



انجمن حسابداران خبره ایران

به نام خدا

همایش تأمین مالی از بازار سرمایه

نقش ابزارهای مالی در توسعه اقتصادی

حسین عبده تبریزی

چهارشنبه ۲۹ فروردین ماه ۱۳۹۸

چهل و یکمین همایش انجمن حسابداران خبره ایران:

تامین مالی

از بازار سرمایه

چهارشنبه، ۲۹ خرداد ۱۳۹۸، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

ابزار مالی



تعریف

- تعهد قانونی یک طرف نسبت به طرف دیگر (یا طرفین نسبت به یکدیگر) برای انتقال ارزش (معمولاً پول) در زمانی در آینده و بر اساس شرایطی معین است.

انواع دارایی

فروش اوراق گواهی سپرده ویژه سرمایه‌گذاری (عام)



دارایی واقعی

- ارزش آن ناشی از ویژگی‌های فیزیکی است.
- مانند ساختمان، زمین، ماشین‌آلات

بازارهای مالی

بازار سرمایه

بازاری است که ابزار مالی
با سررسید یک سال یا
بیشتر در آن معامله
می شود.

بازار پول

بازاری است که ابزار مالی
با سررسید کمتر از یک
سال در آن معامله می شود.

مرز مشترک بازار پول و سرمایه

تقسیم‌بندی بازارهای مالی اعتباری است:

- بانک‌ها وام‌های رهنی ۳۰ ساله می‌فروشند.
- بورس‌ها اوراق قرضه کوتاه مدت (کمتر از یک سال) می‌فروشند.
- شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری بلندمدت به بانک‌ها مراجعه می‌کنند.
- شرکت‌ها برای تأمین سرمایه در گردش به بورس مراجعه می‌کنند.

گرایش سیستم مالی کشورها به بازار پول یا سرمایه

بانک پایه

گرایش به بازار
پول غالب است.

بازار پایه

گرایش به بازار
سرمایه غالب است.

