



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال چهارم / شماره شانزدهم / زمستان ۱۳۹۴

## طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی

امیرحسین ارضاء

دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبائی  
amir\_hossein\_erza@yahoo.com

محمدهاشم بت‌شکن

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۲/۴ تاریخ پذیرش: ۹۴/۳/۳

### چکیده

هدف اصلی این پژوهش طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی می باشد. در ایران یکی از مسائل مهم، رشد بالای نقدینگی و عدم هدایت صحیح آن به سوی بخش مولد بوده که مشکلات مختلفی را ایجاد می کند. با توجه به تقسیم درصد بالایی از سود هر سهم به شکل نقدی در بازار سرمایه ایران و وصول زمان بر سودهای دریافتی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری که باعث کاهش قدرت نقدینگی و نقدشوندگی در شرکت‌های مزبور می شود، طراحی اوراق بهادار مبتنی بر این داراییها به منظور تأمین سرمایه در گردش این شرکت‌ها اهمیت فراوانی می‌یابد. این پژوهش به روش دلفی انجام شد. اعضای نهایی گروه دلفی ۸۷ نفر از صاحب‌نظران حوزه مالی اعم از شاغلین در نهادهای مالی، ارکان‌های نظارتی و دانشگاه‌ها می باشند. این مدل با اکثریت آراء اعضای گروه دلفی برای بازار مالی ایران مناسب دیده شد و مورد تایید قرار گرفت. با توجه به نظرات ارائه شده، اوراق بهادار به پشتوانه سود سهام دریافتی اثرات مثبتی بر بازار سرمایه، بر نهادهای مالی - سرمایه‌گذاری و بر اقتصاد کلان ایران می گذارد. در پایان طریقه ارزشگذاری این اوراق ارائه شده است.

**واژه‌های کلیدی:** اوراق بهادار سازی، سود سهام دریافتی، اوراق بهادار مبتنی بر دارایی، تجمیع، طبقه بندی.

## ۱- مقدمه

بازارهای مالی، نهادهای مالی و ابزارهای مالی سه حوزه اصلی رشته مدیریت مالی می‌باشند. از اواخر دهه ۶۰ میلادی موجی از نوآوری‌های مالی در جهان به وجود آمد. در حوزه مالی شاخه علمی جدیدی با عنوان "مهندسی مالی" به وجود آمد. جان فینرتی<sup>۱</sup> در ۱۹۸۸ بیان کرد که "مهندسی مالی عبارت است از طراحی، توسعه و به کارگیری ابزارهای مالی جدید و فرآیندهای مربوط و در نهایت ارایه راه‌حلهای مبتکرانه برای مسایل و مشکلات مالی."

نوآوری مالی مهمی که در دهه ۸۰ میلادی انجام شد پدیده به کارگیری دارایی به عنوان پشتوانه‌ای برای اوراق بهادار<sup>۲</sup> است. در این فرآیند، تجمیع<sup>۳</sup>، مدل‌ها و روشهای آن نقش کلیدی ایفا می‌کند. اوراق بهادار مبتنی بر دارایی<sup>۴</sup> محصول فرایندی است که طی آن دارایی‌ها به اوراق بهادار تبدیل می‌شود. اخیراً موضوع تأمین مالی اسلامی در فضای بین‌المللی، اهمیت بسیار بالایی یافته و نهادها و ابزارهای مالی اسلامی متنوعی ابداع و به کار گرفته شده است. بر این اساس، می‌توان ادعا کرد که در حال حاضر، تأمین مالی اسلامی به صورت یکی از جلوه‌های بارز و از رقیبان اصلی تأمین مالی سنتی در فضای بین‌الملل مورد توجه قرار دارد.

افزایش نقدینگی در جامعه یکی از ریشه‌های مشکلات اقتصادی بوده و لازم است با همفکری و تکیه بر علم و تجربه، راهی برای کنترل نقدینگی یافته و نقدینگی افزایش یافته را به سمت مراکز تولید هدایت کرد. یکی از کاربردهای اصلی ابزارهای مالی، هدایت صحیح و مناسب نقدینگی به سوی مراکز تولیدی و سرمایه‌گذاری مولد می‌باشد. یکی از الزامات حمایت از تولید ملی، کار و سرمایه ایرانی، ایجاد ابزار و بازاری مناسب و کارا جهت تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی می‌باشد.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری از دو محل، سود شناسایی می‌کنند.

(۱) خرید و فروش سهام و سود ناشی از آن

(۲) نگهداری سهام و حضور در مجمع شرکت‌های سرمایه‌پذیر و دریافت سودهای نقدی و شناسایی آن

به‌عنوان سود

یکی از مسائل مهم در نهادهای سرمایه‌گذاری وصول سریعتر سودهای تقسیم شده در شرکتهای سرمایه‌پذیر می‌باشد و یکی از منابع مالی و نقدینگی اصلی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها، دریافت سود سهام حاصل از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سرمایه‌پذیر خود می‌باشد.

زمان پرداخت نقدی سود توسط شرکت سرمایه‌پذیر به سرمایه‌گذار پس از برگزاری مجمع عمومی بوده و مدت زمان آن مطابق ماده ۲۴۰ قانون تجارت حداکثر هشت ماه پس از برگزاری مجمع می‌باشد. چنانچه نهاد سرمایه‌گذاری بتواند در کمترین زمان سود دریافتنی خود را وصول نماید کارایی آن افزایش قابل ملاحظه‌ای یافته و کمک به تولید و اقتصاد کشور می‌شود. نکته مهم این است که مطابق گزارش‌های منتشره شرکت بورس اوراق بهادار درصد تقسیم سود شرکتها در ایران در سال‌های اخیر بالای ۷۵ درصد بوده است که در مقایسه با دیگر بورس‌ها نسبت بالایی است. از این جهت در بسیاری از مواقع شرکت‌های سرمایه‌گذاری با کمبود نقدینگی مواجه می‌شوند در حالی که مطالبات زیادی دارند.

با توجه به تقسیم درصد بالایی از سود هر سهم به شکل نقدی در بازار سرمایه ایران و وصول زمان-بر سودهای دریافتنی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری که باعث کاهش قدرت نقدینگی و نقدشوندگی در شرکت‌های مزبور، که بازیگران اصلی بازار سرمایه کشور می‌باشند، می‌شود، طراحی اوراق بهادار مبتنی بر این دارایی‌ها رسالت و هدف اصلی این پژوهش است. طراحی اوراق مذکور با استفاده از نظریه‌ها و تجارب جهانی مهندسی مالی و فقه شیعه و قوانین و مقررات موضوعه کشور ایران می‌باشد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### تبدیل به اوراق بهادار کردن

طبق نظر جابست "اوراق بهادارسازی به فرایند و نتیجه‌ی حاصل از تبدیل جریان‌های نقدی منظم و قابل دسته‌بندی ناشی از تجمعی متنوع‌شده از دارایی‌های غیرنقدشونده‌ی جاری و آتی دارای اندازه، نوع و ریسک مشابه به تعهدات بدهی و سرمایه‌ی قابل معامله گفته می‌شود (یعنی فرایند دگرگون‌سازی نقدشوندگی و متنوع-سازی دارایی)" (Jobst, 2006, 731-760).

کالپ (۲۰۰۶) اوراق بهادارسازی را تحت عنوان "انتقال یا فروش یک دارایی به شخص ثالث" تعریف می‌کند که طی آن شخص ثالث "دارایی‌ها را کنار یکدیگر تجمیع می‌کند و سپس اوراق بهاداری منتشر می‌کند که جریان‌های نقد آن توسط جریان‌های نقدی دارایی‌های اصلی پشتیبانی می‌شود. این فرایند به عنوان ابزاری برای تأمین مالی، همینطور برای بازتوزیع ریسک و تبدیل دارایی‌های غیرنقدشونده به اوراق بهادار قابل معامله عمل می‌کند" (Culp, 2006).

برخلاف محدودیت‌های اخیر در بازار ثانویه تأمین وجه و نقدشوندگی، تبدیل به اوراق بهادار کردن در بازارهای مالی ارزش آفرینی کرده است. این چنین ارزش آفرینی‌ها با تسریع رشد بازارهای اوراق بهادار با پشتوانه‌ی رهن و پشتوانه‌ی دارایی و سودهای کلان واسطه‌های بازار ثانویه، سازگار خواهد بود. در حقیقت شماری از مطالعات آکادمیک درباره‌ی فرآیند ارزش آفرینی، پژوهش‌هایی انجام داده‌اند (An, Deng and Gabriel, 2009, 302-326). برای مثال، یک فرضیه‌ی نقدشوندگی پیشنهاد می‌کند که تبدیل به اوراق بهادار کردن نقدشوندگی بازارهای بدهی با پشتوانه‌ی دارایی را از طریق مکانیزم جمع‌آوری و انتقال وجوه (از وام‌گیرندگان به سرمایه‌گذاران) افزایش می‌دهد به صورتی که مطالبات مالی عدم نقدشونده را به موارد قابل معامله انتقال می‌دهد. علاوه بر این، طبقه بندی ۶ اوراق بهادار با پشتوانه‌ی دارایی اوراق بهادار با تقدم ۷ را که حساسیت کمتری به اطلاعات خصوصی ناشران دارند، ایجاد می‌کند. صرف نقدشوندگی مشترک با این اوراق بهادار با تقدم ممکن است هزینه‌ی افزایش سرمایه از طریق طبقه بندی تحت هزینه‌ی تعیین مخزن دارایی، کاهش دهد (Greenbaum, 1986, DeMarzo and Duffie 1999, DeMarzo 2003).

