



# طرح پیشهادی کمیسیون بازار پول و سرمایه در خصوص چگونگی پوشش

## ریسک تسهیلات ارزی



عنوان گزارش: طرح پیشنهادی کمیسیون بازار پول و سرمایه در خصوص چگونگی پوشش ریسک تسهیلات ارزی

کمیسیون: بازار پول و سرمایه

انتشار: امور کمیسیون های تخصصی اتاق ایران

شماره گزارش: ۰۴۰۱۳۹

تابستان ۱۴۰۱

## مقدمه

کمیسیون بازار پول و سرمایه اتاق ایران، با حضور اعضا فعال در حوزه پولی و بانکی کشور از دهه ۶۰ تاکنون، از موضوع اخذ مابه التفاوت های ارزی ۴۰ سال گذشته مشاهده مستقیم داشته است. همچنین از همان ابتدای شاهد تأسیس حساب ذخیره ارزی به دبیری هیأت امناء، جناب آقای دکتر بایزید مردوخ، در زمان ریاست مرحوم آقای دکتر نوریخس در بانک مرکزی بوده است. از همین رو، مسئله مابه تفاوت نرخ ارز حاصل از نوسانات نرخ ارز را بطور محسوس تجربه نموده و چون خود مجموعه ای از تولیدکنندگان واقعی بخش خصوصی می باشد، از مشکلات بنگاه های تولیدی تسهیلات گیرنده ارزی به خوبی واقف است. بر همین اساس، پوشش ریسک نوسانات تسهیلات ارزی به گونه ای است که می بایست دارای سازوکار مناسبی بوده و منطبق با شرایط پیش بینی نشده، پشتیبانی از تولید و رفع موانع تولیدکنندگان بخش خصوصی در صنایع پایین دستی را در دستورکار داشته باشد. لذا، این کمیسیون با بررسی های بعمل آمده، مدل پوشش ریسک نوسانات ارزی را طراحی نموده و ابراز امیدواری می نماید این طرح بتواند در راستای حمایت از تولید، گام موثری برای رفع موانع تولیدکنندگان بشمار آید.

## مدل پیشنهادی

مسئله: در حال حاضر، تسهیلات ارزی، حساب ذخیره ارزی و سپس صندوق توسعه ملی فقط ۱- برای احداث واحدهای تولیدی جدید در بخش های مختلف ۲- برای طرح های توسعه، پرداخت می گردد و هیچ گونه مصوبه ای تحت عنوان تسهیلات ارزی برای سرمایه در گردش یا تامین مواد اولیه تصویب نگردیده است.

این بدان علت است که، استفاده از تسهیلات ارزی برای تامین مواد اولیه که معمولاً مشمول شرایط بازپرداخت حدود ۱۲ ماه بعد است، به گونه ای است که با توجه به اینکه تولید و فروش مواد اولیه به نرخ روز بوده و بازپرداخت آن احتمالاً بین ۶ ماه تا ۹ ماه بعد خواهد بود، در صورت نوسانات ارزی، می تواند منجر به عدم توانایی بازپرداخت تسهیلات گیرنده شود. چرا که تسهیلات گیرنده بر اساس نرخ روز تولید و محصول را به فروش رسانده است و بازپرداخت تسهیلات با نرخ بالاتر قطعاً منجر به زیان و ورشکستگی وی خواهد شد.

بنابراین پرداخت تسهیلات ارزی صرفاً برای احداث واحدهای جدید تولیدی و طرح های توسعه ای دارای قابلیت تبدیل به سرمایه ماندگار و ثروت ملی پرداخت می گردد.

