

ابزارهای نوین تامین مالی و چشم‌انداز استفاده از آنها

رضا اعطایی‌زاده^۱، هوشنگ محقق^۲

۱- باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، واحد اردبیل، دانشگاه آزاد اسلامی، اردبیل، ایران (نویسنده مسئول)

Email: rezaataeizadeh@gmail.com

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان،

ایران، Email: hushang.mohagheghi@yahoo.com

چکیده - بازار پول و بازار سرمایه به عنوان دو عامل اصلی، نقش بارز و غیرقابل انکاری در تقویت و رونق اقتصادی کشور دارند، مهندسی مجدد اقتصاد بر مبنای بازتعریف وظایف، مسؤولیت‌ها و کارکردهای دو بازار مذکور در کنار یکدیگر، هم‌چنین رسیدن دو بازار پول و سرمایه به یک درک متقابل و نیز رشد علمی و متوازن آن‌ها، می‌تواند موجب برطرف کردن موانع تولید، خروج از رکود، کاهش تورم و در نهایت منجر به شکوفایی اقتصاد گردد. یکی از کارکردهای اصلی بازار سرمایه تجهیز منابع خرد و کلان جهت تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی است، و از طرفی یکی از بزرگترین مشکلات و مسائل امروز واحدهای تولیدی و خدماتی کشور، کمبود منابع مالی جهت اجرای طرح‌های اقتصادی است. بنابراین در تحقیق حاضر به مروری بر انواع و مبانی نظری ابزارهای نوین تامین مالی و چشم‌انداز استفاده از آنها می‌پردازیم.

واژگان کلیدی: تامین مالی، صکوک، اوراق رهنی، اوراق آتی، اوراق مشتقه، گواهی سپرده، اوراق مشارکت.

۱- مقدمه

بازار بورس اوراق بهادار نقش مهمی را در جذب سرمایه‌های اندک مردم و تأمین مالی شرکت‌ها فراهم می‌آورد. از آن‌جا که این بازار در تخصیص منابع و سرمایه‌های ملی نقش سازنده‌ای دارد، بنابراین مطلوبیت آن در جهت توسعه اقتصادی جامعه خواهد بود (استین^۱، ۱۹۹۶). افراد سعی می‌کنند

1. Stein, 1996

تا با کسب اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نسبت به خرید و یا فروش سهام اقدام کنند. بازارهای مالی و سرمایه‌ای نقدینگی بخش خصوصی را در قالب پس اندازهای کم و هدایت آن به درون بخش‌های تولیدی جذب می‌کند و هم‌چنین قادر است بر رشد تولید ناخالص ملی و مهار تورم تأثیرگذار باشد. رسالت بازار سرمایه به عنوان بخشی از بازار مالی در انتقال وجوه از عرضه‌کنندگان به متقاضیان می‌باشد. این بازار نقش واسطه‌ای را به عهده دارد که طرف عرضه وجوه، فرایندی به نام سرمایه‌گذاری را تکمیل می‌کند و در طرف تقاضای آن فرایندی به نام تأمین مالی را به راه می‌اندازد (باقری، ۱۳۸۸). در حال حاضر، بورس اوراق بهادار به عنوان تنها بازار سرمایه در ایران، نقش اساسی و مهمی در تأمین وجوه مورد نیاز شرکت‌ها و جذب سرمایه برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایفا می‌کند. از این رو جهت افزایش آگاهی و دانش سرمایه‌گذاران و علاقه‌مندان به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، بررسی و تحقیقاتی پیرامون فعالیت‌های بورس اوراق بهادار و شرکت‌های پذیرفته شده در آن ضرورتی انکارناپذیر می‌باشد.

۲- دلایل عمده تأمین مالی شرکت‌ها

انگیزه مدیران از تأمین مالی را می‌توان در غالب سه دلیل عمده بازپرداخت بدهی، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید و جبران کمبود جریان‌های نقد عملیاتی می‌توان مطرح نمود (مجتهدزاده، ۱۳۸۸).

