

مؤسسه مطالعات پژوهش‌های بازرگانی

# بررسی وضعیت تأمین مالی بخش صنعت و معدن با تأکید بر نقش بازار سرمایه، چالش‌ها و پیشنهادهای

آنچه خواهید خواند...

- چکیده
- مقدمه
- ساختار کلی تأمین مالی اقتصاد ایران
- تأمین مالی بخش صنعت و معدن به تفکیک بازارهای مالی
- نظام بانکی
- اعتبارات عمرانی دولت و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی
- بازار سرمایه
- جمع‌بندی و ارائه پیشنهادهای
- چالش‌های تأمین مالی بنگاهها از بازار سرمایه
- پیشنهادهای
- منابع و مراجع

## چکیده

تأمین مالی فعالیت‌های تولیدی همواره یکی از دغدغه‌های جدی حوزه تولید برای توسعه کسب و کارها بوده است؛ به گونه‌ای که در پایش محیط کسب و کار کشور که توسط اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران بصورت فصلی منتشر می‌شود، تأمین مالی به عنوان یک چالش در رتبه‌های بالا قرار داشته است. این مسئله در برهه‌هایی که کشور با انواع تکانه‌ها نظیر کرونا، تحریم‌های ظالمانه و ... مواجه است، حادث می‌شود.

بر این اساس در گزارش حاضر سعی شده است ضمن بررسی وضعیت تأمین مالی بخش صنعت، معدن و تجارت با تأکید بر بازار سرمایه، چالش‌ها و مشکلات بنگاه‌ها احصاء شده و در انتها پیشنهاداتی ارائه گردد.

مطابق بررسی‌ها در سال ۱۳۹۹ و پنج ماهه نخست سال ۱۴۰۰ تأمین مالی اقتصاد ایران و نیز بخش صنعت و معدن همچنان معطوف به نظام بانکی (با سهم ۷۸ درصد) بوده است و پس از آن بازار سرمایه، اعتبارات عمرانی بودجه دولت و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به ترتیب با سهم‌های ۱۸، ۳ و ۱ درصد قرار دارند. مسئله اساسی این است که نظام بانکی کشور دارای مشکلات متعددی نظیر مطالبات غیرجاری بالا، کفایت سرمایه پایین و سهم دارایی‌های غیرنقدی بالایی است که امکان گسترش تأمین مالی از این بازار را محدود می‌کند. از طرفی با توجه به محدود بودن سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در شرایط تحریم‌های بین‌المللی و اعتبارات عمرانی دولت به سبب کسری بودجه بالای دولت و افزایش مخارج جاری دولت، ضرورت توسعه تأمین مالی از طریق بازار سرمایه اجتناب‌ناپذیر خواهد بود. این موضوع در حالی است که بنگاه‌های تولیدی و به ویژه فعالیت‌های صنعتی و معدنی در تأمین مالی از بازار سرمایه نیز با چالش‌های متعددی مواجه هستند. بررسی وضعیت موجود تأمین مالی فعالیت‌های صنعتی و معدنی از بازار سرمایه کشور نشان می‌دهد:

مطابق برآوردها از مجموع ۴۴۷۱٫۶ هزار میلیارد ریال تأمین مالی صورت گرفته در بازار سرمایه کشور در سال ۱۳۹۹

سهم عمده آن مربوط به تأمین مالی دولت بوده و سهم بخش صنعت و معدن حدود ۳۱٫۶ درصد بوده است؛

• سهم عمده تأمین مالی در بخش صنعت و معدن مربوط به چند صنعت خاص و شرکت‌های بزرگ بوده است



و سهم صنایع کوچک و متوسط از تأمین مالی در بازار سرمایه محدود بوده است. به عنوان نمونه از حدود ۱۳۶٫۲ هزار میلیارد ریال عرضه اولیه فعالیت‌های صنعتی و معدنی در سال ۱۳۹۹ سهم عمده آن مربوط به شرکت‌های چند رشته‌ای (عرضه اولیه شستا)، محصولات شیمیایی و لاستیک و پلاستیک؛ سیمان و صنایع معدنی بوده است؛

- از مجموع ۲۲۰۲٫۴ هزار میلیارد ریال اوراق بدهی منتشره در سال ۱۳۹۹، سهم بخش خصوصی از این اوراق بدهی حدود ۱۹۷٫۶ هزار میلیارد ریال (۸٫۹ درصد) بوده که سهم بخش صنعت و معدن حدود ۱۱۷٫۶ هزار میلیارد ریال است که محدود به چند صنعت خاص (محصولات شیمیایی، خودروسازی، معدنی و محصولات غذایی) بوده است؛
- بخشی دیگر از تأمین مالی بخش صنعت و معدن در سال ۱۳۹۹ از محل افزایش سرمایه بوده که البته سهم عمده آن (۴۸٫۲ درصد) از محل تجدید ارزیابی‌های دارایی‌ها بوده که نقدینگی جدیدی وارد صنعت نشده است.
- نتایج برآوردها نشان می‌دهد که بخش صنعت و معدن در سال ۱۴۰۰ به ۱۰۰۰۰ هزار میلیارد ریال نقدینگی نیاز دارد. از سوی دیگر برآوردها نشان می‌دهد که در صورت تحقق تأمین مالی به ۷۲۷۵ هزار میلیارد ریال، شکاف ۲۷۲۵ هزار میلیارد ریالی وجود خواهد داشت.

مطابق بررسی‌ها از مهمترین چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها در بازار سرمایه می‌توان به بی‌اعتمادی و تصمیم خروج سرمایه‌گذاران خرد از بازار سرمایه ناشی از بی‌ثباتی متغیرهای کلان اقتصادی (تورم و ارز) و سیاست‌های دولت در قبال واگذاری‌ها، اثرات تزاممی دولت از طریق انتشار اسناد خزانه و سایر اوراق بدهی دولتی (عموماً با نرخ سود بالا) و مداخله مستقیم و غیرمستقیم بانک مرکزی و نظام بانکی در تعیین سود و عدم تناسب نرخ سود اوراق و نرخ بازدهی بازار سهام اشاره کرد. علاوه بر این، مشکلات ساختاری شرکت‌ها (به دلیل عدم اظهار واقعی درآمد به سازمان امور مالیاتی و الزام به رعایت قواعد حاکمیت شرکتی)، قوانین و مقررات و فرایندهای طولانی و پیچیده بازار سرمایه و فقدان سیستم رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها نیز چالش‌های جدی برای تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی به ویژه SME ها به شما می‌روند.

