. همچنان که اشاره شد نوسانات رشد اقتصادی و غیرقابل‌پیش‌بینی بودن برخی شاخص‌های کلیدی همچون نرخ تورم تمایل شرکت‌ها را برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت کاهش داده و آن‌ها را به سمت پروژه‌های کوتاه‌مدت‌تر که انعطاف و قدرت مانور بالاتری در صورت تغییر شرایط دارند سوق می‌دهد. بدین ترتیب، نیاز شرکت‌ها به تأمین مالی چنین پروژه‌هایی از طریق انتشار اوراق دارای نرخ بهره ثابت نیز کاهش می‌یابد. به‌علاوه، انتشار اوراق با سررسید بلندمدت در شرایطی همچون شرایط کنونی اقتصاد ایران که نرخ سود بالایی دارد به این معناست که ناشر اوراق خود را برای مدت بسیار طولانی متعهد به پرداخت سود بالایی می‌کند و طبعاً در صورتی که انتظار برود در افق بلندمدت، نرخ تورم و بهره کاهش یابند استراتژی بهینه‌ای نیست. از سوی دیگر، سرمایه‌گذار نیز در چنین محیطی تمایلی به تعهد دادن برای تأمین مالی بلندمدت با نرخ سود از پیش تعیین شده ندارد زیرا در بلندمدت، نااطمینانی از تغییرات تورم و بهره از یکسو احتمال نکول ناشر از سوی دیگر بسیار بالاست.

علاوه بر نوسانات شاخص‌های اقتصادی، عدم ثبات سیاست‌گذاری در اقتصادهای در حال توسعه همواره از اصلی‌ترین موانع توسعه بازار بدهی است. عدم استقلال بانک مرکزی همواره به بازار این علامت را می‌دهد که در صورت بروز کسری بودجه قابل‌توجه و یا عدم امکان بازپرداخت اوراق منتشرشده توسط دولت، احتمال استقراض از بانک مرکزی توسط دولت و متعاقباً افزایش نقدینگی و تورم وجود دارد و لذا همواره این ریسک وجود دارد که دولت با بی‌انضباطی مالی و تحمیل سیاست‌های پولی انبساطی باعث افزایش تورم و به تبع آن کاهش ارزش اوراق منتشرشده شود. بنابراین، به نظر می‌رسد تنها در بستری کامل و سازگار از سیاست‌های باثبات اقتصادی است که ناشران و سرمایه‌گذاران در بازار بدهی امکان پیش‌بینی بلندمدت از شاخص‌های کلیدی مؤثر بر اوراق همچون نرخ بهره و تورم را خواهند داشت.

یکی دیگر از چالش‌های توسعه بازار بدهی، لزوم توسعه سرمایه‌گذاران نهادی است. واقعیت این است که خریداران عمده اوراق قرضه منتشرشده در بازارهای مالی، صندوق‌های بازنشستگی و بانک‌ها هستند. نمودار ۸ سهم هر یک از خریداران را از معاملات اوراق مالی در اردیبهشت ماه ۱۴۰۰ نشان می‌دهد. مجموع سهم بانک مرکزی و بانک‌ها از خرید اوراق مالی در این ماه حدود ۹۸ درصد بوده است. بر طبق نمودار ۹ سهم اوراق شرکتی از کل اوراق در اردیبهشت ماه ۱۴۰۰ به میزان ۱۴.۵ درصد بوده است.



همچنان که نمودار ۸ نیز نشان می‌دهد یکی از الزامات توسعه بازار بدهی، رشد و توسعه صندوق‌های بازنشستگی و نظام بانکی است. وضعیت نامناسب صندوق‌های بازنشستگی و کسری‌های قابل توجه در این صندوق‌ها و نیز تنگنای اعتباری موجود در نظام بانکی یکی دیگر از پیچیدگی‌های توسعه بازار بدهی در شرایط کنونی اقتصاد ایران است.

چالش مهم دیگر در توسعه بازار بدهی را می‌توان عدم شفافیت و ضعف قوانین در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دانست. سرمایه‌گذاری در اوراق غیردولتی علاوه بر ریسک‌هایی همچون ریسک نرخ بهره و نقدشوندگی، مستلزم تحمل ریسک اعتباری است. نااطمینانی از فرآیند ورشکستگی در صورت نکول ناشر و عدم امکان تخمین زیان مورد انتظار نیز یکی دیگر از مهم‌ترین چالش‌ها در توسعه بازار بدهی است. وجود یک نظام قضایی چابک و شفاف در حوزه ورشکستگی و نیز اطمینان سرمایه‌گذاران، به خصوص سرمایه‌گذاران خرد، از استیفای حقوق آن‌ها در صورت نکول اوراق یکی از مهم‌ترین عوامل رشد و توسعه بازار بدهی است.

