

آسیب‌شناسی تأمین مالی در بازار سرمایه

بهروز زارع، مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه سپهر
 علی سرزعی، مدیر بخش سیاست اقتصادی شبکه مطالعات
 سیاست‌گذاری عمومی

۲۴ تیر ۱۳۹۴

شماره مسلسل: ۲۲۰۰۱۲۳

شماره شاپا: ۵۲۸۵-۵۲۲۳

براساس اطلاعات منتشره توسط سازمان بورس و اوراق
 بهادار، میزان تأمین مالی انجام شده از طریق بازار سرمایه در
 پنج سال گذشته به قرار زیر بوده است:

میلیارد ریال

سال	سال	سال	سال	سال	اوراق بهادار
۱۳۹۲	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۸۹	۱۳۸۸	
-	۱۳,۹۰۰	۲,۶۳۰	۷,۳۲۰	۱۱,۰۵۶	تأسیس شرکتهای سهامی عام
۱۳۰,۳۶۸	۱۱۳,۹۴۹	۹۸,۳۲۳	۹۵,۴۳۱	۱۵,۷۶۰	افزایش سرمایه
۳,۲۰۰	۵,۹۵۰	۱,۰۰۰	۱۴,۴۵۰	۷,۵۰۰	اوراق مشارکت
۴,۷۳۸	۳,۶۰۵	۳,۴۱۶	۳۹۱	-	اوراق اجاره
-	۳۰۱	-	-	-	اوراق مرابحه
۱۳۸,۳۰۶	۱۲۷,۷۰۵	۱۰۵,۳۶۹	۱۱۷,۴۹۲	۳۴,۳۱۵	جمع اوراق (تأمین مالی انجام شده)

بررسی وضعیت موجود

در اقتصاد به سادگی نشان داده می‌شود که اگر امکان
 قرض‌دهی و قرض‌گیری وجود داشته باشد مطلوبیت عاملین
 اقتصادی افزایش پیدا می‌کند. با توجه به پیچیدگی‌های ایجاد
 ارتباط بین عاملین دارای مازاد منابع و عاملین دارای کمبود
 منابع، بازارهای مالی با هدف تسهیل این ارتباط و کاهش
 هزینه‌های مبادلاتی شکل گرفته‌اند. از این‌رو موفقیت یا عدم
 موفقیت بازارهای مالی متشکل، به توانایی آنها در انتقال
 منابع از پس‌اندازکنندگان به مصرف‌کنندگان، کمک به
 تخصیص بهینه منابع و کاهش هزینه‌های مبادله وابسته
 است. بازار سرمایه به عنوان یکی از بخش‌های بازارهای
 مالی، در همین قالب قابل بررسی و ارزیابی است. در ایران
 علی‌رغم آنکه بازار سرمایه متشکل و ساختاریافته از قدمت
 زیادی برخوردار نیست، اما رشد شتابنده‌ی بخش‌هایی از بازار
 سرمایه در سال‌های اخیر، این بازار و پتانسیل نهفته در آن
 برای تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی را در کانون توجه قرار
 داده است. با این حال، بررسی آمار و اطلاعات منتشره
 نشان‌دهنده‌ی آن است که کارکرد اصلی این بازار، یعنی
 تأمین و کمک به تخصیص بهینه منابع مالی و کاهش
 هزینه‌های تأمین مالی، تحت‌الشعاع رشد بازارهای ثانویه قرار
 گرفته و بسیار کمتر از انتظار عمل نموده است.

در خصوص آمار منتشره توجه به نکات زیر ضروری به
 نظر می‌رسد:

(۱) در تأسیس شرکتهای سهامی عام در سال‌های
 گزارش شده، بخشی از مبالغ ذکر شده مربوط به آورده‌ی
 غیرنقد مؤسسین در زمان تأسیس بوده و از این‌رو نمی‌تواند به
 عنوان تأمین مالی از طریق بازار سرمایه منظور شود. تفکیک
 مبالغ در جدول زیر آمده است:

میلیارد ریال

سال	تعداد شرکت‌های تأسیس شده	آورده غیرنقد	آورده نقد
۱۳۸۸	۱۱	۱,۲۱۸	۹,۸۳۸
۱۳۸۹*	۷	-	۷,۳۲۰
۱۳۹۰**	۵	-	۱,۶۳۰
۱۳۹۱	۴	۳,۰۰۰	۱۰,۹۰۰
۱۳۹۲	-	-	-
جمع	۲۸	۴,۲۱۸	۲۹,۶۸۸

* منابع جمع‌آوری شده در پذیره‌نویسی بانک آریا در سال
 ۱۳۸۹ عمدتاً توسط مؤسسین و به شکل صوری تأدیه شده
 است. با این حال رقم گزارش شده برای سال ۱۳۸۹، شامل
 ۲,۰۰۰ میلیارد ریال سرمایه این بانک می‌باشد.

*** بانک شرق که با سرمایه ۱۰۰۰ میلیارد ریال در سال ۱۳۹۰ از سازمان بورس مجوز گرفته، اصلاً پذیرهنویسی نکرده و از فهرست حذف شده است.

(۲) در موارد مرتبط با افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام، باید توجه نمود که در تبدیل سود انباشته و اندوخته‌ها از جمله اندوخته مازاد حاصل از تجدید ارزیابی به سرمایه، اساساً تأمین مالی اتفاق نمی‌افتد. در این موارد تنها تغییر طبقه‌بندی سرفصل سود انباشته و یا اندوخته‌ها به سرفصل سرمایه، انجام شده و از این رو اطلاق تأمین مالی به آن کاملاً اشتباه می‌باشد. شایان ذکر است که در مورد انتقال مازاد حاصل از تجدید ارزیابی دارایی‌ها به حساب سرمایه، جدای از امکان قانونی فراهم شده برای انجام آن، موضوع مغایر با استانداردهای حسابداری بوده و از نظر فنی نیز قابل نقد است. با این حال عدم وقوع تأمین مالی در چنین موارد کاملاً واضح می‌باشد. از سوی دیگر در مورد افزایش سرمایه‌های انجام شده از محل مطالبات و آورده نقدی سهام‌داران، باید توجه نمود که به دلیل به‌کارگیری روش تعهدی در حسابداری شرکت‌ها، انطباق سود عملکرد سالانه با وجوه نقد مرتبط الزامی نبوده و در بسیاری از موارد، وجود سود حسابداری معادل وجود وجه نقد آزاد در شرکت نیست. با عنایت به آنکه متأسفانه به دلایل متعدد درصد تقسیم سود در شرکت‌ها بالا می‌باشد، در اغلب موارد شرکت‌ها قادر به تأمین نقدینگی مورد نیاز جهت پرداخت سود تقسیمی نیستند و در نتیجه ناگزیر از افزایش سرمایه و تبدیل مطالبات سهام‌داران به سرمایه جهت جلوگیری از خروج منابع می‌باشند. بدین ترتیب در بیشتر موارد، افزایش سرمایه‌های انجام شده در بازار سرمایه نه به منظور تأمین مالی شرکت‌ها، بلکه جهت جلوگیری از خروج منابع عملیاتی از شرکت‌ها انجام می‌شود. با این حال، با اغماض از مشکل یادشده می‌توان تأمین مالی انجام شده از طریق افزایش سرمایه شرکت‌ها را معادل افزایش سرمایه‌های انجام شده از محل مطالبات و آورده نقدی سهام‌داران دانست. اطلاعات مربوط به این مبالغ در جدول زیر آمده است:

میلیارد ریال

سال	مبلغ افزایش سرمایه انجام شده	مطالبات و آورده نقدی	سود انباشته و اندوخته‌ها
۱۳۸۸	۱۵,۷۶۰	۱۲,۰۰۹	۳,۷۵۱
۱۳۸۹	۹۵,۴۳۱	۸۰,۸۵۳	۱۴,۵۷۸
۱۳۹۰	۹۸,۳۳۳	۶۸,۵۲۷	۲۹,۷۹۶
۱۳۹۱	۱۱۳,۹۴۹	۷۴,۶۴۷	۳۹,۳۰۲
۱۳۹۲	۱۳۰,۲۶۸	۶۶,۵۴۴	۶۳,۷۲۴
جمع	۴۵۳,۷۳۱	۳۰۲,۵۸۰	۱۵۱,۱۵۱

(۳) اخیراً در خبرها و گزارش‌های منتشر شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار اطلاعات مربوط به عرضه‌های سهام دولتی یا سایر بخش‌ها و همچنین فروش سلف انواع محصولات در بورس کالای ایران تحت عنوان تأمین مالی در بازار سرمایه گزارش می‌شود. در مورد عرضه سهام توسط دولت (از طریق سازمان خصوصی‌سازی) و یا سایر بخش‌ها، باید توجه داشت که در این عرضه‌ها، مالک تنها یک نوع دارایی خود (سهام) را به نوع دیگری از دارایی (وجه نقد یا مطالبات) تبدیل می‌نماید و از این رو اطلاق تأمین مالی به آن کاملاً اشتباه و گمراه‌کننده است. در خصوص فروش کالاها و محصولات به صورت سلف در بورس کالا نیز باید توجه نمود که معاملات فعلی در واقع معاملات Spot است که با تحویل ۳۰ یا ۴۵ روزه انجام می‌شود. این معاملات در فروش تعداد زیادی از کالاها و محصولات خارج از بازار سرمایه نیز عمومیت دارد. فروش محصولات فلزی، سیمان (در سال‌های گذشته)، خودرو و امثال آن به دلیل فزونی تقاضا بر عرضه امکان اتخاذ سیاست فروش بر مبنای پیش‌دریافت از مشتریان را برای تولیدکنندگان فراهم آورده و اساساً ارتباطی با بازار سرمایه ندارد تا فروش‌های Spot بورس کالا را تأمین مالی در بازار سرمایه تلقی کند. نگاهی گذرا به ادبیات تأمین مالی در سطح بین‌المللی و همچنین آمار تأمین مالی در

۱۳۸۸، ارزش اسمی این بازار تنها ۲۳۴ درصد رشد نموده که آن‌هم عمدتاً ناشی از ورود شرکت‌های بزرگ دولتی به بورس در راستای اجرای قانون سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی بوده است. بدین ترتیب در دوره‌ای که بازار ثانویه رشد قابل ملاحظه‌ای داشته، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نتوانسته‌اند نسبت به تأمین مالی از طریق این بازار اقدام نمایند و ارزش بورس تهران به شکل نامطلوبی از ارزش اسمی آن فاصله گرفته و بخش اندکی از این پتانسیل تبدیل به منابع تأمین مالی برای بنگاه‌های اقتصادی گردیده است. در واقع عملکرد بازار سرمایه در حوزه تأمین مالی به عنوان اصلی‌ترین کارکرد آن، کاملاً تحت تأثیر تحولات بخش معاملات ثانویه اوراق بهادار قرار گرفته است. در یک بازار مالی توسعه یافته، رشد بازار ثانویه در اثر رشد عوامل مرتبط اقتصادی عموماً تبعات مثبتی برای بنگاه‌های اقتصادی در جهت تأمین مالی از این بازار را دارد، اما به نظر می‌رسد در بازار سرمایه ایران ارتباط معقولی بین بازار اولیه و بازار ثانویه برقرار نگردیده و همه تلاش‌ها معطوف به هدف رشد بازار ثانویه شده است. متأسفانه نوع پوشش خبری و اطلاع‌رسانی انجام شده نیز در راستای این امر بوده و اثری از فرهنگ‌سازی در جهت تأمین منابع مالی به چشم نمی‌خورد. در میان انبوه خبرهای رشد خیره‌کننده بورس اوراق بهادار تهران، تلاشی جهت معرفی این بازار به عنوان محلی برای تأمین منابع مالی بنگاه‌ها به عمل نیامده است.

این گزارش به برخی دلایل عمده عدم توسعه بازار اولیه و در نتیجه سهم اندک بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در سال‌های اخیر می‌پردازد. در هر یک از بخش‌های ارائه شده، ایرادات و مشکلات اصلی موجود به صورت مختصر بیان گردیده و در خاتمه پیشنهادهایی برای حل آنها ارائه گردیده است.

محدودیت‌های قوانین و مقررات

(۱) اغلب شیوه‌های تأمین مالی در بازار سرمایه مبتنی بر انتشار یا صدور انواع ابزارهای مالی یا تشکیل نهادهای مالی با کاربردهای خاص می‌باشند. با این وجود علی‌رغم این امر، اولین بار در سال ۱۳۸۴ و در «قانون بازار اوراق بهادار

سایر کشورها، احتمالاً به فهم آنچه می‌توان به عنوان تأمین مالی شناسایی نمود کمک خواهد کرد.

با عنایت به آنچه گفته شد و با در نظر گرفتن محدودیت‌های فوق، آمار تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در مقایسه با تأمین مالی صورت گرفته از طریق سیستم بانکی و انتشار اوراق مشارکت دولتی در سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۱ به شرح زیر است:

سال	حجم تأمین مالی (میلیارد ریال)	تأمین مالی از سیستم بانکی		انتشار اوراق مشارکت دولتی*		تأمین مالی از بازار سرمایه	
		درصد	مبلغ (میلیارد ریال)	درصد	مبلغ (میلیارد ریال)	درصد	مبلغ (میلیارد ریال)
۱۳۸۸	۴۸۴,۲۴۴	۹۰	۱۷,۶۳۷	۴	۲۹,۳۴۷	۶	۳۹,۳۴۷
۱۳۸۹	۱,۱۴۷,۹۹۹	۷۷	۸۸,۸۰۰	۱۴	۱۵۶,۸۰۵	۹	۱۰۲,۹۱۴
۱۳۹۰	۷۴۵,۲۵۷	۸۴	۶۲۵,۸۳۳	۶	۴۴,۸۶۱	۱۰	۷۴,۵۲۳
۱۳۹۱	۸۰۵,۹۲۵	۷۳	۵۸۶,۹۲۴	۱۵	۱۲۳,۵۹۸	۱۲	۹۵,۴۰۳
جمع	۳,۱۸۲,۴۲۵	۸۰	۲,۵۳۸,۲۸۷	۱۱	۳۴۲,۹۰۱	۹	۳۰۲,۲۳۷

* میزان اوراق فروش رفته در نظر گرفته شده است.

