

بسمه تعالی

مسئله سرمایه در گردش

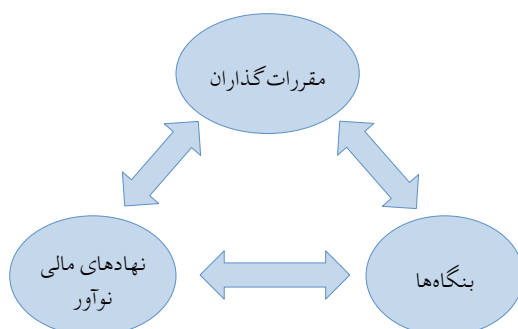
حامد قدوسی
Stevens Institute of Technology

اتاق بازرگانی، صنایع، معادن
زمستان ۱۳۹۳

سرفصل موضوعات

- مفهوم سرمایه در گردش و عوامل موثر بر تعیین سطح سرمایه در گردش
- مسیرهای اصلی تامین سرمایه در گردش
- وضعیت بنگاه‌های ایرانی
- مکانیسم‌های تامین سرمایه در گردش در ایران
- خلاءها و محدودیت‌های مکانیسم‌های موجود
- پیش‌نهادها
- پیش‌نیازهای سیاستی

چرایی جلسه: مثلث نوآوری مالی در کشور



تعریف سرمایه در گردش: روی‌کرد اول

- دیدگاه ترازنامه‌ای: تفاضل بین دارایی‌های جاری بنگاه‌ها و بدهی‌های جاری

- هم منبع و هم محل مصرف منابع مالی در شرکت‌ها: ذخیره/نیاز نقدینگی شرکت (در ارتباط مستقیم با سرمایه بلندمدت)

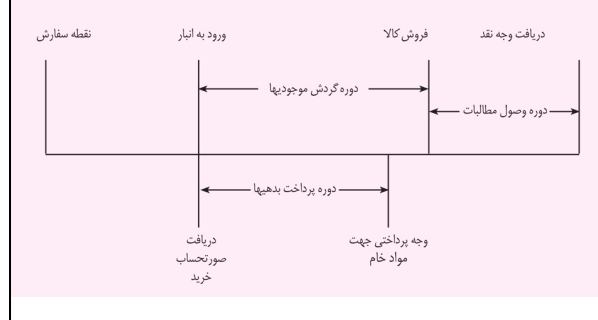
تعریف سرمایه در گردش: روی کرد دوم

- دیدگاه چرخه عملیات: چرخه نقد-به-نقد از خرید مواد اولیه تا دریافت پول فروش

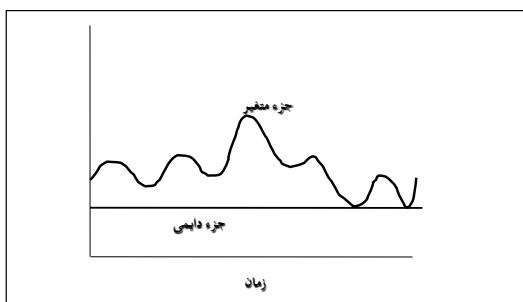


- تأثیر سطح غیربهبوده سرمایه در گردش روی کارایی عملیاتی بنگاه (فروش از دست رفته، هزینه خرید بالاتر، ظرفیت خالی، ...)

تعریف سرمایه در گردش: روی کرد دوم



جزء دائمی و موقت سرمایه در گردش



عوامل موثر بر سطح بهینه سرمایه در گردش

مصادقها	محور عملیاتی
ذخیره موجودی احتیاطی، ذخیره ارز احتیاطی	عدم اطمینان
اندازه بهینه سفارشات موجودی	هزینه سفارش دهی
طول دوره عملیات	فناوری تولید
درجه فروش اعتباری، درجه رقابتی بودن صنعت	استراتژی بازاریابی
دوره نقد شدن حسابهای دریافتی	چرخه های تجاری

