

ابزارهای موجود در بازار سرمایه ایران

مهندسی مالی و طراحی ابزارهای مالی جدید

ارتباط ابزارها و بازارها

راهی آسان و کاهلانه

راهی دشوار و عالمانه

نیاز به طراحی اوراق بهاءدار، منطبق با بازار سرمایه ایران

سیستم اقتصادی کشور

The Market for Assets and) خدمات و واقعی های دارائی های

(Services

بازار دارائی های مالی (The Market for Financial Assets)

شیوه های تأمین مالی

منابع داخلی شرکت

منابع خارجی شرکت

اوراق قرضه

سهام ممتاز

سهام عادی

منابع مالی بدون هزینه

بستانکاران تجاری

هزینه های پرداختی

پیش دریافت از مشتریان

www.kandoo.cn.com

مهندسی مالی و طراحی ابزارهای مالی جدید

علاوه بر اوراق بهاءدار یادشده اوراق بهاءدار دیگری نیز وجود دارند که در سالهای گذشته و به دنبال تغییر و تحولات بازارهای مالی ابداع شده‌اند. تحولاتی که از پیامدهای مقررات‌زدائی از بازارهای سرمایه بود و در اثر آن، شرکت‌ها اقدام به انتشار اوراق بهاءدار بسیار متنوعی کردند که تا آن زمان سابقه نداشت و بازار این کشورها هر روز با گونه جدیدی از اوراق بهاءدار روبه‌رو شد؛ اقتصاد غرب در اواخر دهه ۱۹۷۰ و دهه ۱۹۸۰ با تورم بسیار بالائی روبه‌رو شد؛ که از پیامدهای افزایش قیمت نفت در سال ۱۹۷۳ بود و سبب شد تا اقتصاد کشورهای غربی با ضربه‌ای سهمگین و تورمی دو رقمی - حدود ۱۵ درصد - روبه‌رو شود.

البته این اندازه از تورم در جامعه ما چشم‌گیر نیست. در حالی که در کشورهای غربی رویدادی غیرمنتظره است و بسیاری از شرکت‌ها را برای تأمین مالی به بازارهای مالی و به‌ویژه بازار اوراق قرضه روانه کرد؛ زیرا اوراق قرضه اوراق بهاءداری است که نرخ بهره آن در زمان انتشار مشخص می‌شود و این نرخ بهره تا زمان سررسید ثابت است و در نتیجه چنانچه پس از انتشار اوراق قرضه نرخ تورم در جامعه افزایش یابد، خریداران قبلی اوراق قرضه متضرر می‌شوند؛ زیرا زمانی که تورم افزایش می‌یابد، قدرت خرید پول کاهش پیدا می‌کند و چون در این زمان شرکت‌ها به پول نیاز داشتند - ولی به دلیل نگرانی از کاهش ارزش پول، سرمایه‌گذاران استقبالی برای خرید اوراق قرضه نکردند - لذا شرکت‌ها دست به انتشار اوراق قرضه با بهره شناور زدند؛ یعنی اوراق قرضه‌ای که نرخ بهره آنها از پیش تعیین نمی‌شود. و بهره آن تابعی از نرخ تورم در سال‌های آینده است.

برای مثال، نرخ تورم به اضافه پنج درصد بعضی از شرکت‌ها نیز اوراق قرضه‌ای منتشر کردند که ارزش اسمی آن به قیمت کالائی که تولید می‌کردند، وابسته بود. مثلاً، یک شرکت نفتی اوراق قرضه‌ای به ارزش اسمی ۱۰۰۰ دلار منتشر کرد که در تاریخ سررسید، بهاء بازخرید آن معادل ارزش تعداد معینی بشکه نفت بود. یا زمانی دیگر، اوراق قرضه‌ای منتشر شد که قیمت آن به نقره و طلا وابسته بود. به این ترتیب، خطر تورم و کاهش قدرت خرید پول، نقش بازدارنده در خرید اوراق قرضه نداشت. همچنین زمانی نیز اوراق قرضه‌ای منتشر شد که قیمت آن به دلار بود ولی بهره آن به مارک و یا این ژاپن پرداخت می‌شد. این اوراق مورد توجه سرمایه‌گذارانی قرار می‌گرفت که یک رشته تعهدات ارزی داشتند. برای مثال: اگر در ایران اوراق قرضه‌ای منتشر نبود که سود آن به دلار پرداخت شود، کسانی که فرزندان آنها در کشورهای خارج مشغول به تحصیل هستند، از آن استقبال خواهند کرد، چرا که بیشتر این‌گونه اشخاص نگران افزایش نرخ برابر ریال و دلار هستند.

چنین ابتکاراتی در دهه ۱۹۸۰ سبب شد تا گروه‌های بیشتری به سوی بازار سرمایه روی آورند و در واقع گونه‌ای بازاریابی مالی پدید آمده و کسانی که در جستجوی منابع مالی بودند به بررسی خواسته‌های مردم و سرمایه‌گذاران پرداختند و زمینه‌هایی از سرمایه‌گذاری را که مناسب شرایط و موقعیت مالی یا انتظارات آنها بود، فراهم آوردند. این جریان به پدید آمدن رشته‌ای در قلمرو مدیریت مالی به نام "مهندسی مالی - Financial Engineering" انجامید. که مهارت متخصصان این رشته، طراحی اوراق بهاءدار متنوع و یا بازده متفاوت بود. به نحوی که سرمایه‌گذاران دارای ریسک‌پذیری و انتظارات متفاوت را دربرگیرد؛ تا به این وسیله بتوان پس‌انداز تمامی اقشار مردم را به سمت فعالیت‌های تجاری و صنعتی سوق داد.