آمار فوق تصویری از تأمین مالی انجام شده در بازار سرمایه و مقایسه آن با تأمین مالی از طریق بازار پول را نشان می‌دهد. در دوره بررسی شده، ارزش بازار بورس اوراق بهادار تهران در مقایسه با ارزش اسمی آن به شرح زیر است:

پایان سال	ارزش اسمی بورس اوراق بهادار تهران (میلیارد ریال)	ارزش بازار بورس اوراق بهادار تهران (میلیارد ریال)	نسبت ارزش بازار به ارزش اسمی (درصد)
۱۳۸۸	۲۸۷,۵۰۲	۶۵۱,۴۳۸	۲۲۷
۱۳۸۹	۳۳۰,۸۰۴	۱,۱۱۵,۶۳۶	۳۳۷
۱۳۹۰	۴۴۰,۱۰۴	۱,۲۸۲,۵۰۶	۲۹۱
۱۳۹۱	۵۰۶,۴۹۸	۱,۷۰۷,۴۹۸	۳۳۷
۱۳۹۲*	۶۷۳,۵۰۹	۴,۲۵۸,۶۸۶	۶۳۲

* تا پایان آذرماه ۱۳۹۲

این امر نشان می‌دهد که علی‌رغم رشد ۶۵۴ درصدی ارزش بازار بورس تهران تا سال ۱۳۹۲ نسبت به پایان سال

^۱ در مورد تسهیلات بانکی، خالص تسهیلات پرداختی از مقایسه مانده دو سال متوالی محاسبه و در نظر گرفته شده است.

^۲ به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات ارزش اسمی فرابورس ایران در سال‌های گزارش شده، تنها از اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

متأسفانه این تلاش‌ها به دلیل عدم آشنایی مسئولین هر بخش با وظایف و ظرفیت‌های سایر بخش‌ها، اغلب منجر به تعدد نهادهای تصمیم‌گیر و تعارض قوانین و به تبع آن پیچیده شدن مسائل و ناکارآ شدن قوانین منجر شده است. نمونه‌های متعددی از چنین اقداماتی که موضوع طراحی و انتشار ابزارهای مالی در بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار داده وجود دارد. برای مثال می‌توان به ماده‌ی ۵ قانون تسهیل اعطای تسهیلات بانکی و کاهش هزینه‌ها و تسریع در اجرای طرح‌های تولیدی و افزایش منابع مالی و کارآیی بانک‌ها (مصوب تیرماه ۱۳۸۶) اشاره نمود که در آن وظیفه طراحی و به‌کارگیری ابزارهای جدید مالی اسلامی در بازار سرمایه را به وزارت اقتصاد با همکاری بانک مرکزی واگذار نموده است، وظیفه‌ای که به موجب ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۸۴ به شورای عالی بورس و اوراق بهادار به عنوان متولی و سیاست‌گذار بازار سرمایه واگذار گردیده است!

نمونه‌ی دیگر از تداخل وظایف در این حوزه ماده‌ی ۱۴ قانون ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن، مصوب خرداد ماه ۱۳۸۷ است. مطابق بند ۱ این ماده، وزارت اقتصاد موظف است با همکاری بانک مرکزی و وزارت مسکن و شهرسازی! از طریق روش‌های مذکور در این ماده منابع مالی مورد نیاز برای تولید مسکن را فراهم نماید. از جمله اقدامات ذیل این ماده می‌توان به ایجاد بازار رهن ثانویه و انتشار اوراق مشارکت به پشتوانه تسهیلات رهنی، راه‌اندازی شرکت‌های تأمین سرمایه در حوزه‌ی مسکن، انتشار اوراق مشارکت و سایر ابزارهای مالی اسلامی و استفاده از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، اشاره نمود. مواردی که همگی در صلاحیت سازمان بورس و اوراق بهادار و شورای عالی بورس می‌باشد. عدم توجه به قوانین موجود در این حوزه در تصویب قوانین و مقررات جدید جدا از ایجاد کشمکش و اختلاف بین دستگاه‌ها، در عمل حوزه تأمین مالی را با مشکل و عدم اجرای خواسته قانون‌گذار مواجه نموده است. یک نمونه از چنین اختلافاتی موضوع انتشار اوراق اجاره توسط بانک‌هاست. بعد از انتشار اوراق اجاره توسط

جمهوری اسلامی ایران» تعریفی از اوراق بهادار و ابزارها و نهادهای مالی در این بازار ارائه گردید، تعاریفی که دارای اشکالات کلی یا جزئی بوده و به دلیل ابهامات اجرایی نیازمند اصلاح یا تعریف جدید می‌باشند. برای نمونه می‌توان به تعریف مجدد صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان نهادهای مالی در «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی»، مصوب ۱۳۸۸ اشاره نمود.

(۲) قانون تجارت مصوب سال ۱۳۱۱ و لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷، که ساختار حقوقی فعالیت بنگاه‌های اقتصادی و تعریف حقوق مالکانه در آنها، ابزارهای مالی مبتنی بر بدهی و اسناد تجاری و حقوق مربوط به آنها را مشخص نموده است، از دیگر قوانین و مقررات مرجع در تأمین مالی است. با این حال به دلیل تغییرات قابل توجه در فضای کسب و کار و نوآوری‌های مالی در دهه‌های اخیر، قوانین موجود اغلب ناکارآمد و یا مانع جدی در مقابل شیوه‌های جدید کسب و کار یا تأمین مالی گردیده‌اند. فرآیند انتشار سهام در زمان تأسیس یا افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام، پیچیده، زمان‌بر و بسیار دشوار است. اگر چه به دلیل ورود عامه سرمایه‌گذاران در این موارد، نظارت بر این فرآیندها امری اجتناب‌ناپذیر است، با این حال بسیاری از موارد الزام شده فاقد هرگونه کارآیی و اثر بخشی بوده و تنها فرآیند تشکیل سرمایه را کند و دشوار می‌سازند. برای نمونه می‌توان به الزام اخذ تأییدیه انتشار اعلامیه پذیره‌نویسی انتشار سهام در زمان تأسیس و افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام توسط دو مرجع سازمان بورس و اوراق بهادار و ثبت شرکت‌ها به منظور حصول اطمینان از رعایت قانون تجارت که در حال حاضر در هر دو بخش به اقدامی تکراری و وقت‌گیر که گاه حتی بیش از چند ماه زمان می‌برد، اشاره نمود.

