

## یادداشت

افزایش تأمین مالی  
از بورس

ابوالفضل روغنی

گزارش اقتصادی

بازار سرمایه را با عنوان محلی برای مبادلات سهام می‌شناسند، اما در فضای اقتصاد کلان، کارکرد اصلی بازار سرمایه، تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی به‌ویژه شرکت‌های بزرگ به روش تأمین مالی جمعی (Crowd funding) است. مبادلات سهام هم در تداوم همین نقش، کارکرد پیدا می‌کند. با این حال آمارها نشان می‌دهد با وجود بهبود عملکرد بازار سرمایه در تأمین مالی تولید در دهه ۹۰ این بازار هنوز فاصله زیادی با نقطه مطلوب دارد. طبق آمارها با وجود آنکه نرخ رشد اقتصاد ایران در کل دهه ۹۰ نزدیک به صفر درصد بوده، اما تأمین مالی انجام شده از طریق بازار سرمایه ۶ هزار درصد افزایش یافته و از ۱۱۷۰۰ میلیارد تومان به ۷۱۸ هزار میلیارد تومان در پایان دهه ۹۰ رسیده است. این یعنی بنگاه‌های اقتصادی که با کمبود پول مواجه بوده‌اند، فقط در آخرین سال دهه ۹۰ یعنی سال ۱۴۰۰ بیش از ۷۰۰ هزار میلیارد تومان منابع بیشتر نسبت به سال ۱۳۹۰ از بورس وام گرفته شده است. با وجود اینکه سهم بازار سرمایه در تأمین مالی اقتصاد از سه درصد در ابتدای دهه ۹۰ به ۱۲ درصد در پایان این دهه رسیده و به نوعی چهار برابر شده، اما هنوز بخش عمده تأمین مالی شرکت‌ها در ایران از طریق نظام بانکی انجام می‌شود و سهم بازار سرمایه در مقابل نظام بانکی بسیار کم است. بر اساس داده‌های آماری در سال ۱۴۰۱ جمع کل ارزش معاملات بورس‌های چهارگانه به ۱۳ هزار و ۲۵۳ میلیارد تومان رسیده که رکورد تازه‌ای در نیم‌قرن فعالیت بازار سرمایه محسوب می‌شود. این معاملات توسط میلیون‌ها سرمایه‌گذار انجام شده که برخی به صورت فعال و برخی دیگر به صورت نیمه‌فعال در معاملات مشارکت کرده‌اند. با توجه به افزایش نسبت پول به کل نقدینگی از ابتدای سال جاری تاکنون به طور میانگین هر هفته بین یک تا دو هزار میلیارد تومان نقدینگی تازه وارد بازار سرمایه شده است. همه این ارقام به معنای این است که نقدینگی در بازار سرمایه در گردش است و اینجا جایی است که در صورت اجرای راهکاری مؤثر می‌تواند محل مناسبی برای تأمین مالی باشد. با این حال مقایسه اندازه معاملات، ارزش شرکت‌ها، تعداد سرمایه‌گذاران و اندازه اقتصاد ایران نشان می‌دهد که هنوز اقدامات مناسبی برای افزایش نقش بازار سرمایه در تأمین مالی تولید با توجه به نیازهای موجود انجام نشده است. مقایسه تأمین مالی انجام شده از طریق بازار سرمایه با بانک‌ها به خوبی گویای آن است که بازار سرمایه فاصله زیادی تا نقطه مطلوب دارد و برای افزایش نقش بازار سرمایه در تأمین مالی تولید باید به فرایندهای موجود سرعت داد، چرا که با سرعت فعلی سال‌ها زمان می‌برد که بازار سرمایه نقش واقعی خود را در تأمین مالی تولید و اقتصاد ایران پیدا کند. مهندس‌ان مالی در دهه ۹۰ عملکرد خوبی داشته‌اند و به شکل مطلوبی ابزارها و نهادهای مالی را که لازمه تأمین مالی جمعی در بازار سرمایه است توسعه داده‌اند، اما این کافی نیست؛ چرا که صرف توسعه نهادهای و ابزارهای مالی نمی‌تواند منجر به افزایش نقش بازار سرمایه در اقتصاد کشور شود. با مروری بر فرایندهای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه درمی‌یابیم که اکنون فرایند تأمین مالی از طریق بازار سرمایه با دو چالش اساسی مواجه است؛ چالش نخست به فرایندهای اداری تأمین مالی و صدور مجوزها از طریق سازمان بورس بازمی‌گردد که به‌زعم بسیاری از فعالان بخش خصوصی طولانی و زمان‌بر است و چالش دوم ناآشنایی مدیران و فعالان بخش خصوصی با ابزارهای تأمین مالی بازار سرمایه است که در این باره نوک پیکان انتقاد به سمت مقامات بازار سرمایه نشانه می‌رود. لازم است بورس‌های محلی در برخی استان‌ها به صورت مستقل تأسیس شود تا از طریق پذیرش و درج شرکت‌های جدید، فعالان اقتصادی با ابزارهای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه بیشتر آشنا شوند و به این وسیله چرخ‌های اقتصادی کشور با سرعت بیشتری به گردش درآید.

