

چشم‌انداز تأمین مالی در سال ۹۹

در هفته‌ای که گذشت، یعنی هفته آخر بهمن‌ماه ۱۳۹۸، حسین عبده تبریزی در سه نشست در تهران (همایش تأمین مالی صنعت نفت و گاز در سالن کوشک وزارت نفت، نخستین همایش مالی ایران در دانشگاه الزهرا و کنفرانس حسابداران و مدیران مالی ایران) شرکت کرد و اهمیت «تأمین مالی» را برای بازار سرمایه توضیح داد. سخنران دلایل محدودیت‌های اعتبارات برای بخش خصوصی در سال ۱۳۹۹ را شرح داد و آن‌گاه برای برخورد با تنگنای اعتباری، توصیه‌هایی به کسب و کارها ارائه داد. خلاصه‌ای از مطالب ارائه شده دکتر عبده را این‌جا می‌خوانید

۱. بحثی که من امروز خدمت شما دارم، تأمین مالی بخش خصوصی در شرایط جاری کشور است. در این شرایط برای پیش‌بینی آینده عدم قطعیت‌ها کم‌تر است و این به معنای مثبت بودن پیش‌بینی‌ها از متغیرهای اصلی اقتصاد نیست. متأسفانه نرخ رشد اقتصادی ایران از سال ۹۷ بسیار کند شده و اصولاً در دهه ۹۰ این نرخ بسیار پایین بوده و پیش‌بینی سال ۹۹ هم نرخ رشدی نزدیک به صفر خواهد بود. پیش‌بینی نرخ تورم چون با بودجه کل کشور مربوط است، با عدم قطعیت بیش‌تری مواجه است؛ پیش‌بینی آن به دلیل کنترل نسبی تورم در ماه‌های اخیر (و اگر تغییر عمده‌ای رخ ندهد) باید در حدود ۲۵٪ قابل‌مهار باشد؛ یعنی تورم از رقم فعلی ۳۷ و ۳۸ درصد پایین‌تر رود. به هر حال، سال ۱۳۹۹ نیز سال رکود تورمی، ماندگاری تورم رکودی و ایستایی اقتصادی (stagflation) است. شرایط محیطی ما، سیاست داخلی و خارجی ما، روابط ما با آمریکا و تحریم‌ها عرصه سیاست‌گذاری را روشن می‌کند. برای پیش‌بینی متغیرهای سال ۱۳۹۹، به روشن شدن این شرایط نیازمندیم. متأسفانه در سال ۹۹ نیز

کاهش در آمد ملی، افزایش نقدینگی در مقیاس بزرگ همراه با تورم و نظام چند نرخ ارز ادامه خواهد یافت.

۲. آنچه در سال آینده مشخصاً قابل پیش‌بینی است آن است که دولت در عرصه‌های مختلفی مثل ارز، مالیات و دریافت حق بیمهٔ بیش‌تر، بخش خصوصی را تحت فشار قرار دهد. خود بودجهٔ دولت و کم‌بودن بودجهٔ عمرانی یا عملاً نبودن بودجهٔ عمرانی، فشار بیش‌تری به بخش خصوصی می‌آورد. اما به گمان من از همهٔ این‌ها مهم‌تر، مشکلات تأمین مالی بخش خصوصی است. گسترش رابطهٔ وام‌گیری دولت از بانک‌ها، جای را برای اعتبارات بخش خصوصی تنگ کرده است. مراجعهٔ دولت به بازار سرمایه که در بودجهٔ ۱۳۹۹ پیش‌بینی شده، جای را برای بخش خصوصی باز هم تنگ‌تر خواهد کرد. این کاهش شدید اعتبارات بخش خصوصی تأثیر عمده‌ای بر اقتصاد کلان خواهد گذاشت. تنگنای اعتباری بخش خصوصی به معنای ارزش افزوده و اشتغال کم‌تر است و رکود جاری را عمیق‌تر می‌کند. متأسفانه این تأثیر روی شرکت‌های کوچک‌تر بیش‌تر است. آثار خرد تنگنای اعتباری برای کسب‌وکارها بسیار مخرب است؛ باعث می‌شود کسب‌وکار کار خود را گسترش ندهند و حتی در حد گذشته نتوانند سرمایه در گردش مورد نیاز را تأمین کنند، چه رسد به این که طرح‌های گسترش خود را اجرا کنند. از دید کسب‌وکار، تنگنای اعتباری از افزایش نرخ بهره به مراتب بدتر است. دولت وقتی از نظام بانکی یا بازار بدهی منابع می‌گیرد، این کار دو تأثیر بلافصل بر اعتبارات بخش خصوصی دارد. اول آن که هزینهٔ تأمین مالی بخش خصوصی را افزایش می‌دهد. این تأثیر هزینه‌ای هم‌اکنون خود را در بازار سرمایه نشان می‌دهد. اثر دوم آن در دسترس نبودن منابع مالی برای بخش خصوصی است که عرصهٔ اعتبارات را بر بخش خصوصی تنگ می‌کند و پدیدهٔ crowding out اتفاق می‌افتد.