(۳) اهمیت موضوع تأمین مالی طرح‌ها و برنامه‌ها باعث گردیده تا نهادها و دستگاه‌های مختلف تلاش نمایند تمهیدات لازم برای دستیابی به اهداف سرمایه‌گذاری در حوزه‌های خود را در قالب قوانین لازم پیش‌بینی نمایند.

هیئت مدیره سازمان بورس اجرایی گردیده است. این امر با اراده‌ی قانون‌گذار مغایر بوده و در برخی موارد ممکن است موجب صدور اوراق بهادار جدید با شرایطی گردد که آثار حقوقی، مالی و مالیاتی سوءیی بر جا گذارد. شتابزدگی سازمان بورس و اوراق بهادار در تصویب مقررات مبهم انتشار اوراق استصناع و اوراق رهنی به عنوان ابزارهای مالی جدید نمونه‌ای از این ادعا است که ممکن است موجب تضییع حقوق سرمایه‌گذاران و ناشران اوراق مزبور گردد.

با عنایت به آنچه گفته شد، به نظر می‌رسد به‌روز نبودن بودن برخی قوانین، ابهام در تفسیر و اجرای ناقص این قوانین از یک سو و تعارض میان قوانین موجود، پراکندگی موضوع و نبود نهاد ناظر واحد از سوی دیگر مشکلات جدید در طراحی و انتشار انواع اوراق بهادار و در نتیجه تأمین مالی از این طریق ایجاد نموده است. توجه به تجربه سایر کشورها، نشان‌دهنده وجود قانون اصلی در این حوزه (اغلب با نام قانون اوراق بهادار) است که جامع موضوعات موجود و تبیین‌کننده روش‌های طراحی و به‌کارگیری اوراق بهادار در آینده بوده و نقش دستگاه‌های مختلف را به صورتی روشن بیان می‌نماید. در صورت نیاز به اصلاح چنین قانونی و یا پیشنهادات جدید، تغییرات به‌وجود آمده به عنوان تغییرات این قانون در نظر گرفته شده و در سایر قوانین به صورت مجزا و بدون لحاظ نمودن چنین قانونی، مقررات جدید وضع نمی‌گردد.

محدودیت ابزارها و شیوه‌های تأمین مالی

(۱) تنوع جامعه در امر واسطه‌گری مالی خود را به شکل تنوع سرمایه‌گذاران و تنوع سرمایه‌پذیرها نشان داده است. سرمایه‌گذاران بر حسب شرایط اجتماعی و اقتصادی مختلف در دسته‌های ریسک‌پذیر، ریسک‌گریز و ریسک‌خشی قرار می‌گیرند. همچنین بر حسب اهداف سرمایه‌گذاری و نیازهای سرمایه‌گذاران، منابع در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت سرمایه‌گذاری می‌شود. به همین ترتیب عاملین اقتصادی متقاضی سرمایه نیز نیازهای متعددی دارند. برخی به منابع زیاد و گروه دیگر به منابعی اندک نیاز دارند. برخی منابع را برای یک بازه زمانی کوتاه‌مدت و بخشی از

بانک سامان در سال ۱۳۹۰ با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار، بانک مرکزی به استناد آنکه خود متولی وضع مقررات در این حوزه است به سایر بانک‌ها اجازه استفاده از این ابزار را نداد. در پی تدوین مقررات توسط بانک مرکزی در این حوزه، سازمان بورس و اوراق بهادار نیز به استناد آنکه نهادهای واسط (ناشر اوراق اجاره) به موجب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید تحت نظارت آن سازمان می‌باشند، اجازه انتشار اوراق اجاره توسط بانک‌ها براساس مقررات بانک مرکزی را نداده است!

(۴) همانگونه که در قانون بازار اوراق بهادار بیان گردیده، ابزار مالی (اوراق بهادار) ورقه یا مستند متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین یا منفعت آن است. با عنایت به این امر، طراحی ابزارهای مالی جدید، مستلزم تشریح ساختار حقوقی جدید ایجاد شده، قواعد حقوقی ناظر بر این ساختارها، تشریح وضعیت مالکیت و نحوه‌ی انتقال آن و منافعی است که مالک این ابزارها از آن به‌رمند می‌گردد. همچنین در طراحی ابزارهای مالی به حدود مسؤولیت‌های مالک در قبال اشخاص ثالث نیز باید توجه کرد. آثار گسترده حقوقی مترتب بر ایجاد ابزارهای مالی جدید موجب گردیده بود تا در زمان تدوین قانون بازار اوراق بهادار، حسب نظر اعضای محترم شورای نگهبان، اولین مصوبات مجلس در این خصوص به دلیل واگذاری اختیار قانون‌گذاری به شورای عالی بورس در این حوزه، به مجلس شورای اسلامی عودت شود. در نهایت با توجه به اصلاحات و تأکید بر آنکه مقررات‌گذاری در این حوزه در شورای عالی بورس و اوراق بهادار انجام خواهد شد، قانون مزبور به تصویب رسید. از این رو در قانون بازار اوراق بهادار (بند ۴ ماده‌ی ۴) تصویب ابزارهای مالی جدید از جمله وظایف شورای عالی بورس و اوراق بهادار تعیین گردید. با این حال، رویکرد سازمان بورس در عمل به این ماده در سال‌های قبل متفاوت بوده است. برای نمونه در مورد اوراق اجاره، دستورالعمل انتشار این اوراق به تصویب شورای عالی بورس رسیده (مرداد ۱۳۸۹) و در خصوص سایر اوراق بهادار تنها تعریف این اوراق به تصویب شورای عالی بورس رسیده و مقررات مربوطه با تصویب

در نظر گرفته شده که بدون توجه به ساختار مالی بنگاه‌های اقتصادی، نیاز و مصارف آنها و مشخصات طراحی‌های در دست ساخت یا توسعه توسط آنها، سررسید واحدی را بر شیوه‌های تأمین مالی تحمیل کرده است.

(۳) روش‌های تأمین مالی بر حسب آنکه مطالبات اعتبار دهنندگان یا شرکاء از محل وجوه نقد ایجاد شده در یک بنگاه اقتصادی پرداخت شود یا آنکه تنها مبتنی بر یک پروژه باشد، به دو گروه عمده تأمین مالی شرکتی یا تأمین مالی پروژه‌ای تقسیم می‌شوند. ابزارهای مالی متداول در بازار سرمایه ایران، عمدتاً از گروه اول بوده و به‌جز صندوق‌های زمین و ساختمان که از زمان طراحی در سال ۱۳۸۶ تاکنون عملیاتی نشده‌اند، راه حلی برای تأمین مالی پروژه‌ای ارائه نشده است. بررسی ساختار قراردادی و تأمین مالی پروژه‌های بزرگ در کشورهای پیشرفته و در حال توسعه نشان‌دهنده آن است که تأمین مالی آنها از طریق روش‌های پروژه‌ای انجام می‌شود. اساساً محدودیت‌های حاکم بر تأمین مالی شرکتی و سقف‌های تعیین شده برای آن، امکان تأمین مالی پروژه‌های بزرگ را فراهم نمی‌کند. در سال‌های گذشته تمرکز طراحی ابزارهای مالی بر روش‌های تأمین مالی شرکتی بوده و از این رو بازار سرمایه نتوانسته نقشی در تأمین مالی پروژه‌های دولتی یا پروژه‌های بزرگ خصوصی ایفا کند.