## اقتصاد

## استاد اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس در گفت‌وگو با «آتیه‌نو»:

## تأمین مالی از طریق بازار سرمایه مورد غفلت قرار گرفته است

می‌شود. حال در چنین وضعیتی باید دید که برای افزایش سهم بازار سرمایه در تأمین مالی کارخانجات و بنگاه‌های تولیدی چه اقداماتی باید انجام داد؟ در همین رابطه علی قنبری، کارشناس مسائل اقتصادی و استاد دانشگاه تربیت مدرس در گفت‌وگو با «آتیه‌نو» به بیان نقطه‌نظرات خود پرداخته است که در ادامه می‌خوانید.

سهام‌داران اقدام به افزایش سرمایه می‌کند. در افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها، شرکت دارایی‌های ثابت مشهود خود نظیر زمین، ساختمان، ماشین‌آلات و تجهیزات، سرمایه‌گذاری‌ها و... را مورد ارزیابی مجدد قرار می‌دهد. با این کار ارزش دارایی‌های شرکت در ترازنامه به‌روز می‌شود. در نهایت در روش صرف سهام، شرکت سهام خود را به مبلغی بیش از قیمت اسمی و از طریق پذیره‌نویسی به فروش رسانده و تفاوت حاصل از قیمت فروش و قیمت اسمی سهام را به حساب اندوخته منتقل و یا در ازای آن، به سهام‌داران قبلی سهام جدید می‌دهد.

## آیا روش فراگیر دیگری برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد؟

بله، گاهی اوقات بنگاه‌های اقتصادی تمایل دارند به‌جای به‌کارگیری منابع مالکان یا شرکای جدید از طریق استقرار، نیازهای مالی خود را مرتفع کنند. در صورتی که بنگاه اقتصادی از اعتبار و اندازه مناسبی برخوردار باشد، به‌جای بهره‌مندی از واسطه‌های مالی نظیر بانک یا مؤسسات اعتباری، می‌تواند با انتشار اوراق بدهی به‌طور مستقیم از بازار سرمایه، منابع مالی مورد نیاز خود را تجهیز کند. در حال حاضر انواع اوراق بدهی قابل انتشار در بازار سرمایه شامل اوراق مشارکت، اوراق گواهی سپرده عام یا خاص، اوراق اجاره، اوراق مرابحه و اوراق سلف موازی استاندارد می‌شوند.

**این نوع روش تأمین مالی چه زمانی انجام می‌شود؟**  
تأمین مالی از طریق بدهی زمانی اتفاق می‌افتد که یک بنگاه تولیدی محصولات یا درآمد ثابت مانند اوراق قرضه یا سایر ابزار مبتنی بر بدهی را برای به دست آوردن سرمایه مورد نیاز به منظور رشد و گسترش عملیات خود به سرمایه‌گذاران بفروشد. هنگامی که یک کارخانه اوراق قرضه صادر می‌کند، سرمایه‌گذارانی که اوراق قرضه را خریداری می‌کنند، وام‌دهندگان هستند که در قالب شخصی یا نهادی شرکت را با بدهی تأمین مالی می‌کنند. مبلغ وام سرمایه‌گذاری شده که به عنوان اصل وام نامیده می‌شود، باید در یک تاریخ توافق شده در آینده پرداخت شود.

**مزایای استفاده از بازار بدهی چیست؟**  
این روش دارای مزایایی نظیر دستیابی به نرخ سود واقعی، تنوع بخشی در منابع و روش‌های تأمین مالی، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و به‌کارگیری و استفاده از منافع مالی که به نوعی قفل شده‌اند، است.



