

درباره جهش تولید:

۳. تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه‌ها

معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کد موضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۷۰۹۱
خردادماه ۱۳۹۹

به نام خدا

فهرست مطالب

۱.....	چکیده
۲.....	مقدمه
۶.....	۱. تعریف سرمایه در گردش
۹.....	۲. تقاضای سرمایه در گردش
۱۰.....	۲-۱. عوامل زمینه‌ای
۱۰.....	۲-۱-۱. رویه مالیات‌ستانی
۱۳.....	۲-۱-۲. ابزارهای مدیریت ریسک
۱۵.....	۲-۱-۳. رقابت بنگاه‌ها با استراتژی فروش اعتباری
۱۵.....	۲-۲. عوامل تشدیدکننده
۱۵.....	۲-۲-۱. انتظارات تورمی و بی‌ثباتی اقتصاد کلان
۱۶.....	۲-۲-۲. افزایش هزینه بنگاه‌ها
۱۶.....	۳. عرضه سرمایه در گردش
۱۶.....	۳-۱. تحلیل توان و تمایل نظام بانکی
۱۷.....	۳-۲. روش‌های تأمین سرمایه در گردش
۲۰.....	۴. پیشنهادهاى بهبود تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه‌ها
۲۱.....	۴-۱. تأمین مالی از بازار سرمایه
۲۳.....	۴-۲. تأمین سرمایه در گردش از شبکه بانکی
۲۳.....	۴-۲-۱. افتتاح حساب ویژه ذیل ماده (۲۱) قانون رفع موانع تولید
۲۵.....	۴-۲-۲. تأمین مالی مبتنی بر سیاهه‌های تجاری
۲۸.....	جمع‌بندی و نتیجه‌گیری



درباره جهش تولید: ۳. تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه‌ها

چکیده

یکی از چالش‌های اساسی بنگاه‌ها و بخش تولید در کشور، تأمین مالی مناسب و آسان است. به‌طور کلی تقاضای بنگاه‌ها به منابع مالی را می‌توان به دو دسته طبقه‌بندی کرد، توسعه‌ای و سرمایه در گردش. طبقه اول درخواست بنگاه به منابع مالی به‌منظور افزایش سطح (کمیت و یا کیفیت) تولید اتفاق می‌افتد ولی منابع مالی که در قالب سرمایه در گردش در اختیار بنگاه قرار می‌گیرد، به حفظ سطح تولید در سطح بهینه کمک می‌کند. این گزارش به تبیین مسائل ناظر به سرمایه در گردش متمرکز شده است و سؤالات اصلی و محوری آن عبارت است از:

- چه عواملی زمینه‌ساز تنگنای سرمایه در گردش بنگاه‌ها شده و چه عوامل کوتاه‌مدتی آن را تشدید کرده است؟

- به‌منظور تسهیل دسترسی بنگاه‌ها به سرمایه در گردش بنگاه‌ها چه راهکارهایی می‌توان پیشنهاد کرد؟
مشاهده آمارها و ارقام مربوط به تقاضای بنگاه‌ها برای سرمایه در گردش نشان می‌دهد، تقاضای بنگاه‌های کشور بسیار بیشتر از متوسط جهانی و حتی کشورهای منطقه است، این مقایسه نیازمند تبیین است که در این گزارش بدان پاسخ داده شده است. رویه‌های مالیات‌ستانی، فقدان ابزارهای پوشش ریسک و فروش نسبه به‌عنوان استراتژی رقابت موجب شده است، نیاز بنگاه به منابع مالی برای جبران شکاف زمانی تولید (سرمایه در گردش) بیشتر از متوسط بنگاه‌های دنیا و منطقه باشد. جهش ارزی و تورم تولیدکننده در شرایط رکود تورمی این نیاز بنگاه‌ها را تشدید کرده است.

ازسوی دیگر عوامل مؤثر بر عرضه سرمایه در گردش نیز مورد تحلیل قرار گرفته است که مهم‌ترین آن، ناترازی بانک‌ها و کاهش شدید توان تسهیلات‌دهی آنها در سال‌های اخیر است. در پایان گزارش راهکارهای پیشنهادی برای بهبود دسترسی بنگاه‌ها به تأمین سرمایه در گردش تبیین شده است.

مقدمه

یکی از مشکلات همیشگی بنگاه‌های تولیدی که در پایش‌های مختلف از صاحبان کسب‌وکار بدان اشاره شده، عدم دسترسی کافی این واحدها به تسهیلات سرمایه در گردش است. به عبارت دیگر همواره بنگاه‌ها با معضل سرمایه در گردش مواجه بوده‌اند، که این مسئله به وضوح در پایش محیط کسب‌وکار مرکز پژوهش‌های مجلس در سال‌هایی با مختصات متفاوت اقتصاد کلان از حیث رکود یا رونق، نشان داده شده است.

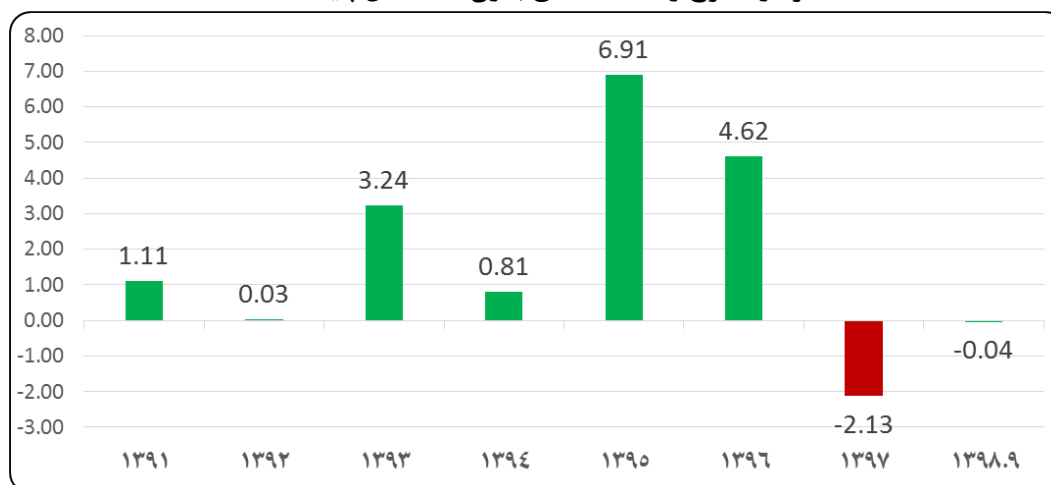
به دلیل عدم تطابق زمانی درآمدها و هزینه‌ها بنگاه‌ها نیازمند وجوهی هستند که به آن سرمایه در گردش، گفته می‌شود و صرف تأمین مواد اولیه و سایر هزینه‌های جاری بنگاه می‌شود. دو راه برای از بین بردن این شکاف درآمد- هزینه هر چرخه تولید وجود دارد: روش اول تغییرات سیاست درونی بنگاه مانند کاهش سطح موجودی انبار و ارائه تخفیف فروش و روش دوم استفاده از تأمین مالی بیرونی است.^۱ کاهش موجودی مواد اولیه و انبار ممکن است بنگاه را از سطح تولید بهینه دور کند و این موضوع خود یک هزینه یا عدم‌النفع برای بنگاه تلقی می‌شود، نرخ سود تسهیلات سرمایه در گردش نیز هزینه روش دوم یا تأمین مالی بیرونی است. بسته به اینکه هزینه و تأثیر کدام روش بر ارزش شرکت کمتر باشد، وی اقدام به انتخاب خواهد کرد.

علاوه بر این، ادوار تجاری نیز بر تعادل بازار سرمایه در گردش مؤثر خواهند بود، رکود اقتصادی از کانال‌های مختلف نظیر کاهش مارک-آپ^۲ و فروش بنگاه‌ها بر تقاضای سرمایه در گردش تأثیر دارد. توجه به این نکته از آنجایی اهمیت پیدا می‌کند که متغیرهای اقتصاد کلان حاکی از ورود اقتصاد به شرایط رکود تورمی از ابتدای سال ۱۳۹۷ و تداوم آن در سال ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ هستند. حساب‌های ملی منتشر شده از سوی مرکز آمار نشان می‌دهد پس از وقوع شوک عرضه در نیمه دوم سال ۱۳۹۶ به واسطه تشدید نااطمینانی و همچنین جهش نرخ ارز (شوک هزینه تولید)، سال ۱۳۹۷ نیز تولید ناخالص داخلی غیرنفتی رشد ۲/۱۳- را تجربه کرده و به‌طور خاص بخش صنعت با نرخ رشد ۶/۵- درصد در رکود قرار داشته، گروه‌های ساختمان و خدمات نیز نرخ رشد منفی را تجربه کرده‌اند و تنها گروه کشاورزی رشد مثبتی داشته است. در ۹ ماهه سال ۱۳۹۸ و قبل از وقوع شیوع ویروس کرونا نرخ رشد اقتصادی بدون نفت منفی بوده و بخش ساختمان با نرخ رشد ۹/۶ درصدی نیز نتوانسته از نرخ رشد منفی اقتصاد بدون نفت جلوگیری کند.

۱. حامد قدوسی، «سیاست‌های پیشنهادی برای بهبود نظام سرمایه در گردش در ایران»، اقتصاد ایران، تهران، ۱۳۹۵.
 ۲. مارک-آپ به تفاوت قیمت فروش و هزینه نهایی تولید بنگاه گفته می‌شود و در اغلب موارد نسبت به هزینه نهایی گزارش می‌شود: $\frac{p-mc}{mc}$.

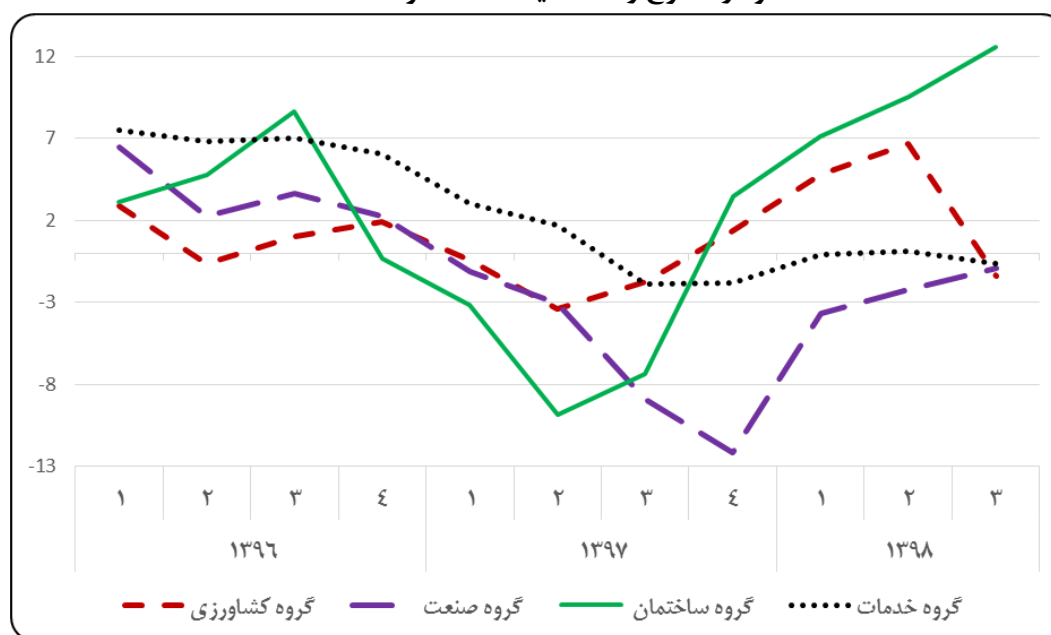


نمودار ۱. نرخ رشد اقتصادی بدون نفت سال پایه ۱۳۹۰



مأخذ: مرکز آمار ایران.

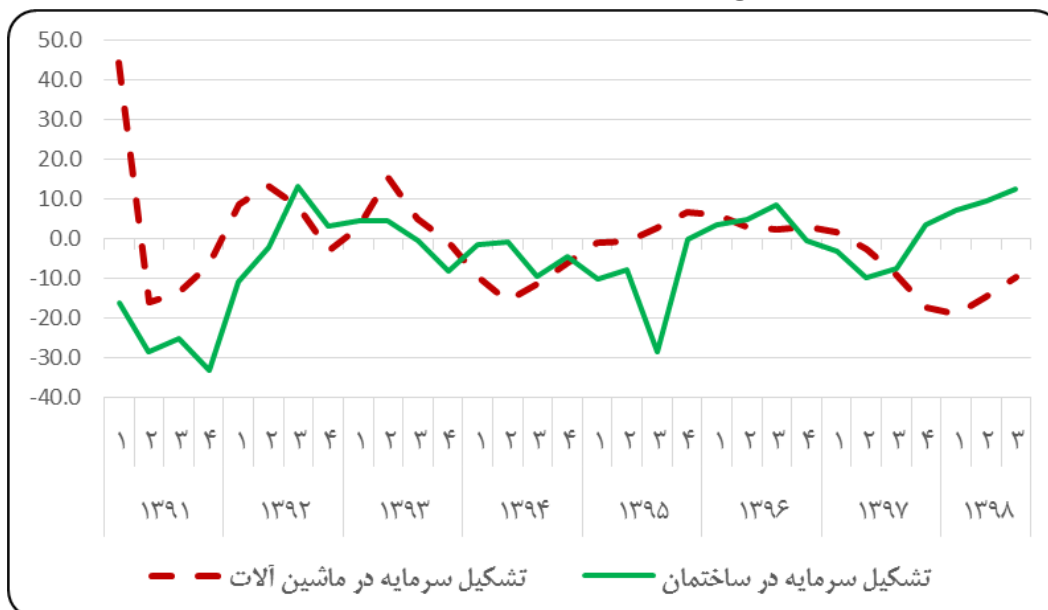
نمودار ۲. نرخ رشد سالیانه سمت عرضه اقتصاد



مأخذ: همان.