برای شرایط ایران نیز می‌توان اوراق بهادار مختلف را پیشنهاد کرد و در معرض بحث و

بررسی قرار داد.

ارتباط ابزارها و بازارها

به دو شیوه می‌توان با مسئله برخورد کرد:

۱. راهی آسان و کاهلانه:

اگر ساختار اقتصادی مختلف و موجود بر عرصه گیتی را مشابه فرض کنیم، هر چه برای

کشورهای صنعتی و از نظر اقتصادی پیشرفته خوب است، برای ما هم خوب است. اگر آمریکا و اروپا

ابزار متنوع مالی، بازارهای پیچیده و نهادهای مالی، با وظایف و مسئولیت‌های گوناگون دارند و آنها

را لازم می‌دانند، ما هم به ناچار باید از همان مسیر به مقصد برسیم. به طوری که، دقیقاً همان نهادها و

ابزارها و یا اگر هم نتوانستیم، شبیه آنها را بسازیم (چرخ چاه را که نباید دوباره اختراع کرد). تضاد

موجود در این شیوه ساده اندیشانه، آن است که اوضاع در خود کشورهای صنعتی پیشرفته نیز

یک دست نیست. انگلستان با بازارهای سرمایه پیچیده و تنوع بی نظیر ابزارها و نهادهای مالی، از آلمان

- که بازار سرمایه بسیط دارد - از نظر رشد، تشکیل سرمایه اشتغال کامل، و سایر شاخص‌های مهم

اقتصادی، فرسنگ‌ها عقب افتاده است.

۲. راهی دشوار و عالمانه:

هر اقتصادی ساختار ویژه خود را می‌طلبد. بازار سرمایه در هر کشور متناسب با ساختار

اقتصادی آن کشور شکل می‌گیرد. هر بازار سرمایه‌ای ابزار و نهادهای متناسب با خود را دارد. همه

ویژگی‌های خاص هر بازار سرمایه را باید به طور عمیق مورد بررسی قرار داده و قبل از صدور مجوز

برای هر نهاد و ابزار مالی خاص، جایگاه آن را به درستی در بازار سرمایه تعیین کرد. ابزارها و نهادهای مال در خلاء ایجاد نمی شوند. هر ابزار با نهادی پاسخگوی نیازی در بازار سرمایه است؛ پس با جستجو و بررسی دائمی، برقراری رابطه‌ها و تناسب‌ها، پی‌جویی علت‌ها و ضرورت‌ها و... ویژگی اصلی این راه‌حل‌ها است.

برای اینکه مثالی از تناسب ابزار مالی با نیازهای بازار سرمایه ارائه کنیم، اشاره‌ای بسیار گذرا به تجربه شرکت در کسل (Drexel) و نحوه‌ی پانچری و رونق اوراق قرضه بنجل (Junk Bonds) در آمریکا داریم (علاقه‌مندان به منظور اطلاع بیشتر، می‌توانند به مجله تدبیر شماره ۴۹، ص ۱۵ مراجعه نمایند).

اوراق قرضه پرخطر و بازده بالا، یک ابزار مالی بود که نیازهای بازار سرمایه آمریکا در دهه ۱۹۸۰ را جواب می‌داد. طراح آن و شرکتی که مبارزه برای فروش وسیع آنها را آغاز کرد و بازاری ۲۰۰ میلیارد دلاری ساخت، مدعی بود که بسیاری از این شرکت‌های نوآور و صاحب اندیشه پیشینه بازپرداخت اصل و فرع مناسبی داشته‌اند، و محقق هستند که از امکانات بازار سرمایه، مستقیماً برخوردار شوند؛ به‌جای آنکه از طریق بانک‌ها و با نرخ بالاتر به این بازار رجوع کنند. بنابراین، ابزار مالی تعریف شده با نیازهای بازار هماهنگ بود.

اما این ابزار به سرعت در خدمت خرید سفته‌یارانه سایر شرکت‌ها درآمد و به ابزار قبضه کردن مالیکت اهرمی بدل شد. چنین ابزاری با واقعیت‌های بازار، قیمت‌های ذاتی و نیازهای حقیقی بازار ناهمخوان شد. بازار درهم شکست و اقتصاد و بسیاری از بازیگران بازار متضرر شدند.

نیاز به طراحی اوراق بهاءدار، منطبق با بازار سرمایه ایران

سالها است که "بانک" تنها نهاد مالی معتبر در بازار سرمایه و سهام تنها ابزار غیربانکی بازار سرمایه ایران است. در سالهای اخیر ضرورت متنوع کردن ابزارها و نهادهای مالی را بسیاری گوشزد کرده‌اند. به نظر می‌آید که پیشنهاد ایجاد ابزارها و نهادهای جدید، بیشتر به بتی شبیه است که جامعه مالی ما را فرا گرفته است و حاصل بررسی جامع از بازار سرمایه ایران و ضرورتها و نیازهای آن نمی‌باشد. این هیجانی است که در سالهای بعد از انقلاب در دو مورد دیگر به خلق نهادهائی منجر شد: مؤسسات مالی در نهادهای انقلابی و شرکتهای مضاربه‌ای، و هنوز هیچ مطالعه جدی در اختیار نیست که نشان دهد ضرورت وجودی آن نهادها چه بود، چرا ایجاد شدند و چرا برخی از آنها، مانند شرکتهای مضاربه‌ای، به ناچار باید می‌رفتند. هیچ بررسی جدی در مورد عملکرد و کارآئی آنها در دست نیست.