۳- دیدگاه کلی در ارتباط با تأمین مالی

بی‌تردید بقاء و تداوم فعالیت در محیط تجاری پیچیده و رقابتی کنونی مستلزم فعالیت‌های سودآور از جمله سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها می‌باشد، به طوری که شرکت‌ها با در نظر گرفتن عوامل مختلف از جمله ریسک و نرخ بازده مورد انتظار، اقدام به سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها می‌نمایند. اینکه شرکت‌ها چگونه منابع مالی مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در این فعالیت‌ها را تأمین می‌کنند ساختار سرمایه شرکت‌ها را شکل می‌دهد. توانایی شرکت در تعیین منابع مالی بالقوه اعم از داخلی و خارجی برای استفاده در سرمایه‌گذاری‌ها و تهیه برنامه‌های مالی مناسب از عوامل اصلی رشد و پیشرفت یک شرکت محسوب می‌شوند. از این رو تصمیمات تأمین مالی یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران مالی شرکت‌ها به شمار می‌رود (کاشانی‌پور و یانسری، ۱۳۸۹). بیش از دو دهه گذشته، آزادسازی بازار به عنوان یک مسئله عمده تأثیرگذار بر کسب و کار بین‌المللی، پدیدار شد. پس از سال‌ها دخالت

زیاد دولت‌ها در عرصه اقتصاد، اجماع کلی به منظور نقش بیشتر بخش خصوصی در دستیابی به رشد اقتصادی پویا، به دست آمد. به عنوان یک نتیجه، اکثر کشورهای در حال توسعه، برنامه‌های اصلاح بازار را باهدف احیای توسعه اقتصادی پایدار و ایجاد رشد، مطرح ساخته‌اند. برنامه اصلاحات بر چهار عامل کلیدی متمرکز شده بود: آزادسازی سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی، چارچوب نظارتی قانونمند، ارتقا زیرساخت‌های فیزیکی، ثبات اقتصادی شامل کاهش در کسری بودجه، بازسازی شرکت‌های دولتی و خصوصی. یکی از دلایل متعدد تغییر سیاست‌ها آن است که بحران بدهی در اوایل سال ۱۹۸۰ منجر به کاهش میزان کل سرمایه‌های استقراضی در دسترس کشورهای در حال توسعه شده بود و برای برخی از کشورهای در حال توسعه به شدت بدهکار، منجر به کمبود مطلق سرمایه‌های استقراضی جدید گردید (اسماعیل زاده و امیری، ۱۳۹۴).

۴- اهداف استفاده از ابزارهای نوین تأمین مالی

ابزارهای نوین تأمین مالی عمدتاً، با سه هدف مورد بهره‌برداری قرار می‌گیرند:

۱. تأمین سرمایه: سازمان یا موسسه‌ای که برای اجرای طرح‌های اقتصادی خود نیاز به سرمایه دارد، می‌تواند با انتشار اوراق بهادار متناسب با ماهیت اقتصادی طرح، اقدام به جمع‌آوری سرمایه مورد نیاز نماید.
۲. تأمین نقدینگی: سازمان یا موسسه‌ای که نیاز به نقدینگی دارد، از یک موسسه واسطه که ناشر اوراق است، استفاده می‌کند. موسسه ناشر پس از جمع‌آوری وجوه، اقدام به خرید دارایی‌های موضوع قرارداد کرده و آنها را طی عقد، فروش اقساطی یا اجاره به شرط تملیک به مالک اولیه فروخته و یا اجاره می‌دهد.
۳. تبدیل دارایی به اوراق بهادار: بر این اساس بانک‌ها برخی تسهیلات اعطایی خود همچون عقود فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و یا خرید دین را به شرکت واسطه واگذار می‌کنند. شرکت واسطه با انتشار اوراق بهادار اقدام به جمع‌آوری وجوه کرده و این قبیل دارایی‌ها را از بانی خریداری می‌کند که این امر موجب انتقال ریسک اعتباری از، مؤسسات دارنده دارایی به شرکت واسطه می‌شود (فرجی و همکاران، ۱۳۸۹).