پیشنهاد: بدیهی است در طرح های جدید و توسعه ای، می بایست طرح توجیهی، فنی، اقتصادی تهیه شود تا هم سرمایه گذار و هم سازمان های ذیربط بتوانند از طریق وزارت صنعت، معدن و تجارت، و شبکه بانکی به برآورد سودآوری و توجیه پذیری طرح بپردازند. ضمن آنکه، بازپرداخت تسهیلات اعطایی طرح، چه ریالی و چه ارزی امکان سنجی گردد. از همین رو، باید گفت که برای سرمایه گذاری ثابت، بدون وجود طرح توجیهی، فنی، اقتصادی، برای سرمایه گذاری هیچگونه اقدامی در سراسر دنیا صورت نخواهد گرفت. پس، به طور یقین، بایستی عدد مشخصی برای تسهیلات مذکور در مقابل نرخ خارجی قرار گیرد. چنانچه کوچکترین ابهامی در نرخ دریافت و یا بازپرداخت آن باشد طرح قابل توجیه نبوده و توسط هیچ مرجعی قابل رسیدگی نخواهد بود. به این ترتیب، در ارتباط با پرداخت تسهیلات ارزی قطعاً باید نرخ مشخص و ثابتی برای دریافت و بازپرداخت ارز در نظر گرفت. آنچه که در ۴۰ سال

گذشته اتفاق افتاده است این است که طرح های توجیهی بر اساس نرخ روز دریافت تدوین شده اند، ولی در زمان بازپرداخت تفاوت های نرخ ارز، گاهی ۸ تا ۱۰ برابر می گردد که به طور طبیعی حتی اگر طرح سودآور بوده باشد، پرداخت چنین مبالغی بعنوان تعهدات سرمایه گذار و کارآفرین قطعاً منجر به ورشکستگی واحدها خواهد شد. قطعاً، سودهای حاصله برای تسهیلات گیرنده، در سال های قبل و بعد از تسهیلات، به میزانی نبوده است که بتواند چنین مابه التفاوتی را پوشش دهد. از طرف دیگر، حتی اگر منابعی برای پرداخت چنین مابه التفاوتی وجود داشته باشد، تسهیلات گیرنده عملاً میبایستی سرمایه در گردش خود را در این راه هزینه کند و با نبود سرمایه در گردش برای تأمین مواد اولیه واحد قطعاً ورشکست خواهد شد. لذا با توجه به تجربیات این ۴۰ ساله، در هیچ یک از مواردی که مابه التفاوت در آن نرخ ارز و بازپرداخت بوجود آمده وام گیرنده و بخش خصوصی کوچکترین تقصیری نداشته اند، بلکه اقتضانات اقتصادی کشور و مدیریت دولت ها با تکیه بر تورم جهشی سرسام آور، که تاکنون عمدتاً بین ۲۰ تا ۵۰ درصد بوده است، موجب شرایط بوجود آمده شده است. تورم در طول این سالها همواره وقوع داشته است، مگر یک دوره کوتاه دولت هفتم و هشتم که تثبیت نرخ تورم بوقوع پیوست. بنابراین، مدیران و یا سرمایه گذاران هیچگونه مسئولیت و تقصیری در رابطه با تورم و تفاوت چشمگیر نرخ ارز نداشته اند. متأسفانه در افکار عمومی و مسئولین چنین تداعی شده است که تاوان این وضعیت را بایستی سرمایه گذار متحمل شود.

مسئله: مورد دیگری که متأسفانه مورد غفلت قرار گرفته است و از همان ابتدا، بویژه در مورد صندوق توسعه ملی اتفاق افتاده است، تسهیلات مصوبی است که فقط برای واحد های تولیدی بخش خصوصی بایستی اختصاص یابد. اگرچه واحدهای دولتی از حساب ذخیره ارزی به رغم اینکه اعطای هرگونه تسهیلات ارزی و ریالی و یا سایر تسهیلات و امکانات به بخش عمومی غیر دولتی از ابتدای امر غیر قانونی بوده است، تسهیلات دریافت نمودند. متأسفانه تداوم این امر هم غیرقانونی است، چرا که مطابق با قانون اساسی کشور تنها سه بخش اقتصادی شامل بخش های دولتی، خصوصی و تعاونی وجود دارد و بخشی به عنوان بخش عمومی غیر دولتی وجود ندارد. در واقع، بخش عمومی غیردولتی، به عنوان بخش آسیب زنده به اقتصاد کشور از زمان دولت های نهم و دهم برخلاف قانون اساسی ایجاد گردید و بار دیگر بر خلاف قانون اساسی به از تسهیلات و امکانات اقتصادی کشور برخوردار شده و کماکان این تخلف قانونی ادامه یافته است.