جریان غالب

کشورهای توسعه یافته

واسطه زدایی

بازار پایگی

کشورهای در حال توسعه

واسطه گرایی

بانک پایگی

انواع ابزارهای مالی

ابزار مالی مبتنی بر حق مالی

- سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری مسکن

ابزار مالی مبتنی بر بدهی

- اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی

ابزار مالی بازار فارکس

- قرارداد تفاوت‌های سهام شرکت‌های ساختمانی

ابزار جدید قابل معامله در بورس و فرابورس ایران

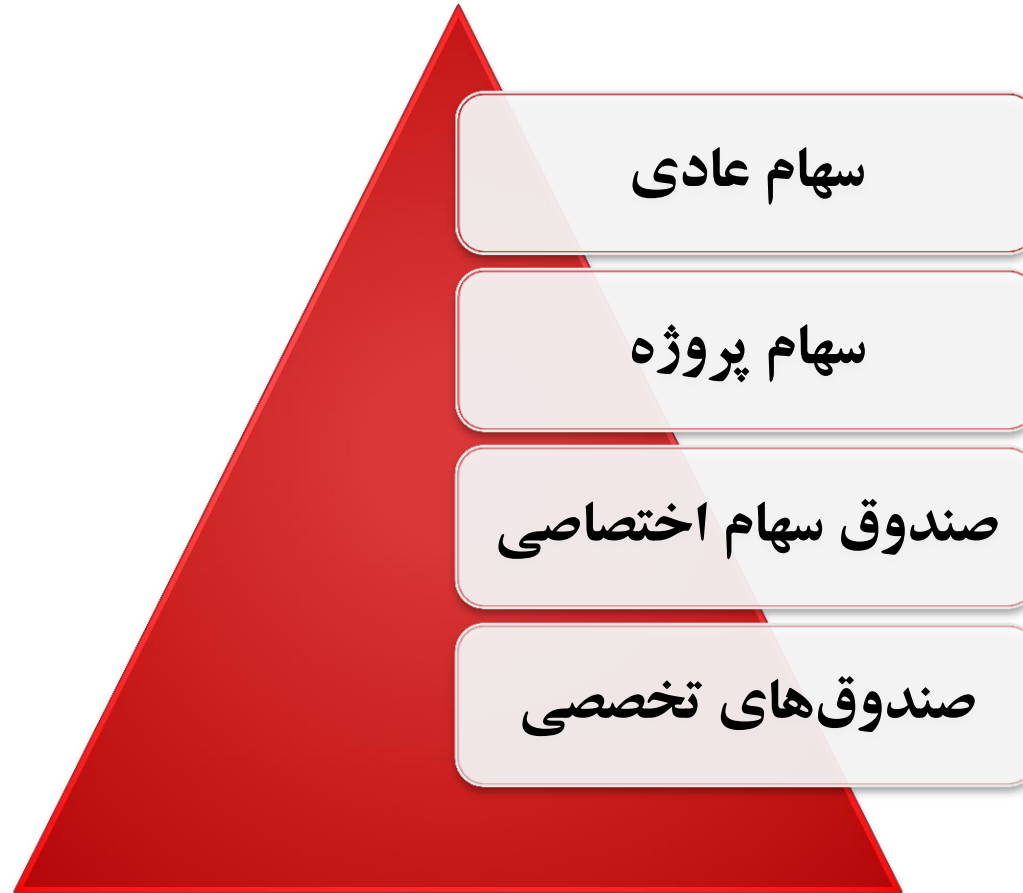
محصولات مبتنی بر بدهی

- اوراق مشارکت
- گواهی سپرده
- اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی
- اوراق صکوک
- اوراق استصناع

محصولات مبتنی بر سرمایه

- واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها
- صندوق قابل معامله در بورس
- صندوق زمین و ساختمان
- صندوق طلا
- صندوق پروژه

ابزارهای مبتنی بر سرمایه



ابزار مبتنی بر بدهی

اوراق مشارکت

اوراق مبتنی بر تأمین مالی ساختاریافته

روش‌های تأمین مالی ساختاریافته

تبدیل به اوراق بهادار کردن

تأمین مالی قبضه مالکیت

وام سندیکایی

تأمین مالی پروژه

تبدیل به اوراق بهادار کردن

اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی



گواهی انتقالی قرضه با پشتوانه وام‌های رهنی



تعهدات رهنی وثیقه‌دار

اوراق بهادار با پشتوانه دارایی‌ها



اوراق بهادار با پشتوانه حساب‌های دریافتی



اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های دانشجویی

تأمین مالی پروژه

تأمین مالی بلندمدت پروژه‌های زیربنایی و
صنعتی بر اساس جریان‌های نقدی پروژه و
نه جریان‌های نقدی ترازنامه بانی پروژه

ابزار مالی اسلامی

• اوراق قرض الحسنه

ابزار غیرانتفاعی

• ابزار با بازدهی معین

• ابزار با بازدهی انتظاری

ابزار انتفاعی

ابزارهای اسلامی انتفاعی

ابزار با بازدهی معین

اوراق مرابحه

اوراق اجاره

اوراق منفعت

اوراق استصناع

ابزار با بازدهی انتظاری

اوراق مشارکت

اوراق مضاربه

اوراق مزارعه

اوراق مساقات

ابزار با بازدهی معین



ابزار با بازدهی انتظاری

اوراق مضاربه

- ناشر اوراق مضاربه با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع آوری کرده، در فعالیت اقتصادی سودآور (بازرگانی) به کار می گیرد و در پایان هر دوره مالی سود حاصله را براساس نسبت هایی که روی اوراق نوشته شده، بین خود و صاحبان اوراق تقسیم می کند. دارنده اوراق نقش مالک و ناشر اوراق نقش عامل قرارداد مضاربه را دارند.

بیع مرابحه

- یکی از انواع بیع است که از زمان‌های قدیم بین مردم رایج بوده و مقصود از آن معامله‌ای است که فروشنده قیمت تمام‌شده کالا را به اطلاع مشتری می‌رساند، سپس تقاضای مبلغ یا درصدی اضافی به‌عنوان سود می‌کند.