۵- روش‌های تأمین مالی نوین

۵-۱ صکوک ابزاری نوین برای تأمین مالی

ابزارهای بدهی اسلامی معمولاً اشاره به صکوک داشتند. صکوک یکی ابزارهای مالی مهم و موافق با شریعت اسلام می‌باشد که این ابزارها منبع جایگزین سرمایه‌سازی را به خصوص برای شرکت غول‌پیکر و موجودیت‌های مقتدر در مقایسه با اوراق قرضه مرسوم فراهم می‌کنند. صکوک اوراق بهادار نوآورانه بدهی است که مشابه با اوراق قرضه مرسوم با توجه به گردش نقدینگی و ریسک می‌باشد. دهه گذشته ناظر افزایش بی‌سابقه‌ای برای صکوک به خصوص قبل از بحران مالی جهانی بود. طی سال‌های تازه گذشته، بازار صکوک گواهی بر تقریباً ۱۰ الی ۱۵ درصد نرخ رشد بوده است تا به دارایی معوقه ۱۷۰ بلیون دلاری آمریکا در پایان سه ماه سوم در سال ۲۰۱۱ برسد (گزارش صکوک جهانی ۲۰۱۱). این بازار تقریباً در ۳/۱۴ درصد دارایی مالی اسلامی جهانی نقش دارد. ظهور بانکداری اسلامی و صنعت مالی در اقتصادهای مدرن، به خصوص در خلیج فارس و برخی از دولت‌های جنوب-شرقی آسیا تلاشی را برای ساختن سیستم مالی شبه مستقل تحت سیستم غالب بازتاب می‌دهد. این ویژگی نیز آفرینش بازارهای سرمایه اسلامی را درون بازارهای مرسوم غالب مشخص نموده است. یک حقیقت بی‌چون و چرا درباره صکوک و اوراق قرضه تجربه‌شان در همان بازارها ولو اینکه با مقررات جداگانه‌ای موافق با شریعت می‌باشد. صرف‌نظر از مفاهیم اساسی شریعت که زمینه ساختارهای متفاوت صکوک را می‌سازند، اجرای قراردادها به طور کلی بعد از اوراق قرضه مرسوم الگوبرداری می‌شود. این مطلب مناقشه‌ها و افسانه‌های پیرامون تفاوت‌ها بین صکوک و اوراق قرضه مرسوم را از بین نمی‌برد. در حالی که میلر و دیگران صکوک و بازگشتی‌هایشان را باور دارند، اوراق قرضه مرسوم را به سخره می‌گیرند، کار و رای (۲۰۰۷) بیان می‌کنند که صکوک از اوراق قرضه متفاوت است به خصوص زمانی که فردی مزیت‌های متنوعی را در نظر می‌گیرد که ریسک فهرست دارایی را کاهش می‌دهند (گودلوسکی و همکاران^۱، ۲۰۱۱). به علاوه، صکوک می‌تواند ابزاری کارا برای سرمایه‌گذاری باشد. رفتار قیمتی صکوک متفاوت از اوراق قرضه متعارف است، به همین دلیل اگر در یک سبد سرمایه‌گذاری قرار گیرد، هم به دلیل تنوع‌سازی و هم به دلیل رفتار قیمتی متفاوت، ریسک را کاهش می‌دهد. این موضوع مورد نظر همه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. همچنین، اوراق

1. Godlewski and et al, 2011

صکوک وسیله‌ای مناسب و در دسترس برای هدایت نقدینگی سرگردان جامعه به سوی سرمایه‌گذاری مولد است (ذکریا و همکاران^۱، ۲۰۱۳).

