

سیاست‌های پیش‌نهادی برای بهبود نظام تامین سرمایه در گردش در ایران

(مقاله تهیه شده برای اولین کنفرانس اقتصاد ایران)

نسخه شماره یک¹

نویسنده: حامد قدوسی، استادیار اقتصاد مالی، انستیتو فناوری استینوس²

چکیده: هدف مقاله حاضر ارائه پیشنهادهای اجرایی برای بهبود دسترسی بنگاه‌های ایرانی به سرمایه در گردش است. برای این منظور ابتدا وضعیت فعلی نظام تامین مالی سرمایه در گردش در کشور بررسی شده و ابزارهای مالی تامین نقدینگی در سه دسته رایج در کشور، موجود ولی غیرفعال و ناموجود شناسایی شدند. در ادامه چند ابزار مهم که در دنیا استفاده شده ولی در نظام واسطه‌گری مالی ایران وجود ندارند معرفی شده‌اند. سیاست‌های اجرایی برای معرفی و اجرایی کردن این ابزارها به تفصیل بحث شده است. در نهایت پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی در جهت کاراتر کردن بیشتر نظام تامین نقدینگی ارائه شده است.

کلمات کلیدی: سرمایه در گردش، وام‌مبنتی بر دارایی، وام بدون پشتوانه، بدهی کوتاه‌مدت

قدردانی: از خانم عطیه همدانی و آقای میلاد محمدی بابت همکاری موثرشان در تیم پژوهش، از خانم امینه محمودزاده و آقایان محمدرضا کاشی، هادی فریبری، محمدتقی رمضانزاده و حسین رستگار برای همفکری‌ها و مشورت‌های ارزشمندشان و از آقای دکتر فرهاد نیلی از بابت اجازه استفاده از پژوهش انجام شده توسط تیم ایشان صمیمانه سپاسگذاری می‌کنم. طبیعی است که مسوولیت محتوای مقاله صرفاً با نویسنده است.

¹ این نسخه پیش‌نویس اول مقاله است. مقاله تا زمان همایش در حال تکمیل شدن خواهد بود.

² Stevens Institute of Technology, email: hghoddu@stevens.edu, website: www.ghoddu.com

۱) مقدمه:

مساله «کمبود نقدینگی» در اکثر نظرسنجی‌های صورت‌گرفته از مدیران کشور، در جلسات کاری، و نیز نوشته‌هایی که توسط گروه‌های حامی صنعت‌گران منتشر می‌شود به عنوان یکی از معضلات اصلی بنگاه‌های کشور ذکر می‌شود. با کمی دقت در مورد توصیفی که از مساله ارائه می‌شود می‌توان حدس زد که معضل ذکر شده در حقیقت مساله پایین بودن موقت یا دائمی سطح سرمایه در گردش (Working Capital) بنگاه‌های ایرانی است که بخشی از آن از ساختار سرمایه و تامین مالی این بنگاه‌ها ناشی می‌شود و بخشی دیگر به فقدان نهادهای کارآمد برای تامین نیازهای سرمایه در گردش در زمان وقوع شوک‌های منفی به بنگاه مربوط است.

با توجه به وضعیت موجود متغیرهای اقتصاد کلان ایران، مساله تامین مالی بنگاه‌ها در دوره تورم رکودی اهمیت ویژه‌ای دارد. در دوره رکود از سرعت گردش دارایی‌های بنگاه‌ها³ کاسته شده، زمان مورد انتظار برای فروش کالا بالا رفته و احتمالاً وصول حساب‌های دریافتی پایین می‌رود. همچنین در بازارهایی که رقابت کامل حاکم نیست و بنگاه‌ها حاشیه⁴ روی هزینه نهایی دارند، به دلیل افت تقاضا از حاشیه سود بنگاه کاسته شده و جریان نقدی داخلی تضعیف می‌شود.

در کنار این موارد عمومی، چند شوک مهم در اقتصاد ایران از جمله افزایش قیمت ارز، افزایش قیمت حامل‌های انرژی، مشکلات مالی برای خریداران و معوقه شدن مطالبات جاری بنگاه‌ها و نهایتاً تعطیلی مکانیسم اعتبار اسنادی برای واردات و نیاز به پرداخت نقد برای خرید مواد اولیه خارجی، فشارهای جدی به سرمایه در گردش بنگاه‌های ایرانی وارد کرده است.

در دوره بحران و رکود، بنگاه‌ها زیر ظرفیت‌های موجود کار می‌کنند. در نتیجه انگیزه سرمایه‌گذاری بلندمدت و تامین مالی از مسیر بازار سرمایه کاهش یافته و در مقابل تقاضا برای تامین مالی، کوتاهمدت می‌شود. شواهد تجربی از کشورهای دیگر هم نشان می‌دهد که در دوره‌های رکود، سهم تامین مالی کوتاهمدت در سبد وام‌گیری بنگاه‌ها افزایش یافته و بعد از خروج از رکود پایین می‌رود. در مقابل در دوره‌های رکود که تقاضا برای هر دو نوع سرمایه وجود دارد و در شرایطی که محدودیت‌های نقدی⁵ پیش‌روی بنگاه باشد، سرمایه‌گذاری بلندمدت و سرمایه در گردش بنگاه با هم رقابت خواهند کرد. این رقابت ممکن است باعث دور شدن ساختار بنگاه از وضعیت ایده‌آل (تحت شرایط عدم اصطکاک) شود. (Fazzari and Peterson, 1993)

در ادبیات چرخه‌های تجاری (خصوصاً با چارچوب نئوکینزی) هم وجود سرمایه در گردش به عنوان یکی از عامل‌های مهم در انتقال شوک‌های نرخ بهره به بخش حقیقی ذکر می‌شود. مثلاً Neumeyer and Perri (2005) دو اقتصاد توسعه‌یافته و در حال ظهور⁶ را مقایسه کرده و به صورت تجربی نتیجه می‌گیرند که در اقتصاد نوظهور نرخ بهره پیش‌رانه چرخه‌تجاری است در حالی که در اقتصاد توسعه‌یافته نرخ بهره واکنشی به چرخه تجاری است. وارد کردن سرمایه در گردش در مدل استاندارد باعث می‌شود تا سطح نرخ بهره تقاضای نیروی کار و در نتیجه سطح تولید تأثیرگذار باشد.

ورود اقتصاد ایران به وضعیت جدیدی در دوران بعد از تحریم‌ها باعث خواهد شد تا دو مجموعه اصلی از بنگاه‌های مسالمدار در اقتصاد ظاهر شوند. گروه اول بنگاه‌هایی هستند که به علت ساختار و فناوری قدیمی یا ناکارآمد خود قابلیت رقابت در شرایط جدید را ندارند و باید به صورت کارا منحل شده و از چرخه اقتصاد خارج شوند. گروه دوم بنگاه‌هایی هستند که ظرفیت رقابت را دارند ولی به علت عدم توانایی برای مدیریت نقدینگی چرخه عملیاتی آن‌ها مختل شده و زیر ظرفیت فعالیت می‌کنند. برقراری مکانیسم‌های مناسب تامین نقدینگی می‌تواند به خروج موفق‌آمیز این نوع از بنگاه‌ها از رکود کمک کند.

³ Asset Turnover

⁴ Markup

⁵ Financial Constraints

⁶ Emerging

کارا تر کردن نظام تامین سرمایه در گردش نمی‌تواند از طریق اجبار بانک‌ها به ارائه این نوع وام‌ها باشد. هر چند که چنین روی‌کردی در دوره‌های مختلف توسط سیاست‌گذاران ایرانی در حال دنبال شده است.⁷ اجبار بانک‌ها به اعطای تسهیلات سرمایه در گردش بدون ارائه فناوری و ام‌دادن و معرفی ابزارهای مالی مناسب و زیرساخت‌های لازم می‌تواند باعث افزایش ریسک بانک‌ها و معوقه‌شدن تسهیلات اعطا شده در این قالب جدید شده و مشکل وام‌های معوقه و عدم کفایت سرمایه بانک‌ها را تشدید کند.

هدف مقاله حاضر تحلیل وضعیت موجود نظام مالی ایران (خصوصاً در بخش بانکی) در حوزه تامین سرمایه در گردش (نقدینگی کوتاه‌مدت) بنگاه‌ها و پیش‌نهاد سیاست‌هایی برای بهبود دسترسی بنگاه‌ها به منابع مالی است. بر اساس بررسی پژوهش‌های موجود، و تا جایی که نویسنده مقاله اطلاع دارد، این مقاله جزو اولین تلاش‌ها برای مستندسازی و تحلیل وضعیت نظام تامین مالی «سرمایه در گردش» در کشور است. هر چند که مقالات پژوهشی فراوانی روی نظام بانکی و تامین مالی در کشور نوشته شده‌اند ولی موارد اندکی روی مساله خاص «تامین مالی سرمایه در گردش» تمرکز کرده‌اند.

هر چند مقالات متعددی در ایران (مثلاً فخاری و روحی (۱۳۹۲)) تاثیر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های ایرانی روی سودآوری و ارزش شرکت را بررسی کرده‌اند. عدم توجه به معضل درون‌زایی⁸ در تخمین رابطه بین سرمایه در گردش و سایر متغیرهای عملکردی شرکت از جمله نقدهایی است که به بسیاری از این مقالات وارد است. ضمن این‌که تقریباً هیچ کدام از این مقاله‌ها روی بررسی نظام تامین مالی متمرکز نشده است.

کامل‌ترین گزارش موجود در حوزه سرمایه در گردش، پروژه پژوهشی نیلی و همکاران (۱۳۹۲) است که گزارش تفصیلی از تقاضای نقدینگی و وضعیت تامین نقدی بنگاه‌های ایرانی را ارائه می‌کنند. به علت محدودیت‌های داده‌ای، بررسی‌های این پژوهش محدود به شرکت‌های بورسی است و همان‌طور که خود مولفان اشاره کرده‌اند به علت گزینش نمونه⁹ جدی معطوف به شرکت‌های بورسی در تعمیم نتایج به کل شرکت‌ها باید احتیاط کرد. این تحقیق اطلاعات بسیار ارزش‌مندی در مورد رفتار تقاضای نقدینگی و شاخص‌های کلان بخش بانکی ارائه می‌کند ولی روی بحث ابزارهای تامین مالی تمرکز ندارد. از این حیث مقاله حاضر را باید به عنوان قدم بعدی برای تکمیل پژوهش نیلی و همکاران (۱۳۹۲) با تمرکز بیشتر روی ابزارهای خاص تامین سرمایه در گردش تلقی کرد.

مقاله حاضر از شش فصل اصلی تشکیل شده است. در فصل دوم مروری کوتاه بر ادبیات سرمایه در گردش و ملاحظات اقتصادی مربوط به این عنصر از ترازنامه و نیز خلاصه‌ی مدل نظری خیلی ساده‌ای برای درک رابطه بین بانک و بنگاه در تامین مالی کوتاه‌مدت ارائه می‌کند. فصل سوم تصویری از وضعیت موجود ایران، قراردادهای موجود، عملکرد نظام بانکی و موانع موجود در این حوزه اختصاص دارد. فصل چهارم بر اساس تحلیل وضعیت ایران، ابزارهای مشخصی برای بهبود دسترسی بنگاه‌ها به سرمایه در گردش معرفی و تشریح می‌کند. فصل پنجم چارچوب سیاستی برای پیاده‌سازی موثر ابزارهای فوق را پیش‌نهاد کرده و نهایتاً فصل ششم به بیان کمبودهای پژوهش فعلی و پیش‌نهادهایی برای پژوهش‌های بعدی اختصاص دارد.

۲) ملاحظات نظری: اقتصاد سرمایه در گردش

برای سرمایه در گردش دو تعریف کارکردی می‌توان ارائه کرد (عبده، ۱۳۹۳). تعریف اول از دید ترازنامه‌ای به مساله نگاه می‌کند و سرمایه در گردش را به عنوان تفاضل بین دارایی‌های جاری بنگاه‌ها (شامل حساب‌های دریافتی، موجودی کالای اولیه و ساخته‌شده و پول نقد) و بدهی‌های جاری (شامل حساب‌های پرداختی و بدهی کوتاه‌مدت) تعریف می‌کند. سرمایه در گردش به نوعی منبع «نقدینگی» بنگاه است و نشان می‌دهد که بنگاه با چه سرعتی می‌تواند تعهدات کوتاه‌مدت خود (مثل پرداخت به تامین‌کنندگان و پیمانکاران) را انجام بدهد.

⁷ <http://mardomsalari.com/Template1/News.aspx?NID=199481>

⁸ Endogeneity

⁹ Sample Selection

با این تعریف و از زاویه دید سرمایه کل شرکت، سرمایه در گردش، هم به عنوان منبع و هم محل مصرف منابع مالی در شرکتها مطرح است. اگر بنگاه از طریق مدیریت درست حسابهای دریافتی و پرداختی بتواند مازادی در بخش سرمایه در گردش خلق کند (مثلا با افزایش دوره پرداخت و کاهش دوره دریافت مطالبات)، سرمایه در گردش منبعی برای تزریق جریان نقدی در پروژه‌های بلندمدت شرکت خواهد بود. در مقابل اگر وصول مطالبات طولانی‌تر از دوره پرداختها باشد، بنگاه با سرمایه در گردش منفی مواجه است.