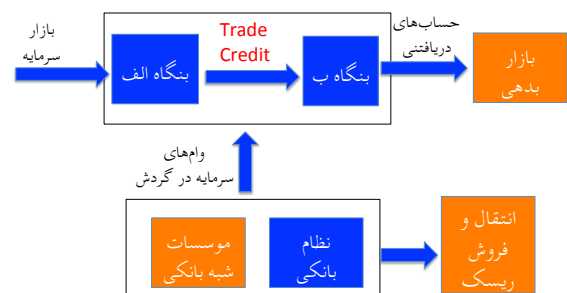
واکنش طرف عرضه اعتبارات

- تغییر سیاست‌های معطوف به رشد (تامین سرمایه بلندمدت) به سمت حفظ سطح تولید فعلی (سرمایه در گردش)
- الزام نظام بانکی به تامین فعال‌تر سرمایه در گردش
- هم‌زمانی با شوک‌های منفی به نظام بانکی: مطالبات معوقه، رکود بازار مسکن، ...

شوکه‌های سال‌های اخیر به بنگاه‌های ایرانی

- سرمایه در گردش مورد نیاز: افزایش نرخ ارز، افزایش هزینه‌های انرژی، تغییر نظام واردات از خط اعتباری به نقد، ...
- ترکیب سرمایه‌گذاری: تغییر تقاضا از سرمایه‌گذاری بلندمدت به کوتاه‌مدت (سرمایه در گردش)
- زنجیره تامین: افزایش دوره وصول حساب‌های دریافتی، کاهش تقاضا برای پیش‌خرید
- جریان نقدی داخلی: کاهش حاشیه سود

اجزای نظام تامین سرمایه در گردش



وضعیت بنگاه نمونه در بورس ایران

بدهکار		بستانکار	
انحراف استاندارد مثبت		انحراف استاندارد مثبت	
۶	۸	۶	۱۸
موجودی نقد و سرکوب مدت	۳۰	۱۷	۳۰
دریافتی‌ها	۱۹	۱۵	۴۴
موجودی کالا	۵۵	۲۰	۵
سایر دارایی‌ها جاری	۲۰	۱۸	۳
دارایی‌های ثابت	۱۵	۱۲	۵۶
سایر دارایی‌های غیرجاری	۴۵	۲۰	۱۲۲
جمع دارایی‌های غیرجاری	۶۸	۱۳۰	۱۷
جمع دارایی‌ها	۱۲	۳۶	۴
سرمایه و اندوخته‌ها	۸	۱۳۳	۱۲
سود و زیان انباشته	۲۲	۱۳۰	۲۲
جمع حقوق صاحبان سهام	۲۲	۱۳۰	۶۸
جمع بدهی‌ها	۱۰۰	۱۰۰	۱۳۰
جمع دارایی‌ها			۱۰۰

منبع: نیلی و همکاران (۱۳۹۲)، با اجازه مولفان

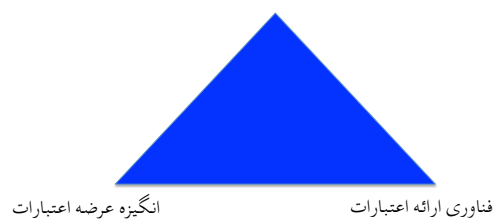
بازار انتقال ریسک اعتباری (CRT)

- شکل گیری از اواخر دهه ۷۰ و اوایل دهه ۸۰ میلادی
- تضمین‌ها و بیمه اعتبارات، تاخت ریسک اعتباری (CDS)، اوراق متصل به اعتبار (CLN)،
- طرف تقاضای ریسک اعتباری: موسسات مالی در جست و جوی بازده‌های بزرگ‌تر