۵-۲ اوراق رهنی ابزاری نوین برای تأمین مالی

پس از جنگ جهانی دوم با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری با تقاضای فراوانی برای وام مسکن روبه‌رو شدند. از این‌رو کوشش فراوانی صورت گرفت تا منابع مالی بیشتری جذب شده و از این راه، تسهیلات بیشتری نیز اعطا شود. در آن زمان تأمین مالی این وام‌ها عمدتاً از محل سپرده‌ها بود. بنابراین منابع تأمین مالی بانک‌ها به همین مورد محدود می‌شد. از این‌رو بانک‌ها (به ویژه بانک‌های آمریکایی) جهت تأمین مالی به بازار سرمایه و بازار رهن ثانویه رو آوردند و از ابزارهای مالی جدید جهت تأمین مالی استفاده کردند. اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی یکی از مهم‌ترین این ابزارها بود. اوراق مشارکت رهنی اوراق مشارکتی است که به منظور مشارکت در خرید تسهیلات رهنی به وسیله ناشر منتشر می‌شود. تسهیلات رهنی نیز عبارت است از تسهیلات بانکی مبتنی بر دارایی دینی با سررسید بیش از یک سال که به منظور خرید زمین و ساختمان اعطا شده است (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷). اوراق مشارکت رهنی در حقیقت اوراق مشارکتی است که به منظور مشارکت در خرید تسهیلات رهنی به وسیله ناشر منتشر می‌شود. ناشر (واسط) هر شخص حقوقی است که اوراق مشارکت رهنی را به نام خود منتشر می‌کند. در این نوع از اوراق مشارکت، ناشر به طور معمول شرکت سرمایه‌گذاری است. بانک‌ها، لیزینگ‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری غیر بانکی تحت نظارت بانک مرکزی که تسهیلاتی را در قالب عقد فروش اقساطی واگذار کرده‌اند می‌توانند از این روش جهت تأمین مالی خود استفاده کنند. به اشخاص حقوقی که از این راه به تأمین مالی اقدام کنند در اصطلاح بانی گفته می‌شود. فرایند عملیاتی انتشار این اوراق به گونه‌ای است که ابتدا ناشر (شرکت سرمایه‌گذاری) به جمع‌آوری وجوه نقد از مردم اقدام کرده و از طرف آنان خرید دین را انجام می‌دهد. با فروش اوراق رابطه وکیل و موکل بین ناشر و خریدار اوراق محقق می‌شود. ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق صرفاً مجاز به خرید طلب‌های ناشی از تسهیلات رهنی از بانی است (اسماعیل‌زاده و امیری، ۱۳۹۴).

1. Zakaria and et al, 2013

۳-۵ اوراق آتی ابزاری نوین برای تأمین مالی

قرارداد تحویل آتی، قراردادی است که در مورد خرید و فروش یک دارایی مشخص (کالا یا اوراق بهادار) بین دو شخص حقیقی یا حقوقی منعقد می‌گردد. در قرارداد، نوع کالا یا ورقه بهادار، میزان، قیمت مورد توافق، زمان و مکان تحویل قید می‌گردد. یک طرف قرارداد خریدار است که متعهد می‌شود دارایی مورد معامله را در زمان و مکان مشخص به قیمت معین خریداری نماید. طرف دیگر قرارداد متعهد به فروش آن دارایی طبق شرایط مندرج در قرارداد است. قراردادهای تحول آتی به دو دسته تقسیم می‌شوند: قراردادهای تحویل آتی اختصاصی که این گونه قراردادهای سابقه طولانی دارند و به اعتقاد برخی، سابقه آن به حدود ۲۰۰۰ سال قبل از میلاد مسیح (ع) برمی‌گردد. هم اکنون نیز این قراردادهای در اکثر کشورها رایج است و به ویژه در مورد غلات از این گونه قراردادهای استفاده می‌شود و قراردادهای تحویل آتی قابل معامله قرارداد تحویل آتی قابل معامله فرم استاندارد شده قرارداد تحویل آتی اختصاصی است که به سهولت در بازار بورس قابل معامله می‌باشد. قراردادهای تحویل آتی قابل معامله (که اختصاراً قراردادهای آتی گفته می‌شود) نقش مهمی در دنیای سرمایه‌گذاری امروز بازی می‌کنند. این قراردادهای همانند اوراق اختیار معامله نقش اساسی در مدیریت ریسک دارند. پیمان‌های تحویل آتی به سرمایه‌گذاران اجازه کنترل و اداره ریسک سرمایه‌گذاری و هم چنین سفته‌بازی را در بازارهای اوراق بهادار می‌دهند (معصومی‌نیا و شهیدی نسب، ۱۳۸۹).

۴-۵ اوراق مشتقه ابزاری نوین برای تأمین مالی

بازار برای اوراق مشتقه به حد افراطی در سال‌های اخیر رشد نموده است. مبالغ مالی اوراق مشتقه از تاریخ نیمه ۲۰۰۷ به ۵/۴۵ تریلیون دلار یک از افزایش ۵۰ برابری از سطح مبلغ در نیمه سال ۲۰۰۱ رسید (معامله‌های بین‌المللی و اتحادیه مشتقات ۲۰۰۷). توسعه این ابزارها نوآوری مهمی می‌باشد، آخرین سری نوآوری‌ها مثل فروش وام‌ها در دهه هشتاد و تأمین امنیت‌ها در دهه نود که اثر معنی‌داری روی ماهیت و عملیات بازارهای اعتباری داشته‌اند. مثل این نوآوری‌های قبلی، خاصیت کلیدی اوراق مشتقه این است که آن‌ها منشأ اعتبار، تأمین بودجه اعتبار و نگهداری و مدیریت ریسک اعتبار را از هم جدا می‌کنند. این جداسازی استنباط‌هایی برای توزیع ریسک اعتبار سرتاسر سیستم مالی و به همین منوال برای تأمین اعتبار دارد. بانک‌هایی که اعتبار را از وام‌گیرندگان شرکتی موجب می‌شوند، دیگر نیازی به نگهداری ریسک اعتبار منوط به این وام‌ها ندارند، در حالی که سایر شرکت‌های مالی می-

