

## قراردادهای تامین سرمایه در گردش

نویسنده: پیام پژوهش فر، کارشناس رتبه‌بندی اعتباری در شرکت اعتبارسنجی حافظ سامان ایرانیان

مقدمه

تامین سرمایه در گردش مفاهیم و پارامترهای ویژه‌ای را در برمی‌گیرد زیرا محدودیت‌های تضمین و وثیقه گذاری، واز طرفی مفاهیم متفاوتی از ریسک اعتباری را در خود می‌گنجاند. از میان روش‌های مرسوم و مبتکرانه در دنیای تامین مالی، در این نوشته به تشریح روش‌های وام‌دهی بر پایه دارایی<sup>۱</sup>، فکتورینگ<sup>۲</sup>، فریتینگ<sup>۳</sup>، خرید اسناد تجاری (خرید دین) و خط اعتباری می‌پردازیم که علیرغم شباهت‌ها و درهم تنیدگی‌های زیاد، تفاوت‌های برجسته‌ای نیز دارند که تشریح این جزئیات به همراه افق رشد و توسعه آنها در فضای مالی ایران در ادامه بحث خواهد شد. لازم به ذکر است که روش‌هایی که در بالا برای تامین سرمایه در گردش اشاره کردیم بر محور دارایی‌های جاری و شبه پول یا به عبارت دیگر با نقد شوندگی زیاد قرار دارند. این موضوع را با تشریح مفاهیم «با حق رجوع<sup>۴</sup>» و «بدون حق رجوع<sup>۵</sup>» آغاز می‌کنیم.

۱. قرارداد با حق رجوع: اگر نوع قرارداد وام‌دهی قابل رجوع باشد، در صورت عدم کفایت ارزش وثیقه متناسب با وام، بانک یا وام دهنده می‌تواند وثایق بیشتری را مطالبه کند یا مطالبات معوق را از طریق

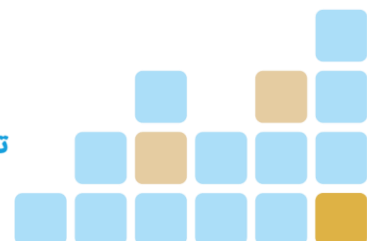
<sup>۱</sup> Asset Based Lending (ABL)

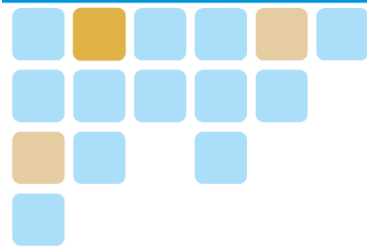
<sup>۲</sup> Factoring

<sup>۳</sup> Forfaiting

<sup>۴</sup> Recourse

<sup>۵</sup> NoRecourse



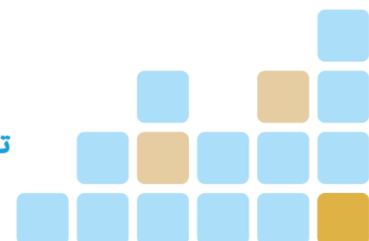


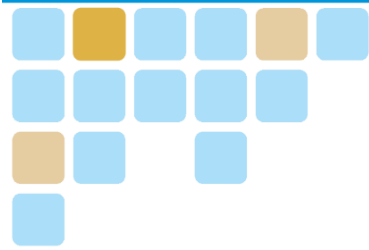
دیگر دارایی‌های وام گیرنده وصول کند. مفهوم دیگر آن در تامین مالی مبتنی بر قرارداد کارگزاری بدین معنی است که تامین کننده مالی مسئولیتی در قبال وصول مطالبات از مشتریان و ریسک عدم بازپرداخت اسناد دریافتی ندارد بلکه تمامی آن بر عهده شرکت متقاضی است.