اشتباه نشود، نگارنده این سطرها (۱) معتقد به محدودیت ابزارها و نهادهای بازار سرمایه نیست. نمی‌گوید که این ابزارها و نهادها نباید خلق شود، نمی‌گوید که بازارهای سرمایه تازه‌ای نباید شکل بگیرد، بلکه صرفاً بیم آن دارد که نهادها و ابزارهای مالی جدید بر بستر ضرورتها و نیازهای بازار سرمایه ایران ایجاد نشود و بیم آن دارد که پاگیری نهادهای جدید از نتیجه بررسی عمیق بازار پول و سرمایه ایران به دست نیامده باشد، و به سیاق جاری، از هیجانی زودگذر و تب دنباله‌روی از مد روز سرچشمه می‌گیرد. آنجا که سلاح تحلیل و موشکافی و ریزینی کارگر نیست، دنباله‌روی کورکورانه است که سرنوشت را رقم می‌زند و می‌دانیم که اگر این دومی - یعنی تقلید از سر ناآگاهی کامل از اوضاع اقتصاد و ضرورت‌های مالی - عامل تعیین‌کننده شود، سرنوشت بازار سرمایه تاریک خواهد

بود. دخالت‌های شتاب‌زده در بازار ارز، تجربه تلخی است که مقامات مالی مملکت، لحظه‌ای از آن نباید غافل باشند و هر روز می‌باید بیش از صد باز آن را در ذهن خود مرور کنند.

(۱) حسین عبده تبریزی (دی‌ماه ۱۳۷۳). تناسب ابزارها و نهادهای مالی با نیازهای بازار

سرمایه، تدبیر شماره ۴۹، ص ۱۵.

ناچاریم به‌طور دائمی و مستمر از خود بپرسیم که ابزارها و نهادهای مالی که در کتاب‌های

خارجی می‌خوانیم و در بازارهای سرمایه خارجی می‌یابیم، چه کاربردی در کشور ما دارد و چه

ضرورت‌های خلق آنها را ایجاد می‌کند و آنها به چه نیازهائی پاسخ می‌دهند؟ بازارهای سرمایه پیچیده

تا چه حد مورد نیاز است؟ نهادهای مالی متنوع و شاخص‌های گوناگون تا چه حد به کار می‌آیند؟

آنها را چگونه می‌باید به قامت جامعه ایرانی دوخت؟ می‌بینید که سخن از ترک و طرد مفاهیم جدید

مالی، مدل‌ها، نظریه‌ها و نهادهای مالی نیست، بلکه اشاره به فایده آنها برای شرایط جامعه ماست. پس

به ناچار می‌باید؛ ارتباط ابزارها و بازارها را با نیاز اقتصادی ایران و ضرورت‌های بازار سرمایه جستجو

کرد.

سیستم اقتصادی کشور

سیستم اقتصادی هر کشوری را به چند روش می‌توان توصیف نمود. یکی از این روش‌ها تقسیم‌بندی

اقتصادی کشور به دو بازار می‌باشد: "بازار دارائی‌های واقعی" و "خدمات و بازار دارائی‌های

مالی". (۱)

۲ - Don M.Chance (1990). An Introduction to Options and Futures

(۱). P.P: 1، Dryden Press

بازار دارائی‌های واقعی و خدمات (The Market for Assets and Services)

بازار دارائی‌های مالی (The Market for Financial Assets)

بازار دارائی‌های واقعی و خدمات (The Market for Assets and Services)

دارائی‌های واقعی اشاره به دارائی‌های ملموس دارد (Tangibles) و خدمات اشاره به

دارائی‌های غیرملموس (Intangibles) دارد. بازارهای غذا، لباس و مسکن، مثال‌هایی از بازارهای

ملموس بوده و بازارهای تعمیر اتومبیل، اصلاح مو و سفارش‌های مالی، نمونه‌هایی از بازارهای

غیرملموس می‌باشند. افراد جامعه خلاقیت و جهت‌دهی شغل خود را در خدمات و کالاهائی قرار

می‌دهند که مورد نیاز جامعه است.

سیستم قیمت‌گذاری، عملکرد بازار را در مورد دارائی‌های واقعی و خدمات کنترل می‌کند. به

این صورت که جامعه نیاز خود را از طریق پرداخت مبلغی برای تصاحب یک محصول یا خدمات

ابزار می‌دارد. یعنی اگر کالا یا خدماتی تولید شده و با سودآوری فروخته شود. بیانگر یکی از

احتیاجات جامعه است.

محصولات و خدمات مورد نیاز جامعه را واحدهای تولیدی ارائه می‌دهند و این واحدها

جهت تأمین نیروی کار، ماشین‌آلات و استعدادهای مدیریتی، نیاز به منابع مالی دارند که اغلب از

طریق منابع گوناگونی، مانند: بانک‌های محلی، خویشاوندان و صاحبان سرمایه، نیازهای مالی خود را

تأمین می‌کنند. به هر حال، یک اقتصاد خودکفا بدون حضور بازار دارائی‌های مالی نمی‌تواند وجود

داشته باشد.

بازار دارائی‌های مالی (The Market for Financial Assets)

دارائی مالی عبارت است از: طلب یا ادعائی (Claim) بر روی یک واحد اقتصادی، مانند یک شرکت یا شخص حقیقی، برای مثال ممکن است شما در قبال اعطاء سفته، پولی را از خویشاوند خود قرض بگیرید. این سفته در واقع یک "دارائی مالی" است که خویشاوند شما در دست دارد و نشان دهنده طلبی از شما می باشد. از دید شما این سفته یک "بدهی مالی" یا به عبارت ساده تر یک "بدهی" می باشد؛ چرا که تمام بدهی های مالی هستند.