تامین سرمایه در گردش در ایران

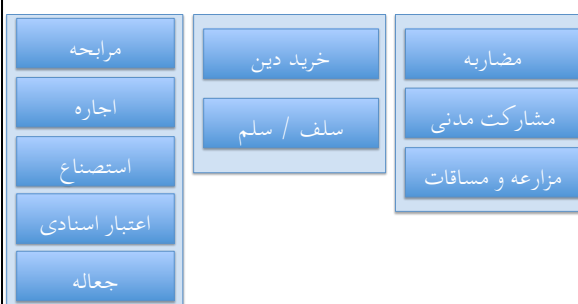
سه عامل اصلی در تبیین بخش عرضه

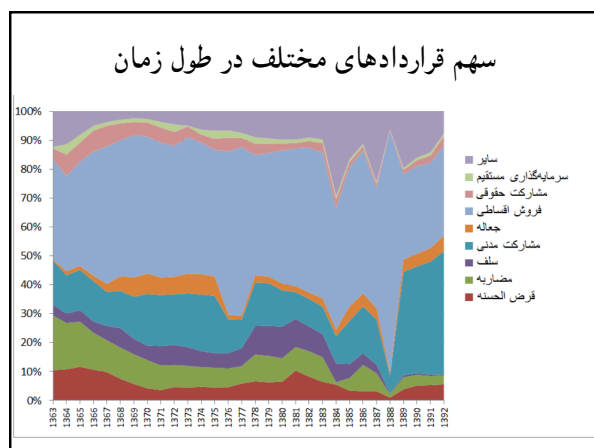
شکل حقوقی قراردادها



شکل حقوقی ابزارهای تامین مالی

بازده ثابت بدون ریسک بازده ثابت با ریسک بازده مشارکتی





فناوری اعطای اعتبارات

- ممیزی کیفیت متقاضیان: کیفیت اعتباری
- بازرسی و مانیتور کردن مستمر بنگاه‌ها
- جمع‌آوری پرداخت‌ها
- نقد کردن وثیقه‌ها در زمان نکول مشتری

جمع‌بندی: برخی محدودیت‌ها و موانع

- نرخ‌گذاری دستوری و ثابت: عدم انعکاس ریسک نکول
- محدودیت در نوع و شیوه استفاده از وثیقه‌ها
- فقدان مکانیسم‌های پوشش ریسک برای بانک‌ها
- فقدان بازار اوراق دریافتی و خرید دین

بازارهای مفقوده!



مکانیسم‌های جدید

مکانیسم‌های اصلی پیشنهادی

- خط اعتباری (Line of Credit)

- وام‌های مبتنی بر دارایی (ABL)

- تبدیل اسناد دریافتی

خط اعتباری (Line of Credit)

- ۳۰ درصد کل بدهی شرکت‌های سهامی عام (بزرگ) در آمریکا

- ۷۰ درصد بدهی شرکت‌های کوچک و متوسط در قالب خط اعتباری

- اختیار حقیقی (Real Options) برای تامین مالی سریع

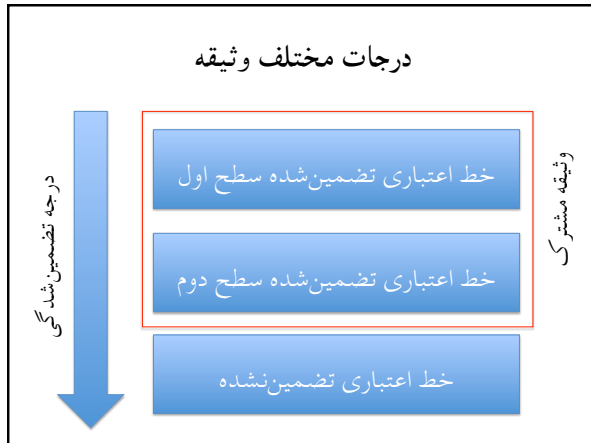
محور اول: خط اعتباری (Line of Credit)

- تضمین شده (Secured)

- تضمین نشده (Unsecured)

