



واکاوی انگیزه‌های ناشران اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران با رویکرد طراحی اوراق بهادار جدید*

حامد تاجمیر ریاحی^۱

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۸/۱۶

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۷/۰۳

چکیده

هدف و نیاز ناشران از انتشار اوراق بهادار خواه اوراق بدهی و خواه اوراق سرمایه‌ای تأمین مالی می‌باشد و این مفروض هر انتشار اوراق بهاداری خواهد بود؛ لیکن ناشران جهت انتخاب بین این دو دسته اوراق انگیزه‌ها و مشوق‌های گوناگونی دارند که براساس شرایط خود یکی از این دسته اوراق را انتخاب می‌کنند. ناشران در بازارهای مختلف انگیزه‌ها و نیازهایی جهت انتشار اوراق بهادار دارند که تایید آنها در بازارهای دیگر نیازمند بررسی آنها می‌باشد. جهت اعتبارسنجی و همچنین کشف انگیزه‌های گوناگون دیگر ناگزیر از انتخاب روش خبره محور هستیم. متد مصاحبه و تایید خبرگان به دو صورت انجام گرفته است در مرحله اول تایید خبرگان براساس روش گلوله برفی انجام شده است و در مرحله دوم جهت رتبه بندی انگیزه‌های و همچنین تایید غیر مستقیم آنها از روش تاپسیس (TOPSIS) استفاده شده است. از مجموع ۱۷ انگیزه مستخرج از ادبیات موضوع ۳ انگیزه عدم رجوع به ناشر قبل از سررسید، عدم امکان تغییر تعهدات صاحبان سهام و ایجاد شرایط خاص برای مالکان از نظر خبرگان تایید نشده است. مهمترین عامل انگیزشی برای ناشران اوراق در بازار سرمایه کشور استفاده از منبع دائمی تأمین مالی می‌باشد. سهم نبودن در سود مازاد شرکت دومین عامل انگیزشی و عدم از دست دادن کنترل شرکت عامل انگیزشی سوم نزد ناشران بازار سرمایه کشور است.

واژه‌های کلیدی: ناشران اوراق بهادار، انگیزه، بازار سرمایه، اوراق مالکیت، اوراق بدهی، تاپسیس.

* این مقاله مستخرج از رساله دکترای حامد تاجمیر ریاحی با عنوان «طراحی مجموعه اوراق ترکیبی (هیبریدی) براساس گروه بندی نیازهای ناشران و سرمایه گذاران در بازار سرمایه ایران مبتنی بر فقه امامیه» است.
۱- دانش آموخته دکتری مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق (ع) hamedtajmir@gmail.com

۱- مقدمه

مصرف‌کننده‌ها، بنگاه‌های تولیدی و تجاری و دولت‌ها اغلب منابع مالی در دسترس برای رسیدن به اهداف، پرداخت بدهی یا معاملات دیگر را ندارند و باید از طرق مختلف، پولی را که آن‌ها برای عملیات خود نیاز دارند به دست آورند، به فرآیندی که عاملان اقتصادی، این میزان منابع مالی را به دست می‌آورند تأمین مالی می‌گویند. (هافمن، ۱۹۵۷: ۶۵-۶۶). مرتون (۱۹۹۵)، تعریفی از نظریه تأمین مالی ارائه داده است که شاید در نوع خود کوتاه‌ترین و دقیق‌ترین تعریف باشد: «مطالعه رفتار کارگزاران در روند تخصیص و توزیع منابع از هر دو بعد مکان و زمان در شرایط نامطمئن، پایه و اساس نظریه تأمین مالی را تشکیل می‌دهد. زمان و عدم اطمینان اصلی‌ترین عناصر تأثیرگذار بر رفتار مالی به شمار می‌آیند». (مرتون، ۱۹۹۵: ۷). تأمین مالی در بازارهای سرمایه، تأمین بلند مدت وجه نقد از طریق انتشار اوراق بهادار در یک بازار دارای مقررات می‌باشد. اوراق بهادار یک ابزار قابل معاوضه و قابل تبدیل به پول نقد است که نشان دهنده ارزش مالی می‌باشد. اوراق بهادار می‌تواند به صورت بدهی (اوراق قرضه یا اسناد خزانه)، سرمایه (سهام عادی)، یا ترکیبی (اوراق بهاداری با مشخصه شبیه به بدهی و سهام همانند سهام ممتاز یا قابل تبدیل) باشد.

طبق قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (مصوب آذرماه ۱۳۸۴) بورس اوراق بهادار، بازاری متشکل و خود انتظام است که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و یا معامله‌گران طبق مقررات این قانون، مورد دادوستد قرار می‌گیرد؛ بازار اولیه بازاری است که اولین عرضه و پذیره‌نویسی اوراق بهادار جدیداً انتشار در آن انجام می‌شود و منابع حاصل از عرضه اوراق بهادار در اختیار ناشر قرار می‌گیرد. بنابراین خاستگاه اصلی تأمین مالی در کشور از طریق بازار سرمایه بورس اوراق بهادار و بازار اولیه خواهد بود. در بازار اولیه دو گروه اصلی قرار دارند، گروه اول ناشران اوراق بهادار هستند که طبق تعریف قانون ناشر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند و دسته دوم سرمایه‌گذاران در این اوراق بهادار هستند. باید توجه داشت که مفهوم اوراق بهادار و ابزار مالی در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران معادل هم در نظر گرفته شده است و اوراق بهادار هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد.

انتشار اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار عبارت است از صدور اوراق بهادار برای عرضه عمومی و عرضه عمومی طبق تعریف آن در قانون عرضه اوراق بهادار منتشره به عموم جهت فروش است. بنابراین عرضه اوراق بهادار در بازار اولیه دو نوع است: نوع اول عرضه عمومی اوراق بهادار است که به آن انتشار اوراق بهادار گفته می‌شود و به عموم سرمایه‌گذاران و خریداران عرضه می‌گردد. نوع دوم عرضه خصوصی است که عبارت است از فروش مستقیم اوراق بهادار توسط ناشر به سرمایه‌گذاران نهادی است.