یک فرضیه‌ی تبدیل به اوراق بهادار کردن بیان می‌کند که تبدیل به اوراق بهادار کردن جدایی اصل وام، خدمات دهی و مدیریت اوراق قرضه را تسهیل می‌کند و بنابراین سرمایه روی تبدیل به اوراق بهادار کردن در هرمرحله از واسطه‌گری جمع می‌شود (Greenbaum 1986, Hess and Smith 1988). طبق یک فرضیه‌ی

آرپیترایز تنظیمی<sup>۸</sup>، تبدیل به اوراق بهادار کردن به بانک‌ها اجازه‌ی حذف دارایی‌های مالی از ترانامه‌هایشان می‌دهد و بنابراین هزینه‌های بیمه‌ی سپرده و دیگر هزینه‌های نگهداری بدهی را کاهش می‌دهد (Greenbaum and Thakor 1987, 379-401).

در نهایت، یک فرضیه‌ی عدم تقارن اطلاعاتی بیان می‌کند که به دلیل اینکه ناشران اوراق بهادار ممکن است اطلاعات نامتقارن خصوصی را با توجه به بازدهی‌های دارایی، تصرف کنند، می‌توانند در تبعیض قیمت با طبقه بندی برای حداکثر کردن سودها بکار بگیرند (Oldfield, 2000, 445-471) یا از این تجمیع و طبقه بندی<sup>۹</sup> برای تنوع بخشی به ریسک استفاده کنند (DeMarzo, 2005, 1-35).

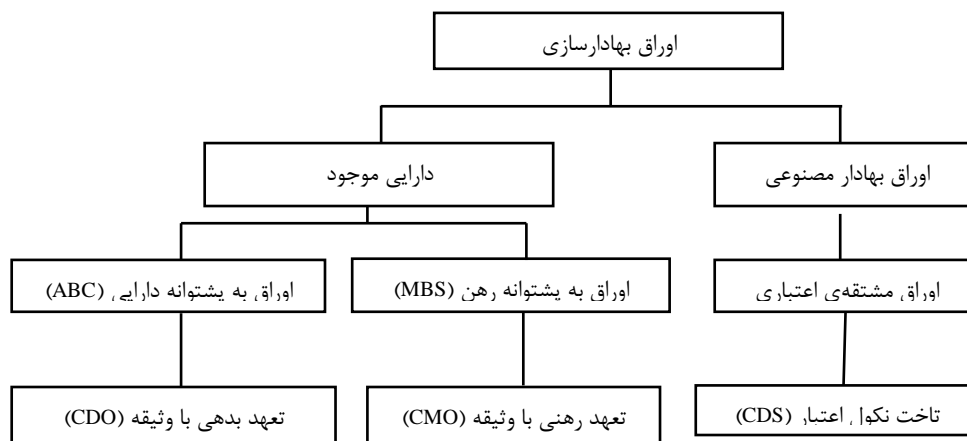
تراکنش‌های اوراق بهادارسازی را می‌توان به چند دسته تقسیم کرد، اوراق بهادارسازی به پشتوانه‌ی دارایی (مثل اوراق بهادارسازی حساب‌های دریافتی) و اوراق بهادارسازی جریان آتی از این جمله هستند. تفاوت اصلی میان این دو دسته بندی در ماهیت و طبیعت دارایی‌هایی نهفته است که قصد تبدیل آنها به اوراق بهادار را داریم. رینز و وانگ می‌گویند: "در حالیکه تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار معمولاً دربردارنده‌ی فروش جریان‌های نقدی ناشی از دارایی‌های فعلی و موجود شرکت است، مبادلات "جریان آتی" به پشتوانه‌ی درآمدهای آتی شرکت (یا همان بانکی) صورت می‌گیرد" (Raines & Wong, 2002, 453).

کوتاری (۲۰۰۶) دو دسته بندی اصلی برای محصولات اوراق بهادار شده معرفی می‌کند، که شامل اوراق بهادار کردن دارایی‌های موجود و اوراق بهادار کردن مصنوعی است. نوع اول زمانی است که اوراق بهادار براساس دارایی‌های موجود و عایدی آینده آنها منتشر می‌شوند. اوراق بهادارسازی مصنوعی زمانی است که دارایی‌ها واقعاً منتقل نمی‌شوند، این دسته عموماً از اوراق بهادار مشتقه‌ی ریسک اعتباری تشکیل می‌شوند که مشهورترین ورق بهادار مصنوعی سوآپ (تاخت) نکول اعتبار است (Kothari, 2006). طبقه بندی ارائه شده توسط او در شکل زیر آمده است.

به هر روی، در نظریه، وام‌های رهنی به دلیل اندازه‌ی بازار اوراق بهادار به پشتوانه‌ی رهن به عنوان دارایی شناخته می‌شوند (Kothari, 2006). کوتاری آنها را به عنوان یک دسته‌ی منفرد مثل اوراق بهادار به پشتوانه‌ی دارایی دیده است.

### اوراق بهادار مبتنی بر دارایی

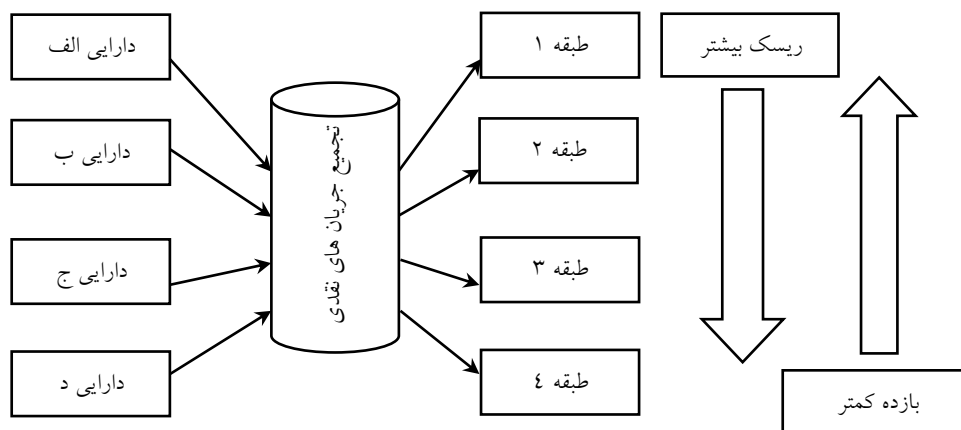
اوراق بهادار مبتنی بر دارایی<sup>۱۰</sup> محصول فرایندی است که طی آن دارایی‌ها به اوراق بهادار تبدیل می‌شود. تعریفی جامع، جهان‌روا یا استاندارد از تبدیل دارایی به اوراق بهادار وجود ندارد. بسیاری از تعاریف مربوط به اوراق بهادارسازی ماهیتی تبادلی دارند. گاهی اوقات به عنوان یک تامین مالی ساختمان<sup>۱۱</sup> به آنها پرداخته می‌شود، بسیاری از مفسران تبدیل به اوراق بهادار کردن را تامین مالی ساختمان می‌دانند. برای مثال استیون شوارتز<sup>۱۲</sup> می‌گوید: "عبارت‌های تبدیل به اوراق بهادار کردن، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار" و "تامین مالی ساختمان" به جای هم استفاده می‌شوند. هر یک از آنها به استفاده‌ی یک شرکت از جریان‌های نقدی ناشی از دارایی‌های شرکت برای تامین مالی اشاره دارد" (Schwarcz, 1994, 136).



نمودار ۱- دسته بندی ارائه شده توسط کوتاری (۲۰۰۶)

#### طبقه بندی اوراق بهادار به پشتوانه دارایی

متداول‌ترین روش برای تقویت ریسک تراکنش‌های تبدیل به اوراق بهادار کردن، دسته‌بندی و لایه‌بندی جریان نقدی دارایی‌های مولد به طبقات<sup>۱۳</sup> مختلف است (Gurulkan, 2010). با انتشار چند طبقه برای اوراق بهادار می‌توان ریسک اوراق را تقویت کرد. برای مثال اگر اوراق در دو طبقه منتشر شوند، طبقه‌ی الف مافوق طبقه‌ی ب قرار می‌گیرد. بنابراین، پرداختنی‌های طبقه‌ی ب براساس اولویت پرداختها مادون پرداختنی‌های طبقه الف خواهند بود. بنابراین تا زمانی که طبقه‌ی الف تمام پول خود را دریافت نکرده است، پرداختی به طبقه‌ی ب صورت نخواهد گرفت (International Finance Corporation, 2004). این ساز و کار که باید در قرارداد پذیرهنویسی ذکر گردد تحت عنوان آبشار جریان نقدی یا طبقه‌بندی<sup>۱۴</sup> شناخته می‌شود (Kothari, ۲۰۰۶). در شکل زیر ساختار آبشار در فرایند تبدیل به اوراق بهادار نشان داده شده است. همانطور که در بالا گفته شد، اوراق منتشر شده در فرایند تبدیل به اوراق کردن به گونه‌ای ساختار می‌یابند که منعکس‌کننده‌ی حوزه‌های ریسک تجمیع دارایی‌ها باشند، بنابراین رتبه بندی اعتباری آنها نیز با یکدیگر تفاوت دارد. طبقه‌ی مافوق معمولاً رتبه‌ی AAA دارد. اوراقی که رتبه کمتری دارند می‌توانند زبان را جذب نمایند. مادون‌ترین اوراق کمترین رتبه را داشته یا اصلاً رتبه بندی نمی‌شوند. این طبقه غالباً<sup>۱۵</sup> "اولین طبقه‌ی زبان" خوانده می‌شوند، زیرا پیش از تمامی طبقات دیگر تحت تأثیر زبان‌های ناشی از دارایی‌های تعهدشده‌ی تجمیع‌شده قرار می‌گیرند (Choudry, 2006).