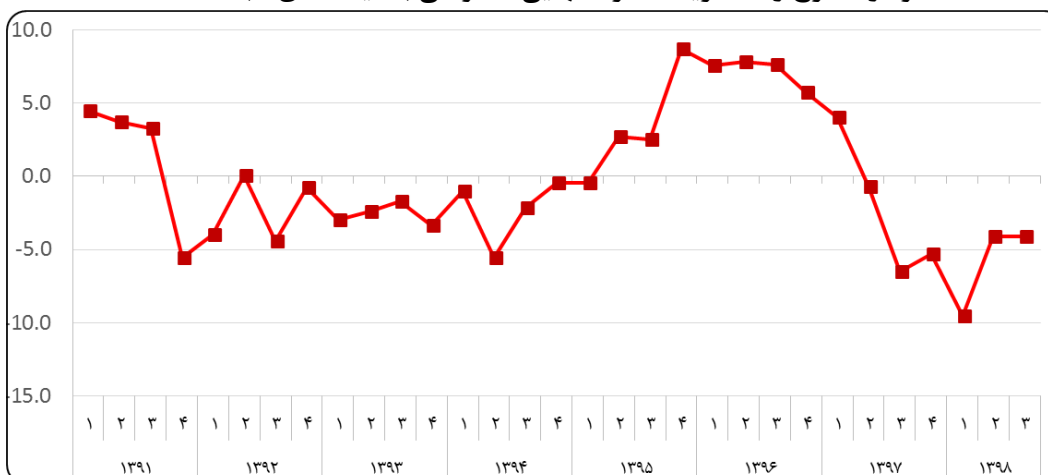
با اصاب این شوک عرضه طبعاً تقاضای کل اقتصاد نیز دچار کاهش شده است که شواهد آن را در کاهش مصرف خصوصی و سرمایه‌گذاری می‌توان مشاهده کرد. نرخ رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در ۹ ماهه سال ۱۳۹۸ به ۲/۶- درصد رسیده و نرخ رشد مصرف خصوصی ۶- درصد بوده است. کاهش سرمایه‌گذاری و همچنین کاهش مصرف خصوصی حاکی از گرفتار شدن اقتصاد به یک رکود اقتصادی در کنار تورم بوده و سیاستگذاری برای حداقل کردن همزمان نوسانات اسمی و حقیقی اقتصاد را به اولویت اول سیاستگذاری اقتصادی تبدیل ساخته است.

نمودار ۳. نرخ رشد سالیانه سرمایه‌گذاری به قیمت ثابت (۱۳۹۰)



مأخذ: همان.

نمودار ۴. نرخ رشد هزینه مصرف نهایی خصوصی به قیمت‌های ثابت (۱۳۹۰)



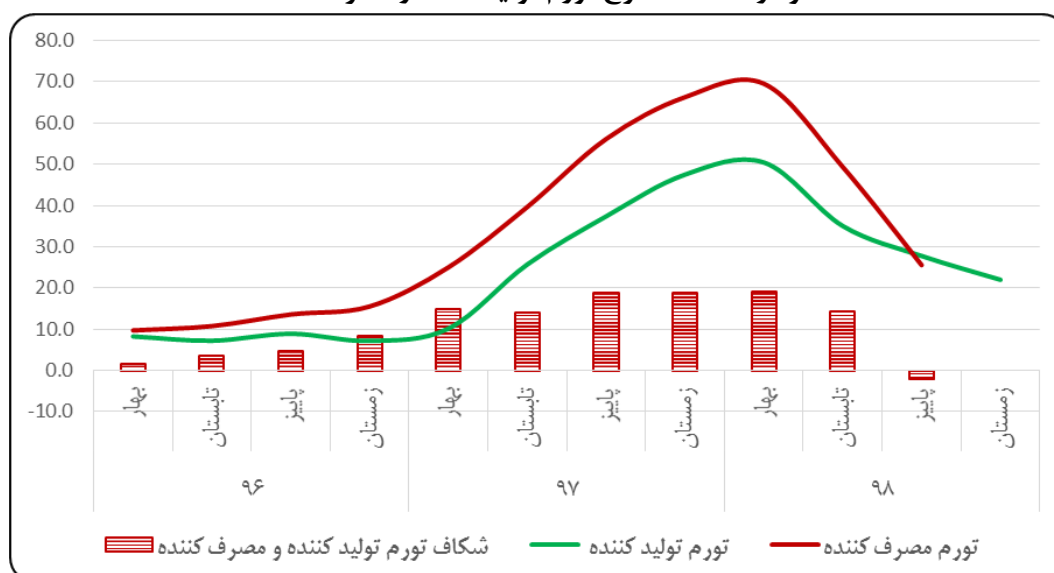
مأخذ: همان.

عوامل زمینه‌ای و بلندمدت تنگنای اعتباری بنگاه‌ها، چرخه‌های تجاری و به‌طور خاص، رکود تورمی با مختصاتی که در نمودارهای فوق واضح شد تنگنای اعتباری بنگاه‌ها را تشدید کرد و دسترسی به سرمایه در گردش را تحت تأثیر قرار داد. افزایش قیمت مواد اولیه، دستمزد و نرخ ارز موجب افزایش هزینه‌های جاری بنگاه شده و تقاضای تسهیلات سرمایه در گردش بنگاه‌ها به ازای هر واحد تولید را افزایش داد. از آنجایی که تورم تولیدکننده و مصرف‌کننده برابر نیست با فشار هزینه‌های تولید، بخشی از بنگاه‌ها، به نقطه توقف رسیده و مابقی برای حفظ خط تولید، نیازمند سرمایه در گردش بیشتری



هستند. به عبارت روشن‌تر شوک نرخ ارز در کوتاه‌مدت نرخ تورم تولیدکننده را افزایش می‌دهد، اما تدریجاً بر تورم مصرف‌کننده تخلیه می‌شود بنابراین در زمان وقوع شوک ارزی یک عدم تناسب بین هزینه‌ها و درآمدهای بنگاه‌های اقتصادی ایجاد شده و زمینه‌ساز افزایش تقاضای سرمایه در گردش می‌شود.

نمودار ۵. شکاف نرخ تورم تولیدکننده و مصرف‌کننده

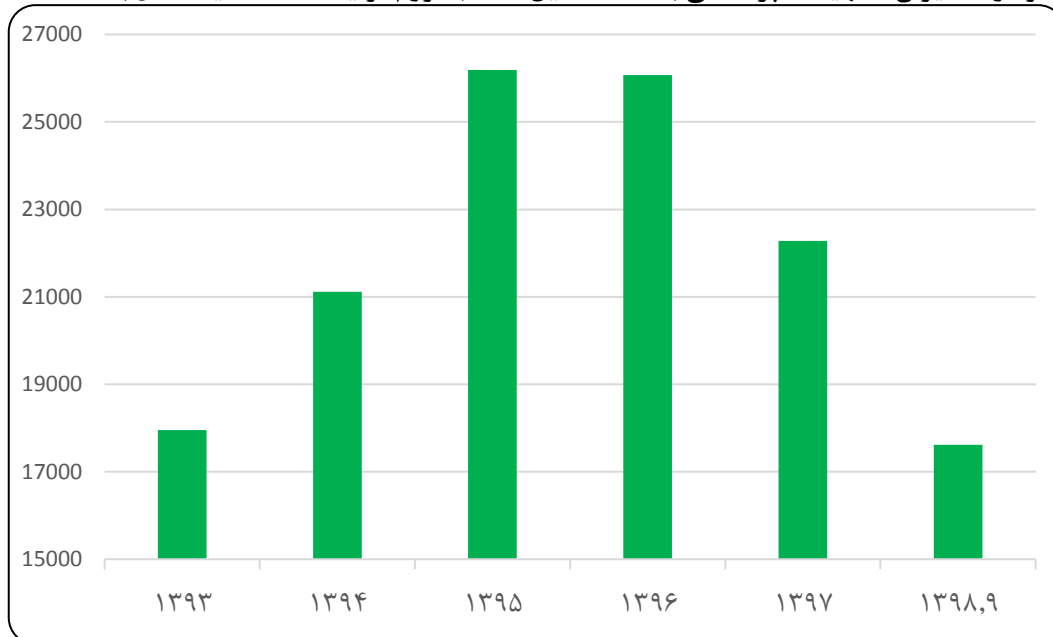


مأخذ: همان.

ازسوی دیگر رکود اقتصادی نیز با کاهش حاشیه سود و همچنین افزایش چرخه بازگشت وجوه بنگاه‌های فعال، موجب افزایش تقاضای سرمایه در گردش بنگاه‌ها می‌شود.

رکود تورمی با مختصات افزایش نرخ ارز ازسویی به واسطه افزایش هزینه‌های تولید نیاز واحدهای تولیدی به سرمایه در گردش را افزایش می‌دهد و ازسویی دیگر با افزایش احتمال نکول بنگاه در شرایط رکود تورمی، تمایل بانک‌ها نیز به پرداخت تسهیلات سرمایه در گردش کاهش خواهد یافت. اعسار بانک‌ها و ناتوانی آنها در اعطای تسهیلات نیز مزید بر علت کاهش عرضه سرمایه در گردش خواهد گردید، بنابراین خروجی این سیستم، تشدید «پارادوکس رشد نقدینگی» به معنای تشدید تنگنای اعتباری علی‌رغم رشد بالای نقدینگی و «رکود» در اقتصاد کلان خواهد بود.

نمودار ۶. میزان تسهیلات پرداختی بانک‌ها تعدیل شده با تورم تولیدکننده سالیانه (سال پایه ۱۳۹۰)



مآخذ: آمارهای بانک مرکزی و مرکز آمار.

نمودار فوق کاهش ارزش واقعی تسهیلات اعطایی شبکه بانکی را نشان می‌دهد و حاکی از تشدید این تنگنای اعتباری در بنگاه‌هاست. این گزارش در پی آن است که با بررسی عوامل بنیادین بازار سرمایه در گردش راهکارهایی برای تسهیل تأمین مالی سرمایه در گردش در شرایط رکود تورمی پیشنهاد نماید.

۱. تعریف سرمایه در گردش

دو تعریف از سرمایه در گردش بنگاه‌ها وجود دارد، در **تعریف اقتصادی**، سرمایه در گردش وجوهی است که به‌منظور جبران عدم تطابق درآمدها و هزینه‌های بنگاه صرف می‌شود. هر چرخه تولید یک فرایند زمانبر است و بنگاه پس از خرید مواد اولیه، استخدام نیروی کار و درنهایت تولید محصول می‌تواند آن را به فروش برساند. این عدم تطابق طبیعی که ناشی از تقدم زمانی تولید بر فروش است نیازمند تأمین مالی است که بدان سرمایه در گردش اطلاق می‌شود.

از **منظر حسابداری**، به تفاضل دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری، خالص سرمایه در گردش^۱ گفته می‌شود که در بیان متخصصان به سرمایه در گردش شهرت یافته است.^۲ اجزای بدهی‌ها و دارایی‌های جاری یک شرکت نوعی در جدول زیر نشان داده شده است:

1. Net working capital

2. Brealey, R. A., Myers, S. C. & Marcus, A. J. (2001). Fundamentals of Corporate Finance. newyork: McGraw-Hill.

**جدول ۱. دارایی‌ها و بدهی‌های جاری شرکت‌ها**

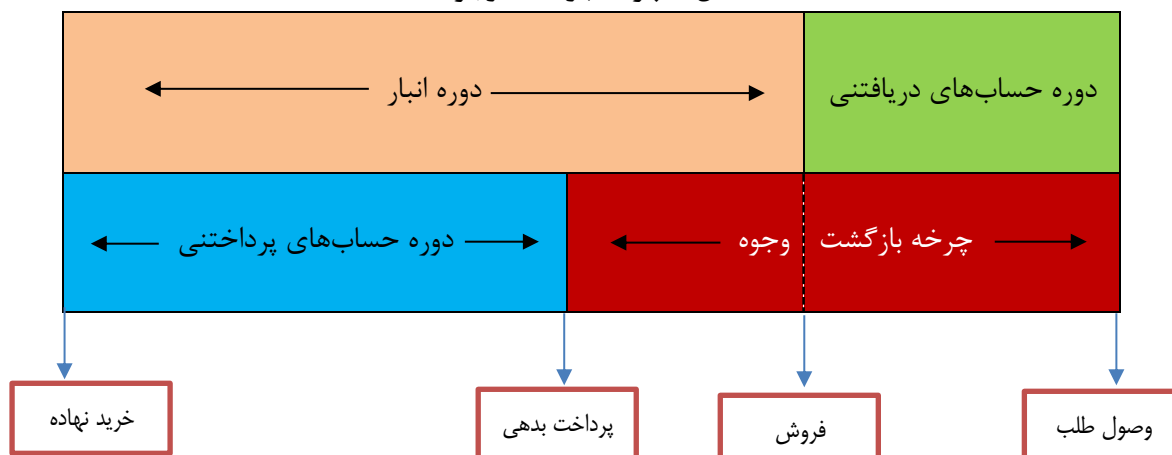
دارایی‌های جاری	بدهی‌های جاری
حساب‌های دریافتی	حساب‌های پرداختی
موجودی انبار	تسهیلات کوتاه‌مدت
وجه نقد	مالیات پرداختی
سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت	اقساط پرداختی بدهی‌های بلندمدت
پیش‌پرداخت‌ها و سفارشات	پیش‌دریافت‌ها
سایر	سایر

تسویه فروش محصولات شرکت‌ها و همچنین خرید مواد اولیه و دیگر لوازم حرکت خطوط تولید در اکثر موارد با یک تأخیر زمانی صورت می‌گیرد. این مسئله، سرفصل حساب‌های دریافتی را ذیل دارایی‌ها و حساب‌های پرداختی را ذیل بدهی‌ها ایجاد می‌کند و تفاضل آنها یکی از مهم‌ترین اجزای سرمایه در گردش بنگاه‌هاست. سرفصل دیگر دارایی‌های جاری بنگاه‌ها، موجودی انبار است که می‌تواند شامل مواد اولیه و کالاها و محصولات نهایی بنگاه باشد. سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت بنگاه‌ها نیز شامل سپرده‌های سرمایه‌گذاری و اوراق مالی نقدشونده شرکت است. پیش‌پرداخت‌ها و سفارشات شرکت عموماً بابت نهاده‌ها و کالاهای واسطه‌ای است که تسویه مبلغ آن صورت گرفته، اما هنوز به انبار بنگاه نرسیده است.

