

داخلی



انجمن مدیران صنایع

بررسی روش‌های تامین مالی توسط بنگاه‌ها

از طریق بازار سرمایه و ارائه پیشنهادها

(ویرایش اول)

شماره ۱۴۶

بهمن ۱۳۹۶

واحد پژوهش

بررسی روش های تامین مالی توسط بنگاه ها از طریق بازار سرمایه

ویرایش اول - داخلی

فهرست

| عنوان | صفحه |
|--|------|
| شماره صفحه | |
| ۱ چکیده | |
| ۳ مقدمه | |
| ۴ ۱. تامین مالی و سرمایه توسط بنگاه ها | |
| ۴ ۲-۱. برخی ابزارهای موجود در بازارهای مالی برای تامین مالی | |
| ۷ ۳-۱. بازار پول | |
| ۷ ۱-۳-۱. تامین مالی از منابع بانکی | |
| ۸ ۱-۳-۲. میزان تامین مالی از طریق بازار پول | |
| ۹ ۱-۳-۳. فرآیندها، شرایط و هزینه استفاده بنگاه ها از تامین مالی در بازار پول | |
| ۱۵ ۱-۴-۱. بازار سرمایه | |
| ۱۵ ۱-۴-۱-۱. انواع اوراق تامین مالی در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس | |
| ۱۸ ۱-۴-۲. انواع اوراق تامین مالی شرکت بورس کالای ایران | |
| ۱۹ ۱-۴-۳. تامین مالی از طریق بازار سرمایه | |
| ۲۴ ۱-۴-۴. فرآیندها، شرایط و هزینه استفاده بنگاه ها از تامین مالی در بازار سرمایه | |
| ۲۷ ۲. نگاهی به وضعیت اعضای انجمن در بهرهبرداری از ابزارهای تامین مالی بازار سرمایه | |
| ۳۰ ۳. نتیجه گیری | |



چکیده

سرمایه‌گذاری نقش تعیین کننده‌ای در رشد اقتصادی دارد. یکی از اهداف اساسی کشورها دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و توسعه می‌باشد. در ادبیات اقتصادی سرمایه به منزله رگ حیات یک نظام اقتصادی تلقی شده و بر تشکیل آن به عنوان مهمترین عامل تعیین‌کننده رشد و توسعه اقتصادی تأکید زیادی شده است. میزان رشد و توسعه اقتصادی در گروه انباشت و بهره‌وری اقتصاد است و این دو به چگونگی فرآیند سرمایه‌گذاری بستگی دارد. در زمینه رشد و توسعه اقتصادی به مؤسسات پولی و اعتباری و بازار اوراق بهادار که ارکان اصلی بازارهای مالی هستند، می‌توان اشاره کردکه این مؤسسات نقش بهسزایی را در تأمین سرمایه‌های اقتصادی و بهره‌وری دارند. واسطه گریهای مالی با جذب پس اندازها و تأمین منابع لازم برای سرمایه‌گذاری، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و مدیریت اوراق بهادار می‌توانند تاثیری معنی دار بر سرمایه‌گذاری داشته باشند. حال با تغییر و تحولات رخ داده در سال‌های اخیر، موضوع ایفای نقش واقعی بازار سرمایه در دستورکار عالی‌ترین رده اجرایی کشور مورد توجه قرار گرفته است. در این زمینه قوه مجریه با تأکید بر نقش کلیدی بازار سرمایه در نظام تامین مالی کشور افزایش این نقش را منوط به بازنگری و بهبود قوانین بازار سرمایه دانسته و اصلاح آنرا ضروری دانسته است. بازار سهام در مقایسه با ۱۰ سال قبل با افزایش حجم و ارزش معاملات و نیز تعدد شرکت‌ها و صنایع گوناگون روبرو است و با وجود آنکه نمایندگان بیش از ۴۲ صنعت مختلف در این بازار حضور دارند اما در نظام تامین مالی و افزایش سرمایه برای اجرای طرح‌های توسعه‌ای هنوز سهم بازار سرمایه کمتر از ۱۵ درصد است.

انجمن مدیران صنایع در این گزارش با استفاده از مطالعات، گزارش‌ها و داده‌های موجود در ارتباط با موضوع گزارش پیش رو، مراجعه به بخش تحقیق و توسعه نهادهای فعال در بازار سرمایه و بازار پول کشور و استفاده از اطلاعات اتحادیه‌ها، تشکلها، انجمن‌ها و سندیکاهای کشور، به بررسی روش‌های تامین مالی و سرمایه واحدهای تولیدی و خود اعضای انجمن از سال ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ پرداخته است. نتایج گزارش حاکی از آن است که؛ بنگاههای عضو انجمن با توجه به میزان حضور آنها در بازار سرمایه جهت تامین مالی خود و واحدهایی که از بازار سرمایه تامین مالی نمی‌کنند می‌توانند با توجه به روشها و ابزارهای تامین مالی، فرآیندهای عملیاتی ارائه شده، فرآیند و هزینه‌های پذیرش و ورود، اولویت‌بندی پیشنهادی حضور آنها با توجه به میزان درصد تامین مالی آنها در بازار سرمایه اقدام نموده و در دستور کار خود قرار دهند. با توجه به برنامه‌های مصوبه و اجرایی در خصوص تامین مالی واحدهای تولیدی و جهت‌گیری تامین مالی از نظام پولی و باانکی به بازار سرمایه و افزایش مدواام



شاخص‌های بازار سرمایه در تامین مالی نسبت به نظام پولی و بانکی پیشنهاد می‌شود که اعضای انجمن با در نظر گرفتن موارد زیر جهت تامین منابع مالی خود اقدام نمایند.

- ۱) ارزیابی اهرم‌های مالی و وضعیت تولیدی و سودآوری واحد خود جهت مشخص کردن نیازهای تامین و رفع مشکلات نقدینگی و منابع مالی.
- ۲) بررسی انواع ابزارهای تامین منابع مالی و نهادهای مختلف بازار سرمایه در کشور از جمله؛ شرکت بورس اوراق بهادر، فرابورس و شرکت بورس کالای ایران.
- ۳) بررسی قوانین و مقررات، دستورالعمل‌ها و شرایط پذیرش و ورود به بازار سرمایه در کشور.
- ۴) بررسی شرایط حفظ واحد تولیدی در بازار سرمایه.



مقدمه

با توجه به شرایط سیاسی و اقتصادی کشور، انتظار متقاضیان منابع مالی نیز از این بازار متفاوت شده است. اما علی رغم تلاش های گسترده انجام شده، هنوز این بازار در زمینه تأمین مالی بنگاهها به جایگاه واقعی خود نرسیده است. به واقع مشکل چیست؟ برخی ها ادعای عدم تنوع ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه را مطرح می کنند که در پاسخ باید گفت از ظرفیت های بالای ابزارهای طراحی شده تاکنون تا چه حد استفاده شده است. برای مثال چند شرکت و به چه مبلغی توانسته اند از طریق انتشار اوراق مشارکت، صندوق های زمین و ساختمان، اوراق اجاره و اوراق مرابحه و یا سلف موازی در این بازار تأمین مالی کنند. نگاه توسعه ای سیاست گذاران بازار سرمایه در زمینه طراحی ابزارهای مالی طی سال های گذشته قابل توجه است، اما چرا بنگاه ها علی رغم نیاز مبرم به منابع مالی هنوز موفق به استفاده مؤثر از این فرصت های به وجود آمده نشده اند. پیچیدگی فرآیند تأمین مالی در بازار سرمایه همواره یکی از پاسخ های اهالی خارج از گود است. گزارش ها و اظهار نظرات کارشناسی حاکی از آن است که؛ نامأنس بودن برخی بنگاه ها با بازار سرمایه مسئله ای است که بدنه کارشناسی و اجرایی بازار سرمایه باید به آن بیندیشد و به آن پاسخ قانع کننده دهد. منظور از بدنه کارشناسی، کارشناسان تأمین مالی شرکت های تأمین سرمایه، مشاور سرمایه گذاری و کارگزارها است.

با توجه به اینکه از اهداف گزارش های کارشناسی انجمن مدیران صنایع ارائه اطلاعات کارشناسی، شناساندن و ارتقای دانش در جهت مشکلات صنعت، فرصت ها و امکانات پیش روی بنگاهها، شناخت آخرين پدیده ها و دستاوردهای صنعتی، گسترش و توسعه ظرفیت بنگاه ها و ... می توان اشاره کرد و بنگاه های عضو که شامل صنایع بزرگ، متوسط و کوچک هستند علاوه بر مزیت های که در سطح صنایع تولیدی و خدماتی دارند از مزیت عضویت در انجمن مدیران صنایع هم برخوردار هستند. با توجه به این مباحث گزارش پیش رو با هدف شناسایی و بررسی بازارهای تأمین مالی، روش ها، عملکرد، فرآیند و شرایط پذیرش و ورود در بازار سرمایه جهت تأمین مالی، فرصتی را از طریق این گزارش در اختیار اعضای انجمن قرار داده تا بتوانند جهت تأمین مالی و نقدينگی واحد های خود از بازار سرمایه اقدام نمایند.



۱. تامین مالی و سرمایه توسط بنگاه ها

شرکت‌ها در تصمیمات تامین مالی، با دو منبع تامین مالی داخلی و تامین مالی خارجی روبرو هستند. وظایف اصلی مدیران، حداکثر کردن ثروت سهامداران است، تاثیر روش‌های تامین مالی و نحوه مصرف عواید حاصل از این روش‌ها بر بازده آتی سهام، برای آنان از اهمیت بسزایی برخوردار است. همچنین، روش تامین مالی می‌تواند بر سود هر سهم، ریسک مالی و درصد مالکیت سهامداران، تاثیر بگذارد. پژوهش‌های حسابداری، روش‌های تامین مالی بنگاه را به دو بخش داخلی و خارجی و تامین مالی بدون هزینه و با هزینه طبقه‌بندی می‌کند. واحدهای اقتصادی خصوصی و دولتی بر حسب اهداف و شرایط، برای انجام فعالیت‌های عملیاتی، همواره ترکیبی از این دو را مورد استفاده قرار می‌دهند. در تامین مالی طرح‌ها و پروژه‌ها، منابع تامین داخلی شرکت‌ها به دلیل ارزان‌تر بودن، کم‌ریسک بودن و کم‌هزینه بودن، از اولویت‌های خاصی برای تخصیص مطلوب منابع به سرمایه‌گذاری‌ها برخوردارند. مدیران بنگاه باید از میزان وجه نقد موجود و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت نهایت بهره‌وری را به عمل آورند که برای تداوم عملیات کنونی شرکت نیاز است. برخی مواقع، وجه نقد موجود در بنگاه به تنها برای توسعه فعالیت‌های عملیاتی کفایت نمی‌کند. درنتیجه مدیران مجبورند تا پیشنهاد افزایش سرمایه، عدم تقسیم سود، ایجاد ذخایر و پرداخت وام از سوی سهامداران را به مجمع عمومی شرکت ارائه کنند که از ارزان‌ترین شیوه‌های تامین مالی است. انواع روش‌های تامین مالی شامل سرمایه و سهام، سود انباشته، سود سهام پرداختی، اندوخته‌های قانونی و احتیاطی، فروش دارایی‌ها، وام دریافتی از شرکا و حساب جاری شرکا است، که برای ادامه فعالیت‌های عملیاتی سرمایه با کمترین هزینه مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این نوع از تامین مالی بانک‌ها نقشی در ارائه خدمات ایفا نمی‌کنند، زیرا سرمایه‌ای از خارج شرکت وارد چرخه مالی آن نشده است. در بسیاری از پروژه‌های مهم بنگاه‌های اقتصادی، امکان تامین مالی داخلی وجود نداشته و در چنین شرایطی بنگاه‌ها برای تامین وجه نقد سرمایه‌گذاری و وجه نقد سرمایه در گردش و اطمینان از فروش بیشتر کالا، به تامین منابع مالی خارجی گرایش پیدا می‌کنند.