با این تعریف سرمایه در گردش نقش ضربهگیر¹⁰ برای جذب شوک‌های ناشی از کاهش عرضه منابع مالی را هم دارد. مثلا (Ding et al, 2013) نشان می‌دهند که شرکت‌های چینی که اندازه بزرگتری از چنین ضربه‌گیری را دارند قابلیت بیش‌تری برای جذب شوک‌ها توسط سرمایه در گردش خود دارند. در نتیجه سرمایه‌گذاری‌های ثابت این شرکت‌ها کمتر به جریان نقدی خودشان حساس است ولی در مقابل سرمایه در گردش (که انعطاف‌پذیری و بازگشت‌پذیری بزرگتری داشته و نقش ضربهگیر را هم ایفا می‌کند) حساسیت بیش‌تری به تغییرات جریان نقدی دارد.

دیدگاه دوم، دیدگاه فرآیند تولید است و به سرمایه مسدود شده در طول زنجیره تولید (از خرید مواد اولیه تا دریافت قیمت فروش محصول نهایی) اشاره می‌کند. وجود سرمایه در گردش کافی به بنگاه امکان می‌دهد تا سطح متغیرهای تولید (مثلا سطح موجودی مواد اولیه و موجودی کالای نهایی) را در حد بهینه تنظیم کند. عدم دسترسی به سرمایه در گردش کافی باعث می‌شود تا عملیات جاری بنگاه متوقف شده یا بنگاه سطحی غیربهینه از فرآیند تولید را انتخاب کند. مثلا حجم سفارش مواد اولیه را پایین آورده و باعث افزایش هزینه‌های سفارش‌دهی شود. از بعد دیگر کمبود سرمایه در گردش و تلاش برای کاستن از چرخه نقد ممکن است باعث انتخاب سطح موجودی کالای ساخته در حدی پایین‌تر از مقدار بهینه انتخاب شده و باعث معضل فروش از دست‌رفته شود.

در ترکیب دو تعریف، رفع معضل سرمایه در گردش منفی به روش‌های مختلف امکان‌پذیر است: یک سیاست رایج تغییر درون‌زا در سیاست‌های عملیاتی شرکت (مثل کاهش سطح موجودی یا ارائه تخفیف فروش) برای حذف این شکاف منفی است. در این حالت به دلیل اصطکاک در بخش مالی، بنگاه از سیاست عملیاتی بهینه دور شده و شوک منفی به ارزش بنگاه وارد می‌شود. روش دیگر، استفاده از بازار مالی برای تامین این شکاف است. در این حالت اثر تخریب ارزش سرمایه در گردش منفی متناسب با هزینه اضافی تامین مالی خارجی خواهد بود. اگر تامین مالی خارجی خیلی پرهزینه باشد، شرکت ممکن است به روش اول (تغییر عملیات) رو بیاورد و اگر هزینه تامین مالی پایین باشد از شیوه دوم استفاده کند.

۲-۱) منابع تامین سرمایه در گردش

تامین مالی کوتاهمدت (سرمایه در گردش) بنگاه‌ها از مسیرهای مختلفی صورت می‌گیرد ولی در یک نگاه کلی می‌توان سه منبع اصلی برای آن شناسایی کرد که عبارتند از منابع داخلی بنگاه، تامین سرمایه از مسیر زنجیره تامین و تامین سرمایه از مسیر واسطه‌های مالی.

۲-۱-۱) منابع داخلی خود بنگاه¹¹

همانند بقیه موارد مصرف سرمایه، مازاد نقدی خود بنگاه یکی از اولین گزینه‌ها برای تامین سرمایه در گردش است. بر اساس نظریه سلسله مراتبی تامین سرمایه¹² در صورت وجود اطلاعات نامتقارن بین بنگاه و تامین‌کنندگان خارجی، منابع داخل بنگاه ارزان‌ترین روش برای تامین مالی خواهد بود.

۲-۱-۲) تامین سرمایه از مسیر زنجیره تامین¹³.

¹⁰ Buffer

¹¹ Internal Cash-Flow

¹² Pecking Order Theory

¹³ Trade Credit

تامین مالی از مسیر زنجیره تامین، کانال بسیار مهمی برای تامین مالی شرکت‌هایی است که دسترسی محدودی به بازار رسمی اعتبارات دارند. ادبیات بسیار گسترده و مهمی (مثلاً Giannetti et al 2011) در اقتصاد تامین مالی ابعاد مختلف این مسیر را تحلیل کرده است. ولی با توجه به هدف اصلی مقاله یعنی تامین مالی از مسیر واسطه‌های مالی در این مقاله روی این مسیر متمرکز نمی‌شویم.

۳-۱-۲) تامین منابع از بازار سرمایه و نظام بانکی

در حوزه تامین مالی از واسطه‌های مالی و بازار سرمایه، ابزارهای مختلفی وجود دارند که در یک طبقه‌بندی کلی به وام‌های تضمین‌شده¹⁴ و تضمین‌نشده¹⁵ تقسیم می‌شوند. وام‌های تضمین‌شده معمولاً به پشتوانه دارایی‌هایی که به عنوان وثیقه وام ارائه شده‌اند، دریافت می‌شوند؛ در حالی‌که وام تضمین‌نشده بر اساس انگیزه‌های اعتباری و رابطه بلندمدت بین بانک و بنگاه اعطا می‌شود و دارایی فیزیکی پشتوانه آن نیست.

از مهم‌ترین آن‌ها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد: وام‌دهی بر اساس ترازنامه (شیوه رایج در ایران)، تامین مالی بر اساس دارایی¹⁶، تامین مالی تجهیزات (به شکل مرابحه در تامین مالی اسلامی)، وام‌دهی بر اساس رابطه بلندمدت¹⁷ و نهایتاً وام‌دهی بر اساس امتیاز اعتباری¹⁸. بنگاه‌های بزرگ علاوه بر این مسیرها به بازار سرمایه نیز دسترسی دارند و می‌توانند اوراق قرضه شرکتی¹⁹ نیز منتشر کنند. در فصل مربوط به ابزارهای تامین مالی این موارد با تفصیل بیشتری بحث می‌شوند.

نیازهای کسب و کار	مثال‌هایی از روش‌های تامین مالی	ساختار بازپرداخت وام
تامین سرمایه در گردش برای نیازهای روزمره	موجودی حساب بانکی منفی بدهی بر اساس دارایی (ABL) تامین از طریق زنجیره تامین (Trade Credit)	بازپرداخت یکباره یا در یک بازه کوتاه
سرمایه‌گذاری جدید	تامین مالی بر اساس وثیقه دارایی‌ها و تجهیزات وام‌های بلندمدت	بازپرداخت مدت‌دار و تدریجی
گسترش کسب و کار	انتشار سهام و اوراق قرضه شرکتی در بازار سرمایه خرید اهرمی (Leverage Buyout)	بازپرداخت مدت‌دار و تدریجی

جدول ۱: تامین مالی برای افق‌های مختلف

۲-۲) رابطه تامین‌کننده و وام‌گیرنده

به طور کلی تامین سرمایه در گردش نیازمند رابطه نزدیک بین تامین‌کننده مالی و وام‌گیرنده است. وام‌گیرنده به صورت دوره‌ای، صورت حساب‌های دریافتی یا وضعیت موجودی‌ها را به تامین‌کننده مالی عرضه می‌کند و سقف اعتباری مشتری متناسب با کیفیت

¹⁴ Secured loans

¹⁵ Unsecured loans

¹⁶ Asset-Based Lending

¹⁷ Credit Line

¹⁸ Credit Scoring

¹⁹ Commercial Paper

دارایی‌های پایه و نیازمندی مالی مشتری تعیین شده و مرتباً در تغییر است. مشتری ممکن است اسناد مربوط به حساب‌های دریافتی را متناسب با فرآیند فروش جدید به بانک ارائه کرده و سقف اعتباری خود را افزایش بدهد.

در مقایسه با وام‌های استاندارد بلندمدت و اوراق قرضه شرکتی، مکانیسم‌های انعطاف‌پذیر تامین سرمایه در گردش امتیازهای زیر را دارند:

- ۱) در صنایعی که تقاضا حالت فصلی دارد، بنگاه می‌تواند فشار روی سرمایه در گردش را با وام‌های موقت کاهش داده و سطح بهینه عملیات را حفظ کند.
- ۲) مکانیسم‌های تامین سرمایه در گردش در مرحله رشد که بنگاه‌ها مرتباً نیاز به سرمایه در گردش جدید دارند، کمک می‌کنند تا سطح سرمایه در گردش به صورت آرام و پایدار رشد کند.
- ۳) قوانین و مقررات این نوع وام‌ها کمتر دست و پاگیر هستند.
- ۴) انعطاف‌پذیری در جدول زمانی و موعد بازپرداخت، دست بنگاه را برای مدیریت بهینه جریان نقدی بازتر کرده و احتمال نکول²⁰ و اسعار در بازپرداخت اقساط وام را کاهش می‌دهد.

۳) وضعیت تامین سرمایه در گردش در ایران

ارائه توصیه‌های سیاستی کاربردی در زمینه بهبود نظام تامین مالی سرمایه در گردش در ایران بدون بررسی وضعیت فعلی نظام تامین سرمایه در گردش امکان‌پذیر نخواهد بود. در بررسی وضعیت ایران سوالات کلیدی زیر مد نظر بودند:

- ۱) چه قراردادهایی در نظام بانکی ایران وجود دارند و چه قراردادهایی وجود ندارند؟
- ۲) عمل‌کرد واقعی نظام بانکی در عرضه قراردادهای مختلف چه‌گونه بوده است؟
- ۳) چه عواملی باعث ناکارایی نظام فعلی در عرضه اعتبارات شده‌اند؟
- ۴) چه موانعی بر سر استفاده از قراردادهای رایج در دنیا وجود دارند؟

به منظور بررسی و تحلیل وضعیت ایران روش‌های مختلفی به کار گرفته شد:

- ۱) بررسی اطلاعات موجود از قراردادهای بانکی از طریق بررسی وبسایت‌های ۱۶ بانک اصلی کشور و تحلیل مستندات منتشرشده توسط بانک‌های مختلف
- ۲) بررسی عمل‌کرد مقداری نظام بانکی در دو دهه گذشت
- ۳) مصاحبه با مجموعه‌ای از خبرگان نظام بانکداری و مدیران صنعت
- ۴) بررسی مطالعات انجام‌شده در ایران در این زمینه

۳-۱) قراردادهای موجود

برای شناسایی قراردادهای موجود وبسایت‌های ۱۶ بانک اصلی کشور به تفصیل بررسی شده و عقود که می‌توانند برای تامین مالی کوتاه‌مدت (سرمایه در گردش) مورد استفاده قرار بگیرند، شناسایی شدند. سپس موارد مشترک (گاه تحت نام‌های متفاوت ولی به لحاظ مفهومی یکسان) جمع‌بندی شده و جمع‌بندی زیر از قراردادهای موجود برای تامین مالی سرمایه در گردش به دست آمده است:

²⁰ Default

شکل قرارداد	حوزه‌های فعالیت متقاضیان	توضیح
مساقات / مزارعه	بخش کشاورزی	محدود به بخش کشاورزی، رایج نبودن در عمل
فروش اقساطی (معادل مرابحه در اصطلاح جهانی بانکداری اسلامی)	بخش‌های مختلف اقتصادی و خانوارها (خصوصاً برای خرید مسکن)	رایج در بخش مالیه اسلامی در تمام دنیا
مشارکت مدنی	بخش صنعت	انعطاف‌پذیرین و محبوب‌ترین شکل قرارداد از نظر تامین‌کنندگان مالی
اعتبار اسنادی و وام سرمایه در گردش ارزی	عمدتاً شرکت‌های دارای تجارت بین‌الملل	در عمل عمدتاً برای واردات
تنزیل اسناد دریافتی و بروات و اسناد صادراتی (خرید دین)	عمدتاً شرکت‌های صادراتی	محدود بودن دامنه اجرا پس از انقلاب، معرفی مجدد در سال‌های اخیر
مضاربه	بخش بازرگانی	
پیش‌خرید محصولات (سلف)	عمدتاً شرکت‌های فروشنده مواد خام	اجرا در شکل بسیار محدود، محدود به محصولات همگن (کومودیتی) ²¹
استصناع	شرکت‌های پروژه‌محور	
اجاره	شرکت‌های نیازمند تجهیزات	قراردادی رایج در حوزه مالیه اسلامی در دنیا
جعاله	صنعت و معدن، کشاورزی، مسکن و ساختمان، بازرگانی و خدمات	
وام سرمایه در گردش	شرکت‌های صنعتی و معدنی	ارائه توسط بانک صنعت و معدن و بانک ملی

جدول ۲: شکل‌های موجود تامین سرمایه در گردش
(منبع: وبسایت بانک‌های اصلی کشور)

۳-۲) عملکرد مقداری نظام بانکی

بررسی شکل حقوقی قراردادهای موجود (جدول شماره ۲)، نمای کلی از انواع قراردادهای موجود در نظام بانکی ایران را ارائه داد. ولی در واقعیت همه این قراردادها لزوماً در عمل به نسبت یکسانی فراگیر نشده‌اند و شناخت دقیق‌تر مستلزم بررسی انگیزه‌ها و عملکردهای بانک‌ها برای عرضه اعتبارات در قالب قراردادهای مختلف است.