در فرایند تشکیل و توسعه بازار سرمایه، وجود انگیزه برای ناشران جهت ایجاد بازار اولیه و بالتبع آن بازار ثانویه از مهمترین عوامل موثر می‌باشد؛ چراکه تا ناشران اوراق بهادار انگیزه ای جهت عرضه اولیه و فروش اوراق خود نداشته باشند عملاً بازاری تشکیل نخواهد شد. این مقاله درصدد بررسی انگیزه‌های ناشران اوراق بهادار که محرک اصلی جهت ترغیب ایشان به عرضه اوراق بهادار است، می‌باشد. در این مقاله

در ابتدا با بررسی ادبیات موضوع به استخراج انگیزه های ناشران خواهیم پرداخت و در ادامه براساس روش تحقیق بیان شده انگیزه های ناشران مستخرج شده را مورد ارزیابی و اعتبارسنجی در بازار سرمایه کشور قرار خواهیم داد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

اقتصاد ملی هر کشوری در سطح کلان از دو بخش یا دو سیستم اصلی تشکیل یافته است: الف) سیستم مالی و ب) سیستم واقعی. سیستم واقعی اقتصاد، بخشی است که در آن، تولید و عرضه کالاها به جامعه صورت می‌گیرد و دربردارنده دو بازار کالا و نیروی انسانی است (فرجی، ۱۳۸۲، ص ۲۵). سیستم مالی خود از سه عنصر اساسی و مهم تشکیل شده است که این سه عنصر در کنار یکدیگر و در تعامل باهم می‌توانند سیستم مالی مطلوبی به وجود آورند که در آن، منابع مالی و سرمایه‌ای با کسب بازدهی مناسب، جذب بخش واقعی و تولیدی اقتصاد می‌شوند. این سه عنصر عبارتند از:

(۱) بازارهای مالی

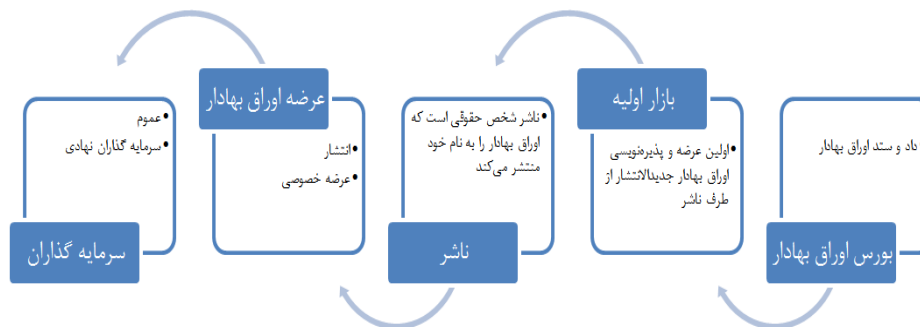
(۲) واسطه‌ها و نهادهای مالی

(۳) دارایی‌های مالی (اوراق بهادار)

طبق قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (مصوب آذرماه ۱۳۸۴) بورس اوراق بهادار، بازاری متشکل و خود انتظام است که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و یا معامله‌گران طبق مقررات این قانون، مورد دادوستد قرار می‌گیرد؛ بازار اولیه بازاری است که اولین عرضه و پذیره‌نویسی اوراق بهادار جدیدالانتشار در آن انجام می‌شود و منابع حاصل از عرضه اوراق بهادار در اختیار ناشر قرار می‌گیرد. بنابراین خاستگاه اصلی تأمین مالی در کشور از طریق بازار سرمایه بورس اوراق بهادار و بازار اولیه خواهد بود. در بازار اولیه دو گروه اصلی قرار دارند، گروه اول ناشران اوراق بهادار هستند که طبق تعریف قانون ناشر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند و دسته دوم سرمایه گذاران در این اوراق بهادار هستند. باید توجه داشت که مفهوم اوراق بهادار و ابزار مالی در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران معادل هم در نظر گرفته شده است و اوراق بهادار هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد.

انتشار اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار عبارت است از صدور اوراق بهادار برای عرضه عمومی و عرضه عمومی طبق تعریف آن در قانون عرضه اوراق بهادار منتشره به عموم جهت فروش است. بنابراین عرضه اوراق بهادار در بازار اولیه دو نوع است: نوع اول عرضه عمومی اوراق بهادار است که به آن انتشار اوراق بهادار گفته می‌شود و به عموم سرمایه گذاران و خریداران عرضه می‌گردد. نوع دوم عرضه خصوصی است که عبارت است از فروش مستقیم اوراق بهادار توسط ناشر به سرمایه‌گذاران نهادی است. اصطلاح «سرمایه گذار نهادی» بر اساس ادبیات مالی به سازمان یا نهادی اطلاق می‌شود که اوراق بهادار را در تعداد عمده و یا ارزش دلاری بالا معامله می‌کند و از منافع کارمزد کمتر بهره می‌برد.

خاستگاه و بازیگران تأمین مالی در بازار سرمایه حسب قوانین و مقررات در نمایه زیر نشان داده شده است:



نمایه ۱- خاستگاه و بازیگران تأمین مالی در بازار سرمایه

۱-۲- تحلیل انگیزه‌های ناشران

هدف و نیاز ناشران از انتشار اوراق بهادار خواه اوراق بدهی و خواه اوراق سرمایه‌ای تأمین مالی می‌باشد و این مفروض هر انتشار اوراق بهاداری خواهد بود؛ لیکن ناشران جهت انتخاب بین این دو دسته اوراق انگیزه‌ها و مشوق‌های گوناگونی دارند که براساس شرایط خود یکی از این دسته اوراق را انتخاب می‌کنند و در حالی که اوراق ترکیبی وجود داشته باشد می‌توانند ترکیبی از شرایط این دو دسته را انتخاب کنند. ویژگی‌های هر کدام از این دو دسته می‌تواند به‌نوعی انگیزه‌ای برای ناشران اوراق بهادار باشد؛ بنابراین در اینجا به این ویژگی‌ها با چشم عوامل انگیزشی ناشر نگاه می‌کنیم.