در حوزه ریسک اعتباری، علاوه بر شفافیت و چابکی رویه‌های ورشکستگی، امکان تخمین مناسب از ریسک به کمک ایجاد شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری همواره یکی از چالش‌های توسعه بازار بدهی بوده است و در کشور ما نیز به دلیل عدم حضور شرکت‌های رتبه‌بندی معتبر بین‌المللی این معضل دوچندان شده است. ضمانت اصل و سود اوراق توسط بانک‌ها و یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری اگرچه توانسته در کوتاه‌مدت بروز این مشکل را به تعویق بیندازد، اما با توسعه روزافزون بازار بدهی، ایجاد شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری که قادر به جلب اعتماد فعالان بازار باشند یک چالش عمده است (ابراهیم‌نژاد و

مطلب، ۱۳۹۴).

۴. راهکارهای پیشنهادی در جهت اصلاح نظام تأمین مالی

۴-۱. بهبود نظام تأمین مالی با اصلاح سیستم بانکی

بررسی‌های صورت گرفته در خصوص قوانین و مقررات تأمین مالی از شبکه بانکی نشان می‌دهد که در خصوص کمیت و کیفیت تخصیص منابع بانکی، الگو و قواعد الزام‌آور روشنی که همراه با سازوکارهای انگیزشی و نظارتی باشد وجود نداشته و تنها در موارد خاص برخی الزامات توسط قانون‌گذار برای بانک‌ها قرار داده شده که دارای نقاط ضعف فراوانی است. مضافاً اینکه بین قوانین مصوب مجلس شورای اسلامی و بسته‌های سیاستی بانک مرکزی در حوزه موردبررسی، تناسب و هماهنگی لازم برقرار نبوده و یک نوع دوگانگی بین الزام و اختیار در کمیت و کیفیت توزیع منابع بانکی به بنگاه‌ها و بخش‌های اقتصادی مشاهده می‌شود. اگرچه هر ساله سهم‌های مصوبی جهت اعطای تسهیلات به تفکیک بخش‌های اقتصادی به بانک‌ها ابلاغ شده است، اما به دلیل ضعف نظارت و الزامات اجرا میزان پایبندی به سهم‌های مصوب در برخی سال‌ها بسیار اندک بوده است.

در حوزه تجهیز منابع شبکه بانکی چالش‌ها و ضعف‌هایی همانند سرمایه ناکافی (کفایت سرمایه پایین)، وابستگی بالا به سپرده‌ها، سهم بالای بدهی به بانک مرکزی و تغییر روند رشد آن از بانک‌های دولتی به بانک‌های غیردولتی در سال‌های اخیر، عدم تغییر در وضعیت سپرده‌های دولتی علیرغم افزایش سهم تسهیلات بخش دولتی، روند نزولی نسبت سپرده‌های دیداری به کل سپرده‌ها و بدهی‌ها و افزایش نسبت سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار وجود دارد. در مجموع فضای قانونی، مقرراتی و همچنین عملکرد شبکه بانکی ناشی از تصمیمات غیرکارا در تأمین مالی بنگاه‌ها و بخش‌های اقتصادی دارای نقاط ضعف زیادی بوده و به دلیل اتخاذ رویکرد تکلیفی بدون در نظر گرفتن وضعیت تجهیز منابع و ایجاد بسترهای اجرایی و نظارتی، از عملکرد قابل قبولی برخوردار نیست (شهبازی غیاثی، ۱۳۹۵). مسئله بسیار حائز اهمیت این است که در کشور به دلیل اینکه نظام بانکی سهم اصلی در تأمین منابع مالی دارد، فقدان نظام جامع، بهنگام و حرفه‌ای داده و اطلاعات بانکی، بزرگ‌ترین چالش پیشروی نظام تأمین مالی کشور بوده است. ناکارآمدی و فساد از جمله پیامدهای چنین وضعیتی است.