²¹ Commodity

برای تحلیل رفتار قراردادهای در طول زمان و نیز در مقایسه با قراردادهای دیگر از سری زمانی بخش پولی و بانکی که توسط بانک مرکزی منتشر می‌شود، استفاده شده است. متأسفانه سطح تفکیک اطلاعات بانک مرکزی تطابق یک به یک با همه اشکال قراردادهای شناسایی شده ندارد ولی سعی شد تا نزدیکترین تطبیق ارائه شود.

در حالت ایده‌آل باید سبد وام‌های بانک‌های مختلف به تفکیک بانک در طول زمان بررسی شده و تمایل بانک‌ها به عرضه اعتبارات سرمایه در گردش بر اساس وضعیت اقتصاد کلان تحلیل شود. متأسفانه به دلیل عدم دسترسی محقق به این نوع اطلاعات و کوچک بودن اندازه مشاهدات تجمیع شده، بررسی‌های اقتصادسنجی با دقت کافی قابل انجام نبود و به تحلیل توصیفی اکتفا می‌شود.

۱-۲-۳) سهم موسسات از قراردادها

در طبقه‌بندی نظام بانکی ایران سه نوع اصلی از موسسات وجود دارند: بانک‌های تجاری (مثل بانک ملی و ملت)، بانک‌های تخصصی (مثل بانک صنعت و معدن و مسکن) و بانک‌های غیردولتی و موسسات غیر بانکی (مثل موسسات اعتباری). در جدول شماره ۳ سهم هر یک از این موسسات از قراردادهای مختلف تصویر شده است.

شکل قرارداد	نوع موسسه	بانک‌های تجاری	بانک‌های تخصصی	بانک‌های غیردولتی و موسسات اعتباری غیربانکی
قرض الحسنه		42.82	18.09	39.07
مضاربه		46.61	5.19	56.69
سلف		77.35	19.22	3.41
مشارکت مدنی		16.45	16.45	61.31
جعاله		53.71	11.99	34.30
فروش اقساطی		22.14	23.78	1.90
اجاره به شرط تملیک		28.09	15.85	56.06
مسکن ²²		47.56	44.60	7.84
مشارکت حقوقی		23.39	11.99	64.63
سرمایه‌گذاری مستقیم		39.87	7.52	52.61
خرید دین ²³		65.58	18.41	15.75
سایر		42.7	14	43.3

جدول ۳: متوسط سهم موسسات مالی در اعطای قراردادهای مختلف در فاصله ۱۳۷۸ - ۱۳۹۲

²² اطلاعات وام مسکن در سال‌های اخیر اعلام نشده و لذا عدد مربوط به وام مسکن صحیح نیست.

²³ اطلاعات خرید دین بعد از سال ۱۳۸۷ وجود ندارد.

منبع: محاسبات تحقیق بر اساس اطلاعات بانک مرکزی

۲-۲-۳) سهم قراردادهای مختلف

در جدول شماره ۴ سهم قراردادهای مختلف از سبد اعتبارات موسسات مختلف ارائه شده است. ستون اول عملکرد کل نظام بانکی و اعتباری را نشان می‌دهد و ستون‌های دوم تا چهارم عملکرد بانک‌های تجاری، تخصصی و غیردولتی و موسسات غیربانکی را نشان می‌دهند.

نوع موسسه شکل قرارداد	کل موسسات (شامل بانک‌ها و موسسات غیر بانکی)	بانک‌های تجاری	بانک‌های تخصصی	بانک‌های غیردولتی و موسسات اعتباری غیربانکی
قرض الحسنه	3.69	5.89	3.12	4.56
مضاربه	3.4	5.92	0.82	6.1
سلف	1.42	4.1	1.27	0.15
مشارکت مدنی	23.67	14.54	24.58	45.96
جعاله ²⁴	3.34	6.69	1.87	3.63
فروش اقساطی	48.86	40.38	54.25	16.49
اجاره به شرط تملیک	0.8	0.84	0.59	1.43
مسکن ²⁵	2.42	4.29	5.04	0.6
مشارکت حقوقی	1.7	1.49	0.95	3.48
سرمایه‌گذاری مستقیم	0.7	1.04	0.25	1.16
خرید دین ²⁶	0.06	0.15	0.05	0.03
سایر	5.31	9.11	3.95	5.68

جدول ۴: متوسط سهم قراردادهای مختلف از سبد اعتبارات موسسات مختلف در فاصله ۱۳۷۸ - ۱۳۹۲

منبع: اطلاعات بانک مرکزی و محاسبات تحقیق

²⁴ قراردادهای جعاله به احتمال بالا قراردادهای اعتبار اسنادی را هم در بر می‌گیرد.

²⁵ اطلاعات وام مسکن در سال‌های اخیر اعلام نشده و لذا عدد مربوط به وام مسکن صحیح نیست.

²⁶ اطلاعات خرید دین بعد از سال ۱۳۸۷ وجود ندارد.

همچنین، جدول شماره ۵ متوسط سهم تسهیلات در فاصله ۱۳۸۸-۱۳۹۲ را ارائه می‌کند.

نوع موسسه شکل قرارداد	کل موسسات (شامل بانک‌ها و موسسات غیر بانکی)	بانک‌های تجاری	بانک‌های تخصصی	بانک‌های غیردولتی و موسسات اعتباری غیربانکی
قرض الحسنه	3.59	7.16	3.37	4.98
مضاربه	2.61	5.07	0.58	4.72
سلف	0.43	1.59	0.75	0.12
مشارکت مدنی	26.94	20.98	29.73	47.51
جعاله	3.29	10.3	2.24	3.6
فروش اقساطی	50.88	30.71	55.47	16.68
اجاره به شرط تملیک	0.5	0.84	0.43	0.77
مسکن ²⁷	0	0	0	0
مشارکت حقوقی	1.68	1.25	0.68	3.65
سرمایه‌گذاری مستقیم	0.64	0.94	0.24	1.22
خرید دین ²⁸				
سایر	9.43	21.16	6.49	16.76

جدول ۵: متوسط سهم قراردادهای مختلف از سبد اعتبارات موسسات مختلف در فاصله ۱۳۸۸ - ۱۳۹۲

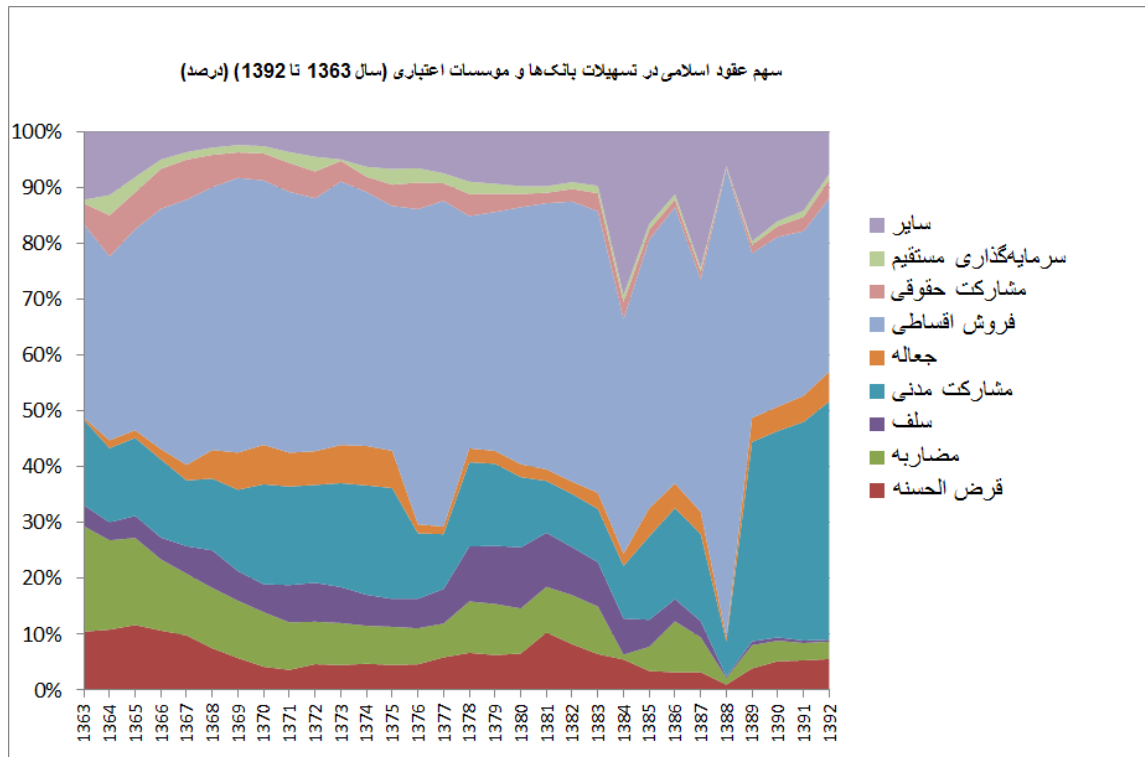
منبع: اطلاعات بانک مرکزی و محاسبات تحقیق

²⁷ اطلاعات وام‌های مسکن در سال‌های بعد از ۱۳۸۵ در جداول وجود ندارد. البته این موضوع برای سوال این مقاله اهمیت کلیدی ندارد.

²⁸ اطلاعات خرید دین بعد از سال ۱۳۸۷ وجود ندارد.

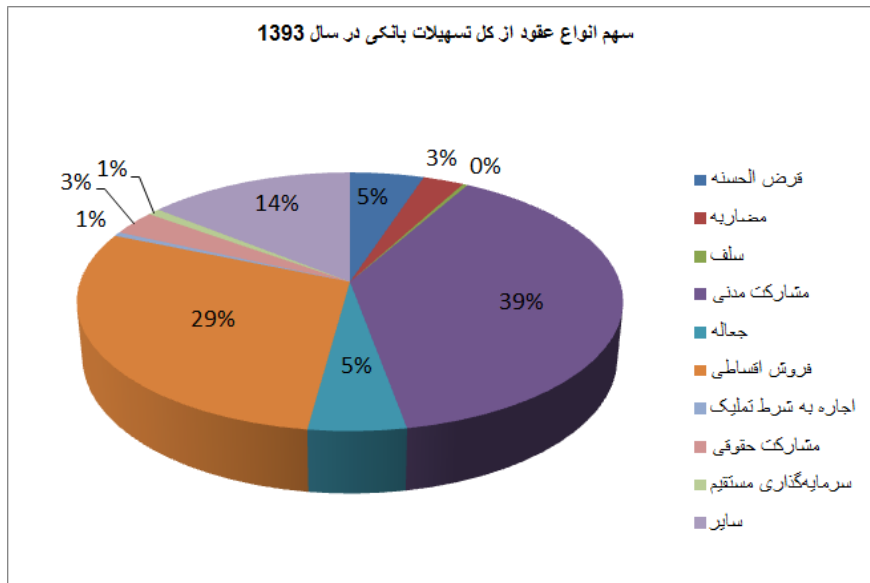
۳-۲-۳) سهم قراردادهای در طول زمان

در نمودار شماره یک سهم هر یک از قراردادهای از کل اعتبارات اعطایی توسط نظام بانکی و اعتباری در طول زمان ارائه شده است.²⁹



نمودار شماره ۱: سهم هر یک از عقود اسلامی در تسهیلات کل موسسات (شامل کلیه بانکها و موسسات اعتباری غیر بانکی) در فاصله سالهای ۱۳۶۳ تا ۱۳۹۲
منبع: بانک مرکزی و محاسبات تحقیق

²⁹ با توجه به اینکه اطلاعات وام مسکن در سالهای اخیر وجود ندارد این نمودار با حذف اعتبارات مسکن ترسیم شده است.



نمودار شماره ۲: سهم هر یک از عقود از تسهیلات اعطا شده در نیمه اول سال ۱۳۹۳
 منبع: بانک مرکزی و محاسبات تحقیق

۳-۳ تحلیل عملکرد مقداری نظام بانکی

پیش از ورود به تحلیل اطلاعات جمع‌آوری شده در زیرفصل قبلی باید تاکید کرد که - همانند بسیاری پدیده‌های مشابه - خروجی نظام بانکی نقطه تعادل مقداری بازار را نشان می‌دهد و لذا ترکیبی از عمل‌کرد عرضه و تقاضا است. به علت فقدان داده‌های جزئی‌تر تفکیک تمایل طرف عرضه و طرف تقاضا وجود ندارد، هر چند که می‌توان حدس زد که برخی از قراردادهای در نقطه گوشه‌ای عرضه قرار داشته‌اند و در صورت افزایش عرضه، تقاضا همچنان آن‌ها را جذب خواهد کرد.