۱-۱-۲- انگیزه‌های انتشار اوراق مبتنی بر حقوق صاحبان سهام

در فرایند تأمین مالی بوسیله انتشار سهام عادی و یا افزایش سرمایه از محل آورده نقدی (حق تقدم خرید سهام) و مطالبات حال شده (سهام جایزه) ویژگی‌هایی نهفته است که باعث ترغیب ناشر می‌گردد.

✓ معافیت مالیاتی

براساس ماده ۶ و ۷ و تبصره‌های ذیل «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی» شرکت‌هایی که در بورس پذیرش می‌شوند از معافیت مالیات بر درآمد برخوردارند. این معافیت مالیاتی باعث خواهد شد ناشران ترغیب به پذیرش در بورس و انتشار بخشی از سهام خود در بورس اوراق بهادار و یا فرابورس ایران شود.

ماده ۶ - ماده (۱۴۳) قانون مالیات‌های مستقیم مصوب ۱۳۶۶/۱۲/۳ و اصلاحات بعدی آن به شرح زیر اصلاح، تبصره (۱) آن حذف و تبصره‌های (۲) و (۳) به عنوان تبصره‌های (۱) و (۲) ابقاء گردید:

ماده ۱۴۳ - معادل ده درصد (۱۰٪) از مالیات بر درآمد حاصل از فروش کالاهایی که در بورس‌های کالایی پذیرفته شده و به فروش می‌رسد و ده درصد (۱۰٪) از مالیات بر درآمد شرکت‌هایی که سهام آنها برای

معامله در بورس‌های داخلی یا خارجی پذیرفته می‌شوند و پنج درصد (۵٪) از مالیات بر درآمد شرکت‌هایی که سهام آنها برای معامله در بازار خارج از بورس داخلی یا خارجی پذیرفته می‌شوند، از سال پذیرش تا سالی که از فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در این بورس‌ها یا بازارها حذف نشده‌اند با تأیید سازمان بخشوده می‌شود. شرکت‌هایی که سهام آنها برای معامله در بورس‌های داخلی یا خارجی یا بازارهای خارج از بورس داخلی یا خارجی پذیرفته شود در صورتی که در پایان دوره مالی به تأیید سازمان حداقل بیست درصد (۲۰٪) سهام شناور آزاد داشته باشند معادل دو برابر معافیت‌های فوق از بخشودگی مالیاتی برخوردار خواهند شد.

✓ عدم التزام به پرداخت سود ثابت

دارندگان سهام عادی در صورت سود آور بودن شرکت می‌تواند بصورت نامحدودی سود تقسیمی دریافت کنند اما پرداخت این سود به هیچ وجه تضمین شده نیست بلکه پرداخت آن و میزان پرداخت آن بوسیله مجمع عمومی عادی شرکت ناشر تعیین می‌شود. برخلاف پرداخت‌های بهره به اوراق قرضه چنانچه شرکت قادر به پرداخت سود تقسیمی به سهامداران نباشد با ورشکستگی مواجه نخواهد شد. بنابراین در صورت عدم پرداخت سود تقسیمی و حتی در صورتی که شرکت سود آور باشد ولی بخواهد در پروژه‌های جدید سرمایه گذاری کند باز هم دارندگان سهام عادی نمی‌توانند ادعایی نسبت به سود شرکت داشته باشند (بریگام، گانینسکی و دیوز، ۱۳۸۲، ص ۵۱)

طبق ماده ۸۹ و ۹۰ قانون تجارت مجمع عمومی صلاحیت تعیین میزان سود تقسیمی بین صاحبان سهام را خواهد داشت و در صورت وجود منافع تقسیم حداقل ده درصد آن الزامی است.

ماده ۸۹- مجمع عمومی عادی باید سالی یکبار در موقعی که در اساسنامه پیش بینی شده است برای رسیدگی به ترازنامه و حساب سود و زیان سال مالی قبل و صورت دارائی و مطالبات و دیون شرکت و صورتحساب دوره و عملکرد سالیانه شرکت و رسیدگی به گزارش مدیران و بازرس یا بازرسان و سایر امور مربوط به حساب‌های سال مالی تشکیل شود.

تبصره - بدون قرائت گزارش بازرس یا بازرسان شرکت در مجمع عمومی اخذ تصمیم نسبت به ترازنامه و حساب سود و زیان سال مالی معتبر نخواهد بود.

ماده ۹۰- تقسیم سود و اندوخته بین صاحبان سهام فقط پس از تصویب مجمع عمومی جایز خواهد بود و در صورت وجود منافع تقسیم ده درصد از سود ویژه سالانه بین صاحبان سهام الزامی است.

✓ عدم امکان تغییر تعهدات صاحبان سهام

تعهدات صاحبان سهام در شرکت سهام عام به میزان مبلغ اسمی سهام است و کسی نمی‌تواند این تعهدات با حتی با نظر اکثریت صاحبان سهام تغییر دهد و این به‌صراحت در ماده ۹۴ قانون تجارت بیان شده است.

ماده ۹۴- هیچ مجمع عمومی نمی‌تواند تابعیت شرکت را تغییر بدهد و با هیچ اکثریتی نمی‌تواند بر تعهدات صاحبان سهام بیفزاید.