با توجه به موارد مطرح شده پیشنهاداتی در راستای توسعه تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق بازار سرمایه همچون اصلاح رویکرد عرضه اولیه با تأکید بر الزامات واگذاری‌های عمومی و خصوصی و شفافیت در تعیین قیمت اولیه به جای تمرکز صرف بر تأمین کسری بودجه؛ مدیریت نرخ سود در بازار بین بانکی به جای مداخله مستقیم و تعیین نرخ‌های سود اوراق بدهی؛ الزام به ارائه رتبه اعتباری صکوک و بنگاه‌ها توسط مؤسسات رتبه‌بندی در بازار سرمایه؛ کاهش زمان رویه‌های اداری و اجرایی پذیرش شرکت و نیز تسریع و تسهیل در فرایند انتشار اوراق بهادار مالی و ارکان انتشار اوراق مانند ضامن و حمایت از بنگاه‌ها به ویژه SMEها جهت ورود به بازار سرمایه از طریق معافیت یا تشویق مالیاتی.



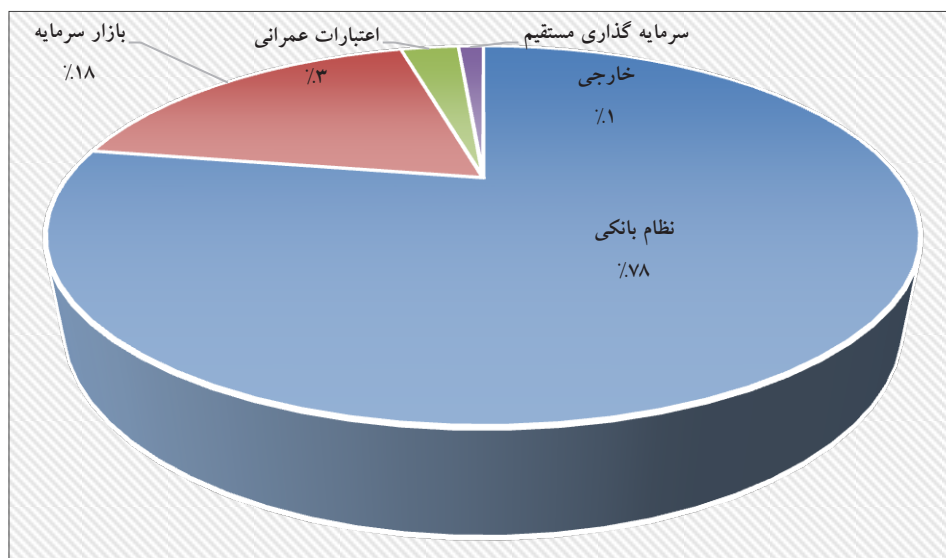
## مقدمه

یکی از دغدغه‌های اصلی بنگاه‌های اقتصادی در طی چند سال اخیر، تأمین مالی برای استمرار و گسترش فعالیت‌ها بوده است؛ به نحوی که کمبود منابع مالی کافی، سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها را تحت تأثیر خود قرار داده است. در این میان، نقش و اهمیت بازارهای مالی مختلف در ایفای نقش تجهیز منابع مالی و هدایت و مدیریت آن به سمت بخش‌های مولد و به‌ویژه فعالیت‌های صنعتی و معدنی از اهمیت مضاعفی برخوردار است؛ با این توضیح، در این گزارش، بررسی نقش هر یک از بازارهای مالی با تأکید بر بازار سرمایه در تأمین مالی بخش‌های تولیدی با تأکید بر بخش صنعت و معدن در سال ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفته است. به طور دقیق‌تر عملکرد بازارها و منابع مالی کشور مشتمل بر بازار پول (یا همان نظام بانکی)، بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری خارجی و بودجه دولت در قالب اعتبارات تملک دارایی‌های سرمایه‌ای ارائه شده است و در پایان جمع‌بندی از این گزارش به همراه پیشنهادات توسعه تأمین مالی از طریق بازار سرمایه ارائه شده است.



## ۱- ساختار کلی تأمین مالی اقتصاد ایران

به‌طورکلی ساختار تأمین مالی در اقتصاد ایران از چهار بخش اصلی بازار پول و اعتبار، بازار سرمایه، منابع خارجی (به‌ویژه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی) و منابع دولت در قالب تملک دارایی‌های سرمایه‌ای تشکیل می‌شود.



ماخذ: بانک مرکزی ج.ا.ا. سازمان بورس اوراق بهادار، آنکتاد، قانون بودجه سالیانه کشور و محاسبات تحقیق.

نمودار (۱). سهم بازارهای مختلف مالی در تأمین مالی کشور در سال ۱۳۹۹ (درصد)

**نکته ۱:** آمار اعتبارات عمرانی دولت (تملك دارایی‌های سرمایه‌ای) مربوط به رقم مصوب (۷۰۳ هزار میلیارد ریال) است (رقم عملکردی هنوز گزارش نشده است).



**نکته ۲:** بر اساس گزارش سالانه آنکتاد، رقم سرمایه‌گذاری خارجی کشور در سال ۱۳۹۹ معادل ۱۳۴۰ میلیون دلار بوده که با توجه به نرخ ارز بازار آزاد در این سال (۲۲۸۸۰۹ ریال)، این رقم بر حسب ریال حدود ۳۰۶ هزار میلیارد ریال برآورد شده است.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود نظام تأمین مالی کشور بانک محور است و به‌طور متوسط حدود ۷۸ درصد از تأمین مالی را به خود اختصاص داده است. پس از نظام بانکی، بازار سرمایه، اعتبارات طرح‌های تملک‌داری‌های سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری خارجی به ترتیب بیشترین سهم را به خود اختصاص داده‌اند. به‌منظور ارزیابی دقیق‌تر، در ادامه سهم هریک از این بازارهای مالی در تأمین مالی بخش صنعت و معدن مورد بررسی قرار می‌گیرد.

## ۲- تأمین مالی بخش صنعت و معدن به تفکیک بازارهای مالی

### ۱-۲- نظام بانکی

بر اساس آخرین اطلاعات موجود، میزان تسهیلات پرداختی بانک‌ها در سال ۱۳۹۹ به بخش‌های اقتصادی معادل ۱۸۹۸۹٫۲ هزار میلیارد ریال بوده که در مقایسه با سال قبل رشدی در حدود ۹۴ درصد را تجربه کرده است. از این میزان تسهیلات اعطایی، بخش صنعت و معدن حدود ۵۷۹۷٫۲ هزار میلیارد ریال را به خود اختصاص داده که در مقایسه با سال قبل ۸۲٫۷ درصد رشد داشته است؛ با این حال سهم بخش صنعت و معدن از کل تسهیلات اعطایی بانک‌ها (۳۰٫۵ درصد) در سال ۱۳۹۹ نسبت به سال ۱۳۹۸ حدود ۲ واحد درصد کاهش یافت (جدول ۱).