۲. قرارداد بدون حق رجوع: اگر نوع قرارداد وام دهی غیر قابل رجوع باشد، در صورتی که متقاضی توانایی بازپرداخت وام را نداشته باشد، وام دهنده مجاز است فقط از وثیقه‌هایی که در قرارداد قید شده است مطالبات خود را وصول کند. طبیعی است که در این نوع قرارداد وام دهنده ریسک بیشتری را متحمل می‌شود و معمولاً نرخ بهره این نوع قرارداد بالاتر است. از طرفی، اعطای این نوع وام سخت گیرانه تر خواهد بود و متقاضی دسترسی کمتری به این شیوه تامین مالی خواهد داشت. اما این عبارت در بستر شیوه‌های تامین مالی مبتنی بر قرارداد کارگزاری بدین معنی است که مسئولیت وصول مطالبات و ریسک عدم بازپرداخت اسناد دریافتی بر عهده تامین کننده مالی است و متقاضی هیچگونه تعهدی در قبال آنها ندارد.

وام‌دهی بر پایه دارایی: یکی از انواع تزریق مالی برای کسب و کارها است که عمدتاً شرکت‌ها به منظور رشد فعالیت‌های عملیاتی از آن استفاده می‌کنند. خرده فروشی‌ها، صنایع آهن و فولاد و همچنین شرکت‌های حمل و نقل بهترین نمونه‌هایی هستند که واجد شرایط این نوع قرارداد هستند. به طور متداول دارایی‌های جاری کسب و کارها جهت وثیقه متناظر این تسهیل استفاده می‌شود که شامل حساب‌های دریافتی، موجودی کالا و فاکتور صادره بر مبنای سفارشات مشتریان است.

نظر به اینکه اکثر شرکت‌ها، خدمات و محصولات خود را به صورت اعتباری می‌فروشند از این‌رو، از میزان نقدینگی کمی برخوردار هستند اما حساب‌های دریافتی آنها متورم است که در طول دوره مالی انتظار دارند به پول نقد تبدیل شود. از طرف دیگر، برخی شرکت‌ها حساب موجودی متورم دارند و تا زمانی که موجودی





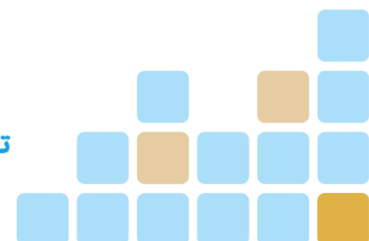
کالا به فروش نرسد به پول نقد دست نخواهند یافت. در هر دو صورت، شرکت‌ها در یک دوره مالی نیاز به نقدینگی دارند تا بتوانند آن را چندین بار به گردش در آورند و پس از فروش و وصول، سرمایه نقد آنها بازگردد تا چرخه تامین مواد و سفارشات و فروش تکمیل شود.

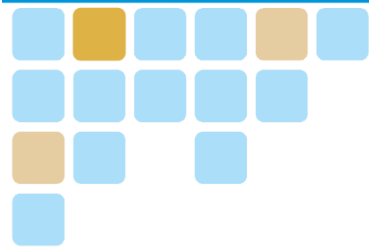
قرارداد فکتورینگ: نوعی تامین مالی مبتنی بر قرارداد کارگزاری است در قبال تنزیل (اسکونت)<sup>۶</sup> فروش اسناد دریافتی شرکت متقاضی صورت می‌گیرد. در حقیقت شرکت فاکتورینگ به متقاضی وام پرداخت نمی‌کند بلکه فاکتورهای صادر شده متقاضی را در دو قسط خریداری می‌کند. در قسط اول معمولاً مبلغی معادل ۸۰٪ ارزش اسناد اعطا می‌شود و پس از وصول فاکتورها، مابقی ارزش فاکتورها با کسر کارمزد شرکت فکتورینگ، به متقاضی پرداخت می‌گردد. در این روش، دریافت دو نوع کارمزد متداول است که عبارتند از کارمزد عملیاتی<sup>۷</sup> که بطور عرف حدود ۲ الی ۴ درصد است و کارمزد فاکتورینگ<sup>۸</sup> که بنابر مدت زمان و بازه وصول مطالبات متغیر است. این روش معمولاً از وام‌دهی بر پایه دارایی پر هزینه‌تر است اما از نظر آماری، شرکت‌های تازه کار، نوظهور و در حال رشد بهتر می‌توانند از طریق فاکتورینگ تامین مالی کنند زیرا این قرارداد مبتنی بر کارگزار است و معمولاً غیر قابل رجوع است. لذا پیگیری وصول مطالبات و هرگونه مسئولیت نقد شدن اسناد برعهده شرکت فکتورینگ خواهد بود؛ در این صورت شرکت متقاضی می‌تواند با هزینه کمتر و تمرکز بیشتر به فعالیت اصلی خود بپردازد. ساختار سه جانبه فاکتورینگ مبتنی بر متقاضی، شرکت فکتورینگ و مشتریان است و تفاوت اصلی آن با وام‌دهی بر پایه دارایی، اینست که در فکتورینگ، اسناد تجاری یا موجودی شرکت با قیمت فروش فوری و یا با نرخ تنزیل مشخص و با کلیه تعهدات ناشی از آن، به شرکت فکتورینگ فروخته می‌شود اما در روش وام‌دهی، اسناد دریافتی یا موجودی کالا نزد شرکت به عنوان وثیقه

