

# تغییر بنیادین در سازوکار تأمین سرمایه

گسترش ابزارهای مالی نوین، سرمایه گذاری بلندمدت و منابع پایدار برای پروژه‌های ملی فراهم کرده و فشار بر شبکه بانکی و بودجه دولت را به شکل چشمگیری کاهش داده است

نوسانات غیرضروری در بازارهای دارایی و نزدیک شدن نرخ بازده بخش‌های مختلف اقتصاد منجر شود. توسعه ابزارهای مالی نوین، هزینه‌های غیرمستقیم تأمین مالی را کاهش داده و فضای سرمایه گذاری را برای بنگاه‌ها امن تر می کند.

## تأمین منابع با افق بلندمدت

بنگاه‌های تولیدی که سال‌ها به دلیل نبود ابزارهای جایگزین، وابستگی کامل به شبکه بانکی داشتند، اکنون می‌توانند منابع خود را با هزینه‌های رقابتی و انعطاف زمانی بیشتر مدیریت کنند. ورود اوراق بدهی با سررسیدهای متنوع و امکان تأمین مالی از طریق سهام پروژه، برنامه‌ریزی مالی بنگاه‌ها را از قالب کوتاه‌مدت خارج کرده و آن‌ها را به افق میان‌مدت و بلندمدت هدایت کرده است. شرکت‌ها اکنون می‌توانند ساختار سرمایه خود را بر اساس ماهیت پروژه و دوره بازدهی طراحی کنند؛ امری که در مدل پیشین بانکی ممکن نبود.

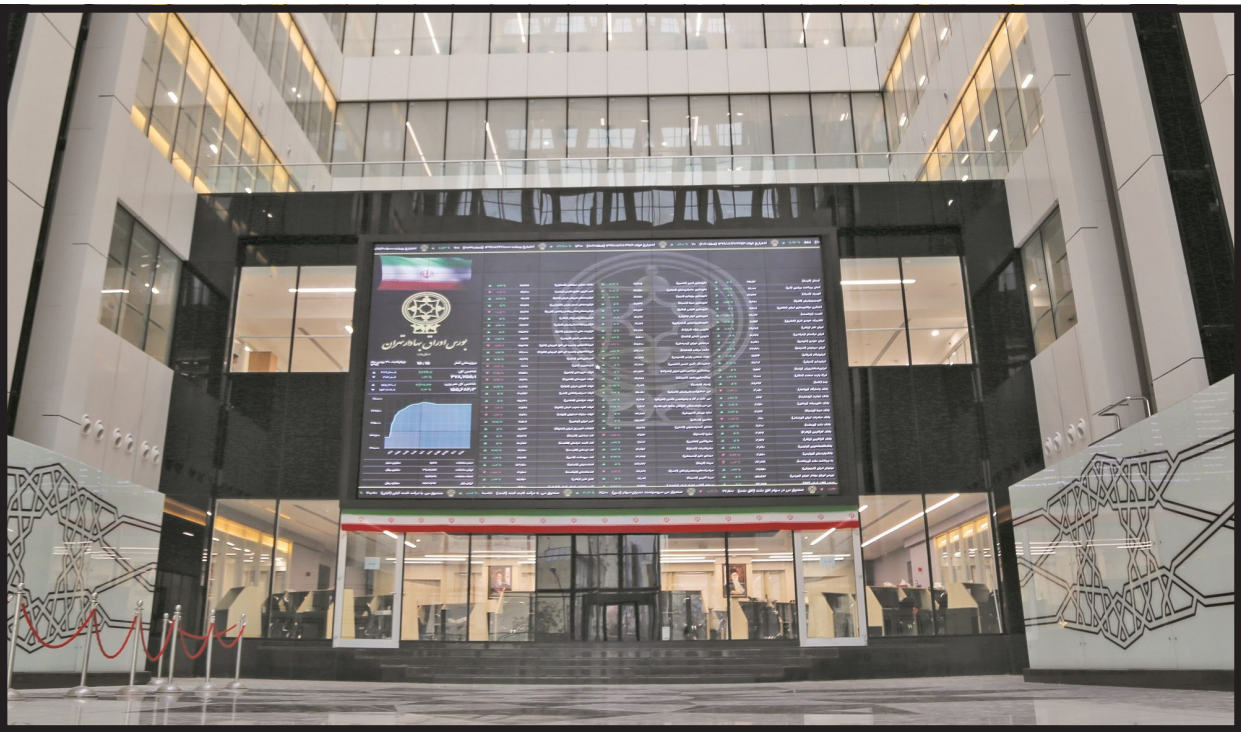
این انعطاف، جریان نقدی بنگاه‌ها را با نیازهای واقعی پروژه هم‌راستا کرده و ریسک توقف یا نیمه‌تمام ماندن طرح‌ها را کاهش می‌دهد. بسیاری از صنایع که پیش‌تر به دلیل نبود دوره بازپرداخت مناسب یا هزینه‌های بالای تسهیلات بانکی، پروژه‌ها را کنار گذاشته بودند، اکنون امکان اجرای آن‌ها را یافته‌اند. این تحول نه تنها برای خود بنگاه‌ها مفید است، بلکه روند توسعه صنعتی کشور را تسریع کرده و گلوگاه‌های تولید در زنجیره ارزش را کاهش می‌دهد.