به منظور بهبود سیستم بانکی در تأمین مالی اقتصاد راهکارهای زیر می‌تواند کمک‌کننده باشد:

- ✓ پیاده‌سازی آیین‌نامه نظام سنجش اعتبار و دستورالعمل‌های اجرایی آن
- ✓ ایجاد یکپارچگی اطلاعات بین بخش‌های مالی و سایر بخش‌های اقتصادی
- ✓ رفع محدودیت سرمایه‌گذاری بانک‌ها در فعالیت‌های مولد و دارای مزیت
- ✓ افزایش شمول مالی و بازنگری در فهرست وثایق مورد پذیرش بانک‌ها

- ✓ تقویت سازوکارهای نظارت بر اجرای قراردادهای بانکی
- ✓ اصلاح سازوکار تعیین و هدایت نرخ‌های سود بانکی
- ✓ توسعه بازار رهنی ثانویه جهت تأمین مالی بانک‌ها
- ✓ استفاده از ابزارهای تأمین مالی مبتنی بر زنجیره ارزش تولید و ظرفیت‌های قانونی موجود در این زمینه
- ✓ به‌کارگیری نیروی انسانی متخصص برای ارزیابی پروژه‌ها و مدیران حرفه‌ای در شبکه بانکی مطابق با قواعد حاکمیت شرکتی
- ✓ بازتعریف وام ارزی و انحصار آن به فعالیت‌های دارای صادرات پایدار ارزی
- ✓ تعریف سازوکارهای اجرایی تأمین مالی ترکیبی میان بانک و بازار سرمایه
- ✓ ایجاد سازوکار مناسب جهت تسهیل دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط و سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر به منابع مالی

۴-۲. بهبود نظام تأمین مالی با اصلاح بازار سهام

در ایران به دلیل اینکه سرمایه‌گذاری همیشه متأثر از درآمدهای نفتی بوده از ظرفیت سایر روش‌های تأمین منابع همچون بازار سرمایه استفاده مناسبی نشده است. در صورتی که در سایر کشورها و به‌ویژه کشورهای تازه صنعتی شده و حتی کشورهای درحال توسعه‌ای نظیر چین، مالزی، ترکیه به‌شدت از ابزارهای مالی نوین در جهت تأمین مالی استفاده می‌شود که عمدتاً در سازوکار اوراق بهادار تمرکز یافته‌اند. در ایران، هرچند اقداماتی برای توسعه ابزارهای مالی ایجاد شده است (مانند راه‌اندازی صندوق‌های قابل معامله، صکوک و ...) ولی آثار مطلوبی از آن حاصل نشده است. اگرچه نقش بازار سرمایه در تشکیل سرمایه ملی در کشورهای توسعه یافته و حتی کشورهای درحال توسعه ذکر شده بالای ۱۰۰ درصد است ولی این نسبت در ایران بسیار اندک است که یکی از دلایل آن جذب قسمت اندکی از وجوه مربوط به افزایش سرمایه در شرکت‌ها است، زیرا موانع قانونی سبب شده است که کل تفاوت قیمت اسمی و قیمت بازار سهام منتشره، به جای شرکت عاید سهامداران شود. این در حالی است که قسمت اعظم معاملات در اغلب بورس‌های معتبر جهان، مربوط به معاملات بر روی اوراق قرضه می‌باشد. از دلایل دیگر می‌توان به سهم متقاضیان سهام در بورس اشاره کرد، به عبارتی عمده متقاضیان سهام، سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی یا وابسته به دولت‌اند و بخش خصوصی مشارکت کمی در بازار داشته است، که به‌طور یقین شیوه نگرش دولتی در بازار سرمایه ایران، حتی در صورت جابه‌جایی سهم بخش عمومی به بخش خصوصی، در آینده نیز ادامه خواهد داشت. به‌عبارت‌دیگر، اندازه بازار سرمایه از سیاست‌های اقتصادی هر کشور تبعیت می‌نماید (فرمان‌آرا و همکاران، ۱۳۹۸).

موارد زیر در جهت بهبود نظام تأمین مالی از بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد:

- ✓ شفافیت در رسیدگی به درخواست‌های صدور مجوز نهادهای مالی و ارتقا پنجره واحد صدور مجوزهای بازار سرمایه
- ✓ تسهیل ورود شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی
- ✓ ارائه معافیت‌های مالیاتی دائمی هدفمند بر روش‌های تأمین مالی مانند صندوق پروژه و ...