✓ مسئولیت محدود

این ویژگی سهام عادی بدین معنی است که سهامداران به میزان مبلغی که در شرکت سرمایه گذاری کردند در قبال ضرر و زیان مسئولیت دارند و نه بیشتر و در صورت ورشکستگی و یا افت قیمت دارایی شرکت حداکثر زیان آنها بمیزان سرمایه گذاری است که انجام داده‌اند (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۸۹، ص ۱۳۷) این موضوع در ماده ۱ قانون تجارت تصریح شده است:

ماده ۱- شرکت سهامی، شرکتی است که سرمایه آن به سهام تقسیم شده و مسئولیت صاحبان سهام محدود به مبلغ اسمی سهام آنها است.

✓ امکان نقل و انتقال بدون قید و شرط

نقل و انتقال سهام عادی تابع موافقت مجامع و یا هیات مدیره نیست و امکان خرید و فروش آسان از جمله انگیزه‌های ناشران می‌تواند باشد. این موضوع در ماده ۴۱ قانون تجارت بیان شده است.

ماده ۴۱- در شرکت‌های سهامی عام نقل و انتقال سهام نمی‌تواند مشروط به موافقت مدیران شرکت یا مجامع عمومی صاحبان سهام بشود.

✓ مطالبات باقیمانده

در صورت ورشکستگی شرکت دارندگان سهام عادی پایین‌ترین سطح اولویت را نسبت به ادعا بر دارایی‌های شرکت دارند. یعنی بعد از اینکه مطالبات اولویت دار (پرداخت‌های مربوط به بستانکارانی از قبیل کارکنان شرکت، دارندگان اوراق قرضه، مالیات‌های دولتی و دارندگان سهام ممتاز) پرداخت شد دارندگان سهام عادی می‌توانند نسبت به دارایی‌های باقیمانده شرکت ادعا داشته باشند (راس، وسترفیلد و جردن، ۱۳۸۷، ص ۱۲۱). این ویژگی سبب می‌شود ریسک انتشار اوراق سهام برای ناشر کمتر از اوراق بدهی باشد و از طرف دیگر ریسک خرید آن برای سرمایه گذار بیشتر خواهد بود. در ماده ۲۲۴ و ۲۲۵ قانون تجارت مطالبات باقیمانده بیان شده است که در ادامه آورده می‌شود:

ماده ۲۲۴- پس از ختم تصفیه و انجام تعهدات و تأدیه کلیه دین دارائی شرکت بدو به مصرف بازپرداخت مبلغ اسمی سهام به سهامداران خواهد رسید و مازاد به ترتیب مقرر در اساسنامه شرکت و در صورتی که اساسنامه ساکت باشد به نسبت سهام بین سهامداران تقسیم خواهد شد.

ماده ۲۲۵- تقسیم دارائی شرکت بین صاحبان سهام خواه در مدت تصفیه و خواه پس از آن ممکن نیست مگر آنکه شروع به تصفیه و دعوت بستانکاران قبلاً سه مرتبه و هر مرتبه به فاصله یک ماه در روزنامه رسمی و روزنامه کثیرالانتشاری که اطلاعیه‌ها و آگهی‌های مربوط به شرکت در آن درج می‌گردد آگهی شده و لااقل شش ماه از تاریخ انتشار اولین آگهی گذشته باشد.

✓ مدیریت ریسک

از آنجا که طبق تعریف ماده ۲۴ قانون تجارت «سهام قسمتی است از سرمایه شرکت سهامی که مشخص میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت سهامی می‌باشد»؛ دارنده سهام در منافع و ضرر حاصل از عملیات شرکت سهیم خواهد بود، هرچند میزان تحمل ضرر به اندازه سرمایه گذاری صاحب سهام

است ولی از طرف دیگر ناشر اوراق بهادار با انتشار سهام ریسک مالکیت و ریسک سود و زیان شرکت را بین کلیه صاحبان سهام به نسبت سهم شرکت تقسیم می‌نماید (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۸۹، ص ۲۵۷).

✓ هموار سازی ادغام و تملیک شرکت

ناشر اوراق بهادار سهام می‌تواند به وسیله انتشار درصد قابل توجهی از سهام شرکت زمینه ادغام و تملیک شرکت توسط شرکت‌های دیگر را فراهم نماید.

شرکتی که به صورت سهامی عام فعالیت تجاری می‌کند می‌تواند از طریق (۱) ادغام؛ (۲) تملیک مستقیم سهام سهامدارهای شرکت هدف با ارائه پیشنهاد همراه با ادغام برای تملیک بقیه سهام باقی مانده پیشنهاد نشده؛ یا (۳) تملیک دارایی‌های شرکت هدف و توزیع درآمد بین سهامداران شرکت هدف، تملیک شود. سومین روش تملیک به ندرت مورد استفاده قرار می‌گیرد، زیرا از نظر مالیاتی ناکارآمد بوده و بنابراین در اینجا فقط دو روش اول توضیح داده شده است (Masulis و Faccio، ۲۰۰۴، ص ۱۳۵۰).

✓ امکان تأمین سرمایه بدون تغییر مالکیت

در صورتی که ناشر درصدد افزایش سرمایه و یا بعبارت دیگر تأمین مالی از طریق آورده جدید داشته باشد، صاحبان قبلی سهام نسبت به سرمایه‌گذاران جدید «حق تقدم» دارند که این حق تقدم بعنوان یک اوراق بهادار شناخته می‌شود و قابل نقل و انتقال است. این مورد در ماده ۱۶۶ قانون تجارت تصریح شده است:

ماده ۱۶۶- در خرید سهام جدید صاحبان سهام شرکت به نسبت سهامی که مالکند حق تقدم دارند و این حق قابل نقل و انتقال است مهلتی که طی آن سهامداران می‌توانند حق تقدم مذکور را اعمال کنند کمتر از شصت روز نخواهد بود. این مهلت از روزی که برای پذیره نویسی تعیین می‌گردد شروع می‌شود.