تعریف فوق به تعریف ترازنامه‌ای از سرمایه در گردش نیز مشهور است و به دلیل اینکه اجزای دارایی‌ها و بدهی‌های جاری از حیث نقدشوندگی همسان نیستند، برای ارزیابی و مقایسه وضعیت نقدینگی بنگاه‌ها، مورد انتقاد قرار گرفته است، زیرا هدف از محاسبه و تحلیل سرمایه در گردش، ارزیابی تصمیم بنگاه‌ها در انتخاب سطح بهینه نگهداری وجه نقد بنگاه‌هاست و محاسبه خالص دارایی‌های جاری نمی‌تواند این هدف را برآورده سازد.^۱ به همین دلیل، برای ارزیابی وضعیت نقدینگی و مقایسه آن از مفهوم چرخه بازگشت وجه نقد^۲ استفاده می‌شود. چرخه بازگشت وجه نقد به تعداد روزهایی گفته می‌شود که وجه نقد پرداخت شده بابت مواد اولیه پس از طی مراحل دریافت مواد اولیه، تولید، فروش و وصول مجدداً به وجه نقد تبدیل شود. شکل زیر این معیار را دقیق‌تر و شفاف‌تر نشان داده است:

۱. فتاحی، پرویز، شناسایی علل مشکلات و راهکارهای تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌های کوچک و متوسط کشور، تهران، مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، ۱۳۹۲.

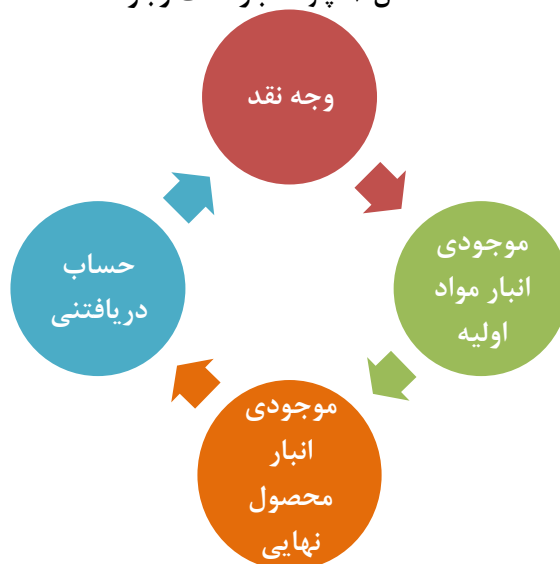
شکل ۱. چرخه بازگشت وجوه^۱



Source: Brealey, R. A., Myers, S. C & , Marcus, A. J. (2001). Fundamentals of Corporate Finance . newyork: McGraw-Hill.

از زمان خرید مواد اولیه تا وصول مطالبات و حساب‌های دریافتی، طبقات حجم سرمایه در گردش به شرح زیر تغییر می‌کنند. دقت به این تعاریف می‌تواند راهکارهای بهبود وضعیت سرمایه در گردش بنگاه‌ها را جهت‌دهی نماید. مبتنی بر مفهوم چرخه بازگشت وجه نقد، هر سیاستی که بتواند این چرخه را کوتاه‌تر کند، میزان تقاضای سرمایه در گردش بنگاه‌ها را کاهش خواهد داد.

شکل ۲. چرخه بازگشت وجوه



۱. این شکل نشان می‌دهد چرخه بازگشت وجوه حاصل تفریق دوره حساب‌های پرداختی از مجموع دو سرفصل دوره انبار و حساب‌های دریافتی است. به عبارت دیگر دوره زمانی بازگشت وجوه بنگاه که از مرحله خرید نهاده آغاز می‌شود و تا وصول مطالبات فروش محصولات ادامه می‌یابد به دوره انبار (ناشی از زمان‌بندی تولید و خواب انبار موجودی کالا و مواد اولیه) و دوره حساب‌های دریافتی که ناشی از فروش اعتباری (اقساطی) محصولات است تقسیم می‌شود و البته اگر بنگاهی مواد اولیه خود را نیز اقساطی خریده باشد یعنی وجه نقد بابت آن هزینه نشده و باید این دوره را از چرخه بازگشت وجوه کسر کرد.



یکی از مسائل مهم پیش روی مدیریت شرکت، حداقل سازی این چرخه با قید ارزش بنگاه است یعنی مدیریت بنگاه تا جایی که موجب کاهش ارزش بنگاه نشود باید این چرخه را کوتاه کند. هرچه چرخه تولید بنگاه سریع تر باشد سرمایه کمتری در موجودی انبار بلوکه می شود و هرچه چک های مشتریان با سرعت بیشتری وصول گردد، سهم کمتری از سرمایه در گردش در سرفصل حساب های دریافتی خواهد بود و منابع نقد بیشتری در اختیار بنگاه قرار خواهد گرفت.

۲. تقاضای سرمایه در گردش

مقایسه چرخه بازگشت وجوه بنگاه های کشور با دیگر کشورها نشان می دهد، تقاضای سرمایه در گردش در اقتصاد ایران بسیار بالاتر از متوسط جهانی و حتی متوسط منطقه است، جدول زیر نتیجه بررسی ترازنامه ۲۰ هزار بنگاه از صنایع گوناگون، توسط شرکت پی دبلیوسی^۱ است که نشان می دهد متوسط چرخه بازگشت وجوه در بنگاه های نمونه در مقیاس جهانی ۴۵ روز بوده است. نکته دیگری که از مطالعه مذکور دریافت می شود این است که چرخه بازگشت وجوه و به تبع آن، تقاضای سرمایه در گردش از سوی بنگاه های کوچک و متوسط بیشتر از بنگاه های بزرگ است. علت آن هم واضح است، بنگاه های بزرگ علاوه بر امکان مدیریت بهتر موجودی انبار و مارک-آپ بیشتر می توانند بنگاه های زنجیره خود را در فشار قرار داده و با خرید نسبه نیاز سرمایه در گردش خود را به بنگاه های زنجیره تحمیل کنند و همچنین با در اختیار داشتن شهرت و بازار بهتر از بنگاه های کوچک و متوسط با پیش فروش محصولات خود نیاز نقدینگی خود را تأمین کنند.

جدول ۲. چرخه بازگشت وجوه

عنوان	چرخه بازگشت وجوه (روز)	۲۰۱۳	۲۰۱۴	۲۰۱۵	۲۰۱۶	۲۰۱۷
متوسط جهانی	تمامی بنگاه ها	۴۲/۸	۴۳/۵	۴۴/۴	۴۵/۵	۴۵/۱
	بنگاه های کوچک *	۸۰/۴	۸۴/۱	۸۴	۸۷	۸۸
	بنگاه های متوسط **	۶۵/۵	۶۸/۳	۶۹	۶۷	۶۷
	بنگاه های بزرگ ***	۴۰/۷	۳۹/۹	۴۰	۴۱	۴۱
ایران	تمامی بنگاه ها	۷۷	۶۹	۶۰	۷۲	۷۵
	بنگاه های کوچک	۱۱۰	۱۱۵	۱۱۵	۱۱۸	۱۱۷
	بنگاه های متوسط	۸۰	۸۹	۸۰	۸۳	۸۷
	بنگاه های بزرگ	۶۸	۵۷	۴۳	۶۰	۶۴

Source: PwC. ۲۰۱۸. Navigating uncertainty: PwC's annual global Working Capital.

*درآمد کمتر از ۵۰۰ میلیون یورو.

**درآمد بین ۵/۰ تا ۱ میلیارد یورو.

***درآمد بیشتر از ۱ میلیارد یورو.

علاوه بر این، شاخص مذکور در کشورهای متفاوت، یکسان نیست، برای مثال متوسط چرخه بازگشت وجوه در بنگاه‌های منطقه غرب آسیا^۱ در سال ۲۰۱۷ بیش از دو برابر متوسط جهانی بوده است. چند تحقیق این شاخص را برای ایران محاسبه کرده‌اند یکی از این تحقیقات مربوط به سال ۱۳۹۲ (۲۰۱۳-۲۰۱۴) است که با بررسی ۱۲۰ شرکت بورسی، میانگین چرخه بازگشت وجوه را ۱۶۱ روز یعنی ۴ برابر متوسط جهانی و بیش از ۲ برابر متوسط منطقه برآورد کرده است.^۲ تحقیق دیگری که نیلی و محمودزاده با بررسی ۱۲۰ شرکت بورسی انجام داده‌اند این متغیر را حدوداً ۲۳۰ روز برآورد کرده است که فاصله بیشتری از متوسط جهانی و منطقه را نشان می‌دهد.^۳

توضیح چرایی بالاتر بودن تقاضای سرمایه در گردش در کشور نسبت به متوسط منطقه‌ای و جهانی، پیش از ارائه راه‌حل‌هایی برای افزایش عرضه سرمایه در گردش ضروری است؛ زیرا ممکن است بتوان با انجام اصلاحاتی در محیط کسب‌وکار یا سایر سیاست‌ها، تقاضای سرمایه در گردش را مدیریت کرد. توضیحاتی که در ادامه خواهد آمد سعی می‌کند عوامل زمینه‌ای و تشدیدکننده تقاضای سرمایه در گردش در شرایط کنونی اقتصاد ایران را تبیین نماید. اساساً این گزارش مدعی است که بدون در نظر گرفتن این ملاحظات، تأمین مالی سرمایه در گردش در رونق تولید اثربخشی لازم را نداشته و مسئله را حل نمی‌کند.

۱-۲. عوامل زمینه‌ای

عوامل مؤثر بر طولانی بودن چرخه بازگشت وجوه نقد در اقتصاد کشور را می‌توان به دو دسته عوامل زمینه‌ای و عوامل تشدیدکننده تقسیم‌بندی کرد. عوامل تشدیدکننده به عوامل کوتاه‌مدت و گذرا گفته می‌شود که به‌صورت مقطعی موجب افزایش دوره وصول مطالبات، دوره موجودی مواد اولیه یا کاهش دوره اسناد پرداختی می‌گردد. عوامل زمینه‌ای به عواملی گفته می‌شود که موجب شده چرخه بازگشت وجوه بنگاه‌های کشور فارغ از مسائل و شوک‌های گذرا و کوتاه‌مدت بالا باشد. در این بخش به معرفی و تبیین عوامل زمینه‌ای مؤثر بر افزایش تقاضای تسهیلات سرمایه در گردش بنگاه‌ها پرداخته می‌شود.

۱-۲. رویه مالیات‌ستانی

بی‌شک، کم‌وکیف مالیات‌ستانی به‌عنوان یکی از ابزارهای سیاست‌گذاری بر رفتار بنگاه‌ها و خانوارها مؤثر است. به‌صورت کلی، انتظار می‌رود تأمین مالی داخلی برای بنگاه‌ها کم‌هزینه‌تر و جذاب‌تر از تأمین مالی بیرونی باشد، زیرا بنگاه باید در صورت تأمین مالی بیرونی متحمل هزینه صرف ریسک^۴ نیز خواهد شد

۱. تفکیک منطقه‌ای بنگاه‌ها با توجه به حضور شرکت‌های چندملیتی و فرامنطقه‌ای شاید تفکیک دقیقی نباشد، اما تا حدودی می‌تواند به‌صورت مقطعی شهادهایی را به ما عرضه کند.
 ۲. فاطمه شاکری، سیدعلی واعظ و محمدحسین قلمیری، ۱۳۹۲. «عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران»، حسابداری مالی، ۱۳۹۲.
 ۳. فرهاد نیلی و امینه محمودزاده، ساختار هزینه‌ای بنگاه‌ها و تقاضا برای منابع مالی، پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی، ۱۳۹۳.
 ۴. حتی اگر بازار کاملاً رقابتی باشد و سود بانک به صفر میل کند به‌خاطر پذیرش ریسک اعتباری، ریسک نقدینگی و ... تسهیلات‌دهنده نرخ سود بیشتری در مقایسه با تأمین مالی درونی (یا نرخ سود سپرده‌ها) از بنگاه مطالبه می‌کند که به آن صرف ریسک یا بهای پذیرش ریسک گفته می‌شود.



و واضح است که در صورتی که یک رویه اجرایی یا الزام مقرراتی، بنگاه را تشویق به عدم استفاده از منابع مالی داخلی نماید حداقل به میزان صرف ریسک مذکور اقتصاد را از بهیمنگی دور خواهد ساخت. متأسفانه رویه‌های مالیات‌ستانی کشور این چالش را ایجاد کرده و تأمین مالی داخلی را برای بنگاه‌ها غیرجذاب‌تر از تأمین مالی بیرونی ساخته است. یکی از این رویه‌های مالیات‌ستانی، معافیت موضوع ماده (۱۴۵) قانون مالیات‌های مستقیم است که براساس آن: «سود یا جوایز متعلق به حساب‌های پس‌انداز و سپرده‌های مختلف نزد بانک‌های ایرانی یا مؤسسات اعتباری غیربانکی مجاز» از پرداخت مالیات معاف است. این معافیت در کنار پذیرش هزینه سود تسهیلات دریافتی به‌عنوان هزینه قابل قبول مالیاتی موجب می‌شود در صورتی که شرکت، منابع مالی در اختیار داشته باشد آن را نزد شبکه بانکی سپرده‌گذاری کرده و تقاضای تسهیلات سرمایه در گردش از بانک‌ها داشته باشد.

