



راهکارهای تسهیل حضور بخش خصوصی در بازار سرمایه

(چگونگی ورود بخش خصوصی به بازار سرمایه و ابزارهای مورد نیاز)

کمیسیون بازار پول و سرمایه

دبیرخانه کمیسیون های تخصصی

عنوان گزارش: راهکارهای تسهیل حضور بخش خصوصی در بازار سرمایه (چگونگی ورود بخش خصوصی به بازار سرمایه و ابزار های مورد نیاز)

کمیسیون: بازار پول و سرمایه

تهیه کننده: محمد مهدی زارع پور نصیرآبادی

انتشار: دبیرخانه کمیسیون های تخصصی اتاق ایران

شماره گزارش: ۰۴۹۶۹۶

تابستان ۹۶

فهرست

- ۲- چکیده ۴
- ۳- مقدمه ۴
- ۴- تحلیل صنعت تامین مالی ۵
- ۴-۱ وضعیت تامین مالی در جهان ۵
- ۴-۲ وضعیت تامین مالی در ایران ۶
- ۴-۳ تامین مالی اسلامی ۸
- ۴-۴ مزایای ورود به بازار سرمایه ۸
- ۵- دلیل رکود بازار بورس و محرک‌های رونق بازار سرمایه ۹
- ۵-۱ مقایسه بازار پول و بازار سرمایه در داخل کشور ۱۱
- ۵-۲ مقایسه بازار پول و بازار سرمایه در ایالات متحده ۱۱
- ۶- اوراق بهادار سازی ۱۲
- ۶-۱ مزایای اوراق بهادار سازی از دیدگاه بانکها ۱۲
- ۶-۲ مزایای اوراق بهادار سازی برای موسسات غیربانکی ۱۳
- ۶-۳ مزایای اوراق بهادار سازی برای سرمایه‌گذاران ۱۳
- ۶-۴ انواع روشهای اوراق بهادار سازی ۱۳
- ۶-۵ تأسیس نهادهای مالی ۱۴
- ۷- روشهای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط ۱۴
- ۷-۱ تأمین مالی مبتنی بر دارایی: ۱۵
- ۸- اوراق منفعت ۱۷
- ۸-۱ تعریف اوراق منفعت ۱۷
- ۸-۲ اوراق منفعت از دیدگاه تامین مالی شونده ۱۷
- ۸-۳ اوراق منفعت از دیدگاه سرمایه‌گذار ۱۸
- ۸-۴ اوراق منفعت از دیدگاه مصرف‌کنندگان نهایی ۱۸
- ۸-۵ مدل اجرایی اوراق منفعت ۱۸
- ۹- اوراق سلف موازی استاندارد ۱۹
- ۹-۱ تعریف اوراق سلف ۱۹

- ۲-۹ معرفی اوراق سلف موازی استاندارد ۱۹
- ۳-۹ ساختار انتشار اوراق سلف: ۰
- ۱۰-صکوک اجاره ۰
- ۱-۱۰ انواع اوراق اجاره ۰
- ۲-۱۰ اوراق اجاره تامین دارایی ۱
- ۳-۱۰ اوراق اجاره تامین نقدینگی ۱
- ۴-۱۰ شرایط بانی اوراق اجاره ۲
- ۱۱-صکوک مرابحه ۲
- ۱-۱۱ اوراق مرابحه تامین دارایی ۲
- ۲-۱۱ شرایط بانی اوراق مرابحه ۲
- ۱۲-صکوک استصناع (اوراق سفارش ساخت) ۳
- ۱-۱۲ شرایط بانی اوراق سفارش ساخت ۳
- ۱۳-مشکلات موجود در فرآیند انتشار اوراق ۴
- ۱-۱۳ ارکن ضامن ۴
- ۲-۱۳ سازمان بورس ۵
- ۳-۱۳ کارشناس رسمی دادگستری ۶
- ۴-۱۳ موسسات حسابرسی ۶
- ۵-۱۳ تنوع پایین ابزارهای مالی موجود ۷
- ۶-۱۳ نبود فرهنگ استفاده از ابزارهای مالی جدید ۷
- ۱۴-نتیجه گیری ۸

۱- چکیده

بازار سرمایه به عنوان یکی از ارکان بازار مالی نقش به‌سزایی در بسیج امکانات مالی و سرمایه‌ای در جهت تخصیص بهینه منابع به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارد. برای ساماندهی نیازهای مالی بنگاه‌ها در بازار سرمایه ابزارهای مطلوب باید به بهترین شکل ممکن به کار گرفته شود. با توجه به بانک محور بودن اقتصاد کشور و تنگنای شدید مالی بانک‌ها در حال حاضر، بازار پول قادر نیست به تنهایی پاسخگوی نیاز مالی بنگاه‌ها باشد. در راستای نیل به هدف تامین مالی بنگاه‌های بخش خصوصی افزایش سهم بازار سرمایه از موضوعات کلیدی و قابل توجه است. از جمله مشکلاتی که بخش خصوصی در فرآیند انتشار اوراق با آن‌ها روبروست می‌توان به بحث تضامین، سازوکارهای مربوط به سازمان بورس، کارشناس رسمی دادگستری، موسسات حسابرسی، دفاتر اسناد رسمی، تنوع پایین ابزارهای مالی موجود و فقدان فرهنگ استفاده از روش‌های صحیح تامین مالی اشاره نمود. در این پژوهش راهکارها و پیشنهادهایی به منظور مرتفع کردن این مشکلات ارائه خواهد شد.

۲- مقدمه

بازار سرمایه شاخه وسیعی از بازار است که فرآیند خرید و فروش ابزارهای مالی را تسهیل می‌کند. به‌طور خاص دو شاخه از ابزارهای مالی وجود دارد که سرمایه در آن‌ها دخیل است: اوراق مالکیت (اصطلاحاً سهام) و اوراق بدهی که اغلب با نام اوراق مشارکت (قرضه) شناخته می‌شود. بازار سرمایه محلی برای انتشار و فروش سهام و اوراق مشارکتی است که غالباً آفق زمانی بیش از یکسال دارند.

بازار سرمایه از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار و دیگر قانون‌گذاران مالی نظارت می‌شود. با وجود امکان دسترسی به ساختمان فیزیکی سازمان بورس اوراق بهادار تهران در خیابان حافظ، امروزه بیشتر معاملات بازار سرمایه از طریق اتصال اینترنت و اخذ کد سهامداری انجام می‌شود.

بازار سرمایه به دو بازار طبقه‌بندی می‌شود. بازار اولیه و بازار ثانویه در بازار اولیه، سهام و اوراق مشارکت به‌صورت مستقیم از شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران و سایر شرکت‌ها و نهادها و اغلب تحت عنوان عرضه عمومی اولیه توزیع می‌شود. بازار اولیه این امکان را فراهم می‌کند تا شرکت‌ها بدون گرفتن وام از بانک، با عرضه سهام خود به عموم مردم، منابع مالی موردنیاز را برای اجرای فعالیت‌های خود تأمین کنند. بعد از عرضه عمومی در بازار اولیه، نوبت به بازار ثانویه می‌رسد تا سهام شرکت‌ها در این بازار دادوستد شود و سهامداران بتوانند با فروش سهام خود به پول نقد دست یابند و علاقه‌مندان هم با خرید سهام، مالک بخشی از شرکت شوند.

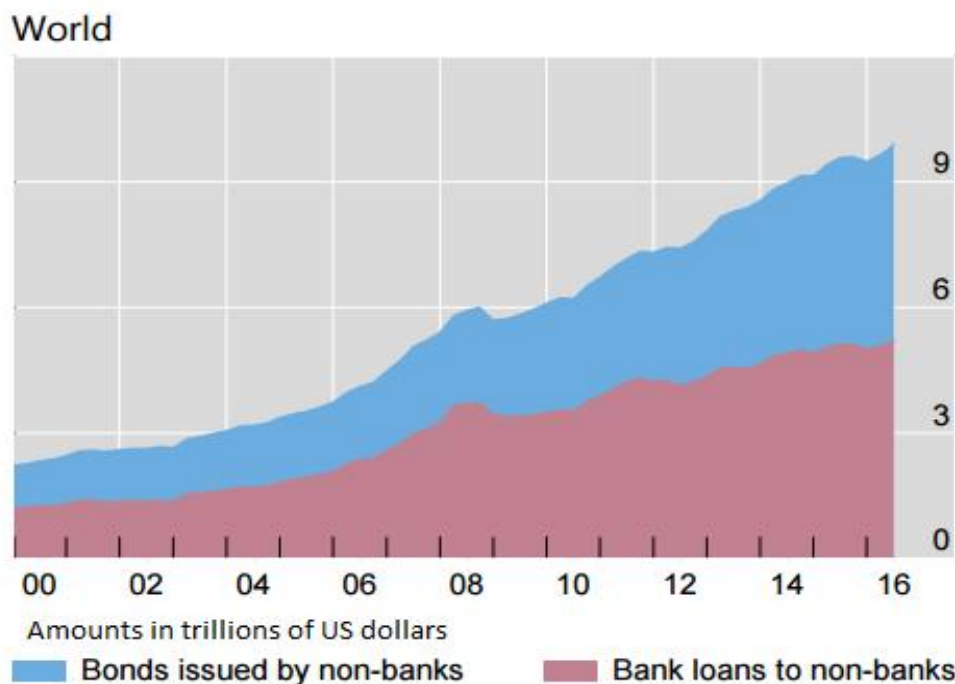
بازار سرمایه دارای ذینفعان متعددی از جمله سرمایه‌گذاران حقیقی، حقوقی یا نهادی همچون بیمه‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، شرکت‌ها، سازمان‌ها، بانک‌ها و مؤسسات مالی دولت و شهرداری‌ها می‌باشد که اغلب برای تأمین مالی طرح‌های خود اوراق مشارکت منتشر می‌کنند. تأمین‌کنندگان سرمایه عموماً می‌خواهند بیشترین بازده احتمالی را با کمترین ریسک ممکن داشته باشند، درحالی‌که شرکت‌های متقاضی سرمایه مایل‌اند سرمایه خود را با کمترین هزینه ممکن افزایش دهند.

اندازه بازار سرمایه یک کشور به‌صورت مستقیم به اندازه اقتصاد آن بستگی دارد. ایالات متحده آمریکا به‌عنوان بزرگ‌ترین اقتصاد جهان، بزرگ‌ترین و عمیق‌ترین بازارهای سرمایه جهان را در اختیار دارد. همچنین از آنجا که بازار سرمایه به‌صورت گسترده به اقتصاد جهانی پیوند خورده است، مشاهده می‌شود که نوسانی در یک بخش از جهان می‌تواند منجر به امواج عظیمی در سایر بخش‌ها شود. نقص این پیوستگی در بحران مالی جهانی طی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ به بهترین نحو قابل‌نمایش است. دوره‌ای که آغاز آن با سقوط بازارهای مالی ایالات متحده آمریکا آغاز شد و اثرات این بحران به‌صورت جهانی در بازار سرمایه همه کشورها دیده شد.

۳- تحلیل صنعت تامین مالی

۱-۳ وضعیت تامین مالی در جهان

براساس گزارش سالانه بانک تسویه بین‌المللی (BIS) در پایان سال ۲۰۱۶ ارزش انتشار اوراق تامین مالی توسط موسسات غیربانکی بیش از وام‌ها و تسهیلات اعطایی بانک‌ها به موسسات غیربانکی بوده است. نمودار زیر نشان می‌دهد که در سال ۲۰۱۶ ارزش اوراق بدهی منتشره در جهان در حدود ۱۰ تریلیون دلار بوده است. روند انتشار اوراق و اعطای وام در ۱۶ سال ابتدایی سده حاضر در نمودار زیر قابل مشاهده است.



نمودار ۱- منبع: بانک بین‌المللی تسویه بین‌المللی

همچنین براساس گزارش‌های منتشره بانک تسویه بین‌المللی (BIS) رابطه مثبتی میان رشد اقتصادی کشورهای نوظهور و توسعه بازار بدهی این کشورها وجود دارد. به عبارت دیگر، بخش‌های عمومی و خصوصی در این کشورها همزمان با افزایش تولیدات خود تمایل بیشتری به فعالیت در بازار بدهی محلی برای تامین مالی مورد نیاز خود می‌یابند. از سوی دیگر، یک بازار بدهی توسعه یافته ضمن افزایش کارایی اقتصادی، آسیب‌پذیری کشورها به بحران‌های مالی را کاهش داده یا موجب تخفیف در اثرات این نوع بحران‌ها می‌شود؛ زیرا این بازارها به هنگام کمبود منابع بانکی در واقع یک بازار جایگزین برای تامین مالی شرکت‌ها محسوب می‌شوند. تجربه کشور آمریکا نیز نشان می‌دهد بازار بدهی در این کشور در طول سه بحران بانکی، یکی بحران بدهی آمریکای لاتین در دهه ۱۹۸۰ و دیگری بحران بانکی مرتبط با رکود در بازار مستغلات در دهه ۱۹۹۰ و بحران مالی ۲۰۰۸، به خوبی از عهده پاسخگویی به نیاز مالی شرکت‌های این کشور برآمد.

بررسی‌ها نشان می‌دهد بحران مالی سال‌های ۱۹۹۸-۱۹۹۷ کشورهای آسیایی موجب شد که توسعه بازارهای بدهی در دستور کار کشورها قرار گیرد. در کره جنوبی، بازار بدهی بیشترین سهم را از بازارهای مالی این کشور دارد و بعد از آن بازارهای سهام و پول در مراتب بعدی قرار می‌گیرند. حدود یک سوم از بازار بدهی این کشور برای تامین مالی شرکتی مورد استفاده قرار می‌گیرد. در کشورهای مالزی و کره جنوبی تقریباً یک سوم بازار بدهی محلی به تامین مالی شرکت‌ها اختصاص دارد. این عدد برای کشور چین ۲۲ درصد است. اما در مجموع این سه کشور جمعاً ۷۲ درصد از کل بازار بدهی داخلی کشورهای نوظهور را به خود اختصاص داده‌اند.

در ترکیه بازار بدهی در جایگاه سوم بعد از بازارهای پول و سهام قرار می‌گیرد (با سهمی ۲۰ درصدی) و تامین مالی شرکتی در این بازار (سهام ۲ درصد) در واقع موضوعی است که باید به آن پرداخته شود و توسعه یابد. بازارهای بدهی کشورهای هند و ژاپن نیز عمدتاً در خدمت تامین مالی دولت قرار دارند. بررسی تجربه کشوری چون مالزی نشان می‌دهد بازار بدهی مالزی در دهه ۱۹۷۰ پایه‌گذاری شد که در این دهه، دولت مالزی

از این اوراق به منظور تامین مالی بودجه عظیم خود استفاده می‌کرد. به دنبال بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۸-۱۹۹۷ و افزایش شدید تقاضای تسهیلات بانکی، دولت با انگیزه جبران کسری بودجه و ایجاد منابع جایگزین برای تامین مالی بخش خصوصی، به فکر توسعه بازار بدهی افتاد. البته برنامه خصوصی‌سازی دولت مالزی در دهه ۱۹۸۰، برنامه‌ریزی دولت مبنی بر دستیابی به رشد اقتصادی پایدار، تقاضای بخش خصوصی برای تامین مالی بلندمدت، تقاضای بخش خصوصی برای ابزارهای تامین مالی متنوع در حوزه پوشش ریسک و حضور صندوق‌های بازنشستگی و بیمه در این بازار سایر عوامل موثر در رونق بازار بدهی این کشور است. طی ۱۵ سال مالزی توانست به دستاوردهای مهمی در توسعه بازارهای بدهی دست یابد که از آن جمله می‌توان به اوراق بدهی اسلامی (صکوک) اشاره کرد که علاوه بر تقویت بازار بدهی این کشور، مالزی را به الگو در میان کشورهای اسلامی تبدیل کرد. مالزی بیشترین سهم را در بازار صکوک جهان به خود اختصاص داده و اولین کشوری است که اقدام به انتشار صکوک بین‌المللی کرده است.