✓ استفاده از منبع دائمی تأمین مالی

سهام عادی مگر در موارد خاص که قانون به صراحت بیان کرده است به سررسید نمی‌رسند. این نوع سهام یکی از منابع دایمی تأمین مالی به حساب می‌آیند (راس و دیگران، ۱۳۸۷، ص ۲۱۷) در قانون تجارت در مواد مربوط به انحلال این موضوع بیان شده است:

ماده ۱۹۹- شرکت سهامی در موارد زیر منحل می‌شود:

- (۱) وقتی که شرکت موضوعی را که برای آن تشکیل شده است انجام داده یا انجام آن غیرممکن شده باشد.
- (۲) در صورتی که شرکت برای مدت معین تشکیل گردیده و آن مدت منقضی شده باشد مگر اینکه مدت قبل از انقضاء تمدید شده باشد.
- (۳) در صورت ورشکستگی.
- (۴) در هر موقع که مجمع عمومی فوق‌العاده صاحبان سهام به هر علتی رأی به انحلال شرکت بدهد.
- (۵) در صورت صدور حکم قطعی دادگاه

۲-۱-۲- انگیزه‌های انتشار اوراق بدهی

در این اوراق نیز همانند اوراق مالکیت، تأمین مالی نیاز و هدف اصلی ناشر از اوراق است لیکن انگیزه‌های مختلفی وجود دارد که ناشر به سمت این اوراق کشیده می‌شود که در زیر بدانها اشاره می‌شود.

➤ سپر مالیاتی

هزینه بهره اوراق بدهی هزینه قابل قبول مالیاتی محسوب می‌شود که با کسر بهره پرداختی از رقم سود، موجبات کاهش میزان مالیات بر درآمد، فراهم می‌گردد. به این مزیت اوراق قرضه، «سپر مالیاتی» گفته می‌شود (Choudhry, 2010, p. 213). ناشران با انتشار اوراق بدهی می‌توانند بهره‌های پرداختی را بعنوان هزینه‌های مالی لحاظ نمایند و این هزینه باعث کاهش سود و بالتبع کاهش پرداخت مالیات خواهد شد ولی در طرف مقابل سود سهام عادی پس از کسر مالیات پرداخت می‌شود، بنابراین، پرداخت سود سهام باعث صرفه‌جویی مالیاتی برای شرکت نمی‌شود.

طبق ماده ۱۴۸ قانون مالیات‌های مستقیم (مصوب ۱۳۹۴/۰۴/۳۱)، هزینه و کارمزد بدهی جزو هزینه‌های قابل قبول مالیاتی شناخته شده است.

➤ سهم نبودن در سود مازاد شرکت

نرخ بهره قطعی از پیش تعیین شده، رکن اصلی این اوراق به شمار می‌رود. هرچند در بعضی از گونه‌های این اوراق بهره متغیر نیز وجود دارد ولی عمده اوراق بدهی مشتمل بر بدهی ثابت هستند. این ویژگی باعث خواهد شد که دارنده اوراق در سود مازاد شرکت سهم نباشد و این می‌تواند انگیزه‌ای برای ناشر اوراق شمرده شود.

براساس ماده ۵۲ الحاقیه قانون تجارت برای صاحب ورقه قرضه بهره معینی مقرر شده است که تمام آن یا اجزای آن در موعد یا مواعد معینی باید مسترد گردد.

ماده ۵۲- ورقه قرضه قابل معامله‌ای است که معرف مبلغی وام است با بهره معین که تمامی آن یا اجزاء آن در موعد یا مواعد معینی باید مسترد گردد برای ورقه قرضه ممکن است علاوه بر بهره حقوق دیگری نیز شناخته شود.

➤ عدم از دست دادن کنترل شرکت

اوراق بهادار ربوی بیان‌گر مالکیت دارندگان آنها در طرح‌های تجاری یا صنعتی که اوراق برای آنها انتشار یافته، نیست و بیشتر نشان‌گر وام ربوی است که خریداران اوراق به صاحبان طرح‌ها و در واقع طرف‌های صادرکننده اوراق، داده‌اند، و به کار بردن واژه خرید و فروش اوراق نیز، از باب تسامح در تعبیر است (تسخیری، ۱۳۸۶، ص ۱۰)؛ بر خلاف اوراق مالکیت، دارندگان اوراق بدهی در امور شرکت حق دخالتی ندارند و کنترل شرکت متعلق به صاحبان سهام می‌ماند. بنابراین ناشر اوراق بدهی بوسیله انتشار اینگونه اوراق دغدغه‌ای در زمینه از دست دادن کنترل شرکت ندارد. ماده ۵۳ الحاقیه قانون تجارت بصورت صریح به این موضوع اشاره کرده است.

ماده ۵۳- دارندگان اوراق قرضه در اداره امور شرکت هیچگونه دخالتی نداشته و فقط بستانکار شرکت محسوب می‌شوند.

➤ عدم رجوع به ناشر قبل از سررسید

ماهیت اوراق بدهی به گونه‌ای است که مواعد پرداخت اصل و بهره اوراق مشخص است و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند قبل از سررسید به ناشر جهت وصول مطالبات خود رجوع کنند. به عبارت دیگر ناشر می‌تواند مدیریت نقدینگی مناسبی بر سرمایه در گردش شرکت و پرداخت مطالبات داشته باشد که خود انگیزه‌ای برای انتشار اوراق خواهد بود (Anson, Fabozzi & Jones, 2010, p. 210). در ماده ۵۲ الحاقیه قانون تجارت با ذکر عنوان «استرداد در موعد یا مواعد معین» بصورت ضمنی عدم امکان رجوع به ناشر در غیر موعد معین را بیان کرده است.