شاهد بودیم که در سال ۱۳۹۸ نیز کمبود سرمایه در گردش، بسیاری از شرکت‌ها و کسب‌وکارها را تحت تأثیر قرار داد. هر چند مقدار مطلق افزایش نقدینگی در سال ۱۳۹۸ از کل مانده نقدینگی در سال ۱۳۹۱ بزرگ‌تر بود، اما هنوز مشکل نقدینگی در سال ۱۳۹۸ بسیار عمده بود. این بدان معناست که نقدینگی جایی نمی‌رود که باید برود و ایجاد ارزش و اشتغال کند و تولید ملی را بالا ببرد. به‌رغم این مقدار عظیم نقدینگی، تمام بخش‌های مولد اقتصاد کشور احساس تنگنای اعتباری (credit crunch) می‌کنند. همه آنها به لحاظ تورم بالاتر و افزایش نرخ ارز، به سرمایه در گردش بالاتر نیازمندند؛ اما این سرمایه در اختیارشان نیست.

۳. امکان تأمین مالی خارجی سرمایه در گردش یا آنچه که supplier's credit نامیده می‌شود هم به لحاظ تحریم‌ها وجود ندارد. نظام بانکی بین‌المللی برای کار با ایران بسیار محدود شده است. بنابراین، این حجم عظیم نقدینگی به سمت پروژه‌های جدید و کسب‌وکارهای مولد نمی‌رود، بلکه روی دارایی‌های موجود می‌نشیند؛ دارایی‌هایی که سرمایه‌گذار در مورد نرخ بالای بازدهی آنها توهم دارد. عادت به نرخ‌های بالا در بازار سهام در سه سال گذشته و بالارفتن قیمت زمین و مستغلات سرمایه‌گذاران را معتقد به این معجزه کرده است که قیمت‌های این دارایی‌ها به طور دائمی بالا می‌رود. برای صنعتگر یا کسب‌وکاری در حوزه مولد اقتصاد که می‌خواهد کار خود را برای صادرات و جایگزینی واردات گسترش دهد، اعتبارات بسیار محدود شده است. جریان درآمدی نفت هم که چاله چوله‌ها را پر می‌کرد و نیازهای دولت را برمی‌آورد، اکنون وجود ندارد و دولت به ناگزیر به بازارهایی رجوع می‌کند که به سختی حتی بخش خصوصی را تأمین می‌کند؛ یعنی بازار

اعتبارات بانکی و بازار سرمایه. چنین حرکتی توسط دولت به پدیده تنگ کردن عرصه اعتبارات برای بخش خصوصی (crowding out) انجامیده است.