- ✓ توسعه‌ی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و ترویج آن‌ها
- ✓ ارزیابی مجدد و تجدیدنظر در معیارهای اولیه اخذ کد بورسی توسط افراد متقاضی
- ✓ تسهیل شرایط ورود بنگاه‌ها به بازار سرمایه و استفاده از سازوکارهای مالیاتی بر تشویق سرمایه‌گذاری مجدد سود
- ✓ واگذاری تعیین قیمت کالاهای تولید داخلی به بورس کالا

۳-۴. بهبود نظام تأمین مالی با اصلاح بازار بدهی

معاملات بازار سرمایه شامل دو گروه معاملات اوراق دارایی (سهام) و اوراق بدهی (اوراق قرضه) می‌باشد. ابزار مالی که می‌تواند به شکل اسکناس، اوراق قرضه یا وام باشد و در آن ناشر موافقت می‌کند که به سرمایه‌گذار سود بپردازد و همچنین اصل پول گرفته شده را بازپرداخت کند، یک ابزار بدهی است. پرداخت‌های سودی که باید توسط ناشر انجام شود به صورت قراردادی تعیین می‌شود و سرمایه‌گذار در یک ابزار بدهی نمی‌تواند بیش از مبلغ قراردادی را دریافت کند. به همین دلیل، ابزارهای بدهی را اغلب ابزارهای با درآمد ثابت می‌نامند.

جدول زیر تفاوت این دو گروه اوراق دارایی و اوراق بدهی را نشان می‌دهد.

جدول ۳: ویژگی‌ها و تفاوت بازار بدهی و بازار سهام

بازار سهام	بازار بدهی
شفاف	غیرشفاف
بدون تضمین	تضمین شده
با هدف مشارکت در ریسک	با هدف سرمایه‌گذاری
بی‌نام	دوجانبه
معاملات با میانگین کوچک	معاملات با میانگین بزرگ

مأخذ: (BIS، ۲۰۱۵)

طبقه‌بندی بدهی و حقوق صاحبان سهام به دو دلیل قانونی اهمیت ویژه‌ای دارد. اولاً، در صورت ورشکستگی ناشر، سرمایه‌گذار در ابزارهای بدهی نسبت به سرمایه‌گذاران دارایی‌های ناشر دارای اولویت است. دوم، رفتار مالیاتی پرداخت‌ها توسط ناشر می‌تواند بسته به نوع طبقه ابزار مالی متفاوت باشد (دارسکوپین^۹، ۲۰۱۰). جدول زیر ابزارهای روش تأمین مالی مبتنی بر بدهی، ویژگی‌ها و منتشرکننده‌های هر کدام از ابزارها را نشان می‌دهد.

^۹ DARŠKUVIENĖ

منتشرکننده	ویژگی‌ها	بازار	
دولت، بنگاه‌ها	تعهدات بلندمدت با روش‌های مختلف پرداخت‌های ثابت	اوراق قرضه	بلندمدت
بنگاه‌ها	اوراق قرضه قابل تبدیل با شرایط از پیش تعیین شده	اوراق بهادار قابل تبدیل	
نهادهای مالی، بنگاه‌ها	دریافتی‌های تبدیل شده به اوراق بهادار با پرداختی‌های معین آتی	اوراق با پشتوانه دارایی	
بنگاه‌ها	ترکیبی از بدهی و سهام	سهام ترجیحی، بدهی بدون حق تقدم	میان‌مدت
دولت	تعهدات میان‌مدت	اسناد بدهی	
بنگاه‌ها	ابزارهای میان‌مدت با نرخ بهره بر اساس لایبور یا سایر شاخص‌ها	اسناد دارای نرخ شناور	کوتاه‌مدت
دولت	تعهدات کوتاه‌مدت	اسناد خزانه	
بنگاه‌ها	ابزارهای بدهی کوتاه‌مدت	اوراق تجاری	
بانک‌ها	ابزارهای بدهی کوتاه‌مدت	گواهی سپرده	

مأخذ: (Reszat, ۲۰۰۸).

سابقه کم شکل‌گیری بازار بدهی در ایران و عدم شناخت کامل شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران از آن، حاکم نبودن نظام عرضه و تقاضا بر نرخ‌گذاری اوراق منتشر شده، عدم امکان تغییر قیمت و بازدهی اوراق با درآمد ثابت، عدم اجرای رتبه‌بندی اعتباری اوراق بدهی، نیاز به انتشار اطلاعات مالی و ریز اطلاعات تأمین مالی بنگاه‌ها، گران، دشوار و زمان‌بر بودن تأمین مالی از طریق بازار بدهی، زمان‌بر بودن فرآیند تهیه گزارش توجیهی، دیدگاه سنتی موجود مبنی بر اعتماد بیشتر به سیستم بانکی، فشار بر شرکت‌ها به منظور بازپرداخت اصل مبالغ اوراق در سررسید، از مهم‌ترین دلایل عدم توسعه بازار بدهی در ایران است.