➤ امکان بازخرید اوراق

اوراق قرضه‌ای که قابل بازخرید هستند به ناشر این امکان را می‌دهند که در زمانی که نرخ بهره کاهش می‌یابد، اوراق قرضه را بازخرید کرده، اوراق قرضه با نرخ بهره کمتری را جانشین آن کند. در اوراقی که بازار ثانویه دارد ناشر می‌تواند با جمع آوری اوراق از بازار، عملاً اوراق را تسویه نماید و در صورت تغییر استراتژی تأمین مالی و یا تغییر نرخ سود اوراقی با شرایط دیگر منتشر کند (Fabozzi & Mann, 2012, p. 123).

➤ هزینه‌های کارمزد حداقل

هزینه خاص سرمایه مربوط به اوراق قرضه از هزینه خاص سرمایه مربوط به سهام کمتر است. این پائین بودن هزینه دو علت دارد: اول، هزینه بهره یک هزینه قابل قبول مالیاتی است و همین امر باعث می‌شود که هزینه مؤثر اوراق قرضه کم گردد؛ دوم، با توجه به شرایط مندرج در قرارداد اوراق قرضه، ریسک دارندگان اوراق قرضه از ریسک سهامداران، به مراتب کمتر است. بنابراین، نرخ بهره مورد توقع خریداران اوراق قرضه کمتر از نرخ بازده مورد نظر سهامداران شرکت است، بنابراین ناشر می‌تواند با انتشار اینگونه اوراق با نرخ‌های پایین‌تری تأمین مالی کند (Tuckman & Serrat, 2011, p. 231).

➤ ایجاد شرایط خاص برای مالکان

با توجه به تقدم حقوق مالی اوراق قرضه بر مالکان شرکت (سهام داران عادی)، ناشر می‌تواند شرایط مندرج در اوراق قرضه شرکت را به گونه‌ای طراحی کند که میزان پرداخت سود سهام عادی را محدود کند. اینگونه شرایط می‌توانند هزینه سرمایه متعلق به سهام عادی را افزایش دهند (Tuckman & Serrat, 2011, p. 233).

همانگونه که بیان شد در یک عرضه اوراق بهادار در بازار سرمایه دو گروه اصلی ناشر و سرمایه‌گذار وجود دارد که سرمایه‌گذاران را میتوان به دو گروه سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران خرد تقسیم کرد. بدون شک انتشار اوراق زمانی با موفقیت انجام میشود که نیازها و انگیزه‌های ناشران و سرمایه‌گذاران بطور کلی یا بصورت بخشی برآورده شود. پیشرفت بازارهای سرمایه در دنیا منوط به انتشار اوراق بهاداری است که نیازها و انگیزه‌های گوناگون ناشران و سهامداران را برطرف کند.

در زمینه بررسی انگیزه های ناشران در بازار سرمایه کشور تحقیق چندانی انجام نشده است و تحقیقات انجام شده عمدتاً بر روی یک مولفه خاص مانند تقسیم سود توسط ناشر و یا تئوری نمایندگی تمرکز کرده اند و نیازها و انگیزه های ناشران در سطح کلان مورد مذاقه قرار داده نشده است. از جمله تحقیقات انجام شده میتوان به پژوهش خلیفه سلطانی و برزگر (۱۳۹۵) با عنوان «رابطه مخاطرات اخلاقی و مدیریت سود» اشاره کرد؛ در این مقاله براساس معادلات ساختاری ثابت شده است که بین مخاطرات اخلاقی و مدیریت سود توسط ناشر، رابطه مثبت وجود دارد و این رابطه در الگوی خطی بهتر تبیین می‌شود (خلیفه سلطانی و برزگر، ۱۳۹۵، ص ۱۸). ابراهیمی (۱۳۹۰) در مقاله خود با عنوان «مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات افشای اطلاعات در معاملات سهام (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و آمریکا)» به بررسی ابعاد حقوقی و مالی افشای اطلاعات ناشران که نقش مهمی در تعیین قیمت عادلانه اوراق بهادار و حفظ بازاری کارآ و منصفانه ایفا می نماید، به مطالعه مسئولیت مدنی اشخاصی که از این مقررات تخطی کرده اند، می پردازد (ابراهیمی، ۱۳۹۰، ص ۲۱). اسدی نژاد و امیریور (۱۳۸۹) در مقاله خود به بررسی حقوقی فعالیت ها و خدمات نهادهای مالی در بازار سرمایه ایران از جمله ناشران پرداخته است (اسدی نژاد و امیریور دیزج یکان، ۱۳۸۹، ص ۱۵). در سطح بین المللی تحقیقاتی در زمینه انگیزه های ناشران توسط دانشمندانی از جمله راس، فبوزی و ساندرز انجام شده است که در ادامه بدان پرداخته خواهد شد. بررسی اجمالی تحقیقات انجام شده اعم از داخلی و خارجی نشان میدهد بررسی انگیزه ناشران در بازار سرمایه کشور نیازمند پژوهش های بیشتری می باشد.

اسپیگر و همکاران (۲۰۱۴) در کتاب خود به بررسی مبسوط اوراق هیبریدی پرداخته اند و جوانب مختلف آن را از جمله تطابق این اوراق با نیازهای ناشران را مد نظر قرار داده است. گای فورد و همکاران (۲۰۱۴) در مقاله خود به بررسی تاثیر انتشار اوراق هیبریدی بر هزینه سرمایه شرکتها پرداخته‌اند و به این نتیجه رسیده‌اند که این اوراق تاثیر بسزایی در کاهش هزینه سرمایه ناشران خواهد داشت. پارامسواران (۲۰۱۱) در کتاب خود با عنوان «مبانی ابزارهای مالی» به بررسی انواع سهام ممتاز پرداخته است و سهام ممتاز را جزو گونه‌های اصلی اوراق هیبریدی دانسته است. بررسی گرایش به سهام ممتاز و انتشار آن برحسب نیازهای بازارهای منطقه‌ای و سهام ممتاز برای گروه‌های خاص از جمله موارد مورد اشاره در کتاب وی است. ادریسینگ و همکاران، در تحقیق خود از نسبت‌های مالی به منظور تخمین قدرت مالی شرکتها و همبستگی این معیارها با بازده واقعی سهام، استفاده نمودند. نسبت‌های مالی بکارگرفته شده در این تحقیق در ۶ دسته قرار گرفته که در برگرنده معیارهای سودآوری، معیارهای کارآیی عملیاتی، معیارهای نقدینگی، معیارهای اهرمی، معیارهای چشم انداز شرکت و معیارهای رشد می‌باشند. (ادریسینگ و همکاران، ۲۰۰۸) لی و همکاران در تحقیقی تحت عنوان «ترکیب تکنیک‌های تصمیم‌گیری چند معیاره (MCDM) برای انتخاب سهام بر اساس دیدگاه مدل گوردن» معیارهای موثر بر قیمت سهم را شناسایی کردند. معیارهای موثر شامل چشم انداز صنعت، درآمدها، جریان نقد عملیاتی، نسبت پرداخت سود، بتای بازار، بازده بدون ریسک، نرخ رشد درآمدها و نرخ رشد سود تقسیمی می‌شدند. (لی و همکاران، ۲۰۱۱) به کویت در سال