۲-۳ وضعیت تامین مالی در ایران

تامین مالی یکی از مهم‌ترین وظایف بازارهای سرمایه در سراسر دنیاست که طی سال‌های گذشته در ایران رونق بیشتری یافته است. با توجه به روندهای کلان حوزه تامین مالی کشور، نظام مالی ایران بانک‌محور است و بخش عمده‌ای از تامین مالی توسط بانک‌ها به صورت تسهیلات در قالب عقود مبادله‌ای و مشارکتی صورت گرفته است. طی ۹ ماهه نخست سال ۱۳۹۵، بر مبنای آخرین گزارش‌های منتشره توسط بانک مرکزی، ۳۸۱۴٫۲ هزار میلیارد ریال تسهیلات در قالب وام به بخش‌های مختلف اقتصادی داده شده است. لازم به ذکر است که بیش‌ترین سهم در سبد وام‌های پرداختی بانک‌ها متعلق به بخش خدمات بوده است که طی بازه زمانی مورد بررسی موفق به دریافت ۱۵۲۵٫۳ هزار میلیارد ریال تسهیلات از بانک‌ها و موسسات اعتباری شده است.

جدول شماره ۱ تسهیلات بانکی ارائه شده نه ماهه نخست سال ۱۳۹۵

تسهیلات بانکی ارائه شده نه ماهه نخست ۱۳۹۵	
برحسب هزار میلیارد ریال	
بخش دریافت کننده	ارزش تسهیلات ارائه شده
کشاورزی	۳۰۶٫۵
صنعت و معدن	۱۱۰۷٫۶
مسکن و ساختمان	۳۳۲٫۹
بازرگانی	۵۳۹٫۱
خدمات	۱۵۲۵٫۳
متفرقه	۲٫۸
مجموع تسهیلات	۳۸۱۴٫۲

انتشار انواع اوراق بدهی و تامین مالی در بازار سرمایه، طی ده ماهه نخست سال ۱۳۹۵ بیش از ۴۰ درصد نسبت به کل سال ۱۳۹۴ افزایش یافته و به ۲۰۷۰۲۸۸ میلیارد ریال رسیده است.

همچنین مجموع تامین مالی صورت گرفته از طریق بازار سرمایه طی ده ماهه نخست سال ۱۳۹۵ بالغ بر ۴۱۹۰۹۷۶ میلیارد ریال بوده است و عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بورس و فرابورس در ده ماهه سال ۱۳۹۵ نسبت به کل سال ۱۳۹۴ در حدود ۲۵ درصد بوده است

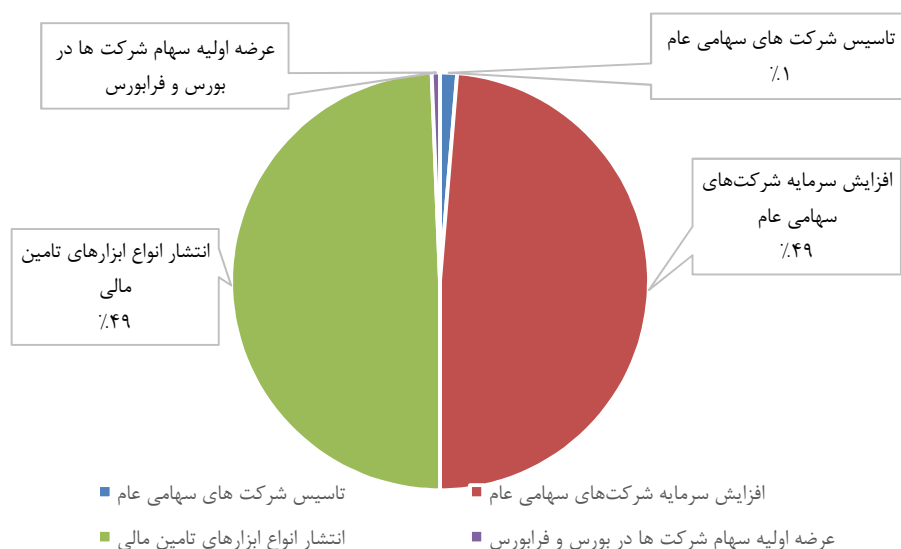
جدول شماره ۲: انتشار انواع اوراق بدهی

انتشار انواع اوراق بدهی - بر حسب میلیارد ریال		
عنوان	عملکرد ده ماهه ۱۳۹۵	عملکرد ۹۴
انتشار اوراق بهادار بدهی با مجوز سازمان بورس	۱۵,۰۹۸	۹,۶۷۵
انتشار اوراق سلف موازی استاندارد	۳۴,۷۲۰	۱۰,۸۲۷
اوراق مشارکت دولت، شهرداری‌ها و بانکها	۲۴,۰۰۰	۱۳,۴۹۲
گواهی سپرده سرمایه‌گذاری عام و خاص	۲۵,۰۰۰	۰
اوراق مشارکت شرکت ملی نفت	۰	۵۰,۰۰۰
اوراق اجاره دولتی	۰	۵,۰۰۰
اوراق مرابحه دولتی	۱۰,۰۰۰	۰
اسناد خزانه اسلامی	۹۰,۰۰۰	۵۰,۰۰۰
امتیاز تسهیلات مسکن	۸,۴۷۰	۹,۰۲۰
مجموع	۲۰۷,۲۸۸	۱۴۸,۰۱۴

جدول شماره ۳: آمار تامین مالی از روش‌های مختلف

آمار تامین مالی - بر حسب میلیارد ریال		
عنوان	ده ماهه ۱۳۹۵	عملکرد ۹۴
تاسیس شرکت های سهامی عام	۵,۵۰۰	۳,۷۰۰
افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام (مجوزهای ارائه شده)	۲۰۴,۵۳۰	۳۱۱,۲۶۲
انتشار انواع ابزارهای تامین مالی	۲۰۷,۲۸۸	۱۴۸,۰۱۴
عرضه اولیه سهام شرکت ها در بورس و فرابورس	۲,۶۵۸	۱۰,۴۰۸
مجموع	۴۱۹,۹۷۶	۴۷۳,۳۸۴

آمار تامین مالی - بر حسب میلیارد ریال ده ماهه ۱۳۹۵



نمودار ۲: تامین مالی از روش‌های گوناگون

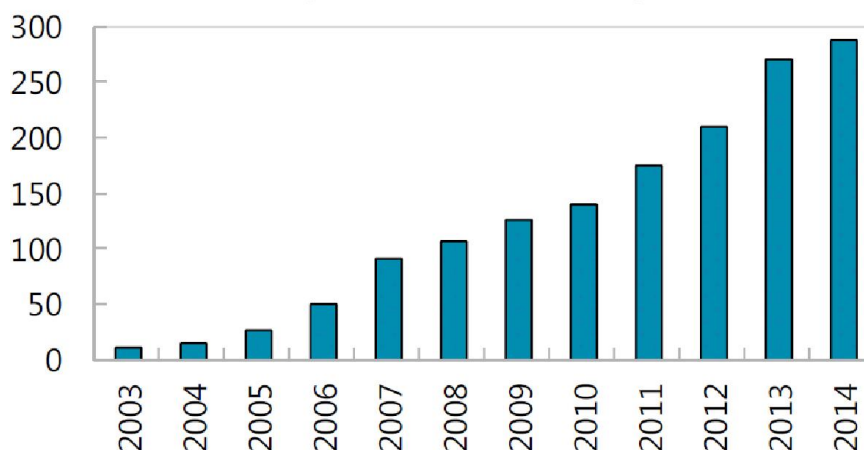
ارزش بازار اوراق بدهی پذیرفته شده در بورس تهران و فرابورس ایران، در بهمن ماه ۱۳۹۵ بالغ بر ۲۸۹ هزار میلیارد ریال بوده است که در حدود ۹۹,۶ هزار میلیارد ریال در قالب اسناد خزانه پذیرفته شده در فرابورس، ۹۱,۲ هزار میلیارد ریال آن در قالب اوراق تامین مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ۹۸,۲ هزار میلیارد ریال آن در قالب اوراق تامین مالی پذیرفته شده در فرابورس ایران بوده است.

۳-۳ تامین مالی اسلامی

از دیگر گزینه‌های مهم تامین مالی که هم‌اکنون پیش روی تحلیلگران قرار گرفته است، به کارگیری روش‌ها و ابزارهای تامین مالی اسلامی است. این عرصه که با پیشگامی ایران در دهه ۷۰ شمسی آغاز شد و با تلاش مالزی گسترش یافت، طی سال‌های گذشته توسعه بسیاری یافته است.

به گزارش (Zawaya, Sukuk DataBase) طی ده سال گذشته بازار صکوک رشد بسیار زیادی را تجربه کرده است. به نحوی که ارزش اوراق منتشره از ۱۰ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۳ به بیش از ۲۷۰ میلیارد دلار در پایان سال ۲۰۱۴ رسیده است. مالزی به عنوان پیش‌گام در توسعه صکوک، ۶۸ درصد از بازار ابزارهای تامین مالی اسلامی در قالب صکوک را به خود اختصاص داده است. بخش مهمی از این توسعه ناشی از رشد اقتصادی کشورهای منطقه MENA، ماهیت مبتنی بر دارایی (Asset Base)، غالب این ابزارها، تنوع ایجادی در ماهیت و ساختار ابزارها و روش‌های تامین مالی اسلامی است.

Sukuk: Global Outstanding Amount
(In billions of US dollars)



نمودار شماره ۳- منبع: Bloomberg, IFIS, Zawya, and IFN

۴-۳ مزایای ورود به بازار سرمایه

مزایای بورس اوراق بهادار از سه دیدگاه اقتصاد کلان، سرمایه‌گذاران و شرکت‌های سرمایه‌پذیر براساس مکتوبات سازمان بورس و اوراق بهادار. الف) مزایای بورس اوراق بهادار از دیدگاه اقتصاد کلان

- ✓ جمع‌آوری سرمایه‌های جزئی و پراکنده و انباشت آن برای تجهیز منابع مالی شرکت‌ها؛
- ✓ بکارگیری پس‌اندازهای راکد در امر تولید و تأمین مالی دولت و مؤسسات؛
- ✓ کنترل حجم پول، نقدینگی و تورم از طریق انتشار سهام و اوراق قرضه مشارکت؛
- ✓ بورس به مثابه بازار رقابت کامل (تعداد زیاد خریدار و فروشنده، آزادی ورود و خروج از بازار، شفافیت اطلاعات و تخصیص مطلوب منابع)؛
- ✓ رشد تولید ناخالص ملی، اشتغال و کمک به حفظ تعادل اقتصادی کشور؛
- ✓ فراهم نمودن توزیع عادلانه ثروت از طریق گسترش مالکیت عمومی و ایجاد احساس مشارکت عمومی؛
- ✓ افزایش درجه نقدینگی ثروت افراد؛

ب) مزایای بورس اوراق بهادار از دیدگاه سرمایه گذاران:

- ✓ خرید سهام و اوراق بهادار برای کسب بازده مناسب و پوشش در مقابل تورم؛
- ✓ اطمینان از گزینه سرمایه گذاری بدلیل شفافیت اطلاعات؛
- ✓ قابلیت نقدینگی اوراق بهادار و سهولت نقل و انتقال سهام و استفاده از معافیت های مالیاتی؛
- ✓ مشارکت در فرآیند تصمیم گیری برای اداره شرکت ها؛
- ✓ ایجاد بازار دائمی و مستمر که امکان سرمایه گذاری بلند مدت و کوتاه مدت را فراهم می نماید؛
- ✓ وجود طیف های متنوع از اوراق بهادار از نظر درجه بازدهی و خطر پذیری برای سرمایه گذار؛
- ✓ برقراری سیستم ها و روش هایی که از طریق آن، خرید و فروش اوراق بهادار منظم و رسمی گردد؛
- ✓ حمایت از سرمایه گذاران کوچک و احساس مشارکت در امور تولیدی و تجاری؛
- ✓ نظارت مضاعف بر فعالیت شرکت ها در چارچوب استانداردها و آئین نامه های بازار سرمایه؛

ج) مزایای بورس اوراق بهادار از دیدگاه واحدهای اقتصادی (شرکت های سرمایه پذیر)

- ✓ سهولت در تأمین مالی از طریق انتشار سهام و سایر اوراق بهادار؛
- ✓ افزایش اعتبار داخلی و خارجی و تأمین مالی با به وثیقه گذاردن سهام شرکت در بازارهای مالی داخلی و خارجی؛
- ✓ تعیین ارزش بازار بر اساس قانون عرضه و تقاضا تا زمانی که نام شرکت در تابلو بورس درج باشد؛
- ✓ سهولت در تغییر ترکیب سهامداری و انتقال مالکیت؛
- ✓ بوجود آمدن دیدگاهی مطلوب در سرمایه گذاران با کاهش ریسک واحد اقتصادی و امکان تأمین مالی با هزینه کمتر؛
- ✓ برخورداری از مزایای خاص و اعتباری مانند افزایش سقف تسهیلات بانکی و انتشار اوراق مشارکت؛
- ✓ انتشار اوراق مشارکت بدون اخذ مجوز از بانک مرکزی و فقط با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار؛
- ✓ برخورداری از معافیت های مالیاتی؛
- ✓ تبیین چشم انداز فعالیت شرکت در آینده و ارزیابی عملکرد شرکت؛
- ✓ ارتقاء سطح اعتماد عمومی و استفاده از مشارکت عمومی در توسعه شرکت؛

۴- دلیل رکود بازار بورس و محرک های رونق بازار سرمایه

از ابتدای سال ۸۶ تا اوایل سال ۹۰ بورس اوراق بهادار تهران در حالت رکود به سر می برد. اما در سال ۹۱ تا ۹۲ بورس اوراق بهادار شاهد رشد کم نظیری بود به گونه ای که بازار بورس در ۹ ماهه ابتدایی سال ۹۲ بیشترین تعداد و حجم معاملات و بازده را تجربه نمود. در سال ۹۲ ارزش بورس اوراق بهادار به ۴۰۰ هزار میلیارد تومان رسید که با احتساب ارزش بازار فرابورس جمعاً به مبلغ ۵۵۰ هزار میلیارد تومان بود از دی ماه سال ۹۲ بازار بورس اوراق بهادار شروع به ریزش کرد تنها دلیل رشد بورس اوراق بهادار در سال ۹۲ را می توان جهش ۳ برابری نرخ ارز در سال ۹۱ دانست.