۲-۱. برخی ابزارهای موجود در بازارهای مالی برای تامین مالی

بازارهای مالی، دارای نقش کلیدی در تجهیز و هدایت وجود موجود در اقتصاد به سمت بخش‌های تولیدی و صنعتی و به تبع آن بهبود رشد اقتصادی هستند. توسعه اقتصادی، مستلزم انباشت سرمایه است. بازار سرمایه به عنوان یکی از رکن‌های بازار مالی نقش به سزاپایی در بسیج امکانات مالی و سرمایه‌ای به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشورها



دارد و هم اکنون در بسیاری از کشورها ای جهان نقش تامین مالی اعتبارات مورد نیاز بنگاه های اقتصادی را بر عهده دارند. نقش و اهمیت نظام مالی در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی کشورها به صورتی است که می توان تفاوت اقتصادهای توسعه یافته و توسعه نیافته را در درجه کارآمدی و کارآیی نظام مالی آنها جستجو کرد.^۱

- طبقه بندی بازارهای مالی

در این بخش ابتدا بازارهای مالی مختلف طبقه بندی می شوند سپس در ادامه طبقه بندی بازار سرمایه ایران آورده می شود.

جدول ۱- طبقه بندی بازارهای مختلف^۲

| | |
|--|------------------|
| بازاری است که در آن دارایی مالی با سررسید بیش از ۱ سال خرید و فروش می شود. | بازار سرمایه |
| بازاری است که در آن دارایی مالی با سررسید کمتر از یک سال خرید و فروش می شود. | بازار پول |
| بازاری است که در آن اوراق بهادری که تازه منتشر شده خرید و فروش می شود. | بازار اولیه |
| بازاری است که در آن اوراقی که در اولیه به فروش رفته در اینجا به فروش مجدد می رسد. | بازار ثانویه |
| بازاری است که در آن اوراق بهادر به طور نقدی خرید و فروش می شود. | بازار نقدی (آتی) |
| بازاری است که در آن یک نوع قرارداد بین طرفین معامله بسته می شود و شخصی که دارای چنین قراردادی است در آینده موظف است اوراقی را بخرد یا بفروشد. مزایای این بازار با بازار اولیه در این است که الف) هزینه معاملات پایین است ب) نقدینگی بالا است | بازار مشتقه |
| نوعی بازار متمرکز است که در آن کارگزاران و معامله گران در آن به خرید و فروش اوراق بهادر می پردازنند مثل بازار بورس. | بازار حراج |
| بازاری است که در آن واسطه ها مثل بازار سازها در آن به خرید و فروش اوراق بهادر می پردازند. | بازار واسطه ای |
| بازاری است که در آن معاملات بازار در طول ساعات کاری انجام می شود. | بازار پیوسته |
| بازاری است که در آن معاملات در یک زمان مشخص صورت می گیرد. | بازار ناپیوسته |
| خود به ۲ دسته تقسیم می شود <u>۱- بازار درونی</u> : بازاری است که ناشرانی که اوراق بهادر را انتشار می دهند ساکن آن کشور هستند <u>۲- بازار خارجی</u> : بازاری است که ناشرانی که اوراق بهادر را انتشار می دهند ساکن آن کشور نیستند. | بازار داخلی |
| بازاری است که اوراقی که عرضه می شود همزمان در چند کشور عرضه می شود. | بازار خارجی |

^۱. هیئتی فرشاد، موسوی سید مصطفی، (۱۳۸۷)، پیش بینی شاخص بورس سهام با استفاده از مدل سازی، ویژه نامه بازار سرمایه، شماره ۷.

^۲. عبده تبریزی، حسین، (۱۳۷۸)، واژگان بازارهای مالی و ارکان آن، فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۳ شماره ۱.



از میان انواع صکوک برخی از انواع آن مانند اوراق مشارکت، اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق سفارش ساخت (استصنایع) و گواهی سلف در بازار سرمایه ایران اجرایی شده اند. البته اوراق رهنی هم در بازار سرمایه ایران اجرائی شده است. برخی دیگر نیز مانند اوراق مضاربه، اوراق مساقات، اوراق وکالت، اوراق مزارعه و غیره مصوبه کمیته فقهی دارند ولی تاکنون اجرایی نشده و سابقاً انتشار ندارند. در جدول زیر مقایسه‌های میان ۱۴ نوع صکوک معروف شده از سوی سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی و انواع صکوک منتشره یا طراحی شده در بازار سرمایه ایران ارائه شده است:^۱

جدول ۲- مقایسه انواع صکوک در طبقه بندی سازمان حسابداری و حسابرسی

نهادهای مالی اسلامی و بازار سرمایه ایران

| ردیف | صکوک پیشنهادی سازمان حسابداری و حسابرسی | معادل یا مشابه صکوک در بازار سرمایه ایران | سابقه انتشار در بازار سرمایه ایران | سابقه طرح در کمیته تخصصی فقهی |
|------|---|---|------------------------------------|-------------------------------|
| ۱ | گواهی مالکیت در دارائی اجاره شده | اوراق اجاره | ✓ | ✓ |
| ۲ | گواهی مالکیت منافع دارائی های مشخص که در آینده ساخته می شود | اوراق منفعت | - | ✓ |
| ۳ | گواهی مالکیت منافع دارایی موجود | اوراق منفعت | - | ✓ |
| ۴ | گواهی سلف | گواهی سلف موازی استاندارد | ✓ | ✓ |
| ۵ | گواهی مرابحه | اوراق مرابحه | ✓ | ✓ |
| ۶ | گواهی مشارکت | اوراق مشارکت | ✓ | ✓ |
| ۷ | گواهی مضاربه | اوراق مضاربه | - | ✓ |
| ۸ | گواهی عاملیت در سرمایه گذاری | اوراق وکالت | - | - |
| ۹ | گواهی مزارعه | اوراق مزارعه | - | ✓ |
| ۱۰ | گواهی مساقات | اوراق مساقات | - | ✓ |
| ۱۱ | گواهی مغارسه | - | - | - |
| ۱۲ | گواهی استصنایع | اوراق سفارش ساخت | ✓ | ✓ |

۱. مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس و اوراق بهادر تهران. [http://sukuk.ir/fa/%D%85%D%9D%D%](http://sukuk.ir/fa/%D%85%D%9D%D%9)



با تصویب قانون بازار اوراق بهادر در آذر ماه ۱۳۸۴ و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی در سال ۱۳۸۸، زمینه طراحی ابزارهای جدید مالی در بازار سرمایه ایران فراهم شد. اوراق اجاره، اوراق مرابحه و سایر انواع صکوک از جمله ابزارهای جدید در بازار سرمایه ایران پس از تصویب قانون های فوق هستند. از سوئی سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی بر اساس استانداردهای شرعی خود انواعی از گواهی های سرمایه گذاری را معرفی کرده است. برخی از انواع گواهی های سرمایه گذاری سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی با آنچه به عنوان صکوک در بازار سرمایه ایران طراحی و یا اجرائی شده است، همخوانی دارد و برخی نیز اینگونه نیستند. حال در ادامه به بررسی هر یک از روش‌های تامین مالی نهادها و سازمان های فعال در این زمینه می پردازیم.

۱-۳. بازار پول

۱-۳-۱. تامین مالی از منابع بانکی

- پس اندازه های مشخص: برای تشکیل سرمایه یا باید مقداری از عوامل تولید مثل نیروی کار بیکار، بکار گرفته شوند یا تعدادی از مردم بخشی از درآمدشان پس انداز نمایند که غالباً یکی از منابع مهم تأمین وجوه تشکیل سرمایه در فرآیند توسعه بهره گیری از پس اندازهای شخصی می باشد شایان ذکر است در کشورهایی که از پتانسیلهای بخش خصوصی بیشتر استفاده نموده اند مورد فوق از اهمیت بیشتری برخودار می باشد.

- سود توزیع نشده و ذخیره استهلاک سرمایه: سود توزیع نشده و ذخیره استهلاک سرمایه شرکتها یکی دیگر از منابع تأمین سرمایه داخلی می باشد سود توزیع نشده بخشی از سود شرکت می باشد که بین سهامداران توزیع نمی شده و در سرمایه گذاری آنها از آن استفاده می شده و ذخیره استهلاک سرمایه شرکتها بخشی از درآمد شرکت می باشد که در شرکت باقی می ماند.^۱

بحث تامین مالی به خصوص در کشورهای در حال توسعه از اهمیت زیادی برخوردار است؛ در این کشورها برخی از پژوههای را با تامین مالی داخلی می توان انجام داد، اما در پژوههای مهم و زیرساختی مورد نیاز کشور که امکان

^۱. نقش دو عامل از پیش گفته شده در سرمایه گذاری و فعالیتهای اقتصادی کشورهای توسعه یافته قوی اما در کشورهای در حال توسعه ضعیف است و دلایل این اختلاف در ساختار اقتصاد می باشند مالیاتهای مختلف از دیگر منابع تأمین سرمایه دولتها محسوب میشود. در کشورهای توسعه یافته نقش دولت در تأمین سرمایه مالی در چارچوب "تعادل در بودجه سالانه" میباشد، و بعضاً در کشورهای جهان سود دولت با سرمایه گذاری گسترد و تأمین منابع آن از طریق کسری بودجه میباشد که از آثار منفی آن تورم میباشد به همین دلیل چنین سیاستی را توسعه میبینی به تورم می نامند.



تامین منابع کامل آن توسط دولت فراهم نیست، ورود بانکها الزامی است. در همین رابطه بانکهای زیرمجموعه وزارت اقتصاد در طول ۴ سال گذشته با وجود کمبود نقدینگی شدید، در تامین مالی طرحهای زیرساختی نقش داشته‌اند. وزارت امور اقتصادی و دارایی در پنجاه و دومین روز از اجرای برنامه ۱۰۰ روز ۱۰۰ اقدام خود که در آن به معنی ۱۰۰ دستاوردهای وزارت اقتصاد در دولت یازدهم پرداخته است با معنی «کارنامه درخشنان بانکها در تامین مالی طرح‌های زیرساختی»، گزارش کرده است که؛ سرمایه‌گذاری تولیدی و توسعه‌ای؛ نقشی بسیار مهم در پیشبرد اهداف اقتصادی کشورهای در حال توسعه دارد. با توجه به مسائلی که پیش روی بازارهای سرمایه در این زمینه وجود دارد، لزوم ورود بانکها به تامین مالی پروژه‌های زیرساختی عملاً در دهه‌های پایانی قرن ۱۹ به شدت حس شد. ایران در سال‌های اخیر با مشکلاتی فراوان در زمینه تامین مالی پروژه‌های زیرساختی با اهمیت که اساساً مهم‌ترین نیازهای جامعه را برطرف می‌کنند، روبرو بود. به همین واسطه همواره سعی در سوق دادن نظام بانکی به ایجاد پشتونه برای این طرح‌ها وجود داشت و در طول ۳ سال و نیم گذشته بانکهای زیرمجموعه وزارت اقتصاد اعم از دولتی، خصوصی شده و تخصصی، علیرغم انجماد نقدینگی گسترده در شبکه بانکی عملکرد قابل توجهی در تامین مالی طرحهای زیرساختی داشته‌اند و چند صد میلیارد تومان منابع ارزی و ریالی برای آبادانی کشور اختصاص داده‌اند.

۱-۳-۲. میزان تامین مالی از طریق بازار پول

با توجه به اینکه بسترها قانونی حضور بانکها در پروژه‌های عمرانی و زیرساختی نیز همواره وجود داشته و برای مثال قانونی به قدمت «قانون احداث پروژه‌های عمرانی» مصوب سال ۱۳۶۶، در این زمینه مهیا بوده است، در دولت یازدهم نیز از روزهای ابتدایی، این دغدغه در سطح متولیان اقتصادی کابینه وجود داشت. در همین راستا آمارهای مربوط به تامین مالی در دو بخش ارزی و ریالی از سالهای ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفته است. به این ترتیب مجموع تامین مالی پروژه‌های زیرساختی از سال ۱۳۹۲ تا سال ۱۳۹۵ در بخش ارزی رقمی بیش از ۸۴۲ میلیون دلار بوده است که توانسته است نیاز بخشی از این پروژه‌ها که به واسطه کاهش قیمت نفت دچار مخاطراتی شده بودند را برطرف کند. در بخش ریالی هم در مجموع سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۵ معادل ۷۵۱ میلیارد تومان منابع مالی ریالی از طریق منابع داخلی بانک ملی به پروژه‌های زیرساختی تزریق شد^۱.