نمودار ۲- ساختار آبشار در فرایند تبدیل به اوراق بهادار

نوآوری عمده ای که در دهه ی ۱۹۸۰ پای گرفت و بر نقش واسطه های مالی در بازار سرمایه عمیقاً اثر گذاشت، پدیده تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار بود. تبدیل دارایی به اوراق بهادار کردن، فرایندی است که در آن واسطه های مالی مانند بانک های تجاری اوراق بهادار قابل خرید و فروش را به طور مستقیم به سرمایه گذاران می فروشند. این اوراق بهادار اصولاً به پشتوانه دارایی های بانک مورد نظر صادر می شوند. بانک سرمایه گذار، مجموعه ای از دارایی های مالی را جمع کرده و اوراق بدهی را برای تأمین مالی آن مجموعه به سرمایه گذاران بیرونی می فروشد. هدف اولیه ی این کار، گرد آوری نقدینگی است.

پژوهش های زیادی درباره تبدیل سازی به اوراق بهادار به پشتوانه رهن، دارایی و... انجام شده است. کانتور و دمستز (۱۹۹۳) دریافتند که بانک ها و مؤسسات مالی غیر بانکی از تبدیل به اوراق بهادار کردن برای برداشتن وام ها از ترازنامه هایشان استفاده می کنند- آنها نتیجه گرفتند که فعالیت حذف از ترازنامه ۱۶ در پی دوره ی رکود رشد می کند. این با تعریف آربیتراژ سرمایه درمورد تبدیل به اوراق بهادار کردن سازگار است، که به موجب آن بانک ها در تلاش برای کاهش نیازمندی های سرمایه ای به دارایی ها با ریسک اعتباری کمتر، کمترین دارایی های ریسکی را از ترازنامه خارج می کنند (Cantor and Demsetz, 1993, 27-39).

کتز (۱۹۹۷) دیدگاه جدیدی مبتنی بر افزایش کارایی بازارهای رهن به عنوان نتیجه ی تبدیل دارایی به اوراق بهادار ارائه کرد. او بیان می کند که تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار نه تنها در یکجا تمرکز نیافته است بلکه بازار های رهن را گسترده تر نیز کرده است. کتز پراکندگی ۱۷ مقطعی در نرخ های رهن در ایالات متحده را آزمایش کرد و دریافت که پراکندگی با اندازه ی تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار رابطه منفی دارد. بنابراین تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار نه تنها بازارهای عمیق تر را به وجود می آورد بلکه برای گسترش یک بازار عمیق تر مشارکت نیز می کند (Katz, 1997, 13-7).

گرینبوم و تاکور (۱۹۸۷) بیان کردند که تبدیل به اوراق بهادار کردن به خروج دارایی های مالی از ترازنامه های بانک کمک می کند و بنابراین باعث کاهش هزینه های نگهداری پرتفوی شامل هزینه های بیمه ی سپرده و نیازمندی های سرمایه می شود. بانک های تجاری وام های دریافتی با سپرده های خود را که نیاز به بیمه داشتند را سرمایه گذاری کردند. علاوه براین، وام هایی که در پرتفوی هایشان نگهداری شدند، مواردی برای نیازمندی های ذخیره ی سرمایه هستند (Greenbaum and Thakor, 1987, 379-401). دِمارزو و دافیه (۱۹۹۸) و دِمارزو (۲۰۰۳) مدل های طبقه بندی بر مبنای نقدشوندگی ساختند. در آن مدل ها، ناشر اوراق بهادار ممکن است اطلاعات خصوصی را باتوجه به بازدهی اوراق بهادار تصرف کند که این ممکن است باعث عدم نقدشوندگی شود. هرچند، طبقه های بالاتر (طبقه های با ریسک کمتر) کمتر به اطلاعات خصوصی ناشر، حساس هستند بنابراین ممکن است از نقدشوندگی بالاتر نسبت به وثیقه ی پایه ای<sup>۱۸</sup> نفع ببرند. صرف نقدشوندگی همراه با طبقه های بالاتر می تواند هزینه ی افزایش سرمایه را از طریق طبقه بندی با دستیابی به تجمیع دارایی، کمتر کند (DeMarzo, and Duffie 1999, DeMarzo 2003).

شواهد تجربی مقطعی برای آزمون الگوی فعالیت تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار در دوره های مختلف انجام شده است. جیمز (۱۹۸۸) و استانتون (۱۹۹۸) به این نتیجه رسیدند که تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار توسط بانک ها در دوره هایی که چندین شرکت یا شرکت های خاصی دچار رکود می شوند افزایش می یابد (James 1988, Stanton 1998). کولاری، فراسر و اناری (۱۹۹۸) پژوهش انجام دادند که هدف آن نشان دادن این بود که نرخ های بهره ی اوراق رهنی با رشد تبدیل دارایی به اوراق بهادار در بازارهای رهنی کاهش یافته اند. این رابطه ی معکوس میان نرخ ها و رشد تبدیل دارایی به اوراق بهادار در اکثر مطالعات تجربی مشاهده شد (Kolari, Fraser, and Anari, 1998, 77-93).

هیوسون، پاسمور و اسپارکز (۲۰۰۰) به گونه ی دیگری این رابطه ی معکوس را بیان کردند. مدل تئوریک آنها با بحث های جدیدتر تحت شرایط اطمینان سازگار است. به طور خاص، مقاله ی آنها نشان می دهد که اوراق رهنی با نرخ های پایین تر می توانند، بیشتر از دیگر راه های ممکن، به تبدیل دارایی به اوراق بهادار بیشتر رهنمود شوند (Heuson, Passmore, sparks. 2000, 44). دیون و هرچوی (۲۰۰۳) رابطه ی میان تبدیل دارایی به اوراق بهادار تجمعی، نظام سرمایه و ریسک بانک را در کانادا طی سال های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۸ بررسی کرد. نتایج آنها پیشنهاد می کند که حوزه ی تبدیل دارایی به اوراق بهادار به طور معکوس با اندازه ی نسبت سرمایه ی بانک رابطه دارد. این نتیجه می تواند به تئوری آربیتراژ سرمایه ی تبدیل به اوراق بهادار کردن نسبت داده شود؛ کاهش در نسبت سرمایه می تواند تابعی از کاهش در سرمایه، افزایش در کل دارایی ها، یا افزایش در دارایی های ریسکی نسبت به کل دارایی ها، باشد. این آخرین فاکتوری است که آربیتراژ سرمایه و حفظ ریسک را حمایت می کند. آنها همچنین دریافتند که اندازه ی بانک یک شاخص مهم در حوزه ی تبدیل دارایی به اوراق بهادار است (Dionne and Harchaoui, 2003).

ادبیات تبدیل سازی دارایی به اوراق بهادار تمایل به تمرکز روی مفاهیم ریسک و انتقال ریسک دارد و این زمانیکه دارایی ها از ترازنامه ی بانک خارج می شوند، اتفاق می افتد. کالم و لاکور (۲۰۰۴) با مطالعات روی

مفاهیم ریسک تبدیل به اوراق بهادار کردن به طور کلی بیان کردند که بانک ریسک دارایی‌ها با اعتبار پایین را به امین انتقال می‌دهد و بدین گونه دارایی‌ها با کیفیت پایین تر را از ترازنامه جدا می‌کند. این پدیده گاهی به وجود نظم بخشی قوانین سرمایه نسبت داده می‌شود، که شرکت‌ها را به تبدیل به اوراق بهادار کردن وام‌های با کمترین میزان ریسک، به عنوان سطوح سرمایه که ارتباط زیادی با ریسک دارند، تحریک می‌کند. (Calem and LaCour-Little, 2004, 47-72).

کالمیریس و ماسون (۲۰۰۴) انگیزه‌ها و تمایلات تأمین مالی خارج از ترازنامه‌ی کارت اعتباری دریافتی<sup>۱۹</sup> توسط بانک را کشف کردند. آنها میزانی را که بانک‌ها در آربیتراژ سرمایه تنظیمی<sup>۲۰</sup> با حفظ برخی از ریسک‌هایی که دارایی‌های خارج از ترازنامه درگیر آن‌ها می‌شوند، اندازه‌گیری کردند و مطلوبیت آربیتراژ تنظیمی را با بررسی دو دیدگاه نظری جایگزین آربیتراژ سرمایه تنظیمی و رجوع ضمنی ارزیابی کردند. نتایج آنها دیدگاه "قرارداد کارآمد"<sup>۲۱</sup>، را که در آن هدف از تبدیل به اوراق بهادار کردن با متوسل شدن است، حمایت کرد. (یعنی حمایت بانک از بانی به صراحت (قرارداد) یا به طور ضمنی - یعنی این که به بانک‌ها اجازه می‌دهد به تنظیم سرمایه نسبت به ریسک در یک شیوه‌ی سازگار با بازار، به جای تنظیم سرمایه مورد نیاز (به عنوان مثال آربیتراژ سرمایه) بپردازد) (Calomiris and Mason, 2004, 5-27).