<sup>۶</sup> Escompte - Discount

<sup>۷</sup> Processing Fee

<sup>۸</sup> Factor Fee





قرار می‌گیرد و معادل ارزش وثیقه وام صادر می‌شود. تامین مالی فکتورینگ همانند تامین مالی بر پایه دارایی در سه حالت زیر اجرا می‌شوند.

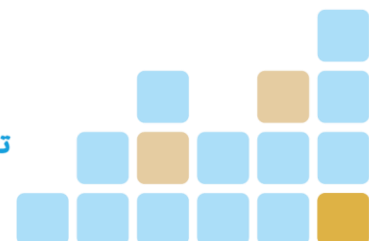
تامین مالی اسناد دریافتی<sup>۹</sup>: در روش وام‌دهی بر پایه دارایی چنانچه قرارداد از نوع قابل رجوع باشد درصدی از ارزش حساب‌های دریافتی بر مبنای نسبت مالی LTV<sup>۱۰</sup> به متقاضی پرداخت می‌گردد و پس از آنکه حساب‌های دریافتی نقد شوند، وجه تفاوت مبلغ وام و مبالغ وصول شده با کسر کارمزد به متقاضی پرداخت می‌شود. اما چنانچه قرارداد از نوع غیر قابل رجوع باشد از آنجاییکه وام دهنده ریسک بیشتری را متحمل می‌شود در این صورت ابتدا مبلغی معادل ۷۰ الی ۸۰ درصد حساب‌های دریافتی را به متقاضی می‌پردازد و هر زمان که حساب‌های دریافتی عهده دار شده نقد گردند، وجه تفاوت آن را با کسر کارمزد به متقاضی پرداخت می‌کند. بدیهی است که در این حالت کارمزد شرکت وام دهنده بالاتر از حالت قبل خواهد بود. این روش بطور خلاصه سه ویژگی دارد: ۱- مبلغی معادل ۸۰-۹۰٪ ارزش حساب‌های دریافتی به متقاضی به عنوان وام داده می‌شود. ۲- به صورت ماهانه مبلغی بابت ارائه سرویس و همچنین بهره وام دریافت می‌گردد. ۳- متقاضی خود بر روی مشتریان کنترل دارد و مسئول دریافت وجوه است. در نهایت چنانچه تامین مالی از روش فکتورینگ اسناد دریافتی و بدون حق رجوع انجام شود، اسناد دریافتی با کلیه مسئولیت ناشی از آن به شرکت فکتورینگ به تنزیل فروخته می‌شود.

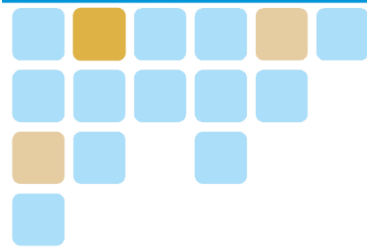
تامین مالی سفارشات خرید<sup>۱۱</sup>: این شیوه معمولاً مناسب شرکت‌هایی است که میزان سفارشات بالایی دارند و نقدینگی کافی برای ساخت محصول یا تامین مواد اولیه جهت تبدیل به محصول نهایی ندارند. در این صورت متقاضی بر مبنای فاکتور صادره برای مشتریان خود اقدام به دریافت سرمایه در گردش می‌کند. لازم به ذکر