^۱. کارنامه بانک‌ها در تامین مالی طرح‌های زیرساختی، (۱۳۹۵)، گزارش ۱۰۰ روز ۱۰۰ اقدام وزارت اقتصاد.



جدول ۳- تامین مالی از طریق بازار پول

| ۱۳۹۵ | ۱۳۹۴ | ۱۳۹۳ | ۱۳۹۲ | |
|------|-------|------|------|-------------------------------------|
| ۳۴.۳ | ۱۹۴.۶ | ۲۳۳ | ۳۶۰ | میزان تامین مالی (میلیون دلار) |
| ۳۱۲ | ۲۳۶ | ۷۹ | ۱۲۴ | میزان تامین مالی (میلیارد تومان) |

۱-۳-۳. فرآیندها، شرایط و هزینه استفاده بنگاه‌ها از تامین مالی در بازار پول^۱

دغدغه امروز بنگاه‌های اقتصادی تامین مالی برای پروژه‌های در دست اجرای آنها است. نبود منابع مالی کافی سرمایه‌گذاری‌ها را تحت تاثیر خود قرار می‌دهد. مسیرهای متعددی برای تامین مالی بنگاه‌ها در کشور تعریف می‌شود اما آنچه قبل از تعریف ابزار مالی و روش تامین مالی حائز اهمیت است قدرت و توانایی بنگاه در به کارگیری صحیح منابع و مدیریت آن تا زمان دستیابی به نتیجه مطلوب است. بسیاری از پروژه‌ها به گونه‌ای درگیر دست‌اندازهای مسیر تامین مالی و ورود منابع به مراحل مختلف سرمایه‌گذاری می‌شوند که از زمان برنامه‌ریزی شده عبور کرده و طرح‌ها اغلب از اقتصادی بودن خارج می‌شوند. برخی از بنگاه‌ها نیز که ترکیبی از روش‌های تامین مالی را مورد استفاده قرار می‌دهند، دچار شرایط بغرنج تری می‌شوند، چراکه هر روشی ساز و کار متفاوتی را پیش روی مدیر بنگاه قرار می‌دهد و عدم هماهنگی و بی‌نظمی تحمیلی در زمان‌بندی، وضعیت پروژه‌ها را به مخاطره می‌اندازد. حال با توجه به موارد مورد بررسی در ادامه بعد از ارائه جدول محدودیت‌های منبع تامین مالی، قوانین مربوط به تامین مالی واحدهای تولیدی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

^۱. دستورالعمل تامین مالی بنگاه‌ها، بانک مرکزی ج.ا. ایران. تاریخ ۱۳۹۵/۰۲/۰۱



جدول ۴- منبع تامین مالی و محدودیت های پیش روی^۱

| محدودیت ها | منبع تامین مالی |
|---|---|
| با توجه به سیاست کلی کاهش سهم دولت در اقتصاد، سرمایه گذاری های دولت در کسب و کارها و شرکت ها محدود شده است؛ | منابع دولتی |
| منابع بانک ها محدود است و نمی تواند جوابگوی تمام نیازهای تامین مالی کسب و کارها باشد؛ علاوه میزان استفاده از تسهیلات در هر طرح سرمایه گذاری یا بنگاه اقتصادی محدودیت دارد (محدودیت های ا Horm مالی) | منابع بانکی (أنواع تسهيلات و مشاركت مستقيم بانک ها) |
| ظرفیت تامین مالی طرح های بزرگ را ندارد؛ محدود است؛ | منابع و سرمایه های خصوصی (Private) (سرمایه گذاری در شرکت های سهامی خاص و عرضه های خصوصی) |
| محدودیت کمتری دارد چون مبتنی بر سرمایه ها و پس اندازهای مردمی است؛ (عرضه های متعدد اولیه در سال های اخیر گواهی بر این مدعای است) مستلزم بهبود و توسعه راه های جذب منابع خرد موجود در جامعه است؛ به دلیل تنوع زیاد ابزارها و روش های آن محدودیت های آن کمتر است؛ | منابع بازار اوراق بهادار (Public sources) (انتشار انواع اوراق بهادار به عموم) |
| به عنوان مثال کاهش درصد تقسیم سود و استفاده از جراثات نقدی برای سرمایه گذاری های مجدد یا فروش دارایی های بلا استفاده | منابع داخلی شرکت ها |

► مطابق بخشنامه بانک مرکزی، مقرر شده تامین سرمایه در گردش مورد نیاز ۱۰ هزار بنگاه اقتصادی، تامین منابع مالی مورد نیاز ۶ هزار طرح نیمه تمام با پیشرفت فیزیکی حداقل ۶۰ درصد و تامین مالی مورد نیاز برای بازسازی و نوسازی ۵ هزار واحد اقتصادی از محل منابع داخلی در اولویت شبکه بانکی کشور قرار گیرد. پیش‌بینی می‌شود این اهداف با تخصیص حدود ۳۰ هزار میلیارد تومان تسهیلات در سال جاری تحقق یابد که از این میان مجموعاً ۲۰ هزار میلیارد تومان برای سرمایه در گردش و تامین مالی طرح‌های نیمه تمام و ۱۰ هزار میلیارد تومان

۱. نقش بازار سرمایه در تحول روش های تامین مالی در کشور، (۱۳۹۰)، سازمان بورس و اوراق بهادار تهران.



برای بازسازی و نوسازی واحدهای اقتصادی که از توجیه فنی، مالی و اقتصادی لازم برخوردار هستند تخصیص خواهد یافت.^۱

► براساس دستورالعمل جدید، تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی کوچک و متوسط که جزو مشتریان بانک‌ها هستند در اولویت اعطای تسهیلات موصوف قرار دارند و در زمینه عملکرد تسهیلات اعطایی به اینگونه متقاضیان، هماهنگی لازم با وزارت صنعت، معدن و تجارت برای ارائه اطلاعات مورد نیاز به منظور درج عملکرد در سامانه «هماهنگ» صورت خواهد گرفت. مطابق اعلام بانک مرکزی بسیاری از واحدهای صنفی نیز در زنجیره عرضه محصولات بنگاه‌های کوچک و متوسط قرار دارند و در زمینه‌های مختلف تولیدی، توزیعی، کشاورزی و خدماتی فعالیت می‌کنند که بدون حضور آنها، اقتصاد کشور توان حرکت ندارد. بنابراین از آنجا که اصناف ضرورتی به ثبت نام در سامانه بهین یاب ندارند توصیه می‌شود تامین مالی این گروه از متقاضیان نیز در کنار بنگاه‌های کوچک و متوسط با رعایت مقررات بانکی مورد اهتمام و توجه جدی بانک‌ها قرار گیرد.

► پیش‌بینی‌های صورت‌گرفته برای اعطای تسهیلات به بنگاه‌های اقتصادی در حالی است که انحراف منابع بانکی پیش‌بینی شده همواره یکی از نگرانی‌های بنگاه‌های اقتصادی محسوب می‌شود، نگرانی که در مرحله اول اعطای تسهیلات به بنگاه‌های نیمه تمام که از سوی فعالان اقتصادی مطرح شد. حال در راستای رفع این نگرانی بانک مرکزی دو راهکار را مدنظر قرار داده است. در مرحله اول بانک‌ها و موسسات اعتباری باید با درنظر گرفتن اصول کلی اعطای تسهیلات و اعتبارسنجی متقاضی و اخذ تامین کافی، نسبت به اعطای تسهیلات موضوع دستورالعمل موردنظر اقدام کنند و سپس نظارت بر محل مصرف تسهیلات را در دستور کار خود قرار دهند تا به این طریق اطمینان از عدم انحراف در میان بنگاه‌های اقتصادی به وجود آید.

► ماده نهم دستورالعمل تامین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط که از سوی بانک مرکزی به شبکه بانکی ابلاغ شد، تاکید دارد که نرخ سود مورد عمل در تسهیلات اعطایی، برابر نرخ مصوب شورای پول و اعتبار (۱۸ درصد) است.

۱. دستورالعمل تامین مالی بنگاه‌ها، بانک مرکزی ج.ا. ایران. تاریخ ۱۳۹۵/۰۲/۰۱



- هفت پیش شرط برای تسهیلات

► در دستورالعمل تامین مالی بنگاههای کوچک و متوسط سال ۹۶، هفت پیش شرط برای اولویت بندی اعطای تسهیلات در نظر گرفته شده است تا به این طریق با اعطای این تسهیلات شرایط برای تحقق اهداف پیش‌بینی شده مهیا شود.

► براساس شروط پیش‌بینی شده مقرر شد تا بنگاهها از سوی کارگروه استانی مشروط به احراز توجیه فنی، مالی و اقتصادی مناسب فعالیت توسعه بانک معرفی شوند. همچنین این تسهیلات مشمول بنگاههای تولیدی می‌شود که محصولات آنها در بازار فروش قابل قبول باشد و منجر به انباسته شدن محصولات در انبار نشود. از سوی دیگر تسهیلات مذکور مشمول بنگاههایی می‌شود که تولید آنها به دلیل کمبود نقدینگی متوقف شده باشد یا فعالیت آنها به کمتر از ظرفیت اسمی رسیده باشد. درخصوص بنگاههایی که در سال‌های گذشته فعالیت نداشته‌اند و قادر فروش بوده‌اند نیز اعطای تسهیلات سرمایه در گردش به تشخیص موسسه اعتباری در راستای فعالیت مجدد بنگاهها تخصیص می‌یابد؛ مشروط به اینکه متقاضیان دارای طرح توجیهی مناسبی باشند و فعالیت مجدد آنها بتواند به فروش و سودآوری متنه شود.

► براساس یکی دیگر از پیش‌شرط‌های در نظر گرفته شده، تسهیلات در اختیار بنگاههایی که تسهیلات دریافتی پیشین را در محل موضوع قرارداد تسهیلات مصرف کرده‌اند قرار خواهد گرفت. یکی دیگر از گروههایی که در اولویت اعطای تسهیلات قرار می‌گیرند، بنگاههایی هستند که به‌دلیل عدم وصول مطالبات خود از دستگاه‌های اجرایی دولتی، شرکت‌های دولتی و وابسته به دولت، نتوانسته‌اند تعهدات خود را در قبال شبکه بانکی کشور و سایر اشخاص ایفا کنند. بنگاههایی که از میزان اشتغال پایدار توجیه‌پذیری بیشتری برخوردار باشند نیز در اولویت دریافت تسهیلات هستند.

► از سوی دیگر و براساس ماده «۳» دستورالعمل تامین مالی بنگاههای کوچک و متوسط، شرکت‌ها و واحدهای کوچک و متوسط تولیدی صنعتی، کشاورزی و خدماتی از شرایط نداشتن بدھی غیرجاری، چک برگشتنی، رعایت نسبت مالکانه و مفاد «آیین‌نامه رعایت شاخص‌های مالی در اعطای تسهیلات سرمایه در گردش به اشخاص حقیقی و حقوقی توسط بانک‌های دولتی» به‌منظور بهره‌مندی از تسهیلات و تعهدات مستثنی خواهند بود. همچنین براساس این ابلاغیه مبلغ بدھی غیرجاری بنگاههای کوچک و متوسط نباید بیش از (تسهیلات -



تعهدات) درخواستی باشد و سقف چک‌های برگشتی بنگاه‌ها نیز باید از ۲۵ درصد (تسهیلات – تعهدات)

درخواستی بیشتر باشد^۱.

► از سوی دیگر متقاضیانی که با استفاده از مزایای پیش‌بینی شده در سال گذشته موفق به اخذ تسهیلات شده‌اند، اما بدھی غیرجاری یا چک‌های برگشتی خود را تعیین تکلیف نکرده‌اند نیز براساس دستورالعمل جدید مجاز به دریافت تسهیلات نخواهند بود. از سوی دیگر براساس دستورالعمل تدوین شده متقاضیانی که با استفاده از مزایای در نظر گرفته شده در ماده «۳»، درخواست اخذ تسهیلات و تعهدات دارند باید برنامه زمانبندی (مورد تایید بانک عامل) برای تعیین تکلیف چک‌های برگشتی و بدھی‌های غیرجاری خود را همزمان با اخذ تسهیلات و تعهدات به بانک عامل ارائه دهند.