(۴) بررسی اجمالی انواع ابزارها و نهادهای مالی شکل گرفته برای تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی نشان‌دهنده آن است که این طراحی‌ها بر مبنای انتقال کامل ریسک سرمایه‌گذاری به بنگاه‌ها انجام شده و ساختار و نحوه‌ی به‌کارگیری این ابزارها به گونه‌ای است که هیچ‌گونه ریسکی به سرمایه‌گذار منتقل نشود. فرض اساسی مقام ناظر مالی بازار سرمایه در ایران آن است که ریسک هر سرمایه‌گذاری تماماً متوجه شخص یا بنگاه سرمایه‌پذیر گردد؛ در حالی که فرض اساسی بازارهای مالی پیشرفته این است که رویه‌های تقسیم و تسهیم ریسک وجود داشته باشد، به این معنی که بخشی از ریسک شکست سرمایه‌گذاری متوجه کسانی شود که سرمایه‌گذاری نموده‌اند. در واقع سرمایه‌پذیران در مقام کارآفرینی و خلق ارزش افزوده قرار داشته و متوجه کردن

آنها برای بازه زمانی میان‌مدت و بلندمدت طلب می‌کنند. بعضی بنگاه‌ها، منابع مالی را برای انجام تولیدات جاری (سرمایه در گردش)، تعدادی برای انجام پروژه‌های جدید، برخی برای راه‌اندازی یک فعالیت از ابتدا و برخی برای توسعه فعالیت‌ها به کار می‌گیرند. از همین رو می‌توان مهم‌ترین محدودیت تأمین مالی از طریق بازار سرمایه را آن دانست که مجموعه‌ی ابزارها و شیوه‌های تأمین مالی (و در نتیجه سرمایه‌گذاری) در بازار سرمایه پاسخگوی نیازهای متنوع سرمایه‌گذاران و بنگاه‌های اقتصادی به عنوان واحدهای سرمایه‌پذیر نمی‌باشد. ابزارهای مالی مانند سهام، اوراق مشارکت، اوراق اجاره و اوراق مرابحه تنها ابزارهای تأمین مالی هستند که به شکل عملیاتی در بازار سرمایه به کار گرفته شده‌اند. به استثنای سهام، کارکرد بقیه این ابزارها از منظر ریسک سرمایه‌گذار کاملاً یکسان بوده و تفاوتی بین آنها وجود ندارد.

(۲) اگرچه ابزارهای مالی کوتاه مدت (با سررسید کمتر از یک‌سال) اصطلاحاً ابزارهای بازار پول تلقی شده و توسط بانک‌ها طراحی و عرضه می‌شوند با این حال محل عرضه و مبادله این‌گونه ابزارها اغلب بازارهای ثانویه متشکل است. با توجه به نیاز بنگاه‌های اقتصادی به چنین ابزارهایی برای تأمین سرمایه در گردش عملیات خود، تلاشی برای طراحی و به‌کارگیری چنین ابزارهایی به عمل نیامده است. در این مورد حتی ابزارهایی که ماهیت کوتاه مدت داشته با تغییر شکل به صورت غیر منطقی به ابزارهای با سررسید بیش از یک‌سال تبدیل شده‌اند. برای نمونه می‌توان به اوراق مرابحه اشاره نمود که هدف آن تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی در قالب خرید اعتباری مواد اولیه، قطعات و امثال آن است. با توجه به ماهیت نیاز به چنین اوراقی، طراحی آنها در سایر کشورها به صورت کوتاه مدت بوده است. بحرین به عنوان اولین کشوری که از این ابزار در سال ۲۰۰۱ استفاده نموده، اولین اوراق مرابحه را با سررسید سه ماهه صادر نموده است. با این حال در طراحی این اوراق در بازار سرمایه، سررسید آن دو سال تعیین گردیده است. از سوی دیگر طولانی‌ترین سررسید متعارف در انتشار اوراق بهادار ۴ سال

تغییرات قیمت مصون دارند. فقدان این ابزارها در بازار مالی موجب گردیده تا فعالان صنعت و تجارت امروزه با عدم اطمینان‌های شدیدی روبرو شوند. به عنوان مثال می‌توان ادعا کرد که تحریم‌ها به این دلیل چنان فشار زیادی بر بخش عرضه وارد کرد که بازارهای مالی فاقد چنین ابزارهایی برای پوشش ریسک بود و به همین عدم اطمینان در مورد روند نرخ ارز مستقیماً به فعالیت صنایع و بازرگانان منتقل می‌شد. در نتیجه فقدان ابزارهایی چون قرارداد آتی ارز، اقتصاد را با آسیب‌های جدی مواجه ساخته است. وجود ابزارهای مدیریت ریسک در بازار کالا بیش از بازار سهام ضروری است. در حال حاضر فعالیت‌های سوداگرانه روی خود کالاها و دارایی‌هایی نظیر طلا و ارز صورت می‌گیرد در حالی که این امر می‌بایست روی ابزارهای مالی مبتنی بر آنها انجام شود. به عبارت دیگر مردم برای سوداگری روی ارز به جای اینکه ارز خارجی در خانه نگهداری کنند باید اوراق مبتنی بر ارز را مبادله و نگهداری کنند و ارز عرضه شده در بازار پولی برای مصارف مصون‌سازی در مقابل افزایش قیمت مورد استفاده قرار نگیرد.

بر اساس آنچه گفته شد، به نظر می‌رسد عدم تنوع ابزارهای مالی با سررسیدهای مختلف، نبود تنوع ابزارهای مالی با ریسک‌های مختلف، فقدان ابزارهای مدیریت ریسک، اصرار بر انتقال همه‌ی ریسک سرمایه‌گذاری به بنگاه سرمایه‌پذیر و محوریت روش‌های تأمین مالی شرکتی، از دلایل اصلی و تأثیرگذار بر تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در بازار سرمایه‌اند. از این‌رو لازم است طراحی ابزارهای مالی و نهادهای مالی جدید در دستور کار قرار گیرد. این تنوع‌بخشی باید از حیث سررسید بدهی‌ها، میزان ریسک آنها و نحوه توزیع ریسک میان میان عامل سرمایه‌گذار و عامل سرمایه‌پذیر باشد

محدودیت‌های نرخ، اعتبارسنجی و تضمین

(۱) رویکردهای عمومی تأمین مالی، استقراض از بانک (بازار پول) و انتشار ابزارها و ایجاد نهادهای مالی (بازار سرمایه) است. از آنجایی که این دو بازار در وضعیتی متقابل بر یکدیگر تأثیر می‌گذارند، روشن است که مدیریت حاکم بر