## تغییر نقش دولت در اقتصاد

توسعه ابزارهای نوین مالی، نقش دولت را به سمت تنظیم‌گر و ناظر تغییر داده است. هزینه‌های مالی دولت کاهش یافته و منابع آن برای حوزه‌های اولویت‌دار آزاد شده است. فشار بودجه برای تأمین مالی طرح‌های عمرانی کاهش یافته و سرمایه‌گذاری مستقیم مردم و بخش خصوصی جایگزین منابع دولتی شده است. این سازوکار، بازسازی تدریجی ساختار مالی دولت و افزایش پایداری بودجه را ممکن ساخته است. با تأمین مالی بر پایه اوراق بلندمدت و سازوکارهای شفاف، نیاز به خلق نقدینگی بانک‌محور کاهش یافته و فشار بر پایه پولی کم می‌شود. این روند به کنترل تورم، کاهش نوسانات اقتصادی و برنامه‌ریزی چندساله برای دولت و بنگاه‌ها کمک می‌کند. بازار تأمین مالی توسعه یافته با سیستم سنتی که وابستگی بالایی به بانک‌ها داشت، به‌طور کامل متمایز می‌شود.

## اقتصاد پایدار و واقعی

گذار از بانک‌محوری به بازارمحوری، چشم‌انداز سرمایه‌گذاری را روشن‌تر کرده و ساختار تأمین مالی کشور را از وابستگی به منابع کوتاه‌مدت به منابع پایدار منتقل می‌کند. انتشار اوراق و سهام پروژه، منابع قابل پیش‌بینی و ارزان برای طرح‌های توسعه‌ای فراهم آورده و فشار بر نظام بانکی کاهش یافته است. بهره‌گیری از ابزارهای مالی نوین، سرمایه‌گذاری واقعی را تقویت و چرخه تولید و توسعه اقتصادی را تسریع می‌کند. اقتصاد ایران به تدریج به سمت سیستم تأمین مالی متوازن، شفاف و مقاوم در برابر نوسانات حرکت می‌کند؛ چشم‌اندازی که پیش از این با مدل بانک‌محور قابل تحقق نبود.



به جایگاه واقعی خود به‌عنوان موتور توسعه اقتصادی رسیده و ظرفیت اجرای پروژه‌های ملی را با منابع پایدار فراهم ساخته است.

## مزایای پارادایم بازارمحور

روزیه سلگی، کارشناس بازار سرمایه، در گفت‌وگو با «آتی‌نو» اظهار داشت که گسترش نقش بازار سرمایه در تأمین مالی کشور، فراتر از افزایش حجم انتشار اوراق، پیامدهای ساختاری و بلندمدتی برای اقتصاد به همراه دارد. یکی از مهم‌ترین مزایای این روند، انتقال تدریجی بار تأمین مالی از شبکه بانکی به سازوکاری شفاف و مبتنی بر رقابت است که در بلندمدت می‌تواند فشار بر منابع بانکی و ناترازی‌های سیستم بانکی را کاهش دهد. این جابه‌جایی به‌سالم‌تر شدن ترازنامه بانک‌ها و کاهش نیاز به مداخله‌های پرهزینه منجر خواهد شد. توسعه ابزارهای بدهی و سهام پروژه، ظرفیت شکل‌دهی به یک نظام تأمین مالی بلندمدت و پایدار را فراهم می‌کند. اتکای پروژه‌های ملی به منابع مردمی باعث افزایش انضباط مالی و رعایت زمان‌بندی می‌شود، زیرا جریان تأمین منابع در میان‌مدت قابل پیش‌بینی و مشروط به عملکرد واقعی پروژه است. این ویژگی، امکان اجرای طرح‌هایی که نیازمند دوره بازگشت طولانی هستند را فراهم کرده و چشم‌انداز سرمایه‌گذاری را شفاف‌تر می‌سازد.