► همچنین موسسه اعتباری موظف شده تا به منظور حفظ منافع سپرده گذاران و تخصیص بهینه منابع، نسبت به بررسی توجیه فنی، مالی و اقتصادی درخواست متقاضیان اقدام کند و در صورت کسب اطمینان از توجیه پذیری طرح و احراز اعتبارسنجی متقاضیان نسبت به اعطای تسهیلات اقدام کنند و در صورت عدم موافقت باید دلایل مخالفت به صورت مکتوب به کارگاه منعکس شود. در صورت بازپرداخت تمام یا بخشی از تسهیلات سرمایه در گردش اعطایی به متقاضیان در سراسر سیدهای مقرر، بانک عامل می‌تواند حداکثر به میزان تسهیلات تسویه شده، مجدداً نسبت به اعطای تسهیلات سرمایه در گردش اقدام کند.

► در همین حال، طبق ماده ۱۹ قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور متناسب با بازپرداخت هر بخش از تسهیلات پرداختی به بنگاه‌های کوچک و متوسط تولیدی، موسسه اعتباری باید نسبت به آزادسازی وثایق مازاد یا تبدیل وثایق، متناسب با میزان باقیمانده تسهیلات اقدام کند. در انتخاب وثیقه باقیمانده نظر بانک عامل ملاک عمل قرار خواهد گرفت. از سوی دیگر این امکان فراهم است تا موسسه اعتباری نسبت به پذیرش ضمانت‌نامه‌های صادره از سوی صندوق‌های ضمانت (که به موجب قانون تشکیل شده و دارای تفاهم نامه با بانک‌های عامل برای تضمین تسهیلات و تعهدات هستند) به عنوان وثیقه اقدام کند.

► از سوی دیگر نرخ سود مورد عمل در تسهیلات موضوع این دستورالعمل نیز نرخ مصوب شورای پول و اعتبار خواهد بود و سقف اعطای تسهیلات و ایجاد تعهدات موضوع این دستورالعمل نیز براساس حدود مقرر در آئین‌نامه‌های تسهیلات و تعهدات کلان و اشخاص مرتبط پیش‌بینی شده است. موسسه اعتباری نیز باید

۱. دستورالعمل تامین مالی بنگاه‌ها، بانک مرکزی ج.ا. ایران - تاریخ ۱۳۹۵/۰۲/۰۱



حداکثر ظرف یک ماه پس از تکمیل مدارک در هر مورد مراتب را بررسی و نتیجه را اعلام کند. همچنین متقاضیان معرفی شده از طرف کارگروه ظرف ۱۵ روز کاری برای مراجعته به بانک‌های عامل به منظور ارائه تقاضا و مدارک مهلت دارند و در صورت عدم مراجعته در مدت زمان مذکور، بانک‌های عامل باید درخواست متقاضیان را به کارگروه مربوطه عودت دهند و مراتب را در سامانه اطلاعاتی وزارت صنعت، معدن و تجارت ثبت کنند.



۱-۴-۱ بازار سرمایه

۱-۴-۱. انواع اوراق تامین مالی در بورس اوراق بهادر تهران و فرابورس

در اینجا به بررسی هر یک از روش‌های تامین مالی سازمان بورس و اوراق بهادر و فرابورس می‌پردازیم.

جدول ۵- روش‌های تامین مالی بورس اوراق بهادر و فرابورس^۱

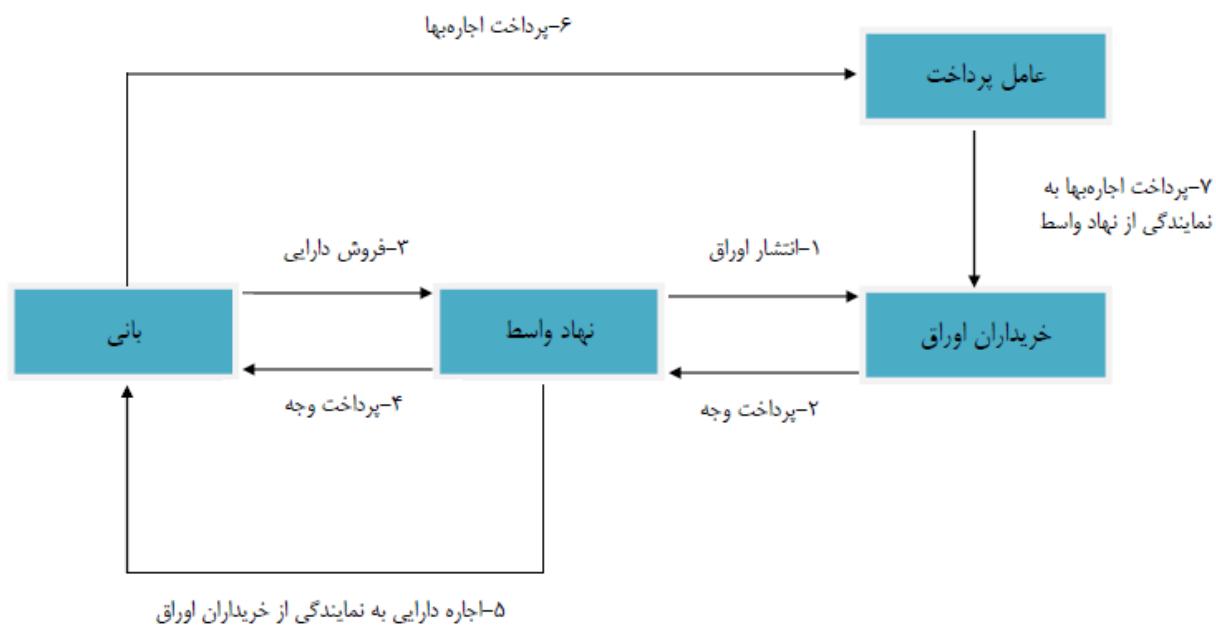
| اوراق سرمایه | اوراق ترکیبی | اوراق بدھی |
|--------------|--|---|
| سهام عادی | <p>دارندگان اوراق مشارکت به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در نتیجه مالی حاصل از اجرای طرح های مربوطه سهم خواهد بود. مصرف وجه حاصل از واگذاری اوراق مشارکت در غیر اجرای طرح های مربوط، در حکم تصرف غیر قانونی در وجود و اموال عمومی محسوب خواهد شد. حداقل سهم الشرکه ناشر در هر طرح (اعم از آورده نقدی و غیر نقدی) و میزان (سقف فردی) اوراق مشارکت قابل انتشار برای طرح های موضوع اوراق مشارکت (به استثنای طرح های عمرانی -اتفاقاعی دولت) با رعایت وضعیت مالی و اعتباری ناشر تعیین می شود.</p> | <p>اوراق مشارکت</p> <p>اوراق بهادر با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است.(۱)</p> |
| | <p>اوراق بهادر با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مالی(طلب) است که براساس قرارداد مراجحه حاصل شده است.</p> | <p>اوراق مرباحه</p> |
| | | <p>اوراق بهادری است که ناشر بر اساس قرارداد سفارش ساخت منتشر می کند . این اوراق قابل معامله در بورس ها یا بازارهای خارج از بورس می باشند. قرارداد سفارش ساخت. قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد در مقابل مبلغی معین، ساخت و تحویل دارایی مشخصی را در زمان معین متعهد می شود.(۲)</p> |
| | | <p>اوراق بهادری است که به منظور : (MBS) اوراق رهنی خرید تسهیلات رهنی توسط ناشر منتشر می شود. این اوراق را می توان در قالب اوراق جدید یا اوراق مشارکت منتشر نمود. این اوراق قابل معامله در بورس ها یا بازارهای خارج از بورس می باشند.(۳).</p> |
| | | <p>اوراق بهادر با نامی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن بر مقدار معینی از منافع آتی مستمر حاصل از دارایی/دارایی های فیزیکی بادوام است . این اوراق قابل معامله در بورس ها یا بازارهای خارج از بورس می باشند.(۴)</p> |

^۱. تحقیق و توسعه سازمان بورس اوراق بهادر تهران و فرابورس ایران.

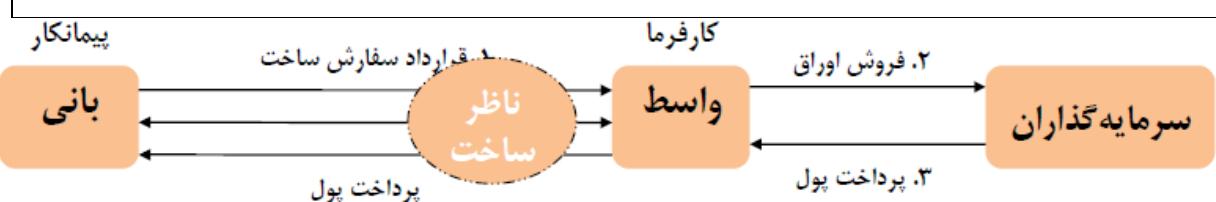
<https://www.seo.ir/Department/6anwHqfRneYtzPMIXKiFPA>



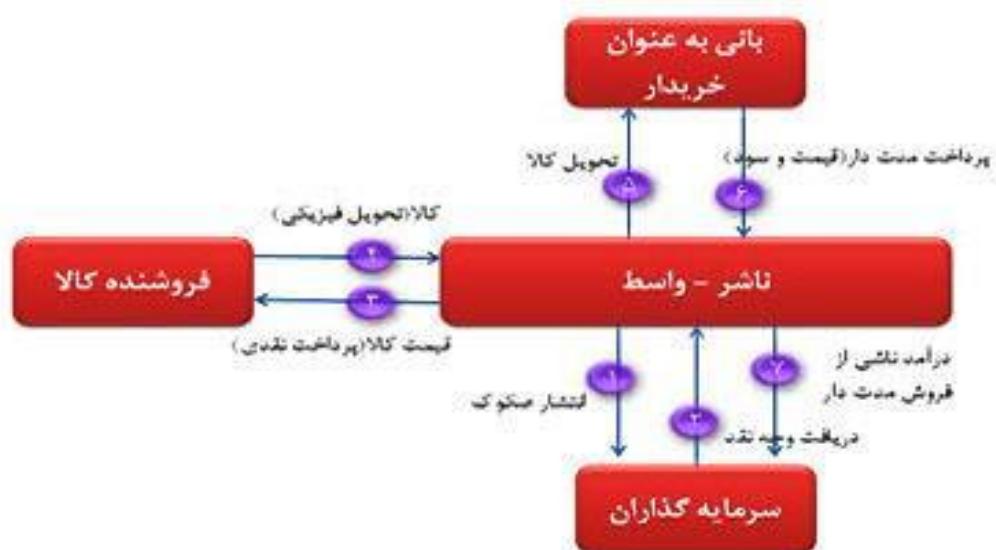
(۱). مدل عملیاتی اوراق اجاره



(۲) مدل عملیاتی انتشار اوراق سفارش ساخت

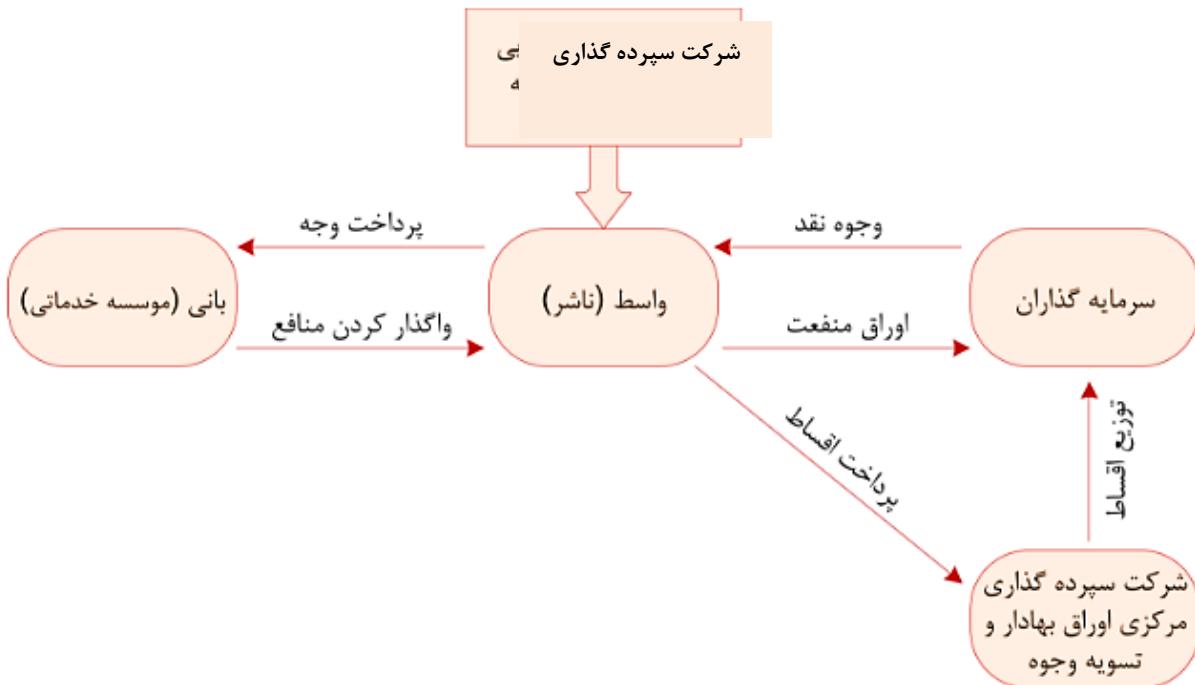


(۳) مدل عملیاتی اوراق رهنی





(۴) مدل عملیاتی اوراق منفعت



- صندوق سرمایه گذاری

صندوق های سرمایه گذاری مشترک یکی از انواع واسطه های مالی و از جمله نهادهایی هستند که با فروش پیوسته واحد سرمایه گذاری (یونیت) خود به عموم مردم، وجهی را تحصیل و آن ها را در ترکیب متنوعی از اوراق بهادرار شامل سهام، اوراق بهادرار اسلامی، ابزارهای کوتاه مدت بازار پول و دارایی های دیگر، با توجه به هدف صندوق، به طور حرفه ای سرمایه گذاری می کنند.