همه ریسک به سمت آنها اقدامی در جهت تضعیف کارآفرینی است. از منظر حقوق و اقتصاد نیز تجمیع همه ریسک‌ها در یک سمت قابل قبول نیست زیرا به کاهش کارایی در اقتصاد منجر می‌شود و در چنین شرایطی افراد کمتری حاضر به سرمایه‌گذاری خواهند شد که در بلند مدت به زیان اقتصاد خواهد بود. از سوی دیگر الزام به حذف ریسک سرمایه‌گذاری، به دلیل ضرورت وجود تضمین، افزایش نرخ تأمین مالی برای بنگاه‌های اقتصادی را در پی دارد. در حالی که بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی فاقد وثایق لازم برای تضمین به سرمایه‌گذار به صورت مستقیم یا از طریق یکی از نهادهای مالی می‌باشند، الزام به این امر در انتشار همه اوراق بهادار مانعی برای تأمین مالی بنگاه‌های فاقد وثیقه شده است. اصرار بر حذف ریسک نکول به هر قیمتی طیف وسیعی از بنگاه‌های اقتصادی را از تأمین مالی محروم نموده و به سرمایه‌گذاران فرصت‌های سرمایه‌گذاری متفاوتی ارائه نمی‌نماید. در خصوص سرمایه‌گذاران این امر اثر مخربی بر اقتصاد داشته و انتخاب آنها را بین بازارهای سرمایه، ارز، طلا و مسکن و نه در درون این بازارها، محدود می‌سازد. شایان ذکر است که تقسیم و تسهیم ریسک بین سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران با مبانی شرعی مبادلات اقتصادی سازگاری بیشتری داشته و اصرار به حذف ریسک برای سرمایه‌گذاران شائبه غیرشرعی شدن را به دنبال دارد. از دیگر سو، بخشی از سرمایه‌گذاران حاضر به قبول ریسک هستند و لزومی ندارد که همه آنها را در زمره افراد ریسک‌گریز طبقه‌بندی کنیم. در این حالت منطقاً با ارائه ابزارهایی که با تناسب‌های مختلف میان ریسک و بازده تعریف شده‌اند می‌توان هم به رفع نیاز مالی بنگاه‌های اقتصادی متناسب با ساختار آنها کمک نمود و هم پاسخگوی سلايق متفاوت سرمایه‌گذاران متناسب با سطح ریسک‌پذیری آنها بود.

(۵) واسطه‌گری سرمایه، تنها کارکرد نهادهای مالی نیست. واسطه‌گری ریسک کارکرد مهم دیگری است که نهادهای مالی ارائه می‌کنند. وجود ابزارهای مشتقه در بازارهای مالی این امکان را برای مؤسسات صنعتی و تجاری فراهم آورده تا با استفاده از آنها خود را در برابر ریسک

مطابق سیاست‌های جاری نرخ تأمین مالی دولت با نرخ پرریسک‌ترین بنگاه اقتصادی که می‌تواند بر اساس مقررات موجود اقدام به انتشار اوراق بدهی نماید برابر است. رویه موجود کوچکترین تمایزی بین این‌گونه موارد قائل نشده و ساختار، وضعیت مالی و بازده کلیه فعالیت‌های اقتصادی را یکسان فرض می‌کند. نکته قابل توجه آن است که متداول‌ترین ابزار تأمین مالی در این حوزه اوراق مشارکت است که براساس مبانی انتشار، قرار است منافع حاصل از مشارکت را میان سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر تقسیم نماید، اما در سال‌های گذشته سود نهایی تمامی طرح‌های مبنای این اوراق دقیقاً معادل سود علی‌الحساب و برابر با هر پروژه دیگری بوده است. این امر در کنار آنکه تا زمان سررسید اوراق کوچکترین اطلاعاتی راجع به طرح موضوع اوراق منتشر نگردیده و قیمت مبادلاتی اوراق به دلیل شیوه بازارگردانی اجازه تغییر نمی‌یابد، نشان‌دهنده غیر واقعی بودن موضوع مشارکت و در نتیجه عدم ارتباط تأمین مالی با وضعیت ناشر می‌باشد. از سوی دیگر سایر ابزارهای مالی نیز دچار وضعیتی مشابه بوده و نوع ابزار مالی، ناشر اوراق، دوره سررسید، موضوع اوراق و ارکان انتشار آن، کوچکترین تأثیری بر شرایط تأمین مالی و نرخ آن ندارند.

(۳) ارزیابی ریسک هر ورقه بهادار و ناشر آن مستلزم استفاده از مؤسسات رتبه‌بندی است. این مؤسسات به سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر کمک می‌کنند تا درک بهتری از میزان ریسکی که متقبل می‌شوند بدست آورند. در صورت عدم وجود چنین نهادهایی برقراری ارتباط بین ریسک ناشر و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری میسر نبوده و به منظور جلوگیری از خطای تخمین ریسک ناشر اوراق بهادار، ناگزیر از الزام وجود تضمین برای جلوگیری از ریسک نکول خواهیم بود. ناگفته پیداست که ریسک نکول تنها ریسکی نیست که سرمایه‌گذار با آن مواجه است، با این حال کنترل و یا حذف آن تأمین مالی را به مشکلات جدی مواجه خواهد نمود. از سوی دیگر در غیاب مؤسسات رتبه‌بندی ممکن است سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر در ارزیابی ریسک شرکت‌ها دچار

این دو بازار نمی‌تواند ناسازگار با یکدیگر باشد. در سال‌های گذشته تأمین مالی در ایران به شدت وابسته به سیستم بانکی و در نتیجه تحت تأثیر سیاست‌گذاری‌های بانک مرکزی بوده است. مطابق بند الف ماده ۱۰ قانون پولی و بانکی کشور، مصوب ۱۳۵۱، بانک مرکزی مسؤول تنظیم و اجرای سیاست پولی و اعتباری براساس سیاست کلی اقتصاد کشور می‌باشد. با این حال به دلیل دگرترین اقتصادی حاکم، رویه‌ی اجرایی سال‌های گذشته بر مبنای کنترل کامل نرخ بازدهی پس‌اندازها و تسهیلات بانک بوده است. فارغ از تحلیل این سیاست‌ها و آثار اقتصادی آنها، نرخ‌گذاری انجام شده در عمل موجب اتکای بیشتر به منابع بانکی و عدم امکان توسعه تأمین مالی از طریق ابزارهای مالی و بازار سرمایه گردیده است. پیامدهای پدیده سرکوب مالی در بازار پول، به سایر بازارهای مالی نیز سرایت کرده و تأمین مالی از این بازارها را به دلیل عدم انطباق نرخ‌های هدف‌گذاری شده با بازدهی‌های مورد انتظار سرمایه‌گذاران با مشکل مواجه نموده است.