راهکارهای زیر برای گسترش بازار بدهی در ایران توصیه می‌گردد:

- ✓ توسعه مؤسسات اعتبارسنجی و رتبه‌بندی اوراق بدهی (رویکرد جایگزین وثیقه و رکن ضامن)، توسعه بازار ثانویه اوراق بدهی، توسعه بازار رهنی ثانویه جهت تأمین مالی بانک‌های برای دارایی‌های رهنی از جمله مسکن
- ✓ تنوع‌بخشی به سازوکارهایی مبتنی بر اوراق بدهی و تسری آن به تأمین مالی کوتاه‌مدت
- ✓ تنوع‌بخشی و هم‌افزایی ابزارهای مشترک و قابل تبدیل در بازارهای پول و سرمایه

۴-۴. مدیریت ریسک و توسعه نهادهای پشتیبان مالی

با افزایش نااطمینانی‌ها، تورم، تحریم‌ها و منقبض شدن شرایط اقتصادی و فشارهای اجتماعی و به‌طور کلی مخاطرات سیاسی و اقتصادی مؤثر بر نظام تأمین مالی، عوامل مرتبط با این بازارها را با چالش‌های متعددی مواجه می‌نماید. همچنین بروز خطا در تصمیم‌گیری نیز زیان‌های جبران‌ناپذیری را به بار می‌آورد. مدیریت ریسک رویکردی نوین در راستای ارتقاء

اثر بخشی بازارها بوده که با توجه به ماهیت نااطمینانی‌ها و افزایش پیچیدگی ریسک‌ها، و لزوم صرف بهینه منابع، اهمیت انکارناپذیری دارند. همچنین برای تسهیل در فرآیند مدیریت ریسک، لزوم توسعه نهادهای پشتیبان مالی و تصمیم برای افزایش اثر بخشی و کارایی فرآیند مدیریت ریسک لازم و ضروری است.

در راستای بهبود مدیریت ریسک و توسعه نهادهای پشتیبان مالی موارد زیر پیشنهاد می‌گردد:

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

۴-۵. بهبود نظام تأمین مالی با تأکید بر سرمایه‌گذاری خارجی

سرمایه‌گذاری خارجی در سه نوع سرمایه‌گذاری مستقیم، غیرمستقیم و تجارت متقابل است. یکی از وجوه مزایای تأمین مالی خارجی، پایین‌تر بودن هزینه‌های فاینانس‌های دریافتی از خارج از کشور، نسبت به هزینه‌های تأمین مالی در داخل کشور است. دلیل آن هم در پایین بودن نرخ تورم کشورهای خارجی و به تبع سود مورد انتظار طرف خارجی است. به دلیل شرایط ویژه سیاسی ایران، با تمایل و اجازه سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران خارجی در کشور وجود ندارد و یا در صورت تمایل‌شان عموماً نگاه‌های سخت‌گیرانه و شروط ویژه‌ای در جذب سرمایه‌گذاری خارجی برای کشور (از سوی مؤسسات بیمه‌گر قراردادهای فاینانس) مطرح می‌شود و به نوعی تبعیض در رفتار تجاری با طرف ایرانی وجود دارد. این نکته، پس از اعمال تحریم‌های جدید در سال‌های اخیر و عدم التزام به استمرار از سوی برخی از طرف‌های خارجی، بیش‌ازپیش مورد بحث و سنجش قرار گرفته است. به عبارت دیگر، به عقیده کشورهای خارجی چرا کشوری که خود توانایی طراحی مکانیزم تأمین مالی زنجیره صنایع مختلف را دارد، با وجود این تحریم‌ها و عدم صداقت و التزام طرف مقابل، اجرای پروژه‌های اقتصادی کلان خود را به صورت یک‌طرفه محدود به وضعیت روابط و شروط خارجی کند. این محدودیت‌ها بیانگر آثار سوء تحریم‌ها بر نظام تأمین مالی است که بخش‌های اقتصادی با آن مواجه است. با این وجود در راستای تلاش برای بهبود سازوکارهای جذب سرمایه‌گذاری خارجی موارد زیر پیشنهاد می‌گردد:

- ✓ فعال‌سازی دیپلماسی اقتصادی، بازاریابی و جذب سرمایه‌گذاری خارجی
- ✓ تسهیل حقوقی و پیش‌بینی سازوکار تشویقی مشارکت مالی و پوشش ریسک جلب سرمایه‌گذاری خارجی متناسب با تحریم
- ✓ فعال‌سازی سفارتخانه‌ها، کنسولگری‌ها و نمایندگی‌های خارجی ایران و اعزام رایزنان سرمایه‌گذاری
- ✓ تعریف پروژه‌های اولویت‌دار و صدور کلیه مجوزهای مربوطه به نام مراکز خدمات سرمایه‌گذاری