از سال ۹۲ با روی کار آمدن دولت یازدهم حقایقی روشن شد، از جمله میزان بدهی های دولت، میزان پرداخت های ماهیانه ۳،۵۰۰ میلیارد تومان یارانه ها و بسیاری دیگر از مشکلات اقتصادی. پس از انتشار این آمار، آشکار شد که رشد ۱۱۰ درصد بورس در طی ۹ ماهه سال ۹۲ نه تنها خبر خوبی نبوده بلکه حاکی از رشد حبابی و کاذب بورس بوده است.

دلایلی که می توان برای حالت رکودی بورس اوراق بهادار در این روزها بر شمرد عبارتست از عدم جذابیت سود بورس اوراق بهادار با توجه به سود بالای سپرده بانکی، عدم شفافیت صورت های مالی برخی از شرکت های بورسی از جمله شرکت های پالایشی و بانکی، رکود بسیاری از صنایع و ضعف بنیادی و عدم سود آوری، بالا بودن انتظارات سرمایه گذاران و رشد کاذب و حبابی سهام شرکت های کوچک با دخالت سفته بازان، برآیند این عوامل باعث گردید است تا حجم و ارزش معاملات کاهش یافته و معاملات در بورس اوراق بهادار تهران با عدم اطمینان و ریسک بسیار بالایی انجام گیرد.

حال باید دید چگونه می‌توان این مشکلات از جمله حالت رکودی و عدم سودآوری را حل کرد در برنامه ششم توسعه و با توجه به اقتصاد مقاومتی راهکارهایی برای حل این معضل دیده شده است.

برای حل این مشکلات می‌توان بیان کرد اقتصاد ایران و بازار سرمایه داری چهار عامل محرک است:

✓ سرمایه‌گذاری‌های دولتی: دولت همواره عامل اصلی سرمایه‌گذاری در بخش پروژه‌های عمرانی از جمله سد و جاده و بنگاه‌های عمومی بوده و سال‌هاست بیان می‌شود دولت نباید در این بخش‌ها سرمایه‌گذاری کند. یکی از عوامل تشدید رکود در سال‌های اخیر کاهش سرمایه‌گذاری دولت است.

✓ سرمایه‌گذاری خارجی: در همه جای دنیا و در همه اقتصادها جذب سرمایه‌گذاری خارجی موتور محرک اقتصاد است. در چندسال اخیر به دلیل محدودیت‌های بین‌المللی این عامل نتوانسته تأثیری در رشد اقتصاد کشور داشته باشد. که با گشایش‌های صورت گرفته امید است این محدودیت‌ها برطرف شده تا این عامل نیز فعال گردد و باعث ورود سرمایه‌گذاران خارجی به اقتصاد کشور شود.

✓ بانک‌ها: در سالیان گذشته در اقتصاد ایران این بانک‌ها بودند که منابع و پول‌های خرد را از جامعه جمع‌آوری کرده و بعد از تجمیع آن به کارآفرینان و بنگاه‌های بزرگ اعطای اعتبار می‌کردند تا نهایتاً با تولید باعث رونق اقتصادی کشور گردند. در حال حاضر بانک‌ها به افزایش سپرده بلندمدت با سود بالا و عدم استفاده صحیح از این منابع گرایش پیدا کرده‌اند. منابع بانک‌ها در بسیاری از صنایع ناکارآمد درگیر شده که باعث شده بانک‌ها با ۳۰ درصد ظرفیت خود به فعالیت بپردازند، بنابراین بانک‌ها قادر نخواهند بود بنگاه‌های بزرگ را هزاران میلیارد تومان تأمین مالی کنند.

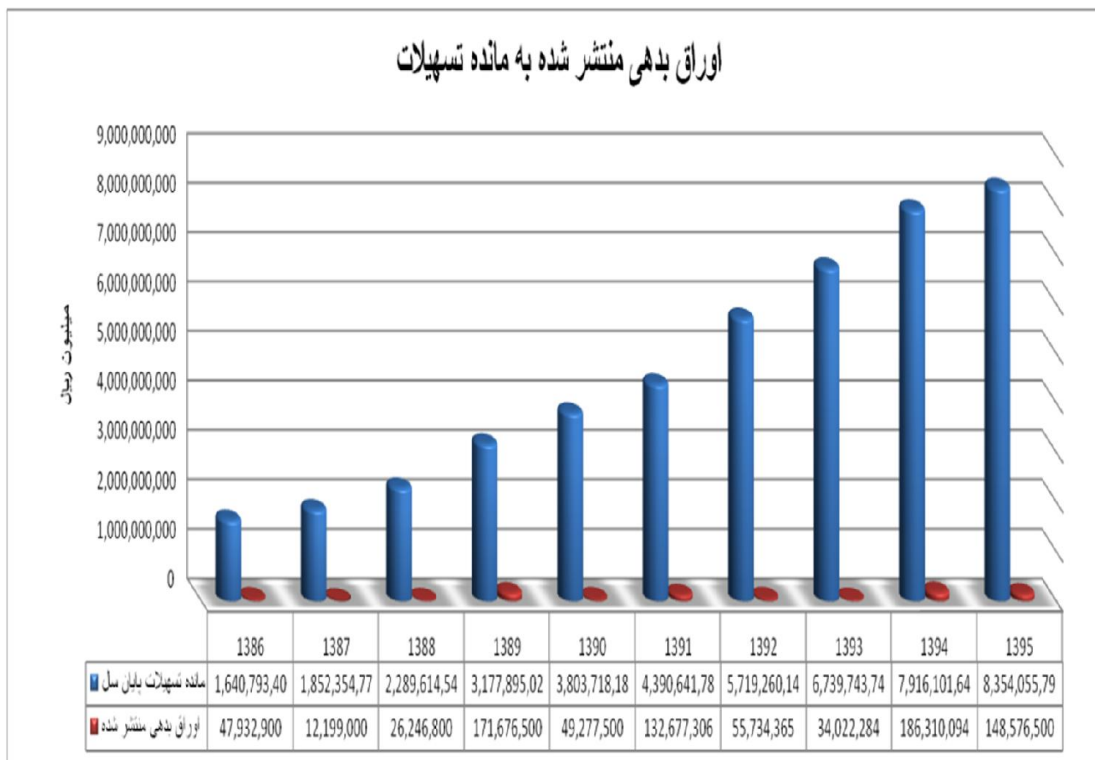
✓ مردم و بازار سرمایه: در اقتصادهای پیشرفته این موتور قویتر عمل می‌کند. چون اقتصاد بازار محور است این مردم هستند که از طریق ابزارهای مالی بازار سرمایه که یکی از آنها سهام است، به بنگاه‌ها و کارآفرینان وام می‌دهند.

زیرساخت‌های بازار سرمایه شامل ۴ مورد است که برای ارتقاء و تغییر آنها تصمیماتی از جمله بازنگری در قوانین و مقرراتی که از چندین سال گذشته شروع شده است؛ توسعه نرم افزارها، آموزش و فرهنگ‌سازی و بازنگری در فرآیندها پیشنهاد می‌شود.

بازار پول و بازار سرمایه ایران در مقایسه با سایر کشورها

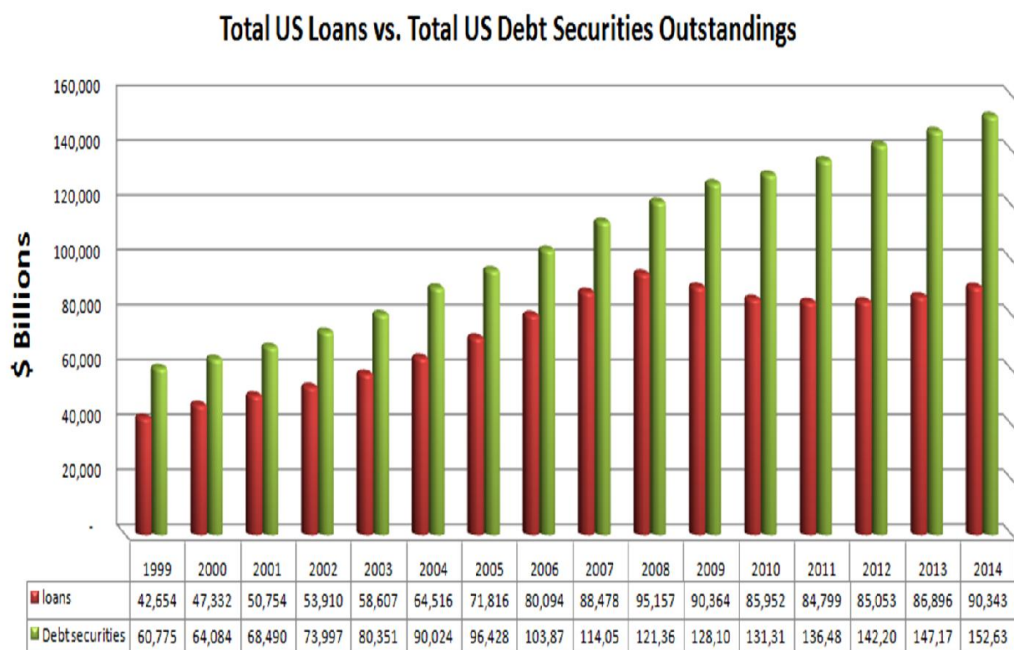
در ایران سهم تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی در بازار سرمایه نسبت به سیستم بانکی بسیار پایین است. این در حالی است که در ایالات متحده آمریکا سهم انتشار اوراق بدهی از تأمین مالی از طریق سیستم بانکی بیشتر می‌باشد. از ۱۳۸۶ تاکنون بیش از ۸۶۰،۰۰۰ میلیارد ریال اوراق بدهی در کشور منتشر شده که در برابر ۴۶،۰۰۰،۰۰۰ میلیارد ریال تأمین مالی از طریق سیستم بانکی بسیار ناچیز است. از سال ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۴ در ایالات متحده بیش از ۱،۷۱۱،۰۰۰ میلیارد دلار اوراق بدهی منتشر شده و همچنین سهم تأمین مالی از سیستم بانکی طی این دوره تنها ۱،۱۷۷،۰۰۰ میلیارد دلار می‌باشد.

۱-۴ مقایسه بازار پول و بازار سرمایه در داخل کشور



نمودار شماره ۴: مقایسه بازار پول و سرمایه در داخل کشور

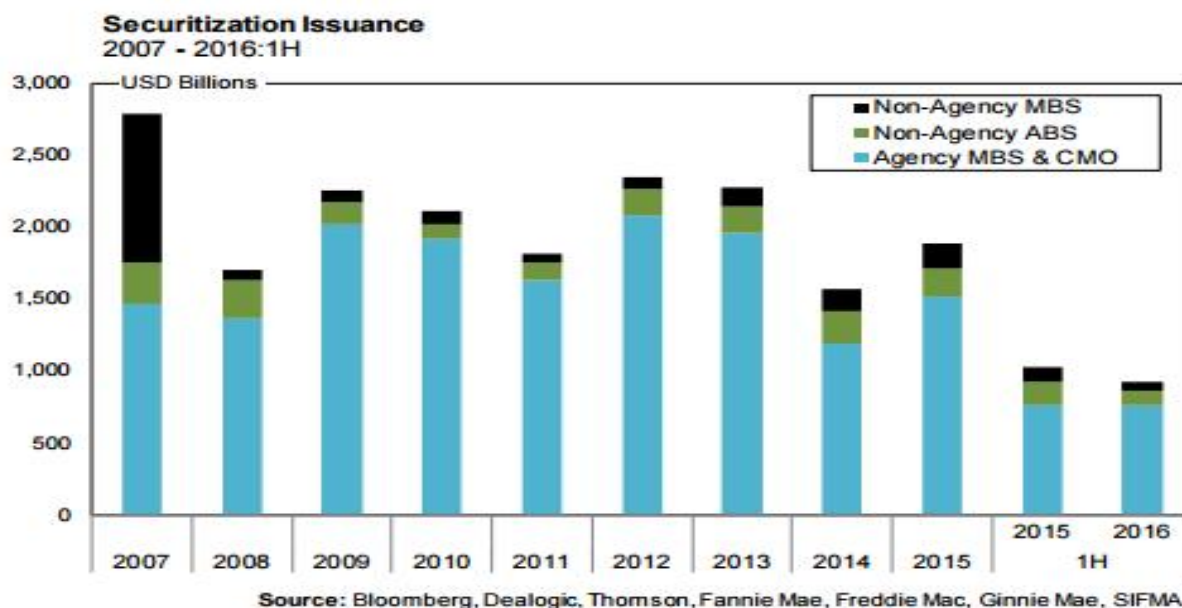
۲-۴ مقایسه بازار پول و بازار سرمایه در ایالات متحده



نمودار شماره ۵: مقایسه بازار پول و سرمایه در ایالات متحده

۵- اوراق بهادار سازی

این تکنیک نخستین بار در سال ۱۹۶۹ میلادی بعنوان ابزاری برای تأمین مالی موسسات سپرده‌گذاری ایالات متحده آمریکا و نیز با هدف توسعه یک بازار قدرتمند برای حضور شرکت‌های تأمین مالی املاک و مستغلات معرفی گردید.



اولین اوراق مشارکت منتشر شده در کشور که در سال ۱۳۷۳ انتشار یافت، مربوط به شهرداری تهران می‌باشد که با هدف نوسازی بافت فرسوده و اجرای پروژه بزرگراه نواب با نرخ سود علی‌الحساب ۲۰ درصد در سال منتشر شد. اولین اوراق مشارکت در بورس اوراق بهادار نیز در سال ۱۳۸۴، توسط شرکت ایران خودرو به مبلغ ۱,۰۰۰ میلیارد ریال با نرخ سود علی‌الحساب ۱۹ درصد در سال و سررسید ۳ ساله منتشر شده است. همچنین اولین صکوک اجاره به عنوان یک ابزار نوین تأمین مالی اسلامی در کشور در اسفند ماه سال ۱۳۸۹ توسط شرکت هواپیمایی ماهان منتشر گردید. دارایی مبنای انتشار این اوراق یک فروند هواپیمای ایرباس و نرخ اجاره بها سالانه ۲۰ درصد بوده است.

۵-۱ مزایای اوراق بهادار سازی از دیدگاه بانکها

بانک‌ها به دلایل زیر انگیزه لازم جهت تبدیل بخشی از ترازنامه خود به اوراق بهادار را خواهند داشت:

۵-۱-۱ تأمین وجوه مورد نیاز برای تحصیل دارایی‌ها؛

تکنیک اوراق بهادارسازی در بانک‌ها منجر به تنوع بخشی ترکیب منابع مالی، کاهش هزینه تأمین مالی و همچنین کاهش عدم تطابق سررسیدها می‌شود. کسب و کار بانک‌ها ذاتاً با مبحث عدم تطابق سررسیدها عجین شده است. زیرا بانک‌ها اغلب دارایی‌های بلندمدت نظیر وام‌های رهنی مسکن را با بدهی‌های کوتاه‌مدت‌تری مانند سپرده‌های بانکی یا وجوه بین بانکی تحصیل می‌نمایند.