- انواع صندوق تامین مالی

۱) **صندوق زمین و ساختمان: نهاد مالی** است که با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادرار تأسیس شده و به جمع آوری سرمایه از عموم و تخصیص آن به سرمایه گذاری در ساخت پروژه ساختمانی و فروش واحدهای ساختمانی آن می پردازد.

۲) **صندوق پروژه: نهاد مالی** است که با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادرار تأسیس شده و به جمع آوری سرمایه از عموم و تخصیص آن به سرمایه گذاری در ساخت و تکمیل پروژه معین اشاره شده در اساسنامه صندوق، می پردازد.



۱-۴-۲. انواع اوراق تامین مالی شرکت بورس کالای ایران

در این بخش به روش های تامین مالی سرکت بورس کالای ایران می پردازیم.

جدول ۶- روش های تامین مالی بورس کالای ایران^۱

| روش | تعريف | وضعیت فعلی |
|------------------------------|---|--------------|
| قراردادهای سلف | صنایع می توانند با استفاده از این قراردادها بدون بوروکراسی اداری، پوشش ریسک و تامین مالی کنند. با توجه به این که ریسک نقدشوندگی و ریسک تعییرات قیمت برای خریداران به دلیل نبود بازار ثانویه در معاملات قراردادهای سلف عادی بالا است، قراردادهای سلف موازی استاندارد طراحی و در بورس کالا راه اندازی شده است. | در حال اجرا |
| اوراق سلف موازی استاندارد | قراردادهای سلف موازی علاوه بر تسهیل تامین مالی بلندمدت در طرح های توسعه ای سبب افزایش سرمایه در گردش می شود و ابزاری مناسب جهت برنامه ریزی بلندمدت برای تولیدکنندگان محسوب می شود. | در حال اجرا |
| گواهی سپرده کالایی | در این روش، کالای موجود در انبار به ورقه بهادر تبدیل می شود که سپس معامله بر روی این اوراق انجام می شود به این ترتیب امکان استفاده از پشتوانه گواهی سپرده کالایی به منظور تأمین مالی و جلوگیری از فروش اجباری در اثر تنگناهای مالی برای تولیدکنندگان فراهم شده و هزینه های تأمین مالی کاهش یافته و نقدشوندگی کالا برای تولیدکنندگان حاصل می شود. این اوراق بهادر مانند سایر اوراق قابلیت ارائه به شبکه بانکی به عنوان تضمین خواهد بود زیرا فرآیند تحويل کالا در بورس و بازارهای خارج از بورس را تسهیل کرده و می توان فروش محصولات ایرانی در بازارهای بین المللی را با پشتوانه گواهی سپرده کالایی توسعه و افزایش داد. | در حال اجرا |
| صندوقهای سرمایه گذاری کالایی | صندوقهای کالایی (ETC) از مناسب ترین ابزار تامین مالی برای صنایع مختلف است، به طوری که می توان با تشکیل صندوقی مشکل از گواهی سپرده کالایی موجودی انبار مورد نظر، تقسیم صندوق به واحدهای مجزا، فروش واحدها به سرمایه گذاران در بازار و باخرید گواهی سپرده کالایی در سرسید از صندوق تولید کننده، از صندوق های کالایی (ETC) جهت تامین مالی بهره برد. با توجه به این که اوراق بهادر مبتنی بر کالا نظیر اوراق سلف موازی استاندارد، اوراق گواهی سپرده کالایی، اوراق مشتقه کالایی، دیون ایجاد شده در معاملات بورس کالای ایران در حال توسعه هستند، می توان صندوق هایی را ایجاد کرد که این صندوق ها بر روی کالا و اوراق بهادر مبتنی بر کالاهای سرمایه گذاری کنند. | در دست بررسی |
| صندوقهای سرمایه گذاری ارزی | تمکیل ابزارهای مدیریت دارایی در بازار سرمایه، پوشش ریسک ارزی افراد و بنگاه های اقتصادی فعال در کشور، تامین مالی ارزی بنگاه های اقتصادی بزرگ کشور در فرآیند انتشار اوراق ارزی و مشارکت در تنزیل اعتبار استانداری صادرکنندگان، از مهمترین اهداف صندوق های ارزی است. | در دست بررسی |
| خرید دین و فورفیتینگ | تمامی صنعتگران می توانند در بورس کالای ایران از مزایای آن بهره مند شوند. فورفیتینگ برای تامین مالی میان مدت سه تا پنج ساله مورد قرار می گیرد، اما برای ۶ ماه تا ۱۰ سال نیز | در دست بررسی |

^۱. پژوهش و کارشناسی بورس کالای ایران، انواع روش‌های تامین مالی در بورس کالا. <http://www.ime.co.ir/article.html>



| قابلیت | استفاده | دارد. |
|---|--|-------------|
| نرخ بهره فورفیتنگ می تواند ثابت و یا شناور باشد. به تعبیری دیگر تنزیل استاد مالی یا تجاری مربوط به دیون سرسیدار بدون حق رجوع به صادرکننده یا ظهernoیس را فورفیتنگ گویند؛ به عبارت ساده تر زمانی که یک صادرکننده می خواهد کالایی را نسیه به فروش رساند ولی پول آن را نقد دریافت کند به فورفیتر مراجعه می کند و از وی می خواهد با یک نرخ بهره مشخص طلب وی از واردکننده را تنزیل و نقداً پول را از فورفیتر دریافت کند. این روش که یک روش تامین مالی برای صادرکنندگان است، در راستای حمایت از توسعه‌ی صادرات کاربرد دارد. | | |
| اوراق مشتقه کالایی می‌شود. | یک قرارداد مالی هستند که ارزش آن از نوع عملکرد دارایی، نرخ بهره، نرخ ارز یا شاخص‌ها مشتق | در حال اجرا |

۱-۴-۳. تامین مالی از طریق بازار سرمایه

یکی از نقش‌های محوری بازار سرمایه، تامین مالی از طریق جذب منابع عمومی و انتقال آن به بخش واقعی اقتصاد است. از این رو آمار منتشر شده نشان می‌دهد تامین مالی از بازار سرمایه در ۱۰ سال گذشته بیش از دوازده برابر افزایش یافته است، به گونه‌ای که این رقم از ۴۲ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۸۶ به بیش از ۵۲۲ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۹۵ افزایش پیدا کرده است. میزان تامین مالی از بازار سرمایه طی ۱۰ سال گذشته بیش از دوازده برابر افزایش یافته است، به گونه‌ای که از ۴۲ هزار میلیارد ریال در سال ۸۶ به بیش از ۵۲۲ هزار میلیارد ریال در سال ۹۵ افزایش یافته است. علاوه بر افزایش قابل توجه حجم تامین مالی از بازار سرمایه، سهم بازار سرمایه از تامین مالی کل کشور نیز طی این دوره رشد محسوسی داشته است. سهم بازار سرمایه در تشکیل سرمایه ثابت کل (سرمایه‌گذاری کل اقتصادی) طی دوره مورد مطالعه از ۶ درصد در سال ۸۶ با رشد بیش از ۳ برابری به ۲۰ درصد در سال ۹۴ افزایش یافت. سهم بازار سرمایه در تامین مالی کل اقتصاد در ۹ ماه نخست سال ۹۵ نیز ۱۵ درصد بوده، با این وجود با توجه به عدم رشد محسوس میزان تشکیل سرمایه ثابت در سال ۹۵ از یکسو و رشد ۴۷ درصدی معادل ۱۶۶ میلیارد ریال میزان تامین مالی از بازار سرمایه در سه ماه پایانی سال ۹۵ به بیش از ۲۰ درصد افزایش یافت. تامین مالی از بازار سرمایه از سال ۸۶ با یک روند صعود تا سال ۸۹ همراه بود و سهم آن از میزان تشکیل سرمایه ثابت کل کشور از ۶ درصد به ۱۲ درصد در سال ۸۹ رسید. در سال‌های ۹۰ و ۹۱ با کاهش حدود ۲ هزار میلیاردی تامین مالی از بازار سرمایه، سهم این بازار از تشکیل سرمایه ثابت به ۱۰ درصد کاهش یافت. اما در سال ۹۲ با افزایش بیش از ۲ برابری تامین مالی از این بازار، سهم آن از تشکیل سرمایه ثابت به ۱۷ درصد افزایش یافت



و تا سال ۹۴ به دنبال افزایش تامین مالی از این بازار، سهم بازار سرمایه از تشکیل سرمایه ثابت به ۲۰ درصد در سال ۹۵ رسید.^۱

جدول ۷- تامین مالی از طریق بازار سرمایه

| ۹۵-۹۳ | ۹۲ | ۹۱-۹۰ | ۸۹-۸۶ | میانگین میزان تامین مالی (به درصد) |
|---------|---------|---------|---------|---------------------------------------|
| ۲۰ درصد | ۱۷ درصد | ۱۰ درصد | ۱۲ درصد | |

تامین مالی از بازار سرمایه به طور معمول از سه کanal، افزایش سرمایه، عرضه اولیه و انتشار انواع ابزارهای تامین مالی صورت می‌گیرد. که روند تامین مالی از طریق هر یک از این کanal‌ها در دو بازار بورس و فرابورس در سال ۹۵ نشان می‌دهد که انتشار انواع ابزار تامین مالی، افزایش سرمایه و عرضه اولیه به ترتیب بالاترین ارقام تامین مالی در بازار سرمایه را در این سال به خود اختصاص داده‌اند. بر اساس این گزارش تامین مالی از طریق افزایش سرمایه در سال‌های ۹۲ تا ۹۴ بیش از دو سه برابر سال ۹۱ بود. در سال ۹۵ میزان افزایش سرمایه شرکت‌ها سهامی عام با کاهش همراه بوده است. علی‌رغم افزایش محسوس تامین مالی از طریق افزایش سرمایه در سال‌های اخیر، سهم این روش از حدود ۸۵ درصد در سال‌های ۹۱ تا ۹۴ به ۶۶ درصد در سال ۹۴ و ۴۳ درصد در سال ۹۵ کاهش یافته است که مهمترین دلیل کاهش سهم این روش، افزایش قابل توجه انتشار ابزارهای تامین مالی در دو سال پایانی مورد مطالعه است. بررسی انتشار انواع ابزارهای تامین مالی طی دوره مورد مطالعه نشان می‌دهد که تامین مالی از این کanal با رشد حدود ۱۸ برابری از ۱۷ هزار میلیارد ریال در سال ۹۱ به بیش از ۲۹۲ هزار میلیارد ریال در سال ۹۵ بالغ گشته است. همچنین سهم انتشار انواع ابزار تامین مالی از کل تامین مالی بازار سرمایه از ۱۳ درصد در سال ۹۱ به ۵۶ درصد در سال ۹۵ افزایش یافته است. از آنجایی که در ادبیات بازارهای مالی، انتشار ابزارهای تامین مالی مبتنی بر بدھی تحت عنوان «بازار بدھی» تلقی می‌شود می‌توان به این نتیجه دست یافت که بازار بدھی در سال ۹۵ بیش از نیمی از تامین مالی بازار سرمایه را به خود اختصاص داده است. عرضه اولیه سهام نیز در بازار سرمایه روند پر نوسانی طی دوره مورد مطالعه داشت. طی این دوره عرضه اولیه سهام از ۳,۵ هزار میلیارد ریال با رشد بیش از ۶ برابری به ۲۲ هزار میلیارد ریال در سال ۹۲ افزایش یافت، اما در سال ۹۳ مجدداً به رقم نزدیک سال ۹۱ بازگشت و در سال ۹۴ نزدیک به سه برابر افزایش یافت. تامین مالی از این کanal در سال ۹۵ حدود ۳.۶ هزار میلیارد ریال بود.