**جدول (۱).** میزان و سهم تسهیلات اعطایی نظام بانکی به بخش صنعت و معدن در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ و پنج ماهه

۱۴۰۰ (هزار میلیارد ریال-درصد)

سال	کل بخش‌ها (هزار میلیارد ریال)	بخش صنعت و معدن (هزار میلیارد ریال)	سهم صنعت و معدن (درصد)
۱۳۹۸	۹۷۴۹٫۹	۳۱۷۲٫۳	۳۲٫۵
۱۳۹۹	۱۸۹۸۹٫۲	۵۷۹۷٫۲	۳۰٫۵
پنج ماهه ۱۴۰۰	۹۰۰۷	۲۷۵۶	۳۰٫۶

مأخذ: بانک مرکزی ج.ا.ا.، و گزارشهای وزارت صمت.

مطابق جدول، ۳۰٫۵ درصد از تسهیلات اعطایی نظام بانکی کشور به بخش صنعت و معدن اختصاص یافته است؛ با این حال حتماً باید در تحلیل همین سهم احتیاط کرد؛ چراکه بخشی از آن مربوط به امهال و استمهال تسهیلات اعطایی



سال‌های گذشته بوده و سهم تسهیلات ایجادی حدود ۱۵٫۵ درصد از کل تسهیلات اعطایی به بخش صنعت و معدن است. از طرفی، عمده تسهیلات بانکی طی دوره یادشده در قالب تسهیلات سرمایه در گردش (۷۵٫۱ درصد) اعطا شده است. شایان ذکر است در ۵ ماهه نخست سال ۱۴۰۰ تسهیلات اعطایی نظام بانکی به بخش تولید بالغ بر ۹۰۰۷ هزار میلیارد ریال بوده و سهم بخش صنعت از آن معادل ۳۰٫۶ درصد بوده است. برآورد می‌شود در کل سال ۱۴۰۰ (بر اساس پنج ماهه ۱۴۰۰) ۶۶۱۴ هزار میلیارد ریال بخش صنعت و معدن از طریق نظام بانکی تأمین مالی شود.

## ۲-۲- اعتبارات عمرانی دولت و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

با توجه به اینکه اطلاعاتی از عملکرد اعتبارات عمرانی دولت و سرمایه‌گذاری خارجی در سال ۱۳۹۹ در دسترس نیست در اینجا صرفاً به برآورد آنها بر مبنای اطلاعات سالهای قبل بسنده می‌شود. بر اساس آخرین اطلاعات در دوره ۹۸-۱۳۹۶ به طور متوسط سالانه بیش از ۴۰۰ هزار میلیارد ریال به اعتبارات طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت اختصاص یافته است که بخش صنعت و معدن سهم چندانی از این اعتبارات را در اختیار نداشته است (سهم کمتر از ۱ درصد).

البته توجه شود در سالیان اخیر در قوانین بودجه کشور دو نوع تسهیلات شامل تسهیلات رونق تولید و تسهیلات برنامه تولید و اشتغال (تبصره ۱۸ قانون بودجه) لحاظ شده است که ظرفیت مناسبی برای تأمین مالی به شمار می‌رود هر چند آمار آن در تسهیلات نظام بانکی لحاظ شده است. با این حال در سال ۱۳۹۹ بالغ بر ۱۶۶٫۹ هزار میلیارد ریال تسهیلات برای تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی کوچک، متوسط و طرح‌های نیمه تمام با پیشرفت بالای ۶۰ درصد، در راستای اقتصاد مقاومتی به ۵۰۴۲ واحد و نیز حدود ۸۱٫۵ هزار میلیارد تومان تسهیلات برنامه تولید و اشتغال (تبصره ۱۸) به ۱۲۳۲ واحد در استان‌های مختلف پرداخت شده است.

از طرفی در سال‌های اخیر با توجه به افزایش مخاطرات ناشی از خروج آمریکا از برجام، میزان کل سرمایه‌گذاری خارجی روند کاهشی به خود گرفت و از ۲٫۴ میلیارد دلار در سال ۱۳۹۷ به ۱٫۵ میلیارد دلار در سال ۱۳۹۸ و ۱٫۳۴ میلیارد دلار در سال ۱۳۹۹ کاهش یافت. با توجه به اینکه اطلاعات مربوط به منابع جذب شده سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در حوزه صنعت و معدن در دسترس نیست، جدول (۲) اطلاعات روند سرمایه‌گذاری خارجی مصوب بخش صنعت و معدن در سال ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ را نشان می‌دهد.

جدول (۲). سرمایه‌گذاری خارجی مصوب بخش صنعت و معدن در طی ۹۹-۱۳۹۸

سال	۱۳۹۸	۱۳۹۹	تغییرات (درصد)
تعداد طرح	۸۲	۱۵۸	۹۲٫۷
مبلغ (میلیون دلار)	۸۵۴٫۷	۲۴۶۹	۱۸۹٫۱

مأخذ: گزارش عملکرد سالانه وزارت صنعت، معدن و تجارت (۱۳۹۹)



مطابق جدول، در سال ۱۳۹۹ مجموع ۱۵۸ طرح سرمایه‌گذاری خارجی به ارزش ۲۴۶۹ میلیون دلار در بخش صنعت، معدن و تجارت به تصویب رسیده که از لحاظ تعداد و مبلغ به ترتیب ۹۲،۷ و ۱۸۹،۱ درصد نسبت به سال قبل رشد داشته است.

## ۳-۲ بازار سرمایه

جدول زیر تأمین مالی صورت گرفته در بازار سرمایه کشور به تفکیک روش‌های مختلف در سال ۱۳۹۹ را در قیاس با سال ۱۳۹۸ نشان می‌دهد.