از همین رو، در حساب ذخیره ارزی کمتر به مسئله واحدهای عمومی غیردولتی و دولتی پرداخته شد. این مسئله در صندوق توسعه ملی شدت بیشتری یافته است، به طوری که از مجموع تسهیلات پرداختی از صندوق توسعه ملی، با اذن مقام معظم رهبری، حدود ۶۵ میلیارد دلار به دولت پرداخت شد و حدود ۲۰ میلیارد دلار نیز به خصوص به نهادهای عمومی غیردولتی پرداخت گردید. هم چنین، میزان حدود ۹ میلیارد دلار به ریال تبدیل و در اختیار شبکه بانکی قرار گرفت تا به منظور اعطای تسهیلات سرمایه در گردش واحدهای تولیدی مصرف گردد، که هر دوی اینها با نفس وجودی و اساسنامه صندوق توسعه ملی مغایرت دارند. در این میان برای دریافت مجموع تسهیلات پرداختی به کل بخش خصوصی کشور که تاکنون حدود ۱۵ میلیارد دلار می باشد، به نرخ روز فقط علیه بخش خصوصی شمشیر به کار گرفته شده است. اما برای بازپرداخت میزان ۶۵ میلیارد دلاری که به دولت و ۲۰ میلیارد دلاری که به نهادهای عمومی غیردولتی داده شده است، سکوت اختیار کرده و صحبتی به میان نمی آید.

پیشنهاد اول: پیرو جلساتی که کمیسیون بازار پول و سرمایه به نمایندگی از اتاق ایران در کارگروه ماده ۲۰ قانون رفع موانع تولید و مجلس شورای اسلامی حضور داشته است، در تبصره (۳) ماده ۲۰ قانون رفع موانع تولید، شرکت های بیمه، برخلاف آنچه که در مجلس شورای اسلامی مطرح گردید، امکان پوشش ریسک تسهیلات ارزی را ندارند. نه تنها شرکتهای بیمه ای ایران، بلکه هیچ یک

از شرکت های بیمه ای در دنیا، توان پوشش یک ریسک نامشخص را نمیتوانند داشته باشند. به ویژه ریسکی که با توجه به تجربیات گذشته ممکن است از کل سرمایه و توان مالی شرکت بیمه عدول نماید. بدون توجه به این امر، اجرای تبصره ۳ ماده ۲۰ قانون رفع موانع تولید، بر عهده بانک مرکزی، وزارت امور اقتصادی و دارایی و شرکت بیمه ایران گذاشته شد که علیرغم گذشت هفت سال تاکنون نتوانسته اند کوچکترین اقدامی انجام دهند. بدین علت که نهاد ذیربط که در اینجا پیش بینی شده بود مسئولیت را بر عهده گیرد، یعنی شرکت بیمه ایران، هرگز توان پوشش چنین ریسکی را نداشته است. به همین علت، موضوع بازپرداخت تعهدات ارزی مجدداً به دو شکل بازپرداخت تسهیلات صندوق توسعه ملی و بند دال جزء ۶ قانون بودجه سال ۸۸ و بند ح تبصره ۴ قانون بودجه سال ۱۳۹۶ مورد تاکید مجدد قرار گرفت. متأسفانه هر دوی این مسائل همچنان حل نشده باقیمانده اند.