^۱. <http://www.asrebazar.com/News/۵۹۰۷۱>



سهم این روش در تأمین مالی کل بازار سرمایه در سال‌های ۹۱ و ۹۲ به ترتیب حدود ۳ و ۸ درصد بود اما در سال‌های ۹۳ و ۹۴ به ۱ و ۲ درصد کاهش یافت و در سال ۹۵ به کمتر از ۱ درصد رسید.

جدول ۸- انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی (هزار میلیارد ریال)

| ۱۳۹۵ | ۱۳۹۱ | انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی (هزار میلیارد ریال) |
|----------|------|---|
| ۲۹۲ | ۱۷ | |
| برابر ۱۸ | - | نسبت ۱۳۹۵ به ۱۳۹۱ |

در یک جمع‌بندی کلی می‌توان بیان داشت، در دو سال اخیر سهم بازار بدھی در تأمین مالی از بازار سرمایه با رشد قابل توجهی همراه بوده است. با توجه به پیش‌بینی انتشار ۲۹۵ هزار میلیارد ریال انواع اوراق مالی اسلامی قابل عرضه در بازار سرمایه در قانون بودجه ۹۶، انتظار این بود که میزان تأمین مالی حاصل از انتشار انواع ابزار تأمین مالی در سال ۱۳۹۶ نیز افزایش یابد. براساس قانون بودجه سال ۹۶، انتشار استناد خزانه اسلامی، در سال ۹۶ حدود ۹۵ هزار میلیارد ریال پیش‌بینی شده بود که این رقم در مقایسه با سال ۱۳۹۵ رشد ۲۶,۶۷ درصد را نشان می‌دهد. همچنین انتشار سایر اوراق مالی اسلامی، در سال ۹۶ در حدود ۲۰۰ هزار میلیارد ریال پیش‌بینی شده که این رقم در مقایسه با سال ۹۵ و متناظر با انتشار اوراق مشارکت (به ارزش ۵۰ هزار میلیارد ریال) و انتشار صکوک اجاره (۱۵۰ هزار میلیارد ریال) تغییر خاصی ندارد. علاوه بر دو مورد فوق با بررسی مفاد عنوان «انتشار اوراق اسلامی جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۶» در متن قانون بودجه ۹۶ مشاهده می‌شود که در بند «ح» و «ئی» تبصره ۵ قانون بودجه ۱۳۹۶ به دولت و شرکت ملی نفت ایران اجازه داده می‌شود به منظور بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده به ترتیب اقدام به انتشار ۵۰ هزار میلیارد ریال و ۳ میلیارد دلار اوراق اسلامی و اوراق مالی ارزی-ریالی منتشر کنند که در صورت انتشار این اوراق، انتظار این بود در سال جاری ۳۴۵ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی ریالی و ۳ میلیارد دلار اوراق اسلامی ارزی در بازار سرمایه عرضه گردد.^۱ بررسی ترکیب انواع ابزارهای تأمین مالی نشان می‌دهد طی سال‌های ۹۱ تا ۹۳ سهم انتشار اوراق بهادر بدھی غیردولتی با مجوز سازمان بورس از کل ابزارهای تأمین مالی به ترتیب ۳۲، ۵۸ و ۴۳ درصد بود که بالاترین سهم را در میان ابزارهای تأمین مالی به خود اختصاص داده بود. پس از این اوراق، امتیاز تسهیلات مسکن با سهم ۲۶، ۳۰ و ۳۰ درصدی در جایگاه بعدی قرار داشت. همچنین اوراق مشارکت دولت، شهرداری‌ها و بانک‌ها با سهم ۱۲، ۲۱ و ۲۴ درصد در

^۱. <http://signalkharid.ir/%D8/B5/D9/81>



جایگاه سوم بیشترین میزان انتشار ابزار مالی قرار داشت. علاوه بر این در سال ۹۳ اوراق سلف موازی استاندارد برای اولین بار به ارزش ۸۲۳ میلیارد ریال عرضه شد. همچنین گواهی سپرده سرمایه‌گذاری عام و خاص با ارزش ۳۶۰۰ و ۵۰۰ میلیارد ریال در سال‌های ۹۱ و ۹۳ منتشر شد. در سال‌های ۹۴ و ۹۵ انتشار اوراق جدید دولتی تحت عنوان «اسناد خزانه» به ترتیب با ارزشی معادل ۵۰ و ۱۳۰ هزار میلیارد تومان گوی سبقت را از سایر ابزارهای تأمین مالی موجود در بازار سرمایه را بود. سهم انتشار اسناد خزانه در میان ابزارهای تأمین مالی طی سال‌های ۹۴ و ۹۵ به ترتیب ۳۴ و ۴۴ درصد بود. ارزش انتشار اوراق بهادر بدھی غیردولتی با مجوز سازمان بورس علی‌رغم کاهش ۴۰ درصدی در سال ۹۴ مجدداً با رشد ۷۲ درصدی به ۱۶,۶ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۹۵ افزایش یافت. با این وجود سهم این ابزار در میان کل ابزارهای طی دو سال ۹۴ و ۹۵ به ترتیب به ۷ و ۶ درصد کاهش یافت. در دو سال ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ میزان انتشار اوراق سلف موازی استاندارد به طور چشمگیری افزایش یافت و با رشد حدود ۱۲ برابری به حدود ۱۱ هزار میلیارد ریال در سال ۹۴ رسید. روند روبه رشد انتشار این اوراق در سال ۹۵ نیز ادامه داشت و با رشد ۲,۵ برابری به حدود ۳۸ هزار میلیارد ریال افزایش یافت. سهم این ابزار در میان کل ابزارها در دو سال پایانی به ترتیب به ۷ و ۱۳ درصد افزایش یافت. انتشار اوراق مشارکت دولت، شهرداری‌ها و بانک‌ها نیز در دو سال پایانی با رشد ۵۰ و ۷۸ درصدی همراه بود. با این وجود سهم این گروه طی دو سال مذکور به ۹ و ۸ درصد از کل ابزار منتشره کاهش یافت. گواهی سپرده سرمایه‌گذاری عام و خاص در سال ۹۴ انتشار نیافت اما در سال ۹۵ در حدود ۳۱ هزار میلیارد ریال عرضه شد. علاوه بر موارد ذکر شد در دو سال ۹۴ و ۹۵ برخی ابزار جدید از سوی دولت اعم از اوراق اجاره دولتی (به ارزش ۵ هزار میلیارد ریال و ۲۲/۵ هزار میلیارد ریال طی سال‌های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵) و اوراق مرابحه دولتی (به ارزش ۲۰ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۹۵) منتشر شد. ارزش ریالی امتیاز تسهیلات مسکن نیز طی این دو سال تغییر محسوسی نداشت.



جدول ۹- ترکیب انواع ابزارهای تأمین مالی

| ۱۳۹۵ | ۱۳۹۴ | ۱۳۹۳ | ۱۳۹۲ | ۱۳۹۱ | |
|-------|-------|------|------|------|---|
| ۷۲ | ۴۰ | ۴۳ | ۵۸ | ۳۲ | انتشار اوراق بهادر بدھی غیردولتی با مجوز سازمان بورس از کل ابزارهای تأمین مالی (درصد) |
| ۳۰ | ۳۰ | ۳۰ | ۳۰ | ۲۶ | امتیاز تسهیلات مسکن (درصد) |
| ۷۸ | ۵۰ | ۲۴ | ۱۲ | ۲۱ | اوراق مشارکت دولت، شهرداری‌ها و بانک‌ها (درصد) |
| ۳۸۰۰۰ | ۱۱۰۰۰ | ۸۳۳ | - | - | اوراق سلف موازی استاندارد برای اولین بار (میلیارد ریال) |
| ۳۱۰۰۰ | - | ۵۰۰ | - | ۳۶۰۰ | گواهی سپرده سرمایه‌گذاری عام و خاص (میلیارد ریال) |
| ۱۳۰ | ۵۰ | - | - | - | اوراق جدید دولتی تحت عنوان «اسناد خزانه» (هزار میلیارد تومان) |
| ۲۲۵۰۰ | ۵۰۰۰ | - | - | - | اوراق اجاره دولتی (میلیارد ریال) |
| ۲۰۰۰۰ | - | - | - | - | اوراق مراقبه دولتی (میلیارد ریال) |

مجموع تأمین مالی از طریق بورس اوراق بهادر در سال ۹۵ معادل ۲۳۸ هزار میلیارد ریال است که نسبت به سال ۹۴ افتی در حدود ۱۳,۵ درصد داشته است. سهم بورس از تأمین مالی بازار سرمایه طی سال‌های ۹۴ و ۹۵ به ترتیب ۵۹ و ۴۶ درصد بود. بررسی بخش‌های مرتبط با تأمین مالی از طریق بورس اوراق بهادر در سال ۹۵ نشان می‌دهد بالغ بر ۸۶ درصد از منابع تأمین شده، از طریق انتشار سهام و مابقی از طریق انتشار اوراق مشارکت و صکوک انجام شده است. این در حالی است که نسبت انتشار سهام به کل تأمین مالی بورس در سال ۹۴ در حدود ۷۹ درصد بود. در میان روش‌های تأمین مالی، عرضه اولیه در بورس از ۲۸ هزار میلیارد ریال در سال ۹۴ با رشد ۳۸,۵ درصدی به ۳۹ هزار میلیارد ریال افزایش یافت که این امر بیانگر افزایش حضور شرکت‌ها در بورس اوراق بهادر است. حجم انتشار اوراق بهادر با درآمد ثابت (شامل اوراق مشارکت و صکوک) طی دو سال ۹۴ و ۹۵ با افت ۴۵ درصدی مواجه بوده است، به‌گونه‌ای که ارزش انتشار اوراق مشارکت و صکوک از ۵۸ هزار میلیارد ریال در سال ۹۴ به ۳۲ هزار میلیارد ریال در سال ۹۵ کاهش یافت. سهم انتشار این اوراق از کل ابزار تأمین مالی در بازار سرمایه طی سال‌های ۹۴ و ۹۵ به ترتیب ۴۰ و ۱۱ درصد بود. یکی از دلایل مهم افت سهم ابزارهای مالی در بورس، افزایش قابل توجه انتشار اسناد خزانه در فرابورس بود. در میان صنایع موجود در بورس اوراق بهادر، ۲۸ صنعت از ۳۸ صنعت اقدام به تأمین مالی حداقل از طریق یکی از روش‌های تأمین مالی اعم از عرضه اولیه، انتشار اوراق، سود انباشته و اندوخته‌ها و صرف سهام کردند. با بررسی در سطح شرکت‌ها مشاهده می‌شود که سه شرکت



سرمایه‌گذاری غدیر، پارس خودرو و مخابرات بیشترین افزایش سرمایه (۵۵۹۹۳ میلیارد ریال) را در این سال به خود اختصاص دادند که در حدود یک‌سوم از مجموع افزایش سرمایه‌های شرکت‌های بورسی در سال ۹۵ را شامل شده است.^۱