جدول (۳). تأمین مالی بازار سرمایه در دوره ۹۹-۱۳۹۸ (هزار میلیارد ریال-درصد)

تغییرات	۱۳۹۹	۱۳۹۸	شرح
۱۰۵،۰	۴،۱	۲	تأسیس شرکت‌های سهامی عام
۷۸،۴	*۱۹۵۷،۸	۱۰۹۷،۳	افزایش سرمایه
۱۳۶،۹	۹۸۹،۹	۴۱۷،۷	-بدون تجدید ارزیابی
۴۲،۴	۹۶۷،۹	۶۷۹،۶	-تجدید ارزیابی
۴۲۷،۵	**۳۰۷،۳	۵۳	عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بورس و فرا بورس
۱۱۸،۷	۲۲۰۲،۴	۱۰۰۶،۸	انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی
۱۰۷،۱	۴۴۷۱،۶	۲۱۵۹،۱	مجموع تأمین مالی

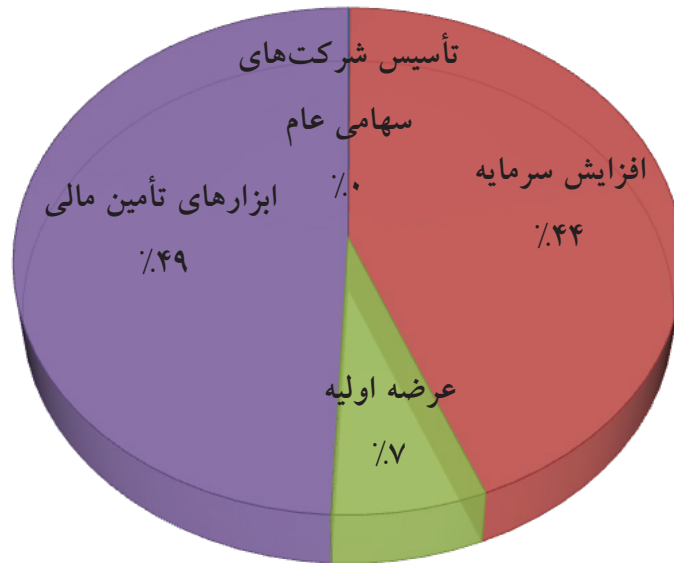
مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار.

\*البته بر مبنای اطلاعات سامانه کدال رقم افزایش سرمایه سال ۱۳۹۹ معادل ۱۷۸۳،۱ هزار میلیارد ریال برآورد شده است.  
\*\*البته با جمع عرضه‌های اولیه به طور مجزا در بورس و فرابورس این رقم معادل ۲۶۸،۹ هزار میلیارد ریال بوده است.

مطابق جدول کل تأمین مالی صورت گرفته در بازار سرمایه در سال ۱۳۹۹ در قیاس با سال ۱۳۹۸ رشد ۱۰۷،۱ درصدی را تجربه کرد. در این میان انتشار ابزارهای تأمین مالی با سهم حدود ۴۹ درصدی در جایگاه نخست قرار دارد و پس از آن افزایش سرمایه، عرضه اولیه و در آخر تأسیس شرکت‌های سهامی عام به ترتیب با سهم‌های حدود ۷،۴۴ و ۱ درصد در جایگاه بعدی قرار دارند.







مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار.

نمودار (۲). سهم هر یک از روش‌های تأمین مالی بازار سرمایه در سال ۱۳۹۹ (درصد)

شایان ذکر تأمین مالی صورت گرفته در ۵ ماهه نخست سال ۱۴۰۰ بالغ بر ۱۴۱۱ هزار میلیارد ریال بوده و سهم ابزارهای تأمین مالی، افزایش سرمایه و عرضه اولیه به ترتیب ۴۵٫۶، ۵۳ و ۱٫۴ درصد بوده است. در ادامه به طور دقیق‌تری تبیین می‌شود که چه میزان از تأمین مالی بازار سرمایه به بخش تولید و به ویژه بخش صنعت و معدن اختصاص یافت.

### عرضه اولیه و سهم بخش صنعت و معدن

جدول زیر فهرست عرضه‌های اولیه صورت گرفته در بورس و فرابورس را نشان می‌دهد.



جدول (۴). مجموع عرضه اولیه‌های صورت گرفته در بورس و فرابورس در سال ۱۳۹۹ (هزار میلیارد ریال)

میزان عرضه اولیه	بازار	نام شرکت یا نماد	نام صنعت
۶,۷	بورس	صنعتی زرماکارون	محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر
۰,۰۶	فرابورس	غصینوا	
۰,۴	فرابورس	غگیلا	
۲۰,۸	بورس	سرمایه گذاری سیمان	سیمان، آهک و گچ
۵۷,۶	بورس	شستا	شرکتهای چند رشته ای
۱۴,۲	بورس	پتروشیمی بوعلی سینا	محصولات شیمیایی
۱۱,۹	فرابورس	آریا	
۰,۶	فرابورس	شاروم	
۱,۶	فرابورس	پیزدا	لاستیک و پلاستیک
۱۸,۶	بورس	اپال	فرآوری معدنی اپال کانی پارس
۰,۹	فرابورس	چخزرا	محصولات چوبی
۰,۰۵	فرابورس	کیا	ساخت محصولات فلزی
۰,۹	فرابورس	زملاردا	زراعت و خدمات وابسته
۰,۷	فرابورس	رافزا	رایانه و فعالیت‌های وابسته به آن
۱,۲	فرابورس	سپیدارا	
۷,۵	بورس	بهساز کاشانه تهران	انبوه‌سازی، املاک و مستغلات
۷,۴	بورس	توسعه و عمران امید	
۶,۲	فرابورس	بگیلان ۱	عرضه برق، گاز، بخار و آب گرم
۳,۹	بورس	تولید برق نیروی آبادان	
۸,۳	فرابورس	بیوندا	
۸,۷	بورس	تأمین سرمایه امین	فعالیت‌های کمکی به نهادهای مالی واسط
۱,۱	بورس	لیزینگ پارسیان	سایر واسطه‌گریهای مالی
۰,۲	فرابورس	بنوا	بیمه و صندوق بازنشستگی به جز تأمین اجتماعی
۰,۲	فرابورس	بخاورا	



نام صنعت	نام شرکت یا نماد	بازار	میزان عرضه اولیه
سرمایه گذاری‌ها	وپویا	فرا بورس	۲,۴
	صبا	فرا بورس	۱۸
	وسپهر	فرا بورس	۶۰
هتل و رستوران	گدنا	فرا بورس	۰,۴
استخراج زغال سنگ	کزغال	فرا بورس	۴,۱
سرمایه گذاری‌ها	وکبهن	فرا بورس	۴,۳
مجموع			*۲۶۸,۹

مأخذ: شرکت بورس اوراق بهادار تهران و شرکت فرا بورس ایران.  
\*البته در گزارش سازمان بورس آمار عرضه اولیه حدود ۳۰۷,۳ هزار میلیارد ریال گزارش شده است.