توانند ریسک اعتبار را بدون اجباری برای موجب شدن یا تأمین بودجه اعتبار مورد نظر نگهداری کنند. پتانسیل متنوع‌سازی ریسک اوراق مشتقه به طور وسیعی بحث و اعلام شده است. دو نمونه از اوراق مشتقه بنام‌های اختیار معامله و قراردادهای تحویل آتی می‌باشند که هم اکنون در حجم وسیعی در بازارهای مالی سراسر دنیا مورد دادوستد قرار می‌گیرد. اگرچه معاملات این گونه اوراق دارای سابقه طولانی است؛ ولی از دهه هفتاد قرن بیستم و ریسکی‌تر شدن محیط مالی، رشد چشمگیری در حجم معاملات اوراق اختیار معامله و قراردادهای تحویل آتی پدیدار گشت. از همین دهه به بعد بود که مدیریت ریسک پرتفوی، به طور جدی مورد توجه اداره کنندگان آن قرار گرفت و اوراق اختیار معامله و پیمان‌های تحویل آتی به شکل استاندارد در بازار ارائه شد. لذا بازارهای وسیعی به وجود آمد که این بازارها هم اکنون به دادوستد این اوراق مشغول هستند (هرتل، ۲۰۰۷).

۵-۵ گواهی سپرده ایزاری نوین برای تأمین مالی

گواهی سپرده ابزار قابل معامله‌ای است که توسط بانک سپرده‌گذار در بازارهای بین‌المللی یا داخلی منتشر می‌شود. هر گواهی سپرده نماینده تعداد مشخصی از سهام عادی یک شرکت است که مسئولیت سپرده‌گذاری و مراقبت از آن بر عهده یک شخص خاص است. گواهی سپرده اولین بار در سال ۱۹۲۷ در آمریکا برای کمک به سرمایه‌گذاران آمریکایی در جهت خرید سهام شرکت‌های غیر آمریکایی ایجاد شد. از آن زمان، گواهی سپرده به عنوان ابزار منعطف و پذیرفته شده‌ای رشد یافته و برای ناشران امکان دسترسی به سرمایه‌گذاران خارجی را فراهم نموده است. داده‌های تاریخی، به رشد استفاده از این ابزار در سطح بین‌المللی گواهی می‌دهند. بر اساس آمارهای فدرال رزرو، کل سرمایه‌گذاری آمریکایی‌ها در سهام غیر آمریکایی شامل گواهی سپرده و سهام غیر آمریکایی در طی ۱۶ سال رشد فزاینده‌ای را تجربه نمود، از ۲۷۹ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۱ به ۴۰۱ تریلیون دلار در فصل اول سال ۲۰۰۷ رسید. گواهی سپرده می‌تواند یکی از عوامل این رشد باشد (برارنیادی، ۱۳۸۷). گواهی سپرده ابراز قابل معامله‌ای است که توسط شرکت‌های سپرده‌گذاری منتشر می‌شود و نشان‌دهنده مالکیت بر سهام یک شرکت خارجی است. گواهی سپرده نزد متولی در بازار محلی ناشر نگهداری می‌شود. واژه گواهی سپرده معمولاً هم برای گواهی فیزیکی و هم برای خود اوراق بهادار به کار می‌رود. گواهی‌های سپرده معمولاً با توجه به رویه‌های تسویه معاملاتی، قوانین و مقررات حاکم بر آن و بازاری که آن معامله می‌شوند به انواع مختلفی تقسیم می‌شود:

- گواهی سپرده آمریکایی: گواهی‌هایی هستند که در آمریکا توسط ناشران غیر آمریکایی منتشر می‌شوند و در دسترس سرمایه‌گذاران آمریکایی می‌باشند.
- گواهی‌های سپرده جهانی: گواهی‌هایی هستند که در یک یا چند کشور خارج از کشور ناشر عرضه می‌شوند.
- گواهی‌های سپرده محلی: علاوه بر این دو نوع کلی در سال‌های اخیر به دلیل گسترش استفاده از این نوع ابزارها در سطح بین‌المللی گواهی‌هایی به نام کشورهای دیگر منتشر می‌شود.