انواع اوراق مرابحه

اوراق بدهی
دولت

اوراق مرابحه
بازخريد
دارایی‌ها

اوراق مرابحه
مؤسسات
مالی

اوراق منفعت

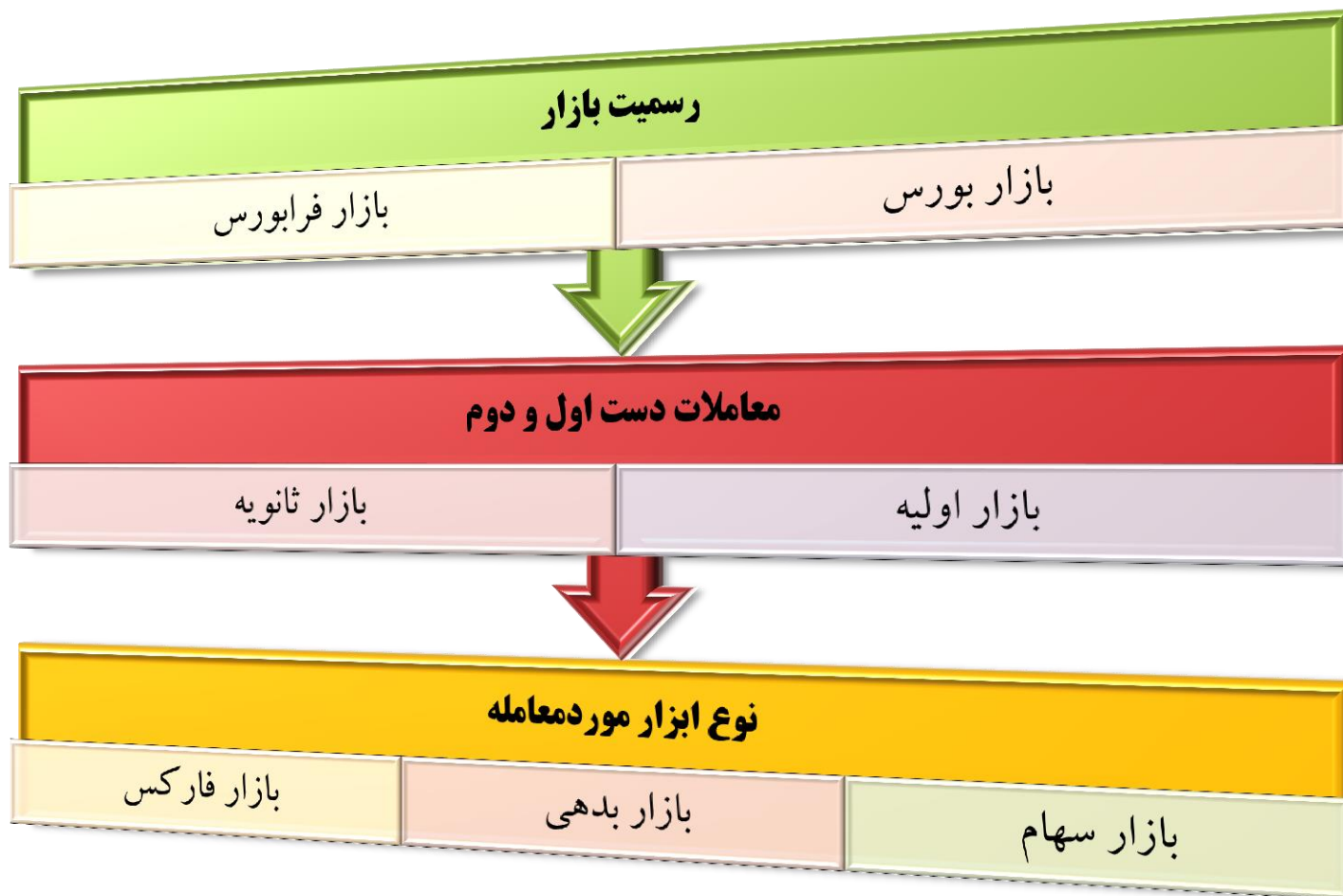
سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معینی خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است. مانند گواهی حق اقامت در هتل معین برای روز معلوم

ابزار با بازدهی معین

اوراق استصناع (سفارش ساخت)

بر اساس قرارداد استصناع یکی از طرفین قرارداد، در مقابل دریافت مبلغی معین، ساخت و تحویل چیز مشخصی را در زمان معین برای طرف دیگر به عهده می گیرد.

دسته بندی بازارهای مالی



مشکلات شرکتهای ایرانی در بانکها

دریافت تسهیلات بویژه بدون وثیقه، بسیار دشوار شده است.

وامدهندگان با معوقه‌های سنگینی که دارند، ریسک‌گریز شده‌اند.

به دلیل نوسان شدید قیمت املاک و مستغلات، استفاده از وثیقه بسیار دشوار شده است.

تسهیلات خرید دین و مضاربه‌ عام (overdraft) یکی محدود و دیگری متوقف شده است.