توسعه فعالیت‌های خود و حفظ قدرت رقابت و یا افزایش آن، اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند. در برخی مواقع این کار به منظور اصلاح و بهبود ساختار مالی شرکت صورت می‌گیرد. این تأمین منابع مالی جدید می‌تواند به شکل‌های مختلفی صورت گیرد.

## افزایش سرمایه شرکت‌ها در بورس به چند طریق انجام می‌شود؟

انواع افزایش سرمایه شامل از محل سود انباشته، از محل آورده نقدی و مطالبات حال شده سهام‌داران، از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها و به روش صرف سهام است. همچنین تفاوت اصلی بین انواع روش‌های افزایش سرمایه، در محل تأمین این منابع جدید است.

**لطفاً درباره هر کدام از این روش‌ها توضیح دهید؟**  
اگر بخواهیم هر کدام از این روش‌ها را توضیح مختصری دهیم، باید گفت افزایش سرمایه از محل سود انباشته به طور خلاصه استفاده از سود سرمایه‌ای شرکت در طی چند سال است که در حقوق صاحبان سهم موجود بوده که شرکت‌ها از آن به عنوان افزایش سرمایه استفاده می‌کنند. در مواقعی که بنگاه تولیدی سود انباشته مناسبی ندارد و یا می‌خواهد منابع مالی جدیدی به شرکت وارد کند، از محل آورده نقدی

همواره یکی از اصلی‌ترین اهداف تشکیل بازار سرمایه در کشور تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی بوده است. هرچند طی چند سال گذشته برای تحقق این هدف گام‌هایی برداشته شده، اما تا رسیدن به نقطه مطلوب فاصله زیادی وجود دارد. در حال حاضر سهم بازار سرمایه در مقابل بازار پول در تأمین مالی کشور بسیار ناچیز است و می‌توان گفت که هنوز اقتصاد ایران بانک‌محور محسوب

گزارش



رامین بیات

روزنامه‌نگار

در حال حاضر وضعیت تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی از طریق بازار سرمایه و بانک‌ها را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

در این زمینه استفاده از ظرفیت بازار سرمایه به نوعی مغفول مانده است، در صورتی که باید از این پتانسیل بیشترین بهره‌برداری ممکن صورت گیرد. بر اساس آمارهای رسمی به‌رغم اینکه تأمین مالی از بورس چهار برابر شده، اما در واقع سهم سه‌درصدی آن به ۱۲ درصد رسیده است. در حالی که هنوز نزدیک به ۸۸ درصد نیازهای مالی و تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌های تولیدی و اقتصادی را بانک‌ها تأمین می‌کنند. بنابراین این کار نیاز به یک برنامه‌ریزی عملی و مناسب دارد تا بتوان از ظرفیت بازار سرمایه به‌نحو احسن بهره‌برداري لازم را کرد.

## چرا تا این حد تکیه بر بانک‌ها برای تأمین مالی اقتصاد وجود دارد؟

روش سنتی و مرسوم بسیاری از بنگاه‌ها و کارخانجات برای تأمین نقدینگی از گذشته تاکنون بانک و مؤسسات مالی بوده، در حالی که خیلی وقت است در دنیا مدل تأمین مالی عوض شده است. شاید اکنون بنگاه‌های کوچک و متوسط در کشورهای مختلف از طریق نظام بانکی پشتیبانی شوند، اما بنگاه‌های بزرگ با توجه به نیاز فراوانی که به نقدینگی و سرمایه در گردش دارند، از طریق بازار سرمایه مبادرت به این کار می‌کنند. از طرف دیگر با توجه به اینکه بانک‌ها همواره باید حافظ منافع سهام‌داران خود باشند، در اکثر مواقع آن هم با توجه به اوضاع اقتصادی کشور، طی این سال‌ها کمتر اقدام به تأمین مالی بخش تولید کشور کرده‌اند. بنابراین در این رابطه باید به سمتی حرکت کرد که به بازار سرمایه توجه بیشتری برای تأمین مالی شود.