دِمارزو (۲۰۰۵) نشان داد که برای یک واسطه آگاه، تجمیع خالص<sup>۲۲</sup> و فروش دارایی‌ها از آن تجمیع از فروش دارایی به صورت جداگانه نامطلوب تر<sup>۲۳</sup> است. این بدین دلیل است که تجمیع دارایی اختیار معامله‌ی واسطه را با توجه به حالت تهجمی هر دارایی به بازار محدود می‌کند و بنابراین بازدهی را کاهش می‌دهد. این به "اثر تخریبی اطلاعات" نامیده شده است. هرچند، یک جایگزین "اثر تنوع ریسک" تجمیع و طبقه بندی وجود دارد که در آن واسطه گر می‌تواند اوراق بهادار مشتقه با ریسک کم روی تجمیع دارایی ایجاد کند و این چنین اوراق بهاداری حساسیت کمتری به اطلاعات خصوصی واسطه‌ها دارند و بنابراین می‌توانند از نظر قیمت برای سرمایه گذار جذاب تر باشند. زمانیکه اندازه‌ی تجمیع بزرگ شود، سودهای ناشی از تنوع ریسک احتمالاً از ضررهای ناشی از تخریب اطلاعات تجاوز می‌کنند، این مانند بدست آوردن سودهای بیشتر تجمیع و طبقه بندی خالص نسبت به فروش دارایی انفرادی، است (DeMarzo, 2005, 1-35).

### اوراق بهادار اسلامی

همزمان با گسترش ابزارهای بازار سرمایه در کشورهای عربی و غربی، در ایران نیز زمینه‌های لازم جهت استفاده از این دسته از ابزارها پدید آمد. با تصویب قانون اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، بستر قانونی لازم جهت طراحی و انتشار ابزارهای مالی جدید در کشور فراهم شد. در این قانون برای نخستین بار اوراق بهادار یا همان ابزار مالی تعریف شد و وظیفه طراحی ابزارهای مالی جدید بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار و وظیفه تصویب آنها بر عهده شورای عالی بورس قرار گرفت. براساس بند ۲۴ ماده ۱ قانون اوراق بهادار، اوراق بهادار عبارت است از هر نوع ورقه یا مستندی که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین یا منفعت آن باشد. مفهوم ابزار مالی و اوراق بهادار در این قانون معادل یکدیگر قرار دارند (قانون بازار اوراق بهادار، ۱۳۸۶: ۳).



البته پیش از تصویب این قانون، قانون اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۷ به تصویب رسیده بود (موسویان، ۱۳۸۶). صکوک به عنوان یکی از ساختارهای تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار از جمله مهمترین ابزارهای تأمین مالی ساختاریافته در نظام بانکداری اسلامی است که بر مبنای عقد های بانکداری اسلامی طراحی شده و به علت تفاوت در ماهیت و اوصاف عقدها، توجه متقاضیان با سلیقه ها و درجه ریسک پذیری گوناگونی را در بازارهای مالی به خود معطوف کرده است.

رویه های انتشار صکوک، به طور عموم به صورت ترکیبی از مجموعه عقدها-شامل بیع، اجاره و وکالت- است.

از پژوهش های انجام شده در ایران می توان به بررسی فقهی قرارداد اختیار معامله توسط معصومی نیا و سیدی نیا اشاره کرد. از آنجا که در جوامع اسلامی باید قراردادها بر اساس احکام شرع تنظیم و اجرا شود و قرارداد اختیار معامله به شکل کنونی جدید است، لازم است در ترازوی فقه گذارده شود. در مقاله ی آنها نگاهی جدید و نو به بحث فقهی این معامله شده است و راه های بیع حق و مبادله تعهد به عنوان راه های تصحیح اختیار معامله رایج و راه های وکالت، هبه معوضه و اسقاط حق به عنوان راه حل های جایگزین بررسی شده اند. درباره جنبه های فقهی اختیار معامله پژوهش هایی به صورت مستقل یا در ضمن دیگر ابزارهای مشتقه صورت گرفته است (۱۳۹۰، ۱۴۵-۱۷۸).

موسویان به بررسی فقهی و حقوقی معاملات شرکت های لیزینگ پرداخت. روش معاملاتی فعلی شرکت های لیزینگ و شیوه محاسباتی آنها به گونه ای است که در مقابل وضعیت های گوناگون و متنوع مشتریان انعطاف لازم را ندارد و این مانع بزرگی است که در مقابل گسترش شرکت های لیزینگ است. به نظر می رسد با انتخاب ترکیبی از قرارداد اجاره به شرط تملیک به صورت قرارداد پایه و قرارداد صلح (ضع و تعجل) به صورت قرارداد متغیر و انتخاب شیوه محاسباتی متناسب انعطاف لازم را به دست آورد (۱۳۸۵، ۷۵-۹۱).

معصومی نیا و شهیدی نسب به بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده پرداختند. این قرارداد می تواند انگیزه های صاحبان سپرده را از یک سو و انگیزه ی فعالان اقتصادی را از سوی دیگر تأمین کند. از این قرارداد می توان برای احداث و خرید انواع طرح ها و دارایی ها به ویژه مسکن استفاده کرد. درباره ی ماهیت مشارکت کاهنده نظرهای گوناگونی وجود دارد که مهمترین آنها عبارتند از: ترکیبی از عقد شرکت و عقد بیع، شرکت و مضاربه، مضاربه ی منتهی به تملیک، شرکت عنان، وعده ی بانک به اینکه سهم خود را به شریک خواهد فروخت، فروش بانک تمام یا قسمتی از سهم خود را به شریک. نظر صحیح این است که مشارکت کاهنده در اغلب موارد عقد شرکتی است که یک شرط در ضمن آن درج شده است (۱۳۸۹، ۹۹-۱۲۸).

موسویان و همکاران مقاله امکان سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی را ارائه کردند. در این مقاله آنها بررسی انواع اوراق خزانه اسلامی از جهت انطباق با موازین شرعی پرداختند و سرانجام نشان دادند در صورتی که دیون دولت به بانک ها، شرکت ها و مؤسسه های خصوصی و عمومی، ناشی از خرید کالا و خدمات واقعی باشد، خرید و فروش آنها براساس دیدگاه اکثر مذاهب اسلامی و قوانین ایران مجاز بوده و می توان بر پایه آنها به نام اسناد خزانه اسلامی منتشر کرد (۱۳۹۰، ۸۷-۱۱۶).

### ۳- سوالات اصلی پژوهش

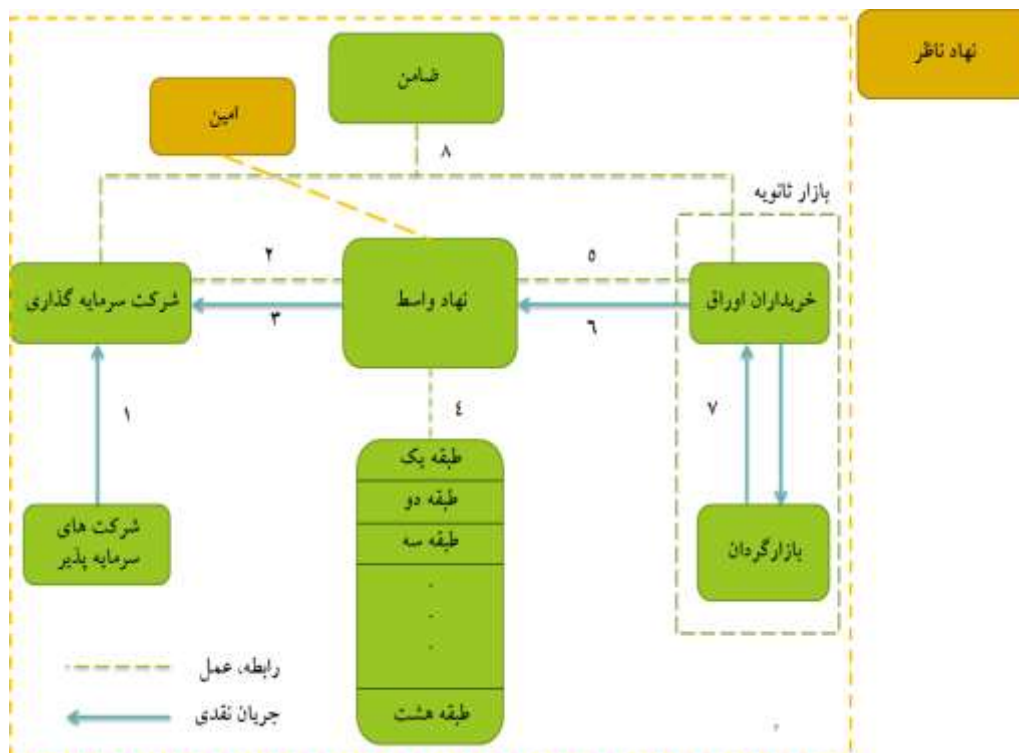
- ۱) آیا مدل عملیاتی ارائه شده برای اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی مناسب است؟ (سوال باز)
- ۲) آیا انتشار اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی در بازار سرمایه ضرورت داد؟
- ۳) اثرات طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی بر بازار سرمایه چیست؟
- ۴) اثرات طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی بر نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری چیست؟
- ۵) اثرات طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی بر اقتصاد کلان کشور چیست؟
- ۶) نرخ تنزیل اوراق چگونه تعیین می‌شود؟
- ۷) آیا خلاء قوانین ومقررات برای طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی وجود دارد؟
- ۸) ویژگی‌های اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی چگونه باید باشد؟
- ۹) چه نهادی می‌تواند نقش نهاد واسط را ایفا کند؟
- ۱۰) آیا شرکت‌های سرمایه‌گذاری تمایل به انتشار اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی دارند؟

### ۴- روش شناسی پژوهش

این پژوهش بر اساس هدف از نوع کاربردی، بر اساس ماهیت و روش از نوع توصیفی و بر اساس داده‌ها از نوع کیفی می‌باشد. قلمرو مکانی پژوهش بازار مالی ایران می‌باشد.