صورت مسئله بنگاه نوعی به‌صورت پارامتریک نیز در این رابطه به‌شرح زیر است. در معادلات و نامعادلات ۱ تا ۳، t نرخ مالیات بر درآمد شرکت‌ها، R_l نرخ سود اسمی تسهیلات و R_d نرخ سود اسمی سپرده‌های سرمایه‌گذاری است. رابطه زیر، تفاوت سود بنگاه را در دو حالتی نشان می‌دهد که برای تأمین سرمایه در گردش خود، از منابع داخلی خود یا از منابع بانک (تسهیلات) استفاده نماید:

$$\Delta\pi = tR_l - (R_l - R_d) \quad ۱$$

اگر $\Delta\pi$ مثبت باشد برای بنگاه‌ها به‌صرفه خواهد بود که با سپرده‌گذاری منابع مالی خود و دریافت تسهیلات، سرمایه در گردش بنگاه را تأمین مالی کنند. نامعادله شرط مثبت بودن $\Delta\pi$ را نشان می‌دهد:

$$tR_l > R_l - R_d \quad ۲$$

$$R_d > R_l(1 - t) \quad ۳$$

مطابق قوانین، نرخ مالیات بر درآمد شرکت‌های غیربورسی ۲۵ درصد و برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس با شناوری کمتر از ۲۰ درصد، مطابق با ماده (۱۴۳) قانون مالیات‌های مستقیم، به‌ترتیب ۲۲/۵ درصد و ۲۳/۷۵ درصد و برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس با درصد شناوری حداقل ۲۰ درصد، نرخ مالیات بر درآمد به‌ترتیب ۲۰ و ۲۲/۵ است. با در نظر گرفتن این نرخ‌ها، جدول ۴ نرخ سود سپرده سر به سر هریک از بنگاه‌های مذکور را در سنوات اخیر نشان می‌دهد. به‌عنوان نمونه سطر آخر جدول زیر نشان می‌دهد اگر نرخ سود تسهیلات را ۱۸ درصد فرض کنیم در صورتی که نرخ سود سپرده برای شرکت‌های بورسی با درصد شناورزی کمتر از ۲۰ درصد، بیشتر از ۱۴ درصد باشد، استراتژی سپرده‌گذاری منابع نقدی برای این شرکت‌ها بهینه خواهد بود که اتفاقاً ستون دوم نشان می‌دهد در سال ۱۳۹۷ چنین بوده است.

جدول ۳. نرخ سود سپرده و تسهیلات مصوب شورای پول و اعتبار

ردیف	نرخ سود تسهیلات مبادله‌ای	نرخ سود سپرده	نرخ سود سپرده سر به سر برای شرکت‌ها			
			غیربورسی		بورسی	
			شناوری ۲۰٪	شناوری زیر ۲۰٪	شناوری ۲۰٪	شناوری زیر ۲۰٪
۱۳۹۱	۱۵	۱۷	۱۱/۳	۱۲	۱۱/۶	۱۱/۸
۱۳۹۲	۱۵	۱۷	۱۱/۳	۱۲	۱۱/۶	۱۱/۸
۱۳۹۳	۲۲	۲۲	۱۶/۵	۱۷/۶	۱۷/۱	۱۷/۳
۱۳۹۴	۲۱	۱۸	۱۵/۸	۱۶/۸	۱۶/۳	۱۶/۵
۱۳۹۵	۱۸	۱۵	۱۳/۵	۱۴/۴	۱۴/۰	۱۴/۲
۱۳۹۶	۱۸	۱۵	۱۳/۵	۱۴/۴	۱۴/۰	۱۴/۲
۱۳۹۷	۱۸	۱۵	۱۳/۵	۱۴/۴	۱۴/۰	۱۴/۲

مأخذ: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی.^۱

داده‌های جدول ۴ نشان می‌دهند که از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ همواره سپرده‌گذاری منابع نقدی استراتژی بهینه برای بنگاه‌ها بوده است. فرض کنید بنگاه ۱۰۰ واحد منابع مالی در اختیار دارد و مخیر است بین تأمین مالی درونی و بیرونی: جدول زیر تغییرات سود خالص استراتژی تأمین مالی بیرونی (سپرده‌گذاری و تقاضای تسهیلات سرمایه در گردش) نسبت به تأمین مالی درونی را نشان می‌دهد:

جدول ۴. سود و زیان بنگاه نمونه

صورت سود و زیان نمونه	
درآمد حاصل از سپرده‌گذاری (R_d)	$100 \times 0/15 = 15$
هزینه دریافت تسهیلات (R_l)	$100 \times 0/18 = (18)$
کاهش مالیات پرداختنی (tR_l)	$18 \times 0/25 = 4/5$
تغییرات سود خالص (به ازای هر ۱۰۰ واحد تسهیلات) نسبت به شرایط تأمین مالی درونی	1/5

تحلیل فوق نشان می‌دهد در صورتی که بنگاه بتواند نرخ اسپرد^۲ (تفاوت نرخ تسهیلات و نرخ سپرده) را به خوبی مدیریت کند، می‌تواند ضمن اجتناب مالیاتی^۳ از تأمین مالی بیرونی منتفع شود. این پدیده بدین معناست که حتی اگر بنگاه منابع نقد در اختیار داشته باشد، به صرفه است که آن را سپرده‌گذاری کرده و از بانک تسهیلات دریافت نماید، زیرا کاهش مالیات پرداختنی وی، نرخ اسپردی که وی می‌پردازد را جبران خواهد کرد. به عبارت دقیق‌تر با فرض نرخ تسهیلات مصوب شورای پول و اعتبار در سال ۱۳۹۷ در صورتی که نرخ اسپرد کمتر از ۶ درصد باشد سپرده‌گذاری در بانک و تأمین مالی از محل تسهیلات سرمایه در گردش به نفع بنگاه خواهد بود.

در سال ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ که مطابق مصوبات شورای پول و اعتبار، اسپرد ۳ درصد است، هزینه فرصت تأمین مالی داخلی بنگاه بیشتر از هزینه فرصت تأمین مالی بیرونی بنگاه بوده و بنگاهی که می‌تواند از

۱. نماگرهای اقتصادی در برخی از سال‌ها نرخ سود سپرده یا تسهیلات را به صورت بازه‌ای گزارش کرده است که در این جدول و تحلیل برای سود سپرده حداقل بازه و برای سود تسهیلات حداکثر بازه (به ضرر استدلال این بخش گزارش) ملاک قرار گرفته است.

۲. که متضمن صرف ریسک و مارک-آپ بانک است.

3. Tax Avoidance



محل منابع مالی درونی تأمین مالی شود را نیز به دریافت تسهیلات تشویق می‌کند. بنابراین معافیت مالیاتی سود سپرده اشخاص حقوقی با مکانیسمی که در سطور فوق توضیح داده شد خود موجب دامن زدن به تقاضای سرمایه در گردش از سوی بنگاه‌ها شده است.

یکی دیگر از سیاست‌هایی که در کشورهای مختلف به‌منظور تشویق بنگاه‌ها برای سرمایه‌گذاری مجدد سود بنگاه و عدم توزیع سود اتخاذ می‌شود، مالیات‌ستانی از سود توزیع شده^۱ است که متأسفانه در کشور ما این سود مشمول مالیات نیست. مالیات‌ستانی از سود توزیع شده موجب می‌شود منابع مالی در داخل بنگاه باقی‌مانده و صرف رشد و توسعه شرکت گردد؛ به عبارت دیگر، هزینه فرصت خروج منابع داخلی از بنگاه‌ها را افزایش می‌دهد.^۲

بنابراین تحلیل‌های فوق نشان می‌دهد که با اهرم مالیات‌ستانی عملاً بنگاه‌ها به عدم استفاده از منابع داخلی تشویق شده‌اند و در چنین شرایطی طبیعی است که تقاضای سرمایه در گردش بالا باشد.

۲-۱-۲. ابزارهای مدیریت ریسک

نبود ابزارهای پوشش ریسک نوسانات قیمت‌های کلیدی و پیشران نظیر مشتقات ارزی، تقاضای احتیاطی برای مواد اولیه بنگاه‌ها را افزایش می‌دهد و بخشی از منابع سرمایه در گردش بنگاه‌ها به تأمین این تقاضا اختصاص خواهد یافت. خریداری مواد اولیه حتی‌الامکان در ابتدای کار برای پیمانکاران با قراردادهای ثابت به صرفه است و این مسئله خود منجر به افزایش چرخه بازگشت وجوه نقد خواهد شد. درحالی که ریسک نوسانات قیمت را می‌توان با ابزارهای مشتقه متغیرهای کلیدی اقتصادی (مثلاً نرخ ارز) حل کرد. در همین راستا مشتقات برخی از مواد اولیه بورس‌پذیر نیز می‌تواند ریسک قیمت تمام شده بنگاه‌ها و پیمانکاران را پوشش داده و بخشی از تقاضای سرمایه در گردش را کاهش دهد و بنگاه به جای خرید مواد اولیه به صورت فیزیکی و افزایش دوره موجودی انبار خود، با خرید آتی مواد اولیه، ریسک مذکور را پوشش دهد.

توسعه بازار سلف موازی استاندارد^۳ محصولات بنگاه‌های تولیدکننده محصولات نهایی نیز می‌تواند امکان تأمین مالی از محل تولیدات آتی بنگاه را فراهم نماید و با کاهش دوره وصول مطالبات، تقاضای سرمایه در گردش بنگاه‌ها را کاهش دهد. البته سلف محصولات برای بنگاه‌های در زنجیره، کمکی به کاهش تقاضای سرمایه در گردش اقتصاد نمی‌کند، بلکه این تقاضا را به بنگاه دیگر منتقل می‌کند، اما می‌توان با توسعه سلف موازی استاندارد برای محصولات نهایی مثل لوازم خانگی در بستر بازار سرمایه، بخشی از سرمایه در گردش بنگاه‌ها را حل و فصل کرد، زیرا در این صورت، بنگاه تولیدکننده محصول نهایی از مصرف‌کننده اعتبار دریافت می‌کند و به تعبیر دقیق‌تر میانگین دوره وصول دریافتی‌های خود را کاهش می‌دهد.

1. Dividend

۲. البته این سیاست از منظر دو بار مالیات‌ستانی محل انتقاد واقع شده است، ولی در اغلب کشورها به دلیل کاهش مطلوبیت توزیع سود، این مالیات‌ستانی وجود دارد.

۳. در سلف استاندارد، عرضه‌کننده مقدار معینی از دارایی پایه را مطابق مشخصات قرارداد سلف استاندارد در ازای بهای نقد به فروش می‌رساند تا در دوره تحویل به خریدار تسلیم نماید. خریدار می‌تواند معادل دارایی پایه خریداری شده را طی قرارداد سلف موازی استاندارد به فروش رساند.

به‌طور خلاصه به‌دلیل وجود برخی از ریسک‌های غیرسیستمی، تقاضای احتیاطی نهاده‌ها و سرمایه درگردش ایجاد می‌شود که می‌توان آن را با معرفی ابزارهای مدیریت ریسک نظیر آتی ارز و نیز آتی برخی از مواد اولیه بورس‌پذیر، کاهش داد. متأسفانه عملکرد کشور در این رابطه قابل قبول نیست. جدول زیر فعال بودن ابزارهای مالی فوق‌الذکر را نمایش می‌دهد. در حال حاضر بورس کالای ایران دو نوع قرارداد آتی (سکه و زعفران) معرفی کرده است که از شهریورماه ۱۳۹۷ نماد آتی سکه متوقف شده است.

جدول ۵. بازار مشتقات ارزی و سلف موازی استاندارد

آتی	
فعال	زعفران رشته‌ای بریده ممتاز (نگین)
فعال	زعفران رشته‌ای درجه یک (پوشال معمولی)
غیرفعال	سکه طلای تمام بهار آزادی طرح امام خمینی (ره)
غیرفعال	زیره سبز
غیرفعال	کنجاله سویا
غیرفعال	شمش طلای ۱۰ اونس
غیرفعال	مفتول مس هشت میلیمتری
غیرفعال	شمش طلای یک اونس
سلف موازی استاندارد	
فعال	اوراق سلف موازی استاندارد مرغ منجمد شرکت گسترش و توسعه صنایع به پرور
فعال	اوراق سلف موازی استاندارد سراتو شرکت سایپا
فعال	اوراق سلف موازی استاندارد پلی استایرن شرکت پتروشیمی انتخاب
فعال	اوراق سلف موازی استاندارد سیمان شرکت سیمان شرق
فعال	اوراق سلف موازی استاندارد سیمان تیپ ۵ شرکت سیمان خوزستان
فعال	اوراق سلف موازی استاندارد شمش فولاد شرکت فولاد کاوه جنوب کیش
فعال	اوراق سلف موازی استاندارد کلاف گرم نوردیده hb۳۷st- شرکت فولاد مبارکه اصفهان
غیرفعال	اوراق سلف موازی استاندارد سنگ آهن شرکت صنعتی و معدنی گل‌گهر
غیرفعال	اوراق سلف موازی استاندارد پی وی سی شرکت پتروشیمی آبادان
غیرفعال	اوراق سلف موازی استاندارد شرکت سنگ آهن دانه‌بندی شده
غیرفعال	اوراق سلف موازی استاندارد سیمان شرکت سیمان سپاهان
غیرفعال	اوراق سلف موازی استاندارد کنسانتره سنگ آهن شرکت صنعتی و معدنی گل‌گهر
غیرفعال	اوراق سلف موازی استاندارد تیر آهن ۱۴ شرکت ذوب آهن اصفهان
غیرفعال	اوراق سلف موازی استاندارد اوره شرکت پتروشیمی پردیس
غیرفعال	اوراق سلف موازی استاندارد اوره گرانول شرکت پتروشیمی شیراز
غیرفعال	اوراق سلف موازی استاندارد گندم شرکت بازرگانی دولتی ایران
غیرفعال	اوراق سلف موازی استاندارد پلی اتیل سنگین شرکت پتروشیمی ایلام
غیرفعال	اوراق سلف موازی استاندارد سیمان شرکت سیمان اصفهان
۲۶ عدد	جمع کل کالاها و اوراق بهادار مبتنی بر کالای پذیرفته شده و معامله شده در بازار مشتقه

مأخذ: سایت فرابورس.