۲۰۰۱ در تحقیقی تحت عنوان «انتخاب سهم در شش بازار غیر آمریکایی بزرگ» مسأله انتخاب سهم را در شش کشور استرالیا، کانادا، فرانسه، آلمان، ژاپن و انگلستان مورد بررسی قرار داد. وی در این مطالعه از ۸ معیار استفاده نموده است که عبارتند از نسبت قیمت به جریان نقدی، نسبت قیمت به درآمد، نسبت قیمت به ارزش دفتری، نسبت نرخ سرمایه گذاری مجدد، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت نرخ سرمایه گذاری مجدد به مقدار قیمت به درآمد در یک سال، نسبت نرخ سرمایه گذاری مجدد به مقدار قیمت به درآمد در پنج سال گذشته و نسبت نوسان یک سال گذشته در قیمت استفاده کرده است (بکویت، ۲۰۰۱).

۳- روش‌شناسی پژوهش

همانگونه که بیان شد ناشران براساس ادبیات موضوع انگیزه‌ها و نیازهایی جهت انتشار اوراق بهادار دارند لیکن این انگیزه‌ها براساس ادبیات موضوع طراحی شده است و باید آنها را از نظر اعتبار در بازار سرمایه کشور اعتبارسنجی نمود و از وجود انگیزه‌های دیگر نیز اطلاع یافت. جهت اعتبارسنجی و همچنین کشف انگیزه‌های گوناگون دیگر ناگزیر از انتخاب روش خبره محور هستیم. در این مقاله با توجه به شرایط موجود از جمله تعداد معتنا به ناشر در بازار سرمایه از روش گلوله برفی استفاده شده است. باتوجه به نیاز پژوهش به یافتن انگیزه‌های خاص بازار سرمایه کشور میبایست با خبرگان موضوع مصاحبه انجام میگرفت لذا استفاده از روش نمونه برداری تصادفی رهیافت مناسبی نمی نمود. در این پژوهش سعی شده است از عالی ترین مقامات بازار سرمایه و همچنین اساتید مبرز دانشگاه در مرحله اول روش گلوله برفی استفاده شود.

پژوهش‌های اجتماعی اغلب به مطالعه شبکه‌های به هم پیوسته افراد یا سازمان‌ها علاقه‌مند هستند. این شبکه‌ها می‌توانند دانشمندی از سراسر جهان که به پژوهش درباره مسئله مشابه می‌پردازند، نخبگان یک شهر با جمعیت متوسط، هیات مدیره بانک‌ها یا شرکت‌های بزرگ باشند. ویژگی اساسی همه آنان این است که هر فرد یا واحدی بطور مستقیم یا غیر مستقیم با دیگری در ارتباط است ولی این بدان معنا نیست که هر فردی مستقیماً سایر افراد شبکه را می‌شناسد یا با آنان در تعامل است یا از آنان تاثیر می‌پذیرد بلکه بیشتر آنان بعنوان یک گروه بطور مستقیم یا غیر مستقیم در شبکه‌ای از روابط به هم پیوسته با یکدیگر در ارتباط هستند. نمونه گیری گلوله برفی (که نمونه گیری شبکه‌ای، ارجاع زنجیره‌ای یا نمونه گیری براساس شهرت نیز نامیده می‌شود) روشی برای انتخاب و نمونه گیری از افراد و موردهای متعلق به شبکه‌ها است. این روش با توجه به تمثیلی از یک گلوله برفی که در ابتدا کوچک است اما هر قدر بر روی برف می‌لغزد برف بیشتری را به خود جذب کرده و بزرگ‌تر می‌شود نام‌گذاری شده است. نمونه گیری گلوله برفی یک روش چند مرحله‌ای است؛ با یک یا تعداد کمی از افراد یا موردها آغاز می‌شود و براساس پیشنهاد هر فرد یا مورد درباره موردهای بعدی گسترش پیدا می‌کند (Neuman, 2000, p. 251).

تکنیک تاپسیس، روش اصلی تحلیل داده‌های این تحقیق می‌باشد. یکی از انواع مدل‌های تصمیم‌گیری بر اساس چندین شاخص که می‌تواند راهگشای بسیاری از مسائل تصمیم‌گیری برای مدیران و برنامه‌ریزان