پژوهش حاضر در مراحل مختلفی به شرح زیر اجرا گردید:

- ✓ مطالعه مبانی نظری: در این مرحله، پژوهش‌های انجام شده در حوزه انواع ابزارهای تامین مالی در بازارهای مالی به طور عام و مطالعات انجام شده در حیطه‌ی تامین مالی از طریق تبدیل دارایی به اوراق بهادار به طور خاص، مطالعه و بررسی گردید. بر اساس این مطالعات در مرحله اول مدل عملیاتی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی طراحی شد. مدل عملیاتی تایید شده از طرف متخصصین حوزه مالی در نمودار ۳ نشان داده شده است.



نمودار ۳: مدل عملیاتی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی

#### ارکان مدل اوراق مزبور عبارتند از:

- (۱) شرکت‌های سرمایه‌پذیر: در این مدل مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر می‌باشند که می‌بایست در سررسید مشخصی سود تقسیمی مصوب در مجمع را به شرکت سرمایه‌گذاری دارنده سهام آنها پرداخت کنند.
- (۲) شرکت سرمایه‌گذاری (بانی): شرکتی است که بستانکار سودهای دریافتی بوده و با تنزیل دین و فروش آن در بازار به جمع‌آوری وجوه قبل از سررسید دریافت طلب خود اقدام می‌کند.
- (۳) نهاد واسط: طبق ماده ۱ قانون توسعه ابزارهای و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸، نهاد واسط یکی از نهاد های مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است که می تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید.
- (۴) خریداران اوراق: جهت کسب انتفاع اقدام به خرید اوراق می‌کند.

- ۵) ضامن: جهت اطمینان بخشی به خریداران اوراق و حذف ریسک نکول (Default Risk) و ریسک اعتباری (Credit Risk) برای خریداران، ضامن پرداخت مبلغ تعیین شده در سررسید را تضمین می‌نماید. شرکت سرمایه‌گذاری می‌تواند با توجه به سرمایه و توان مالی خود، این نقش را نیز ایفا نماید.
- ۶) بازارگردان: جهت ایجاد بازار ثانویه مطمئن و کاهش ریسک نقدشوندگی (Liquidity Risk) بازارگردان از طریق بازار ثانویه اقدام به خرید و فروش اوراق می‌نماید شرکت های تأمین سرمایه و یا شرکت های دارای مجوز بازارگردانی صادره از سوی سازمان بورس اوراق بهادار می‌توانند این نقش را بازی کنند.
- ۷) نهاد ناظر: سازمان بورس و اوراق بهادار تهران می‌باشد.
- ۸) امین: وظیفه نظارت بر حسن انجام کار و عملیات را برعهده دارد. نهادهایی که می‌توانند این نقش را ایفا نمایند، نهاد های مورد تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشند.

#### شرح مدل عملیاتی اوراق بهادار به پشتوانه سود سهام دریافتی

- ۱) پس از تصویب مبلغ سود تقسیمی در مجمع شرکت‌های سرمایه‌پذیر، شرکت سرمایه‌گذاری آن را به عنوان دارایی خود و در حسابهای دریافتی (سود دریافتی) ثبت می‌کند. شرکت سرمایه‌پذیر مدیون و شرکت سرمایه‌گذار صاحب دین می‌گردد.
- ۲ و ۳) شرکت سرمایه‌گذاری، دارایی خود که همان سودهای دریافتی می‌باشد را به تنزیل به نهاد واسط می‌فروشد و پول حاصل از آن را دریافت می‌کند.
- ۴) نهاد واسط بر اساس سررسید پرداخت سود دریافتی اعلامی از سوی شرکت سرمایه‌پذیر هشت طبقه تشکیل داده و شرکتهای مختلف سرمایه‌پذیر را در طبقات هشتگانه تجمیع کرده و به پشتوانه آن اوراق منتشر می‌کند.
- ۵ و ۶) نهاد واسط اوراق بهادار به پشتوانه سودهای دریافتی طبقات مختلف را به تنزیل در بازار به فروش می‌رساند.
- ۷) دارندگان اوراق می‌توانند در بازار سرمایه نسبت به فروش اوراق خود اقدام نمایند. همچنین افراد جدیدی می‌توانند از طریق بازار اقدام به خرید اوراق نمایند. در صورت نبود خریدار، بازارگردان با مظنه مشخصی که از قبل تعیین شده است اقدام به خرید اوراق می‌نماید.
- ۸) ضامن که می‌تواند خود شرکت سرمایه‌گذاری باشد پرداخت مبلغ اسمی اوراق را در سررسید تضمین می‌نماید. با توجه به فروش اوراق به کسر (تنزیل شده) خرید تضمینی اوراق به مبلغ اسمی در واقع تضمین اصل و سود مبلغ سرمایه‌گذاری می‌شود.

✓ نظرخواهی از خبرگان: در این مرحله از پژوهش، با استفاده از روش پژوهش دلفی نظر و عقیده صاحب نظران منتخب درباره موارد زیر، با استفاده از پرسشنامه شامل ۳۵ سوال (با آلفای کرونباخ

۰۷۵۸ و ۰/۹۰۴) جمع‌آوری شد تا در صورت کسب اجماع عمومی، شرایط برای انتشار این اوراق متناسب با بازار سرمایه ایران فراهم شود:

- ۱) بررسی اثرات مالی و اقتصادی اوراق طراحی شده بر اقتصاد کلان، بازار سرمایه و نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری
- ۲) تعیین عوامل موثر بر ارزش اوراق
- ۳) ویژگیهای این اوراق
- ۴) بررسی انطباق این ابزار با قوانین ایران و فقه شیعه

جامعه آماری پژوهش شامل ۱۲۰ نفر از متخصصین و صاحبان نظران واجد شرایط در زمینه پژوهش می باشد که بر اساس جدول ۱ پرسشنامه برای آن ها ارسال شد. از این میان تنها ۸۷ پرسشنامه به محقق برگشت داده شد که درصد پاسخگویی هریک از گروه ها در جدول ۲ نشان داده شده است.

#### جدول ۱: نحوه توزیع پرسشنامه میان خبرگان

تعداد (نفر)	شرح	گروه
۵۵	اعضای هیئت مدیره و مدیران عامل، مدیران ارشد، کارشناسان ارشد نهادهای مالی	اول
۲۳	اعضای هیئت مدیره و مدیران عامل، مدیران ارشد، کارشناسان ارشد ارکان نظارتی	دوم
۴۲	اعضای هیئت علمی دانشگاه ها	سوم
۱۲۰	جمع	

#### جدول ۲: گروه های پاسخ دهنده

درصد	تعداد	گروه های پاسخ دهنده
۴۷/۱	۴۱	اعضای هیئت مدیره، مدیران عامل، مدیران ارشد، کارشناسان ارشد نهادهای مالی
۱۸/۴	۱۶	اعضای هیئت مدیره، مدیران عامل، مدیران ارشد، کارشناسان ارشد ارکان نظارتی
۳۴/۵	۳۰	اعضای هیأت علمی دانشگاه ها
۱۰۰	۸۷	جمع

تطبيق سوالات اصلی با سوالات مندرج در پرسشنامه در جدول ۳ ارائه گردیده است.

جدول ۳: تطبیق سوالات اصلی با سوالات مندرج در پرسشنامه

ردیف	سوالات پژوهش	سوالات پاسخگو در پرسشنامه
۱	آیا انتشار اوراق بهادار مبتنی بر سودسهم دریافتی در بازار سرمایه ضرورت داد؟	۳۰
۲	اثرات طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سودسهم دریافتی بر بازار سرمایه چیست؟	۲۰،۳۰،۴۰،۱۰،۱۸،۱۹،۲۰،۲۱،۲۲،۲۳،۳۲
۳	اثرات طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سودسهم دریافتی بر نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری چیست؟	۶،۷،۸،۹،۳۳
۴	اثرات طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سودسهم دریافتی بر اقتصاد کلان کشور چیست؟	۵،۲۴،۲۷،۲۸
۵	نرخ تنزیل اوراق چگونه تعیین می‌شود؟	۱۴،۱۵،۱۶،۱۷،۲۹،۳۱
۶	آیا خلاء قوانین ومقررات برای طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی وجود دارد؟	۲۵،۲۶
۷	ویژگی‌های اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی چگونه باید باشد؟	۱،۳۲
۸	چه نهادی می‌تواند نقش نهاد واسط را ایفا کند؟	۳۴،۳۵
۹	آیا شرکت‌های سرمایه‌گذاری تمایل به انتشار اوراق بهادار مبتنی بر سودسهم دریافتی دارند؟	۱۱،۱۲،۱۳

در این پژوهش آزمون‌های زیر برای تایید یا رد موضوع درمورد هریک از سوالات پرسشنامه انجام شد.