سلف موازی استاندارد کالاهای واسطه‌ای اگرچه مشکل سرمایه در گردش بنگاه‌های تولیدکننده این کالاها را کاهش می‌دهد، ولی تقاضای این سرمایه در گردش را به بنگاه خریدار سلف منتقل می‌کند. ۵ نماد فعال بازار سلف موازی استاندارد مربوط به محصولات غیرنهایی است. توسعه این بازار با هدف تأمین مالی سرمایه در گردش مستلزم معرفی نمادهای محصولات نهایی بنگاه‌هاست و توسعه بازار سلف با این مختصات، می‌تواند راهگشا باشد.

۳-۱-۲. رقابت بنگاه‌ها با استراتژی فروش اعتباری

استراتژی‌های رقابت آثار متفاوتی بر میزان و نوع تقاضای بنگاه برای منابع مالی دارند؛ برای مثال در صورتی که بنگاه نوآوری در تکنولوژی تولید و کاهش هزینه تمام شده با تحقیق و توسعه را به‌عنوان استراتژی رقابت خود انتخاب کرده باشد، بخشی از تقاضای منابع مالی وی از جنس تقاضای منابع از محل صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه خواهد بود. به همین ترتیب در صورتی که نسبه‌فروشی (فروش اعتباری)، استراتژی رقابتی بنگاه‌های تولیدکننده کالای نهایی باشد، این استراتژی با افزایش تقاضای سرمایه در گردش همراه خواهد بود. یکی از موضوعاتی که می‌تواند منجر به افزایش تقاضای سرمایه در گردش بنگاه‌های تولیدکننده کالای نهایی گردد، انتخاب فروش اعتباری، به‌عنوان استراتژی رقابت است که متأسفانه در برخی از صنایع تولیدکننده کالای نهایی در کشور رواج دارد.

۲-۲. عوامل تشدیدکننده

در کنار عوامل زمینه‌ای که در بخش گذشته به آنها اشاره شد، یک‌سری از عوامل هم وجود دارند که موجب تشدید تقاضای سرمایه در گردش بنگاه‌ها شده است. از جمله تورم و بی‌ثباتی اقتصاد کلان که موجب افزایش تقاضای احتیاطی نهاده‌ها و به تبع سرمایه در گردش می‌شود و جهش نرخ ارز که موجب افزایش هزینه بنگاه‌ها شده است.

۲-۲-۱. انتظارات تورمی و بی‌ثباتی اقتصاد کلان

تورم و بی‌ثباتی اقتصاد کلان از آنجایی که قیمت‌های نسبی را دچار اخلاص می‌کند زمینه‌ساز افزایش نااطمینانی در اقتصاد می‌شود. تورم بالا در سال‌های ۱۳۹۶ و ۱۳۹۷ و همچنین وجود انتظارات تورمی باعث شد بنگاه‌ها ترجیح دهند نهاده‌های دوره‌های آتی خود را نیز خریداری نمایند. خریداری نهاده‌های دوره‌های آتی عملاً به معنای افزایش دوره انبار و چرخه بازگشت وجوه (در شکل ۱) بوده و به معنای افزایش تقاضای سرمایه در گردش خواهد بود. بنابراین یکی از عواملی که موجب تشدید تقاضای سرمایه در گردش گردید تورم و انتظارات تورمی در سال‌های اخیر بوده است.

نوسانات نرخ ارز و نااطمینانی ناشی از آن نیز در بسیاری از موارد باعث شد بانک‌ها به‌منظور گشایش اعتبارات اسنادی مبلغ پیش‌پرداخت بیشتری را از بنگاه مطالبه نمایند و عملاً بنگاه‌ها نسبت به گذشته

به منابع نقدی بیشتری برای گشایش و تسویه اعتبارات اسنادی نیازمند بودند تا بتوانند نهادهای وارداتی تولید را تأمین نماید.

۲-۲-۲. افزایش هزینه بنگاه‌ها

تابع تولید اقتصاد کشور به شدت وابسته به نهادهای وارداتی است و نرخ ارز یکی از متغیرهایی است که در زمان تخلیه آثار تورمی رشد نقدینگی، جهش قیمتی را تجربه می‌کند؛ بنابراین تورم با مختصات جهش قیمت ارز در درجه اول موجب افزایش قیمت نهادهای بنگاه‌ها می‌شود و از آنجایی که جانشینی نهادهای تولید در کوتاه مدت امکانپذیر نیست، هزینه عملیاتی بنگاه‌ها را (به تناسب سهم نهادهای وارداتی از کل نهادهای) بالا می‌برد. با این توضیح عملاً بخشی از افزایش رقابت پذیری حاصل از افزایش نرخ ارز با افزایش قیمت تمام شده محصولات، خنثی می‌شود.

برای تقریب به ذهن دو دسته از بنگاه‌ها را می‌توان در نظر گرفت که اولی نهادهای وارداتی دارد ولی صادرات ندارد و دومی صادرات دارد ولی در مواد اولیه به واردات نیازمند نیست. با جهش نرخ ارز بنگاه‌های دسته اول با شوک هزینه‌ای مواجه خواهند شد، اما بنگاه‌های دسته دوم به دلیل افزایش رقابت پذیری و افزایش صادرات، با شوک درآمدی روبه‌رو خواهند بود. در شرایطی که بنگاه‌ها با شوک هزینه مواجه می‌شوند، از آنجایی که در کوتاه مدت نمی‌توان انتظار تغییر تابع تولید داشت، باید با تسهیل تأمین مالی بیرونی، به بنگاه فرصت داد تا ساختار هزینه‌ای خود را متناسب با قیمت‌های نسبی جدید اصلاح کند و با اتکا به درآمدهای آتی (پس از اصلاح ساختار هزینه‌ای)، مسیر تولید خود را هموار سازد. به عبارت روشن‌تر، در شرایط بروز شوک هزینه، نیاز بنگاه‌های دسته اول یا طیفی از بنگاه‌ها نزدیک به شرایط دسته اول به سرمایه در گردش افزایش می‌یابد.

عدم به روزرسانی قیمت‌های دستوری از سوی نهادهای ذی ربط و یا تعیین قیمت محصولات نهایی بدون توجه به عوامل هزینه‌ای بنگاه‌ها نیز این مشکل را تشدید می‌کند.

۳. عرضه سرمایه در گردش

۳-۱. تحلیل توان و تمایل نظام بانکی

بی شک بانک‌ها مهم‌ترین نهاد تأمین سرمایه در گردش در اقتصاد کشور تلقی می‌گردند و در تبیین وضعیت عرضه سرمایه در گردش، نقش محوری دارند. در تحلیل عرضه سرمایه در گردش نیز می‌توان عوامل مؤثر بر کاهش این متغیر را به دو طبقه عوامل زمینه‌ای و تشدیدکننده تقسیم کرد. مهم‌ترین عامل زمینه‌ای که به ویژه در سال‌های اخیر، توان اعطای تسهیلات (اعم از سرمایه در گردش و ایجاد) بانک‌ها را کاهش داده و در پی آن تأمین مالی سرمایه در گردش را نیز دچار اخلال کرده است، مسئله شکاف ترازنامه‌ای و سهم بالای دارایی‌های موهومی و نیز دارایی‌های منجمدی است که هیچ جریان



نقدی برای بانک‌ها ندارند. این مطلب در کنار رشد بالای سپرده‌ها (از محل پرداخت سود سپرده)، عملاً هزینه مالی یا هزینه تسهیلات‌دهی بانک‌ها را افزایش می‌دهد و توان تسهیلات‌دهی آنها را کاهش خواهد داد که این مسئله در گزارش‌های متعددی از سوی مرکز پژوهش‌ها تبیین و تحلیل شده است.^۱

ذکر این نکته هم لازم است که وضعیت فعلی شبکه بانکی مهم‌ترین محدودیت برای چاره‌اندیشی معضل سرمایه در گردش بنگاه‌هاست، زیرا با توجه به افزایش احتمال نکول به دلیل رکود و افزایش احتمال ناتوانی بنگاه‌های دریافت‌کننده تسهیلات در ایفای تعهدات خود به بانک‌ها، فشار به بانک‌های ضعیف برای اعطای تسهیلات سرمایه در گردش (راهکار رایج از سوی دولت در سنوات گذشته) در عین ناتوانی این بانک‌ها در تأمین مالی، موجب افزایش مطالبات غیرجاری، زیان انباشته و درنهایت بزرگ‌تر شدن شکاف دارایی- بدهی این بانک‌ها می‌شود و هزینه اصلاح نظام بانکی را افزایش می‌دهد.

از سوی دیگر شرایط رکودی به‌عنوان مهم‌ترین عامل تشدیدکننده موجب می‌شود، بانک‌های غیردولتی تمایلی به بسط ترازنامه و اعطای تسهیلات بیشتر نداشته باشند. هدف بانک‌های غیردولتی سالم، سودآوری و استحکام مالی است و اعطای تسهیلات سرمایه در گردش در شرایط رکودی که احتمال نکول افزایش می‌یابد، لزوماً با هدف مذکور سازگار نبوده و پیش‌بینی می‌شود بانک‌های غیردولتی سالم، اعطای تسهیلات و بزرگ‌تر شدن ترازنامه خود را محدود کنند.

جدول ۶. دسته‌بندی بانک‌ها براساس توان و تمایل تأمین مالی در شرایط رکودی

عنوان	صحت و سلامت	موانع پیش رو
بانک دولتی	سالم	دارای تمایل (سیاستی) و توان تأمین مالی
	ضعیف	دارای تمایل ولی عدم توان تأمین مالی
بانک غیردولتی	سالم	دارای توان ولی عدم تمایل تأمین مالی
	ضعیف	عدم تمایل و عدم توان تأمین مالی

بنابراین معضل عدم توان تسهیلات‌دهی به‌عنوان عامل زمینه‌ای در کنار ناسازگاری انگیزشی بانک‌های غیردولتی با همراهی پولی در شرایط رکودی، به مثابه عامل تشدیدکننده موجب شده است که تأمین مالی سرمایه در گردش از سوی شبکه بانکی با مشکل مواجه شود.

۲-۳. روش‌های تأمین سرمایه در گردش

به‌طور کلی هر بنگاهی برای تأمین سرمایه در گردش دو راه کلی-تأمین مالی درونی یا بیرونی- را پیش روی خود دارد و می‌توان با توجه به هزینه هریک از آنها، انتخاب بنگاه را تحلیل کرد. سازوکارهای مطلوب باید به نحوی ساماندهی شود که بنگاه از منابع درونی برای سرمایه در گردش استفاده کند و در صورت

۱. گزارش معمای نرخ سود بانکی: کالبدشکافی بحران اعسار در برخی نهادهای مالی مجاز به شماره مسلسل ۱۴۳۱۶، گزارش اعسار پنهان در نظام بانکی ایران (چیستی، ابعاد و ریشه‌ها) به شماره مسلسل ۱۵۵۱۴ و گزارش بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۸ کل کشور ۵۴. افزایش سرمایه بانک‌های دولتی به شماره مسلسل ۱۶۳۸۱۱-۱.

عدم کفایت به تأمین مالی بیرونی فکر کند. تحلیل بخش پیش نشان داد که به واسطه نظام انگیزشی مالیاتی، تأمین مالی درونی در بنگاه‌های کشور به شدت تضعیف شده و همین مسئله یکی از چالش‌های افزایش تقاضای سرمایه در گردش در کشور تلقی می‌شود. صرف‌نظر از این مطلب، روش‌های تأمین مالی سرمایه در گردش را می‌توان به صورت زیر تقسیم‌بندی کرد:^۱

جدول ۷. روش‌های تأمین سرمایه در گردش

منبع و روش تأمین مالی سرمایه در گردش			مناسب برای بنگاه‌های
از شبکه بانکی	اعطای اعتبار و تسهیلات	تسهیلات بدون توثیق	بزرگ
	تأمین مالی سبانه تجاری ^۲	تسهیلات با توثیق دارایی	تمامی بنگاه‌ها
		فکتورینگ (واگذاری اسناد دریافتنی)	تمامی بنگاه‌ها
		تنزیل (تنزیل اسناد دریافتنی)	تمامی بنگاه‌ها
از بازار سرمایه	انتشار اوراق تجاری	فکتورینگ معکوس (تأمین مالی زنجیره)	کوچک و متوسط
			بزرگ

تسهیلات بدون توثیق دارایی^۳ ساده‌ترین و درعین حال رایج‌ترین شیوه تأمین مالی سرمایه در گردش قلمداد می‌شود. از آنجایی که بانک وثیقه‌ای در قبال این تسهیلات دریافت نمی‌کند رابطه نزدیک و بلندمدت بانک و بنگاه و سابقه اعتباری آن در این شیوه تأمین مالی بسیار حیاتی است.^۴

تسهیلات با توثیق دارایی^۵ به تأمین مالی مبتنی بر دارایی‌های بنگاه نظیر موجودی انبار مواد اولیه یا محصولات، حساب‌های دریافتنی و ... اطلاق می‌شود. تسهیلاتی که با پشتوانه وثایق معمول نظیر املاک و ... اعطا می‌شوند برای تأمین مالی کوتاه‌مدت مناسب نبوده و در اینجا نیز منظور وثیقه‌گیری دارایی‌های غیرمعمول در شبکه بانکی ایران است. برای مثال، اعطای وام با توثیق موجودی انبار، یکی از انواع روش‌های تأمین مالی با توثیق دارایی است. البته برای اجرای این شیوه تأمین مالی به یک شرکت انبارداری^۶ نیاز است تا به صورت تخصصی موجودی انبار را ارزیابی کند و تا زمانی که وام بازپرداخت نشده، آن را اصطلاحاً زیر کلید ببرد.