<sup>۹</sup> Receivable Accounts Financing

<sup>۱۰</sup> Loan to Value Ratio

<sup>۱۱</sup> Purchase Order Financing

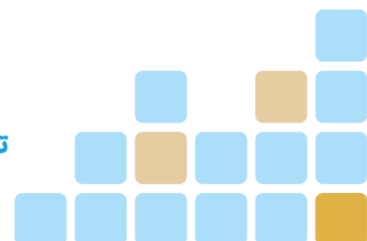


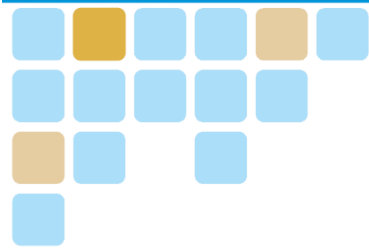


است که فاکتور مشتریان متقاضی به عنوان وثیقه نزد وام دهنده قرار می‌گیرد و مبالغ پرداختی مشتریان جهت پیش پرداخت و تسویه نهایی به وام دهنده در نظر گرفته می‌شود و متناظر با مبلغ فاکتورها و نوع قرارداد وام‌دهی که پیش‌تر گفته شد وام به متقاضی تعلق می‌گیرد و در زمان تسویه نهایی با مشتریان وجه تفاوت با کسر کارمزد به متقاضی پرداخت می‌گردد. در این فرآیند میزان وام و بازپرداخت آن وابسته به مشتریان متقاضی خواهد بود. لذا، به جای متقاضی، مشتریان او می‌بایست اعتبارسنجی شوند. در نهایت چنانچه تامین مالی از روش فکتورینگ سفارشات خرید و بدون حق رجوع انجام شود، اسناد سفارشات مشتریان با کلیه مسئولیت ناشی از آن به شرکت فکتورینگ به تنزیل فروخته می‌شود.

تامین مالی موجودی کالا<sup>۱۲</sup>: این نوع وام در قبال وثیقه گذاری موجودی کالای متقاضی ارائه می‌شود. تامین مالی به این شیوه زمانی مناسب است که پرداخت وجه نقد به تامین کنندگان در بازه زمانی کمتری نسبت به فروش و دریافت نقد از مشتری انجام می‌گیرد و نسبت دوره وصول مطالبات متقاضی همواره مورد ارزیابی شرکت وام دهنده است. این شیوه همچنین راهکار موثری در نوسان‌های جریان‌های نقدی فصلی ارائه می‌دهد که در این صورت متقاضی می‌تواند حجم بیشتری از کالا را تولید کند و به فروش رساند. در این روش که از طریق وثیقه گذاری فاکتور فروش موجودی به مشتریان صورت می‌پذیرد، فاکتورهای فروش در اختیار وام دهنده قرار می‌گیرد و متناسب با سیاست اعتبارسنجی مشتریان، وام متناظر تقریباً معادل ۸۰ درصد ارزش فروش فوری موجودی کالا در اختیار متقاضی قرار می‌گیرد. به عنوان نمونه، فرض کنید ارزش فروش فوری موجودی یک متقاضی معادل ۱۰۰،۰۰۰ \$ است و فاکتور خرید مواد اولیه از تامین کننده معادل ۸۰،۰۰۰ \$ است که در بازه ۲۰ روزه سررسید می‌شود و از آنجاییکه سرمایه در گردش کافی در اختیار ندارد، نیاز به

<sup>۱۲</sup> Inventory Financing





نقدینگی برای پرداخت این مبلغ دارد و سررسید دریافت وجه حاصل از فروش موجودی به مشتریان ۵۰ روز کاری زمان می برد. در این صورت، مبلغ وام معادل ۸۰ درصد ارزش فروش فوری موجودی کالا خواهد بود.

$$۱۰۰,۰۰۰ * ۸۰\% = ۸۰,۰۰۰$$

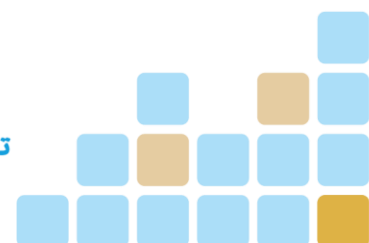
در همین مثال فرض کنید که متقاضی موجودی کالا را در ۴ قسط به ارزش ۱۲۰,۰۰۰ به فروش رساند و از طریق فکتورینگ موجودی ۸۰ درصد این مبلغ را از مشتری دریافت نماید. از این رو با دریافت مبلغ ۹۶,۰۰۰ می تواند مبلغ ۸۰,۰۰۰ وامی که دریافت نموده است را بازپرداخت نماید.