۵-۶ اوراق مشارکت ابزاری نوین برای تأمین مالی

اوراق مشارکت همان اوراق قرضه است که مطابق قانون بانکداری اسلامی منتشر می‌شود. ماهیت حقوقی اوراق مشارکت بر پایه عقد مشارکت مدنی قابل تحلیل است. در نظام مشارکت که انواعی دارد، صاحب پس‌انداز به جای دادن قرض و گرفتن بهره، کل یا بخشی از سرمایه مورد نیاز مؤسسه اقتصادی را تأمین می‌کند و بر اساس توافق با کارفرما، در سود و زیان آن شریک می‌شود و در پایان هر دوره مالی، پس از کسر هزینه‌ها، سود به دست آمده بر حسب نسبت‌هایی که در قرارداد توافق شده، بین صاحب سرمایه و عامل اقتصادی (کارفرما) تقسیم می‌شود. اوراق مشارکت معمولاً سودهای متغیری را موجب می‌شوند و از آن‌جا که بر مبنای مضاربه یا شراکت هستند، سود معینی را ضمانت نمی‌کنند. بنابراین با توجه به تعریف اوراق مشارکت و جایگزینی مفهوم سود علی‌الحساب به جای سود قطعی به نظر می‌رسد مشکل شرعی اوراق قرضه برای اوراق مشارکت وجود نداشته باشد (فطرس و محمودی، ۱۳۸۷). در تعریف اوراق مشارکت آمده است که این اوراق می‌تواند به وسیله بخش خصوصی و دولتی منتشر شود، ولی در این مدت که از تعریف اوراق مشارکت گذشته است، استقبال بخش خصوصی از این اوراق تقریباً برابر صفر بوده است. عدم استقبال بخش خصوصی از این اوراق می‌تواند ناشی از عوامل مختلفی مانند هزینه بر بودن این اوراق، الزام شرکت‌ها نسبت به تضمین پرداخت اصل و سود پول در ازای انتشار اوراق مشارکت پیش از تاریخ سررسید و عدم معامله بر اساس نرخ بهره واقعی بازدهی سرمایه‌گذاری باشد. یکی از تفاوت‌های اساسی بین اوراق قرضه و اوراق مشارکت در همین قسمت مشخص می‌شود. اوراق قرضه فقط در زمان سررسید قابل بازخريد است و پیش از زمان سررسید فقط قابلیت معامله در بازار ثانویه را دارد، ولی اوراق مشارکت در هر زمان قابل بازخريد است. این نکته یکی از موارد مهم برای استقبال نکردن شرکت‌ها از اوراق مشارکت

می‌باشد، زیرا شرکت‌های غیردولتی همانند دولت این توانایی را ندارند که در هر زمان اوراق مشارکت را بازخرید کنند و در بهترین شرایط تنها با به ثمر نشستن سرمایه‌گذاری و در زمان سررسید اوراق می‌توانند آن‌ها را بازخرید کنند (اسماعیل‌زاده و امیری، ۱۳۹۴).

۶- چالش‌های اساسی طراحی و پیاده‌سازی ابزارهای نوین مالی

۱-۶ چالش اول: عدم هماهنگی نهادهای نظارتی و اجرایی

اولین چالشی که در راستای طراحی و عملیاتی کردن ابزارهای مالی وجود دارد، این است که در بیشتر موارد قوانین و دستورالعمل‌های تدوین شده، فقط از دید نهاد نظارتی برای پوشش ریسک‌های مربوط به انتشار اوراق توجیه دارد و این در حالی است که در راستای عملیاتی نمودن آنها مشکلات زیادی برای ناشران و معریان پدید می‌آید. به طور مثال در صندوق‌های زمین و ساختمان، نگاه حاکم بر اساسنامه و امیدنامه این نوع صندوق‌ها، مبتنی بر سرمایه‌گذاری مشارکتی است و هیچ تفاوتی بین مؤسسين ممتاز و عادی وجود ندارد. این نگاه باعث ایجاد آسیب‌های متعددی در راستای تأسیس این نوع از صندوق‌ها شده است. در صورتی که اگر نگاه مبتنی بر تأمین مالی ساخت پروژه‌های ساختمانی به این ابزار وجود داشت، به راحتی می‌شد با صدور انواع واحدهای سرمایه‌گذاری مبتنی بر بدهی و مشارکت، علاوه بر جذب انواع سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز، این ابزار را به یکی از ابزارهای موفق در بازار سرمایه تبدیل کرد.