خط اعتباری غلطان^۷ نیز نوعی از تسهیلات بانکی (با یا بدون وثیقه) برای تأمین مالی سرمایه در

۱. تقسیم‌بندی‌های دیگری نیز در گزارش مرکز پژوهش‌ها با عنوان «موانع و راهکارهای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه» با شماره مسلسل ۱۶۶۷۷ وجود دارد و قابل استفاده است.

2. Invoice financing

3. Unsecured Loan

4. Marcus, A. J & ,Brealey, R. A., Myers, S. C (۲۰۰۱). Fundamentals of Corporate Finance. McGraw-Hill و گزارش آسیب‌شناسی نظام بانکی ۱۲. الگوها و مبانی نظری رابطه بانک و بنگاه و تحلیل آن در نظام بانکی ایران به شماره مسلسل ۱۴۸۶۶.

5. secured Loan

6. field warehousing

7. Revolving line of credit



گردش بوده و مهم‌ترین ویژگی آن عدم سررسید و عدم پرداخت دوره‌ای اقساط است. با ارزیابی دارایی‌های جاری بنگاه، تسهیلات در اختیار بنگاه قرار می‌گیرد و بنگاه نیز در مقابل تا زمانی که تسهیلات را باز پرداخت نکرده به بانک سود می‌پردازد.^۱

در روشی دیگر، بانک با **اعطای حد اعتباری** برای هر بنگاه یک سقف اعتباری در نظر می‌گیرد و بنگاه می‌تواند تا سقف اعتباری مذکور تسهیلات دریافت کند. این سقف اعتباری به‌صورت سالیانه تجدیدنظر می‌شود و در صورتی که سابقه اعتباری بنگاه بدحسابی نشان دهد در گام اول کاهش و در نهایت متوقف خواهد شد.

بخش قابل توجهی از تسهیلات سرمایه در گردش با تکیه بر **سیاهه تجاری** بنگاه اعطا می‌شود. بنگاه می‌تواند اسناد دریافتی خود را نزد یک نهاد مالی تنزیل کند و یا آن را به نهاد مالی (نهاد فکتور) واگذار نماید. **نهاد فکتور** در ازای دریافت حساب‌های دریافتی، وجه نقد در اختیار بنگاه قرار می‌دهد و در بیشتر موارد، خود، اسناد مذکور را در سررسید وصول می‌کند. این روش به‌واسطه پذیرش ریسک نکول مشتریان، یکی از روش‌های پرهزینه تأمین مالی قلمداد می‌گردد.

تفاوت تنزیل با **فکتورینگ** در نحوه وصول سند دریافتی است. در فکتورینگ^۲ مشتری بنگاه باید با بانک تسویه نماید و در صورتی که به‌جای بانک با بنگاه تسویه نماید، بدهی وی تسویه نشده تلقی می‌شود. در فکتورینگ غالباً ریسک نکول سند دریافتی به بانک منتقل می‌شود درحالی که در تنزیل چنین نیست. به‌منظور کاهش ریسک نکول در روش **فکتورینگ معکوس** بانک اسناد پرداختی بنگاهی که سابقه اعتباری خوبی نزد او دارد را خریده و با این روش:

۱. بنگاه را از پرداخت‌های نقدی‌اش معاف می‌کند

۲. در وصول با یک بنگاه خوشنام مواجه است نه انبوهی از مشتریان

۳. مطمئن خواهد بود که منابع صرف خرید مواد اولیه و تولید شده است.

اوراق تجاری^۳ روش تأمین مالی بازارمحور به‌منظور سرمایه در گردش بنگاه‌هاست که معمولاً درخصوص شرکت‌های بزرگ کاربرد دارد. این اوراق معمولاً با سررسید کمتر از یک‌سال و معمولاً دوماهه منتشر می‌شود. این اوراق معمولاً با تضمین یک بانک منتشر می‌شود و ریسک اعتباری اندکی دارد.^۴ باید به این نکته توجه داشت که سرعت دسترسی به تسهیلات سرمایه در گردش بسیار مهم‌تر از سایر تسهیلات است و بنگاه در این نوع از تسهیلات، تمایل به پرداخت^۵ بیشتری دارد. عدم دسترسی به سرمایه

۱. حامد قدوسی، «سیاست‌های پیشنهادی برای بهبود نظام سرمایه در گردش در ایران»، اقتصاد ایران، تهران، ۱۳۹۵.
۲. برای مطالعه بیشتر درخصوص فکتورینگ مراجعه شود به گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس با عنوان «کاربرد فکتورینگ در تأمین مالی بنگاه‌ها و معرفی شیوه‌های تأمین مالی مبتنی بر قرارداد» به شماره مسلسل ۱۶۴۱۷.

3. Commercial Paper

4. Brealey, R. A., Myers, S. C & , Marcus, A. J.(2001) Fundamentals of Corporate Finance . Newyork: McGraw-hill .

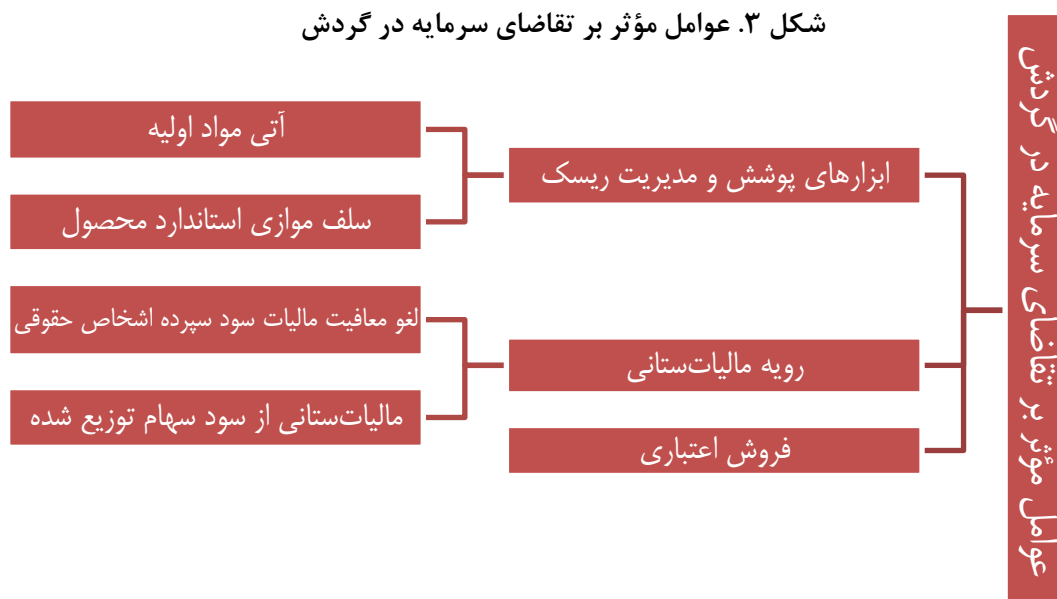
5. Willingness to Pay

در گردش موجب تعطیلی خط تولید، استهلاک سرمایه فیزیکی و نیروی کار و افزایش هزینه‌های ناظر به بازاریابی و ... می‌شود و با این توصیف **هزینه** عدم دسترسی به سرمایه در گردش، بیشتر از تسهیلات ایجاد می‌شود. از سویی دیگر **فرصت** عدم دسترسی به تسهیلات سرمایه در گردش نیز به شدت بالاست، زیرا برای مثال ۱۰۰ میلیارد ریال سرمایه در گردش می‌تواند یک شرکت با حجم فروش ۵ هزار میلیارد ریالی را فعال کند و چند برابر مبلغ سرمایه در گردش، سود عاید شرکت گرداند. با این توضیحات تمایل به پرداخت بنگاه در تسهیلات سرمایه در گردش بیشتر از تسهیلات ایجاد و سرمایه‌گذاری جدید است.

۴. پیشنهادهای بهبود تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه‌ها

همان‌گونه که در بخش گذشته تبیین شد یکی از موضوعاتی که حل مسئله سرمایه در گردش بنگاه‌ها را دشوار کرده تقاضای بالای آن در اقتصاد کشور است. بنابراین بخشی از راه‌حل‌ها و راهکارهای ناظر به بهبود وضعیت تأمین مالی سرمایه در گردش در کشور به **مدیریت تقاضای سرمایه در گردش** باز می‌گردد که به‌طور خلاصه در شکل ۳ نشان داده شده است.

شکل ۳. عوامل مؤثر بر تقاضای سرمایه در گردش



توسعه بازارهای مشتقه مواد اولیه می‌تواند موجب کاهش تقاضای احتیاطی سرمایه در گردش و خروج این نوع از تقاضا از بازار گردد. سلف موازی استاندارد محصولات نهایی بنگاه‌های با محصولات همگن نیز خواهد توانست تأمین مالی سرمایه در گردش براساس محصولات آتی بنگاه را امکانپذیر نماید. اصلاح رویه مالیات‌ستانی نیز می‌تواند بنگاه را به تأمین مالی درونی تشویق کند. تغییر استراتژی بنگاه‌های تولیدکننده محصولات نهایی در رقابت نیز می‌تواند با شاخص قرار دادن فروش نقدی در اعطای تسهیلات



سرمایه در گردش تا حدودی تغییر کند. پیش‌بینی می‌شود، انجام اصلاحات فوق بخش قابل توجهی از تقاضای سرمایه در گردش را کاهش دهد.

در سمت عرضه سرمایه در گردش، باید به بهبود عرضه از مسیر بازار سرمایه و بانک‌ها و مؤسسات اعتباری فکر کرد.

۴-۱. تأمین مالی از بازار سرمایه

نمودار زیر نشان می‌دهد، سهم بازار سرمایه از تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌ها در اقتصاد ایران بسیار ناچیز و در حدود ۲ درصد است، تأمین مالی از مسیر بازار سرمایه برای شرکت‌های بزرگ و دارای صورت مالی شفاف امکانپذیر و قابل اجراست. بنابراین یکی از ظرفیت‌هایی که می‌تواند در عرضه سرمایه در گردش فعال شود، تأمین مالی مستقیم از محل بازار سرمایه است. لکن در این راستا موانعی پیش روی بنگاه‌ها وجود دارد که عبارتند از:

۱. نرخگذاری دستوری صکوک با ضامن بانکی،

۲. عدم تعریف رتبه‌بندی به‌عنوان ارکان انتشار اوراق،

۳. زمانبر بودن (هزینه غیربهره‌ای) انتشار صکوک.

در دستورالعمل ناظر بر سیاست‌های پولی و اعتباری در سال ۱۳۹۴ که در نظام بانکی لازم‌الاجرا دانسته شده، تصریح شده است که نرخ صکوک منتشره با مجوز بانک مرکزی، از سوی بانک مرکزی تعیین می‌شود و نرخ صکوکی که با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار صادر می‌شود و دارای ضمانت مؤسسات اعتباری است، با هماهنگی بانک مرکزی تعیین خواهد شد.^۱ با توجه به اینکه به‌واسطه عدم الزام به رتبه‌بندی و سازوکارهای مربوط به آن و ریسک‌گریزی سازمان بورس و اوراق بهادار، بخش قابل ملاحظه‌ای از صکوک منتشر شده با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار، با ضمانت بانک‌هاست، عملاً بانک مرکزی تعیین‌کننده نرخ این صکوک است. این نرخگذاری سبب می‌شود تا در عرضه اولیه، این اوراق فروش نرود و متعهد پذیرهنویس و بازارگردان نیز که از این مسئله آگاهی دارند به نحوی دیگر با افزایش هزینه غیربهره‌ای، این هزینه را از بنگاه دریافت کرده و منافع این رویه در فرایندی غیرشفاف، به صاحبان واحد صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیرمجموعه ارکان انتشار اوراق می‌رسد. به عبارت دیگر در نتیجه نرخگذاری دستوری صکوک ناسازگار با شرایط بازار و فقدان رتبه‌بندی صکوک و شرکت‌های منتشرکننده آن، هزینه‌های انتشار صکوک افزایش یافته و ساختارهای مذاکره‌ای غیرشفاف بر نرخگذاری اوراق مالی اسلامی رواج پیدا کرده است. به عبارت دیگر اگرچه در ظاهر امر، نرخ اسمی صکوک بسیار پایین است، اما هزینه تأمین مالی از طریق صکوک، به‌واسطه هزینه‌های غیربهره‌ای، بسته به شرایط بازار، تا حدود ۱۰ درصد بالاتر از نرخ اسمی خواهد بود.

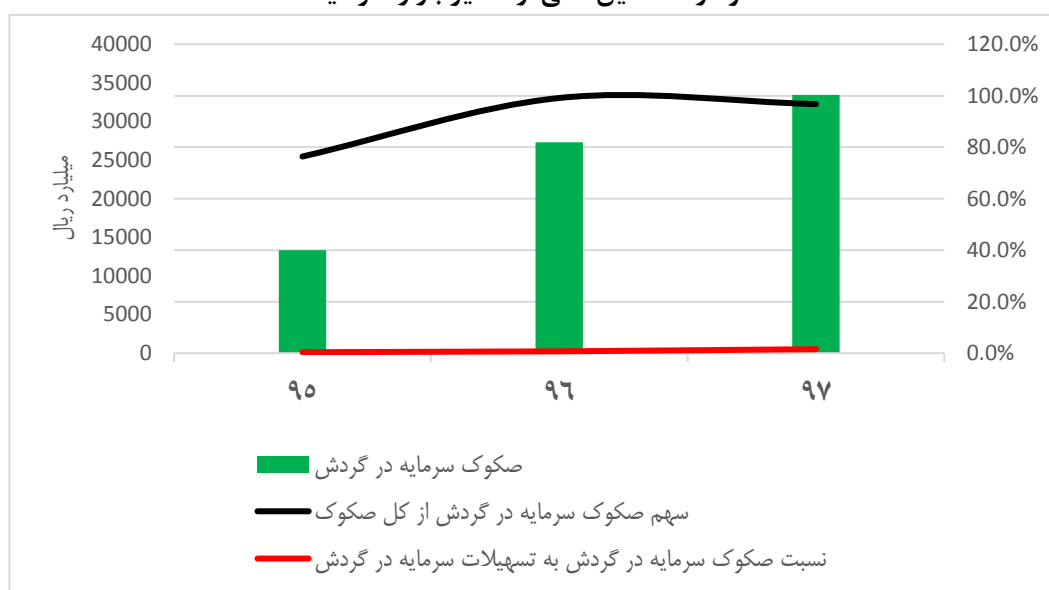
براساس مطالعه انجام شده، طبق نظر بنگاه‌های منتشرکننده صکوک در بازار سرمایه، هزینه

1. <https://www.cbi.ir/simplelist/2722.aspx>

غیربهره‌ای انتشار صکوک حدود ۱۰٪ بوده است که حدود ۷٪ مربوط به متعهد پذیرهنویس، بازارگردان و مشاور عرضه (شرکت‌های تأمین سرمایه) است. حدود ۲٪ هزینه‌ها مربوط به رکن ضامن و یک تا دو درصد سایر هزینه‌های انتشار صکوک است.^۱

پافشاری بانک مرکزی بر این نرخ درحالی اتفاق می‌افتد که نرخ سود سپرده در بانک‌های غیردولتی و حتی نرخ مؤثر اسناد خزانه اسلامی نیز در مقایسه با صکوک غیردولتی بسیار بیشتر بوده است.