## سازوکارهای ضد سفته‌بازی

گسترش بازار سرمایه آثار جانبی مهمی نیز برای اقتصاد دارد. هدایت بخشی از نقدینگی به ابزارهای مالی بلندمدت، به آرام‌سازی فضای بازارهای موازی و کاهش رفتارهای سفته‌بازانه کمک می‌کند و مسیر گردش پول را از فعالیت‌های کم‌بازده به سمت پروژه‌های واقعی تغییر می‌دهد. براین‌د این فرایند می‌تواند به کاهش

برنامه هفتم توسعه با بند ب ماده ۳، جبران ضعف تاریخی بازار سرمایه را هدف قرار داد. بدون زیرساخت‌های قانونی، انتشار اوراق ارزی برای دور زدن تحریم‌ها غیرممکن بود و شرکت‌های پروژه نمی‌توانستند سهام عرضه کنند. انگیزه نا کافی برای سرمایه‌گذاری نیز عرضه را محدود و هزینه تأمین مالی پروژه‌های ملی را تا دو برابر تسهیلات بانکی افزایش داده بود. در همین راستا، زیرساخت‌های اجرایی کامل شد تا به مرور، بازار سرمایه جایگزین واقعی بانک شود. انتشار اوراق ارزی و ریالی آزاد شد و جذب سرمایه خارجی با کاهش ریسک ارزی پروژه‌ها ممکن شد. عرضه عمومی سهام شرکت‌های پروژه سهمی عام نیز راه‌اندازی شد تا تأمین مالی مستقیم از مردم، کاهش بار دولت و شفافیت بالا فراهم شود.

## ابزارهای نوین و رشد سرمایه

هیأت پذیرش بورس تهران و فرا بورس بیش از ۱۰ هزار میلیارد تومان تأییدیه داد تا پروژه‌های بزرگ آماده ورود به بازار شوند و اعتماد عمومی تقویت گردد. انگیزه‌سازی با تضمین سود و اولویت‌بودجه، سرمایه‌گذار خرد را جذب و بازدهی پایدار ایجاد کرد تا رقابت با سپرده‌های بانکی شکل بگیرد. نتیجه این اقدامات، رشد ۱۴ درصدی کل اوراق و ۴۲ درصدی اوراق غیر دولتی بود که نشان داد بخش خصوصی برای نخستین بار پیش‌شان تأمین مالی کشور شده است. انتشار ۱۱۰ هزار میلیارد تومان اوراق، حجم بی‌سابقه‌ای در تاریخ بازار سرمایه ایران به شمار می‌رود.

شورای ملی تأمین مالی نیز ابزارهای ترکیبی طراحی کرد و نمونه‌ای مانند گواهی سپرده کالایی نفت، پروژه‌های انرژی را بدون یک ریال بودجه دولتی تأمین مالی می‌کند. این اقدامات نشان داد که بازار سرمایه

بازار سرمایه ایران سال‌ها کم‌عمق، بانک‌محور و فاقد ابزار متنوع بود. حدود ۸۵ درصد تأمین مالی از بانک‌ها تأمین می‌شد و بخش خصوصی تنها ۱۵ درصد بازار اوراق را در اختیار داشت. این وضعیت سرمایه‌گذاری ثابت را تضعیف کرده، هزینه تأمین مالی را افزایش داده و ریسک نظام بانکی را به شدت بالا برده بود. تمرکز بیش از حد بر شبکه بانکی موجب شده بود جریان نقدینگی محدود و پروژه‌های توسعه‌ای به دلیل دوره‌های کوتاه‌مدت تسهیلات با مشکلات جدی مواجه شوند. در چنین شرایطی، ضرورت ایجاد بازاری پویا و توانمند برای تأمین مالی بلندمدت احساس می‌شد. با تکمیل زیرساخت‌های قانونی و اجرایی، تلاش شد تا بازار سرمایه به موتور اصلی تأمین مالی کشور تبدیل شود. بر اساس آمار رسمی وزارت امور اقتصادی و دارایی، در سال ۱۴۰۳ و هفت ماه سال ۱۴۰۴، حدود ۱۱۰ هزار میلیارد تومان اوراق بدهی منتشر شد که رشد ۴۲ درصدی اوراق غیر دولتی را نشان می‌دهد. این فرایند، تغییر پارادایم تأمین مالی کشور از بانک‌محوری به بازارمحوری و از تسهیلات کوتاه‌مدت به سرمایه‌گذاری بلندمدت را رقم زد و نشان داد امکان حرکت به سوی تأمین مالی پایدار و هدفمند وجود دارد.

## اهمیت اوراق و سهام پروژه

اوراق بدهی و سهام پروژه اهمیت استراتژیک دارند. این ابزارها وابستگی به بانک را کاهش داده، تأمین مالی پنج تا بیست ساله برای طرح‌های زیرساختی فراهم می‌کنند، نقدینگی سرگردان را به تولید هدایت می‌نمایند و با شفافیت و بازدهی تضمین شده اعتماد عمومی را تقویت می‌کنند. به عبارت دیگر، این ابزارها تنها راهکار پایدار برای خروج از چرخه تسهیلات کوتاه‌مدت، سرمایه در گردش و رکود سرمایه‌گذاری هستند.