(۱) آزمون دوجمله‌ای برای حصول اطمینان از نظر موافق یا مخالف آزمودنی‌ها در مورد هر سوال

(۲) آزمون T یک نمونه‌ای، برای آگاهی از میزان موافقت یا مخالفت خبرگان با موضوع مطروحه در هر سوال با هدف حصول اطمینان از پاسخ موافق یا مخالف

(۳) آزمون کلموگروف - اسمیرنوف یک نمونه‌ای، برای تشخیص وجود یا عدم وجود اجماع (توافق نظر) در بین خبرگان راجع به سوال مطروحه

(۴) آزمون کروسکال - والیس، برای تشخیص همسان بودن یا نبودن پاسخ‌های خبرگان در گروه‌های سه‌گانه

۵- نتایج پژوهش

خلاصه نتایج حاصل از آزمون‌های آماری در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴: جمع بندی نتایج آزمون دلفی

شماره سوالات پرسشنامه <sup>۲۴</sup>	تایید یا رد سوال	شدت موافقت یا مخالفت			تایید یا رد سوال	شماره سوالات پرسشنامه <sup>۲۴</sup>
		آزمون t	میانگین	میزان موافقت یا مخالفت		
۱	تأیید	۱۲,۳۱۱	۴,۲۶	موافقت شدید	اجماع	همسان بودن پاسخ ها
۲	تأیید	۷,۸۴	۳,۷۱	موافقت شدید	اجماع	آزمون کلموگروف- اسمیرنوف یک نمونه ای
۳	تأیید	۳,۶۱۳	۳,۳۸	موافقت شدید	اجماع	آزمون کروسکال- والیس
۴	تأیید	۱,۹۱۸	۳,۲	موافقت نسبی	اجماع	
۵	تأیید	۰,۶۶۹	۳,۰۷	موافقت نسبی	اجماع	
۶	تأیید	-۱,۷۱۷	۲,۸۴	موافقت نسبی	اجماع	
۷	تأیید	۹,۴	۳,۹	موافقت شدید	اجماع	
۸	تأیید	۷,۵۶۷	۳,۷	موافقت شدید	اجماع	
۹	تأیید	-۲,۰۲۷	۲,۷۸	موافقت نسبی	اجماع	
۱۰	تأیید	۱,۲۸۴	۳,۱۴	موافقت نسبی	اجماع	
۱۱	تأیید	۱۴,۸۸	۴,۲۵	موافقت شدید	اجماع	
۱۲	تأیید	۰,۷۲۶	۳,۰۷	موافقت نسبی	اجماع	
۱۳	تأیید	-۵,۴۳۳	۲,۴۱	موافقت کم	اجماع	
۱۴				فاقد تفاوت معنادار بین نظرات موافق و مخالف		
۱۵	تأیید	۵,۶۷	۳,۴۷	موافقت شدید	اجماع	
۱۶	تأیید	۱,۳۱۹	۳,۱۱	موافقت نسبی	اجماع	
۱۷	تأیید	-۲,۴۶۶	۲,۶۹	موافقت کم	اجماع	
۱۸	تأیید	۱,۵۳۳	۳,۱۵	موافقت نسبی	اجماع	
۱۹	تأیید	۷,۶۱۴	۳,۷۸	موافقت شدید	اجماع	خیر
۲۰	تأیید	-۴,۰۲۴	۲,۵۹	موافقت کم	اجماع	بلی
۲۱	رد	-۰,۷۸۶	۲,۹۲	مخالفت نسبی	اجماع	بلی
۲۲				فاقد تفاوت معنادار بین نظرات موافق و مخالف		
۲۳	تأیید	۴,۸۳۸	۳,۵۶	موافقت شدید	اجماع	بلی
۲۴	تأیید	-۵,۸۳۷	۲,۳۲	موافقت کم	اجماع	بلی
۲۵	تأیید	-۱,۵۲۳	۲,۸۲	موافقت نسبی	اجماع	بلی
۲۶	رد	۵,۳۰۷	۳,۶	مخالفت شدید	اجماع	بلی
۲۷				فاقد تفاوت معنادار بین نظرات موافق و مخالف		
۲۸	تأیید	-۵,۳۰۶	۲,۲۷	موافقت کم	اجماع	بلی
۲۹	تأیید	۱۰,۰۹	۴,۱۵	موافقت شدید	اجماع	بلی
۳۰	تأیید	۱۰,۴۷	۴,۰۹	موافقت شدید	اجماع	بلی
۳۱	تأیید	۷,۵۴۶	۳,۹۴	موافقت شدید	اجماع	بلی
۳۲	تأیید	۲,۹۷۹	۳,۲۶	موافقت شدید	اجماع	بلی

شماره سوالات پرسشنامه <sup>۲۴</sup>	تایید یا رد سوال	شدت موافقت یا مخالفت			آزمون دو جمله‌ای
		میزان موافقت یا مخالفت	میانگین	آزمون t	
۳۳	تأیید	موافقت کم	۲,۲۳	-۶,۸۲	آزمون کلموگروف-اسمیرنوف یک نمونه‌ای
۳۴	تأیید	موافقت شدید	۳,۹۱	۷,۹۶	همسان بودن پاسخ‌ها
۳۵	تأیید	موافقت شدید	۳,۴۵	۳,۳۳	آزمون کروسکال-والیس

نتایج آزمون دو جمله‌ای نشان می‌دهند که اکثر سوالات پرسشنامه مورد تایید خبرگان بوده‌اند. خبرگان با اینکه "انتشار این اوراق باعث افزایش تعداد سهامداران حقیقی فعال در بازار سرمایه می‌شود." و "خلاء قانونی (قوانین مصوب مجلس شورای اسلامی) جهت انتشار این اوراق وجود ندارد." موافق نبودند. همچنین در مورد سوال "نرخ تنزیل (نرخ سود) اوراق با قدرت سودآوری بانوی رابطه مستقیم دارد."، "انتشار اوراق باعث افزایش تعداد سهامداران نهادی (حقوقی) فعال در بازار سرمایه می‌شود" و "با توجه به جمع‌آوری نقدینگی از طریق فروش اوراق، نرخ تورم کاهش می‌یابد." بین نظرات خبرگان موافق و مخالف تفاوتی وجود نداشت. نتایج آزمون t شدت موافقت یا مخالفت خبرگان در مورد هر سوال را نشان می‌دهد. نظر به اینکه نتایج آزمون t در مورد کلیه سوالات معنی‌دار شدند، درجات به سه دسته کم، نسبی و شدید تعریف شدند که با توجه به میزان t بدست آمده و میانگین درجه، درجه‌ی هریک از سوالات مشخص شد. نتایج آزمون کلموگروف-اسمیرنوف یک نمونه‌ای نشان داد که خبرگان در مورد همه سوالات به اجماع رسیده‌اند و آزمون کروسکال-والیس نشان داد که بین هر سه گروه پاسخگو، ۱. اعضای هیئت مدیره و مدیران عامل، مدیران ارشد، کارشناسان ارشد نهادهای مالی، ۲. اعضای هیئت مدیره و مدیران عامل، مدیران ارشد، کارشناسان ارشد ارکان نظارتی، ۳. اعضای هیئت علمی دانشگاه‌ها، همسانی در پاسخ‌ها وجود دارد. نتایج مستخرج از اطلاعات جمع‌آوری شده از خبرگان به تفکیک سوالات اصلی پژوهش به شرح زیر بیان می‌شوند:

- با توجه به نظرات خبرگان "مدل عملیاتی ارائه شده برای اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی مناسب دیده شد."
- "ضرورت انتشار اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی در بازار سرمایه" تایید شد.
- "اثرات طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی بر بازار سرمایه" را می‌توان از جنبه‌های مختلفی بررسی کرد.
- ✓ انتشار این اوراق باعث افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌گردد.
- ✓ با توجه به تامین نقدینگی شرکتهای سرمایه‌گذاری از طریق اوراق، ارزش معاملات بازار سرمایه افزایش می‌یابد.
- ✓ با توجه به تامین نقدینگی شرکتهای سرمایه‌گذاری از طریق اوراق، دفعات معامله بازار سرمایه افزایش می‌یابد.