نمودار ۷. تأمین مالی از مسیر بازار سرمایه



مأخذ: محاسبات تحقیق براساس داده‌های سایت بورس تهران و فرابورس.

گذشته از این مطلب، فرایند انتشار صکوک در بازار سرمایه به شدت زمانبر است و این مسئله را می‌توان به عنوان هزینه غیربهره‌ای انتشار صکوک در کشور تعبیر کرد. برای مثال، مدت زمان تقریبی انتشار صکوک در چند شرکت به شرح زیر بوده است:

جدول ۸. بازه زمانی فرایند انتشار اوراق

شرکت	نماد	نوع صکوک	مدت زمان تقریبی
مبین نت	مبین ۰۱۱	اجاره	۶ ماه
پدیده شیمی قرن	قرن ۹۹	مراجعه	۸ ماه
ریل کوثر سیر	ریل ۱۴۰۱	اجاره	۵ ماه
مخابرات	صخابر ۱۰۲	اجاره	۳ ماه

مأخذ: سامانه کدال.

۱. برای توضیحات مفصل‌تر مراجعه شود به گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی با عنوان: چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک به شماره مسلسل ۱۶۶۲۳.



گفتگو با منتشرکنندگان این اوراق نشان می‌دهد نیمی از این زمان صرف اخذ تأییدیه از بانک مرکزی می‌شود. تحکیم نهاد رتبه‌بندی که از سال ۱۳۹۶ در بازار سرمایه آغاز به کار کرده و تعریف آن به عنوان یکی از ارکان انتشار اوراق می‌تواند با کاهش نیاز به ضمانت بانک‌ها، مشکلات وابسته به این مسئله را از میان برداشته و هزینه تأمین مالی را برای بنگاه‌های خوش سابقه کاهش دهد. به صورت خلاصه برای استفاده از ظرفیت‌های بازار سرمایه در تأمین مالی سرمایه در گردش پیشنهادی زیر ارائه می‌شود:

۱. خودداری بانک مرکزی از اعمال نرخ سود دستوری بنگاه‌های با ضامن بانکی،
۲. تعریف رتبه‌بندی به عنوان یکی از ارکان انتشار اوراق و حذف رکن ضامن،
۳. کوتاه کردن زمان انتشار صکوک برای بنگاه‌ها.

۲-۴. تأمین سرمایه در گردش از شبکه بانکی

۱-۲-۴. افتتاح حساب ویژه ذیل ماده (۲۱) قانون رفع موانع تولید

در بخش معرفی روش‌های تأمین مالی سرمایه در گردش اشاره شد که یکی از این روش‌ها، اعطای حد اعتباری به بنگاه‌ها براساس معیارهایی از جمله اعتبارسنجی است. مزیت این روش دسترسی سریع به تسهیلات و بدون طی مراحل اداری است و این مزیت در تسهیلات سرمایه در گردش از اهمیت بسزایی برخوردار است. ماده (۲۱) قانون رفع موانع تولید (مصوب ۱۳۹۴) بانک‌ها را ملزم به افتتاح حساب ویژه واحد، برای بنگاه‌های متقاضی ساخته و زمینه را برای اعطای تسهیلات سرمایه در گردش، در چارچوب «اعتبار در حساب جاری» امکانپذیر کرده است. از سوی دیگر سازوکارهایی که این ماده تعریف کرده است انحراف منابع را کاهش داده و تخصیص تسهیلات را بهینه‌تر می‌کند. لذا اعطای تسهیلات سرمایه در گردش در چارچوب این سازوکار مزیت‌هایی در راستای بهینگی تخصیص منابع دارد که برخی از آنها عبارتند از:

۱. با درجه اطمینان بالایی، منابع سرمایه در گردش تنها صرف خرید مواد اولیه و پرداخت‌های قانونی شده و از انحراف آنها جلوگیری می‌شود.

۲. متناسب با فروش اظهار شده به سازمان امور مالیاتی و منتقل شده به حساب ویژه، تسهیلات سرمایه در گردش پرداخت می‌شود (بنگاه‌های شفاف و سالم تشویق می‌شوند).
۳. با توجه به تعریف سقف اعتباری برای هر بنگاه، تسهیلات به سرعت و بدون طی فرایندهای زمانبر در اختیار بنگاه قرار می‌گیرد.

به‌رغم اینکه تصویب این قانون در سال ۱۳۹۴ صورت گرفت و ظرفیت‌های زیادی برای بهبود شرایط تأمین مالی داشت، تاکنون هیچ عملکردی نداشته است.^۱ قانون، بانک مرکزی را مکلف کرد، ضمن تعریف سازوکارهای تشویقی و تنبیهی دستورالعمل اجرایی این ماده را ظرف مدت سه ماه پس از ابلاغ

۱. گزارش مرکز پژوهش‌ها با عنوان «عملکرد قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور در حوزه بازارهای مالی» به شماره مسلسل ۱۶۳۶۳.

به تصویب شورای پول و اعتبار برساند. متأسفانه دستورالعمل مصوب شورای پول و اعتبار در یک هزار و دویست و هشتمین جلسه مورخ ۱۳۹۴/۷/۲۸ بدون تعریف مکانیسم‌های انگیزشی برای بانک‌ها و بنگاه‌ها و اساساً از جهاتی از متن قانون نیز ضعیف‌تر تصویب شد. به همین دلیل، این دستورالعمل بانک مرکزی را باید مهم‌ترین مانع اجرایی شدن ظرفیت‌های ماده (۲۱) قانون رفع موانع و عملکرد نداشتن این ماده از قانون پس از گذشت ۴ سال از ابلاغ آن است.

متأسفانه بانک مرکزی به دستورالعمل مصوب خود نیز پایبند نبود و از تعهداتی که شورای پول و اعتبار در دستورالعمل مذکور بانک مرکزی را بدان ملزم ساخته بود نیز تخطی کرد. ماده (۵) و تبصره ماده (۶) افتتاح حساب ویژه را منوط به اخذ شماره پیگیری خاص از بانک مرکزی و بانک مرکزی را مکلف به طراحی سازوکار عملیاتی و ابلاغ آن به شبکه بانکی کرد. اما بانک مرکزی تاکنون چنین سازوکاری را طراحی و به بانک‌ها ابلاغ نکرده است و عملاً در صورتی که بانک‌ها و بنگاه قصد استفاده از این مکانیسم را داشتند نیز به دلیل این تعلل بانک مرکزی محروم شده‌اند. با این اوصاف اصلاح دستورالعمل اجرایی ماده (۲۱) قانون رفع موانع تولید، گام مهمی در بهینه‌سازی اعطای تسهیلات سرمایه در گردش بنگاه‌ها قلمداد می‌شود. مهم‌ترین محورهای اصلاحی که باید لحاظ شود به شرح زیر است:

محور اول: طراحی نظام انگیزشی

۱. ایجاد انگیزه برای بانک‌ها: برای مثال از طریق اعطای پایه پولی (خط اعتباری) به صورت فعالانه و هدفمند به بانک‌های درگیر متناظر با میزان تسهیلات اعطایی حساب ویژه با هدف انگیزه‌دهی به بانک‌ها برای اعطای تسهیلات و نیز کاهش نسبت سپرده قانونی منابع حساب ویژه بنگاه‌ها با هدف انگیزه‌دهی برای افتتاح حساب ویژه.

۲. ایجاد انگیزه برای بنگاه‌ها: شفافیت مخارج و درآمدها در چارچوب حساب ویژه یک انگیزه منفی قابل توجه برای بنگاه‌ها ایجاد می‌کند و برای ورود آنها به این سازوکار باید انگیزه کافی برای آنها ایجاد شود. از جمله از طریق:

- دریافت تسهیلات سریع و احتمالاً ارزان‌تر به واسطه کاهش نسبت سپرده قانونی حساب‌های ویژه،
- الزام واریز تمام پرداخت‌های دولتی (از محل خزانه) به حساب ویژه بنگاه‌های طرف حساب دولت.

محور دوم: طراحی سامانه جامع حساب ویژه سرمایه در گردش

در این سامانه، حساب ویژه یکتا به بنگاه‌های متقاضی تخصیص داده می‌شود و بنگاه برای دستور پرداخت باید شناسه اقتصادی واحد فروشنده مواد اولیه و نهاده‌ها را در سامانه ثبت نماید. این سامانه زنجیره هر بنگاه را شفاف و مشخص می‌کند و احتمال انحراف منابع اختصاص یافته به سرمایه در گردش (پرداخت صوری به بنگاه دیگر برای کاهش موجودی و استفاده سقف اعتبار) را کاهش می‌دهد زیرا مبادلات حساب



ویژه به سازمان امور مالیاتی گزارش شده و مبنای مالیات‌ستانی خواهد شد. البته می‌توان از ظرفیت‌های سامانه جامع مؤدیان مالیاتی و صندوق مکانیزه فروش نیز برای هدف مذکور استفاده کرد و این دو سامانه را به حساب ویژه هر بنگاه متصل کرد.

محور سوم: معیارهای سیاستگذارانه برای تعیین سقف اعتباری

سقف اعتباری هر بنگاه باید براساس ضوابطی که مد نظر سیاستگذار و بانک است، تعیین شود. برای مثال مکانیسمی که قانون دیده است میزان فروش و واریز درآمد وصولی به حساب ویژه در سال گذشته است. میزان تسهیلات غیرجاری بنگاه، صادرات، بازگشت ارز و ایفای تعهدات پیمان‌سپاری و ... می‌تواند ازجمله پارامترهای مؤثر بر سقف اعتباری بنگاه باشد.

۴-۲-۲. تأمین مالی مبتنی بر سیاهه‌های تجاری

یک دسته از روش‌های تأمین مالی سرمایه در گردش مبتنی بر سیاهه‌های تجاری اتفاق می‌افتد. درواقع این شیوه تأمین مالی کمک می‌کند بنگاه یکی از دارایی‌های جاری خود را (اسناد دریافتنی) به وجه نقد تبدیل کند و درجه نقدشوندگی دارایی‌های جاری را افزایش می‌دهد. ازجمله این روش‌ها **تنزیل اسناد دریافتنی، فکتورینگ و فکتورینگ معکوس یا تأمین مالی زنجیره عرضه** هستند.

فرض کنید شرکت فولادی، مواد اولیه شرکت قطعه‌ساز را در اختیار وی قرار می‌دهد و چک ۳ ماهه دریافت می‌کند. اکنون شرکت فولادی برای خرید انرژی نیازمند تسویه با شرکت ملی گاز است و به نقدینگی نیاز دارد. شرکت فولادی می‌تواند چک دریافتی از شرکت قطعه‌ساز را با نرخی نزد بانک تنزیل کرده و مطالبات ۳ ماهه آتی خود را هم‌اکنون وصول و با شرکت ملی گاز نقداً تسویه نماید. در این حالت شرکت فولادی با ظهورنویسی چک، ریسک نکول شرکت قطعه‌ساز را می‌پذیرد و در صورت عدم ایفای تعهدات، شرکت فولادی مسئول خواهد بود. یکی دیگر از رویه‌های رایج در تأمین سرمایه در گردش مبتنی بر سیاهه تجاری، **پرداخت تسهیلات به‌منظور ایفای تعهدات مالیاتی شرکت‌ها در قالب عقد خرید دین** است. برگه تشخیص مالیاتی مبنای بانک به‌منظور پرداخت تسهیلات قرار می‌گیرد و تسهیلات به حساب سازمان امور مالیاتی واریز شده و شرکت می‌تواند مفاصاحساب دریافت نماید و با توزیع فشار نقدینگی در طول ماه‌های بازپرداخت تسهیلات، وضعیت جریان نقد شرکت را بهبود دهد.

۴-۲-۲-۱. فکتورینگ

نوعی دیگر از تأمین مالی مبتنی بر اسناد دریافتنی **فکتورینگ** است که در چارچوب آن، اسناد دریافتنی به نهاد فکتور (مثلاً بانک) واگذار می‌شود، و نهاد فکتور درصدی از مطالبات بنگاه را به وی پرداخت می‌کند. مشتری بنگاه (شرکت قطعه‌ساز) موظف است پس از واگذاری اسناد دریافتنی، تعهدات خود را تنها به نهاد فکتور پرداخت کند و در صورت پرداخت به شرکت فولادی، بری‌الذمه نخواهد شد.