۵-۱-۲ مدیریت ساختار ترازنامه؛

تکنیک اوراق بهادارسازی منجر به آزادسازی سرمایه قانونی و تنوع منابع سرمایه برای بانک‌ها می‌شود. طبق مقررات بازل (۱) به ازای هر ۱۰۰ دلار دارایی موزون شده بر حسب ریسک، بانک‌ها باید حداقل ۸ دلار سرمایه داشته باشند. اما از آنجا که نهاد واسطه بانک نمی‌باشد الزامی به رعایت این قانون ندارد.

۵-۱-۳ مدیریت ریسک و انتقال ریسک اعتباری؛

پس از تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، به واسطه تسهیم ریسک و حضور نهاد واسطه، ریسک اعتباری بانک بانی به شکل قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌یابد.

۲-۵ مزایای اوراق بهادار سازی برای موسسات غیربانکی

- کاهش بالقوه هزینه‌های تأمین مالی؛
- رتبه اعتباری اوراق بهادار منتشر شده به واسطه اوراق بهادار سازی، بستگی به رتبه اعتباری شرکت بانی ندارد. بلکه با نظر نهاد واسط (SPV) و با مشاوره یک موسسه اعتبارسنجی تعیین می‌شود. بنابراین با کسب رتبه اعتباری بالا، هزینه تأمین مالی برای شرکت کاهش پیدا می‌کند.
- تنوع بخشی به منابع تأمین مالی؛
- اوراق بهادار سازی این امکان را فراهم می‌کند تا شرکتها علاوه بر روش های سنتی تأمین مالی مانند انتشار سهام و اوراق قرضه، با سرعت و هزینه کمتر اقدام به تحصیل منابع مالی نمایند.
- تسریع تحقق و شناسایی درآمد با هدف گزارشگری مالی.
- طبق اصول پذیرفته شده حسابداری (GAAP)^۱ شرکت این اجازه را دارد که پرتفویی متشکل از حسابها و اسناد دریافتی یا دارایی را به منظور تسریع تحقق درآمدها با هدف گزارشگری مالی به سهامداران مورد استفاده قرار دهد.

۳-۵ مزایای اوراق بهادار سازی برای سرمایه‌گذاران

سرمایه‌گذاران نیز به دلایل زیر در انواع اوراق بدهی سرمایه‌گذاری می‌کنند:

- متنوع کردن بخش‌های مورد علاقه؛
- دسترسی به نمایه‌های گوناگونی از ریسک و بازده؛
- دسترسی به بخش‌هایی که پیش از این راه ورود به آنها مسدود بوده است.

۴-۵ انواع روش‌های اوراق بهادار سازی

✓ انتشار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی

این اوراق بهادار در حقیقت با پشتوانه یک دارایی فیزیکی، مانند زمین و ساختمان، خطوط تولید کارخانه‌ها، محصولات تولید شده توسط یک بنگاه و ... و یا به پشتوانه یک پروژه در حال ساخت یا یک طرح توسعه‌ای منتشر می‌گردند.

انواع این اوراق بهادار که در بازار مالی داخل کشور به حالت عملیاتی درآمده‌اند به شرح ذیل است:

- ★ اوراق مشارکت؛
- ★ اوراق اجاره؛
- ★ اوراق مرابحه؛
- ★ اوراق استصناع (سفارش ساخت)؛
- ★ اوراق سلف.

✓ انتشار اوراق بهادار با پشتوانه جریان نقدی تضمین شده

پشتوانه این اوراق بهادار، جریان نقدی تضمین شده‌ای هستند که در آینده قابل وصول می‌باشند. در حقیقت منتشر کننده این اوراق مطالبات خود در آینده را تنزیل نموده، آن را به بخش‌های کوچکتر تقسیم کرده و به سرمایه‌گذاران می‌فروشد.

از انواع این نوع اوراق بهادار سازی می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- ★ اوراق رهنی (MBS)^۲
- ★ اوراق منفعت
- ★ اوراق بیمه

¹ Generally Accepted Accounting Principles

² Mortgage-Backed Security

۵-۵ تأسیس نهادهای مالی

در بعضی موارد، شرکت‌های تازه تأسیس و پروژه‌های در مرحله احداث به دلیل عدم وجود دارایی فیزیکی یا جریان نقدی حاصل از آن، امکان تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار وجود ندارد. از این رو، تأمین مالی این شرکت‌ها یا پروژه‌ها از طریق تأسیس نهادهای مالی جدید صورت می‌پذیرد.

مراحل کلی کار به این صورت است که این نهادهای مالی که اغلب در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند، پس از تأسیس و ثبت نزد مراجع قانونی اقدام به خرید سهام این شرکت‌ها و پروژه‌ها نموده و در عوض واحدهای سرمایه‌گذاری خود را در بازارهای مالی به فروش می‌رسانند. سرمایه‌گذاران نیز با خرید واحدهای سرمایه‌گذاری به طور غیرمستقیم مالک این شرکت‌ها و پروژه‌ها خواهند شد و از بازدهی آنها در آینده منتفع خواهند گردید.

از انواع این نهادهای مالی می‌توان موارد زیر را نام برد:

★ صندوق سرمایه‌گذاری پروژه^۳

★ صندوق زمین و ساختمان^۴

★ صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه^۵

۶- روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط

شرکت‌های کوچک و متوسط به دلیل خاص خود در مقایسه با شرکت‌های بزرگ، با مشکلات بیشتری در تأمین مالی مواجه هستند. با وجودی که این نوع شرکت‌ها جهت شروع به کار و فعالیت به سرمایه کمتری در مقایسه با شرکت‌های بزرگ نیاز دارند و از نظر نوع و حوزه فعالیت از توانایی اثربخشی بیشتری بر توسعه فضای کسب و کار برخوردارند، با این وجود به دلیل عدم برخورداری از صورت‌های مالی حسابرسی شده و در نتیجه عدم شفافیت اطلاعاتی در مورد فعالیت اقتصادی تحت پوشش، با مشکلات زیادی در تأمین مالی مواجهند.^۶

به طور کلی روش‌های تأمین مالی این نوع بنگاه‌ها را می‌توان به دو بخش روش سنتی و روش‌های جایگزین تقسیم‌بندی نمود.

روش سنتی: استقراض بانکی هنوز معمول‌ترین شیوه تأمین مالی خارجی در بنگاه‌های کوچک و متوسط محسوب می‌شود. متداول‌ترین روش‌های سنتی عبارتند از وام بانکی، اضافه برداشت بانکی، خطوط اعتباری و استفاده از کارت‌های اعتباری.

جدول شماره ۴: انواع روش‌های جایگزین

ریسک / بازدهی پایین	ریسک / بازدهی متوسط	ریسک / بازدهی پایین	ریسک / بازدهی پایین
تأمین مالی مبتنی بر دارایی	ابزارهای ترکیبی	بدهی جایگزین	وام مبتنی با دارایی
<ul style="list-style-type: none"> وام مبتنی با دارایی تنزیل اسناد دریافتی تأمین مالی سفارش خرید رسید انبار لیزینگ 	<ul style="list-style-type: none"> اوراق قرضه/وام غیرممتاز شراکت غیرفعال وام‌های شراکتی حق مشارکت در سود اوراق قرضه قابل تبدیل اوراق قرضه دارای گواهی اختیار خرید تأمین مالی میانی / مزاین 	<ul style="list-style-type: none"> انتشار اوراق قرضه شرکتی اوراق بهادارسازی اوراق قرضه پوششی عرضه خصوصی سهام Crowdfunding 	<ul style="list-style-type: none"> تامین مالی خصوصی سرمایه گذاری خطرپذیر فرشتگان کسب و کار مشتقات دارایی

³ Project Fund

⁴ Construction Fund

⁵ Venture Capital Fund

⁶ گزارش پژوهشی پژوهشکده پولی و مالی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بهار ۱۳۹۰

تأمین مالی مبتنی بر دارایی:

این روش به طور گسترده‌ای توسط بنگاه‌های کوچک و متوسط برای تأمین نقدینگی سرمایه در گردش، حمایت از تجارت بین‌المللی و داخلی و گاهی برای مقاصد سرمایه‌گذاری به کار گرفته می‌شود. به خصوص در اروپا، رواج این نوع ابزار برای بنگاه‌های کوچک و متوسط به اندازه استقراض متداول از بانک‌ها است. در این شیوه، شرکت‌ها براساس ارزش دارایی‌های خاصی و نه بر اساس اعتبارشان تأمین مالی می‌شوند.

همانطور که در جدول مشاهده می‌کنید مهم‌ترین روش‌های این گروه عبارتند از وام مبتنی بر دارایی^۷، تنزیل اسناد دریافتی^۸، تأمین مالی سفارش خرید^۹، رسید انبار^{۱۰} و لیزینگ^{۱۱} یا همان واسپاری.

وام مبتنی بر دارایی: مزیت این روش این است که شرکت‌ها سریع‌تر و تحت شرایط منعطف‌تری از وام‌های متداول بانکی تأمین مالی شوند (بدون توجه به موقعیت مالی و یا جریان نقدی آتی)؛ همچنین تأمین مالی در این روش نیازمند ارائه ضمانت‌های شخصی نیست و شرکت‌هایی که سابقه اعتباری نداشته و یا به طور موقت دچار زیان شده‌اند اما نیازمند جریان نقدی جهت استفاده از فرصت‌ها هستند، به راحتی می‌توانند به سرمایه در گردش لازم در کوتاه‌ترین زمان دست یابند. اما از طرفی هزینه سرمایه در این روش بالاتر از هزینه وام متداول بانکی است. چهار گروه از دارایی‌هایی که در این روش می‌توانند مورد استفاده قرار بگیرند عبارتند از: حساب‌های دریافتی، موجودی کالا، ماشین‌آلات و تجهیزات، زمین و ساختمان.

تنزیل اسناد دریافتی: در این روش که نام دیگر آن عاملیت است، یک شرکت اسناد دریافتی از گروهی با رتبه اعتباری بالا را به شرکت دیگری که عامل نام دارد پس از تنزیل کردن آنها می‌فروشد. به عبارتی دیگر پس از تنزیل اسناد، این عامل است که حق دارد مبالغ مربوط به اسناد دریافتی را از مشتری‌های آن شرکت دریافت کند.

تأمین مالی سفارش خرید: این روش به بنگاه‌های کوچک و متوسط اجازه می‌دهد در حالی که منابع لازم جهت خرید مواد اولیه و تکمیل سفارش را ندارد، سفارش مشتری را قبول کرده و فرصت‌های بازار را به این دلیل از دست ندهند. در این روش هزینه‌های تکمیل سفارش از جمله، نیروی کار، مواد اولیه و بسته‌بندی، بیمه و ... توسط بنگاه تخمین زده می‌شود و به اطلاع تأمین مالی کننده که می‌تواند بانک نیز باشد، می‌رسد. پس از تصویب طرح توسط تأمین مالی کننده، هزینه‌های لازم به طور مستقیم توسط وی به عرضه کننده مواد و غیره می‌پردازد و پس از تکمیل و تحویل کالا یا پروژه توسط بنگاه مزبور به مشتری، تأمین مالی کننده یا مستقیماً حساب‌های دریافتی از مشتری را دریافت می‌کند (مثل تنزیل اسناد) و یا مبلغ آن تحت حسابی که در کنترل وی است واریز می‌شود. تأمین مالی کننده پس از کسر بهره و کارمزد و اصل مبلغ مابقی آن را به بنگاه پرداخت می‌کند.

رسید انبار: در این روش وام‌دهی بر مبنای کالاها یا محصولات صورت می‌گیرد که به عنوان وثیقه در انبار نگهداری می‌شوند. به عبارتی در این روش، خریداران و تجار کالا، کالاها را در انبار نگهداری می‌کنند و رسید انباری صادر می‌کنند که نشان می‌دهد مقدار مشخصی از کالاها با استانداردهای مشخصی در انبار نگهداری می‌شود و سپس از این رسید انبار جهت گرفتن وام بپشتوانه دارایی استفاده می‌شود. معمولاً وام گیرنده می‌تواند بین ۵۰ تا ۸۰ درصد ارزش کالاهای ذخیره شده را وام بگیرد.

لیزینگ: یکی دیگر از روش‌های تأمین مالی است که در آن شرکت وسائل نقلیه، زمین و ساختمان و تجهیزات را استفاده کرده و در نهایت می‌خرد. در این روش میزان تأمین مالی به ارزش دارایی پایه و اینکه تا چه حد بنگاه توان تولید جریان نقدی عملیاتی را دارد، بستگی دارد.

7 . Asset-based lending

8 . Factoring

9 . Purchase Order Finance

10 . Warehouse Receipts

11 . Leasing

گروه بعدی، ابزارهای بدهی جایگزین هستند که شامل انتشار اوراق قرضه شرکتی^{۱۲}، اوراق بهادارسازی^{۱۳}، اوراق قرضه پوششی^{۱۴}، عرضه خصوصی سهام^{۱۵} و Crowdfunding^{۱۶} است.

ابزارهای فوق پیش‌تر نیز به کار گرفته می‌شدند، اما برای بنگاه‌های کوچک و متوسط به عنوان ابزارهای بدهی جایگزین تلقی می‌شوند، چرا که تا به حال کمتر برای بنگاه‌های کوچک و متوسط به کار برده می‌شدند.

از موارد بالا، انتشار اوراق قرضه شرکتی، بهادار سازی و پوششی تا کنون کاربرد کمی برای بنگاه‌های کوچک و متوسط داشته است. در این نوع از شیوه‌های تأمین مالی، بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه - و نه بانک‌ها - تأمین مالی می‌شوند. در حالیکه اوراق قرضه شرکتی روش مستقیم تأمین مالی محسوب می‌شود، دو مورد دیگر تأمین مالی غیر مستقیم برای بنگاه‌ها محسوب می‌گردد.

در اوراق بهادار سازی بنگاه‌های کوچک و متوسط، بانک‌ها وامی را که به این بنگاه‌ها داده‌اند پس از تنزیل با نرخ مناسب، به شرکت دیگری (یا سرمایه‌گذاران بازار سرمایه) می‌فروشند، نتیجه آنکه منابع بانک آزاد شده و میتواند وام بیشتری به بنگاه‌های کوچک و متوسط بدهد. در سال‌های اخیر، میزان تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از این طریق بیشتر از روش انتشار اوراق قرضه شرکتی بوده است و علت آن را می‌توان در قوانین سختی که در بازار سرمایه جهت حفظ حقوق سهامداران وجود دارد، جستجو کرد.

اوراق قرضه شرکتی: اوراق قرضه شرکتی، اوراق بدهی است که شرکت‌ها جهت تأمین مالی خود منتشر می‌کنند و به موجب آن متعهد می‌شوند که بدون توجه به وضعیت مالی و سودآوری شرکت در مواعد مقرر مبلغ کوپن و در سررسید اصل بدهی را بازپرداخت نمایند. گفته می‌شود که معمولاً هزینه‌های انتشار به میزان ۱۰٪ انتشار اوراق می‌باشد.