کنترل دولت بر بانک‌ها و نبود شیوه جایگزین برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز، شاید از طریق کنترل شدید نرخ بهره (در شرایط تورمی)، تداوم فعالیت بانکی در شرایط سرکوب مالی را امکان‌پذیر سازد اما در بازار سرمایه که اعمال چنین کنترل‌هایی سخت‌تر است، این امر عملاً به ناکارآمد شدن تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار منجر شده است. واقعیت آن است که کلیدی‌ترین متغیر بازار ابزارهای بدهی، نرخ بهره است که تنظیم‌کننده میزان پس‌انداز با میزان سرمایه‌گذاری در کل اقتصاد است. کنترل دستوری نرخ بهره اسمی در بازار رسمی به معنی کنترل نرخ بهره واقعی در بازار آزاد نیست. تکانه‌های وارد شده به اقتصاد و انتشار اخبار خوب و بد مؤثر بر وضعیت اقتصادی، در میزان و نوع سرمایه‌گذاری مؤثر بوده و در نتیجه‌ی آنها نرخ بهره متناسب با تحولات اقتصادی، تحول می‌یابد.

(۲) یکسان قلمداد کردن بنگاه‌های متقاضی سرمایه و نیازها و توانایی آنها مشکلات دیگری در بازار مالی ایجاد کرده است. بنا به فرض دولت معتبرترین نهاد اقتصادی است، به همین دلیل کمترین ریسک برای نهاد دولت متصور است.

بهاداری که با توجه به میزان بازدهی هر پروژه یا بنگاه و میزان ریسک آن، نرخ‌های بازده متفاوتی داشته باشند، حذف الزام به تعیین نرخ بازده ثابت و یکسان برای تمامی اوراق بهادار و حذف الزام استفاده از رکن ضامن در کلیه شیوه‌های تأمین مالی، هم‌گام با راه‌اندازی مؤسسات رتبه‌بندی می‌تواند راه‌گشا باشد.

محدودیت‌های ناشی از شیوه عرضه‌ی اولیه و بازار ثانویه اوراق بهادار

(۱) با وجود محدودیت‌های ناشی از طراحی ابزارهای مالی، موفقیت یا عدم موفقیت فروش اوراق بهادار در زمان عرضه، ارتباط مستقیمی با روش انتشار و فروش اوراق بهادار دارد. در حال حاضر انتشار اوراق بهادار از دو طریق عرضه در شعب بانک‌ها و عرضه در بورس اوراق بهادار تهران/فرا بورس ایران انجام می‌شود. در هر دو شکل یادشده، عرضه اوراق به قیمت اسمی انجام می‌شود. اوراق عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران/فرا بورس ایران به دلیل وجود متعهد پذیرهنویسی به صورت کامل به فروش می‌رسند، اما بخش عمده‌ای از اوراق عرضه شده در سیستم بانکی اغلب به دلیل عدم استفاده از متعهد پذیرهنویسی، به فروش نمی‌رود. شایان ذکر است که توفیق در فروش اوراق بهادار در بورس به دلیل کارمزدهای پرداختی به متعهد پذیرهنویس بوده که در نهایت به بالا رفتن هزینه تأمین مالی می‌انجامد. در سال‌های گذشته به توجه به دلایل عدم موفقیت عرضه اوراق بهادار (به خصوص اوراق مشارکت)، بانک مرکزی به منظور به فروش رسانیدن این اوراق اقدام به افزایش نرخ سود علی‌الحساب آن کرده، راه‌کاری که تنها به صورت موقت راه‌گشا بوده و در بلند مدت خود این روش مشکلات بیشتری ایجاد نموده است.

(۲) شیوه متداول بازارگردانی اوراق بهادار قبل از سررسید، از مهم‌ترین دلایل عدم توفیق این اوراق می‌باشد. تضمین خرید اوراق به قیمت اسمی در هر زمان و پرداخت سود روزشمار به دارنده اوراق علاوه بر آنکه امکان برنامه‌ریزی برای وجوه را از ناشر سلب می‌کند، سرمایه‌گذاری در اوراق را به بدیلی برای سپرده‌های سرمایه‌گذاری کوتاه مدت تبدیل

اشتباه شده و با تخمین بیش از حد ریسک با نرخ‌های پیشنهادی حاضر به سرمایه‌گذاری نشوند.

(۴) موضوع تضمین اوراق بهادار در بازار سرمایه به شکل متداول به مفهوم تضمین پرداخت سودها/درآمدهای دوره‌ای و اصل مبلغ اوراق در سررسید نهایی در صورت عدم ایفای تعهدات توسط ناشر اوراق می‌باشد. ارائه چنین تضامینی، معمولاً به جز آنکه نیازمند وثایق زیادی می‌باشد (که همه بنگاه‌های اقتصادی قادر به تودیع آنها نزد ضامن نیستند)، هزینه تأمین مالی را نیز افزایش می‌دهد. نکته قابل توجه دیگر در این خصوص، نهادهای مالی است که می‌توانند این‌گونه تضامین را صادر نمایند. این نهادها باید علاوه بر توانگری مالی جهت انجام تعهدات متقبل شده، از قدرت نقدینگی لازم برای انجام به موقع تعهدات نیز برخوردار باشند. بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، بیمه‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه از این منظر مناسب‌ترین گزینه‌ها به نظر می‌رسند. با این حال مقررات ناظر بر فعالیت این نهادها نیز میزان تعهدات قابل پذیرش توسط آنها را محدود ساخته است، اگرچه در برخی موارد نهادهای نظارتی اساساً ارائه چنین تضامینی را ممنوع نموده و فرآیند انتشار اوراق بهادار را مختل نموده‌اند. برای نمونه می‌توان به یکی از بخش‌نامه‌های بانک مرکزی اشاره نمود که براساس آن بانک‌ها و مؤسسات اعتباری از پذیرش سمت ضمانت اوراق بهاداری که با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر می‌شوند منع شده بودند! بدیهی است در صورت طراحی ابزارهای مالی براساس الزام به وجود ضامن از یک طرف و عدم وجود مؤسساتی که بتوانند چنین نقشی را ایفا نمایند، امکان تأمین مالی را منتفی خواهد ساخت.

براساس آنچه ذکر شد، به دلیل سرکوب مالی و تعیین دستوری نرخ بهره، عدم تمایز میان نرخ اوراق بهادار بدهی برای بنگاه‌ها و پروژه‌ها با میزان بازدهی و ریسک‌های متفاوت، الزام به وجود ضامن در انتشار اوراق بهادار و فقدان مؤسسات رتبه‌بندی، ضروری است تا استفاده از مکانسیم‌های بازار برای تعیین بازده و ریسک سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار گیرد. همسو با این اقدام، فراهم نمودن امکان انتشار اوراق

یکسان، دارایی‌های مالی یکسان نمی‌توانند قیمت‌های متفاوتی داشته باشند.