فکتورینگ نسبت به پذیرش یا عدم پذیرش ریسک نکول مشتری نیز به دو دسته تقسیم می‌شود. در صورتی که پیمانکار ریسک عدم پرداخت کارفرما را بپذیرد؛ با تخلف کارفرما قرارداد واگذاری مطالبات لغو می‌شود. در این شرایط پیمانکار موظف است مبالغ پرداختی نهاد مالی را بازگرداند. به این شیوه واگذاری مطالبات قراردادی، فکتورینگ با امکان اعاده^۱ گفته می‌شود. در حالت دوم قرارداد، نهاد فکتور ریسک تخلف کارفرما در پرداخت را می‌پذیرد. به گونه‌ای که اگر مشتری (شرکت قطعه‌ساز) حق قراردادی را نپردازد؛ پیمانکار هیچ مسئولیتی در این خصوص نخواهد داشت که اصطلاحاً به فکتورینگ بدون امکان اعاده^۲ معروف است.

شرایط پذیرش ریسک نکول مشتری توسط نهاد تأمین مالی (فکتور) به‌طور شفاف در قرارداد واگذاری تصریح می‌شود. برای مثال در برخی موارد این موضوع ذکر می‌شود که پذیرش ریسک صرفاً محدود به اثبات ورشکستگی کارفرماست. لذا مواردی مانند اختلاف فنی بین کارفرما و پیمانکار مشمول این پذیرش ریسک نخواهد بود و پیمانکار همچنان باید پاسخگو و مسئول بازپرداخت مطالبات قرارداد باقی بماند. در فکتورینگ نهاد فکتور اسناد دریافتنی یک بنگاه را فکتور می‌کند و در عمل برای دریافت مطالبات خود با طیف وسیعی از مشتریان بنگاه تولیدی روبه‌رو خواهد بود. برای مثال اگر اسناد دریافتنی شرکت ذوب‌آهن فکتور شود، نهاد فکتور در وصول مطالبات خود با شرکت کرو، راه‌آهن، مپنا و شرکت‌های دیگر مواجه خواهد بود که لزوماً رابطه مالی با نهاد فکتور ندارند. این مسئله در شرایطی محدودکننده‌تر می‌شود که مشتریان شرکت، شرکت‌های کوچک و متوسط باشند. به‌منظور رفع این مشکل، روش فکتورینگ معکوس معرفی شده است.

۲-۲-۴. فکتورینگ معکوس

در روش **فکتورینگ معکوس** نهاد فکتور تمام یا بخشی از اسناد پرداختنی بنگاهی که نیازمند تأمین مالی سرمایه در گردش است را پرداخت می‌کند. برای مثال اسناد پرداختنی ایران خودرو به شرکت کرو را دریافت کرده و علاوه بر تأمین مالی شرکت ایران خودرو، شرکت‌های کوچک و متوسط قطعه‌ساز نیز تأمین مالی می‌شوند. فکتورینگ معکوس زمانی کاربرد بهتری دارد که اعتبار خریدار از فروشنده بیشتر باشد و از آنجایی که در وصول مطالبات نهاد فکتور تنها با شرکت ایران خودرو سروکار دارد، کوچک و متوسط بودن بنگاه‌های زنجیره مشکلی برای تأمین مالی آنها ایجاد نخواهد کرد.

می‌توان این شیوه تأمین مالی را به کل یا بخشی از زنجیره تولید تعمیم داد برای مثال سند قابل تنزیل و واگذاری به قطعه‌سازان در ازای تعهدات شرکت ازسوی نهاد فکتور پرداخت می‌شود. شرکت قطعه‌ساز این سند را به شرکت فولادی در ازای تعهدات خود واگذار می‌کند و این شرکت نیز سند قابل

1. Recourse Factoring

2. Non- recourse Factoring



تنزیل را به شرکت ملی گاز واگذار می‌کند. شرکت ملی گاز می‌تواند با مراجعه به نهاد فکتور این سند را تنزیل کرده یا در سررسید مبلغ اسمی آن را دریافت نماید.

اعتبارات اسنادی داخلی ریالی می‌تواند نقش این سند را ایفا نماید. لازمه ایفای نقش اعتبارات اسنادی داخلی ریالی، انجام برخی اصلاحات در دستورالعمل گشایش اعتبارات اسنادی داخلی ریالی توسط بانک مرکزی است. در حال حاضر اعتبارات اسنادی قابل واگذاری نیست و تنها می‌توان آن را توثیق کرد، به‌نظر می‌رسد واگذاری اعتبارات اسنادی ریالی با ثبت در سامانه سپام توسط بانک کارگزار، بتواند این مانع را رفع کند.

ماده (۸) قانون حداکثر استفاده از توان تولیدی و خدماتی در تأمین نیازهای کشور و

تقویت آنها در امر صادرات، فکتورینگ را در رابطه با کلیه کارفرمایان دولتی، عمومی و یا تعاونی به رسمیت شناخته و شرکت‌ها می‌توانند مطالبات قراردادی خود را از کارفرمایان مذکور به نهاد فکتور واگذار نمایند. آیین‌نامه اجرایی این ماده توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمان برنامه و بودجه کشور در حال تدوین بوده که البته از مهلت قانونی ابلاغ آن گذشته است.

۳-۲-۴. طرح گام

بانک مرکزی با توجه به ضرورت تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌ها در سال‌های مقارن با شوک فشار هزینه، طرحی را با عنوان **گام (گواهی اعتبار مولد)** بحث و بررسی کرد که در شورای پول و اعتبار تصویب شد. این طرح در چارچوب روش کلی تأمین مالی مبتنی بر سیاهه‌های تجاری قابل دسته‌بندی است که در آن بانک بدهی‌های یک تولیدکننده را تضمین کرده و اوراق گواهی و تضمین این بدهی را با قابلیت واگذاری به زنجیره تأمین به بنگاه واگذار می‌کند. به عبارت بهتر این روش تأمین مالی فکتورینگ معکوس با اوراق گام خواهد بود.^۱

بانک‌ها با استفاده از اعتبارسنجی و میانگین فروش سال اخیر یا سه سال اخیر یک سقف اعتباری برای هر بنگاه دارای حساب گام تعیین می‌کنند و پس از بررسی اسناد پرداختنی بنگاه مربوطه تا سقف حد اعتباری اوراق مالی اسلامی گام را به حساب طلبکار وی (فروشنده نهاده) در سامانه گام تزریق می‌نمایند. این اسناد دریافتنی به صورت برخط و ذیل سامانه به سازمان امور مالیاتی به عنوان درآمد اظهار شده ارسال می‌گردد، تا انگیزه صوری‌سازی و تخلف کاهش یابد. بنگاه دریافت‌کننده اوراق گام می‌تواند یکی از سه راه زیر را در قبال اوراق گام انتخاب نماید:

۱. صبر کردن تا سررسید و دریافت مبلغ اسمی،

۲. واگذاری آن به زنجیره در سامانه گام در ازای خرید مواد اولیه تا قبل از تاریخ پذیرش در فرابورس (یک‌ششم فاصله صدور اوراق تا سررسید)،

۱. برای تقریب به ذهن این اوراق را می‌توان اعتبارات اسنادی قابل واگذاری به شخص ثالث و قابل تنزیل در فرابورس دانست.

۳. پس از فرارسیدن تاریخ پذیرش در فرابورس می‌تواند آن را از پنجره فرابورس به شخص ثالثی با نرخ تنزیل واگذار نماید.

بانک مرکزی با مدیریت نرخ تنزیل این اوراق زمینه تناسب و همگرایی نرخ این اوراق با اسناد خزانه اسلامی را فراهم می‌کند و همچنین با اعطای خط اعتباری به بانک‌هایی که در این تأمین مالی مشارکت نمایند برای بانک‌ها و مؤسسات اعتباری انگیزه ایجاد خواهد کرد.

اگرچه این طرح، نسبت به وضعیت موجود تأمین مالی بسیار بهتر است، اما نکاتی درخصوص آن وجود دارد که به مهم‌ترین آنها اشاره می‌شود:

۱. اگرچه ارسال فاکتور الکترونیک به سازمان امور مالیاتی انگیزه‌ساز را کاهش می‌دهد، اما آن را از بین نمی‌برد و با توجه به عطش بنگاه‌ها برای نقدینگی و نرخ بهره واقعی منفی تسهیلات، همچنان این انگیزه وجود دارد.

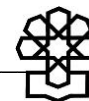
۲. طبق مکانیسم طرح، اوراق گام تا پیش از تاریخ پذیرش در فرابورس قابلیت معامله در بازار فرابورس را ندارد و تنها می‌تواند برای خرید نهاده به سایر دارندگان حساب گام، واگذار شود. اما سؤال اینجاست که با چه نرخ‌ی واگذار شود؟ برای این واگذاری نیز باید یک بازار در سامانه گام تعریف شود تا معاملات اوراق قبل از پذیرش در فرابورس نیز به صورت شفاف در نرخ توافقی واگذار شود. با این توصیف این اوراق دو نرخ خواهد داشت نرخ پیش از پذیرش و نرخ فرابورس که اندکی اختلاف بین آنها منطقی است. اگر این اتفاق نیفتد پذیرش این اوراق در ازای نهاده ازسوی دیگر بنگاه‌ها محل تردید می‌شود و عملاً یک اوراق تا ۱ ماه بلوکه شده (اگر سررسید ۶ ماه باشد) عرضه خواهد شد و در عرضه اولیه هم پذیرش آن ازسوی بنگاه فروشنده مواد اولیه با مشکل مواجه می‌شود.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

هزینه فرصت عدم تأمین سرمایه در گردش، میزان سودی است که بنگاه با فاصله گرفتن تولید از سطح تولید بهینه، از دست می‌دهد. در شرایط حدی این فاصله می‌تواند به اندازه کل تولید بنگاه بوده و به معنای توقف تولید بنگاه باشد. بنابراین هزینه فرصت عدم دسترسی کافی به سرمایه در گردش بسیار بالاست تا جایی که گفته می‌شود ۸۲ درصد کسب‌وکارها به واسطه مشکلات جریان وجوه نقد ورشکست می‌شوند.^۱ علاوه بر این، توجه به مقوله سرمایه در گردش در شرایطی که اقتصاد با رکود تورمی و شوک عرضه مواجه شد ضرورتی دوچندان می‌یابد.

بررسی دقیق بازار سرمایه در گردش بنگاه‌ها در سمت تقاضا و عرضه نشان می‌دهد که تدابیر و

1. www.entrepreneur.com/article/187366



اقدامات سیاستگذار در بخش‌های مرتبط با مالیات‌ستانی و ابزارهای پوشش ریسک، همچنین مداخلات در قیمت نهایی بنگاه‌ها بدون توسل به روش‌های بازاری برای کنترل قیمت و نیز استراتژی مخرب بنگاه‌ها در فروش اعتباری، موجب افزایش تقاضای سرمایه در گردش شده است به‌طوری که تقاضای سرمایه در گردش در کشور ما ۴ برابر استاندارد جهانی و دو برابر متوسط کشورهای منطقه است. پرداختن به مسئله سرمایه در گردش و عدم توجه به این تقاضای غیرطبیعی مغایر با اصل بهینگی تخصیص منابع است و ضروری است سیاستگذار این مسائل را حل نماید.

ازسوی دیگر عرضه سرمایه در گردش نیز به‌واسطه عوامل زمینه‌ای و بلندمدت (جیره‌بندی اعتبار و ناترازی شبکه بانکی) و همچنین عوامل تشدیدکننده رکود تورمی حاضر دچار کاهش جدی شده است که این گزارش سعی کرد پیشنهادهایی در راستای بهبود سمت عرضه و تقاضای سرمایه در گردش ارائه کند. فهرست اقدام‌هایی که به‌منظور بهبود تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه‌های تولید به دستگاه‌های مسئول می‌توان پیشنهاد کرد در جدول ۹ قابل مشاهده است.

جدول ۹. فهرست اقدام‌هایی برای بهبود تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه‌ها

ردیف	اقدام‌ها	استناد قانونی	دستگاه متولی
۱	تصویب و ابلاغ دستورالعمل فکتورینگ	ماده (۸) قانون حداکثر استفاده از توان تولیدی ...	سازمان برنامه و بودجه و وزارت امور اقتصادی و دارایی
۲	راه‌اندازی حساب ویژه تولید و اصلاح دستورالعمل اجرایی ماده (۲۱) قانون رفع موانع تولید و بهبود تأمین سرمایه از طریق عرضه هدفمند پایه پولی	ماده (۲۱) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ...	بانک مرکزی
۳	لغو معافیت مالیاتی موضوع بند «۲» ماده (۱۴۵) قانون مالیات‌های مستقیم برای اشخاص حقوقی	نیاز به قانونگذاری	وزارت امور اقتصادی و دارایی و مجلس شورای اسلامی
۴	عدم اعمال نرخ سود اسمی دستوری بر صکوک	عدم نیاز به قانونگذاری	بانک مرکزی
۵	الزام رتبه‌بندی برای انتشار صکوک در بازار سرمایه در چارچوب ماده (۲۵) قانون رفع موانع تولید	عدم نیاز به قانونگذاری	سازمان بورس و اوراق بهادار
۶	توسعه بازار سلف موازی استاندارد محصولات نهایی بنگاه‌ها	عدم نیاز به قانونگذاری	سازمان بورس و اوراق بهادار
۷	راه‌اندازی بازار آتی ارز و دیگر مشتقات ارزی	عدم نیاز به قانونگذاری	بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار
۸	توسعه بازارهای آتی مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای	عدم نیاز به قانونگذاری	سازمان بورس و اوراق بهادار



شناسنامه گزارش

شماره مسلسل: ۱۷۰۹۱

عنوان گزارش: درباره جهش تولید: ۳. تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه‌ها

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین: میثم خسروی

ناظران علمی: سیدمهدی حسینی دولت‌آبادی، موسی شهبازی‌غیاثی، سیدعلی روحانی

اظهار نظر کنندگان خارج از مرکز: امینه محمودزاده، کامران ندری

ویراستار تخصصی: _____

ویراستار ادبی: _____

واژه‌های کلیدی:

۱. جهش تولید

۲. بنگاه

۳. تولید

۴. تأمین مالی

۵. سرمایه در گردش



تاریخ انتشار: ۱۳۹۹/۳/۲۱