اوراق بهادارسازی: همانطور که پیشتر گفته شد، وام اعطایی به بنگاه‌های کوچک و متوسط توسط بانک دسته‌بندی شده و از طریق بازار سرمایه به سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه فروخته می‌شود. در واقع در این روش، اوراقی به پشتوانه پرداخت‌های بنگاه‌های کوچک و متوسط مجدداً توسط بانک منتشر می‌شود.

اوراق قرضه پوششی: این اوراق مشابه اوراق بهادار سازی بوده و در واقع اوراق بهاداری هستند که جریان نقدی وام‌ها پشتوانه آنهاست. تفاوت عمده آنها با اوراق بهادار سازی در این است که در این شیوه دارایی‌ها در ترازنامه باقی می‌ماند، در حالی‌که در اوراق بهادارسازی چنین نیست. بنابراین این شیوه تأمین مالی کمکی به تقویت نسبت سرمایه ناشر نمی‌کند. در این حالت اگر دارایی پشتوانه این اوراق نکول کند، شرکت موظف به ادامه پرداخت کوپن و اصل بدهی در سررسیدهای مقرر است ولی چنانچه خود شرکت در معرض ریسک نکول قرار بگیرد، قرض دهنده می‌تواند مالکیت آن دارایی پشتوانه را غصب کند.

عرضه خصوصی اوراق شرکتی: برخی اوقات قانون‌گذار اجازه‌ی عرضه خصوصی اوراق قرضه شرکتی را صادر می‌کند. در این حالت، اوراق قرضه شرکت به تعدادی از سرمایه‌گذاران منتخب پذیرش نشده در بورس پیشنهاد و اوراق به آنها فروخته می‌شود. در این حالت نیازی نیست شرکت شرایط پیچیده گزارشگری را رعایت کند، هر چند غالباً شرکت‌های رتبه‌بندی اطلاعاتی مفیدی را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند.

Crowdfunding: این شیوه نوعی تکنیک تأمین مالی خارجی از طریق تعداد زیادی مخاطب به جای گروهی از سرمایه‌گذاران حرفه‌ای است، که در واقع هر فرد سهم کوچکی از منابع مورد نیاز را تأمین می‌کند. در این حالت از طریق یک پایگاه آنلاین کارهای مختلف توسط افراد

12 . Corporate Bonds

13 . Securitized Debt

14 . Covered Bonds

15 . Private Placements

۱۶ . واژه ی Crowd به معنای جماعت، اجتماع و انبوه مردم است و واژه Funding به معنای تأمین مالی کننده ، بنابراین شاید بهترین معادل فارسی برای این شیوه، تأمین مالی جمعی باشد.

به صورت رایگان و یا در عوض بازدهی معین انجام می‌شود که ارزش آن کمتر از ارزش ایجاد شده برای شرکت است. انگیزه های درونی سرمایه‌گذار می‌تواند شامل یادگیری و یا لذت به عهده گرفتن انجام کاری بوده و انگیزه های خارجی می‌تواند شامل ایجاد درآمد، ایجاد مزیت شغلی و یا نارضایتی از محصولات جاری باشد. این شیوه نه تنها روشی برای افزایش وجوه است بلکه می‌تواند بیانگر مکانیزم با اهمیتی برای به اشتراک گذاشتن اطلاعات با عموم مردم باشد.

ابزارهای ترکیبی: این ابزارها در میانه‌ی طیف ریسک و بازده سرمایه‌گذار، که در یک طرف فقط بدهی و در طرف دیگر تنها حقوق صاحبان سهام می‌باشد، قرار می‌گیرند و بنابراین ترکیبی از ویژگی‌های تأمین مالی مبتنی بر دارایی و بدهی را دارا هستند.

مهم‌ترین ابزارهای ترکیبی عبارتند از اوراق قرضه/وام غیرممتاز^{۱۷}، شراکت غیرفعال^{۱۸}، وام‌های شراکتی^{۱۹}، حق مشارکت در سود^{۲۰}، اوراق قرضه قابل تبدیل^{۲۱}، اوراق قرضه دارای گواهی اختیار خرید^{۲۲}، تأمین مالی میانی و یا همان مزاین^{۲۳}.

اوراق قرضه/وام غیرممتاز و یا فرعی: در این شیوه از ابزار تأمین مالی، قرض‌دهندگان توافق دارند که قبل از پرداخت بهره و اصل بدهی، ابتدا بدهی برخی از اعتباردهندگان ممتاز (یا به تعبیری اصلی) به آنها بازپرداخت شود. در واقع برخی از قرض‌دهندگان در دریافت اصل و سود دارای اولویت هستند. بنابراین در صورت ورشکستگی، حقوق مابقی قرض‌دهندگان بعد از بازپرداخت بدهی به دسته ممتاز ولی قبل از آورندگان سرمایه آن شرکت پرداخت می‌شود. لازم به ذکر است که نرخ بهره‌ای که قرض‌دهندگان وام غیر ممتاز و یا دارندگان اوراق غیرممتاز دریافت می‌کند بسیار بیشتر از همتای ممتاز خود هستند تا به این ترتیب ریسک بیشتر آنها را جبران کند.

شراکت غیرفعال: این روش تأمین مالی اکثر ویژگی‌های تأمین مالی از طریق سرمایه را دارا بوده و بسیار شبیه ساختار شرکت‌های با مسئولیت محدود است. بدین ترتیب که، میزان تعهدات سرمایه‌گذار به قرض‌دهندگان محدود به میزان آورده اش به شرکت می‌باشد. تأمین مالی کنندگان کاملاً این حق را دارند که به فعالیت‌های شرکت نظارت داشته و در جریان اطلاعات قرار بگیرند تا بتوانند در تصمیم‌گیری‌های شرکت مشارکت داشته باشند.

۷- اوراق منفعت

۷-۱ تعریف اوراق منفعت

اوراق بهادار با نامی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن بر مقدار معینی از منافع آتی مستمر حاصل از دارایی/دارایی‌های فیزیکی بادوام است.

۷-۲ اوراق منفعت از دیدگاه تأمین مالی شونده

بنگاه‌های خصوصی و عمومی می‌توانند بدون تحمل ریسک انتقال دارایی، از این روش برای تأمین مالی نقدینگی استفاده کنند. همچنین بنگاه‌هایی که به صورت مزایده‌ای یا پیمانکاری، حق بهره‌برداری از خدمات عمومی را در اختیار می‌گیرند، می‌توانند از این روش جهت تأمین مالی استفاده نمایند.

مثال: انتشار اوراق منفعت بر روی عوارض بزرگراه‌ها، انتشار اوراق منفعت بر روی خدمات مسافرتی و ...

17 . Subordinated Loans/Bonds
18 . Silent Participation
19 . Participating Loans
20 . Profit Participation Rights
21 . Convertible Bonds
22 . Bonds with Warrants
23 . Mezzanine Finance

۳-۷ اوراق منفعت از دیدگاه سرمایه‌گذار

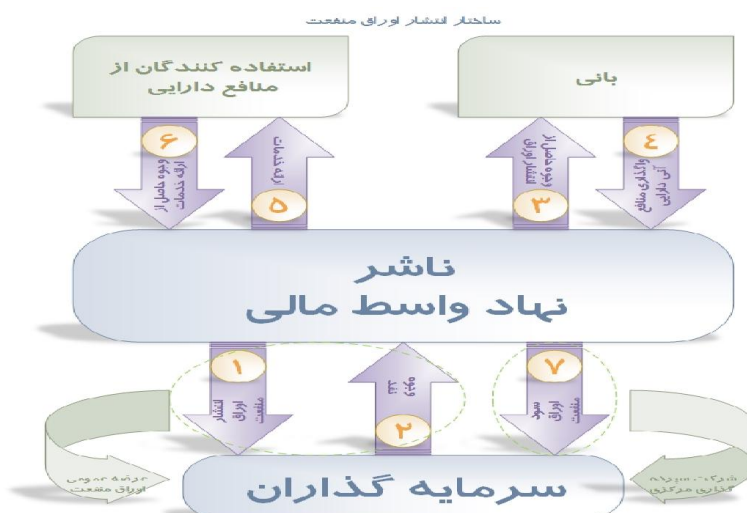
سرمایه‌گذارانی که رغبتی به مالکیت دارایی (مانند اوراق مشارکت) و مشارکت در ریسک‌های ساخت و بهره‌برداری از پروژه‌ها و مسائل مربوط به آن را ندارند، ولی علاقه‌مند به استفاده از منافع حاصل از آن هستند به این بازار وارد خواهند شد.

۴-۷ اوراق منفعت از دیدگاه مصرف‌کنندگان نهایی

سرمایه‌گذارانی که به صورت گسترده از خدمات خاصی استفاده می‌نمایند، می‌توانند با خریداری اوراق منفعت، خدمات مورد نظر خود را پیش‌خرید کرده و خود را از ریسک تغییرات قیمت خدمات در آینده مصون بدارند. به عنوان مثال یک شرکت خدمات مسافرتی می‌تواند اوراق منفعتی را که بر روی منافع یک هتل منتشر می‌شود خریداری نموده و ریسک تغییرات نرخ خدمات هتل را برای خود به حداقل برساند. همچنین یک شرکت حمل و نقل می‌تواند اوراق منفعتی را که بر روی عوارض یک بزرگراه منتشر می‌شود را خریداری کرده و ریسک تغییرات نرخ عوارض را کاهش دهد.

۵-۷ مدل اجرایی اوراق منفعت

مدل طراحی شده این اوراق بدین صورت است که صاحبان دارایی‌های بادوام به منظور حل مشکل نقدینگی خود می‌توانند برای بخشی از منافع حاصل از دارایی اوراق منفعت منتشرکنند. در این حالت نهاد واسط با جمع آوری پول از مردم به وکالت از طرف آنان، منافع آتی حاصل از دارایی بادوام را به ارزش فعلی، پیش‌خرید می‌کنند. لذا سود این اوراق در سررسیدهای مشخص از طریق نهاد واسط در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. در زمان سررسید، دارندگان اوراق از وجوه حاصل از منابع بهره‌مند می‌شوند. دارندگان اوراق می‌توانند اوراق خود را قبل از سررسید در بازار ثانویه به فروش رسانند. ارزش صکوک منفعت براساس ارزش فعلی منافع آتی حاصل از دارایی‌های بادوام یا ارزش فعلی خدمات محاسبه می‌شود. ارزش فعلی هر ورقه منفعت با لحاظ ارزش اسمی، نرخ تنزیل و مدت زمان باقی‌مانده تا زمان استفاده از منافع به دست می‌آید. به عنوان مثال یک شرکت پیمانکاری، بزرگراهی را تحت قرارداد ساخت، بهره‌برداری و انتقال احداث کرده و اکنون به مدت ۲۰ سال حق بهره‌برداری از این بزرگراه از جمله عوارض دریافتی را داشته و از طرف دیگر برای ورود به دیگر پروژه‌های خود نیز نیاز به منابع مالی جدید دارد. لذا می‌تواند منافع حاصل از بزرگراه احداث شده را به عموم واگذار کند. در این حالت نهاد واسط با جمع آوری وجوه از مردم، درآمد حاصل از عوارض بزرگراه‌ها را طی عمر اوراق منفعت پیش‌خرید می‌کند. شرکت پیمانکاری نیز وجوه حاصل از عوارض را پس از کسر هزینه‌های بزرگراه در اختیار نهاد واسط قرار می‌دهد. از آنجایی که عوارض بزرگراه‌ها و هزینه‌ها به صورت مستمر و نه در دوره‌های زمانی خاص ایجاد می‌شود، لذا نهاد واسط این وجوه را به نمایندگی از طرف دارندگان اوراق در حساب بانکی مشخص سپرده‌گذاری می‌کند. نهاد واسط در سررسیدهای مشخص حداقل سود علی‌الحساب تضمین شده توسط ضامن اوراق را از حساب بانکی مذکور برداشت کرده و در اختیار دارندگان اوراق قرار می‌دهد. در پایان عمر اوراق نهاد واسط مانده وجوه موجود در حساب بانکی که بیانگر اصل اوراق و سایر منافع احتمالی و سود سپرده است را در اختیار دارندگان اوراق قرار می‌دهد.



شکل شماره ۱: ساختار انتشار اوراق منفعت

۸- اوراق سلف موازی استاندارد

۸-۱ تعریف اوراق سلف

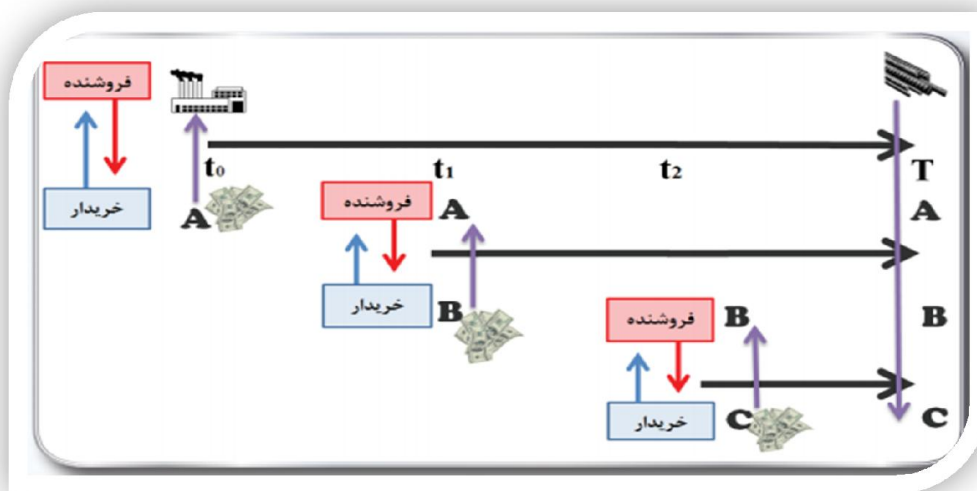
قرارداد سلف یا عقد سلف قراردادی است که در آن عرضه‌کننده بخشی از دارایی پایه را به ازای بهای نقد و مطابق قرارداد سلف به فروش می‌رساند تا در دوره تحویل به خریدار تسلیم کند. خریدار می‌تواند معادل دارایی پایه خریداری شده را در یک قرارداد سلف موازی استاندارد به فروش رساند که به این قرارداد نیز به اختصار سلف می‌گویند.

اوراق سلف بر پایه قرارداد سلف طراحی می‌شود و این اوراق نوعی صکوک است؛ چراکه در این اوراق یک دارایی پایه مشخص به‌عنوان دارایی پایه وجود دارد و لذا از نوع اوراق مبتنی بر دارایی محسوب می‌گردد.

۸-۲ معرفی اوراق سلف موازی استاندارد

قرارداد سلف موازی استاندارد، یک ابزار تأمین مالی برای تولیدکننده می‌باشد، بر اساس قرارداد سلف کالا به قیمت معین در زمان مشخص در آینده تحویل خواهد شد و بهای آن در هنگام معامله پرداخت می‌گردد.