بسیاری از دارائی های مالی، از قبیل: سهام یا اوراق قرضه صادره توسط شرکت ها و اوراق قرضه صادره توسط واحدهای دولتی، در بازارهای سازمان یافته مبادله می شوند. پس از صدور سهام هر شرکتی، سهام می تواند به صورت گردشی از فردی به فرد دیگر فروخته شود و یک بازار فعال سهام از طریق اطمینان دادن به سرمایه گذاران، مبنی بر اینکه هر وقتی نیاز داشته باشند، می توانند سهام خود را به سایر سرمایه گذاران بفروشند؛ شرکت را در افزایش حقوق صاحبان سهام و سرمایه کمک می کند. خرید مستقیم سهام از شرکت در "بازار اولیه (Primary Market)" صورت می پذیرد؛ در حالی که، مبادله سهام بین سرمایه گذاران در "بازار ثانویه (Secondary Markets)" اتفاق می افتد.

بازارهای مالی معمولاً به دو بازار فرعی تقسیم می شوند: بازارهای پول (Money Markets) و بازارهای سرمایه (Copital Markets)، بازار پول بازاری است برای ابزارهای بدهی کوتاه مدت، در حالی که بازار سرمایه بازاری است برای ابزارهای بدهی بلندمدت و سهام صادره توسط شرکت ها.

بازار پول (۱)

اوراق بهاءدار مورد مبادله در بازار پول، عبارت هستند از: وجود سپرده نزد بانک مرکزی، اسناد خزانه، اسناد تضمین شده توسط بانک، اسناد تجاری و سایر اسناد بدهی کوتاه مدت، دارائی های مالی قابل مبادله در بازار پول باید مخاطره ای نزدیک به صفر برای خریداران داشته باشند.

لازم به ذکر است که در بانکداری اسلامی وجوه سپرده نزد بانک مرکزی تبدیل به سرمایه می شوند، لذا ممکن است در بانکداری اسلامی آن را جزء بازار سرمایه به حساب آورند.

(۱) . رضا شباهنگ (۱۳۷۳). مدیریت مالی، جلد اول، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و

حسابرسی سازمان حسابرسی، صص: ۱۹-۲۲

بازار سرمایه

بازار سرمایه شامل بازارهای است که در آن اوراق بهاءدار میان مدت و بلندمدت افراد، واحدهای تجاری و دولتی عرضه و مبادله می شود. در کشورهای صنعتی این قبیل بازارها معمولاً به سه گروه اصلی طبقه بندی می شوند: بازار اوراق قرضه، بازار دیون رهنی و بازار سهام. ولی در کشور ایران، بازار سرمایه فقط محدود به بازار سهام می شود.

بازار سهام

بازار سهام شامل بازارهای ثانویه ای است که به نام بورس سهام و اوراق بهاءدار که در آن اوراق سهام مورد مبادله قرار می گیرد. کارگزاران بورس، مؤسسات مالی هستند که بنا به دستور مشتریان خود نسبت به خرید و فروش سهام اقدام می کنند. سهام شرکت های را می توان به طور رسمی در بورس سهم عرضه کرد که واجد شرایط و مشخصات تعیین شده از طرف ارگان های مسئول کشور باشند.

در هر دو نوع بازار (بازار دارائی‌های واقعی و بازار دارائی‌های مالی) خریدها و فروشها مستلزم این هستند که کالا یا سهام مذکور بلافاصله یا با اندکی تأخیر واگذار شود. هر چند در مواردی از فروش نسبه استفاده می‌شود، ولی اغلب اوقات پرداخت‌ها نیز بلافاصله صورت می‌پذیرد. به خاطر این ویژگی‌ها ما به این بازارها عنوان "بازارهای نقد - Cash Markets" یا "بازارهای فوری - Spot Markets" می‌دهیم.

حالات دیگری نیز وجود دارد که در آنها کالا یا سهام با مدتی تأخیر واگذار می‌شوند که عبارت هستند از: بازارهای معاملات آتی (Future Markets). حتی انواع دیگری از معاملات وجود دارد که در آنها خریدار یا فروشنده نسبت به خرید یا فروش کالای مذکور، حق انتخاب دارند.

این نوع معاملات، بازارهای اختیار معاملات (Option Markets) را به وجود می‌آورند (Don Dryden, M.Chance (1991). An Introduction to Options and Futures Press, P:3). البته این طیف از بازارها، هنوز به صورت متشکل و رسمی در کشور ایران وجود ندارند و هدف این تحقیق نیز امکان‌سنجی طراحی این اوراق در بازار سرمایه کشورمان می‌باشد.

شیوه‌های تأمین مالی

شیوه‌های تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران: (۱)

دورنمایی که کارشناسان از وضعیت اقتصادی کشور ارائه می‌کنند، امیدوارکننده نیست و خبر از بروز مشکلات فراوانی در زمینه تأمین منابع ارزی و ریالی برای شرکت‌ها می‌دهد در چنین شرایطی بهره‌گیری از تکنیک‌های مدیریت مالی در اداره امور شرکت‌ها بیش از پیش ضرورت دارد. در این شرایط به کارگیری بهینه منابع محدود سرمایه، از نظر صاحب‌نظران رشته مدیریت مالی بسیار مهم است.

از نظر علم مدیریت مالی، وظیفه مدیران مالی از دو جزء تشکیل می‌شود: یکی اطمینان از مطلوب بودن حجم و ترکیب دارائی‌های شرکت است و دوم اطمینان از به‌کارگیری بهینه منابع و بسنده بودن بازده و ریسک شرکت برای پیشینه کردن ارزش آن مدیران از دو راه می‌تواند ارزش شرکت را پیشینه کنند: یکی از راه افزودن بر بازده شرکت و دیگری کاستن از ریسک و عدم قطعیت‌های مرتبط با دستیابی به بازده مورد انتظار.