- ✓ انتشار اوراق باعث افزایش تامین مالی شرکتها از طریق بازار سرمایه ، کارایی عملیاتی بازار ، کارایی تخصیص منابع بازار و افزایش کارایی اطلاعاتی بازار می شود و همچنین نقدشوندگی بازار سرمایه را افزایش می دهد.
- اثرات طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سودسهام دریافتنی بر نهادهای مالی و سرمایه گذاری را می توان از جنبه های مختلفی بررسی کرد.
  - ✓ اوراق باعث کاهش هزینه سرمایه شرکت سرمایه گذاری (بانی) ، باعث بهبود سرعت جریان نقدی ورودی شرکت بانی می گردد. شرکتهای سرمایه گذاری از طریق انتشار اوراق به تطابق بیشتری بین استراتژیهای سرمایه گذاری و نقدینگی لازم می یابند. انتشار اوراق باعث بهبود ساختار سرمایه بانی خواهد شد. فروش اوراق روی قیمت سهام شرکت های بانی تاثیر مثبت دارد.
- اثرات طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سودسهام دریافتنی بر اقتصاد کلان کشور را می توان از جنبه های مختلفی مورد بررسی قرار داد.
  - ✓ اوراق باعث هدایت نقدینگی جامعه به بخش مولد اقتصادی می شود و به افزایش نرخ رشد اقتصادی کشور کمک می کند. انتشار این اوراق منجر به خروج پول از سپرده های بانکی به سوی بازار سرمایه می شود.
- در پاسخ به سوال "نرخ تنزیل اوراق چگونه تعیین می شود؟" بیان می شود که:
  - ✓ نرخ تنزیل (نرخ سود) اوراق با ریسک شرکت سرمایه پذیر و با سررسید اوراق رابطه مستقیم دارد. نرخ تنزیل اوراق متناسب با ریسک شرکت بانی تعیین شود. رتبه بندی اوراق روی نرخ تنزیل آنها تأثیر دارد. با توجه به وابستگی قیمت فروش اوراق به نرخ تنزیل (نرخ سود اوراق) نرخ تنزیل در بانی های مختلف بایستی متفاوت باشد.
- در پاسخ به سوال " آیا خلاء قوانین ومقررات برای طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتنی وجود دارد؟" بیان می شود که:
  - ✓ خلاء قانونی (قوانین مصوب مجلس شورای اسلامی) جهت انتشار اوراق وجود ندارد اما خلاء مقرراتی (مقررات مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار) جهت انتشار اوراق وجود دارد.
- ویژگی های اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتنی چگونه باید باشد؟
  - ✓ این اوراق قابلیت معامله در بازار سرمایه را دارد و با طبقه بندی این اوراق بر حسب سررسید (یک ماه تا هشت ماه) موافقت انجام شد.
- چه نهادی می تواند نقش نهاد واسط را ایفا کند؟
  - ✓ شرکتهای تامین سرمایه و صندوقهای سرمایه گذاری مشترک می توانند نقش نهاد واسط را ایفا کنند.
- آیا شرکت های سرمایه گذاری تمایل به انتشار اوراق بهادار مبتنی بر سودسهام دریافتنی دارند؟
  - ✓ در شرایط رونق بازار، در شرایط تعادل بازار و در شرایط رکود بازار، شرکتهای سرمایه گذاری تمایل به انتشار اوراق دارند.

### ۶- شیوه ارزش گذاری اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی

برای اوراق بهادار مختلف شیوه های گوناگونی برای ارزش گذاری ارائه شده است. الگوی پیشنهادی محقق برای ارزش گذاری کلی اوراق بهادار به پشتوانه سود سهام دریافتی، مدل زیر می باشد:

$$V = \frac{D}{(1+r)^T}$$

D = مبلغ سود تقسیمی در سر رسید

$$T = ۱, ۲, ۳, ۴, ۵, ۶, ۷, ۸$$

$$R = r^* + iP + MRP + LP + DRP$$

$r^*$  = نرخ رشد اقتصادی

$iP$  = تورم مورد انتظار

$(rf = r^* - iP)$  = معادل اوراق بدون ریسک محاسبه می شود.

MRP = صرف ریسک سرسید، تفاوت نرخ بهره سرسید اوراق با نرخ بهره مؤثر اوراق کوتاه مدت

LP = صرف نقدشوندگی

DRP = صرف ریسک نکول (اعتباری)

### در صورت وجود ضامن و بازار گردان

LP=0 , DRP = 0 می باشد. بدین ترتیب:

$$R = rf + MRP$$

بر اساس تئوری های مالی و نظر خبرگان (با شدت موافقت نسبی)، رابطه نرخ تنزیل با سرسید این اوراق مستقیم است. در نتیجه هرچه سرسید اوراق بیشتر باشد نرخ تنزیل بیشتر می گردد.

اگر مؤسسات رتبه بندی ایجاد شوند و شرکت های سرمایه پذیر رتبه اعتباری بگیرند در آن صورت ضامن می تواند حذف و DRP مطابق با ریسک شرکت سرمایه پذیر تعیین گردد.

نتیجه نظر خبرگان بیان می کند که نرخ تنزیل با ریسک شرکت سرمایه پذیر رابطه مستقیم دارد (با موافقت شدید) و با ریسک شرکت بانی نیز رابطه مستقیم دارد (موافقت کم).

$$R = rf + MRP + DRP$$

در صورتیکه بازار گردان وجود نداشته باشد

$$R = rf + MRP + LP + DRP$$

LP مطابق با شرایط و عمق بازار تعیین می گردد.

## ۷- نتیجه گیری و بحث

عمده تامین مالی بنگاه های اقتصادی در ایران از طریق بانک های تجاری می باشد. ولیکن با توجه به کارکرد بازار سرمایه و سیاست های کشور جهت تامین مالی بنگاههای بزرگ از طریق بازار سرمایه لازم است ابزارسازی مناسب در بورس جهت تامین مالی صورت گیرد. لذا فرضیه افزایش تامین مالی شرکت ها از طریق بازار سرمایه به موجب اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتنی تایید شد.

برای عمق بخشی به بازار و افزایش اثربخشی بازار سرمایه در اقتصاد و تامین مالی بنگاه های اقتصادی، لازم است نقدشوندگی بازار سرمایه افزایش یابد. از الزامات نقدشوندگی بازار افزایش فرصت های سرمایه گذاری، افزایش سرعت و گردش معاملات، دفعات معامله و نقدشوندگی بازار می باشد که نتایج پژوهش اثر اوراق طراحی شده بر موارد مذکور را تایید می کند.

بازار زمانی از کارایی تخصیصی برخوردار است که بتواند به بهترین وجه سرمایه های موجود را در طرح ها و یا شرکت هایی که در اقتصاد کشور دارای مزیت نسبی هستند قرار دهد و زمانی بازار از کارایی عملیاتی برخوردار است که از سرعت، دقت و تسهیل مبادلات بیشتری برخوردار است و زمانی از کارایی اطلاعاتی برخوردار است که اطلاعات در اختیار همگان قرار بگیرد و کلیه اطلاعات به سرعت بر قیمت اوراق بهادار تاثیر بگذارد. انتشار این اوراق با توجه به اصول و مدل ارائه شده، به افزایش هر سه کارایی منجر خواهد شد.

هدف عالی مدیران بنگاه های اقتصادی، افزایش ثروت سهامداران (ارزش سهام) می باشد. ارزش ذاتی سهام عبارتند از ارزش فعلی عایدات آتی حاصل از آن سهام و لذا یکی از عوامل مؤثر بر تعیین ارزش سهام، هزینه سرمایه (نرخ تنزیل) می باشد. چنان چه ابزارهای تامین مالی طراحی شده بتواند هزینه سرمایه شرکت را کاهش می دهد. لذا به تحقق هدف مدیریت عالی شرکت منجر می شود.

اوراق بهادار طراحی شده باعث کاهش هزینه سرمایه، بهبود سرعت جریان نقدی ورودی و بهبود ساختار سرمایه شرکت منتشرکننده اوراق می گردد. یکی از گلوگاه های شرکت های سرمایه گذاری عدم وجود نقدینگی لازم و کافی برای اجرای استراتژی های سرمایه گذاری می باشد. اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتنی موجب تطابق بیشتر استراتژی های سرمایه گذاری و نقدینگی لازم می شود.

در شکل قوی بازارهای کارا، قیمت و ارزش سهام با هم برابر می باشند و لیکن حتی در بازارهای شکل ضعیف کارا قیمت سهام متأثر از ارزش سهام می باشد. فلذا با توجه به اثر کاهشی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتنی بر روی هزینه سرمایه شرکت و افزایش ارزش شرکت، این اوراق بر روی قیمت سهام شرکت نیز مؤثر است. طبق نتایج حاصله پژوهش نیز، فروش اوراق روی قیمت سهام شرکتهای بانی تأثیر مثبت دارد.

یکی از کارکردهای اصلی ابزارهای و نهادهای مالی، انتقال نقدینگی از بخش های دارای مازاد نیاز (سپرده گذاری یا سرمایه گذاری) به بخش های دارای نیاز (کمبود نقدینگی) می باشد. فلذا بازار سرمایه می بایست به عنوان یک تسهیل کننده جهت انتقال نقدینگی کشور به بخش های مولد اقتصادی عمل نماید. طبق نتایج پژوهش اوراق طراحی شده باعث هدایت نقدینگی جامعه به بخشی مولد اقتصادی می گردد و این موضوع باعث افزایش نرخ رشد اقتصادی کشور می شود.

در تئوری های مالی رابطه مستقیمی بین ریسک و بازده مورد انتظار وجود دارد. فلذا سرمایه گذار در ازای تحمل ریسک بیشتر، بازده بیشتری را طلب می کند (صرف ریسک). نرخ تنزیل اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی با ریسک شرکت سرمایه پذیر، سررسید اوراق و ریسک شرکت بانی رابط مستقیم دارد. مؤسسات رتبه بندی در جهان، رتبه اعتباری شرکت ها را سنجش و اعلام می نمایند فلذا انجام رتبه بندی و تعیین رتبه اعتباری بر روی نرخ تنزیل تأثیر دارد. در اوراق بهادار طراحی شده با طراحی ضامن و بازارگردان در مدل، ریسک نکول (ریسک اعتباری) و ریسک نقدشوندگی اوراق به سمت صفر میل می کند. و لیکن باتوجه به ریسک سررسید (MRP)، نرخ تنزیل اوراق با سررسید رابطه مستقیم دارد.