مطابق جدول از مجموع ۲۶۸,۹ هزار میلیارد ریال عرضه اولیه صورت گرفته در بورس و فرا بورس در سال ۱۳۹۹، بخش عمده ای از این مبلغ در راستای سیاست واگذاری و مربوط به دو عرضه اولیه سهام شرکت سرمایه‌گذاری و گروه مالی سپهر بانک صادرات (وسپهر) و شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی (شستا) به ترتیب به مبلغ ۶۰ و ۵۷,۶ هزار میلیارد ریال بوده است. سهم بخش صنعت و معدن حدود ۱۳۶,۲ هزار میلیارد ریال (۵۰,۶ درصد) بوده که عمدتاً تحت اختیار شرکتهای چند رشته ای (عرضه اولیه شستا) به میزان ۵۷,۳ هزار میلیارد ریال بوده است و پس از آن صنعت محصولات شیمیایی و لاستیک و پلاستیک؛ سیمان، صنایع معدنی و محصولات غذایی به ترتیب با ارقام ۲۸,۳، ۲۰,۸، ۱۸,۵ و ۷,۱ هزار میلیارد ریالی در جایگاه بعدی قرار داشتند.

### افزایش سرمایه و سهم بخش صنعت و معدن

بر اساس اطلاعات سامانه کدال مجموع افزایش سرمایه صورت گرفته در بورس و فرا بورس در سال ۱۳۹۹ مجموعاً ۱۷۸۳,۲ هزار میلیارد ریال بوده که سهم بخش صنعت و معدن معادل ۶۴,۸ درصد (معادل ۱۱۵۵,۹ هزار میلیارد ریال) است (جدول ۵).

مطابق جدول از کل افزایش سرمایه صورت گرفته در سال ۱۳۹۹ در بخش صنعت و معدن سهم، عمده آن (۴۸,۲ درصد) معادل ۵۵۷,۲ هزار میلیارد ریال از محل تجدید ارزیابی‌ها بوده که نقدینگی جدیدی وارد صنعت نشده که از مهمترین آنها می‌توان به افزایش سرمایه ایران خودرو (و شرکتهای سرمایه گذاری زیرمجموعه آن) و سایپا به ترتیب به میزان ۳۲۳,۵ و ۱۵۶,۲ هزار میلیارد ریال اشاره کرد. از طرفی از مجموع افزایش سرمایه صورت گرفته در این بخش



از محل غیر از تجدید ارزیابی (آورده نقدی، سود انباشته و اندوخته) بخش عمده آن در اختیار صنایع بزرگی همچون صنایع پتروشیمی خلیج فارس، شرکت ملی صنایع مس ایران، فولاد مبارکه اصفهان و شرکت معدنی و صنعتی گل گهر به ترتیب با ارقام ۱۹۵/۵، ۱۲۲، ۷۹ و ۲۳/۴ هزار میلیارد ریال بوده است.

جدول (۵). افزایش سرمایه صورت گرفته در بورس و فرابورس در سال ۱۳۹۹ (هزار میلیارد ریال)

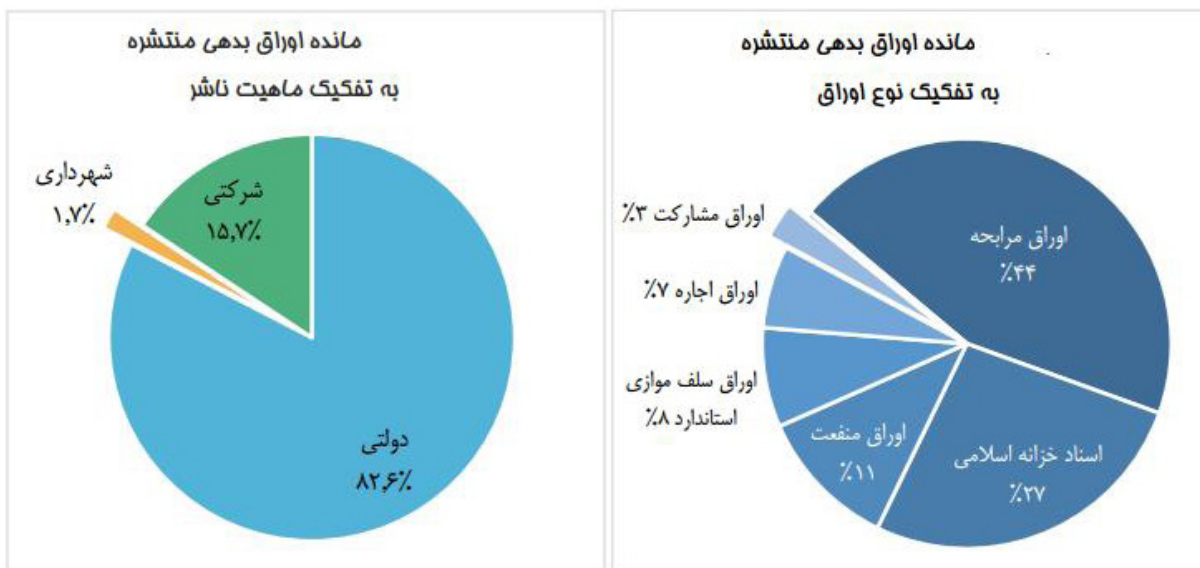
شرح	مطالبات و آورده نقدی	سود انباشته	اندوخته	مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها	مجموع
افزایش سرمایه کل بخش‌ها	۱۲۷,۲	۵۱۳,۱	۱۰۴,۳	۱۰۳۸,۶	*۱۷۸۳,۲
افزایش سرمایه بخش صنعت و معدن	۹۷,۶	۴۴۵,۹	۵۵,۲	۵۵۷,۲	۱۱۵۵,۹
سهم بخش صنعت و معدن از کل افزایش سرمایه (درصد)	۷۶,۷	۸۶,۹	۵۲,۹	۵۳,۶	۶۴,۸
سهم اجزای مختلف از افزایش سرمایه بخش صنعت و معدن (درصد)	۸,۴	۳۸,۶	۴,۸	۴۸,۲	۱۰۰

ماخذ: سامانه اطلاع رسانی ناشران کدال

\*البته بر مبنای اطلاعات سامانه کدال رقم افزایش سرمایه سال ۱۳۹۹ معادل ۱۷۸۳,۱ هزار میلیارد ریال برآورد شده است.

اوراق بدهی و سهم بخش صنعت و معدن

تأمین مالی صورت گرفته از طریق انتشار ابزارهای تأمین مالی عمدتاً با محوریت تأمین مالی دولت بوده و بخش مولد اقتصاد بهره‌چندانی از آن نبرده است (نمودار ۳).



ماخذ: سازمان بورس اوراق بهادار.