گرایش به تسهیلات کوتاه‌مدت‌تر و تأکید بر بازپرداخت قبل از دریافت وام جدید

مشکلات اعتبارات اسنادی و انتقالات ارزی

نقش بازار پول در شرایط فعلی



- سیستم بانکی کشور در سال جاری مجموعاً رقمی بزرگ تسهیلات پرداخت نخواهند کرد.
- این تسهیلات برای تأمین سرمایه در گردش صنایع مستقر کشور کافی نیست.
- سیستم بانکی کشور می‌تواند ضمن تشکیل سندیکاهایی از بانک‌ها، پروژه‌های بزرگ را تأمین مالی کند.
- به علاوه، مشارکت بازارهای پول و سرمایه در قالب تأمین مالی ساختاریافته (**Structured Finance**) نیز می‌تواند راه‌کار دیگری برای تأمین مالی پروژه‌ها باشد.

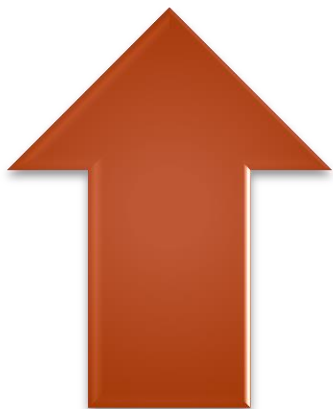
نوآوری‌های مالی

ابزارهای بازارگشا (Market broadening)

ابزارهای مدیریت ریسک

ابزارها و فرایندهای خرید و فروش همزمان (arbitrage)

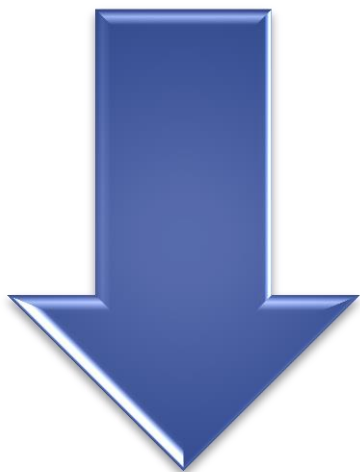
ریسک‌های بنگاه غیرمالی روی صورت سود و زیان



ریسک تجاری

- ریسک کالا و خدمت

صورت سود و زیان: سود خالص عملیاتی



ریسک مالی

- ریسک ناشی از اهرم مالی

ریسک مالی

- هر نوع ریسک اضافی که در نتیجه دریافت وام به صاحبان سهام عادی تحمیل می شود.

در تمامی شرکتها
(تعریف عام)

- هرگونه ریسکی که به علت نگهداری دارایی های مالی ایجاد می شود.

در مؤسسات مالی
(تعریف خاص)

نقش دارایی‌های مالی

انتقال وجوه

- انتقال وجوه از آن‌هایی که مازاد دارند و می‌خواهند سرمایه‌گذاری کنند به آن‌هایی که برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی به وجوه نیاز دارند.

توزیع مجدد ریسک

- انتقال وجوه به شکلی که خطر غیرقابل اجتناب مربوط به جریان نقدی حاصل از دارایی‌های واقعی بین عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان وجوه، توزیع مجدد شود.

انواع ابزار مالی بر اساس فاصله از دارایی‌های واقعی

مشتقه

- Derivatives

پایه

- Primary

فاصله از دارایی‌های واقعی

یک خاکریز

• واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات

• Units of REITs

• سهام

• Common Stock

• اوراق قرضه

• Bonds

دو خاکریز

• اوراق بهادر با پشتوانه وام‌های رهنی

• Mortgage Backed Securities

• قرارداد آتی شاخص سهام

• Stock Index Futures

• سوآپ نکول اعتباری

• Credit Default Swaps

سه خاکریز

• تعهدات رهنی وثیقه‌دار

• Collateralized Mortgage Obligations

• اختیار معامله قرارداد آتی شاخص سهام

• Stock Index Options Futures

نقش ابزارهای مالی و نهادهای مالی

ارائه‌کننده ابزار (۱)

وساطت مالی

- قرار گرفتن بین عرضه‌کننده و جوه و متقاضی و جوه.

کاهش هزینه‌های عملیاتی

- مقیاس انبوه و شناسایی سریعتر وامگیرنده و پس‌اندازکنندگان

تولید اطلاعات

- تولید اطلاعات مفید برای سرمایه‌گذاران

تقسیم‌پذیری و انعطاف

- تجمع پس‌انداز عده زیادی از پس‌اندازکنندگان خرد و کلان

نقش ابزارهای مالی و نهادهای مالی

ارائه‌کننده ابزار (II)

متنوع‌سازی و توزیع
خطر

- با ایجاد سبدی متنوع از دارایی‌های مالی ریسک را کاهش می‌دهند.