برای رفع مشکل امکان نقد شونده‌گی قرارداد سلف در طول مدت قرارداد، اوراق سلف موازی طراحی گردیده است. بر اساس این قرارداد در طول دوره معاملاتی، قرارداد خریدار سلف اول می‌تواند به فروش دارایی پایه به میزان خریداری شده در قرارداد، به شخص دیگر در قالب یک قرارداد سلف ثانویه اقدام کند. این فرآیند می‌تواند به همین صورت ادامه یابد بدین ترتیب معاملات ثانویه سلف شکل می‌گیرد. قراردادهای سلف بایستی مستقل از هم باشند و فروشنده سلف اولیه (خریدار سلف اولیه) به استناد گواهی سلف اول خریدار سلف ثانویه را به فروشنده کالا جهت تحویل فیزیکی حواله می‌دهد و حق رجوع به فروشنده سلف در معاملات ثانویه وجود ندارد و کلیه معاملات در طول عمر اوراق توسط بازار گردان مدیریت شده و عرضه‌کننده در این خصوص مسئولیتی ایفا نخواهد کرد.



شکل شماره ۲: ساختار انتشار اوراق سلف موازی

جدول شماره ۵: آمار اوراق سلف منتشرشده در بورس کالا

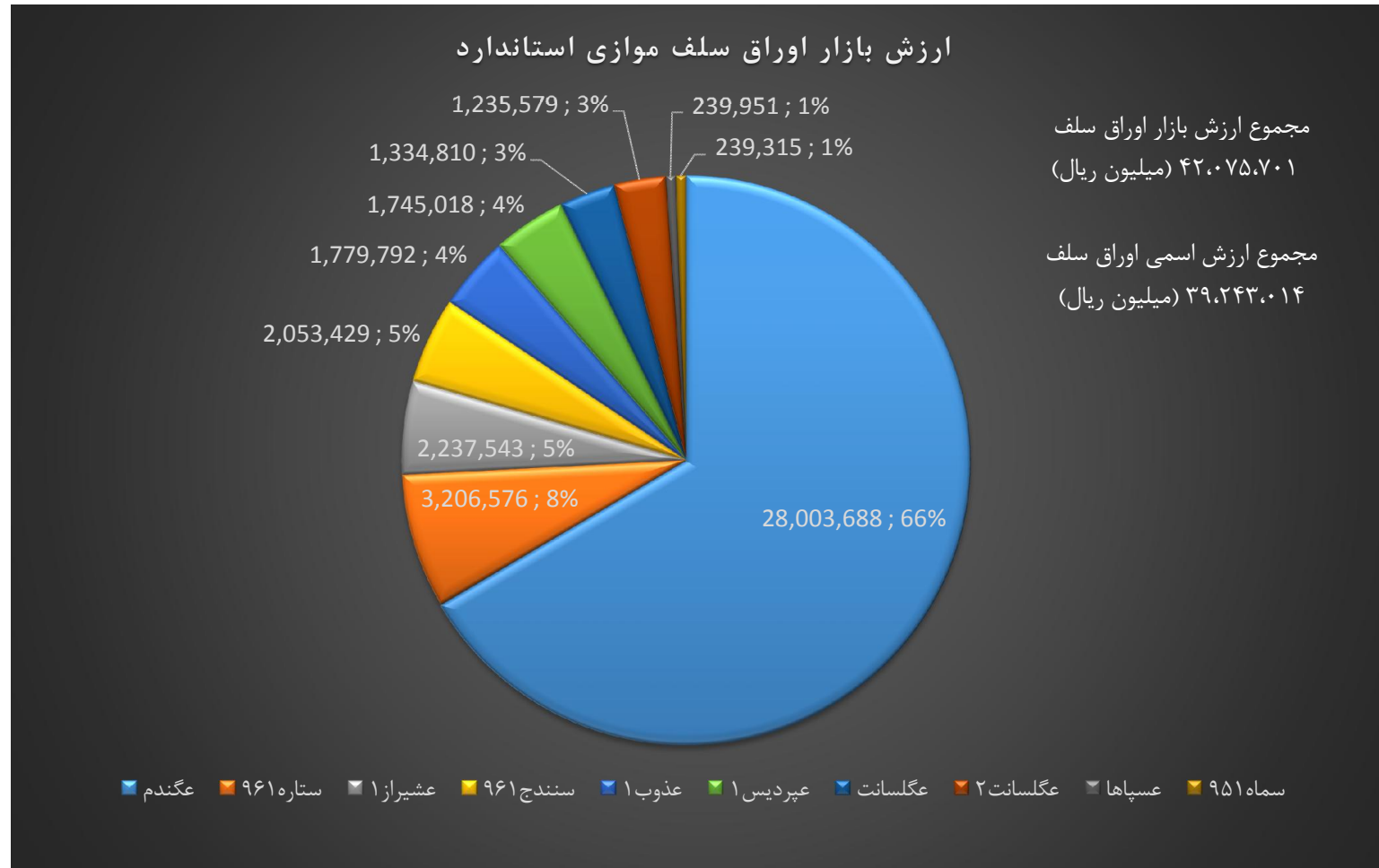
متعهد پذیرهنویسی	بازار گردان	بازدهی اوراق نرخ (درصد)			مبلغ اوراق (میلیون ریال)	دارایی پایه	تاریخ عرضه	ناشر
		بازدهی روزشمار	اختیار خرید تبعی	اختیار فروش تبعی				
تأمین سرمایه ملت و آرمان	تأمین سرمایه ملت و آرمان	۲۳	۲۷,۵	۲۴	۲۵۰,۰۰۰	پی‌وی‌سی گرید	1394/08/09	شرکت پتروشیمی آبادان
شرکت تأمین سرمایه امید	شرکت تأمین سرمایه امید	۲۲	۲۸	۲۵	۸۰۶,۳۸۰	سنگ‌آهن دانه‌بندی	1394/08/18	شرکت صنعتی و معدنی چادرملو
تأمین سرمایه ملت و آرمان	تأمین سرمایه ملت و آرمان	۲۳	۲۷,۵	۲۴	۲۵۰,۰۰۰	پی‌وی‌سی گرید	1394/08/23	شرکت پتروشیمی آبادان
شرکت تأمین سرمایه امین	شرکت تأمین سرمایه امین	۲۳	۲۸	۲۴	۲۰۰,۰۰۰	سیمان	1394/11/05	شرکت سیمان سپاهان
شرکت تأمین سرمایه امید	شرکت تأمین سرمایه امید	۲۲	۲۸	۲۵	۱,۱۲۱,۲۵۰	کنسانتره سنگ‌آهن	1394/11/26	شرکت معدنی و صنعتی گل گهر
شرکت تأمین سرمایه امین	شرکت تأمین سرمایه امین	۲۳	۲۷	۲۴	۱,۵۰۰,۰۰۰	تیرآهن ۱۴	1394/12/17	شرکت ذوب‌آهن اصفهان
شرکت تأمین سرمایه امین	شرکت تأمین سرمایه امین	۲۲	۲۴	۲۳	۱,۵۰۰,۰۰۰	اوره گرانول	1394/12/24	شرکت پتروشیمی پردیس
					5,627,630	مجموع اوراق سلف منتشر شده در سال ۱۳۹۴		
شرکت تأمین سرمایه ملت	شرکت تأمین سرمایه ملت	۲۳	۲۴	۲۳	۲,۰۰۰,۰۰۰	اوره گرانول	1395/04/06	شرکت پتروشیمی شیراز
صندوق سرمایه‌گذاری یکم کارگزاری بانک کشاورزی	صندوق سرمایه‌گذاری یکم کارگزاری بانک کشاورزی	۱۹	۲۱	۲۰	۲۶,۵۰۰,۰۰۰	گندم	1395/06/24	شرکت بازرگانی دولتی ایران
شرکت تأمین سرمایه امید	شرکت تأمین سرمایه امید	۱۸	۲۰	۱۹	۱,۲۱۸,۷۵۰	کنسانتره سنگ‌آهن	1395/08/03	شرکت معدنی و صنعتی گل گهر - مرحله دوم
					29,718,750	مجموع اوراق سلف منتشر شده در سال ۱۳۹۵		

جدول شماره ۶: آمار اوراق سلف منتشرشده در بورس انرژی

متعهد پذیرهنویسی	بازار گردان	بازدهی اوراق نرخ (درصد)			مبلغ اوراق (میلیون ریال)	دارایی پایه	تاریخ عرضه	ناشر
		بازدهی روزشمار	اختیار خرید تبعی	اختیار فروش تبعی				
تأمین سرمایه امین	تأمین سرمایه امین	۲۳	۲۸	۲۵	۵۰۰,۰۰۰	نفت کوره	1394/02/01	شرکت ملی نفت ایران
تأمین سرمایه امین	تأمین سرمایه امین	۲۳	۲۸	۲۵	۵۰۰,۰۰۰	نفت کوره	1394/02/09	شرکت ملی نفت ایران
تأمین سرمایه بانک ملت	تأمین سرمایه بانک ملت	۲۴	۲۸	۲۵	۱,۰۰۰,۰۰۰	نفت کوره	1394/05/14	شرکت ملی نفت ایران
تأمین سرمایه آرمان	تأمین سرمایه آرمان	۲۳	۲۸	۲۵	۱,۰۰۰,۰۰۰	نفت کوره	1394/07/15	شرکت ملی نفت ایران
تأمین سرمایه بانک ملت	تأمین سرمایه بانک ملت	۲۳	۲۸	۲۵	۲,۰۰۰,۰۰۰	نفت کوره	1394/07/21	شرکت ملی نفت ایران
تأمین سرمایه آرمان	تأمین سرمایه آرمان	۲۳	۲۶	۲۴	۲۰۰,۰۰۰	بسته برق	1394/12/01	شرکت تولیدی آراین ماهتاب گستر
					5,200,000	مجموع اوراق سلف منتشر شده در سال ۱۳۹۴		
تأمین سرمایه آرمان	تأمین سرمایه آرمان	۲۰	۲۱,۵	۲۱	۳,۰۰۰,۰۰۰	بنزین	1395/06/02	شرکت نفت ستاره خلیج فارس
ص س اختصاصی مپنا آشنا و تأمین سرمایه امین	ص س اختصاصی مپنا آشنا	۲۱	۲۳	۲۲	۲,۰۰۰,۰۰۰	بسته برق	1395/08/26	شرکت تولید برق ساندج مپنا
					5,000,000	مجموع اوراق سلف منتشر شده در سال ۱۳۹۵		

ارزش بازار و اسمی اوراق سلف موازی استاندارد

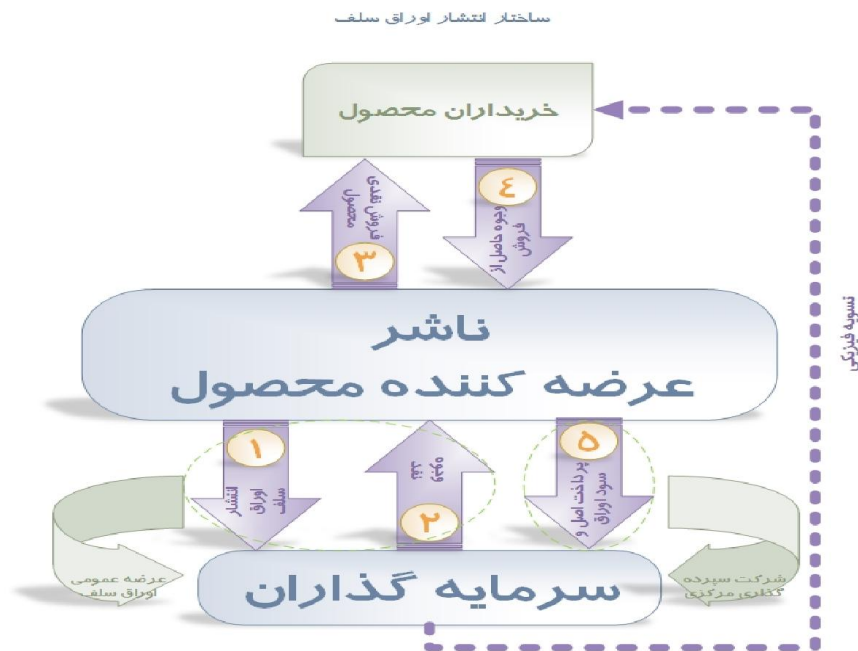
ارزش اسمی و ارزش بازار اوراق سلف موازی استاندارد در بورس به شرح نمودار زیر است: (منبع: سایت شرکت مدیریت فناوری بورس تهران، بورس کالا، بورس انرژی)



نمودار شماره ۶: ارزش بازار اوراق سلف موازی

ساختار انتشار اوراق سلف:

- ★ مدل طراحی شده این اوراق بدین صورت است که تولیدکننده‌ها (عرضه‌کننده‌ها) به منظور تأمین سرمایه در گردش و یا اطمینان از فروش محصول تولیدی خود می‌توانند اوراق سلف منتشر کنند. به همین منظور درخواست انتشار اوراق سلف را به بورس کالای ایران داده و پس از موافقت و پذیرش محصول در بورس کالای ایران، عرضه اولیه اوراق سلف انجام می‌شود و وجوه حاصل از انتشار اوراق به تولیدکننده (عرضه‌کننده) اوراق تعلق می‌گیرد.
- ★ در انتشار این اوراق پرداخت سود دوره‌ای در طول عمر اوراق وجود ندارد و سرمایه‌گذار منافع آتی حاصل از محصول را به ارزش فعلی، پیش‌خرید می‌کند.



شکل شماره ۳: ساختار انتشار اوراق سلف

صکوک اجاره

اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که هر ورق آن نشان دهنده‌ی مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. در اوراق اجاره حق استفاده از منابع یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در قبال اجاره بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و اجاره بها را می‌توان در ابتدای دوره، انتهای دوره با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آنجا که این اوراق بیانگر مالکیت مشاع فرد است می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد.

انواع اوراق اجاره

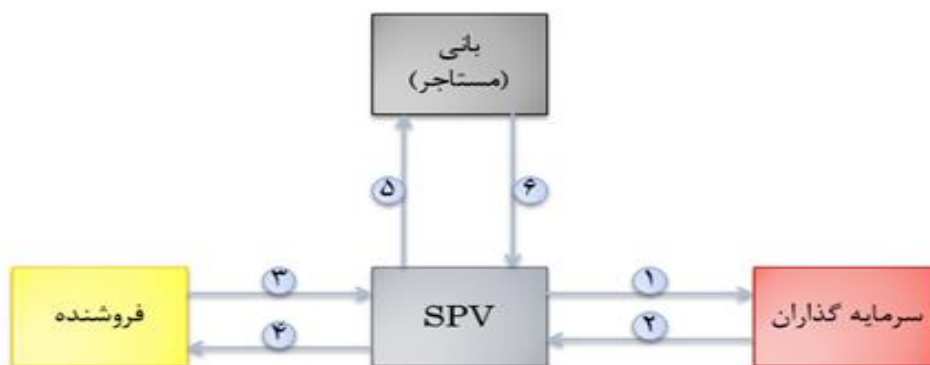
اوراق اجاره تامین دارایی: اوراقی است که در آن نهاد واسط، یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها که مورد نیاز بانی است را به نیابت از سرمایه‌گذاران، از فروشنده خریداری نموده و به بانی اجاره می‌دهد.

اوراق اجاره تامین نقدینگی: در این نوع از اوراق اجاره، واسط با واگذاری اوراق به مردم و جمع‌آوری وجوه به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران یک دارایی ثابت مشهود را از بانی خریداری کرده و مجدداً به خودبانی اجاره می‌دهد.