در واقع، در بحث تاسیس حساب ذخیره ارزی در زمان مرحوم دکتر نوریخس، موافقت شده بود که سرمایه گذار حداکثر ۱۰ تا ۱۵ درصد ریسک و دولت مابقی ریسک را بپذیرد. بانک مرکزی نیز می بایست مصوب نموده و ابلاغ نماید که متأسفانه پس از فوت مرحوم دکتر نوریخس سکنه کردند، مسئله به همین شکل مسکوت ماند. با ورود بحث ماده ۴۶ قانون برنامه ششم توسعه، مجدداً بر قانون ریسک ۱۰ درصد تاکید گردید اما اجرایی نشد.

بنابراین اگر قرار باشد راهکاری برای پوشش ریسک در نظر گرفته شود، علیرغم پیشنهاد های متعددی که مسئولین برخی وزارتخانه ها افزایشی معادل سالانه ۱۰ درصد و ۵۰ درصد مطرح نموده اند، که مطلقاً امکان تهیه طرح توجیهی، فنی، اقتصادی برای آن وجود نداشته و نمی توان هیچ رقمی را برای افزایشی مثلاً سالانه ۱۰ درصد یا ۵۰ درصد پیش بینی نمود، یقیناً از این امکانات برای سرمایه گذاری کشور استفاده نخواهد شد. بدیهی است سرمایه های کشور ابر باقی خواهد ماند. کما اینکه بعد از مسائل و مشکلاتی که در بازپرداخت بخش خصوصی برای صندوق توسعه ملی به وجود آمد، عملاً از سال ۱۳۹۸ بخش خصوصی دیگر وامی دریافت ننمود. پس برای ارائه راهکاری موثر، بایستی ۱۰ تا ۱۵ درصد ریسک را بر عهده سرمایه گذار گذاشته و بقیه را دولت پوشش دهد. دولت نیز میتواند جزو دیون خود در بودجه منظور نموده، یا روش های دیگری را برگزیند. معهداً، مقامات دولتی، وزارتخانه ها و سازمان های مسئول باید روش های تامین منابع را بررسی و در این راه اهتمام بورزند که این راهکار در دنیا رواج داشته و می تواند در ایران نیز بکار گرفته شود.

**پیشنهاد دوم:** در نشست با مدیرعامل صندوق توسعه ملی توضیح داده شد که با توجه به وضعیت اقتصادی کشور و تورم بالای ۴۰ درصد در سال های اخیر که قطعاً چند سال آینده هم ادامه خواهد داشت پیشنهاد گردید که اولاً، به طور کلی پرداخت تسهیلات ارزی متوقف گردد و هیچگونه تسهیلات ارزی برای هیچیک از متقاضیان در هیچ نهادی پرداخت نگردد. دوماً، تسهیلات اعطایی تنها به بخش خصوصی و تعاونی، نه بصورت ارزی، اختصاص یابد و تحت هیچ شرایطی به بخش های دیگر اقتصادی کشور اعم از عمومی غیر دولتی یا دولتی و نهادها تسهیلاتی اصولاً از منابع صندوق پرداخت نگردد. برای اختصاص تسهیلات به خصوصی و تعاونی ها، پیشنهاد می گردد که ندوق توسعه ملی منابعی را جهت احداث واحدهای جدید و طرح های توسعه در بانک مرکزی سپرده نماید. این رقم بنا به نیاز کشور میتواند با توجه به توان و موجودی ارزی صندوق توسعه ملی بین ۱ تا ۵ میلیارد دلار باشد. در مقابل این سپرده گذاری به ارز، بانک مرکزی خط اعتباری ریالی برای بانک هایی که مشتری سرمایه گذار در طرح ها و پروژه های جدید، همچنین طرح های توسعه دارند اختصاص دهد، آن هم به صورت ریالی با سود ۱۴ درصد که مشوق سرمایه گذاری باشد. از این ۱۴ درصد ۲ درصد کارمزد شبکه بانکی منظور گردد، و ۱۲ درصد از سود متعلق به صندوق توسعه ملی باشد. در چنین شرایطی نه تنها منابع ارزی صندوق حفظ خواهد شد، بلکه ضرر و زبانی هم نخواهد داشت. خطوط اعتباری ریالی که در اختیار بانک ها برای طرح های توسعه قرار میگیرند، نه تنها تورم را نخواهند بود، چون به گردش مالی داخل اقتصاد کشور اضافه نمی کند، بلکه تمامی تسهیلات در قالب احداث تاسیسات ثابت سالن، ساختمان، ماشین آلات و سایر امکانات اختصاص داده میشود. بنابراین تسهیلات اعطایی، در جایی محبوس شده و وارد گردش مالی اقتصاد نخواهد شد. علاوه بر آن از محل تولیدات واحدهای تولیدی در بخش های مختلف و طرح توسعه نه تنها تورم ایجاد نمیشود بلکه به دلیل عرضه محصولات آنها در بازار موجب تامین نیازهای کشور، کاهش قیمت، به خصوص در تامین منابع دارای کمبود، و کاهش تورم خواهد شد. ضمن آن که، صندوق توسعه ملی مجاز خواهد بود از زمانی که تسهیلات به