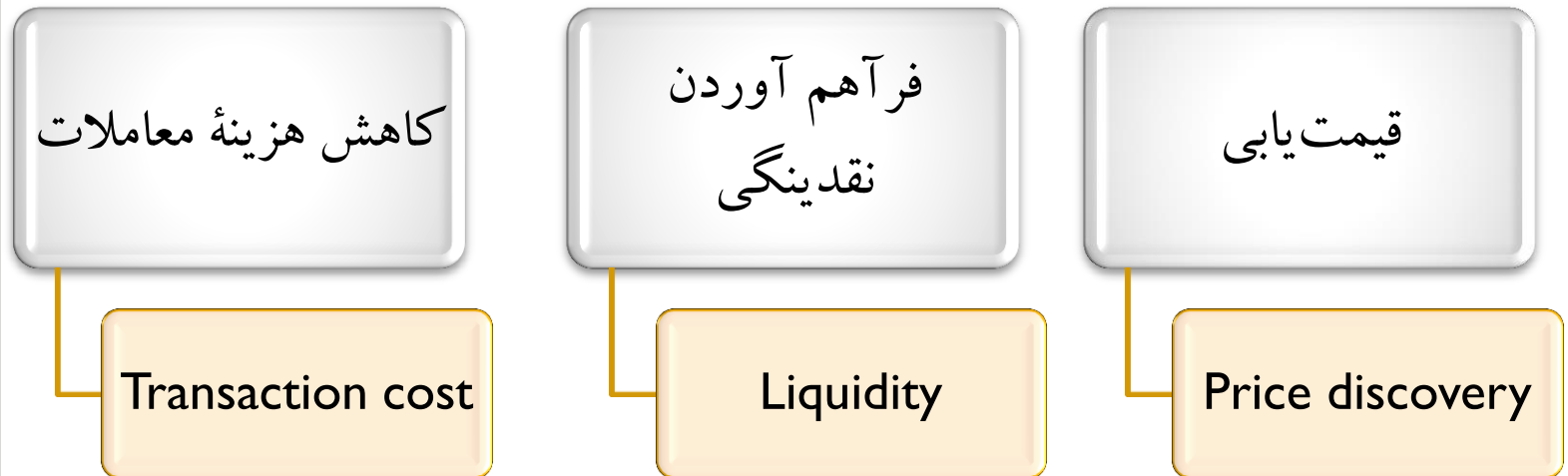
وساطت سررسید

- اوراق بهادار اولیه با سررسید مشخص را به اوراق با سررسیدهای مختلف (غیرمستقیم) تبدیل می‌کنند.

تخصص و سهولت

- با با ذخیره بزرگی از تجارب تخصصی خود، فرایند جمع‌آوری وجوه و "تشکیل سرمایه" را تسهیل می‌کنند.

کارکردهای اقتصادی بازارهای مالی



نقش بازار سرمایه در شرایط فعلی



- برای حفظ نقدینگی در بازار سرمایه و جلوگیری از مالی شدن اقتصاد، باید جلوی بازده نامعقول بازارهای سفته‌بازی (از جمله مسکن، طلا و ارز) گرفته شود.
- در بلندمدت بازار ثانویه ظرفیت نگهداشت حجم نقدینگی را ندارد. به علاوه، منافع حاصل از بازار ثانویه به بخش واقعی اقتصاد و تولید منتقل نمی‌شود. بنابراین، باید راه‌کارهایی برای تقویت بازار اولیه اتخاذ شود.

اقدامات انجام شده در بازار اولیه



- بازار سرمایه در سال‌های اخیر به انتشار اسناد خزانه اسلامی اقدام کرده است.
- این اسناد بدون کوپن هستند و نرخ سود آن‌ها با تنزیل قیمت در بازار تعیین می‌شود.
- اگر بانک مرکزی عملیات بازار آزاد را آغاز کند و دولت بدهی‌های خود را فقط از طریق اسناد خزانه اسلامی منتشر کند، بازار می‌تواند نرخ این اسناد را به‌عنوان نرخ بدون ریسک در نظر بگیرد.
- تعیین صحیح این نرخ از نظر فعالان بازارهای مالی بسیار حائز اهمیت است.