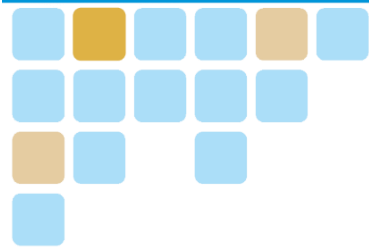
$$۱۲۰,۰۰۰ * ۸۰\% = ۹۶,۰۰۰$$

وجه تفاوت این مبلغ معادل ۲۴,۰۰۰ است که مطابق سررسیدها، مشتریان به وام دهنده می پردازند و مازاد این مبلغ با کسر کارمزد به فروشنده برگشت داده می شود.

روش تامین مالی موجودی، کمترین مطلوبیت را برای متقاضیان دارد زیرا فکتورینگ دوجانبه در آن اتفاق می افتد. به عبارت دیگر، از تامین کننده سرمایه به متقاضی و از متقاضی به مشتریان؛ لذا در این روش کارمزد آن از دیگر روش های تامین مالی دیگر بالاتر است.

فریتینگ: مکانیزم آن مانند فاکتورینگ است با این تفاوت که فقط در حوزه صادرات برای صادر کننده انجام می شود و معمولا در تجارت های بزرگ در قبال اسناد دریافتی بلند مدت و حجم تبادل مالی بالا صورت می پذیرد. به عبارت دیگر، شرکت صادر کننده اسناد دریافتی تجاری را به شرکت فریتینگ می فروشد و در این صورت تمامی ریسک های موجود از جمله وصول مطالبات و نرخ بهره، از صادر کننده به شرکت فریتینگ بدون حق رجوع منتقل می شود و از آنجاییکه در این روش ریسک عدم وصول اسناد وجود دارد؛ نیاز است که





اسناد دریافتنی توسط بانک شرکت واردکننده ضمانت شوند. به همین منظور نقش آژانس‌های ضمانت صادرات<sup>۱۳</sup> در تضمین این نوع قرارداد (بدون حق رجوع) بسیار پررنگ است.

خط اعتباری<sup>۱۴</sup>: تسهیلاتی با سقف اعتباری مشخص است که متقاضی می‌تواند به صورت مستمر از آن برداشت و بازپرداخت نماید لذا این نوع حساب به صورت تنخواه گردان<sup>۱۵</sup> است. لازم به ذکر است که برخورداری از خط اعتباری برای تامین سرمایه در گردش به مراتب سخت‌تر از دیگر شیوه‌ها است زیرا شرکت متقاضی می‌بایست واجد شرایط دارایی فیزیکی کافی، سوابق اعتباری مطلوب و جریان نقدی کافی باشد.

پتانسیل اجرا و توسعه قراردادهای تامین سرمایه در گردش در ایران:

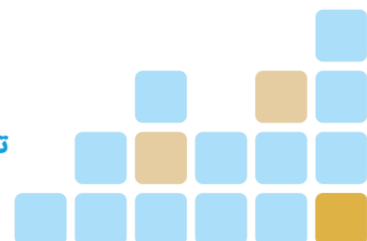
از میان روش‌های بازگو شده، مکانیزم خط اعتباری میان بانک گشاینده و بانک عامل همواره تاکنون تسهیل کننده سرمایه‌گذاران، بازرگانان و پیمانکاران بوده است و همچنین خرید تنزیل شده دین و اسناد تجاری بیشترین شباهت را به فرآیند فکتورینگ، وام‌دهی بر پایه دارایی و فرفیتینگ دارد که در ادامه توضیحات مربوطه به اختصار بازگو می‌شود و همچنین نکات حائز اهمیت در باره وصول مطالبات «با حق رجوع» و «بدون حق رجوع» در آخرین آئین‌نامه‌های ابلاغ شده در ایران ارائه می‌گردد.