(۱) برگرفته از مقاله علی جهانخانی (اسفند ۱۳۷۳). حسابدار (ماهنامه انجمن حسابداران خبره ایران)، شماره‌های ۱۰۷ و ۱۰۸، ص ۲۰.

تحولات چند سال اخیر در اقتصاد ایران آثار چشمگیری بر مدیریت مالی شرکت‌ها گذاشته است. یکی از این تحولات افزایش نرخ ارز و سطح عمومی قیمت‌ها در اقتصاد است. این رویداد باعث افزایش میزان سرمایه مورد نیاز در شرکت‌ها شده است. چرا که نیاز به سرمایه برای آغاز فعالیتی در سال جاری نسبت به سرمایه‌گذاران در فعالیتی همسان در ۵ سال پیش چندین برابر گشته است. این تغییر آثار مهمی بر تمامی شرکت‌ها داشته است. به‌عنوان مثال شرکتی که با دلار ۷۰ ریال، یک میلیون دلار مواد اولیه از خارج می‌خرد؛ جمعاً به ۷۰ میلیون ریال سرمایه در گردش نیاز داشت. ضمناً در آن زمان بانک‌ها نیز اعتبارهای مناسبی در اختیار چنین شرکتی قرار می‌دادند و شاید شرکت می‌توانست با برخورداری از ۷۰ میلیون ریال نقدینگی، یک میلیون دلار مواد اولیه مورد نیاز خود را به آسانی تهیه کند. در حالی که، اگر همان شرکت بخواهد در زمان حاضر یک میلیون دلار مواد اولیه بخرد، حداقل به سرمایه در گردش معادل ۱۷۰۰ میلیون ریال دلار نیاز دارد.

چنانچه این شرکت ناگزیر باشد که از طریق بازار آزاد مبلغ خرید را به فروشنده‌ای که به اعتبار ایران اعتماد ندارد، پردازد؛ به مبلغی بیش از ۴۵۰۰ میلیون ریال نیاز دارد. به این ترتیب، تحولات اخیر در اقتصاد ایران سبب شده است که نیاز شرکت‌ها به سرمایه به شدت افزوده شود.

افزایش نیاز به سرمایه در شرایطی روی داده است که بانک‌ها نیز منابع مالی بسنده برای تأمین نیاز مالی شرکت‌ها ندارند و بیشتر شرکت‌ها در این زمینه با مشکلات بسیاری رو در رو بوده و بانک‌ها را در این زمینه مقصر می‌دانند. البته باید یادآور شد که شرکت‌ها در کشورهای غربی برای تأمین نیازهای مالی خود تنها به دریافت وام و اعتبار از بانک‌ها متوسل نمی‌شوند، بلکه وام بانکی تنها یکی از منابع تأمین مالی در این گونه کشورها است. در این کشورها، بازار مالی آنقدر رشد و توسعه پیدا

کرده است که شرکت‌ها می‌توانند مستقیماً به بازار مالی مراجعه نموده و نیازهای مالی خود را از راه انتشار و فروش اوراق بهاء دار تأمین کنند. افزون بر این، در کشورهای غربی مؤسسات مالی دیگری، مانند: شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، سازمان تأمین اجتماعی و مؤسساتی که نقش واسطه مالی ایفاء می‌کنند، وجود دارند که سهم چشمگیری در دادن وام، اعتبار و تسهیلات به شرکت‌های دارند.

متأسفانه در ایران این گونه مؤسسات در این زمینه‌ها فعالیتی ندارند و بازار مالی در ایران رشد نکرده است. در شرایط کنونی مکانیزم‌های انتشار و فروش اوراق بهاء دار و سازماندهی مناسب برای این کار وجود ندارد؛ بارها آگهی‌هایی برای فروش و پذیره‌نویسی سهام شرکت‌ها در روزنامه‌ها مشاهده می‌گردد که دائماً تکرار می‌شوند و این بیانگر آن است که استقبال زیادی از خرید سهام نشده است. با اینکه برخی از این شرکت‌ها را یکی از وزارتخانه‌ها یا شرکت‌های دولتی پشتیبانی

می کنند - تا نشان دهند که سرمایه گذاری در شرکت مورد نظر تقریباً ریسک ندارد - باز هم استقبالی از آن نمی شود. این وضع نشانه آن است که بازار سرمایه ما دوران کودکی خود را می گذارند و هنوز به مرحله بلوغ نرسیده است، تا بتواند جوابگوی نیازهای مالی شرکت ها باشد.

رویداد تعیین کننده دیگر در اقتصاد ما افزایش نرخ بهره و هزینه سرمایه است. بانک ها در چارچوب سیاست های تعدیل اقتصادی دست به افزایش تدریجی نرخ بهره و رساندن آن به نرخ تعادلی زدند. در اثر این اقدام نرخ هزینه تسهیلات اعتباری که ۶، ۸ یا ۱۲ درصد بود، برای فعالیت های مختلف تا ۱۸ و ۲۴ درصد و در اعطاء تسهیلات مورد نیاز فعالیت ها خدماتی حتی بیش از اینها افزایش یافت.