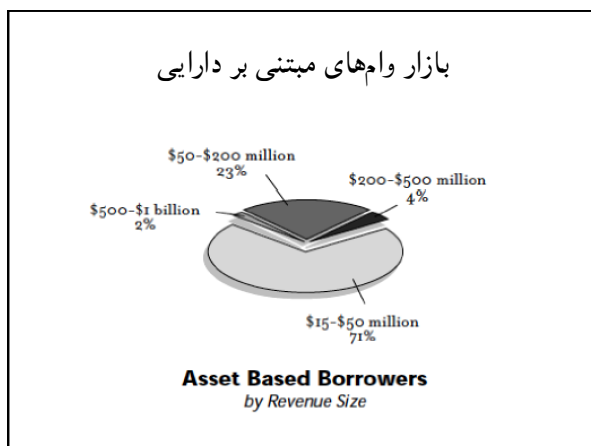
- تفاوت در نرخ بهره، زمان تصویب و سقف اعتباری

- مساله: عمده منابع برای شرکت‌های دارای چشم‌انداز سودآوری



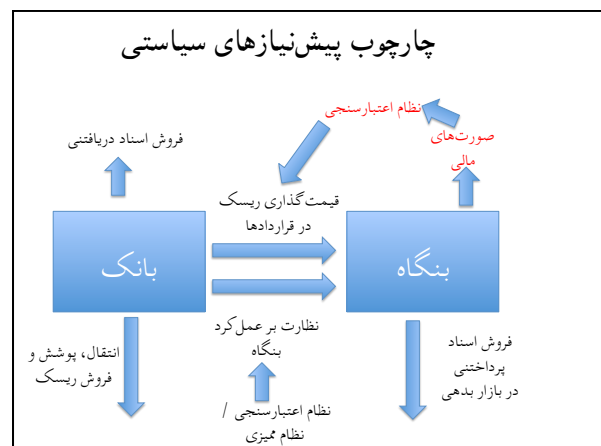
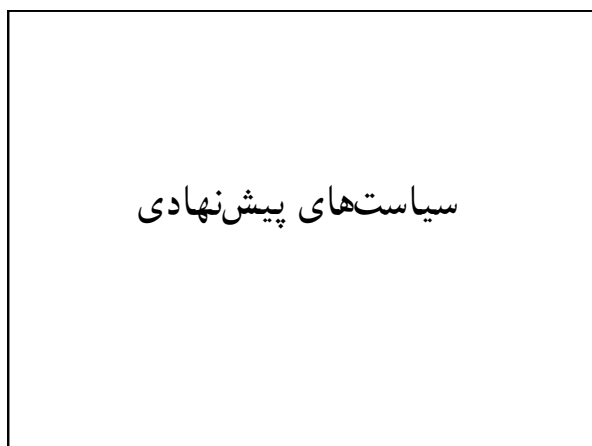
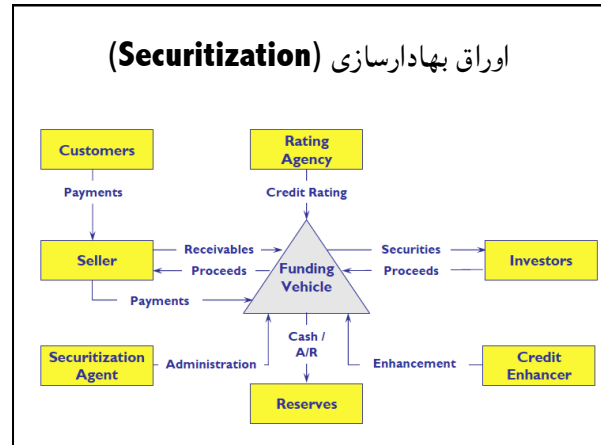
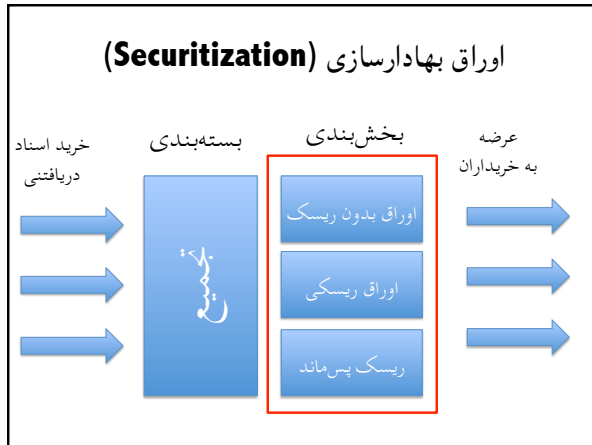
محور دوم: وام‌دهی مبتنی بر دارایی
Asset-Based Lending