“

ابزارهای مالی بلندمدت، امکان اجرای طرح‌های زیرساختی با دوره بازگشت طولانی را فراهم کرده و برنامه‌ریزی مالی بنگاه‌ها را از کوتاه‌مدت به میان‌مدت و بلندمدت منتقل کرده است

یادداشت  
O P I N I O N



وحید یعقوبی

معاون اجرایی انجمن تولیدکنندگان فولاد

## زیان صنعت فولاد از ناترازی انرژی

صنعت فولاد ایران با ظرفیت ۵۵ میلیون تن و جایگاه دهم جهان، طی چهار سال گذشته به دلیل محدودیت‌های برق و گاز حدود ۱۴ میلیارد دلار ارزش تولید خود را از دست داده است. تنها محدودیت گاز بیش از ۸.۵ میلیارد دلار خسارت ایجاد کرده، در حالی که واحدهای احیای مستقیم در جنوب توان انرژی بالایی دارند. اجرای ۹۰ درصد محدودیت‌های برقی از اردیبهشت امسال به کاهش ۳۰۴ درصدی تولید و افت حاشیه سود شرکت‌ها به کمتر از هشت درصد انجامید و برخی واحدها را زیان‌ده کرد؛ وضعیتی که نگرانی‌های جدی برای این صنعت انرژی را به همراه داشته است. صنعت فولاد خواستار تدوین سیاست‌های حمایتی و اصلاحی در نیمه دوم سال است. این صنعت تأکید دارد محدود کردن مصرف گاز آن که تنها پنج درصد گاز کشور را مصرف می‌کند، منطقی نیست و نیازمند بازنگری در سیاست‌های دولت و شرکت ملی گاز است. مطالعات انجمن فولاد نشان می‌دهد سهم این صنعت در مصرف برق کشور تنها هفت درصد است و ۷۳ درصد برق مورد نیاز خود را مستقل تأمین می‌کند. افزایش سهم انرژی در بهای تمام‌شده فولاد، فشار مضاعفی بر تولیدکنندگان وارد کرده و این سهم اکنون بیش از ۲۰ درصد شده است. از سوی دیگر، ورود سهم‌آهن به بورس کالا باعث شده قیمت تحویلی به فولادسازان به سطح قیمت‌های صادراتی برسد، در حالی که پنج سال پیش این نرخ تقریباً نصف نرخ صادراتی بود. در حوزه ارز صادراتی نیز چالش‌های مهمی وجود دارد. طبق مصوبه بانک مرکزی تا ابتدای سال ۱۴۰۳ صادرکنندگان زنجیره فولاد موظف بودند ارز حاصل از صادرات را در تالار اول مرکز مبادله و با نرخ دولتی عرضه کنند، نرخ‌ی که همواره پایین‌تر از بازار آزاد بوده است. این فاصله باعث شد تقریباً تنها صنایع فولاد و پتروشیمی از این محدودیت تبعیت کنند، در حالی که صادرکنندگان دیگر امکان عرضه ارز در تالار دوم را داشتند. برای فولادسازان این وضعیت صرفه اقتصادی صادرات را کاهش می‌داد، زیرا برای تأمین مواد، تجهیزات و ماشین‌آلات ناچار بودند ارز را با نرخ نزدیک به بازار آزاد تهیه کنند اما هنگام صادرات باید ارز را با نرخ دولتی عرضه می‌کردند. اخیراً با رایزنی وزارت صمت، مقرر شده ارز صادراتی زنجیره فولاد در تالار دوم عرضه شود، اما این امکان فعلاً تنها برای محصولات نهایی بخش مقاطع طولی شامل میلگرد و پروفیل فولادی در نظر گرفته شده و سایر حلقه‌های زنجیره مشمول این مقررات نشده‌اند. اگر این سیاست به کل زنجیره تعمیم نیابد، رقابت منفی در بازارهای صادراتی و اختلال در تعادل بازار داخلی ایجاد خواهد شد و تفاوت‌های غیرمنطقی در قیمت حلقه‌های مختلف زنجیره شکل می‌گیرد. برای جلوگیری از این اتفاقات، نیاز به نگاه یکپارچه به کل زنجیره و امکان عرضه ارز صادراتی همه حلقه‌ها در تالار دوم وجود دارد تا انگیزه استفاده از کارت‌های بازرگانی یک‌بارمصرف کاهش یابد و بخش قابل توجهی از ارز صادراتی به کشور بازگردد.