از تحلیل رفتار سری زمانی و مقطعی³⁰ قراردادهای و موسسات می‌توان موارد زیر را نتیجه گرفت:

(۱) بانک‌های تخصصی سهم کوچک‌تری نسبت به سایر بانک‌ها و موسسات اعتباری در اعطای انواع تسهیلات دارند. در صورتی که تسهیلات سرمایه در گردش عمدتاً برای بنگاه‌هایی در نظر گرفته می‌شود که به صورت تخصصی بر روی یک طرح و یا ایده سرمایه‌گذاری کرده‌اند اما در عمل مشاهده می‌شود که متقاضیان وام‌های مختلف، به بانک‌های تجاری یا موسسات اعتباری رجوع می‌کنند که نشان‌دهنده این موضوع است که احتمالاً دسترسی به منابع بانک‌های تخصصی تا حدودی سخت‌تر از سایر بانک‌ها و موسسات اعتباری است.

(۲) بانک‌های تجاری، سهم قابل توجهی در ارائه تسهیلات در قالب عقد سلف دارند. معاملات سلف در سیستم بانکی ایران که به نوعی پیش‌خرید نقدی محصولات یک بنگاه است، به منظور تامین بخشی از سرمایه در گردش واحدها به کار می‌رود. بنابراین به نظر می‌رسد، بنگاه‌های اقتصادی عموماً برای تامین مالی سرمایه در گردش علاوه بر رجوع به بانک‌های تجاری، عمدتاً از دریافت تسهیلات در قالب معاملات سلف استفاده می‌کنند. به نظر می‌رسد این نوع عقد قرارداد، روشی برای حل معضل عدم پذیرش بانک‌ها از قیمت محصولات تولیدی در آینده به عنوان وثیقه برای دریافت تسهیلات در قالب سرمایه در گردش باشد. البته مساله کمبود اطلاعات و آمار در برخی زمینه‌ها را نیز باید در پررنگ‌تر شدن سهم عقد سلف در نظر گرفت.

³⁰ Cross-sectional

۳) قراردادهای «خرید دین» (که بخش مهمی از مکانیسم‌های تامین سرمایه در گردش را تشکیل می‌دهد) جزء بسیار کوچکی از عمل‌کرد نظام بانکی در دو دهه گذشته بوده است. به این ترتیب این قرارداد روی کاغذ وجود دارد ولی از ظرفیت‌های آن استفاده چندانی نشده است.

۴) مشارکت مدنی و فروش اقساطی بزرگترین بخش سبد اعتبارات اعطایی هستند و تقریباً ۸۳ درصد از کل تسهیلات را تشکیل می‌دهند.³¹ باید توجه داشت که بخشی از اعتبارات فروش اقساطی مربوط به خرید اقلامی همچون مسکن و کالاهای بادوام توسط خانوارها است.

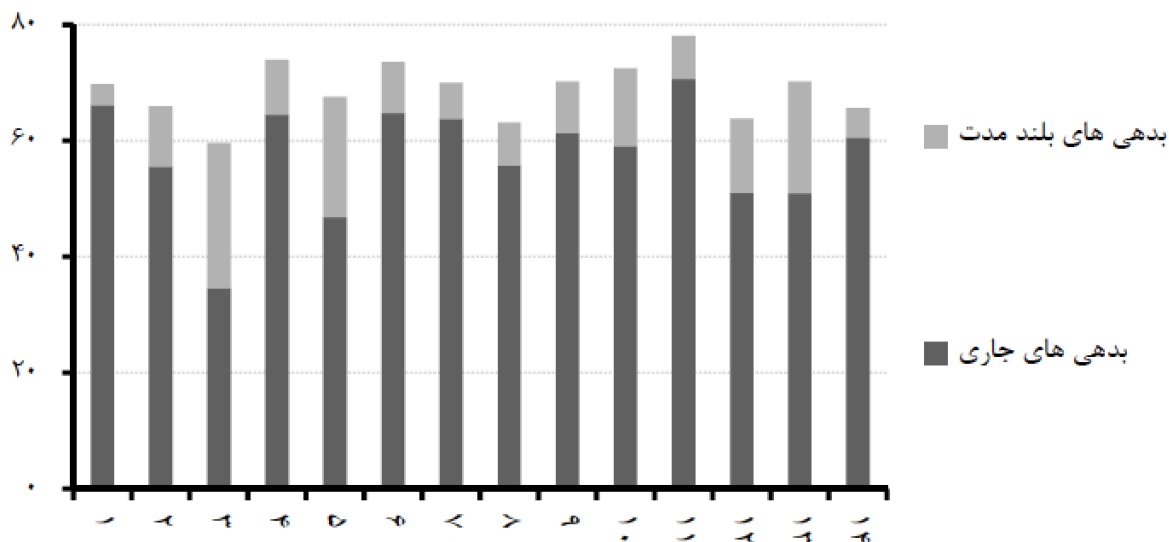
۵) سهم قراردادهای مشارکت مدنی در طول زمان افزایش یافته است. همچنین سهم قرارداد مشارکت مدنی در گروه بانک‌های غیر دولتی و موسسات اعتباری غیربانکی، چشمگیر است. براساس این قرارداد، موسسات موظف به تامین قسمتی از سرمایه واحدهای تولیدی، بازرگانی و خدماتی در شرف تاسیس و یا دایر می‌شوند. بنابراین احتمالاً بنگاه‌ها برای تامین بخشی از سرمایه در گردش خود، به عقد قرارداد در قالب مشارکت مدنی علی‌الخصوص در بین موسسات غیر بانکی روی می‌آورند. این مساله نشان می‌دهد که تامین سرمایه در گردش از طریق موسسات اعتباری غیربانکی در نظام بانکی ایران آسان‌تر از کانال بانک‌های تجاری و تخصصی است. از سوی دیگر میزان رغبت بانک‌های غیردولتی و موسسات اعتباری به شراکت در بین طرح‌های ارائه شده و توجیه‌پذیر و افزایش منابع مالی از طریق این عقد را نشان می‌دهد. در حالی که می‌توان تلویحاً بیان کرد که بانک‌های تجاری و تخصصی تمایل بیشتری به پرداخت تسهیلات و دریافت آن همراه با نرخ بهره معین در سررسید را دارند.

۳-۴) تحلیل تقاضای سرمایه در گردش

زیرفصل‌های قبلی رفتار بخش عرضه اعتبارات سرمایه در گردش را بررسی نمودند. یک تصویر کامل از نقطه تعادل اعتبارات مالی نیازمند شناخت بخش تقاضای مالی نیز هست که از رفتار بنگاه‌ها استخراج می‌شود. با توجه به مطالعه مفصلی که نیلی و همکاران (۱۳۹۲) بر روی تقاضای سرمایه در گردش انجام داده‌اند ما در این زیربخش فقط به جمع‌بندی بخشی از یافته‌های کلیدی آن پژوهش اکتفا می‌کنیم.

³¹ به علت خطاهای موجود در ارائه اطلاعات و ام مسکن این اعداد ممکن به سمت بالا بایاس باشند.

نیلی و همکاران (۱۳۹۲) در تحلیلی که در نمودار شماره ۳ ارائه شده است سهم بدهی جاری و بلندمدت ۱۴ حوزه صنعتی را ارزیابی کرده‌اند. همان‌طور که در نمودار دیده می‌شود سهم بدهی‌های جاری تقریباً در تمام صنایع، بزرگتر از بدهی‌های بلندمدت است.³²



نمودار شماره ۳: سهم بدهی‌های جاری و بدهی‌های بلندمدت از کل دارایی بنگاه‌های کوچک و متوسط
منبع: نیلی و همکاران (۱۳۹۲)، استفاده از نمودار با موافقت نویسندگان

نیلی و همکاران (۱۳۹۲) همچنین گزارش می‌کنند که سهم دارایی‌های جاری از کل دارایی بنگاه‌های نماینده، حدود ۵۵ درصد است که حساب‌های دریافتی حدود نیمی از دارایی‌های جاری و ۳۰ درصد کل دارایی‌های شرکت را تشکیل می‌دهند. این در حالی است که مثلاً در نمونه مربوط به شرکت‌های آمریکایی (بر محاسبات روی شرکت‌های تحت پوشش بانک Compustat) نسبت دریافتی‌ها به کل دارایی‌ها حدود ۱۵٪ (یعنی نصف شاخص ایران) است. (Korgaonkar 2009). محاسبات نیلی و همکاران نشان می‌دهد که تامین مالی از زنجیره تامین نزدیک به ۳۰ درصد دارایی بنگاه‌های ایرانی را تشکیل می‌دهد که رقم قابل توجهی است و نشان‌دهنده فعال بودن این مسیر در ایران است.

این مشاهده می‌تواند به دلایل مختلف اتفاق بیفتد. اول این‌که بنگاه‌ها ممکن است از بدهی‌های کوتاه‌مدت غلطان³³ برای تامین مالی پروژه‌های بلندمدت استفاده کرده و مرتباً آن‌را تمدید کنند. دوم، تکیه زیاد بنگاه‌ها به تامین مالی از محل زنجیره تامین³⁴ است که خود را در سطح بالای حساب‌های پرداختی نشان می‌دهد.

۳-۵ تحلیل مشکلات نظام تامین سرمایه در ایران

مرور قراردادهای موجود (فصل ۴-۱) و عمل‌کرد مقداری نظام بانکی (فصول ۴-۲ و ۴-۳) تصویری کلان از توزیع عمل‌کردها بین قراردادهای مختلف تامین سرمایه را نشان داد. در قدم بعدی باید انگیزه‌های بانک‌ها و بنگاه‌ها برای انتخاب بین قراردادهای مختلف تحلیل شوند. متأسفانه فقدان داده‌های کافی مانع از انجام یک تحلیل مبتنی بر مدل و داده در این زمینه شده است.

³² جمع اعداد ۱۰۰ نیست چون مابقی ارزش دارایی‌ها مربوط به ارزش دارایی سهام‌داران است.

³³ Rolling or Revolver

³⁴ Trade Credit

ولی با توجه به ماهیت کاربردی و سیاستی مقاله تلاش شد تا اطلاعات بیش‌تری از طریق مصاحبه با مجموعه‌ای از خبرگان نظام بانکی و صنعتی انجام شود. این مصاحبه با ده نفر از متخصصان انجام شده و سوالاتی که از آن‌ها پرسیده شده است در ضمیمه شماره ۴ ذکر شده‌اند.

نتایج تحلیل‌های خبرگان بر اساس تحلیل‌های نظری موجود در ادبیات و اطلاعات آماری جمع‌بندی و دست‌بندی شده است. همانند همه تحلیل‌های مشابه نتایج این نظرسنجی را باید با احتیاط و به عنوان تحلیل کیفی با نمونه کوچک در نظر گرفته و آن‌ها را در ترکیب با تحلیل نظری و اطلاعات کمی تفسیر نمود.

۱) عدم امکان تنظیم نرخ‌ها باعث کاهش انگیزه بانک‌ها به ورود به عرصه‌هایی با ریسک بالاتر و نرخ بهره ثابت می‌شود. تفاوت بین نرخ مصوب عقود مبادله‌ای (۲۲ درصد) و مشارکتی (۲۸ درصد) باعث می‌شود تا بانک‌ها انگیزه‌ای برای ورود به قراردادهای مبادله‌ای نداشته و سعی کنند تا عرضه اعتبارات را بر اساس عقود مشارکتی (مثل مشارکت مدنی) انجام بدهند. در عمل عقدی که بیشتر برای سرمایه در گردش استفاده می‌شود عقد مشارکت مدنی (۳ ماهه، ۶ ماهه و ۹ ماهه) است که به خاطر نرخ ۲۸ درصدی، برای بانک‌ها به صرفه است. چنین رفتاری در تضاد با نتایج مهمی در اقتصاد بانکداری و تامین مالی است که بیان می‌کند طراحی مکانیسم مالی باید به گونه‌ای باشد که هزینه‌های ممیزی را در طول مسیر تعادل به حداقل برساند. نتایج مطالعه محمودزاده و نیلی (۱۳۹۳) هم نشان می‌دهد که از سال ۱۳۵۸ به این طرف به طور مستمر از سهم قراردادهای مبادله‌ای کاسته شده و بر سهم قراردادهای مشارکت افزوده شده است.

۲) مشخص و محدود بودن چارچوب عقود، امکان نوآوری مالی و معرفی محصولات جدید و متناسب با شرایط ایران را محدود کرده است.

۳) بر اساس قوانین موجود، بنگاه‌ها نمی‌توانند عواید کالاها و خدماتی که با استفاده از این سرمایه در گردش تولید خواهد شد، به عنوان وثیقه برای دریافت سرمایه در گردش در اختیار بانک گذارند؛ چرا که وثیقه گذاری مالی که هنوز ایجاد نشده است، در ایران پذیرفته شده نیست. بنابر این، طیف وثایق برای دریافت این تسهیلات، کافی نیست.

۴) به علت فراگیر نبودن نظام ارزیابی اعتباری، بانک‌ها شناخت کافی از مشتریان و وضعیت اعتباری آنها ندارند. در پاسخ به این مشکل استراتژی بهینه برای بانک‌ها پوشش ریسک خود با دریافت حداکثر وثیقه ممکن است.