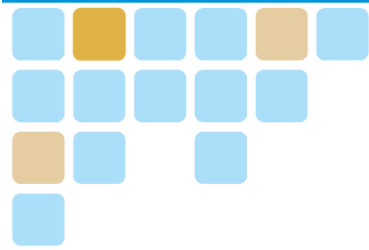
خرید دین: مکانیزم آنچه که از گذشته تاکنون در بانکداری ایران وجود داشته است، خرید تنزیل شده اسناد تجاری بوده است که در شیوه نامه بانک مرکزی با شماره ۹۰/۱۴۱۶۹۶ مورخ ۱۳۹۰/۰۶/۲۰ با عنوان خرید

<sup>۱۳</sup> Export Credit Agency (ECA)

<sup>۱۴</sup> Line Of Credit

<sup>۱۵</sup> Revolving Fund



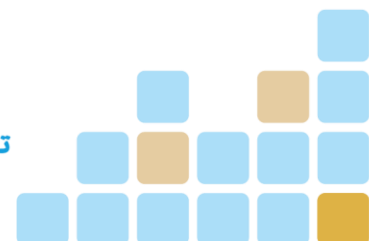


دین ابلاغ گردیده است. مطابق ماده ۷ این آئین نامه، خرید دین به صورت قابل رجوع است. به عبارت دیگر، در صورت عدم پرداخت دین توسط مشتری، فروشنده متعهد به پرداخت آن است.

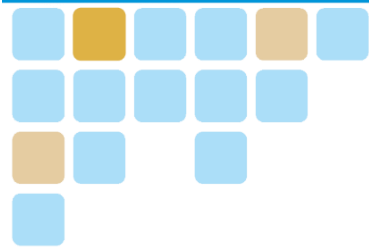
فکتورینگ در ایران: فکتورینگ در ایران تاکنون هیچ‌گونه سابقه اجرایی نداشته است اما در یک سال گذشته پژوهش و گزارش‌هایی بر مبنای بسترهای موجود قانونی تهیه شده است که به اختصار توضیح داده خواهد شد.

فکتورینگ یک نقطه قوت مهم و برجسته برای ویرایش جدید قانون حداکثر استفاده از توان داخل محسوب می‌شود. مطابق با آخرین اظهارات وزارت امور اقتصادی و دارایی کشور، مشارکت این وزارتخانه با سازمان برنامه و بودجه در تدوین آئین‌نامه اجرایی با هدف پیاده‌سازی در بازار سرمایه و بازار بیمه، اجرای آزمایشی در برخی پروژه‌ها و درنهایت تعمیم به بخش خصوصی است.<sup>۱۶</sup> بر اساس مطالعات مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، به کمک تأمین مالی فکتورینگ، ریسک عدم پرداخت سهم نهادهای مالی قابل رفع بوده و نیاز به وثیقه‌گذاری املاک و دارایی‌ها در بسیاری از پروژه‌ها کاهش می‌یابد؛ یا به کلی مرتفع می‌شود. لذا تأمین مالی بنگاه بر پایه عواید دریافته‌ی قرارداد، به کمک سازوکارهای متعارف در فکتورینگ می‌تواند علاوه بر رفع محدودیت‌های تضامین و وثایق در مدیریت ریسک نهاد مالی هم یاری‌دهنده باشد و بر اساس ماده (۸) طرح «اصلاح قانون حداکثر استفاده از توان تولیدی و خدماتی در تأمین نیازهای کشور» سعی کرده است امکان واگذاری مطالبات قراردادی به شخص ثالث را بدون آسیب‌های قانون تسهیل اعطاء تسهیلات بانکی فراهم نماید. در ادامه گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی و در توضیح این ماده بیان شده است که «تأمین‌کنندگان کالا و خدمات مجازند با استناد به ماده (۱۰) قانون برگزاری مناقصات و در چاقوب تأمین مالی واگذاری مطالبات از طریق کارگزاری (فاکتورینگ)، تمام یا بخشی از مطالبات قراردادی محقق شده و