تحول دیگری که در بازار سرمایه ایران در چند ساله گذشته روی داد، رونق موقت بورس اوراق بهاء دار بود. در این دوره بسیاری از شرکت ها در بورس پذیرفته شدند و بسیاری از شرکت هایی که قبلاً پذیرفته شده بودند - اما غیرفعال یا نیمه فعال بودند - فعال شدند و سهام آنها مورد معامله قرار گرفت. رونق بورس اوراق بهاء دار سبب شد که آن دسته از مدیران شرکت ها که به نادرست فکر می کردند. سرمایه صاحبان سهام منبع مالی بدون هزینه و بدون دردسری است، متوجه شدند که این نوع سرمایه اتفاقاً از گران ترین منابع مالی است و سهامداران از پرتوقع ترین تأمین کنندگان مالی هستند و بازدهی مورد انتظار سهامداران به مراتب بیشتر از بهره ای است که بانک ها مطالبه می کنند؛ زیرا سهامداران با برخورداری از اختیار تصویب تقسیم سود به هر میزان، تأثیر مالی پیش بینی ناپذیری بر منابع شرکت می گذارند. بررسی خط مشی تقسیم سود شرکت ها در سال های اخیر نشان می دهد که شرکت هایی که قبلاً تا حد امکان از تقسیم کردن سود خودداری می کردند، در سال های اخیر به

تقسیم حداکثر سود روی آورده‌اند و تقسیم سود یکی از مصارف عمده وجود در این شرکت‌ها شده است. این امر مدیران را متوجه کرد که سرمایه صاحبان سهام یکی از منابع گران مالی است و در به کارگیری آن باید دقت بسیار کرد.

منابع داخلی شرکت

گروه دوم منابع مالی، منابع داخلی شرکت است. منابع داخلی شرکت‌ها عبارت هستند از: سود اندوخته شده و هزینه‌های غیرنقدی، مانند: استهلاک. تحقیقات در کشورهای مختلف نشان داده است که منابع مالی داخلی یکی از عمده‌ترین منابع مالی شرکت‌ها است که نزدیک به ۶۰ تا ۷۰ درصد نیاز مالی آنها را مرتفع می‌کند. سهولت به دست آوردن این منبع مالی، بر گرایش استفاده از آن افزوده است. زیرا تنها کافی است که موافقت سهامداران در مورد تقسیم نکردن سود جلب شود و سود تقسیم نشده مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. این شیوه به‌ویژه در بازارهای سرمایه تکامل نیافته، مانند: بازار سرمایه ایران رایج‌تر است. چرا که مدیران شرکت آگاه هستند که چنانچه سود تقسیم شود، برای تأمین منابع مالی از محل‌های دیگر با دشواری‌های بسیار روبه‌رو خواهند شد. در حالی که در کشورهایی که دسترسی به بازار سرمایه آسان‌تر است. شرکت‌ها با اطمینان خاطر سود شرکت را تقسیم می‌کنند، زیرا اطمینان دارند که در صورت روبه‌رو شدن با کمبود نقدینگی، با مراجعه به بازار سرمایه می‌توانند نیاز خود را برطرف کنند.

منابع خارجی شرکت

اوراق قرضه

سهام ممتاز

سهم عادی

منبع سومی که شرکت‌ها می‌توانند از آن بهره‌مند شوند، منابع مالی خارج از شرکت است که دریافت وام از مؤسسات مالی و یا انتشار اوراق قرضه و فروش آن به عموم انتشار سهام ممتاز و بالاخره انتشار سهام عادی را دربرمی‌گیرد. چنانچه همگان آگاه هستند، استفاده از وام در ایران در چارچوب عقود بانکی بدون ریا امکان‌پذیر است. منتهی^۱ استفاده از ابزارهای مالی متنوع، مانند اوراق مشارکت در ایران، با پاره‌ای ابهامات شرعی روبه‌رو است. البته چند سالی است که مسئولان بانک مرکزی امکان انتشار اوراق جدیدی به نام اوراق مشارکت را مورد بررسی قرار داده و مبادرت به انتشار اوراق مشارکت طرح توسعه خیابان نواب و چند طرح دیگر نموده است.

به‌رغم وجود محدودیت‌ها یا ابهاماتی در زمینه استفاده از ابزارهای متنوع مالی در ایران، بررسی و ویژگی‌ها و کارکرد آنها و نوآوری‌هایی که در این زمینه در کشورهای مختلف به کار بسته شده است، ضروری به نظر می‌رسد. در مقدمه این بررسی، ضروری است توضیح داده شود که چرا انواع گوناگون اوراق بهاءدار پدید آمده است، چرا تنها از سهام عادی برای تأمین مالی استفاده نمی‌شود و دلیل به‌وجود آمدن سهم ممتاز یا اوراق قرضه یا تنوع بسیار در اوراق قرضه و نیز در اوراق بهاءدار چیست؟ این تنوع اوراق بهاءدار از نیازهای متفاوت سرمایه‌گذاران سرچشمه می‌گیرد، همان‌گونه که سلیقه افراد در مورد انواع اتومبیل متفاوت است و هر گروهی نوع خاص را می‌پسندد، اوراق بهاءداری هم که شرکت‌ها منتشر می‌کنند به‌دلیل خواست‌ها، نیازها و سلیقه‌های متفاوت سرمایه‌گذاران با یکدیگر متفاوت هستند. سرمایه‌گذاران از ریسک‌پذیری متفاوتی برخوردار هستند، چنانکه عده‌ای رویکردی بسیار محافظه‌کارانه به سرمایه‌گذاری دارند و تا اندازه محدودی ریسک

می پذیرند، این گروه از سرمایه گذاران ترجیح می دهند تا پس اندازشان که مدت ها در فراهم آوردن آن کوشیده اند، با مخاطره ای روبه رو نباشد در نتیجه، در جستجوی اوراق بهاءداری با ریسک اندک، مانند: اوراق قرضه می باشند. برخی نیز بنا به موقعیت های اجتماعی و وضعیت مالی و ویژگی های شخصی، آمادگی بیشتری برای قبول ریسک دارند و سرمایه گذاران همراه با ریسک متوسط و بالا را جستجو می کنند این گروه از سرمایه گذاران علاقه مند نیستند که در مدت طولانی ثروتمند شوند. حتی از نظر روانی از هیجانی که سرمایه گذاران پرریسک برای آنان پدید می آورد. لذت می برند. از همین رو است که اوراق بهاءدار متنوع پدید آمده است.