اوراق اجاره تامین دارایی

در این نوع از اوراق اجاره، بانی با ارائه طرح توجیهی اقدام به انتخاب شرکت واسط (SPV) می‌کند. شرکت واسط با انتشار اوراق و با جمع آوری پول از سرمایه‌گذاران، به وکالت از طرف آن‌ها دارایی مورد نیاز بانی را از فروشنده خریداری می‌کند، سپس به صورت اجاره عادی یا به شرط تملیک به بانی اجاره می‌دهد. سود این اوراق در سررسیدهای مشخص به صورت اجاره بها دارایی تعهد شده توسط بانی از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود. دارندگان اوراق قبل از سررسید، می‌توانند اوراق خود را در بازار ثانویه به فروش برسانند.

SPV در پایان قرارداد اجاره عادی، دارایی را از مستاجر تحویل گرفته و به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران در بازار دارایی‌های مستهلک می‌فروشد، در اجاره به شرط تملیک، دارایی را به تملیک مستاجر در می‌آورد.



شکل شماره ۴: مدل عملیاتی اوراق اجاره تامین دارایی

اوراق اجاره تامین نقدینگی

در این نوع از اوراق اجاره، بانی با ارائه طرح توجیهی اقدام به انتخاب شرکت واسط (SPV) می‌کند. شرکت واسط با انتشار اوراق و با جمع آوری پول از سرمایه‌گذاران، به وکالت از طرف آن‌ها یکی از دارایی‌های فیزیکی بانی را به صورت نقد خریداری می‌کند، سپس به صورت اجاره عادی یا به شرط تملیک، دارایی را دوباره به بانی واگذار می‌نماید. سود این اوراق در سررسیدهای مشخص به صورت اجاره بها دارایی تعهد شده توسط بانی از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود. دارندگان اوراق قبل از سررسید، می‌توانند اوراق خود را در بازار ثانویه به فروش برسانند.

در پایان قرارداد اجاره عادی، دارایی را از مستاجر تحویل گرفته و به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران در بازار دارایی‌های مستهلک می‌فروشد، در اجاره به شرط تملیک، دارایی را به تملیک مستاجر در می‌آورد.



شکل شماره ۵: مدل عملیاتی اوراق اجاره تامین نقدینگی

شرایط بانی اوراق اجاره

بانی باید دارای شرایط زیر باشد:

شخص حقوقی غیردولتی که: قالب حقوقی آن سهامی یا تعاونی باشد مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد حداکثر نسبت مجموع بدهی ها به دارایی های آن ۹۰ درصد باشد اظهارنظر بازرس و حسابرس شرکت در خصوص صورت های مالی دو دوره مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهارنظر نباشد.

شخص حقوقی عمومی یا دولتی شامل: وزارتخانه ها، اشخاص حقوقی مشمول ماده ۴ قانون محاسبات عمومی.

صکوک مرابحه

اوراق بهادار با نام و قابل نقل و انتقالی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن، در دارایی مالی (طلب) است که براساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. مرابحه، قرارداد فروشی است که فروشنده به وسیله آن، قیمت تمام شده کالا، اعم از قیمت خرید، هزینه های حمل و نقل، نگهداری و سایر هزینه های مرتبط را به اطلاع مشتری می رساند، سپس با افزودن مبلغ یا درصدی به عنوان سود، به وی می فروشد، بیع مرابحه می تواند به صورت نقد یا نسبه منعقد شود و به طور معمول، نرخ سود نسبه آن بیشتر است.

اوراق مرابحه تامین دارایی

در این نوع از اوراق مرابحه، بانی با ارائه طرح توجیهی اقدام به انتخاب شرکت واسطه (SPV) می کند. شرکت واسطه با انتشار اوراق مرابحه و جمع آوری پول از سرمایه گذاران، به وکالت از طرف آن ها دارایی مورد نیاز بانی را از فروشنده به صورت نقد خریداری می کند، سپس به صورت بیع مرابحه نسبه با قیمت بالاتر به بانی می فروشد. اصل سرمایه و سود این اوراق در سررسیدهای مشخص به صورت قیمت نسبه کالا، توسط بانی تعهد شده و از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به دارندگان اوراق پرداخت می شود. دارندگان اوراق می توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود مرابحه استفاده نمایند و یا قبل از سررسید، اوراق خود را در بازار ثانویه به فروش برسانند.



شکل شماره ۶: مدل عملیاتی اوراق مرابحه تامین دارایی

شرایط بانی اوراق مرابحه

بانی باید دارای شرایط زیر باشد:

الف- شرکت های سهامی، شرکت های تعاونی و مؤسسه یا نهاد عمومی غیر دولتی مشمول ماده ۳ قانون مدیریت خدمات کشوری، به استثنای شهرداری ها که دارای شرایط زیر باشند:

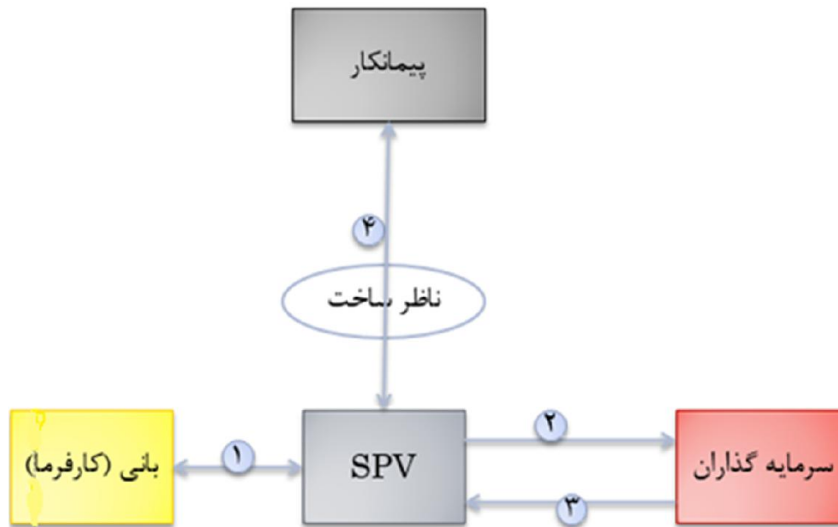
در ایران به ثبت رسیده و مرکز اصلی فعالیت آن در ایران باشد.

مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد. اگر جریان نقد حاصل از عملیات بانی مطابق صورت های مالی میان دوره های حسابرسی شده در سال جاری مثبت باشد می تواند در محاسبه مجموع جریان نقدی مذکور لحاظ شود.

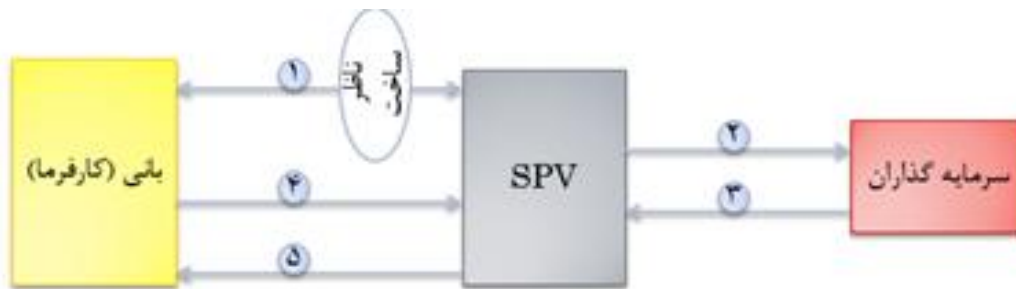
حداکثر نسبت مجموع بدهی‌ها به دارایی‌های آن ۹۰ درصد باشد.
 اظهارنظر بازرس و حسابرس شرکت در خصوص صورت‌های مالی دو سال مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهارنظر نباشد.
 ب- مؤسسات دولتی، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها.

صکوک استصناع (اوراق سفارش ساخت)

استصناع در لغت از صنع به معنای سفارش ساخت می‌باشد و در اصطلاح فقهی و حقوقی، قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد در مقابل مبلغی معین، ساخت و تحویل کالا با طرح مشخصی را در زمان معین نسبت به طرف دیگر بر عهده می‌گیرد. اوراق سفارش ساخت اوراقی است که ناشر بر اساس قرارداد سفارش ساخت منتشر می‌کند.



شکل شماره ۷: مدل عملیاتی اوراق سفارش ساخت



شکل شماره ۸: مدل عملیاتی اوراق سفارش ساخت

شرایط بانی اوراق سفارش ساخت

بانی باید دارای شرایط زیر باشد:

الف - شرکت‌های سهامی، شرکت‌های تعاونی و مؤسسه یا نهاد عمومی غیردولتی مشمول ماده ۳ قانون مدیریت خدمات کشوری، به استثنای شهرداری‌ها که دارای شرایط زیر باشند:
 در ایران به ثبت رسیده و مرکز اصلی فعالیت آن در ایران باشد.

مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد، اگر جریان نقد حاصل از عملیات بانی مطابق صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی شده در سال جاری مثبت باشد می‌تواند در محاسبه مجموع جریان نقدی مذکور لحاظ شود. حداکثر نسبت مجموع بدهی‌ها به دارایی‌های آن ۹۰ درصد باشد. اظهارنظر بازرس و حسابرس در خصوص صورت‌های مالی دو سال مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهارنظر نباشد. ب- مؤسسات دولتی، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها.

مشکلات موجود در فرآیند انتشار اوراق

در بازار سرمایه موانع تامین مالی و انتشار اوراق مشارکت را می‌توان شامل عواملی همچون پذیرش دشوار اوراق بخش خصوصی، قوانین سختگیرانه سازمان بورس، مشکلات موجود در زمینه فقهی، تعیین رکن ضامن و نبود مؤسسات رتبه‌بندی عنوان کرد. موانع مزبور نه تنها سرعت انجام تامین مالی شرکت‌های از طریق عرضه اوراق در بازار سرمایه را کاهش می‌دهند بلکه موجب کاهش رغبت و افزایش هزینه فرصت شرکت‌ها می‌شوند. مشکلات موجود در فرآیند انتشار اوراق را می‌توان بترتیب زیر بیان کرد.

- ✓ ضامن؛
- ✓ سازمان بورس و اوراق بهادار؛
- ✓ کارشناس رسمی دادگستری؛
- ✓ مؤسسات حسابرسی؛
- ✓ تنوع پایین ابزارهای مالی موجود؛
- ✓ نبود فرهنگ استفاده از روش‌های جدید تامین مالی در شرکت‌های بانی؛

رکن ضامن

همانطور که می‌دانید، برای انتشار هر گونه اوراق بدهی مانند اوراق مشارکت، صکوک اجاره، مرابحه و ... نیاز به وجود چند رکن است. از جمله این ارکان، رکن ضامن اوراق است که باید پرداخت سود و اصل اوراق منتشر شده را ضمانت کند. گرایش و تأکید سازمان بورس بر آن است که رکن ضامن از بین بانک‌ها انتخاب شود و نهادهای مالی دیگر که از نظر دستورالعمل انتشار اوراق می‌توانند رکن ضمانت اوراق را قبول کنند معمولاً دارای مشکلاتی هستند که عملاً مشاور عرضه و نهاد ناظر از انتخاب آنها صرف نظر می‌کند. از این رو یک وابستگی مهم به بانک‌ها برای پذیرش سمت ضمانت ایجاد شده است و در حال حاضر اغلب بانک‌ها به دلایل مختلف از پذیرش این رکن خودداری می‌کنند و یا شرایط سختی را برای آن در نظر می‌گیرند. به همین جهت هم‌اکنون مبالغ قابل توجهی اوراق آماده انتشار نزد شرکت‌های تأمین سرمایه وجود دارد که به دلیل نداشتن ضامن، معلق و معطل مانده است. جهت حل مشکل ضامن موارد زیر توصیه می‌شود

- ✓ هماهنگی بیشتر بازار پول و بازار سرمایه جهت تعیین ضامن بانکی؛
- ✓ آموزش مفاهیم ابزارهای مالی اسلامی به پرسنل بخش اعتبارات نظام بانکی؛
- ✓ رتبه‌بندی اوراق در راستای تعادل در ریسک و بازده اوراق جهت حذف یا کاهش نقش رکن ضامن؛
- ✓ اجازه انتشار اوراق بدون ضامن یا انتشار بخشی از اوراق یک ناشر بدون ضامن و بخشی با ضامن و ایجاد تفاوت در نرخ اوراق با توجه به وجود یا عدم وجود ضامن و نوع ضامن (بانکی و غیربانکی)؛
- ✓ محدود نمودن ضمانت تنها به سود اوراق و نه به اصل آن، با توجه به وجود دارایی در برخی از انواع اوراق (مانند اوراق اجاره) و یا به نسبتی از سود و اصل اوراق؛
- ✓ پذیرش وثیقه نمودن سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و حذف یا کاهش نقش ضامن.

سازمان بورس

از جمله مشکلات موجود در این حوزه، زمان بر بودن فرآیند دریافت مجوز انتشار و عدم افشای کامل دیدگاه مدیران در دستورالعملها است. همچنین پایین بودن نرخ سود اوراق نسبت به سایر فرصتهای سرمایه‌گذاری از دیگر مسائلی است که به حوزه نهاد ناظر مربوط می‌شود. که به ترتیب برای حل هر یک از این مشکلات راهکارهایی ارائه شده است.

زمان بر بودن فرآیند اخذ مجوز انتشار

یکی از مشکلات اساسی انتشار اوراق بورکراسی زمان بر و پیچیده اخذ مجوز از سازمان بورس اوراق بهادار می‌باشد که علت اصلی این امر از آنجایی ناشی می‌شود که گزارش‌های توجیهی تامین مالی باید به تایید حسابرس شرکت، سازمان بورس اوراق بهادار و جهت اخذ رکن ضامن باید به تایید کارشناسان بخش اعتبار بانکها برسد که تهیه گزارشی که مورد قبول این سه نهاد کاری باشد دشوار می‌باشد. در برخی موارد فرآیند تا حدی طولانی می‌شود که مفروضات طرح تغییر می‌کند یا صورتهای مالی میان دوره‌ای جدید ارایه می‌شود موارد زیر جهت کاهش زمان فرآیند اخذ مجوز انتشار اوراق توصیه می‌شود.

- ✓ تهیه سیستم الکترونیکی برای پایش فرآیند انتشار اوراق؛
- ✓ اصلاح نمونه گزارش توجیهی تامین مالی؛
- ✓ یکسان نمودن و یا ترکیب نمودن بیانیه ثبت با طرح توجیهی تامین مالی؛
- ✓ در صورت مقدم بودن تاریخ حسابرسی گزارش توجیهی تامین مالی نسبت به صورتهای مالی جدید ارایه شده، گزارش توجیهی تامین مالی پذیرفته شود؛
- ✓ اعتماد و اتکای کامل به گزارش حسابرسان و تاثیر نکات منفی و مثبت گزارشها در امتیاز حسابرسان در راستای جلوگیری از موازی کاری حسابرس و سازمان؛
- ✓ حضور نمایندگانی از مدیریت دارایی مرکزی، بانی، حسابرس، مشاور عرضه و متعهد پذیرهنویس، در جلسات کمیته عرضه جهت صدور مجوز موافقت اصولی؛
- ✓ تعیین مسئول نهایی نمودن قراردادهای و قرار دادن آخرین نسخه قراردادهای اوراق بر روی سایت شرکت مدیریت دارایی مرکزی با ذکر شماره نسخه و تاریخ به روزرسانی.