✓ ایجاد سازوکارهای ویژه نقل و انتقالات ارزی سرمایه‌گذاران خارجی

۴-۶. راهکارهای بهبود تأمین مالی دولت

از آنجا که معمولاً در کشورهای در حال توسعه اجرای پروژه‌های بزرگ بر عهده دولت‌ها قرار دارد، از این ناحیه فشار زیادی بر بودجه دولت‌ها وارد می‌شود. بر همین اساس چنین دولت‌هایی به ناچار همانند یک بنگاه اقتصادی به روش‌ها و ابزارهای مختلف در پی جذب منابع مالی موردنیاز خود هستند که این منابع می‌تواند سرمنشأ درآمدهای عمومی، منابع نفتی، منابع تعهدزا و منابع غیرمستمر داشته باشد. به منظور فراهم شدن ساختاری مطلوب و مناسب که در آن دولت علیرغم کاهش درآمدهای عمومی و نفتی قادر به اجرای پروژه‌ها باشد موارد زیر پیشنهاد می‌گردد:

- ✓ استفاده از الگوی مشارکت‌های عمومی و خصوصی (PPP) جهت توسعه زیرساخت‌ها و ارائه خدمات بخش عمومی و عدم تعرفه‌گذاری غیراقتصادی در بهای خدمات زیرساخت‌های اقتصادی و ایجاد بازار و نهادهای تنظیم مقررات بخشی
- ✓ اجرای مدل‌های تأمین مالی مانند خرید دین برای اجرای طرح‌های توسعه‌ای در کشور
- ✓ خرید خدمات توسط دولت در زیرساخت‌های اجتماعی به نحوی که بهای خرید خدمات در این روش کمتر از بهای تمام خدمات برای دولت باشد و اختصاص بخشی از اعتبارات هزینه‌ای و انتقال آن به ردیف خرید خدمات (مانند سلامت و آموزش)
- ✓ اهرم کردن منابع بودجه‌ای و درآمدهای نفتی دولت جهت ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری تخصصی
- ✓ ایجاد ظرفیت‌های حقوقی و رفع محدودیت‌های قانونی برای رفع تأمین مالی از بازار سرمایه
- ✓ واگذاری پروژه‌های نیمه‌تمام به مشارکت با بخش خصوصی برای تکمیل آن‌ها و تعیین بایدونبایدها سرمایه‌گذاری دولت در پروژه‌های انتفاعی و عدم تخصیص منابع به پروژه‌ها (مانند پروژه‌های شبکه‌های آبیاری، تأسیسات تصفیه‌خانه آب و فاضلاب در برخی مناطق و سایر موارد)
- ✓ ایجاد منابع جدید برای خرید خدمات پروژه از محل افزایش بهای ارائه خدمات به نسبت کل
- ✓ اجرای مدل‌های تأمین مالی مانند اولویت بهره‌برداری از طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و طرح‌های شرکت‌های دولتی توسط بخش خصوصی و اعمال محدودیت در به‌کارگیری نیرو خرید دین برای اجرای طرح‌های توسعه‌ای در کشور
- ✓ تغییر ساختار قراردادهای تأمین مالی داخلی و خارجی و تأمین مالی بانک توسعه‌ای به نحوی که سهم آورده دولت و بهره‌برداری از طرح توسط بخش خصوصی انجام شود.
- ✓ تعریف سازوکار استفاده از منابع صندوق توسعه ملی با اصلاح نظام‌نامه تسهیلات ریالی و ارزی صندوق امکان ارائه تسهیلات ریالی و ارزی بلندمدت به بخش خصوصی در طرح‌های زیرساختی
- ✓ بازتعریف حقوق دولتی در واگذاری معادن و سایر منابع طبیعی
- ✓ رقابتی کردن و مدت‌دار ساختن مجوزهای اکتشاف و بهره‌برداری از معادن و منابع طبیعی

۴-۷. روش‌های نوین نظام تأمین مالی

در شرایط فعلی کشورها که به دلیل پیامدهای تحریم و سوء مدیریت نظام تأمین مالی تنها بر شبکه بانکی متکی شده است و بازار سرمایه به دلیل دخالت‌های نابهنگام و دستوری دولت ظرفیت رشد تکاملی مستمر به خود نگرفته بازنگری