۵) در عقود مشارکتی نرخ سقف بهره بالاتر است و بانک‌ها به این نوع قراردادها متمایل‌تر هستند. ولی عقود مشارکتی نیازمند افشای صادقانه عمل‌کرد مالی شرکت است و مساله اطلاعات متقارن بین بانک و بنگاه را تشدید می‌کند.

۶) مساله تفکیک بنگاه‌هایی که در اثر «قصور» قادر به بازپرداخت بدهی نیستند از بنگاه‌هایی که به دلیل شرایط محیطی (مثل تحریم‌ها یا ورشکستگی مشتریان) قادر به بازپرداخت نیستند از پیچیدگی‌های پیش روی بانک‌ها است. خصوصاً در دوره رکود که حاشیه سود بنگاه‌ها کاهش می‌یابد اگر نرخ‌ها ثابت باشد مساله کژگزینی³⁵ در بازار تامین اعتبارات جدی‌تر می‌شود.

۷) در قراردادهای موجود تامین سرمایه در گردش بانک از متقاضیان درخواست می‌کنند که وثیقه را بیمه کنند. چنین سیاستی باعث محدود شدن وثیقه به دارایی‌های ثابت و غیرمنقول (خصوصاً دارایی‌های ملکی) شده و دارایی‌های کاغذی (مثل حساب‌های دریافتی) یا حتی موجودی کالا و مواد اولیه را از گزینه‌های وثیقه خارج می‌کند.

۸) مطابق بخش‌نامه بانک مرکزی که بر پایه مصوبه شورای پول و اعتبار در سال ۱۳۶۳ صادر شده است، تسهیلات سرمایه در گردش باید ظرف یک سال پرداخت شود. وجود یک موعد غیرمنعطف برای بازپرداخت، امکان تعریف یک رابطه ارگانیک بین

³⁵ Adverse Selection

بانک و بنگاه‌ها برای بازپرداخت بر اساس عملکرد مالی را محدود می‌کند. این شیوه در تضاد جدی با مهلت زمانی انعطاف‌پذیر رایج در روش‌های تامین سرمایه در گردش در دنیا است.

۹) بخشی از سرمایه در گردش مربوط به هزینه‌های دستمزد و سربار تولیدی و مستتر در کالای نیمه‌ساخته و ساخته‌شده و فروش رفته است. چنین مواردی به عنوان بخشی از تعریف وام‌دهی بر مبنای دارایی مشهود قرار نمی‌گیرند و در عمل مکانیسم‌های چندان برای تامین مالی این بخش از سرمایه در گردش وجود ندارد.

۱۰) وضعیت تامین سرمایه در گردش برای شرکت‌های کوچکتر که فاقد سابقه رابطه با بنگاه و دارایی‌های ثابت بزرگ هستند با مشکلات بزرگتری مواجه است.

۱۱) انگیزه‌های مالی باعث اختلال در صورت‌های رسمی برخی شرکت‌ها شده و امکان ارزیابی وضعیت مالی واقعی شرکت را کاهش می‌دهد. با توجه به اتکای شدید قراردادهای تامین سرمایه به اطلاعات جریان نقدی و حساب‌های دریافتی این موضوع ممکن است تورش‌هایی را ایجاد کند.

۴) ابزارهای پیش‌نهادی برای توسعه نظام تامین مالی تولید

با مقایسه وضعیت موجود نظام بانکی ایران و تجربه‌های جهانی می‌توان مشاهده کرد که برخی از شیوه‌ها و فناوری‌های تامین مالی کوتاهمدت در کشور وجود ندارد که از جمله آن‌ها می‌توان به اوراق‌بهادارسازی دریافتی‌ها (Receivables Securitization)، خط اعتباری غلطان، تامین مالی بر اساس دارایی‌ها (Asset-Based Lending)، تامین مالی کارگاه (Floor Plan Finance)، وام بر اساس دارایی غیرفیزیکی (Intangible Assets)، تامین مالی حق‌بیمه‌ها (Premium Financing)، و تنزیل بروات (Factoring) اشاره کرد.

به لحاظ کارکردی این روش‌ها تفاوت‌هایی از حیث هزینه انجام، میزان ریسک باقی‌مانده در بنگاه و ریسک منتقل شده به واسطه مالی، نرخ صرفه ریسک³⁶، اندازه نهادهای مالی و مقررات‌گذاری دارند. از سمت تقاضای بنگاه‌ها نیز عواملی مثل درجه عدم تقارن اطلاعاتی بنگاه، میزان تمرکز مشتریان، درجه نقدشوندگی موجودی‌ها و فرآیند تولید روی انتخاب شیوه‌های مختلف تاثیر کلیدی دارد. ادبیات اقتصاد مالی این سوال را که بنگاه‌ها چگونه بین روش‌های مختلف تامین سرمایه نقدی از مسیر دارایی‌های کاغذی و فیزیکی جاری تصمیم می‌گیرند، بررسی کرده است. مثلا (Mian and Smith, 1992) به این سوال می‌پردازند که حساب‌های دریافتی با چه استراتژی‌هایی نقد می‌شوند. یافته‌های مقاله (بر اساس شهود ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین بنگاه و موسسات مالی) پیش‌نهاد می‌کند که اندازه بنگاه، درجه تمرکز مشتریان و درجه اعتباری از عوامل موثر برای انتخاب بین فاکتورینگ، قرض مبتنی بر حساب‌های دریافتی، استخدام شرکت‌های جمع‌آوری کننده بدهی‌ها³⁷ و سایر روش‌های دیگر است.

در این فصل دو رده اصلی از ابزارهای تامین سرمایه در گردش پیش‌نهادی یعنی انتقال و اوراق‌بهادارسازی حساب‌های دریافتی و وام‌دهی بر اساس دارایی بحث شده و نمونه‌هایی از اشکال اجرایی آن‌ها معرفی می‌شود.

۴-۱) انتقال و اوراق‌بهادارسازی³⁸ حساب‌های دریافتی

اوراق‌بهادارسازی حساب‌های دریافتی یکی از روش‌های مهم و پرکاربرد در تزریق سرمایه جدید به بنگاه‌های صنعتی است. به طور خلاصه در روش اوراق‌بهادارسازی حساب‌های دریافتی از ترازنامه بنگاه خارج شده و به خریدارانی که علاقه‌مند به

³⁶ Risk Premium

³⁷ Debt Collector

³⁸ Securitization

سرمایه‌گذاری روی این دارایی‌ها هستند فروخته می‌شود. این شیوه خصوصاً برای بنگاه‌هایی که جریان کمابیش قابل پیش‌بینی در آینده دارند (مثلاً شرکت‌های مخابرات، هواپیمایی، آب و برق، استادیوم‌های ورزشی و امثال آن) کاربرد گسترده‌ای دارد. (Stone and Zissu, 1997)

به دلیل هزینه ثابتی که اجرای عملیات اوراق‌بهادارسازی دارد نقش اقتصاد مقیاس در این شیوه مهم است. بررسی تمایل به اوراق‌بهادارسازی در بین شرکت‌های خارجی نشان می‌دهد که هر قدر اندازه شرکت بزرگ‌تر و تعداد اسناد دریافتی بیشتر باشد تمایل شرکت به اجرای یک برنامه اوراق‌بهادارسازی بیشتر می‌شود. (Lemmon et al, 2013)

با مقایسه نسبت حساب‌های دریافتی بنگاه‌های ایرانی با شاخص‌های جهانی (نیلی و همکاران (۱۳۹۲)) می‌بینیم که سهم این دارایی‌ها در ترازنامه بنگاه‌های ایرانی بزرگ است. این مشاهده اولویت طراحی مکانیسم‌هایی برای تامین نقدینگی از مسیر حساب‌های دریافتی را برجسته می‌کند.

۴-۱-۱) تنزیل پروات و خرید دین (Factoring)

ساده‌ترین شکل اجرایی این مساله، تشکیل شرکت‌هایی هستند که خدمات Factoring را به شرکت‌های کوچک و متوسط ارائه کنند و عمل‌کردشان بسیار شبیه به فرآیند اوراق‌بهادارسازی حساب‌هایی دریافتی است. این شرکت‌ها اسناد حساب‌های دریافتی را از شرکت‌ها تحویل گرفته و ارزش انتظاری نقد آن را به شرکت تحویل می‌دهند.

برای شرکت‌های کوچک مکانیسم تنزیل اسناد یا Factoring، شیوه جای‌گزینی برای اوراق‌بهادارسازی مستقیم خواهد بود. این شیوه خصوصاً در کشورهایی با قانون ورشکستگی ضعیف و ناکار، محبوب است. در فقدان یک قانون ورشکستگی کار، موسسات مالی دشواری زیادی برای نقد کردن حساب‌های دریافتی که به عنوان وثیقه به ودیعه گذاشته‌اند، خواهند داشت. ولی در روش فاکتورینگ (Factoring) (بر خلاف روش وام مبتنی بر دارایی) حساب‌های دریافتی از ترازنامه شرکت و ام‌گیرنده خارج شده و به شرکت تامین مالی منتقل می‌شود. به عبارت دیگر در روش تامین مالی مبتنی بر دارایی، دارایی‌های موجود صرفاً نقش وثیقه³⁹ برای وام دریافتی را دارند، در حالی که در روش فاکتورینگ، اسناد دریافتی عملاً منبع اصلی و مستقیم بازپرداخت بدهی‌ها خواهند بود.

ادبیات توسعه مالی، شیوه فاکتورینگ را به عنوان یکی از استراتژی‌های بهبود دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به سرمایه در گردش می‌داند. (Bakker et al 2004). همان‌طور که اشاره شد قرارداد خرید دین به صورت اسمی در نظام بانکی ایران وجود دارد ولی در عملاً چندان فعال نبوده است. برای اطلاعات بیشتر در مورد جنبه‌های مالی اسلامی این قراردادها می‌توان به پژوهش‌های بولی بانکی (۱۳۹۰) مراجعه کرد.

۴-۱-۲) تنزیل معکوس (Reverse Factoring)

پیاده‌سازی فاکتورینگ در عمل نیازمند جمع‌آوری اطلاعات زیادی از کیفیت شبکه‌ای از مشتریانی است که به شرکت‌های متقاضی وام، بدهی دارند. وقتی چنین زیرساختی وجود نداشته باشد یک راحل دیگر تمرکز موسسه وام‌دهنده روی چند مشتری بزرگ (مثلاً یک سوپرمارکت بزرگ یا یک کارفرمای بزرگ) و قبول تنزیل حساب‌های پرداختی توسط این موسسه نزد طیف وسیعی از شرکت‌ها است. به دلیل نقش خریداران بزرگ دولتی در ایران این روش می‌تواند اثربخشی بالایی داشته باشد.

³⁹ Collateral

۴-۲) وام بر مبنای دارایی (Asset Based Lending)

در این شیوه تامین مالی بر اساس پشتوانه یک دارایی خاص صورت می‌گیرد. در اصطلاح رایج صنعت مالی عبارت وام بر مبنای دارایی یا ABL به تامین مالی از طریق دارایی‌های غیرمعمول اطلاق می‌شود. لذا تامین مالی از طریق وثیقه ملکی و امثال آن معمولا ذیل ABL بحث نمی‌شود. دارایی‌های رایجی که به عنوان وثیقه در ABL استفاده می‌شوند عبارتند از موجودی مواد اولیه، حساب‌های دریافتی، موجودی کالای ساخته‌شده، ماشین‌آلات صنعتی، خودرو و امثال آن.

وام بر مبنای دارایی خود بر حسب ریسک تامین مالی به درجات مختلف تقسیم می‌شود. مثلا تامین مالی با پشتوانه حساب‌های دریافتی، ریسکی‌ترین و در نتیجه گران‌ترین نوع تامین مالی خواهد بود و فقط در زمان بحران شدید استفاده می‌شود. تامین مالی بر اساس دارایی فیزیکی (مثل موجودی مواد اولیه و ...) حاشیه اطمینان بزرگتری دارد و به عنوان راحل بلندمدت‌تر و پای‌داری مطرح است. وقتی اعطای وام بر اساس موجودی است گاهی به عنوان عنوان وام مبتنی بر موجودی⁴⁰ هم اعطا می‌شود.

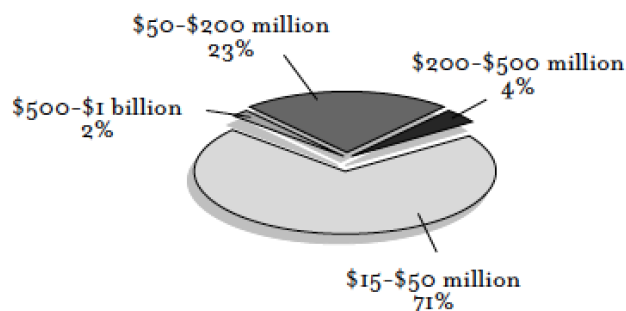
به لحاظ نهادی، وام‌های مبتنی بر دارایی ممکن است توسط بانک‌های بزرگ یا توسط موسسات مالی کوچک‌تر و تخصصی‌تر ارائه شود. در سال‌های اخیر، هم بانک‌ها و هم موسسات شبه‌بانکی⁴¹ در کشورهای مختلف در زمینه ABL فعال بوده‌اند. یکی از امتیازهای موسسات غیربانکی این است که چون تحت مقررات کفایت سرمایه نیستند می‌توانند نوآوری بیشتری برای طراحی انواع وام‌ها را دنبال کنند.