عدم افشای کامل دیدگاه مدیران در دستورالعملها

یکی دیگر از موانع مرتبط با سازمان بورس اوراق بهادار وجود دستورالعملهای داخلی و عدم افشای دیدگاه مدیران در خصوص دستورالعملها می‌باشد به طوریکه قوانین نا نوشته‌ای در فرآیند انتشار اوراق اعمال می‌گردد. که در ادامه راه حل زیر توصیه می‌گردد.

- ✓ تعیین دقیق شرایط ضامن بانکی و غیربانکی و این که آیا بانی می‌تواند از ضامن غیربانکی استفاده نماید یا خیر و تهیه دستورالعملی در این زمینه؛

*** به عنوان نمونه می‌توان به عدم استفاده از بانکهای ایران زمین، گردشگری، انصار، موسسه‌ی مالی و اعتباری توسعه و... به عنوان رکن ضامن توسط سازمان بورس اشاره کرد. همچنین به لزوم ارایه ضامن صرفاً بانکی (بانکهای خاص) برای شرکتهایی توسعه عمران مکران و شرکت نفت پارس نیز می‌توان اشاره کرد.

*** توجه به مواردی هم چون اهلیت و ظرفیت بانی به صورت کلی از قبیل؛ چگونگی و میزان مثبت بودن صورت جریان وجه نقد فعالیت‌های عملیاتی، نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها، افشای اطلاعات بر اساس مدلی کامل و استاندارد برای طرح توجیهی تامین مالی و...

- ✓ تعیین دقیق شرایط دارایی (منقول و غیرمنقول) مورد پذیرش؛
- ✓ تدوین یک نمونه مشخص برای مصوبه هیئت مدیره بانی در خصوص انتشار اوراق؛
- ✓ ارایه معیارهایی مشخص و شفاف برای بررسی اهلیت مدیران بانی و یا سهامداران آن در صورت لزوم؛

- ✓ تدوین فرایندی دقیق و روشن به همراه یک برنامه‌ی زمان‌بندی معین برای مرحله پس از انتشار اوراق شامل زمان دریافت کارمزدها، زمان انتقال مالکیت دارایی‌ها، نحوه برداشت از منابع حاصل پس از انتشار، نقش دقیق هر یک از ارکان (نهاد واسط، شرکت فرابورس و...)، زمان باز شدن نماد، زمان رایحه قراردادهای ارکان پس از انتشار، مدارک مورد نیاز نهاد واسط و...
- ✓ فرایند تعهد از بانی در رابطه با اعلام برائت واسط از ادعای شخص ثالث، در مورد دارایی‌ها در دفتر اسناد رسمی حذف و این موضوع به عنوان یکی از بندهای قرارداد فروش و اجاره دارایی قرار گیرد. (بحث حقوقی تقویت شود)؛
- ✓ نبود رویکرد یکسان در محاسبه کفایت سرمایه شرکت‌های تامین سرمایه (تفسیر متفاوت از کفایت سرمایه شرکت‌های تامین سرمایه و نبود رویه یکسان برای همه شرکتها/نحوه طبقه‌بندی دارایی‌ها/به عنوان مثال؛ پول مازادی که بابت خرید اوراق پرداخت می‌شود چگونه ثبت می‌گردد؟).

پایین بودن نرخ سود اوراق نسبت به سایر فرصت‌ها

- ✓ ایجاد امکانی برای فروش اوراق به کسر از مبلغ اسمی و حذف دامنه نوسان برای قیمت اسمی اوراق؛
- ✓ انتشار ابزارهای مالی با افزایش در نرخ سود در سال‌های دوم، سوم و چهارم؛
- ✓ انتشار ابزارهای مالی با پرداخت سود به صورت ماهانه یا روزانه؛
- ✓ طراحی ابزارهای مالی با سود شناور؛
- ✓ ایجاد امکان بازخرید اوراق برای بانی؛
- ✓ ایجاد امکان قابلیت تبدیل اوراق اجاره یا مرابحه به سهام بانی؛
- ✓ ایجاد امکانی جهت عرضه خصوصی اوراق.

کارشناس رسمی دادگستری

یکی از مسائلی که انتشار اوراق بدهی را دشوار و زمانبر می‌کند مشکلات ناشی از کارشناس رسمی دادگستری می‌باشد که برای حل این معضل راهکارهای ذیل توصیه می‌گردد.

- ✓ مکاتبه شرکت مدیریت دارایی مرکزی با کانون کارشناسان رسمی دادگستری جهت انتخاب کارشناسان رسمی دادگستری؛
- ✓ انعقاد تفاهم‌نامه با کانون کارشناسان رسمی دادگستری و ارائه آموزش‌های مورد نیاز به کارشناسان رسمی منتخب (تعیین نحوه واریز وجه، مقدار وجه، تخفیفات، زمان کارشناسی، موارد قابل توجه در اظهارنظر کارشناس و...)
- ✓ تعیین دقیق حدود اختیارات و مسئولیت‌های کارشناس رسمی دادگستری و تهیه نمونه گزارش مورد قبول سازمان بورس و یا حداقل تهیه راهنمایی جهت تهیه گزارش توسط کارشناسان رسمی دادگستری (ارایه چک لیست از سازمان بورس)؛
- ✓ تعیین دقیق تفاوت بین قیمت عرصه از اعیان و تاثیر آن بر بیمه دارایی؛
- ✓ تعیین فرآیندی برای اظهارنظر در مورد دارایی‌های فاقد کارشناس رسمی دادگستری؛
- ✓ تعیین تکلیف نحوه اظهارنظر کارشناس رسمی دادگستری در مورد ماشین آلات فاقد سند؛
- ✓ تعیین شرایطی برای کارشناسان مورد تایید سازمان از قبیل میزان تجربه و... و استفاده همزمان از لیست سیاه کارشناسان رسمی دادگستری تهیه شده توسط نظام بانکی؛

موسسات حسابرسی

- به منظور مرتفع کردن موانعی که از سوی موسسات حسابرسی می‌تواند در فرایند انتشار اوراق ایجاد شود موارد زیر توصیه می‌گردد.
- ✓ طراحی نمونه‌ای کامل و دارای ضمانت اجرایی برای اظهارنظر حسابرسی نسبت به طرح‌های توجیهی تامین مالی و به روز رسانی استاندارد رسیدگی به اطلاعات مالی آتی به منظور طرح توجیهی تامین مالی (اظهار نظر نسبت به قابل اتکا بودن مفروضات طرح)؛
- ✓ تعیین دقیق قوانین و مقرراتی که حسابرسی باید نسبت به آن‌ها اظهار نظر نماید؛
- ✓ تعیین یک مهلت قانونی برای حسابرسان جهت اظهارنظر نسبت به گزارش توجیهی تامین مالی و در نظر گرفتن جرایمی در این زمینه؛

- ✓ ارائه بسته آموزشی کامل (قوانین و مقررات، طرح توجیهی و...) به حسابرسان جهت دریافت مجوز اظهار نظر در مورد طرحهای توجیهی مبنای انتشار اوراق؛
- ✓ استخراج نکاتی که در اظهار نظر حسابرسان بر روی طرح توجیهی تامین مالی مد نظر قرار نگرفته از طریق مستندات موجود و تاثیر دادن آن در رتبه بندی حسابرسان؛
- ✓ ایجاد امکانی برای تغییر در حسابرس اوراق زمانی که حسابرس بانی سازمان حسابرسی است؛
- ✓ الزام شرکتها به این که حسابرس طرح توجیهی تامین مالی، بازرس قانونی شرکت نیز باشد؛
- ✓ گروه بندی حسابرسان و تعیین سقف مبلغ انتشار اوراق.

تنوع پایین ابزارهای مالی موجود

یکی از عواملی که باعث محدودیت در انتشار اوراق بدهی شده است را می توان نبود تنوع کافی در ابزارهای بدهی، برای استفاده شرکت های مختلف از جمله شرکت های کوچک و متوسط بیان کرد در ادامه توصیه هایی به منظور مرتفع کردن این محدودیت ارائه شده است.

- ✓ ایجاد مشوق برای طراحی ابزارهای مالی جدید در شرکت های تامین سرمایه از طریق ایجاد حق کپی رایت؛
- ✓ تشکیل کارگروهی جهت طراحی ابزارهای مالی و اختصاص مبلغی معین از هر تامین سرمایه به آن کارگروه جهت طراحی ابزارهای نوین مالی از طریق کانون نهادهای مالی؛

نبود فرهنگ استفاده از ابزارهای مالی جدید

تنوع بخشیدن با ابزارهای مالی می تواند در مهار تورم و هدایت بهینه منابع مالی سرگردان به بخش های زیربنایی اقتصاد کشور تاثیرگذار باشد. اما به دلیل فقدان دانش کافی در استفاده از ابزارهای مالی جدید امکان استفاده بهینه و جامع از این ابزارهای برای شرکتها سلب کرده است. در ذیل چند توصیه به منظور بهبود این محدودیت ارائه شده است.

- ✓ برگزاری همایش سالانه توسط سازمان بورس، شرکت اطلاع رسانی و بورسها جهت تعیین راهکارهای نوین تامین مالی؛
- ✓ تعیین دقیق هزینه های تامین مالی، مدارک مورد نیاز، تخمین صحیحی از زمان و فرآیند انتشار اوراق توسط مشاورین عرضه؛

نتیجه گیری

دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی نیازمند سرمایه گذاری است و این مهم نیز مستلزم تجهیز منابع مالی بلند مدت از طریق بازار سرمایه است. وجود بورس اوراق بهادار، قدرتمند و توسعه یافته و عملکرد صحیح، علاوه بر افزایش کمی حجم سرمایه گذاری و ارتقا کیفیت آن‌ها، موجبات افزایش رشد و توسعه پایدار و درونزای اقتصادی را نیز فراهم می‌آورد.

به دلیل عدم جذابیت سود بورس اوراق بهادار با توجه به سود بالای سپرده بانکی، عدم شفافیت صورت‌های مالی برخی از شرکت‌های بورسی از جمله شرکت‌های پالایشی و بانکی، رکود بسیاری از صنایع و ضعف بنیادی و عدم سود آوری، بالا بودن انتظارات سرمایه گذاران و رشد کاذب و حبایی سهام شرکت‌های کوچک با دخالت سفته بازان، حجم، ارزش معاملات کاهش یافته و باعث گردیده است که معاملات در بورس اوراق بهادار تهران با عدم اطمینان و ریسک بسیار بالایی انجام گیرد. به منظور خروج بازار سرمایه از این وضعیت (رکود) و حرکت در مسیر رونق زیر ساخت‌های بازار سرمایه که شامل بازنگری روی قوانین و مقررات زدایی، توسعه نرم افزارها، آموزش و فرهنگ سازی و بازنگری در فرآیندها است باید ارتقا و تغییر پیدا کند.

انتشار اوراق بدهی یکی از متداول‌ترین روش‌های تامین مالی میان مدت و بلند مدت بنگاه‌های اقتصادی است به طوریکه در کشورهای توسعه یافته سهم بالایی از سبد تامین مالی شرکت‌ها را تشکیل داده و میزان آن از سهم تسهیلات بانکی بیشتر است. با توجه به کاهش ظرفیت بانک‌ها برای اعطای تسهیلات و همچنین رسالت در نظر گرفته شده برای بازار سرمایه مبنی بر تامین مالی بلند مدت و تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی، تنوع ابزارها، مخاطبان گسترده‌تر (اعم از شرکت های ثبت شده و ثبت نشده نزد سازمان بورس)، کاهش نرخ سود بانکی و تلاش برای توسعه بازار بدهی هم‌تراز با بازار سهام، سهم این ابزارها در تامین مالی بنگاه ها بیش از پیش گردد. اما توجه به این نکته ضروری است که گرچه تنوع بخشی به ابزارهای تامین مالی یکی از اقدامات لازم برای افزایش سهم بازار سرمایه در تامین مالی است، اما تنوع ابزارها لزوماً به سهولت و افزایش تامین مالی نمی انجامد. آنچه از خود شیوه های تامین مالی مهم تر است، متناسب کردن آن با نیاز بنگاه ها و تسهیل شرایط استفاده از آن هاست. یکی از موارد مهمی که در راستای استفاده از انواع ابزارهای تامین مالی در بازار سرمایه باید مورد توجه قرار گیرد، آموزش، فرهنگ سازی و ارتقای سطح دانش استفاده از این ابزارها در کشور است. این آموزش بر عکس آنچه که اکنون اتفاق می افتد و بیشتر جنبه مالی دارد، باید توجه ویژه ای به مباحث حقوقی و اقتصادی داشته باشد. در کنار نقشی که آموزش و شناخت شرایط استفاده از این ابزارها در تامین مالی دارد، بازنگری در قوانین و مقررات در جهت تعمیق و افزایش سهم بازار سرمایه در تامین مالی اقتصاد، مقررات زدایی، تدوین برخی قوانین و مقررات جامع در حوزه تامین مالی و تعیین نهادی واحد برای سیاستگذاری نیز می تواند نقش بسزایی در توسعه تامین مالی و راه اندازی بازار بدهی داشته باشد. البته در مقررات فعلی هم ظرفیت هایی وجود دارد که هنوز به مرحله اجرا در نیامده است، به عنوان مثال راه اندازی و بهره گیری از مؤسسات رتبه بندی اعتباری می تواند به حذف رکن ضامن در فرآیند انتشار اوراق بدهی منجر شود. یا اینکه عامل فروش اوراق با اخذ مجوزهای لازم می تواند به منظور توزیع گسترده اوراق از خدمات بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، بیمه‌ها و نهادهای مالی استفاده نموده و ترتیبی اتخاذ کند تا سفارش گیری جهت خرید اوراق از طریق اشخاص مذکور نیز انجام شود، که این اتفاق می تواند بخش بزرگی از سرمایه گذاران حقیقی را به خرید اوراق تشویق کند.

منابع

سلطانی، زهرا، خوشنودی، زهرا، اکبری، طاهره، ساز و کارهای تامین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط، پژوهشکده پولی و بانکی، بهار ۱۳۹۰
موسویان، سیدعباس، نظرپور، محمدنقی، بانکداری بدون ربا از نظریه تا تجربه، انتشارات دانشگاه مفید قم، زمستان ۱۳۹۳

Cusmano ,Lucia. New Approached to sme and Entrepreurship Financing. February 2015

Kohlscheen, E. K., Benjamin H Cohen and Gerald A. Edwards, Jr., Morten Linnemann Bech, Yuuki Shimizu and Paul Wong, Lawrence L Kreicher, Robert Neil McCauley and Philip Wooldridge, Bogdanova, R. A., & Iñaki Aldasoro, Torsten Ehlers, Egemen Eren and Robert Neil McCauley. (2017, March 06). BIS Quarterly Review, March 2017. Retrieved April 04, 2017

www.rdis.ir

www.cbi.ir

www.tse.ir

www.seo.ir