## بازار سرمایه از چه ظرفیت‌هایی برای تأمین مالی بخش تولید و صنعت کشور برخوردار است؟

امروزه در تمامی کشورهای دنیا بازار سرمایه با توجه به مزایایی که دارد، گزینه اول تأمین مالی است. برای بررسی ظرفیت‌های بازار سرمایه در وهله اول باید به مفهوم تأمین مالی در این زمینه بپردازیم. بر این اساس به فرایندی که به دنبال ایجاد، جمع‌آوری و افزایش منابع مالی یا سرمایه‌ای

گزارش

در حالی که این روزها نظام بانکی با چالش‌های متعددی روبه‌رواست نمی‌تواند آن‌طور که باید و شاید به تأمین مالی بخش تولید اقدام کند، استفاده از ظرفیت بازار سرمایه برای تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی بسیار پررنگ جلوه می‌کند. با وجود آنکه در سال ۱۴۰۱ بازار سرمایه توانسته ۶۰۰ هزار میلیارد تومان از منابع مالی مورد نیاز اقتصاد کشور را تأمین کند، اما این میزان در مقایسه با تأمین مالی انجام شده از طریق نظام بانکی بسیار کمتر است. داده‌ها نشان می‌دهد که تسهیلات پرداختی از سوی نظام بانکی در سال ۱۴۰۱ رقمی بالغ بر ۴۴۴۸ میلیارد تومان بوده که این میزان در مقایسه با سال قبلش بالغ بر ۴۵.۳ درصد رشد نشان می‌دهد. همچنین از مجموع کل تسهیلات پرداختی از طریق سیستم بانکی ۳۷۶۲ میلیارد تومان معادل ۸۴.۶ درصد به صاحبان کسب و کار و ۱۵.۴ درصد به مصرف‌کننده‌های نهایی یعنی خانواده‌ها تعلق گرفته است. بانک‌ها در سال ۱۴۰۰ نیز ۳ هزار میلیارد تومان تسهیلات پرداخت کرده‌اند که این مقدار نسبت به سال قبلش ۵۴ درصد رشد نشان می‌دهد. این اطلاعات نشان می‌دهد جمع کل تأمین مالی انجام شده از طریق بانک‌ها در دو سال گذشته نزدیک به ۷۵۰۰ میلیارد تومان بوده و نسبت تأمین مالی انجام شده از طریق بازار سرمایه در مقایسه با بانک‌ها در سال ۱۴۰۱ در حدود ۱۲ درصد بوده است.

با توجه به این آمار و ارقام سؤالی مطرح می‌شود مبنی بر اینکه برای افزایش نقش بازار سرمایه در تأمین مالی اقتصاد کشور چه اقداماتی باید انجام داد؟ بر این اساس در وهله اول

برای هر نوع مخارج است، تأمین مالی گفته می‌شود. هدف از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری بلندمدت، تحقق سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی یک بنگاه تولیدی است. طبیعتاً ویژگی‌هایی که به عنوان هدف تأمین مالی ذکر شد، همگی ظرفیت‌هایی هستند که بازار سرمایه از آن برخوردار است. با توجه به این موضوع، بازار سرمایه بهترین گزینه برای تأمین مالی بخش تولید کشور قلمداد می‌شود.

## تأمین مالی بازار سرمایه با چه روش‌هایی انجام می‌شود؟

مهم‌ترین روش تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، افزایش سرمایه شرکت‌هاست. این روش معمولاً برای بنگاه‌های تولیدی هزینه مالی مستقیم به همراه ندارد، بنابراین افرادی که با سرمایه‌گذاری از این طریق در تأمین مالی پروژه‌ها و به‌خصوص افزایش سرمایه شرکت‌ها مشارکت می‌کنند، سود ثابتی دریافت نمی‌کنند و فقط می‌توانند از محل سود تقسیمی شرکت یا منافع ناشی از اجرای پروژه پس از راه‌اندازی و اتمام ساخت، بهره ببرند. همچنین در این روش تأمین مالی معمولاً بازپرداخت اصل سرمایه نیز توسط شرکت انجام نمی‌شود. بدین ترتیب تأمین مالی از این طریق برای شرکت بسیار جذاب است. از طرفی شرکت‌ها برای

## سهم بازار سرمایه در تأمین مالی بخش تولید

باید زمان فرایند اداری تأمین مالی و صدور مجوزها از طریق بازار سرمایه کاهش یابد. در حال حاضر بسیاری از شرکت‌ها از فرایند طولانی و زمان‌بر تأمین مالی از طریق بازار سرمایه گلایه دارند و سازمان بورس باید راهکار عملی و جدی‌تری در این باره به کار گیرد. افزایش سرعت صدور مجوزها و تأیید از سوی این سازمان می‌تواند منجر به تریق منابع مالی بیشتری به بخش تولید شود. ضمن اینکه به‌زعم کارشناسان وظیفه اصلی بازار سرمایه تسهیل فرایند تأمین مالی برای شرکت‌های بزرگ است که کارکرد آن‌ها در اقتصاد مشخص و تعریف شده است، در نتیجه صدور مجوز تأمین مالی برای این شرکت‌ها باید با سهولت بیشتری انجام شود.