فرق کلیدی بین تامین سرمایه از روش‌های دارایی‌محور و روش‌های رایج تامین مالی پروژه‌ها، در شیوه بازپرداخت و نحوه ارزیابی کیفیت وام‌گیرنده است. در شیوه رایج تامین مالی پروژه، موسسه وام‌دهنده مجموعه‌ای از شاخص‌ها را بررسی می‌کند که نشان‌دهنده توانایی بنگاه وام‌گیرنده برای تولید جریان نقدی و پرداخت اقساط وام باشد. در حالی‌که در نظام دارایی‌محور، بازپرداخت وام به صورت یکباره و از محل فروش دارایی‌های پایه (مثل محصول نهایی) یا دریافت حساب‌های دریافتی صورت خواهد گرفت. به این ترتیب، ارزیابی وام‌گیرنده نه بر اساس قابلیت بازپرداخت در بلندمدت یا احتمال ورشکستگی بل‌که بر اساس توان بازپرداخت کل وام در کوتاهمدت از طریق نقد کردن یک سری دارایی است. بر اساس این نگاه متفاوت است که تامین مالی بر پایه دارایی ممکن است شرکت‌هایی را تحت پوشش بگیرد که با ملاحظات رایج نسبت‌های مالی، قادر به وام گرفتن از نظام سنتی تامین مالی نیستند.

همان‌طور که در نمودار شماره ۴ نشان داده شده است، عمده مشتریان ABL به گروه شرکت‌های کوچک و متوسط تعلق دارند. شرکت‌های بزرگ در شرایط عادی از طریق روش‌های استاندارد مثل انتشار اوراق بدهی (Bond) یا سهام تامین مالی می‌کنند. البته این شرکت‌ها نیز در شرایط بحرانی (مثلا زمانی که بازار سرمایه تمایل سرمایه‌گذاری را از دست می‌دهد) ممکن است به صورت موقت از این روش‌ها استفاده کنند.

⁴⁰ Inventory-based Lending

⁴¹ Shadow Banking



Asset Based Borrowers by Revenue Size

نمودار شماره ۴ : توزیع اندازه مشتریان وام‌های مبتنی بر دارایی

Source: GE ABL Guide

در سمت منفی مساله تامین مالی مبتنی بر دارایی، هزینه بالاتری نسبت به وام‌های استاندارد و بلندمدت دارد. مساله دیگر میزان اطلاعاتی است که باید برای وام‌دهنده (بانک یا موسسه مالی) افشاء شود و هزینه‌های حسابرسی و گزارش‌دهی مالی شرکت را افزایش می‌دهد.

در ادامه برخی اشکال پیشنهادی برای ابزارهای ABL را تشریح می‌کنیم.

۴-۲-۱) وام غلطان (Revolver)

وام غلطان شیوه‌ای از تامین مالی مبتنی بر دارایی است که بازپرداخت دوره‌ای و سررسید ندارد و باید یکجا پرداخت شود. بانک پس از ارزیابی دارایی‌های جاری (مثل حساب‌های دریافتی با کیفیت مناسب و موجودی کالا)، سقف وام را تعیین می‌کند و بنگاه تا زمانی که وام را بازپرداخت نکرده است، بهره آنرا می‌پردازد. این شیوه از تامین مالی، انعطاف‌پذیری بالایی به بنگاه وام‌گیرنده می‌دهد و اجازه می‌دهد تا مساله بهینه‌سازی عملیاتی بنگاه با در نظر گرفتن هزینه بهره سرمایه در گردش انجام شود. چون محدودیت‌های نقدی کمتری به بنگاه وارد می‌شود و امکان حرکت روی منحنی تامین مالی وجود دارد، بهینه‌سازی عملیاتی بنگاه با احتمال بیشتری غیرگوشه‌ای⁴² خواهد بود.

۴-۲-۲) تامین مالی کف کارگاه (Floorplanning)

تامین مالی کف کارگاه یک شکل تخصصی از تامین مالی مبتنی بر دارایی است که در آن شرکت وامی را برای خرید اقلام موجودی با ارزش بالا و دارای قابلیت نقدشوندگی خوب (مثلا خودروهایی برای بخش توزیع شرکت) استفاده می‌کند. در شیوه مبتنی بر دارایی معمولاً وام سرمایه‌درگردش بر اساس ارزیابی کلی از قیمت موجودی‌ها اعطا می‌شود، در حالی که شیوه تامین کف کارگاه وام برای یک قلم مشخص و محدود از ماشین‌آلات یا موجودی‌ها پرداخت شده و آن کالای خاص به عنوان وثیقه وام باقی می‌ماند. این شیوه به روش رایج در نظام بانکی ایران که وام در قبال یک پیش‌فاکتور برای اقلام مشخص پرداخت می‌شود نزدیکتر است.

⁴² Interior

۴-۲-۳) پرداخت حق بیمه ها (Premium Financing)

بخشی از سرمایه در گردش شرکت‌ها صرف پرداخت‌هایی مثل حق بیمه (آتش‌سوزی، بیمه درمانی کارکنان، مسوولیت و شخص ثالث) می‌شود و معمولاً باید به صورت یکجا در ابتدای دوره مالی پرداخت شود. در مکانیسم پرداخت حق بیمه یک موسسه وام‌دهنده از طرف بنگاه این نوع هزینه‌ها را پرداخت کرده و سپس هزینه اولیه را طی اقساط منظمی دریافت می‌کند.

۴-۳) وام بدون پشتوانه داریی (Unsecured Lending)

وام‌های بدون پشتوانه رده متفاوت از اعتبارات هستند که در آن وام‌گیرنده داریی را به عنوان وثیقه تودیع نمی‌کند. وام اعطایی صرفاً بر مبنای سابقه اعتباری وام‌گیرنده و تمایل بنگاه برای حذف و ارتقاء این سابقه صادر می‌شود.

به طور کلی رابطه بین بانک و بنگاه در معرض عدم تقارن جدی است. ارتباط بلندمدت و تامین مالی از مسیر ارتباطات نزدیک⁴³، یکی از روش‌های غلبه بر این معضل است. با افزایش طول عمر رابطه بانک و بنگاه، اطلاعات جدیدی تولید می‌شود که به بانک اجازه می‌دهد تصمیمات بهتری گرفته و با تمایل بیش‌تری تامین اعتبار کند. (Cole, 1998)

جمع‌بندی ابزارها

ابزار پیش‌نهادی	نهاد عرضه‌کننده	شکل‌های رایج
وام بر اساس داریی	بانک‌ها و موسسات تخصصی	پرداخت حق بیمه، وام بر اساس موجودی، تامین مالی کارگاهی
اوراق‌بهادار سازی	بازار سرمایه و وسسات مالی غیربانکی	تنزیل بروات (فاکتورینگ)، فاکتورینگ معکوس، صدور اوراق قرضه بهادار شده ⁴⁴
وام‌های ریسکی (بدون پشتوانه)	بانک‌ها و موسسات تخصصی اعتباری	خط اعتباری متغیر

جدول ۶: جمع‌بندی ابزارهای جدید پیش‌نهادی

⁴³ Relational Lending

⁴⁴ Securitized

۵) توصیه‌های سیاستی برای توسعه نظام سرمایه‌در گردش در ایران

بسته سیاستی موثر برای تامین سرمایه در گردش نیازمند مجموعه‌ای از ارکان کارا در بخش‌های مختلف (بانک، بنگاه، نظام مالی و نظام حقوقی) است. در این بخش بر اساس مرور نهادهای فعال در کشورهای دیگر و وضعیت ایران توصیه‌هایی برای ایجاد سیاست‌های معطوف به توسعه نظام تامین نقدینگی ارائه می‌شود.

۵-۱) مسیرهای سیاستی

بهبود وضعیت سرمایه در گردش در ایران از سه مسیر اصلی زیر امکان‌پذیر است و در عمل باید هر سه مسیر به عنوان مکمل یکدیگر در نظر گرفته شوند.

- ۱) **بنگاه‌ها:** افزایش کارایی نظام‌های داخلی بنگاه‌ها برای بهینه‌سازی مدیریت جریان نقدی
- ۲) **واسطه‌های مالی:** افزایش کارایی نظام بانکی و موسسات شبه‌بانکی در تامین مالی
- ۳) **بازار سرمایه:** گسترش بازار سرمایه و کارا تر کردن بازار اوراق قرضه شرکتی

مسیر سیاستی	اقدامات اصلی	نهادهای مرتبط
سطح داخل بنگاه‌ها	بهینه‌سازی مدیریت جریان نقدی، سیاست‌های موجودی مبتنی بر محدودیت‌های نقدی اوراق‌بهدار سازی اسناد دریافتی	مشاوران تخصصی مدیریت عملیات مشاوران حسابداری بانک‌های تامین سرمایه ⁴⁵
سطح واسطه‌های مالی (بانک‌ها و موسسات شبه بانکی)	گسترش موسسات غیر بانکی تخصصی انعطاف‌پذیر کردن نرخ‌های بانکی	بانک مرکزی سازمان بورس و شورای فقهی موسسات تخصصی تامین سرمایه در گردش بانک‌های تجاری و تخصصی
سطح بازار سرمایه	توسعه ابزارهای اوراق‌بهدار سازی بدهی‌ها ⁴⁶ معرفی ابزارهای مدیریت ریسک اعتباری	سازمان بورس و شورای فقهی بانک‌های سرمایه‌گذاری

جدول ۷: مسیرهای سیاستی اصلی سیاست‌های اصلاحی

⁴⁵ Investment Banks

⁴⁶ Debt Securitization

۵-۲) الزامات بازار کارای تامین سرمایه در گردش

در بعد کلان، نظامی از نهادها مورد نیاز است تا فرآیند تامین سرمایه در گردش به صورت کارا عمل کند. در یک سطح مجرد و مفهومی و به طور خلاصه یک بازار کارآمد تامین مالی سرمایه در گردش، نیازمند نظامها و اجزای مختلفی است. همچنین، ورود کارآتر موسسات عرضه‌کننده اعتبارات (چه بانکها و چه موسسات شبه‌بانکی و تخصصی) به این عرصه نیازمند تغییراتی مهم در نظامهای داخلی این موسسات و مقررات ناظر بر نظام بانکی است:

۵-۲-۱) اعتبارسنجی مشتریان

نظام اعتبارسنجی از دو حیث برای بازار تامین سرمایه در گردش کلیدی است. از یک طرف عرضه‌کنندگان اعتبارات به اطلاعات دقیق از امکان بازپرداخت بدهی‌های کوتاهمدت نیاز دارند و از طرف دیگر جلوگیری از کژرفتاری⁴⁷ از طرف وامگیرندگان نیازمند یک نظامی هستند که سابقه اطلاعاتی بنگاه‌ها را نگهداری کرده و به آنها انگیزه حفظ و ارتقاء این سابقه را بدهد. نظام سابقه اعتباری به طور خاص برای وام‌های بدون پشتوانه، خط اعتباری غلطان و تنزیل دین نقش کلیدی دارد.

با توجه به تغییرات مداوم کیفیت مالی دارایی‌های شرکت، بانکها و موسسات وام‌دهنده باید قابلیت ارزیابی مستمر و بروزرسانی پرونده اعتباری شرکت را داشته باشند.

۵-۲-۲) قیمت‌گذاری وام‌ها بر اساس درجه ریسک

به دلیل ماهیت ریسکی وام‌ها، بانکها باید قادر باشند که صرفه ریسک⁴⁸ را متناسب با کیفیت وثیقه و ریسک جریان نقدی بنگاه و سابقه اعتباری بنگاه اعمال کنند. در قراردادهای وام تضمین‌شده⁴⁹ این مشکل کمتر است چون بانک با درخواست وثیقه مطمئن و بالاتر از میزان وام عملا سعی می‌کند ریسک اعتباری را از بین ببرد⁵⁰ ولی در وام‌های سرمایه در گردش بخشی از وام‌ها بدون وثیقه مطمئن اعطا می‌شوند و نقش صرفه ریسک مهم‌تر می‌شود.

بدون وجود نرخ شناور برای وام‌های بانکی، عملا نظام تامین مالی سرمایه در گردش غیرممکن می‌شود. همان طور که در مدل ساده نشان داده شد، وام سرمایه در گردش همواره پرریسک‌تر از وام تضمین‌شده است و لذا در تعادل باید نرخ بازده آن بالاتر از وام‌های تضمین‌شده قرار گیرد. همان طور که در مرور وضعیت ایران نشان داده شد، انجمادهای مقرراتی که باعث اعمال نرخ‌های اختصاصی برای قراردادهای متفاوت و نیز مشتریان مختلف می‌شود، عملا انگیزه بانکها برای عرضه اعتباراتی با ریسک بالاتر را تخریب کرده و موجب تمرکز در برخی قراردادهای خاص می‌شود.