در راستای حل مشکلات یاد شده، پیشنهاد می‌شود؛ برای طراحی و اجرای ابزارهای مالی، کمیته‌ای متشکل از نمایندگان نهادهای نظارتی و اجرایی و با مشارکت تمامی شرکت‌های تأمین سرمایه و مشاور سرمایه‌گذاری در سازمان بورس تشکیل شود که بتوان در طراحی ابزارهای مالی، دغدغه‌های ناظران و معریان را در نظر گرفت و ابزارهای مناسب و قابل اجرا تدوین کرد (شرکت تأمین سرمایه لوتوس، ۱۳۹۴).

۲-۶ چالش دوم: عدم وجود بازارسازهای حرفه‌ای در ایجاد بازار ثانویه ابزارها

برخی از ابزارهای مالی در ابتدا نیاز به فرهنگ‌سازی عمومی و همچنین بازارسازی حرفه‌ای برای ایجاد اعتماد دارند. یکی از تجربیات خوب در حوزه طراحی ابزارهای مالی، صندوق اعتماد آفرین پارسیان بود که به دلیل بازارسازی حرفه‌ای بازار ثانویه، این ابزار توانست به خوبی جایگاه خود را پیدا کرده و

به عنوان اولین و بزرگترین صندوق قابل معامله از نوع درآمد ثابت در بازار سرمایه شناخته شود. بازاریسازان این ابزار به دلیل نگاه بلندمدت برای راه‌اندازی این ابزار بسیار کارا، توانستند اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب نمایند (شرکت تامین سرمایه لوتوس، ۱۳۹۴).

۳-۶ چالش سوم: الزام به انتشار عمومی ابزارهای جدید بدون رفع مشکلات اولیه آنها

یکی از چالش‌های بسیار مهم در خصوص راه‌اندازی ابزارهای مالی جدید، عرضه عمومی این نوع ابزارها در اولین تجربه انتشار آنها است. ابزارهای جدید مالی که در بازار سرمایه راه‌اندازی می‌شوند، ممکن است در اوایل تأسیس خود با مشکلات و چالش‌های متعددی از قبیل مشکلات اجرایی و نرم‌افزاری مواجه باشند. به دلیل مواد قانونی موجود در قانون بازار اوراق بهادار و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، این ابزارها باید عرضه عمومی شوند. در صورتی که سازمان بورس می‌تواند با اعطای مجوز انتشار محدود و خصوصی این ابزارها در ابتدای امر، و رفع مشکلات متعدد ابزار در مقیاس کوچک، ابزارهای مالی را پس از رفع ایرادها به عموم عرضه کند. در این صورت سرمایه‌گذاران با اطمینان بیشتری به خریداری این ابزارها اقدام می‌کنند (شرکت تامین سرمایه لوتوس، ۱۳۹۴).

۴-۶ چالش چهارم: عدم وجود حق انحصاری استفاده از ابزار مالی مصوب شده

چهارمین چالشی که طراحی و تصویب ابزارهای مالی با آن مواجه است، نداشتن حق انحصاری استفاده از ابزار مالی است. وقتی شرکت‌های تأمین سرمایه و سایر شرکت‌های فعال در این حوزه، اقدام به تدوین و تصویب یک ابزار مالی می‌کنند این ابزار در اختیار عموم قرار می‌گیرد و شرکت طرح‌کننده ابزار هیچ انتفاع خاصی از این اقدام خود نمی‌برد. بلکه فقط به عنوان اولین منتشرکننده ابزار مالی یاد شده شناخته می‌شود که با مرور زمان و انتشار متعدد از ابزار مالی طراحی شده نیز این مزیت کم‌رنگ می‌شود. در صورتی که می‌توان با ایجاد حق انحصاری به مدت زمان معین برای طراحان و مجریان هر ابزاری، انگیزه را برای طراحی و تدوین ابزارهای کاربردی و کارا در بازار سرمایه افزایش داد (شرکت تامین سرمایه لوتوس، ۱۳۹۴).