۴. مطالعات روی پدیده crowding out در ایران بسیار محدود است. روشن نیست که با وقوع

پدیده crowding out و تنگ شدن عرصه اعتبارات به روی بخش خصوصی، این بخش

چه جایگزین‌هایی دارد. به علاوه روشن نیست این پدیده با چه نسبتی بر روی بخش

خصوصی تأثیر می‌گذارد: آیا تأثیر آن یک به یک است یا بیشتر و کمتر است؟ اگر دولت

۱۰۰ واحد از بازار اعتبارات تسهیلات بگیرد، آیا ۱۰۰ واحد از اعتبارات بخش خصوصی

کاسته می‌شود یا کم‌تر یا بیش‌تر؟ جامعه دانشگاهی ایران مطالعات محدودی در این زمینه

دارد. به لحاظ سرعت مصرف دولتی روی رشد اقتصادی و تفاوت آن با مخارج مصرفی

مردم که با تأخیر روی رشد اقتصادی تأثیر می‌گذارد و از آن طریق روی گردش پول و

خلق اعتبار بانک‌ها تأثیر می‌گذارد، تعیین شدت پدیده crowding out روی بخش

خصوصی معلوم نیست. ناچاریم با مدل‌سازی در مورد نحوه تأثیر مصرف دولت و بخش

خصوصی روی متغیرهای اصلی اقتصاد، تعیین کنیم که چه نسبتی در این زمینه وجود دارد.

مطالعاتی که در منطقه خاورمیانه روی اقتصادهایی مثل اردن و مراکش صورت گرفته است،

نشان می‌دهد تأثیر پدیده crowding out برای بخش خصوصی ۱/۴ درصد است. یعنی

وقتی ۱۰۰ واحد از اعتباراتی را که بخش خصوصی باید از بازار اعتبارات یا بازار سرمایه

دریافت کند، نصیب دولت می‌شود، آن‌گاه بخش خصوصی ۱۴۰ درصد از اعتبارات و منابع

مالی محروم می‌شود. پیدا کردن جزئیات این رقم در ایران نیاز به مطالعاتی دارد که در حال

حاضر در دسترس نیست.

۵. در این شرایط بخش خصوصی ابزارها و بدیل متنوعی در اختیار ندارد. نخست باید فرا بگیرد که می‌تواند به سمت بازار سرمایه حرکت کند؛ و برخلاف گذشته که به بازار پول محدود بود، حالا می‌تواند خود را در بازار سرمایه نیز فعال کند. می‌باید سازوکارهای بازار سرمایه را فرا بگیرد تا بتواند از امکانات آن استفاده کند. مثلاً، اخیراً به ابتکار بانک مرکزی طرح گام در جریان اجرایی شدن است؛ قرار است با تضمین بانک‌ها امکان برخورداری از ۳۰ تا ۵۰ هزار میلیارد تومان منابع بازار سرمایه برای کسب و کارها فراهم شود. هر شرکتی که امکان فروش دارد، با تضمین بانک‌ها و اوراقی که آن‌ها منتشر می‌کنند و در اختیار آن شرکت قرار می‌دهند، می‌تواند نیازهای خود را تأمین کند. شرکت‌ها این اوراق را در اختیار عرضه‌کنندگان کالاها و خدمات خود قرار می‌دهند و آن عرضه‌کنندگان می‌توانند آن اوراق را به دیگران انتقال داده یا این که در بازار سرمایه به فروش رسانند. مثلاً خودروسازی که حد اعتباری آن بسته شده و اعتبارات معوق در نظام بانکی دارد، اما امکان فروش محصولات آن فراهم است، می‌تواند به پشتوانه نظام بانکی، اوراقی را به طلبکاران خود بدهد و بدین ترتیب بر حجم فعالیت خود بیفزاید. آن طلبکاران که عمدتاً قطعه‌سازان می‌باشند، آن اوراق را به سایر طرف‌های تجاری خود انتقال می‌دهند و اگر به نقدینگی نیاز داشته باشند، اوراق را در بازار می‌فروشند. بدین ترتیب نظام بانکی بدون استفاده از منابع خود در راستای تأمین مالی سرمایه در گردش شرکت‌ها حرکت می‌کند. پس طرح گام روشی برای تأمین مالی سرمایه در گردش برای شرکت‌هایی است که امکان فروش دارند. بنابراین بانک مرکزی با طراحی و معرفی این طرح در جهت هدایت اعتبارات گام برداشته است و دنبال آن است که نقدینگی به سمت شرکت‌های مولد که امکان افزایش بازده و اشتغال دارند حرکت کند.