- وام‌دهی بر اساس قابلیت بازپس‌دهی وام‌گیرنده در کوتاه‌مدت
- دارایی‌های منقول به عنوان پشتوانه: موجودی کالا، حساب‌های دریافتی، خودرو، ماشین‌آلات، ...
- شکل وام‌ها: پرداخت حق‌العمل‌ها و حق‌بیمه‌ها، وام مبتنی بر موجودی
- امکان چرخاندن و پرداخت یک‌باره وام (در مقابل پرداخت‌های منظم دوره‌ای یا Term Loans)



محور سوم: بازار اسناد دریافتی

- تنزیل بروات (Factoring)
- تنزیل معکوس (Reverse Factoring)
- اوراق بهادارسازی دریافتی‌ها



استراتژی‌ها و اقدامات در سطح نهادهای مختلف

سطح نهادی	اقدامات و کارکردهای اصلی
بنگاهها	بهینه‌سازی سرمایه در گردش، حرکت به سمت تامین نقدینگی از بازار سرمایه
نظام بانکی / شبه‌بانکی	وام‌های ریسکی، خرید دین، گسترش وثیقه‌ها، گسترش خط اعتباری تضمین شده و تضمین نشده، اصلاح دارایی‌های مسموم
بازار سرمایه	بازار اوراق بهادار سازی، ابزارهای ریسک اعتباری
بازار بیمه	معرفی ابزارهای بیمه اعتبارات مالی
نظام اعتبارسنجی	حفظ سابقه اعتباری و تخمین ریسک نکول بنگاهها
نظام حسابرسی	ارتقاء کیفیت صورت‌های مالی
نظام حقوقی	تعریف حقوقی استفاده مشترک از وثیقه‌ها، کارا کردن انتقال دارایی‌ها در زمان نکول، شرط و شروط قرض
سیاست‌گذار پولی	اصلاح نظام بانکی، تعریف نرخ بهینه رشد نقدینگی
نظام پژوهشی / اتاق	روشن کردن وضعیت اعتبارات زنجیره تامین

جمع‌بندی: پیش‌نهاد یک بسته اجرایی از طرف اتاق

- **کوتاه‌مدت:** فعال‌سازی قراردادهای خرید دین
- **میان‌مدت:** تزریق سرمایه تازه‌نفس به بانک‌ها، انعطاف در شکل وثیقه‌ها، فعال‌سازی بازار اعتبارسنجی، تنزیل بدهی‌های دولتی، گسترش مکانیسم خط اعتباری تضمین شده
- **بلندمدت:** فعال‌سازی شرکت‌های تخصصی ABL، قیمت‌گذاری ریسک در قراردادها، معرفی ابزارهای بیمه اعتباری، اصلاح مقررات تملک در زمان نکول و ورشکستگی، گسترش مکانیسم خط اعتباری غیرتضمین شده

جمع‌بندی و ملاحظات

- مکانیسم‌های پراهمیت: خط اعتباری، وثیقه غیرملکی، خرید دین، ...
- تفکیک بنگاه‌های کارا از بنگاه‌های نیازمند ورشکستگی
- اصلاح نظام بانکی و تزریق سرمایه تازه‌نفس
- تخمین اندازه بهینه رشد نقدینگی در ایران