۵-۲-۳) بازوهای خدماتی

تامین سرمایه در گردش در مقایسه با تامین سرمایه بلندمدت نیازمند ارتباطات خیلی نزدیک‌تر و با تواتر بیشتر بین موسسه مالی و بنگاه است. در عمل مدیریت این نوع تعاملها (که شامل مواردی مثل ارزیابی موجودی مشتری، بازرسی دوره‌ای از کارگاه، جمع‌آوری پرداخت‌ها، مدیریت اسناد سوخت‌شده می‌شود) به نهادهای تخصصی خارج از بانکها برون‌سپاری⁵¹ می‌شود. گسترش تامین سرمایه در کشور نیازمند ایجاد و تقویت‌های شرکت‌های تخصصی برای انجام این نوع خدمات است.

⁴⁷ Moral Hazard

⁴⁸ Risk Premium

⁴⁹ Secured

⁵¹ Outsource

⁵⁰ هر چند در آن مورد هم با مساله مطالبات معوق مواجه می‌شود.

۴-۲-۵) نظام حقوقی مناسب

در فرآیند تامین سرمایه برخی دارایی‌ها مثل اسناد دریافتی و موجودی‌ها عملاً از مالکیت شرکت وام‌گیرنده خارج شده و به موسسات وام‌گیرنده منتقل می‌شود. این فرآیند نیازمند نظام حقوقی جدیدی برای اعمال قراردادها و به رسمیت شناختن وثیقه موجودی در فرآیند ورشکستگی⁵² یا نکول⁵³ است.

۵-۲-۵) بازار ثانویه برای قراردادهای نکول‌شده و دست دوم

چون بنگاه‌های متقاضی سرمایه در گردش در محیط کسب و کار با عدم اطمینان بالا فعالیت می‌کنند، احتمال نکول در پرداخت‌ها از طرف آن‌ها بالا است. در این حالت وجود بازار ثانویه برای قراردادها و اسناد نکول‌شده یا در معرض خطر⁵⁴، به موسسه عرضه‌کننده اجازه نقد کردن آن‌ها و خارج کردن دارایی‌های مسالمدار از ترازنامه خود را می‌دهد.

۶-۲-۵) نظام مدیریت ریسک اسناد جاری

به علت ریسک بالای اسناد پشتوانه وام‌های سرمایه در گردش (مثلاً حساب‌های دریافتی یا موجودی‌ها)، موسسات مالی تمایل به بیمه کردن ارزش این نوع دارایی‌ها دارند. مکانیسم‌های مدیریت ریسک از جمله مکانیسم بیمه اعتباری⁵⁵ برای تضمین اسناد وثیقه از جمله ابزارهای الزامی در این حوزه است.

از جمله ابزارهای دیگر که به مدیریت ریسک موسسات مالی کمک می‌کند، امکان اوراق‌بهادارسازی حساب‌های دریافتی شرکت‌ها است که به بانک‌ها اجازه خارج کردن پشتوانه‌های وام‌ها از ترازنامه خود را می‌دهد.

۳-۵) تحلیل تقاضای سمت بنگاه‌ها

در طراحی سیاستی، باید توزیع بنگاه‌های ایرانی و میزان نیاز به تامین سرمایه در گردش در این بخش‌ها را هم در نظر گرفت. بیش از نیمی از بنگاه‌های کشور در سه حوزه نفت و گاز و پتروشیمی، فلزات و پلاستیک و مواد شیمیایی فعالیت می‌کنند. نقطه مشترک این صنایع خرید و تولید محصولات خام⁵⁶ است. برای صنایع مبتنی بر مواد خام، قراردادهای خاصی مثل صکوک سلم و سلم موازی وجود دارند.

در رده بعدی صنعت خودرو قرار دارد که به علت مکانیسم پیش‌فروش عملاً نیازی به واسطه‌های مالی برای تامین سرمایه در گردش ندارد و می‌تواند مستقیماً از مشتریان تامین مالی کند.

⁵² Bankruptcy

⁵³ Default

⁵⁴ Distressed

⁵⁵ Credit Insurance

⁵⁶ Commodity

۶) محدودیت‌های پژوهش فعلی و پیشنهادهایی برای پژوهش‌های بعدی

به علت عدم دسترسی به داده‌های جزئی در مورد سبب اعتباردهی بانک‌ها پژوهش حاضر نتوانسته است تحلیلی آماری و امپریکال از انگیزه‌های موسسات مالی برای انتخاب مشتریان مختلف و تعیین درون‌زایی نوع قرارداد ارائه کند. همین تحلیل در سطح بنگاه‌ها نیز مطرح است. در اولین قدم برای روشن‌تر کردن این موضوع پژوهش‌های آتی می‌تواند معطوف به شناسایی بده‌بستان⁵⁷ بین قراردادهای مشارکتی (مثل مشارکت مدنی) و قراردادهای با بازده ثابت باشد.

تمرکز این مقاله روی جنبه‌های سیاست‌گذاری در سطح نهادهای مالی و اعتباری است. مساله تامین مالی کوتاهمدت جنبه‌های کلیدی در داخل بنگاه‌ها هم دارد که موضوع مقاله جداگانه‌ای است. این مساله هم در بحث ساختار سرمایه بهینه (تصمیمات استراتژیک مالی) و هم تصمیمات مربوط به سطح موجودی‌ها و چرخه تولید (سطح عملیاتی) مطرح است. اصطکاک‌های مهمی در محیط کسب و کار ایران، از جمله عدم اطمینان‌های ناشی از تورم بالا و مشکلات مربوط به واردات مواد اولیه، انگیزه بنگاه‌ها را برای انباشت موجودی بالا می‌برد. برای نمونه‌ای از مقالات در این حوزه، مقاله Buzacott and Zhang (2004) را ببینید.

از طرف دیگر شرایط تورمی بالا و عدم اطمینان‌های ناشی از آن، انگیزه تامین اعتبار در طول زنجیره تامین⁵⁸ را هم دچار اختلال می‌کند. این اختلال‌ها نهایتاً منجر به نتایجی مثل صرفه ریسک بسیار بالا در تامین مالی بین‌بنگاهی و یا عدم تمایل به اعطای اعتبار بین‌بنگاهی (حالت گوشه) منجر شده و سهم این نوع تامین مالی را به نسبت وضعیت ایده‌آل کاهش می‌دهد.

یک جنبه دیگر بحث بده - بستان بین خرید دارایی‌های ثابت و صرف منابع نقدینگی برای این دارایی‌ها در مقابل اجاره دارایی‌ها⁵⁹ و استفاده از منابع مالی برای مصارف عملیاتی و کوتاهمدت است. خرید دارایی ثابت از یک طرف منابع مالی شرکت را جذب می‌کند ولی از طرف دیگر قدرت وام‌گیری را بالاتر می‌برد و در نتیجه باعث افزایش نقطه اهرمی بهینه شرکت می‌شود. متناسب با هزینه‌های تامین مالی در دو بازار (اجاره و وام)، بنگاه‌ها ممکن است به سمت یک منبع تمایل بیشتری پیدا کنند. گسترش صنعت اجاره تجهیزات در کشور می‌تواند با آزاد کردن منابع مالی بنگاه‌ها تا حدی فشار نقدینگی را کاهش دهد.

در این مقاله به جزییات فنی ارزیابی ریسک و طراحی قراردادها پرداخته نشد. به علت گستردگی موضوع، این مقوله نیازمند یک مقاله جداگانه است. فقط به طور خلاصه به این نکته اشاره می‌کنیم که «کیفیت» دارایی‌های مورد استفاده برای تامین مالی باید از طریق مدل‌های کمی و کیفی مورد بررسی قرار گیرد. توسعه مدل‌هایی برای ارزیابی کیفیت دارایی می‌تواند موضوع پژوهش‌های دیگری باشد.

⁵⁷ Trade-off

⁵⁸ Supply Chain Finance

⁵⁹ Equipment Leasing

۷) جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

مقاله حاضر قدم اولیه‌ای برای تحلیل نزدیک‌تر نظام تامین سرمایه در گردش (یا نقدینگی) بنگاه‌های ایرانی است. در این مقاله ابتدا مروری بر ادبیات تامین نقدینگی صورت گرفته و نشان داده شد که سرمایه در گردش به عنوان ضربه‌گیری برای جذب شوک‌های کوتاهمدت به بنگاه‌ها عمل می‌کند. اقتصاد رابطه بانک و بنگاه برای تامین سرمایه بر اساس ادبیات موجود تحلیل شده و بحث شد که بر خلاف تامین مالی بلندمدت (که در آن ظرفیت جریان بنگاه بر اساس ترازنامه بررسی می‌شود)، عامل مهم در تصمیم‌گیری موسسات تامین سرمایه ظرفیت بنگاه برای خلق جریان نقدی یکباره در کوتاهمدت است.

تلاش شد تا در حد اطلاعات موجود وضعیت نظام تامین سرمایه در گردش در ایران تحلیل شود. ابتدا با استفاده از اطلاعات جمع‌آوری شده از ۱۶ بانک اصلی کشور خلاصه‌ای از قراردادهای موجود (و نه لزوماً فعال) تهیه شده و سپس عمل‌کرد مقداری (کمی) نظام بانکی در سه دهه گذشته بررسی شد. تحلیل این بخش نشان داد که زیرمجموعه‌ای از قراردادهای استاندارد تامین سرمایه در گردش در نظام بانکی ایران وجود دارند ولی در عمل استفاده چندانی از آن‌ها نشده است. برای تکمیل تحلیل‌های عددی مجموعه‌ای از مصاحبه‌ها با متخصصان بانکی و صنعتی انجام شده و نتایج آن‌ها در کنار مطالعه اسناد موجود جمع‌بندی شد.

بر پایه مرور تجربیات جهانی در تامین سرمایه در گردش و شناخت وضعیت ایران مجموعه‌ای از ابزارهای جدید، از جمله شیوه‌های اوراق‌بهادارسازی و اشکال مختلف وام مبتنی بر دارایی معرفی شده و نظام سیاستی معطوف به اجرایی کردن این ابزارها در ابعاد مختلف بحث شد.

در نهایت برخی کمبودهای پژوهش فعلی و سرفصل‌هایی برای پژوهش‌های بعدی پیشنهاد شد.

- پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۹۰، مرابحه، خرید دین و استصناع
- فخاری، حسین، روحی، قاسم، ۱۳۹۲، بررسی تاثیر وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش بر مازاد بازده سهام شرکت ها، دانش حسابداری
- سلامی، غلامرضا، قضیه سرمایه در گردش، سرمقاله روزنامه دنیای اقتصاد، مورخ ۱۳۹۳/۰۴/۰۹
- محمودزاده، امینه و نیلی، فرهاد، ۱۳۹۳، پاراداکس نقدینگی، یادداشت سیاستی در ۲۴ امین همایش پولی و بانکی
- نیلی، فرهاد و همکاران، ۱۳۹۲، نظام تامین مالی تولید در ایران، پژوهشکده پولی و بانکی

Bakker, M., Klapper, L., and Udell, G. (2004). Financing small and medium-size enterprises with factoring: Global growth in factoring – and its potential in Eastern Europe. World Bank

Buzacott, J. A., & Zhang, R. Q. (2004). Inventory management with asset-based financing. *Management Science*, 50(9), 1274-1292.

Allen N. Berger, Gregory F. Udell, The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking & Finance*, Volume 22, Issues 6–8, August 1998, Pages 613-673

Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470-487.

Chan, R. C. (2008). Financial constraints, working capital and the dynamic behavior of the firm. *Working Capital and the Dynamic Behavior of the Firm (November 31, 2008)*.

Cole, R. A. (1998). The importance of relationships to the availability of credit. *Journal of Banking & Finance*, 22(6), 959-977.

Ding, S., Guariglia, A., & Knight, J. (2013). Investment and financing constraints in China: does working capital management make a difference?. *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1490-1507.

Fazzari, S. M., & Petersen, B. C. (1993). Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. *The RAND Journal of Economics*, 328-342.

Giannetti, M., Burkart, M., & Ellingsen, T. (2011). What you sell is what you lend? Explaining trade credit contracts. *Review of Financial Studies*, 24(4), 1261-1298.

Gong, X., Chao, X., & Simchi-Levi, D. (2014). Dynamic inventory control with limited capital and short-term financing. *Naval Research Logistics (NRL)*, 61(3), 184-201.

Hill, M. D., Kelly, G. W., & Highfield, M. J. (2010). Net operating working capital behavior: a first look. *Financial Management*, 39(2), 783-805.

Klapper, L., & Vittas, D. (2003). The use of reverse factoring. *World Bank, Washington, DC*.

Korgaonkar, S. (2009). Receivables Securitization and the Non-Financial Firm.

Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2013). Working capital management and shareholders' wealth. *Review of Finance*, 17(5), 1827-1852.

Lemmon, M., Liu, L. X., Mao, M. Q., & Nini, G. (2013). Securitization and capital structure in nonfinancial firms: An empirical investigation. *The Journal of Finance*.

Levy, Hagit. *Accounts Receivable Financing and Information Asymmetry*. Diss. Columbia University, 2010.

Mian, S. L., & Smith, C. W. (1992). Accounts receivable management policy: theory and evidence. *The Journal of Finance*, 47(1), 169-200.