۱-۴-۴. فرآیندها، شرایط و هزینه استفاده بنگاه‌ها از تامین مالی در بازار سرمایه

- (۱) نزد سازمان ثبت شده باشد: عدم ثبت سهام عادی نزد سازمان، مانع از قبول درخواست پذیرش آن توسط بورس نمی‌باشد. لیکن درج در فهرست نرخ‌های بورس قبل از ثبت آن نزد سازمان امکان‌پذیر نخواهد بود.
- (۲) محدودیت قانونی مؤثر برای نقل و انتقال آن یا اعمال حق رأی توسط صاحبان آن وجود نداشته باشد.
- (۳) با نام و دارای حق رأی باشد.
- (۴) تمام بهای اسمی آن پرداخت شده باشد.
- (۵) واریز بخش اول حق پذیرش و ارائه رسید: همزمان با تکمیل مدارک و مستندات پرونده پذیرش، متقاضی پذیرش می‌بایست بخش اول حق پذیرش را (براساس مکاتبه مدیریت پذیرش) به حساب تعیین شده واریز و رسید آن را جهت درج در پرونده ارسال کند. به استناد بند (۲) صورتجلسه شماره ۱۵۶ به تاریخ پنجم آبان ۱۳۸۸ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادر، حق پذیرش هر شرکت در بورس، دو در هزار سرمایه ثبت شده شرکت متقاضی پذیرش و حداکثر پانصد (۵۰۰) میلیون ریال برای شرکتهایی با سرمایه معادل یا کمتر از دویست و پنجاه (۲۵۰) میلیارد ریال و هزار میلیون ریال برای شرکت‌هایی با سرمایه بیش از دویست و پنجاه (۲۵۰) میلیارد ریال می‌باشد. پنجاه درصد (۵۰ درصد) از مبلغ کل حق پذیرش، همزمان با دریافت مدارک و مستندات اولیه از متقاضی پذیرش دریافت می‌شود. این بخش از حق پذیرش غیرقابل استرداد است. همزمان با درج نام شرکت در فهرست نرخ‌های بورس اوراق بهادر تهران، پنجاه درصد (۵۰ درصد) باقیمانده از شرکت دریافت می‌شود.

^۱. وضعیت و جایگاه بازار سرمایه در سال‌های اخیر، (۱۳۹۶)، گزارش پایگاه اطلاع رسانی بازار سرمایه (سنا) و شرکت کارگزاری بانک کشاورزی.



جدول ۱۰- شرایط و هزینه پذیرش و ورود سهام عادی در شرکت بورس تهران

| بازار دوم | بازار فرعی | بازار اصلی | شرایط |
|--|--|--|---|
| ✓ | ✓ | ✓ | نzd سازمان ثبت شده باشد |
| ✓ | ✓ | ✓ | سهام با نام باشد |
| عادی | عادی | عادی | سهام عادی باشد یا ممتاز |
| ✓ | ✓ | ✓ | محدودیت قانونی موثر برای نقل و انتقال آن وجود نداشته باشد |
| ✓ | ✓ | ✓ | بهای اسمی آن کامل پرداخت شده باشد. |
| شناور بودن حداقل ۱۰ درصد و دارا بودن حداقل ۲۵۰ سهامدار | شناور بودن حداقل ۱۵ درصد و دارا بودن حداقل ۷۵۰ سهامدار | شناور بودن حداقل ۲۰ درصد و دارا بودن حداقل ۱۰۰۰ سهامدار | سهام شناور |
| حداقل ۲ سال فعالیت در حیطه موضوع فعالیت خود داشته باشد... | حداقل ۳ سال فعالیت و حداقل دو مدیر آنها شش ماه فعالیت نموده باشند. | حداقل ۳ سال فعالیت و حداقل دو مدیر آنها شش ماه فعالیت نموده باشند. | فعالیت |
| حداقل دویست میلیارد ریال نداشته باشد. | حداقل پانصد میلیارد ریال نداشته باشد. | حداقل یک هزار میلیارد ریال نداشته باشد. | سرمایه ثبت شده زیان انباشتہ |
| مردود یا عدم اظهارنظر نباشد | مردود یا عدم اظهارنظر نباشد | مردود یا عدم اظهارنظر نباشد | گزارش حسابرس |
| ✓ | ✓ | ✓ | مطلوب بودن سیستم اطلاعات حسابداری |
| در یک دوره منتهی به پذیرش سوده بوده و تداوم سود برخوردار باشد. | در دو دوره منتهی به پذیرش سوده بوده و تداوم سود برخوردار باشد. | در سه دوره، دو دوره سودده بوده اند. و جریان وجود نقد مثبت بوده | سودآور بودن |
| ۱۵ درصد | ۲۰ درصد | ۳۰ درصد | نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی ها |
| ✓ | ✓ | ✓ | عدم وجود دعاوی دارای با اهمیت بر صورتهای مالی |
| ✓ | ✓ | ✓ | حسابرس معتمد سازمان بورس |
| ✓ | ✓ | ✓ | محکومیت قطعی کیفری اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل |
| ۱درهزار سرمایه برای شرکت های با سرمایه بیشتر از ۲۵۰ میلیارد ریال و ۲درهزار سرمایه برای شرکتهای کمتر از ۲۵۰ میلیارد ریال تا سقف ۵۰۰ میلیون ریال | | | کارمزد پرداختی |



جدول ۱۱- شرایط خاص و هزینه پذیرش سهام عادی در شرکت فرا بورس ایران

| بازار پایه | بازار دوم | بازار اول | شرایط |
|--|--|--|---|
| ✓ | ✓ | ✓ | نzd سازمان ثبت شده باشد |
| - | ✓ | ✓ | سهام با نام باشد |
| سهام ممتاز هم میتواند داشته باشد | عادی | عادی | سهام عادی باشد یا ممتاز |
| - | ✓ | ✓ | محدودیت قانونی موثر برای نقل و انتقال آن وجود نداشته باشد |
| - | ✓ | ✓ | بهای اسمی آن کامل پرداخت شده باشد. |
| - | شناور بودن حداقل ۵ درصد | شناور بودن حداقل ۱۰ درصد و دارا بودن حداقل ۲۰۰ سهامدار | سهام شناور |
| هیچ محدودیتی ندارد | حداقل یک سال از تاسیس | حداقل ۲ سال از بهره برداری | فعالیت |
| - | حداقل پنج میلیارد ریال | حداقل ده میلیارد ریال | سرمایه ثبت شده |
| - | برنامه عملیاتی مناسبی برای خروج از شمول زیان داشته باشد | نداشته باشد | زیان انباسته |
| - | مردود یا عدم اظهارنظر نباشد | مردود یا عدم اظهارنظر نباشد | گزارش حسابرس |
| - | ✓ | ✓ | مطلوب بودن سیستم اطلاعات حسابداری |
| - | - | ✓ | سودآور بودن |
| - | - | ۱۵ درصد | نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی ها |
| - | ✓ | ✓ | عدم وجود دعاوی دارای با اهمیت بر سورتهای مالی |
| باید در اولین مجمع عمومی حسابرس خود را میان موسسات حسابرسی معتمد سازمان انتخاب نماید | باید در اولین مجمع عمومی حسابرس خود را میان موسسات حسابرسی معتمد سازمان انتخاب نماید | ✓ | حسابرس معتمد سازمان بورس |
| - | ✓ | ✓ | محکومیت قطعی کیفری اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل |
| ۲درهزار سرمایه تا سقف ۵۰۰ میلیون ریال | ۲درهزار سرمایه تا سقف ۵۰۰ میلیون ریال | ۲درهزار سرمایه تا سقف ۵۰۰ میلیون ریال | کارمزد پرداختی |



۲. نگاهی به وضعیت اعضای انجمن در بپردازی از ابزارهای تامین مالی بازار سرمایه

با توجه به اینکه از اهداف گزارش های کارشناسی انجمن مدیران صنایع ارائه اطلاعات کارشناسی، شناساندن و ارتقای دانش در جهت مشکلات صنعت، فرصت ها و امکانات پیش روی بنگاه ها، شناخت آخرين پدیده ها و دستاوردهای صنعتی، گسترش و توسعه ظرفیت بنگاه ها و ... می توان اشاره کرد و بنگاه های عضو که شامل صنایع بزرگ، متوسط و کوچک هستند علاوه بر مزیت های که در سطح صنایع تولیدی و خدماتی دارند از مزیت عضویت در انجمن مدیران صنایع هم برخوردار هستند. با توجه به این مباحث گزارش پیش رو با هدف شناسایی و بررسی بازارهای تامین مالی، روش ها، عملکرد، فرآیند و شرایط پذیرش و ورود در بازار سرمایه جهت تامین مالی، فرصتی را از طریق این گزارش در اختیار اعضای انجمن قرار داده تا بتوانند جهت تامین مالی و نقدينگی واحدهای خود از بازار سرمایه اقدام نمایند. با توجه به این، در ادامه ابتدا درصد تعداد بنگاه های عضو تهران که از بازار سرمایه تامین مالی می کنند بررسی می شود و با توجه به درصد آنها، یک اولویت بندی براساس نوع تولید بیان می گردد تا صنایع تغییریکی بتوانند با توجه به پیشنهاد نوع قراردادی که می توانند جهت تامین مالی خود از بازار سرمایه داشته باشند را در دستور کار خود قرار دهند.

جدول ۱۲: درصد بنگاه های عضو انجمن مدیران صنایع در تهران که از بازار سرمایه تامین مالی می کنند

| ردیف | نوع تولید | تعداد واحدهای عضو بر حسب نوع فعالیت | درصد بنگاه هایی که در گروه تولیدی خود از بازار سرمایه تامین مالی می کنند | درصد بنگاه هایی که در بین کل اعضا از بازار سرمایه تامین مالی می کنند | اولویت بندی پیشنهادی جهت تامین مالی از بازار سرمایه با توجه به درصد بنگاه هایی که در بین کل اعضا از بازار سرمایه تامین مالی می کنند |
|--------|---|-------------------------------------|--|--|---|
| ۱ | صنایع غذایی | ۶۵ | ۴/۶۰ | ۰/۵۳ | منسوجات و پوشاک |
| ۲ | صنایع خودرو و صنایع سنگین | ۴۳ | ۱۸/۶۰ | ۱/۴۱ | صنایع غذایی |
| ۳ | لوازم خانگی | ۳۲ | ۱۵/۶۲ | ۰/۸۸ | لوازم خانگی |
| ۴ | دارویی آرایشی و بهداشتی | ۳۳ | ۱۸/۱۸ | ۱/۲۸ | دارویی آرایشی و بهداشتی |
| ۵ | منسوجات و پوشاک | ۲۷ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | صنایع خودرو و صنایع سنگین |
| ۶ | شیمیایی، فلزات و سایر (بانکها و خدماتی) | ۳۶۷ | ۵/۷۲ | ۲/۵۰ | شیمیایی، فلزات و سایر (بانکها و خدماتی) |
| جمع کل | | ۵۶۶ | ۶۲/۷۲ | ۷/۶۰ | - |



با توجه به جدول ۱۲، همانطور که قابل مشاهده است از میان ۵۶۶ واحد عضو تهران در جمع ۷/۶۰ درصد آنها از بازار سرمایه تامین مالی می کنند. و با توجه به تعداد واحدها براساس گروه تولیدی خود، صنایع خودرو و صنایع سنگین با ۱۸/۶۰ درصد بیشترین تامین مالی را از بازار سرمایه دارد ولی براساس تقسیم بندی در بین کل اعضای تهران گروه محصولات شیمیایی، فلزات و سایر با ۳/۵۰ درصد بیشترین میزان تامین مالی از بازار سرمایه را دارند. در ادامه با توجه به میزان حضور آنها در بازار سرمایه جهت تامین مالی خود اولویت بندی پیشنهادی ارائه شده است تا با توجه به نوع قرارداد پیشنهادی بتوانند در بازار سرمایه فعالیت داشته باشند. در ادامه به مزیت های استفاده از بازار سرمایه و گام هایی که در این زمینه وجود دارد جهت ارائه اطلاعات دقیق تر برای حضور در بازار سرمایه اشاره می کنیم.