### نمودار (۳). سهم انواع اوراق بدهی (مانده) تا پایان سال ۱۳۹۹ (درصد)

مطابق نمودار تا پایان سال ۱۳۹۹ سهم عمده اوراق بدهی (مانده) منتشره در جهت تأمین بدهی‌های دولت و شهرداری‌ها (مجموعاً ۸۴٫۳ درصد شامل ۸۲٫۶ درصد اوراق دولتی و ۱٫۷ درصد اوراق شهرداری‌ها) بوده و اوراق بدهی شرکتی تنها ۱۵٫۷ درصد از آن را به خود اختصاص داده است. از طرفی سهم عمده اوراق شرکتی منتشره مربوط به صنایع بزرگ است. به عبارت دقیق‌تر از مجموع ۲۲۰۲٫۴ هزار میلیارد ریال اوراق بدهی منتشره در سال ۱۳۹۹، سهم بخش خصوصی از این اوراق بدهی حدود ۱۹۷٫۶ هزار میلیارد ریال (۸٫۹ درصد) بوده است (جدول ۶).

### جدول (۶). اوراق بدهی منتشره توسط بخش خصوصی در سال ۱۳۹۹ (میلیارد ریال)

نام شرکت	اوراق بدهی	حجم صکوک
شرکت لبنیات و بستنی دومینو (سهامی خاص)	اجاره	۲۰۰۰
شرکت کرمان موتور (سهامی خاص)	مرابحه	۲۰۰۰
شرکت ایرانی تولید اتومبیل سایپا (سهامی عام)	مرابحه	۸۰۰۰
شرکت صنایع پتروشیمی خلیج فارس (سهامی عام)	اجاره	۲۰۰۰۰
شرکت پتروشیمی صدف خلیج فارس (سهامی خاص)	مرابحه	۳۰۰۰
شرکت سرمایه‌گذاری تجاری شستان (سهامی خاص)	اجاره	۱۰۰۰۰
شرکت معدنی و صنعتی گل‌گهر (سهامی عام)	اجاره	۱۲۰۰۰
شرکت داروسازی دکتر عبیدی	اجاره	۶۳۹٫۵
شرکت گروه پتروشیمی تابان فردا	اجاره	۳۰۰۰۰
شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی	اجاره	۳۰۰۰۰
شرکت احداث، نگهداری و بهره‌برداری آزادراه حرم تا حرم (سهامی خاص)	منفعت	۲۰۰۰
بانک مسکن	رهنی	۱۰۰۰۰
شرکت گروه گسترش نفت و گاز پارسیان (سهامی عام)	اجاره	۱۰۰۰۰
شرکت ملی نفت ایران	منفعت	۵۰۰۰۰
شرکت نفت پارس	مرابحه	۱۰۰۰
شرکت گروه توسعه مالی مهرآیندگان	اجاره	۷۰۰۰
مجموع		۱۹۷۶۳۹٫۵

مأخذ: شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه



مطابق جدول از مجموع ۱۹۷٫۶ هزار میلیارد ریال اوراق بدهی منتشره توسط بخش خصوصی سهم بخش صنعت و معدن حدود ۱۱۷٫۶ هزار میلیارد ریال است که محدود به چند صنعت خاص محصولات شیمیایی، خودروسازی، معدنی و محصولات غذایی به ترتیب با ارقام ۳۳، ۱۰، ۱۲ و ۲ هزار میلیارد ریال بوده است. بنابراین برآوردها حاکی از آن است از مجموع ۴۴۷۱٫۶ هزار میلیارد ریال (رقم گزارش شده سازمان بورس) تأمین مالی صورت گرفته در بازار سرمایه کشور در سال ۱۳۹۹ سهم بخش صنعت و معدن معادل ۱۴۱۳٫۸ هزار میلیارد ریال (حدود ۳۱٫۶ درصد) بوده<sup>۱</sup> که به ترتیب مربوط به افزایش سرمایه، عرضه اولیه، انتشار اوراق بدهی و تاسیس شرکتهای سهامی عام با ارقام ۱۱۵۵٫۹، ۱۳۶٫۲، ۱۱۷٫۶ و ۴٫۱ هزار میلیارد ریال بوده است. شایان ذکر است تأمین مالی بخش صنعت و معدن در بازار سرمایه مربوط به چند صنعت خاص و شرکتهای بزرگ است و سهم صنایع کوچک و متوسط از تأمین مالی در بازار سرمایه محدود بوده است.

### ۳- جمع بندی و ارائه پیشنهادها

با توجه به موارد مطرح شده می‌توان جمع‌بندی از وضعیت تأمین مالی بخش صنعت و معدن از بازارهای مختلف مالی در سالیان اخیر به‌ویژه سال ۱۳۹۹ را به شرح زیر ارائه کرد. تأمین مالی اقتصاد ایران و نیز بخش صنعت و معدن همچنان معطوف به نظام بانکی بوده است و تسهیلات اعطایی نظام بانکی به بخش صنعت و معدن در سال ۱۳۹۹ با رشد قابل ملاحظه ۸۲٫۷ درصدی همراه بود، که در مقایسه با سال قبل سهم این بخش از کل تسهیلات بانکی در حدود ۲ واحد درصد کاهش یافت. ضمن اینکه عمده تسهیلات نظام بانکی (۷۵٫۱ درصد) در قالب سرمایه در گردش به بنگاه‌های صنعتی و معدنی در راستای حفظ و حمایت از بنگاه‌های اقتصادی موجود اعطا شده است و سهم تسهیلات اعطایی ایجادى حدود ۱۵٫۵ درصد بوده است. بعد از نظام بانکی و اعتباری کشور، بازار سرمایه بیشترین سهم را در تأمین مالی بخش صنعت و معدن در سال ۱۳۹۹ ایفا کرد. با این حال، اثرات تزاممی دولت از طریق انتشار اسناد خزانه و سایر اوراق بدهی دولتی (عموماً با نرخ سود بالا)، تأمین مالی بخش را از این بازار با محدودیت همراه کرد. از طرفی سهم عمده تأمین مالی بخش صنعت و معدن، مربوط به چند صنعت بزرگ و منبع محور بوده است که عمدتاً از ناحیه افزایش سرمایه و آن هم به واسطه تجدید ارزیابی دارایی‌ها بوده که عملاً نقدینگی جدیدی وارد صنایع نشده است.

۱. توجه شود میزان افزایش سرمایه در نظر گرفته شده مطابق با اطلاعات سازمان بورس است ضمن اینکه سهم بخش صنعت و معدن از کل افزایش سرمایه (۶۶٫۷ درصد) براساس اطلاعات کدال به دست آمده است. علاوه بر این فرض شده که رقم ۴٫۱ هزار میلیارد ریال مربوط به تاسیس شرکتهای سهامی عام (که چندان رقم قابل ملاحظه ای نیست) مربوط به بخش صنعت و معدن بوده است.