این تنوع به شرکت ها و مؤسسات اقتصادی این امکان را می دهد که برای تأمین مالی، از اوراق بهاءدار یا ابزارهای مالی متناسب سلیقه و ریسک پذیری سرمایه گذاران استفاده کنند. تحقیقات نشان داده است که بیشتر مردم محافظه کار هستند، یعنی غالباً علاقه مند هستند که پس اندازها و منابع خود را در سرمایه گذاری های کم ریسک به کار اندازند. البته این گروه فرصت مناسبی را برای سرمایه گذاران ریسک پذیر در راستای سرمایه گذاری در فعالیت های پرریسک فراهم می آورند و سبب می شوند که گروه های اخیر بازده بیشتری به دست آورند. تحقیقات همچنین نشان داده است که در تمامی کشورها، سرمایه گذارانی که ریسک بیشتری پذیرفته اند، بازده بیشتری هم به دست آورده اند. به بیان دیگر، ریسک همواره از پاداش مناسبی برخوردار بوده و ریسک بیشتر سود بیشتری دربرداشته است. برای مثال، کسانی که سهم عادی خریده اند، بازدهی بیش از بازده سپرده سرمایه گذاری بلندمدت در بانک به دست آورده اند.

اوراق قرضه

آن دسته از اوراق بهاءداری است که به دارنده آن سود از پیش تعیین شده و ثابت تعلق می‌گیرد. این اوراق دارای سررسید مشخصی است و منتشرکننده آن متعهد است که در زمان‌های معین سود تعیین‌شده را بپردازد و در سررسید نیز ارزش اسمی قرضه را بازپرداخت کند. مشخص بودن مقدار سود دارندگان اوراق قرضه و اولویت بازپرداخت اصل و سود اوراق قرضه نسبت به سایر سهامداران، این اوراق را از دیدگاه سرمایه‌گذاران در ردیف اوراق بهاءدار کم‌ریسک قرار می‌دهد و البته به دلیل ریسک اندک، بازده کمتری نیز دارند. به همین دلیل، اوراق قرضه در شمار ارزان‌ترین منابع مالی است. افزون بر اینها، دارندگان اوراق قرضه از حقوق مالکیت نسبت به شرکت برخوردار نیستند و به دلیل الزام منتشرکننده به بازپرداخت اصل و فرع آن، تنها زمانی می‌توانند بر دارائی‌های شرکت ادعا داشته باشند که شرکت از بازپرداخت تعهدات خود ناتوان بماند و در موقعیت ورشکستگی و تصفیه قرار گیرد. در چنین شرایطی، چنانکه گفته شده دارندگان اوراق قرضه برای دریافت اصل و سود اوراق از محل فروش دارائی‌ها از اولویت برخوردار هستند. همچنین آشکار است تا زمانی که شرکت سود ثابت این اوراق را بپردازد، نمی‌تواند سودی به سهامداران بپردازد. به این ترتیب، دارنده اوراق قرضه با ریسک اندکی روبه‌رو است. اما در مقابل، شرکت منتشرکننده این اوراق قرضه باید ریسک زیادی را بپذیرد؛ زیرا متعهد می‌شود که از محل سودهای نامعلوم آینده، مبلغ مشخصی بابت اصل و فرع این اوراق پرداخت کند. بنابراین، در تأمین مالی به این شیوه باید احتیاط کرد و آنقدر وام گرفت که نسبت به امکان بازپرداخت اصل و فرع اوراق از محل عایدات نامعلوم شرکت، اطمینان وجود داشته باشد.

سهام ممتاز

سهام ممتاز در ایران - به شکلی که در دنیا رایج است - متداول نیست. منظور از سهام ممتاز در عرف سایر کشورها، سهامی است که دارای سود ثابت و معینی باشد. به این ترتیب، سود سهامداران ممتاز از پیش تعیین شده است و از این نظر شبیه اوراق قرضه است. منتهی^۱ پرداخت سود به سهامداران ممتاز، تعهد الزام آوری نیست؛ یعنی اگر شرکت سود نداشته باشد، می تواند سودی به سهامدار ممتاز پرداخت نکند. از همین رو است که عده ای عقیده دارند که سهام ممتاز متفاوتی با موازین فقهی ندارد و می تواند به عنوان یکی از ابزارهای تأمین مالی در شرایط موجود به کار گرفته شود. سهام ممتاز از حقوق مالکیت در شرکت برخوردار نیست. یعنی سهامدار ممتاز در سود و دارائی ها شریک نبوده و بر اداره امور شرکت کنترل ندارد و در مجامع نیز حق رأی ندارد. به هر حال، در عرف کلاسیک، سهامدار ممتاز به دلیل دریافت نکردن سود نمی تواند شرکت را تحت تعقیب قرار دهد؛ منتهی^۱ سهامداران ممتاز قبل از سهامداران عادی مطالبات خود را دریافت می کنند، چه از محل سود در زمان تداوم فعالیت ها و چه از محل فروش دارائی ها در زمان توقف فعالیت ها. شرکتی که هم سهامدار ممتاز و هم سهامدار عادی نداشته باشد، نخست باید سود سهامدار ممتاز را بپردازد و اگر چیزی باقی ماند به سهامداران عادی پرداخت کند.