راه کارهای تقویت بازار اولیه



- خصوصی سازی شرکت های دولتی باقی مانده که هنوز میلیاردها دلار ارزش دارد.
- واگذاری سهام مزاد ۵۱٪ توسط هلدینگ ها.
- تشویق بخش خصوصی واقعی برای انتشار اوراق بهادار عمومی.
- تأمین مالی پروژه ها به کمک ابزارهای مالی جدید مثل صندوق زمین و ساختمان.
- انتشار اوراق بهادار برای تأمین مالی سرمایه در گردش شرکت ها (اوراق بهره برداری).
- آزادسازی نرخ های بهره و تعیین نرخ بهره واقعی برای اوراق با درآمد ثابت (fixed income).
- انتشار اوراق به صورت ترکیبی از نرخ قطعی و علی الحساب.

توسعه در شرایط رکود تورمی بکارگیری ابزارهای مالی مختلف توسط دولت‌ها و نهادهای عمومی را می‌طلبد، به‌ویژه آن‌که تنگنای اعتباری (عدم دسترسی به منابع کافی) نیز داریم:

❖ تسهیلات دولتی و عمومی

❖ حق مالی دولتی و عمومی

❖ سرمایه‌مخاطره‌پذیر

❖ اعطای تضامین اعتباری

به کارگیری ابزارهای مالی برای تحریک و سرعت‌بخشی به توسعه اقتصادی

جایگزینی روش‌های اعطای کمک هزینه دولتی با حمایت معاملاتی از طریق استفاده از ابزارهای مالی

- «هزینه‌های ریخته» کم‌تر (مثال کمک به SMEs)
- بازارمحور و از نظر هزینه‌بری مؤثرتر (هزینه‌های کمتر) [به دلیل ضرورت بازپرداخت]
- اهرم برای تأمین منابع از بخش خصوصی

گزینه بدیل و سیاست پایدارتر با تکیه بر انجام کار

نکات محوری بحث

۱. بحث‌های نظری در حمایت از استفاده از ابزارهای مالی.
۲. شرایط عمومی به کارگیری مؤثر ابزارهای مالی کدام است؟
۳. درجه تأثیر ابزارهای مالی مختلف، چگونه متناسب با هدف آنها و ناکامل بودن بازارهای مربوطه، متفاوت است.
۴. آیا ابزار مالی متناسب با هدف خاصی طراح شود؟
۵. درجه موفقیت و مؤثر بودن هر ابزار مالی به شرایط بازار و سازوکار تأمین مالی معمول در سازمان‌های عمومی و شرکت‌های ایرانی بستگی دارد؛ در سطح ملی و یا سطح منطقه‌ای.
۶. آیا ویژگی‌های عمومی کسب و کارها و سازمان‌های دولتی و عمومی است که باعث می‌شود ابزارهای مالی در حمایت از آنها موفق یا ناموفق شوند؟
۷. آیا شرایط بازار می‌باید شکل ویژه‌ای باشد تا در آن استفاده از ابزارهای مالی برای دستیابی به اهداف بالا مؤثر یا نامؤثر شود؟

ویژگی‌های سرمایه‌گذاران در دوران رکود

افزایش ریسک‌گریزی

افزایش صرف ریسک

کوتاه‌تر شدن افق سرمایه‌گذاری



افزایش تمایل به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نقد

افزایش صرف نقدینگی



کاهش هزینه فرصت

کاهش تولید

تنگنای اعتباری

گرایش سرمایه‌گذاران در دوران رکود



اقدامات بازار سرمایه

تولید محصولات دارای تضمین و با درآمد ثابت برای تأمین مالی شرکتها (اوراق بهادار و صندوقها)

تسهیل امکانات افزایش سرمایه در بورس و فرابورس

گسترش ابزارهای اسلامی در بازار سرمایه

تسریع در اعطای مجوزها بویژه مجوزهای انتشار اوراق بهادار قابل طبقه‌بندی در خانواده سرمایه

تقویت ابزارهای نظارتی مقام ناظر

ایجاد دارایی‌های نقدشونده

راه‌اندازی صندوق‌های
قابل معامله در بورس

صندوق طلا

راه‌اندازی صندوق‌های
سرمایه‌گذرای مشترک

صندوق زمین و
ساختمان

راه‌اندازی صندوق‌های
بهره‌برداری

انتشار صکوک اجاره