به‌رغم آنکه در سالیان اخیر بیش از ۴۰ هزار میلیارد تومان به اعتبارات تملک دارایی‌های سرمایه‌ای اختصاص یافت، بخش صنعت و معدن سهم چندانی از این اعتبارات در اختیار نداشته است (سهم کمتر از ۱ درصد). علاوه بر این، با توجه به شدت تحریم‌های اقتصادی در سالیان اخیر پیش‌بینی می‌شود بخش صنعت بهره چندانی از این منابع نصیبش نخواهد شد.

با توجه به موارد مطرح شده مشخص است که نظام تأمین مالی کشور بانک محور است و سهم عمده تسهیلات هم در قالب سرمایه در گردش بوده و تسهیلات ایجاد و توسعه‌ای سهم کمتر از ۱۵ درصدی را به خود اختصاص داده است که این موضوع ضرورت توسعه تأمین مالی بلندمدت و تعمیق بازار سرمایه را اجتناب‌ناپذیر می‌سازد. از طرفی با توجه به محدود بودن منابع مالی خارجی در شرایط تحریم‌های بین‌المللی و اعتبارات عمرانی به سبب کسری بودجه بالای دولت، در شرایط کنونی پیشنهاد می‌شود توسعه تأمین مالی غیربانکی از طریق عمق بخشی به بازار سرمایه کشور صورت پذیرد. با این حال ضرورت دارد ابتدا چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی از این بازار مورد توجه قرار گیرد و سپس پیشنهادهای در این خصوص ارائه گردد.

### ۳-۱- چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از بازار سرمایه

با توجه به بررسی‌های صورت گرفته اهم چالش‌های بنگاه‌های تولیدی کشور از بازار سرمایه به شرح زیر قابل ارائه است<sup>۱</sup>:

۱- نوسانات بازار سرمایه ناشی از بی‌ثباتی متغیرهای کلان اقتصادی (تورم و ارز) و سیاست‌های دولت: با توجه به بی‌ثباتی‌های اقتصادی و تحریم‌های بین‌المللی چشم‌انداز تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی از بازار سرمایه به دلیل ایجاد بی‌اعتمادی در بسیاری از سرمایه‌گذاران خرد (که قصد خروج از بازار را دارند) را مخدوش کرده است. به عنوان نمونه از اواخر سال ۱۳۹۸ و ۵ ماهه نخست سال ۱۳۹۹ شاخص بازار سرمایه ۱۳۹۸ رشد پرشتابی به تجربه کرد ولی در ادامه و در اواخر تابستان ۱۳۹۹ شاخص بورس فرایند نزولی به خود گرفت. شواهد نشان می‌دهد بخشی از رشد بازار سرمایه مربوط به رشد تورم و نرخ ارز در سالیان اخیر بوده که با کمی وقفه اثرات خود را بر بازار سرمایه منعکس کرد و بخش دیگر مربوط به سیاست‌های دولت در قبال واگذاری‌ها و به تبع آن ورود سرمایه‌گذاران خرد و تازه‌وارد و با سواد مالی نه‌چندان بالا و دارای نگاه کوتاه مدت به بازار که سبب رفتار هیجانی در بازار شد.

۲- مشکلات ساختاری شرکتها: بسیاری از شرکت‌ها به ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط به دلیل عدم اظهار واقعی

۱. برای استخراج چالش‌های مذکور از مجموعه گزارشات و طرح‌های موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، مرکز پژوهش‌های مجلس و نظرات خبرگان این حوزه بهره گرفته شده است.



درآمد به سازمان امور مالیاتی و یا جلوگیری از در اختیار گرفتن اطلاعات شرکت توسط رقبای خود تمایل چندانی به شفافیت اطلاعات (که لازمه ورود به بازار سرمایه است) ندارند. از اینرو تأمین مالی از بازار سرمایه محدود می‌شود. علاوه بر این امکان ناپذیر بودن تهیه صورت‌های مالی براساس استانداردهای حسابداری و حسابرسی برای این نوع شرکت‌ها و نیز الزام به رعایت قواعد حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه باعث می‌شود بسیاری از بنگاه‌ها تمایل چندانی به تأمین مالی از بازار سرمایه نداشته باشند.

۲- اثر تراجمی صنایع بزرگ برای صنایع کوچک و متوسط: به رغم آنکه بازار صنایع کوچک و متوسط در فرابورس راه اندازی شده است با این وجود این بازار نواقصی را برای تأمین مالی دارد که از مهمترین آنها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- عدم وجود مشوق‌هایی همچون عدم معافیت‌های مالیاتی و نقدشوندگی اندک سهام.
- ممنوعیت ورود سرمایه‌گذاران حقیقی و محدود شدن خرید سهام به سرمایه‌گذاران نهادی
- هزینه‌های مبادلاتی مانند طولانی بودن فرایند پذیرش تا عرضه شرکتها و فرایند طولانی تبدیل شرکتها به سهامی عام
- مشکلات پیش روی تبدیل شرکت‌های مسئولیت محدود و سهامی خاص به سهامی عام به عنوان الزام اولیه ورود به بازار سرمایه.

۳- سیاست‌های تعیین سود در نظام بانکی و عدم تناسب نرخ سود اوراق و نرخ بازدهی بازار سهام: سیستم بانکی کشور و بانک مرکزی در تعیین نرخ سود اوراق بدهی منتشره در بازار سرمایه مداخله می‌کند. در واقع نرخ صکوک منتشره با مجوز بانک مرکزی، از سوی بانک مرکزی تعیین می‌شود و نرخ صکوک که با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار صادر می‌شود و دارای ضمانت مؤسسات اعتباری است، با هماهنگی بانک مرکزی تعیین خواهد شد. علاوه بر این نرخ‌هایی برای صکوک تعیین می‌شود عملاً هیچ سختی با شرایط بازار ندارد. به عنوان نمونه حداکثر نرخ ۱۶ درصدی تعیین شده برای صکوک در سال ۱۳۹۷ فاصله زیادی با نرخ بازدهی ۲۲ درصدی اوراق دولتی (اسناد خزانه) در همین سال دارد. لذا این موضوع سبب می‌شود که سرمایه‌گذاران نسبت به ورود به بازار اولیه صکوک رغبتی نداشته باشند و فضای غیرشفافی میان بانی (بنگاه متقاضی تأمین مالی) و شرکت‌های تأمین سرمایه به عنوان متعهد پذیرنویسی و بازارگردان و زیرمجموعه‌ها و شرکت‌های همگروه آنها شکل بگیرد که موجب افزایش هزینه‌های غیربهره‌ای انتشار صکوک شده و عملاً هزینه تمام شده بنگاه را برای تأمین مالی افزایش خواهد داد.