صورت ریالی بازپرداخت میشود از محل سود ۱۲ درصدی خود که به صورت ماهانه دریافت می نماید ، ریال آن را به نرخ روز ETS یا نیما یا ارزی ، برای انجام معاملات و واردات تبدیل به ارز نموده و به سرمایه ارزی خود اضافه نماید. به این ترتیب، هم هدف تاسیس صندوق توسعه ملی از نظر ایجاد ثروت و ایجاد سرمایه بین نسلی محقق شده و هم منابع ارزی صندوق ، حفظ خواهد شد. حتی اگر به صورت قطره چکانی افزایش سرمایه داشته باشد، این منابع وظیفه خود را در ارتباط با توسعه کشور ، ایجاد اشتغال و افزایش تولید به خوبی انجام خواهد داد . مجدداً تاکید می گردد که تسهیلات صندوق توسعه ملی فقط در اختیار بخش خصوصی و در پروژه هایی که محصول آن از نظر ظرفیت در کشور تکاپوی نیاز کشور را نمی نماید، قرار گیرد. طبیعتاً در هر بخش از صنعت که تولیدات فعلی حداقل ۲۰٪ بیش از نیاز کشور است هیچ طرح توسعه یا طرح احداث واحد جدید نبایستی استفاده شود . به طور مثال ، علیرغم اینکه ظرفیت مازاد تولید در رشته فعالیت فرش های ماشینی، ماکارونی یا کاشی سرامیک به شدت وجود دارد ، هنوز هم واحدهای تولیدی جدیدی در رشته های فرش ماشینی ، کاشی سرامیک و یا واحدهای دیگر پا به عرصه ی تولید و اقتصاد کشور می گذارند . این امر به مفهوم اتلاف منابع و هدر رفت سرمایه به عنوان گرانبهارترین امکانات کشور خواهد بود . لذا، باید تسهیلات به تاسیسات واحدهایی تعلق بگیرد که محصول آنها در شرایط فعلی، تولید داخلی ندارد و یا اینکه تولید داخلی تکاپوی نیاز کشور را نمی نماید، ضمن آنکه حتماً توان صادراتی هم داشته باشند . باید در نظر داشت که وجود توان صادراتی یا امکان صادرات دلیل بر این نخواهد بود که یک واحد تولیدی می تواند مابه التفاوت ۷ یا ۸ برابری نرخ ارز را بپردازد ، چراکه متأسفانه برخی مسئولین دولتی بر این باور غلط می باشند که بنگاه های تولیدی صادرات محور، حتماً از منابع ارزی برخوردارند و می بایست تعهدات خود را بپردازند . اما واقعیت امر این است که دلارهای حاصل از صادرات که در یک زمانی سه هزار تومان بوده است و امروز فرضاً ۲۶۰۰۰ تومان است ، برای صادرکننده ۲۴۰۰۰ تا ۲۵۰۰۰ تومان تمام شده است و عملاً همان ما به التفاوت را می پردازند. سرمایه در گردش و و توان مالی تولیدکننده با پرداخت دلارهای صادراتی که برای خود او ۲۴۰۰۰ تا ۲۵۰۰۰ تومان تمام شده است ، از بین خواهد رفت و قطعاً واحد با ورشکستگی مواجه خواهد شد . در مورد تفاوت ارزی که در حال حاضر با آن مواجه می باشد ، از آنجایی که سرمایه