۶. برای استفاده از چنین طرح‌هایی هم کسب‌وکارها نیاز دارند تا امکانات بازار سرمایه را بررسی کنند. موضوع محوری بازار سرمایه، مسئله بالارفتن شاخص قیمت‌های سهام نیست، بلکه تأمین مالی است. بازار سرمایه اکنون مدعی است می‌تواند به روش‌های مختلف و با عقود اسلامی مختلف شرکت‌ها را تأمین مالی کند؛ هم تأمین مالی سرمایه در گردش و هم تأمین مالی پروژه‌ها. بخش خصوصی می‌باید در این زمینه‌ها بازار سرمایه را آزمون کند و با روش‌هایی آشنا شود که بازار سرمایه دنبال می‌کند. مثلاً شرکت‌های پیمانکاری که قراردادهای عمده‌ای دارند و مطالباتی دارند و در آینده جریان نقدی دریافت خواهند کرد، می‌توانند آن مطالبات را در بازار سرمایه بفروشند. به عنوان مثال، پیمانکاری که با عقد قرارداد BOT در صنعت آب، نفت یا صنعت برق در آینده جریان نقدی دارد، می‌تواند در بازار سرمایه جریان نقدی آتی خود را به شکل ابزارهای مالی درآورده و آن‌ها را بفروشد. بدین ترتیب، نقدینگی لازم را برای ادامه کار خود فراهم می‌آورد. بازار سرمایه مدعی است آماده است این خدمات را به کسب‌وکارها ارائه دهد.

۷. متأسفانه به دلیل نرخ بازدهی بالای بازار سرمایه در دو الی سه سال اخیر و افزایش شاخص از ۹۰ هزار به بیش از ۵۰۰ هزار، تصورات غلطی از نرخ بازده در ذهن سرمایه‌گذاران شکل گرفته است. سرمایه‌گذارانی که با اخذ ریسک حاضرند سه، چهار یا پنج درصد بازده بالاتر از نرخ سود بانکی را بپذیرند، مدتی است به بازده‌های ۵۰ یا ۱۰۰ درصدی عادت کرده‌اند. همین بازده‌ها در بازار املاک و مستغلات نیز تکرار شده است. سرمایه‌گذاران این دو بازار به معجزه دل بسته‌اند؛ معجزه این که هر روز قیمت‌ها سه درصد بالا برود و یا سرمایه آن‌ها در طول سال دو برابر شود. تا موقعی که سرمایه‌گذاران در این دو بازار به این چنین معجزه‌هایی معتقد باشند، تأمین مالی بخش مولد اقتصاد دشوار است. حتی تأمین مالی خود دولت

نیز امری بسیار دشوار است. این وضعیت می‌باید اصلاح شود و بخش خصوصی به نرخ‌های سود معقول عادت کند. دولت می‌باید با تدبیر و با عرضه خرد سهام خود، نرخ‌های رشد بازار سرمایه را متعادل کند. با نرخ‌های بازده انتظاری جاری، امکان تأمین هیچ پروژه‌ای در بخش مولد اقتصاد وجود ندارد. نرخ بازده بالای بازار ثانویه که بر جریان سفته‌بازانه و سوداگرانه استوار است، اصولاً واقعیت اقتصادی ندارد، اما تأمین مالی را دشوار کرده است. بنابراین، بخشی از تسهیل تأمین مالی به اقدامات دولت بستگی دارد. این اقدامات در اختیار بخش خصوصی نیست و در شرایط جاری به دولت برمی‌گردد. دولت و بانک مرکزی باید بتوانند نرخ‌ها را به کانالی هدایت کنند که هم برای خود دولت به عنوان وام‌گیرنده بزرگ بازار بدهی و هم برای شرکت‌ها، تحمل آن نرخ‌ها ممکن باشد.