(۴) شیوه به کار گرفته شده در عرضه عمومی اوراق بهادار بدهی و معاملات ثانویه این اوراق، شیوه‌ای ناکارآمد و در نهایت باعث گسترش رفتار سرمایه‌گذاری کوتاه مدت بین سرمایه‌گذاران است. رفتاری که قاعدتاً با تأمین مالی بلند مدت بنگاه‌های اقتصادی (و همچنین دولت) به طور کامل در تضاد است. اصرار بر این شیوه به بهانه عدم فروش اوراق در صورت تغییر روش، منطقی به نظر نمی‌رسد. در هر حال فروش اوراق در سال‌های اخیر عمدتاً به واسطه افزایش قابل توجه نرخ سود آن انجام شده در حالی که این امر مشکلات مربوط به فروش و بازخرید اوراق را حل ننموده است. شایان ذکر است چنانچه بالا بردن نرخ تأمین مالی دولت جدای از تأثیر آن بر بدهی‌های قبلی ایجاد شده در حال حاضر بلااشکال باشد، قطعاً بنگاه‌های اقتصادی را با مشکلات عدیده‌ای مواجه خواهد ساخت. بالا رفتن نرخ تجهیز منابع بانک‌ها (به دلایل پیش‌گفته) قطعاً با گران‌تر شدن نرخ تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی و همچنین حرکت به سمت تسهیلات کوتاه مدت‌تر همراه خواهد بود.

بر این اساس، وجود روش‌های به کار گرفته شده برای فروش اوراق بهادار در زمان عرضه اولیه، اتکاء به روش‌های فروش اوراق بهادار به قیمت اسمی و نوع بازارگردانی این اوراق قبل از سررسید نهایی، از مشکلات مهم در این بخش می‌باشد. در این خصوص ضروری است تا الزام به مبادله اوراق بهادار به قیمت اسمی در کلیه مقاطع پیش از سررسید حذف شده و این امکان فراهم گردد تا اوراق در مقاطع مختلف به قیمت‌های متفاوتی به فروش برسند. با این مکانیزم نیازی به تعدیل دستوری نرخ‌های اوراق‌های گذشته پس از هر افزایش نرخ نخواهیم بود چرا که تغییرات نرخ بهره همگی در قیمت روز اوراق ظاهر می‌گردد.

سایر محدودیت‌ها

(۱) به دلیل محوریت بازار پول در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در سال‌های گذشته، اغلب فعالان اقتصادی با شرایط و امکانات موجود در این حوزه آشنایی

کرده است. اگر چه در چند سال اخیر جریمه‌ای برای بازخرید اوراق در سال‌های اول و دوم دوره عمر اوراق در نظر گرفته شده (حداکثر ۲ واحد درصد)، با این حال اشخاص به جای سپرده‌های کوتاه مدت با هر مبلغی، می‌توانند نسبت به سرمایه‌گذاری در اوراق برای دوره‌های کوتاه‌مدت اقدام نمایند. بررسی وضعیت مبادلات اوراق قرضه در سایر کشورها نشان‌دهنده مبادله این اوراق قبل از سررسید براساس قیمت بازار است. به تناسب چنانچه بانک‌ها حداقل سود سپرده کوتاه مدت خود را (به صورت روز شمار) معادل نرخ سود این اوراق قرار ندهند، بخش قابل توجهی از منابع کوتاه مدت نزد بانک‌ها به اوراق بهادار (مشارکت و ...) تبدیل خواهد شد و به عکس در صورت کمتر بودن نرخ سود اوراق موجود نسبت به سپرده‌های کوتاه‌مدت بانکی، منابع به سمت بانک‌ها جابه‌جا خواهد شد. از این رو علی‌رغم نرخ‌های تعیین شده برای سپرده‌های کوتاه مدت نزد بانک‌ها توسط بانک مرکزی، اغلب سود سپرده‌های کوتاه مدت تحت عناوین متفاوت و گاه کاملاً غیر شفاف معادل یا بیشتر از نرخ سود اوراق بهادار تعیین می‌گردد.

(۳) با توجه به شیوه فروش و بازارگردانی اوراق بهادار در حال حاضر، هرگونه افزایش نرخ اوراق در دست انتشار مستقیماً بر نرخ اوراق منتشر شده قبلی تأثیر گذاشته و در صورت عدم افزایش نرخ اوراق قبلی باعث افزایش تقاضای بازخرید این اوراق خواهد شد که ناشر اوراق را با مشکل مواجه خواهد ساخت. نکته قابل توجه در این خصوص آن است که با این اقدام، بانک مرکزی هم‌زمان علاوه بر بالا بردن نرخ اوراق دولتی منتشر شده قبلی، نرخ تأمین مالی سایر بنگاه‌های اقتصادی را نیز به تناسب افزایش می‌دهد. افزایش نرخ سود اوراق مشارکت در زمستان سال ۱۳۹۰ از ۱۷ درصد به ۲۰ درصد، نمونه خوبی از این مشکل است. در اثر این تغییر نرخ، تمامی شرکت‌هایی که قبل از تاریخ مزبور با کسب مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار اقدام به انتشار اوراق بهادار بدهی برای تأمین مالی خود نموده بودند، ناگزیر از افزایش نرخ سود پرداختی اوراق خود و پرداخت هزینه‌های هنگفت پیش‌بینی نشده‌ای گردیدند. بدیهی است در شرایط

داشته و از سایر روش‌ها و شیوه‌های تأمین مالی اطلاع چندانی ندارند. این امر حتی باعث شده تا به موضوع تأمین مالی از طریق روش‌های بازار سرمایه با سوءظن برخورد شده و علاقه‌ای به دنبال نمودن مباحث آن نداشته باشند. عدم آشنایی دست‌اندرکاران این حوزه با مفاهیم تأمین مالی در بازار سرمایه تا جایی است که گران‌ترین شیوه‌ی تأمین مالی، یعنی افزایش سرمایه و انتشار سهام، به عنوان مطلوب‌ترین روش در شرکت‌های سهامی پذیرفته شده در بورس/فرا بورس شناخته شود.

(۲) علی‌رغم وجود اختیارات قانونی انتشار و صدور سهام به قیمتی متفاوت از قیمت اسمی در قانون تجارت و قانون مالیات‌های مستقیم، تقریباً تمامی افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس/فرا بورس از طریق صدور سهام به قیمت اسمی انجام می‌شود. این امر باعث گردیده تا در ورود سرمایه‌گذاران جدید به شرکت، عمده مبالغ پرداختی توسط ایشان (در خرید حق تقدم خرید سهام)، به سهامداری که از حق تقدم خود در افزایش سرمایه‌ها استفاده ننموده‌اند داده شده و تنها بخش اندکی (قیمت اسمی) به شرکت وارد شود. این رویه قطعاً در جذب منابع بسیار ناموفق بوده و به شرکت‌ها امکان جذب منابع در زمان افزایش قیمت سهام را نخواهد داد.

براساس موارد ذکر شده، فرهنگ‌سازی و آشنا نمودن فعالان اقتصادی به موضوع تأمین مالی به صورت عام و از طریق روش‌های بازار سرمایه به صورت خاص از یک سو و همچنین تشویق استفاده از ظرفیت‌های قانونی موجود در تأمین مالی می‌تواند راهگشا باشد.

استفاده از مطالب با ذکر منبع آزاد است.

متون سیاستی منتشر شده در شمس، بیانگر دیدگاه نویسندگان بوده و لزوماً نظر این شبکه نیست.