گذار نقشی در افزایش نرخ ارز نداشته است ، قطعاً بایستی دولت محترم پرداخت مابه التفاوت را برعهده بگیرد و حداکثر ۱۰٪ مابه التفاوت را برعهده سرمایه گذار قرار دهد . سرمایه گذار کوچکترین تقصیر و مسئولیتی در قبال افزایش نرخ ارز برای بازپرداخت تعهدات ارزی خود ندارد. فرضیاتی که گفته شده اند، از قبیل اینکه سالی ۱۰٪ مثلاً براساس نرخ روز دریافت به این نرخ اضافه شود تا زمان بازپرداخت ، باید در نظر داشت که تاسیس یک واحد تولیدی یا یک طرح توسعه از زمان ایده تا کامل شدن طرح، برای خود سرمایه گذار که بتواند طرح توجیهی فنی، اقتصادی تهیه نموده، امکان سنجی نماید که آیا طرح توجیه دارد یا خیر، حداقل یک سال بطول می انجامد. سپس از زمانی که امکان سنجی توجیه پذیری طرح را نشان داد تا زمانی انجام فرآیندهای مقدماتی طرح از جمله صدور مجوزها و تخصیص اعتبار ریالی ویا ارزی ، در بهترین و خوش بینانه ترین حالت، ۶ ماه به طول می انجامد . در چنین شرایطی اگر سرمایه گذار حرفه ای و باتجربه باشد ، احداث واحد از زمان دریافت تسهیلات ، حداقل ۳۰ ماه یا ۲,۵ سال زمان خواهد برد . سپس باید ۲ سال مشمول تنفس قرار بگیرند تا واحد بتواند محصول خود را به بازار عرضه ، میزان تولید محصول را به ظرفیت رسانده و از سال سوم اقدام به بازپرداخت تسهیلات نماید. بطور معمول بین ۴ تا ۵ سال هم زمان دوره بازپرداخت تسهیلات است که در واقع از زمان دریافت تسهیلات تا شروع بازپرداخت، حداقل زمانی در حدود ۳سال تا ۴سال طول میکشد و وقتی ۴ تا ۵ سال انجام میشود ، متوسط حدود ۶ تا ۷ سال از زمان دریافت ، بازپرداخت شروع خواهد شد . برآوردهای زمانی صورت گرفته در حالت خوش بینانه و بدون اتلاف وقت می باشند تا تولید بدون تاخیر انجام شود. اگر تاخیرها و شرایط دیگر در نظر گرفته شوند، مثلاً یک تا دو سال تاخیر، زمان طولانی تر ، عملاً امکان پیش بینی افزایش یا جهش نرخ ارز و چگونگی برنامه ریزی برای عرضه محصول به بازار را مختل نموده و واحد تولیدی در معرض تعطیلی قرار خواهد گرفت .

نتیجه : با توجه به توضیحات ارائه شده و شرایط اقتصادی کنونی، در نظر گرفتن هر نوع ما به التفاوتی به هر شکلی غیر از ۱۰ الی ۱۵ درصد ثابت نسبت به روز دریافت برای بازپرداخت تسهیلات عملاً غیرممکن، غیرمنطقی ، غیر اقتصادی و غیر قابل پیش بینی خواهد

بود. لذا کمیسیون بازار پول و سرمایه تاکید اکید می نماید که پرداخت هرگونه تسهیلات ارزی متوقف گشته و امکان سرمایه گذاری به روش ریالی توضیح داده شده فراهم گردد.