۴- فقدان سیستم رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها در بازار سرمایه: به رغم آنکه دستورالعمل تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی در سال ۱۳۹۵ در سازمان بورس به تصویب رسیده است و تاکنون نیز چند شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری فعالیت خود را آغاز کرده‌اند. با این حال تاکنون صکوک براساس رتبه‌بندی این شرکتها منتشر نشده است. در





واقع همچنان ضمانت صکوک (توسط بانک یا نهادهای غیربانکی) به عنوان یک رکن اصلی انتشار صکوک تلقی شده که این امر منجر به افزایش هزینه‌های تأمین مالی خواهد شد.

۵- قوانین و مقررات سخت گیرانه و فرآیند زمانبر و پیچیده انتشار اوراق در بازار سرمایه: در بازار سرمایه کشور فرآیند پذیره نویسی سهام و اوراق زمانبر است. به طور معمول از زمانی که بنگاه تصمیم به انتشار صکوک می‌گیرد و به مشاور عرضه مراجعه می‌کند تا زمانی که از بازار سرمایه جذب منابع مالی می‌کند، باید رویه‌های طولانی اداری را طی کند. به طور میانگین این رویه بین ۶ ماه تا ۱ سال به طول میانجامد. علاوه بر این مطالبه طرح توجیهی برای صدور مجوز انتشار اوراق نیز سبب طولانی شدن این فرآیند می‌شود. از طرفی وجود دامنه نوسان و عدم وجود فروش استقراضی در بازار سرمایه کشور بر پیچیدگی بازار سرمایه اضافه می‌کند.

### ۳-۲- پیشنهادها

۱- اصلاح نحوی واگذاری عرضه اولیه: تقویت عرضه اولیه توسط دولت در بازار سرمایه با لحاظ الزامات واگذاری‌های عمومی و خصوصی و شفافیت در تعیین قیمت اولیه آنها به جای تمرکز صرف بر تأمین کسری بودجه؛

۲- بازنگری در تعیین نرخ سود اوراق بدهی: در این خصوص پیشنهاد می‌شود، بانک مرکزی به جای مداخله مستقیم و تعیین نرخ‌های سود اوراق بدهی، به صورت غیرمستقیم و از طریق مدیریت نرخ در بازار بین بانکی و با استفاده از ابزارهایی مثل عملیات بازار باز اقدام نماید؛

۳- الزام به ارائه رتبه اعتباری صکوک و بنگاه‌ها توسط مؤسسات رتبه‌بندی در بازار سرمایه: یکی از ارکان مهم در انتشار اوراق نهاد رتبه‌بندی اوراق و بنگاه ناشر آن است. این نهاد از چند جهت به تأمین مالی بنگاه‌ها کمک میکند اول اینکه چنانچه صکوک بنگاه دارای رتبه اعتباری باشد، بانی صکوک که همان بنگاه است، ملزم به داشتن ضامن نیست. لذا هزینه رکن ضامن حذف خواهد شد. دوم اینکه دارا بودن رتبه اعتباری شرکت و صکوک آن، سبب می‌شود که تعیین نرخ‌ها تطابق بیشتر با ریسک شرکت و صکوک منتشره و بازدهی آن داشته باشد و نهایتاً اینکه با توجه به حذف برخی از مراحل و ارکان فرآیند انتشار صکوک تسریع خواهد شد.

۴- کاهش زمان رویه‌های اداری و اجرایی پذیرش شرکت: با توجه به زمانبر بودن فرآیند تأسیس و افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام (برای مثال مهلت ۶۰ روزه و تمدید ۳۰ روزه برای شروع دوره پذیره نویسی) لازم است اصلاح قانون تجارت جهت تسهیل این امور در دستور کار قرار گیرد و به طور کلی اصلاح قانون تجارت برای تسهیل فرآیند ثبت، تأسیس، تبدیل و تغییرات شرکت‌های سهامی با کمترین زمان ممکن و هزینه در دستور کار قرار گیرد. از طرفی زمانبر بودن انتشار صکوک یکی از هزینه‌های غیرمالی تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است. برای رفع این چالش ضروری است ارکان انتشار اوراق مانند ضامن، مشاور عرضه، مؤسسه رتبه‌بندی که به بررسی بانی اوراق



می‌پردازند، با بهره‌گیری از سیستم‌های سریع تحلیل، ارزیابی و سنجش ریسک به تسریع در فرایند تصمیم‌گیری و انتشار اوراق بهادار مالی اقدام کنند. همچنین ضروری است که بانک مرکزی فرایندهای مربوط به تأیید ضمانت اوراق از سوی بانک‌ها را تسریع بخشد.

۵- حمایت از تأمین مالی واحدهای تولیدی کوچک و متوسط از بازار سرمایه از طریق معافیت یا تشویق مالیاتی برای شرکت‌هایی که سود خود را به جای توزیع میان سهامداران، سرمایه‌گذاری می‌کنند.

## منابع و مراجع

۱. صنعت، معدن و تجارت به روایت آمار و اطلاعات (عملکرد مقدماتی سال ۱۳۹۹). گزارش شماره ۷۷. معاونت طرح و برنامه دفتر آمار و فرآوری داده‌ها.
۲. سازمان بورس و اوراق بهادار. گزارش آماری سالانه بازار سرمایه (۹۹-۱۳۹۸). مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی. گروه آمار و تحلیل ریسک.
۳. سازمان بورس و اوراق بهادار. گزارش آماری ماهانه بازار سرمایه (منتهی به مرداد ماه ۱۴۰۰). مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی. گروه آمار و تحلیل ریسک.
۴. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی. (۱۳۹۸). چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک (اوراق مالی اسلامی). گزارش با شماره مسلسل ۱۶۶۲۲.
۵. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی. (۱۳۹۸). موانع و راهکارهای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه. گزارش با شماره مسلسل ۱۶۶۷۷.
۷. موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی (۱۳۹۷). بررسی وضعیت نظام تأمین مالی در کشور و ضرورت توسعه تأمین مالی غیربانکی. گزارش با شماره ثبت ۳۹۸۸.
۸. نماگر بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران سه ماهه چهارم ۱۳۹۹. اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی.

9. <https://www.cbi.ir/showitem/22193.aspx>

10. World Investment Report (2020). United Nations Conference on Trade and Development.