احکام بازآفرینی نظام تأمین مالی و فعال‌سازی ظرفیت‌های قانونی موجود بیش از گذشته ضرورت دارد. همچنین با توجه به عدم پاسخگویی روش‌های تأمین مالی سنتی لزوم حرکت به سمت ابزارهای تأمین مالی نوین را ضروری می‌نماید. با پیشرفت فناوری اطلاعات ابزارهای گوناگونی برای مالی در کشورهای توسعه یافته ظهور و گسترش می‌یابند که عملکردهای موفق‌تری را نیز در یک ساختار منظم و قانونمند به ثبت رسانده‌اند. یکی از نیازهایی که فعالان حوزه در توسعه این ابزارها در سراسر دنیا با آن روبرو بوده‌اند، قوانین، سازوکارها و قواعدی است که ناظر به فعالیت در این حوزه تدوین شده باشد که متعاقباً نیاز به فراهم ساختن این بسترها در اقتصادهای که به دنبال بهره‌گیری ابزارهای نوین تأمین مالی هستند لازم و ضروری است. موارد زیر از جمله ابزارهای مالی موفق در دنیا هستند:

تأمین مالی جمعی^{۱۰}: مجموعه‌ای از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در قالب ایده یا پروژه می‌باشد که توسط کارآفرینان در سامانه‌های اینترنتی معرفی می‌شود و افراد با وجوه اندک و بدون واسطه می‌توانند از طریق چهار روش مبتنی بر کمک‌های خیرخواهانه، پاداش محور، اعطای وام و سهام در تأمین سرمایه و حمایت از تولیدکنندگان مشارکت داشته و در نهایت، پروژه‌هایی که با اقبال عموم مواجه و مبلغ موردنیاز برای سرمایه‌گذاری در آن‌ها جمع‌آوری شده باشد، آغاز می‌شوند. 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^{۱۱}: تأمین مالی زنجیره‌ای، 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. در این روش، به جای شیوه سنتی دریافت تسهیلات مستقیم توسط عاملین اقتصادی، فرآیند تأمین مالی به صورت پیوسته و در طول زنجیره‌های تأمین و مبتنی بر جریان واقعی کالا و بر اساس صورت حساب الکترونیکی صورت می‌گیرد. با پیاده‌سازی تأمین مالی زنجیره‌ای، شفافیت و کارایی فرآیند تأمین مالی افزایش یافته و هزینه تمام‌شده محصول کاهش می‌یابد و ضمن تسهیل و تسریع تأمین مالی و کمک به تولید، میزان انحراف منابع از تولید کاهش خواهد یافت^{۱۲}. با رشد قابل توجه حجم استفاده از تأمین مالی

¹⁰ Crowdfunding

¹¹ Supply chain financing

^{۱۲} تاکنون برخی مقدمات کار فراهم شده است؛ از جمله ابلاغ دستورالعمل ارائه خدمات تأمین مالی زنجیره‌ای به بانک‌ها، ابلاغ شیوه‌نامه برات الکترونیکی در تأمین مالی زنجیره‌ای، ایجاد زیرساخت صورت حساب الکترونیکی توسط وزارت صنعت، ایجاد سامانه برات الکترونیکی توسط وزارت اقتصاد، تهیه مدل کسب و کار توسط بانک‌های منتخب و توافق با بنگاه‌های اقتصادی، ایجاد پلت فرم‌های ارائه خدمات تأمین مالی زنجیره‌ای توسط برخی بانک‌های عامل و همچنین امضای تفاهم‌نامه بین بانک‌ها و وزارت صنعت برای اجرای طرح.

زنجیره تأمین، در سال ۲۰۲۰ نسبت به سال ۲۰۱۹ با افزایش ۳۵ درصدی حجم جهانی به یک میلیون و ۳۱۱ هزار میلیارد دلار رسید.

فاکتورینگ^{۱۳}: فاکتورینگ (کارگزاری) یکی از مکانیسم‌های تأمین مالی است که با استفاده از آن شرکت فروشنده نسبه کالا و خدمات حسابهای دریافتی خود را با در نظر گرفتن تخفیف به شرکت فاکتورینگ (موسسات مستقل که معمولا شرکتهای تابعه بانکها و موسسات 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. با این روش ریسک عدم پرداخت سهم نهادهای مالی قابل رفع بوده و نیاز به وثیقه‌گذاری املاک و دارایی‌ها ندارد.

ماده «۸» اصلاح قانون «حداکثر استفاده از توان تولیدی و خدماتی در تأمین نیازهای کشور» به رویکرد فوق پرداخته است.