۷- بحث و نتیجه‌گیری

در این تحقیق به مروری بر مبانی نظری ابزارهای نوین تامین مالی پرداختیم. در این تحقیق ابزارهای نوین تامین را صکوک، اوراق رهنی، اوراق آتی، اوراق مشتقه، گواهی سپرده، اوراق مشارکت معرفی نموده و هدف استفاده از ابزارهای نوین را تامین سرمایه، تامین نقدینگی، تبدیل دارایی به اوراق بهادار اشاره کردیم. در نهایت به چالش‌های ایجاد تامین مالی (عدم هماهنگی نهادهای نظارتی و اجرایی، عدم وجود بازارسازهای حرفه‌ای در ایجاد بازار ثانویه ابزارها، الزام به انتشار عمومی ابزارهای جدید بدون رفع مشکلات اولیه آنها، عدم وجود حق انحصاری استفاده از ابزار مالی مصوب شده) اشاره شد. در پایان، امید است طرح این چالش‌ها و ارائه برخی راهکارها در این حوزه، به رشد و توسعه کمی و کیفی در بازار سرمایه منجر شود و بازار سرمایه بتواند در آینده نزدیک به عنوان رکن اصلی اقتصاد کشور ایفای نقش نموده و اقتصاد کشور را از یک اقتصاد بانک محور به سمت و سوی اقتصاد بازار محور سوق دهد.

۸- منابع و مأخذ

- ۱- اسماعیل‌زاده، علی، امیری، حمیده، (۱۳۹۴)، بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و راهکارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت، فصلنامه علوم اقتصادی، دوره ۹، شماره ۳۱، تابستان ۱۳۹۴، صفحه ۵۷-۷۶
- ۲- باقری، محمد، (۱۳۸۸)، بررسی تأثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی بابل، دانشکده مدیریت.
- ۳- برارنیادی، قربان، (۱۳۸۷)، گواهی سپرده ابزار نوین تأمین مالی در سطح بین‌الملل: روند توسعه آن در منطقه آسا (آسیا و اقیانوسیه)، مرکز تحقیقات کامپیوتری علوم اسلامی، سال ششم، شماره ۳۴، صص ۵۶-۷۸.
- ۴- شرکت تامین سرمایه لوتوس، (۱۳۹۴)، چالش‌های اساسی طراحی و پیاده‌سازی ابزارهای نوین مالی، <http://www.parsianlotusib.ir>
- ۵- عصومی‌نیا، غلامعلی، شهیدی نسب، مصطفی، (۱۳۸۹)، بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده، فصلنامه پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال نهم، شماره ۳۵، صص ۱۴۲-۱۵۸.

- ۶- فرجی، شهرزاد، رفیعی، پریرسا، (۱۳۸۹)، بررسی فرآیند انتشار اوراق رهنی و چگونگی بکارگیری آن، راهکاری نوین به منظور تامین نقدینگی بانک‌ها، بیست‌ویکمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: موسسه عالی آموزش بانکداری ایران.
- ۷- فطرس، محمدحسن و محمودی، حسین، (۱۳۸۷)، صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، شماره ۲۲، صص ۳۷-۵۰.
- ۸- کاشانی‌پور، محمد، مؤمنی‌یانسری، ابوالفضل، (۱۳۸۹)، بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های مدیریت، شماره ۸۶.
- ۹- مجتهدزاده، ویدا، (۱۳۸۸)، رابطه تأمین مالی و عملکرد عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات حسابداری، شماره اول، بهار ۸۸ .
- 10- Stein, J., 1996. Rational capital budgeting in an irrational world. Journal of Business 69, 429-455.
- 11- Godlewski., Turk-Ariss, R., (2011), "Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different Financing instruments?", BOFIT Discussion Papers.
- 12- Zakaria, N.B., Isa, M. A., (2013), "The Construct of Sukuk, Rating and Default Risk", Procedia - Social and Behavioral Sciences 65, 662 – 667.
- 13- Hirtle. B., (2007), "Credit Derivatives and Bank Credit Supply", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 276.
- 14- Lundholm, R. and Sloan, R. (2007). "Equity valuation and analysis, 2nd Edition", McGraw- Hill, Irwin.