در مرحله دوم باید مقامات بازار سرمایه باید اقدامات جدی‌تری را برای آشنا کردن فعالان اقتصادی به‌ویژه مدیران بنگاه‌های تولیدی با ابزارها و نهادهای مالی بازار سرمایه آغاز کنند. در حال حاضر در زمینه معرفی فرصت‌های تأمین مالی بازار سرمایه به فعالان اقتصادی، کم‌کاری صورت گرفته و بخش عمده تأمین مالی بازار سرمایه، صرف تجهیز مالی بیرونی می‌شود. در واقع بنگاه‌های تولیدی چندان با مکانیسم‌های تأمین مالی از بازار سرمایه آشنا نیستند. در این زمینه باید فرصت‌های پیش‌رو به بنگاه‌های تولیدی معرفی شود. بر این اساس لازم است روش‌های تأمین مالی بازار سرمایه از طریق برگزاری همایش‌ها، جشنواره‌ها و کنفرانس‌های سالانه و فصلی به مدیران بنگاه‌های اقتصادی معرفی شود. در این باره حتی تأسیس بورس‌های جدید محلی می‌تواند راهگشا باشد، چرا که توسعه بورس‌های منطقه‌ای می‌تواند منجر به آشنایی فعالان اقتصادی در سراسر ایران با کارکردهای بازار سرمایه شود.

## روش‌های تأمین مالی از طریق بورس

ابزارهای متنوعی در بازار سرمایه برای تأمین مالی وجود دارد که به طور کلی به دو نوع تقسیم می‌شود؛ ابزارهای مبتنی بر شراکت و ابزارهای مبتنی بر بدهی یا استقراض. در این زمینه یک شرکت می‌تواند برای تأمین منابع مالی مورد نیازش اشخاص را در عوایداتی شریک کند و یا اینکه می‌تواند

استقراض کند و یا نرخ سود مورد انتظار تأمین سرمایه انجام دهد. بنابراین در روش اول شرکت‌ها می‌توانند به بورس بیایند و سهم‌شان را در بازار بفروشند و افزایش سرمایه دهند و سهام‌دار جدید بیاورند. شرکت‌ها نیازمند دستیابی به منابع عظیمی هستند، آن‌ها می‌توانند سهم بفروشند و طرح توسعه‌ای اجرا کنند. نوع دوم روش بدهی است که در آن شرکت سهام‌دار جدید نمی‌گیرد. این روش شبیه وام است. یعنی بر اساس عقود اسلامی مثل صکوک مرابحه، اجاره و... تأمین مالی صورت می‌گیرد.

در این روش باید نرخ سود ثابتی پرداخت شود که نشأت گرفته از نرخ بانکی است. روش‌های دیگری هم وجود دارد که به آن‌ها ترکیبی می‌گویند.

البته ذکر این نکته ضروری است که در کشور ما تأمین مالی از طریق بازار سرمایه بیشتر به وسیله ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) انجام می‌شود که انواع مختلفی دارد. از جمله این اوراق می‌توان به صکوک اجاره، مرابحه، منفعت، سفارش ساخت، خرید دین، مضاربه و... اشاره کرد. این در حالی است که بازار سرمایه محل مناسب سرمایه‌گذاری برای افرادی است که پس‌انداز مازاد دارند. افراد می‌توانند با هدف پوششش در برابر تورم وارد این بازار شوند. این بازار ابزار مناسبی برای حفظ قدرت خرید است. از طرف دیگر کسانی که نیازمند منابع مالی هستند شامل افراد، شرکت‌ها و... می‌توانند منابع مالی خود را از بورس به دست بیاورند. بازار سرمایه این فرصت را فراهم می‌کند که شرکت‌ها با فروش سهام خود، سهام‌داران جدید به شرکت وارد و برای تکمیل طرح‌های توسعه‌ای و پروژه‌های خود تأمین مالی انجام دهند.