جمع‌بندی

به دلیل تحریم‌های طولانی و طاقت‌فرسا و پیامدهای آن، شرکت‌های اقتصادی در کشور برای تأمین مالی با مشکلات فراوانی مواجه شده‌اند. از دست دادن کانال‌های تأمین مالی خارجی، کاهش درآمدهای نفتی و منقبض شدن تأمین مالی از صندوق توسعه ملی و دولت، نیاز بیشتر به نقدینگی در نتیجه فشارهای افزایش هزینه به دلیل تورم، مشکلات در نقل و انتقالات بین‌المللی شبکه بانکی و بهره‌گیری از فرصت‌های مرتبط و ... در کنار مشکلات سیستماتیک نظام بانکی و بازار سرمایه از جمله عواملی هستند که وضعیت نامساعد تأمین مالی را در کشور تشدید کرده‌اند. کاهش شدید سهم سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات از تولید ناخالص داخلی و کل سرمایه‌گذاری، کاهش تشکیل سرمایه ثابت در تولید، افت شدید نسبت اعتبارات عمرانی از تولید ناخالص ملی تاییدی بر مشکلات عاملین اقتصادی کشور است.

از سوی دیگر در عمل و در شرایط سیاست در انزوا بودن، منابع داخلی کشور عمق، توان و کفایت لازم برای تأمین مالی بخش‌های اقتصاد و رشد را ندارد. همچنین شبکه بانکی و بازار سرمایه نیز کارایی لازم را ندارند. اولاً، به دلیل عدم استقلال (نشأت گرفته از عدم استقلال بانکی مرکزی)، شرایط نامطلوب اقتصادی و تورم‌های مستمر بالا، القای احکام و تکالیف سنگین دولتی به بانک‌ها و 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 تأمین مالی شرکت‌ها را ندارد. همچنین زیرساخت‌های قانونی و نوع نظام حقوقی مرتبط با نظام مالی کشور خود مانعی در جهت گسترش بازار سرمایه است. لذا

¹³ Factoring

ضروری است جهت رفع مشکلات تأمین مالی، ابتداً و تأکیداً به اصلاح شبکه بانکی و بازار سرمایه بر اساس اصول اقتصاد متعارف اقدام کرده و همچنین بستر مناسبی برای توسعه روش‌های نوین تأمین مالی که در دنیا تجارب موفق کسب نموده‌اند را به طور کارآمدی فراهم نمود.

منابع:

- ابراهیم‌نژاد، علی و مطلب، آیا می‌توان به نظام تأمین مالی بورس محور دست یافت؟، شبکه مطالعات سیاست‌گذاری عمومی. شماره مسلسل: ۲۲۰۰۱۴۲.
- جعفری، محبوبه و احمدوند، میثم. (۱۳۹۴). رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکرد امتیاز بازار نوظهور، پژوهشنامه اقتصاد و کسب‌وکار، شماره ۱۰: ۵۶-۳۷.
- شهبازی‌غیائی، موسی؛ کاشفی، سیدمصطفی؛ سروریان، حامد. (۱۳۹۵). آسیب‌شناسی نظام بانکی ۱۰. تحلیل آمار عملکرد شبکه بانکی در تأمین مالی بنگاه‌ها و بخش‌های اقتصاد. مرکز پژوهش‌های مجلس. دفتر مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی). شماره مسلسل: ۱۴۸۶۵.
- فرمان‌آرا، وحید؛ کمیجانی، اکبر؛ فرزین‌وش، اسداله؛ غفاری، فرهاد. (۱۳۹۸). نقش بازار سرمایه در تأمین مالی و رشد اقتصادی (مطالعه موردی ایران و منتخبی از کشورهای درحال توسعه). فصلنامه اقتصاد مالی. سال سیزدهم، شماره ۴۷: ۳۷-۱۹.
- قاضی‌نوری، سروش؛ بامداد صوفی، جهانیار؛ ردائی، نیلوفر. (۱۳۹۶). چارچوب انتخاب ابزارهای تأمین مالی بر اساس خوشه‌بندی شرکت‌های دانش‌بنیان. فصلنامه سیاست علم و فناوری. سال نهم. شماره ۲: ۳۰-۱۳.
- مصطفی‌پور، منوچهر. (۱۳۹۵). نگاهی به روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی؛ با تأکید بر بازارها بدهی. مجله اقتصادی. شماره‌های ۷ و ۸: ۳۲-۱۷.
- BIS. (2015). Working Papers, No 479.
- Darskuviene, Valdone. (2010). Financial Markets, Vytautas Magnus University.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. The Journal of Finance, 39(3), 574-592.
- OECD. (2013), Policies for Seed and Early-Stage Finance.
- OECD. (2015). New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments.
- Reszat. B. (2008). European Financial Systems in the Global Economy.