طبق قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی مصوب سال ۱۳۸۸، نهاد واسط تعریف گردیده است. در پژوهش انجام شده، صندوق سرمایه گذاری مشترک و شرکت های تامین سرمایه به عنوان ایفاگر نقش نهاد واسط معرفی و مورد تأیید واقع گردیده اند.

با توجه به اینکه نحوه رفتار و نوع سرمایه گذاری در شرایط رونق، تعادل و یا رکود اقتصادی می تواند متفاوت باشد، تمایل شرکت های سرمایه گذاری به انتشار این اوراق در شرایط متفاوت بررسی و طبق نتایج پژوهش در شرایط مختلف اقتصاد و بازار سرمایه تمایل به انتشار اوراق دارند.

برای طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی، از نظر خبرگان و مستندات موجود، خلاء قانونی (قوانین مصوب مجلس شورای اسلامی) جهت انتشار اوراق وجود ندارد. در حالیکه خلاء مقرراتی (مقررات مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار) جهت انتشار اوراق وجود دارد.

اوراق بهادار به پشتوانه دارایی های (ABS) مختلفی از جمله دارایی های رهنی (MBS)، تعهدات رهن وثیقه شده (CMO)، اوراق بهادار به پشتوانه رهن مسکن (RMBS)، تعهدات بدهی (وام) وثیقه شده (CDO) و دارایی های غیر رهنی به بازار مالی بین المللی عرضه شده اند. در بازارهای اسلامی اوراق بهادار سازی با عنوان صکوک، با پشتوانه ی دارایی های مختلف عرضه شده اند. از جمله صکوک اجاره، سلف (سلم)، استصناع، مشارکت، مراحه و مضاربه. با این وجود اوراقی که به پشتوانه سودهای دریافتی انتشار یابد هنوز در بازارهای جهانی و کشورهای اسلامی انتشار نیافته است. این پژوهش از این نظر متمایز از سایر پژوهش هاست.

نتایج پژوهش حاضر شواهدی فراهم نمود که می توان پیشنهاد کرد:

(۱) ارائه پیشنهاد به کمیته فقهی و شورای عالی بورس جهت اخذ مجوز برای انتشار اوراق بهادار به پشتوانه

سود سهام دریافتی

(۲) برطرف نمودن خلاء مقرراتی جهت اجرایی نمودن

(۳) طراحی گواهی سودتقسیمی توسط بورس (به عنوان سند دین با الگو از دستورالعمل اجرایی عقد خرید

دین)

(۴) تدوین دستورالعمل حسابداری متناسب با این اوراق

## فهرست منابع

- \* معصومی نیا، غلام علی و شهیدی نسب، مصطفی، (۱۳۸۹)، بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال نهم، ش ۳۵، ۹۹-۱۲۸.
- \* معصومی نیا، علی و سیدی نیا، سیدا کبر، (۱۳۹۰)، بررسی فقهی قرارداد اختیار معامله، مجله اقتصاد اسلامی، ۱۰(۴۰)، ۱۴۵-۱۷۸.
- \* موسویان، سید عباس، (۱۳۸۵)، بررسی فقهی و حقوقی معاملات شرکت های لیزینگ، مجله اقتصاد اسلامی، سال ششم، ۷۵-۹۱.
- \* موسویان، سید عباس. (۱۳۸۶). ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- \* موسویان، سید عباس، نظریور، محمدنقی، خزائی، ایوب، (۱۳۹۰)، امکان سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ۱۰(۴): ۸۷-۱۱۶.
- \* An, X. , Deng, Y. and Gabriel, S. A. (2009), Value Creation Through Securitization: Evidence From The CMBS Market, The Journal Of Real Estate Finance And Economics, 38(3), P. 302-326.
- \* Calem, P.S. And Lacour-Little, M. (2004), Risk-Based Capital Requirements For Mortgage Loans, Journal Of Banking And Finance, 28 ( 3), P. 647-72.
- \* Calomiris, C.W. And Mason, J.R. (2004), Credit Card Securitization And Regulatory Arbitrage, Journal Of Financial Services Research, 26(1), P. 5-27.
- \* Cantor, R. And Demsetz, R. (1993), Securitization, Loan Sales, And The Credit Slowdown, Quarterly Review (Federal Reserve Bank Of New York, 18( 2), P. 27-39.
- \* Choudry, M. (2006). An Introduction To Bond Markets (3th Ed.). John Wiley & Sons.
- o Culp, C. L. (2006). Structured Finance And Insurance: The ART Of Managing Capital And Risk. Hoboken, N.J.: Wiley.
- \* Demarzo, P. And Duffie, D.,(1999), A Liquidity-Based Model Of Security Design, Econometrica, 67, P. 65-99.
- \* Demarzo, P., (2003), Portfolio Liquidation And Security Design With Private Information, Stanford University Working Paper.
- \* Demarzo, P., (2005), The Pooling And Tranching Of Securities: A Model Of Informed Intermediation, Review Of Financial Studies, 18, P. 1-35.
- \* Deutsch ,T. (2011), Before The House Financial Services Committee, Subcommittee On Capital Markets And Government Sponsored Enterprises.
- \* Dionne, G. And Harchaoui, T.M. (2003), “Bank’s Capital, Securitization And Credit Risk: An Empirical Evidence For Canada”, Working Paper, Ssrn, Rochester, Ny.
- \* Finnerty , J.(1988), Financial Engineering In Corporate Finance: An Overview, Financial Management, 7( 4). P.14-33.
- \* Greenbaum, Stuart I.,(1986), Securitization, Asset Quality And Regulatory Reform, Brc Working Paper No. 147, Northwestern University, Evanston, Il).
- \* Greenbaum, I. And Thakor , V., (1987), Bank Funding Modes: Securitization Versus Deposits, Journal Of Banking And Finance 11, P.379-401.
- \* Gurulkan, H. (2010). Islamic Securitization: A Legal Approach. Istanbul.
- \* Heuson, A., Passmore, W. And Sparks, R., (2000). Credit Scoring And Mortgage Securitization: Implications For Mortgage Rates And Credit Availability, Board Of Governors Of The Federal Reserve System Finance And Economics Discussion ,P.44.

- \* Hess, A. And Smith C. (1988), Elements Of Mortgage Securitization, Journal Of Real Estate Finance And Economics 1, P. 331-346.
- \* International Finance Corporation. (2004). Securitization: Key Legal And Regulatory Issues. Russia: Ifc.
- \* James, Ch. (1988). The Use Of Loan Sales And Standby Letters Of Credit By Commercial Bank, Journal Of Monetary Economics, 22(3) ,P. 395-422.
- \* Jobst ,Andreas A. ,(2006) ,Asset Securitization As A Risk Management And Funding Tool: What Small Firms Should Know. Managerial Finance, 32( 9), P. 731-760.
- \* Katz, J.( 1997). Getting Secure., Federal Reserve Bank Of Boston Regional Review 3 ,P.13-7.
- \* Kolari, J. W., Donald R. Fraser, And Anari, A.. (1998). The Effects Of Securitization On Mortgage Market Yields: A Cointegration Analysis. Real Estate Economics, 26(4), P. 677-93.
- \* Kothari, V. (2006). Securitization: The Financial Instrument Of The Future. John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
- \* Oldfield, S.,(2000), Making Markets For Structured Mortgage Derivatives, Journal Of Financial Economics 57, P.445-471.
- \* Raines ,M. And . Wong, G. (2002) , Aspects Of Securitization Of Future Flows Under English And New York Law, 12 Duke J. Of Comp. & Int'l L. 453, P. 453.
- \* Schwarcz, L. S. (1994). Alchemy Of Asset Securitization. Stanford Journal Of Law, Business And Finance, 1, 136.
- \* Stanton, S.( 1998). The Underinvestment Problem And Patterns In Bank Lending. Journal Of Financial Intermediation 7, No. 3 , 293-326

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> John Finerty
- <sup>2</sup> Securitization
- <sup>3</sup> Pooling
- <sup>4</sup> Asset backed Securities
- <sup>5</sup> pooling and pass-through
- <sup>6</sup> tranching
- <sup>7</sup> senior securities
- <sup>8</sup> regulatory arbitrage
- <sup>9</sup> pooling and tranching
- <sup>10</sup> Asset backed Securities
- <sup>11</sup> structured finance
- <sup>12</sup> Steven Schwarcz
- <sup>13</sup> tranche
- <sup>14</sup> tranching
- <sup>15</sup> first-loss piece
- <sup>16</sup> off-balance sheet
- <sup>17</sup> dispersion
- <sup>18</sup> underlying collateral
- <sup>19</sup> credit card receivables
- <sup>20</sup> regulatory capital arbitrage
- <sup>21</sup> efficient contracting
- <sup>22</sup> pure pooling
- <sup>23</sup> inferior

<sup>۲۴</sup> سوالات پرسشنامه در پیوست می باشد.