- ۱) امکان تامین مالی با حجم چند صد درصد در بازار سرمایه
- ۲) پرداخت اصل بدھی در سرسیل، معافیت مالیاتی
- ۳) مشارکت سرمایه گذاران خرد، تنوع بسیار بالا در بازار سرمایه و وجود نهاد ناظر و نظارت دقیق
- ۴) کارآفرینی، رشد اقتصادی و نوآوری های فناورانه
- ۵) سهولت تأمین مالی شرکت ها از طریق بورس
- ۶) افزایش نقدشوندگی سهام و کاهش هزینه سرمایه
- ۷) برخورداری از مشوق های دولت و بورس مانند معافیت مالیاتی
- ۸) تعیین قیمت سهام و اوراق بهادر شرکت
- ۹) سهولت در تغییر ترکیب سهامداران و انتقال پذیری مالکیت
- ۱۰) افزایش اعتبار داخلی و بین المللی
- ۱۱) آشنایی جامعه با واحد های اقتصادی و ابزار بازاریابی محصولات شرکت
- ۱۲) تسهیل وثیقه گذاری سهام توسط سهامداران
- ۱۳) سهولت تأمین مالی از سامانه بانکی در مقایسه با شرکت های غیربورسی
- ۱۴) ارزیابی مناسب تر از عملکرد مدیریت شرکت
- ۱۵) ارتقاء سیستم های اطلاعات حسابداری و کنترل های داخلی شرکت به تبع استقرار نظام راهبری شرکتی



۱۶) استفاده از معیاری مناسب جهت مقایسه شرکت با سایر شرکت‌ها در صنعت مشابه و نیز در مقایسه با وضعیت

کل صنایع در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

۱۷) بهبود ساختار مالی و اقتصادی شرکت در نتیجه‌ی رعایت الزامات پذیرش اوراق بهادر^۱

حال با توجه به اینکه از حدود سه سال پیش با ارزیابی‌های صورت‌گرفته از طرف نهادهای تامین مالی، حدود ۹۰ درصد از شرکت‌های ثبت‌شده در کشور از مزایای ورود به بازار سرمایه محروم هستند و این نهادها در پی تلاش‌های فراوان و انعقاد تفاهم‌نامه میان نهادهای تامین منابع مالی صنایع و سازمان صنایع کوچک و شهرک‌های صنعتی، بازار SME راهاندازی شد تا امکان تامین مالی برای واحدهای تولیدی که پیش از این عملاً امکان ورود به بازار سرمایه را نداشتند فراهم شود.

گام نخست برای شرکت‌هایی که می‌خواهند به بازار سرمایه وارد شوند تصمیم‌گیری در خصوص شفافیت اطلاعات عنوان می‌شود. هنگامی که شرکتی به بورس وارد می‌شود باید اطلاعات و صورت‌های مالی خود را در اختیار همگان قرار دهد چرا که این مسئله دیگر شخصی نیست و سرمایه‌گذاران جدیدی سهام شرکت را خریداری می‌کنند. و شفافیت نه تنها به ضرر شرکت نیست بلکه در بلندمدت به رشد شرکت منجر می‌شود. و گام بعدی رعایت قانون تجارت و تبدیل شدن شرکت از وضعیت سهامی خاص به سهامی عام است که این فرآیند پس از پذیرش شرکت انجام می‌شود. سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه به عنوان یک دارایی قابل قبول از سوی سیستم شبکه بانکی شناخته شده و در نتیجه می‌توان در صورت تمایل به استفاده از تسهیلات بانکی، آن را نزد بانک به وثیقه گذاشت. یک طرف قضیه در بحث تامین مالی و سایر مزایای بازار سرمایه، شرکت‌ها هستند و در سمت دیگر نیز سرمایه‌گذاران قرار دارند که تنها نقطه اتصال این دو، بازار بورس است. بورس نیز از یک سو از طریق صورت‌های مالی و احراز شفافیت شرکت‌ها، به سرمایه‌گذار کمک می‌کند راحت‌تر تصمیم بگیرد و از سوی دیگر برای شرکت اعتمادآفرینی می‌کند. ورود شرکت‌ها به بازار سرمایه و فعالیت آن‌ها تحت نظارت سازمان بورس منجر به شفافیت و در نتیجه سرعت بخشیدن به حرکت شرکت در مسیر توسعه می‌شود.^۲

^۱. پایگاه اطلاع رسانی بازار سرمایه ایران - <http://www.sena.ir/Sena43991>

^۲. <http://www.modirinfo.com/content/۵/۵۳۰۷/D۹۷/A۸۵/B۲۷/D۸۷/A۷/DB۷/A۷C%>



۳. نتیجه‌گیری

یکی از مهم‌ترین مشکلاتی که در دوران رکود پررنگ تر شده و تاثیر بسزایی روی عملکرد بنگاه‌های تولیدی داشته است، وضعیت نقدینگی این بنگاه‌ها است. شرکت‌های تولیدی به دلایل مختلف مانند فروش نرفتن محصولات و پرشدن انبار محصولات و مواد اولیه یا تسری مشکلات نقدینگی از یک شرکت به سایر شرکت‌ها شرایط مطلوبی از نظر نقدینگی ندارند. از این‌رو در برخی از شرکت‌ها مهم‌ترین عامل محدودکننده یا حتی متوقفکننده تولید، بحث نقدینگی است. مشکل نقدینگی در این شرایط برای شرکت‌های کوچک و متوسط بیشتر است به این دلیل که شرکت‌های کوچک و متوسط نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر ریسک اعتباری بالاتری دارند و از این‌رو دسترسی آنها به تسهیلات و اعتبارات بازارهای مالی محدودتر است. بنابراین برای دولت که در تلاش برای رفع منابع رشد تولید است، توجه به این معضل و اعطای اعتبارات به این شرکت‌ها می‌تواند محرکی مثبت برای تولید در این شرکت‌ها باشد. از این‌رو جهت پیشبرد پژوهه‌ها دستیابی به منابع مطمئن و با ثبات مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بنابراین شرکت‌های موفق باید همواره درخصوص تامین منبع مالی که یکی از ارکان مهم پیشرفت فیزیکی پژوه است، روش مناسبی اتخاذ کنند. برای حذف یا به حداقل رساندن این دغدغه، باید شرایطی را مهیا و تصمیماتی را اتخاذ کرد: ۱- انعقاد قراردادهایی که ضمانت پرداخت را از طرف کارفرما تضمین کند. ۲- پرداخت تسهیلات بلندمدت توسط بانک‌ها و ارگان‌های دولتی جهت به وجود آوردن ثبات در سیستم مالی بنگاه‌های اقتصادی. ۳- برآورد دقیق حجم ریالی پژوهه پیش از انعقاد قرارداد و شروع عملیات اجرایی تا در صورت وجود نوسانات مالی از قبیل تغییر نرخ ارز یا بدنه‌دی کارفرما در پرداخت‌ها، امکان پیشبرد پژوهه با استفاده از سایر منابع مالی جایگزین می‌سر باشد. تامین منابع مالی به مدیریت منابع مالی و مدیریت در بهره‌وری، مدیریت کسب‌وکار و تولید و فروش مربوط است و اعطای منابع جدید مالی به بنگاه‌هایی که منشا مشکلات‌شان به نحوه مدیریت مجموعه برمی‌گردد، کمکی نمی‌کند. زیرا تا زمانی که مشکل مدیریتی در داخل بنگاه‌های کوچک و متوسط حل نشود، منابع مالی تزریق شده و تسهیلات اعطای شده از طریق همان کanal مدیریتی هدایت خواهد شد. این منابع جدید برای این شرکت‌ها اگرچه می‌تواند به عنوان مُسکن عمل کرده و به صورت موقتی مشکلات این بنگاه‌ها را برطرف کند اما در نهایت نمی‌تواند به بهبود شرایط آنها کمک کند و صرفاً منجر به اتلاف منابع مالی شبکه بانکی می‌شود. تامین مالی در ایران از چند طریق صورت می‌گیرد، سرمایه‌گذاری‌های دولت، سرمایه‌گذاری‌های خارجی و تامین مالی از طریق بانک‌ها و موسسات مالی و بازارسرمایه از مهم‌ترین راه‌های تامین مالی هستند بررسی ساختار تامین مالی کشور در سال‌های



گذشته حاکی از تفاوت سهم بازار سرمایه و سهم بازار پول در تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی است و مقایسه آمار، وضعیت نامطلوب و نقش کمرنگ بازار سرمایه را نشان می‌دهد که می‌توان گفت یکی از دلایل سهم کم بازار سرمایه عدم آشنایی کافی سرمایه‌گذاران با ابزارهای نوین مالی است. تامین مالی از طریق بازار سرمایه در مقایسه با تامین مالی از طریق بازار پول در ایران از پیشینه کمتری برخوردار است. برهمین اساس به رغم انجام تامین مالی وسیع از طریق بازار سرمایه در سال‌های اخیر، بسیاری از شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران از شناخت کافی در این خصوص برخوردار نیستند. بورس ابزاری برای بسترسازی تامین مالی شرکت هاست و زمانی که مجوز تامین مالی به یک بانک داده می‌شود یا مجوز ایجاد صندوق به نهادها و کارگزاری داده می‌شود به معنای آن است که متقاضیان در قبال پرداخت پول سهامدار خواهند شد؛ اما در چند سال اخیر بدلیل قدرت نقدشوندگی پایین سهام شرکت‌ها این روش تامین مالی با بی‌میلی خریداران روبرو شده است اگرچه ابزارهای تامین مالی موجود در بازار سرمایه ایران از تنوع زیادی برخوردار نیست، اما بررسی‌ها نشان می‌دهد که از ابزارهای موجود به خوبی استفاده نمی‌شود. به نظر می‌رسد بنگاه‌های صنعتی و اقتصادی کشور هنوز اطلاعات دقیقی درخصوص پتانسیل‌های موجود در بازار سرمایه کشور (به ویژه ابزارهای تامین مالی جدید) ندارند. آنها بیشتر با جنبه سرمایه‌گذاری در این بازار آشنا هستند تا جنبه تامین مالی. برهمین اساس از جمله دلایل اصلی سهم نسبتاً کم بازار سرمایه در تامین مالی اقتصاد کشور، عدم شناخت کافی از ابزارهای نوین تامین مالی و نوپا بودن تامین مالی از طریق بازار سرمایه است. برای بروز رفت از مشکلات نظام تامین مالی کشور، استفاده از ابزارهای نوین تامین مالی و مدیریت ثروت، به همراه به کارگیری ظرفیت‌های استفاده نشده بازار سرمایه موثر است. متأسفانه در ایران بدلیل مشکلات نظام تامین مالی بانک پایه، عدم تنوع ابزارهای تامین مالی و مدیریت ثروت و عدم توجه کافی به بازار سرمایه به عنوان محلی برای جذب و به کار انداختن سرمایه‌های راکد، انتقال وجوده از بخش‌های دارای مازاد نقدینگی به بخش‌های تولیدی و صنعتی به خوبی صورت نمی‌گیرد. به همین دلیل برای بهبود تامین مالی نیاز است تا تمام نهادها و سازمان‌های دخیل در این امر با همکاری یکدیگر، شرایطی را فرآهنم آورند که به تسهیل در تامین مالی منجر شود و اطلاع‌رسانی ابزارهای تامین مالی از بازار سرمایه، کاهش هزینه‌های منابع تامین مالی، برنامه‌ریزی برای بهره‌گیری از ابزارهای نوین در تامین مالی، دسترسی آسان، مکفی و هدفمند به تسهیلات می‌تواند تاثیرگذار باشد. با توجه به برنامه‌های مصوبه و اجرایی در خصوص تامین مالی واحدهای تولیدی و جهت گیری تامین مالی از نظام پولی و بانکی به بازار سرمایه و افزایش



مدوام شاخص های بازار سرمایه در تامین مالی نسبت به نظام پولی و بانکی پیشنهاد میشود که اعضای انجمن با در نظر گرفتن موارد زیر جهت تامین منابع مالی خود اقدام نمایند.

- ۱) ارزیابی اهرم های مالی و وضعیت تولیدی و سودآوری واحد خود جهت مشخص کردن نیازهای تامین و رفع مشکلات نقدینگی و منابع مالی.
- ۲) بررسی انواع ابزارهای تامین منابع مالی و نهادهای مختلف بازار سرمایه در کشور از جمله؛ سازمان بورس اوراق بهادر، فرابورس و شرکت بورس کالای ایران.
- ۳) بررسی قوانین و مقررات، دستورالعمل ها و شرایط پذیرش و ورود به بازار سرمایه در کشور.
- ۴) بررسی شرایط حفظ واحد تولیدی در بازار سرمایه.