سهام عادی

گونه ای از اوراق بهاء دار است که همگان با آن آشنائی دارند و تمامی شرکت های سهامی در ایران، سرمایه خود را در قالب این نوع سهم فراهم می آورند این نوع سهم به طور کامل از حقوق مالکیت برخوردار است. کسانی که سهام جدید شرکت را می خرند، حق مشارکت در سود را به دست

می آورند؛ یعنی با خرید سهام جدید از همان حقوق سهامداران قبلی برخوردار می شوند. پرداخت سود سهام عادی مشروط به وجود سود قابل تقسیم و تصویب مجمع عمومی صاحبان سهام در مورد تقسیم سود است. البته قانون تجارت ایران پیش بینی کرده است که اگر شرکتی سود داشته باشد، باید حداقل ده درصد آن را بین سهامداران تقسیم کند. سهامداران عادی مالکان واقعی مؤسسه هستند و البته آخرین مدعیان نسبت به دارائی های آن شمرده می شوند. بنابراین، اگر شرکت ورشکست شود، نخست حق و حقوق طلبکاران و سهامداران ممتاز و سپس ادعای سهامداران عادی از محل آنچه باقی مانده است. پرداخت می شود.

جمع بندی مطالب گفته، بیانگر آن است که از دیدگاه شرکت، ریسک اوراق قرضه بیش از سایر اوراق است و افزایش بدهی، ریسک ورشکستگی مالی را افزایش می دهد. سهام ممتاز در ردیف بعد قرار می گیرد و سرانجام کم ریسک ترین نحوه تأمین مالی، سهام عادی است. شرکتی که تنها منبع مالی آن سهام عادی است، احتمال ورشکستگی اش کمتر است؛ چون از بابت اوراق بهادار به کسی تعهد ندارد. بنابراین، بقاء و ادامه حیات چنین شرکتی به مراتب بیشتر از شرکتی است که منابع مالی خود را از طریق اوراق قرضه فراهم آورده باشد.

منابع مالی بدون هزینه

منابع مالی که ظاهراً هزینه ای ندارد، که استفاده از این گونه منابع، بسیار به نفع شرکت است؛ چرا که منابع بدون هزینه سبب می شوند تا هزینه سرمایه کاهش یابد و سود سهامداران و ارزش سهام افزایش یابد این گونه منابع عبارت هستند از:

- بستانکاران تجاری

- پیش دریافت از مشتریان

- هزینه های پرداختی

بستانکاران تجاری

هزینه های پرداختی

پیش دریافت از مشتریان

بستانکاران تجاری

که در اثر خرید نسیه کالا از عرضه کنندگان مواد اولیه و تجهیزات و ماشین آلات ایجاد می شود. اما اینکه تا چه میزان می توان از این منبع استفاده کرد. به شرایط رقابتی حاکم بر بازار کالای مورد نیاز شرکت بستگی دارد. اگر بازار کالای مورد مصرف شرکت، بازاری رقابتی باشد و فروشندگان آن به فروش محصولات آنها به شرکت علاقه مند باشند، امکان خرید نسیه برای شرکت وجود دارد و جذب موافقت فروشندگان برای پرداخت بهاء کالا در مدتی طولانی تر امکان پذیر است. به این ترتیب، شرکت از منبع مالی ظاهراً بدون هزینه ای بهره مند می شود.

هزینه های پرداختی

در این شیوه، شرکت ها پرداخت هزینه های تحقق یافته خود را به بعد موکول می کنند.

نکته در خور توجه در کاربرد شیوه های برشمرده این است که این شیوه ها ممکن است در ظاهر بدون هزینه باشند، ولی در مواردی هزینه آنها به مراتب گران تر از منابع مالی دیگر باشد. برای مثال، در مورد پیش دریافت از خریداران اتومبیل - که شرکت بهاء اتومبیل را ۶ ماه یا ۱۲ ماه قبل از

تحویل خودرو دریافت می کند - ممکن است روند بازار به گونه ای باشد که در این مدت بهاء اتومبیل به میزان چشم گیری افزایش یابد و در این صورت سود حاصل از تفاوت قیمت اتومبیل ممکن است بسیار بیشتر از هزینه تأمین مالی از بانک ها باشد. در نتیجه، هزینه تأمین مالی از محل پیش دریافت مشتریان پیش از هزینه بهره تسهیلات بانکی خواهد بود. این نتیجه گیری احتمالاً صحیح است؛ چرا که به طور معمول هزینه سرمایه اشخاص بیش از نرخ بهره بانکی است. همگان آگاه هستند که نرخ مبادله پول در بازار غیررسمی سرمایه در ایران حدود چهار درصد در ماه است. در نتیجه کسی که برای مثال یک میلیون تومان به عنوان پیش پرداخت به شرکت ایران خودرو می پردازد. دقیقاً مراقبت می کند تا سودی که از محل تفاوت قیمتی اتومبیل به دست می آورد. بیش از سود چهار درصد در ماه باشد.

پیش دریافت از مشتریان

موفقیت این روش به موقعیت محصولات شرکت و میزان برتری آن در بازار بستگی دارد. آشکار است که هرچه قدرت انحصاری شرکت در بازار بیشتر باشد، آشکار است که هرچه قدرت انحصاری شرکت در بازار بیشتر باشد، این شیوه تأمین مالی امکان پذیرتر خواهد بود. تجربه تأمین مالی به این شیوه به ویژه در سال های اخیر در شرکت های خودروسازی رواج داشته است و این گونه شرکت ها بخش در خور توجهی از نیازهای مالی آنها را از این راه برطرف کرده اند.