Neumeyer, P. A., & Perri, F. (2005). Business cycles in emerging economies: the role of interest rates. *Journal of monetary Economics*, 52(2), 345-380.

Stone, C. A., & Zissu, A. (1997). Asset Backed Commercial Paper: Get with the Program. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(1), 72-78.

Uribe, M., & Yue, V. Z. (2006). Country spreads and emerging countries: Who drives whom?. *Journal of international Economics*, 69(1), 6-36.

ضمیمه ۱) شاخص‌های ارزیابی کیفیت وام‌گیرندگان در نظام ABL

نهادهای ارائه‌دهنده اعتبارات مبتنی بر دارایی‌ها و نهادهای ناظر آن‌ها شاخص‌هایی را برای ارزیابی کیفیت وام‌گیرنده به کار می‌گیرند. این شاخص‌ها باید متناسب با استانداردهای حسابداری و شرایط کسب و کار در هر کشوری اندکی تغییر کنند ولی چارچوب کلی آن‌ها احتمالاً تغییر زیادی نخواهد داشت. در این بخش خلاصه‌ای از شاخص‌های ارزیابی کیفیت وام‌گیرنده ارائه می‌شود.

قدم اصلی در ارزیابی کیفیت وام‌گیرنده دریافت تصویری کامل از چرخه عمر عملیات بنگاه و درک کامل عناصر این چرخه شامل فرآیند خرید اولیه، موجودی مواد اولیه، تولید، موجودی کالای نهایی و فروش و دریافت مطالبات است. این نکته تفاوت بین ارزیابی وام‌های سنتی (که بر اساس کیفیت وثیقه و سلامت عمومی بنگاه از طریق شاخص‌های ترازنامه‌ای) و وام‌های سرمایه در گردش را برجسته می‌کند.

در قدم بعدی تکتک این عناصر با مشخصه‌های جزئی‌تر ارزیابی می‌شوند. نمونه‌هایی از این شاخص‌ها عبارتند از:

۱) دوره چرخش موجودی‌ها: این شاخص میزان تاخیر در بازپرداخت وام مبتنی بر دارایی را نشان می‌دهد.

۲) درجه نقدپذیری دارایی پایه

۳) دوره گردش حساب‌های دریافتی

۴) میزان نوسانات در جریان نقدی صنعت

۵) درجه تمرکز در حساب‌های دریافتی: هر قدر درجه تمرکز بیشتر باشد هزینه تسویه حساب‌های دریافتی کمتر می‌شود چون نهاد مالی نیاز به تعامل به تعداد کمتری از مشتریان شرکت وام‌گیرنده دارد.

۶) درجه سوخت شدن حساب‌های دریافتی

ضمیمه ۲) عملکرد اخیر نظام بانکی

تسهیلات پرداختی بانک‌ها در ۵ ماهه سال جاری به بخش‌های اقتصادی معادل ۱۱۳۵ هزار میلیارد ریال می‌باشد که در مقایسه با دوره مشابه سال ۱۳۹۲ (مبلغ ۸۰۸ هزار میلیارد ریال) افزایش قابل ملاحظه‌ای به میزان ۴۰ درصد داشته است. همانطور که در جدول شماره ۱۰ مشاهده می‌شود سهم تسهیلات سرمایه در گردش در تمام بخش‌های اقتصادی، نسبت به سایر انواع تسهیلات بالاتر بوده است.

تسهیلات پرداختی بانک‌ها به تفکیک بخش‌های اقتصادی (هزار میلیارد تومان / درصد)														
کل بخش‌ها	کشاورزی		صنعت و معدن		مسکن و ساختمان		بازرگانی		خدمات		متفرقه		سهم از کل	
	مبلغ	سهم از کل	مبلغ	سهم از کل	مبلغ	سهم از کل	مبلغ	سهم از کل	مبلغ	سهم از کل	مبلغ	سهم از کل		
۱۳۹۱ سال	۴۷/۰	۷/۹	۱۹/۱	۳۲/۰	۷۱/۹	۱۲/۱	*۲۸۶/۰ (مبلغ)		۴۸/۰ (سهم)		۵۹۵/۷	۱۰۰		
۵ ماهه سال ۱۳۹۲	۶۹/۸	۸/۶	۲۳/۷	۲۹/۳	۱۰۹/۸	۱۳/۶	۱۰۱/۹	۱۲/۶	۲۸۸/۷	۳۵/۷	۰/۹	۰/۱	۸۰۸/۱	۱۰۰
۵ ماهه سال ۱۳۹۳	۶۳/۶	۵/۶	۳۶/۳	۳۲/۰	۱۵۳/۷	۱۳/۵	۱۴۹/۷	۱۳/۲	۴۰۱/۵	۳۵/۴	۳/۳	۰/۳	۱۱۳۵/۱	۱۰۰
* در مقاطع ۵ تا ۱۳۹۱ ماهه تسهیلات پرداختی به بخش بازرگانی و خدمات و متفرقه به تفکیک موجود نیست.														
هدف از دریافت تسهیلات پرداختی در ۵ ماه نخست سال، کل بانک‌ها (میلیارد تومان / درصد)														
کل بخش‌ها	کشاورزی		صنعت و معدن		مسکن و ساختمان		بازرگانی		خدمات		متفرقه		سهم از کل	
	مبلغ	سهم از کل	مبلغ	سهم از کل	مبلغ	سهم از کل	مبلغ	سهم از کل	مبلغ	سهم از کل	مبلغ	سهم از کل		
ایجاد	۱۰۱۳	۱۵/۹	۳۶۸۷	۱۰/۱	۲۵۳۷	۱۶/۵	۱۰۲۱	۶/۸	۴۲۹۱	۱۰/۷	۸	۲/۵	۱۲۵۵۸	۱۱/۱
تامین سرمایه در گردش	۳۹۸۶	۶۲/۷	۲۸۸۹۲	۷۹/۵	۲۹۹۲	۱۹/۵	۹۳۰۷	۶۲/۲	۲۱۹۷۹	۵۴/۷	۱۰۵	۳۲/۱	۶۷۲۶۱	۵۹/۳
تعمیر	۱۵	۰/۲	۳۲	۰/۱	۲۰۸۳	۱۳/۶	۴۶	۰/۳	۷۳۰	۱/۸	۰/۱	۰	۲۹۰۵	۲/۶
توسعه	۶۲۳	۹/۸	۱۴۷۲	۴/۱	۴۶۱	۳/۰	۱۴۱۳	۹/۴	۲۶۶۵	۶/۶	۱۳۲	۴۰/۴	۶۷۶۶	۶/۰
خرید کالای شخصی	۲۰۵	۳/۲	۱۲۰۲	۳/۳	۳۱۵	۲/۰	۸۲۷	۵/۵	۴۹۱۲	۱۲/۲	۰/۸	۰/۲	۷۴۶۲	۶/۶
خرید مسکن	۲۴	۰/۴	۲۶۱	۰/۷	۶۶۳۹	۴۳/۲	۲۱۱	۱/۴	۲۷۶۳	۶/۹	۰/۲	۰/۱	۹۸۹۷	۸/۷
سایر	۴۹۵	۷/۸	۷۹۱	۲/۲	۳۴۴	۲/۲	۲۱۴۷	۱۴/۳	۲۸۰۷	۷/۰	۸۰	۲۴/۶	۶۶۶۵	۵/۹
جمع	۶۴۶۱	۱۰۰	۳۶۳۳۸	۱۰۰	۱۵۳۶۹	۱۰۰	۱۴۹۷۳	۱۰۰	۴۰۱۴۷	۱۰۰	۳۲۶	۱۰۰	۱۱۳۵۱۳	۱۰۰

جدول: عملکرد پنج ماهه اول ۱۳۹۲ از حیث موارد کاربرد
(منبع: روزنامه دنیای اقتصاد، بر مبنای اطلاعات منتشر شده بانک مرکزی)

ضمیمه ۳) سیاست‌های خروج از رکود دولت یازدهم در بخش تامین منابع مالی

در تابستان سال 1393، دولت ایران به هدف خروج از رکود یک بسته سیاستی را تنظیم کرد که در کلیه بخش‌های اقتصادی، سیاست‌های مورد نیاز برای خروج از رکورد را تشریح می‌کرد.

همانطور که در طی این مقاله ذکر شد، رکود همراه با تورم هم هزینه‌های واحدهای تولیدی را افزایش داده و هم قدرت خرید مصرف‌کنندگان را کاهش داده است. همزمانی این دو شرایط، تقاضای دسترسی به منابع مالی را از سمت مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان، افزایش می‌دهد. در این حالت اگر فرصت دسترسی به منابع مالی ارزان قیمت تسهیل گردد، اگرچه در ابتدا شاهد یک رونق کوتاه مدت در اقتصاد خواهیم بود، اما به واسطه افزایش پایه پولی و حجم نقدینگی، دوباره جریان‌های اقتصادی وارد شرایط رکودی همراه با تورم می‌شوند.

در این شرایط بانک‌ها نیاز به اصلاح روش‌ها و ابزارها برای تامین مالی برای تحرک بنگاه‌ها دارند. از این رو در بسته سیاستی خروج از رکود دولت ایران، سهم عمده تامین سرمایه در گردش در سال 1393 به دوش بانک‌ها واگذار شده است.

مجموعه سیاست‌های تفصیلی خروج از رکود دولت در دو حوزه بانک و بازار سرمایه، هدف اصلی خود را در حوزه بانکی بر "اصلاح" و در حوزه بازار سرمایه بر "توسعه" بنا گذاشته است.

در سال 1391 و 1392 میزان تسهیلات دهی بانک‌ها به قیمت ثابت با افت شدیدی روبرو شد. همزمان بی انضباطی‌های بازار پول، مشکلات مطالبات معوق، تحریم‌های مالی و بانکی، کاهش کنترل بانک مرکزی بر بانک‌ها و ...، باعث کاهش منابع در دسترس بانک‌ها برای تولید شد.

از سوی دیگر، طی سال‌های اخیر بنگاه‌های کوچک و متوسط نیز سهم اندکی در دسترسی به منابع بانکی داشتند در حالی که سهم قابل توجهی در ایجاد اشتغال در نظام اقتصادی ایران دارند.

در همین راستا هدف دولت ایران در بخش تامین منابع مالی، "انضباط بخشی به نظام بانکی" و "جهت‌گیری در خصوص تامین مالی بنگاه‌های کوچک" و "هدایت بنگاه‌های بزرگ به سمت بازار سرمایه و تامین مالی از آن طریق" است.

سیاست‌های اعتباری و بانکی دولت که با هدف خروج از رکود طراحی شده‌اند، به شرح زیر است:

1- افزایش سرمایه بانک‌ها از محل درآمدهای مازاد بودجه

2- کاهش بدهی بخش دولتی به بانک‌ها

3- تسری معافیت‌های مالیاتی بازار سرمایه به بازار پول

4- تسهیل وصول مطالبات معوق بانک‌ها از طریق اصلاح ماده مربوط به مزایده در قانون ثبت اسناد و املاک

5- ممنوعیت باز خرید اوراق مشارکت پیش از سررسید و مجاز نمودن معامله آن در بازار ثانویه

6- کاهش نسبت مطالبات غیرجاری بانک‌ها به میزان حداقل 2 واحد درصد در سال

7- تشکیل کارگروه مشترک با قوه قضائیه برای پیگیری مسائل مشترک بین بانک‌ها و دستگاه قضایی از جمله مطالبات غیرجاری بانک‌ها و اجرای قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی

8- الزام بانک‌ها به فروش اموال غیرمنقول مازاد بر حدود ابلاغ شده توسط بانک مرکزی به میزان حداقل 20 درصد در سال

9- الزام بانک‌ها به فروش سهام و شرکت‌های متعلق به بانک‌ها مازاد بر حدود ابلاغ شده توسط بانک مرکزی به میزان حداقل 33 درصد در سال

10- افزایش سهم تامین سرمایه در گردش بنگاه‌ها از مجموع اعتبارات پرداختی بانک‌ها به حداقل 60 درصد

11- ساماندهی مؤسسات اعتباری بدون مجوز با تاکید بر اجرای قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی

12- الزام بانک‌ها به کسب اطمینان از تامین حداقل 25 درصد از منابع مالی مورد نیاز پروژه‌های سرمایه‌گذاری از محل حقوق صاحبان سهام

- 13- منوط نمودن اعطای تسهیلات به بنگاه های بزرگ به ارائه صورت های مالی حسابرسی شده توسط حسابرس مستقل عضو جامعه حسابداران رسمی کشور
- 14- تعدیل مستمر سقف تسهیلات انفرادی (خرد)
- 15- منطقی کردن سهم تسهیلات عقود غیرمشارکتی در شبکه بانکی
- 16- الزام بانک مرکزی به ارائه ضوابط لازم به بانکها برای اصلاح حدود اعتباری بنگاههای اقتصادی در اعطای تسهیلات سرمایه در گردش
- 17- گسترش دامنه نفوذ کارت های اعتباری برای خرید کالاهای بادوام تولید داخل
- 18- استفاده از ظرفیت گواهی سپرده خاص در تأمین منابع مالی طرح های تولیدی