<sup>۱۶</sup> مرکز همکاری‌های تحول و پیشرفت ریاست جمهوری



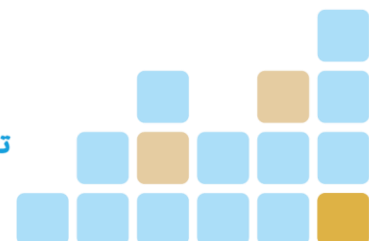


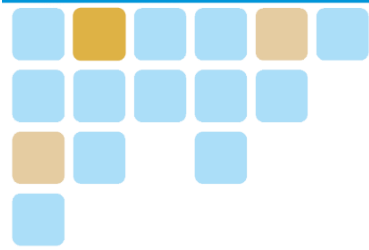


محقق نشده خود را به اشخاص حقیقی و حقوقی ثالث (پذیرندگان) اعم از بانک‌ها یا مؤسسات اعتباری واگذار نمایند. در صورتی که تأمین‌کننده، مطالبات را به ثالث واگذار نماید، کلیه کارفرمایان موضوع این قانون اعم از دولتی، عمومی و یا تعاونی مکلف به رعایت واگذاری مطالبات از طریق کارگزاری (فاکتورینگ) هستند. آیین‌نامه اجرایی این ماده حداکثر ظرف مدت چهارماه پس از ابلاغ این قانون توسط سازمان برنامه و بودجه کشور و وزارت امور اقتصادی و دارایی تهیه و به تصویب هیئت وزیران خواهد رسید.<sup>۱۷</sup>

وصول مطالبات: مطابق با آخرین اظهار نظر دادستان کل کشور در آذرماه ۹۸ «در صورتی که ارزش وثایق ترهینی نزد بانک یا مؤسسات مالی و اعتباری طبق نظر کارشناس رسمی دادگستری کفاف بازپرداخت و تسویه بدهی به میزان مبلغ اعلامی بانک داشته باشد، بانکها و مؤسسات حق ندارند نسبت به انسداد حساب‌های جاری شرکت‌ها و واحدهای تولیدی اقدام نموده و یا از رایبه دسته چک به خودداری نمایند یا اینکه اقدام به جلب یا ممنوع خروجی مدیران واحدهای مذکور نمایند. بانک حق مراجعه مستقیم به ضامین و اقدامات تامینی و ترهینی نسبت به چک و سفته را نداشته و ملزم هستند طلب خود را ابتدا از محل وثایق ترهینی محل طرح تسویه نمایند و تنها در صورت اتمام عملیات اجرایی و تنظیم صورت مجلس مزایده و عدم کفاف ارزش وثایق بابت تسویه مابقی طلب تسویه نشده خود حق رجوع به ضامین را بر اساس قرارداد اولیه خواهند داشت.» که براساس آن تمایل به سمت فرآیند بدون حق رجوع قراردادها درقبال وثائق وجود دارد.

<sup>۱۷</sup> مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی





## نتیجه گیری

هدف مقاله جاری معرفی روش های تامین سرمایه در گردش است که در آن از میان ابزارها و شیوه های مختلف در دنیای تامین مالی، به مفاهیم و فرآیندهای «وام دهی برپایه دارایی»، «فکتورینگ» اشاره شد. هریک از این دو روش هم به صورت قرارداد با حق رجوع و هم قرارداد بدون حق رجوع قابلیت اجرایی دارند و در سه کلاس بر مبنای اسناد دریافتی، سفارشات خرید و موجودی کالا تامین مالی می شوند. لذا چنانچه قرارداد به صورت با حق رجوع تنظیم گردد مسئولیت وصول مطالبات و ریسک عدم بازپرداخت بر عهده متقاضی است و در صورتی که به صورت بدون حق رجوع منعقد گردد تمامی مسئولیت ها بر عهده تامین کننده مالی است. سپس ویژگی های «خط اعتباری» معرفی شد که به عبارت ساده، یک حساب تنخواه گردان است که متناسب با اعتبار متقاضی، معمولاً به صورت بلند مدت ایجاد می شود و شرکت های با ساختار سرمایه قوی متقاضی آن هستند. در پایان نیز روش «فرفیتینگ» معرفی شد و به تفصیل شرح داده شد که یک قرارداد بدون حق رجوع است و در حوزه تامین مالی صادرات اجرا می گردد. همان طور که شرح داده شد همه روش های مذکور، به غیر از فکتورینگ، در بستر آئین نامه خرید دین و تنزیل اسناد تجاری در بانکداری ایران سابقه اجرایی دارد. لازم به ذکر است، بنابر پژوهش های صورت گرفته به نظر می رسد روش فکتورینگ که جای خالی آن در اقتصاد و تجارت امروز کشور به وضوح حس می شود نیز بستر قانونی خود را به زودی پیدا خواهد کرد.