باشد، مدل تاپسیس است. این مدل برای اولین بار در سال ۱۹۸۱، توسط هوانگ و یون ارائه گردید و با اصلاحاتی که بر روی آن انجام شد، به عنوان یکی از بهترین و دقیق‌ترین روش‌های تصمیم‌گیری چند شاخصه در بین برنامه‌ریزان می‌باشد. اساس کار این تکنیک دارای پایه‌های نظری قویتری نسبت به تکنیک‌های تصمیم‌گیری چند شاخصه بوده، به طوری که در این تکنیک بسیاری از مشکلات روش‌هایی مانند تاکسونومی عددی حل گردیده است. پایه‌های نظری این تکنیک بر این رابطه استوار است که ابتدا ایده‌آل‌های مثبت (کارآمدترین حالت) و ایده‌آل‌های منفی (نا کارآمدترین حالت) را برای هر یک از شاخص‌ها محاسبه می‌کند و سپس فاصله هر گزینه از ایده‌آل‌های مثبت و منفی محاسبه می‌شود. گزینه منتخب، گزینه‌ای است که کمترین فاصله را از ایده‌آل‌های مثبت و بیشترین فاصله را از ایده‌آل‌های منفی داشته باشد. این تکنیک به گونه‌ای طراحی شده که می‌توان نوع شاخص‌ها را از لحاظ تأثیر مثبت یا منفی داشتن بر هدف تصمیم‌گیری در مدل دخالت داده و نیز اوزان و درجه اهمیت هر شاخص را در مدل وارد نمود. (اصغری‌پور، ۱۳۸۵، ص ۸۷)

۴- یافته‌های پژوهش

براساس تحلیل ویژگی‌های اوراق مالکیت و اوراق بدهی در بازار سرمایه ایران و دیگر بازارها انگیزه‌های بالقوه ممکن طبق جدول ۱ استخراج گردید لیکن این انگیزه‌ها که بعضاً در بازارهای سرمایه دیگر کشورها وجود دارد و یا براساس شرایط و ویژگی‌های قانون‌گذار بوجود آمده است نیازمند اعتبار سنجی و بومی سازی از منظر خبرگان و ناشران بازار سرمایه کشور می‌باشد. از طرف دیگر این گمان وجود دارد که انگیزه‌ها از نظر ناشران وجود داشته باشد که در ادبیات موضوع بیان نشده باشد لذا جهت تایید انگیزه‌های موجود و شناخت انگیزه‌های دیگر به خبرگان رجوع شده است. متد مصاحبه و تایید خبرگان به دوصورت انجام گرفته است در مرحله اول تایید خبرگان براساس روش گلوله برفی انجام شده است و در مرحله دوم جهت رتبه بندی انگیزه‌های و همچنین تایید غیر مستقیم آنها از روش تاپسیس استفاده شده است. جدول ۲ انگیزه‌های ناشران را پس از مصاحبه و تایید خبرگان را نشان می‌دهد براساس این جدول از مجموع ۱۷ انگیزه موجود ۳ انگیزه از نظر خبرگان تایید نشده است.

جدول (۱) انگیزه‌های ناشران را پس از مصاحبه و تایید خبرگان

سهام		
ردیف	انگیزه- ادبیات موضوع	انگیزه- تایید خبرگان
۱	معافیت مالیاتی	✓
۲	عدم التزام به پرداخت سود ثابت	✓
۳	عدم امکان تغییر تعهدات صاحبان سهام	×
۴	مسئولیت محدود	✓
۵	امکان نقل و انتقال بدون قید و شرط	✓

واکاوی انگیزه‌های ناشران اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران با رویکرد طراحی اوراق بهادار جدید / حامد تاجمیر ریاحی

✓	مطالبات باقیمانده	۶
توزیع ریسک	مدیریت ریسک	۷
اصلاح ساختار سرمایه	هموار سازی ادغام و تملیک شرکت	۸
✓	امکان تأمین سرمایه بدون تغییر مالکیت	۹
✓	استفاده از منبع دائمی تأمین مالی	۱۰
اوراق بدهی		
انگیزه - تایید خبرگان	انگیزه - ادبیات موضوع	ردیف
✓	سپر مالیاتی	۱۱
✓	سهیم نبودن در سود مازاد شرکت	۱۲
✓	عدم از دست دادن کنترل شرکت	۱۳
*	عدم رجوع به ناشر قبل از سررسید	۱۴
امکان بازخرید یا تبدیل اوراق	امکان بازخرید اوراق	۱۵
✓	هزینه‌های کارمزد حداقل	۱۶
*	ایجاد شرایط خاص برای مالکان	۱۷

انگیزه عدم امکان تغییر تعهدات صاحبان سهام هرچند در قانون بدان تصریح شده است لیکن از نظر ناشران بعنوان انگیزه لحاظ نشده است و در بازار سرمایه کشور باتوجه به نبود سهام ممتاز قابل تبدیل به سهام عادی این امکان عملاً مورد استفاده قرار نگرفته است. در بازار اوراق بدهی انگیزه عدم رجوع به ناشر قبل از سررسید از نظر خبرگان تایید نشده است. وجود بازار ثانویه برای اغلب اوراق بدهی این انگیزه که منتج شده از متن قانون است را برطرف کرده است. عدم وجود اوراق قرضه در بازار سرمایه ایران و بالتبع آن ویژگی ایجاد شرایط خاص برای مالکان در انتشار اوراق قرضه مجدد را بعنوان انگیزه در نظر ناشران مطرح نمی‌کند.

انگیزه مدیریت ریسک در اوراق مالکیت از نظر خبرگان به عنوان توزیع ریسک تغییر یافته است که از جمله دلایل آن محدود بودن بازار سرمایه کشور در حیطه اوراق مالکیت به سهام عادی و نبود انواع متنوع سهام ممتاز جهت مدیریت ریسک می باشد. مباحث مربوط به ادغام و تملیک هرچند در بازارهای سرمایه دنیا جزو فعالیتهای عملیاتی متداول میباشد و شرکتهای تامین سرمایه بخش عظیمی از توجه خود را براین فرایندها معطوف داشته اند لیکن در بازار سرمایه کشور کماکان جایگاه خود را نیافته است و انگیزه معطوف به آن در ناشران اوراق وجود ندارد بنابراین این انگیزه از طرف خبرگان به اصلاح ساختار سرمایه تغییر یافته است. انگیزه امکان بازخرید اوراق موسع تر شده است به امکان بازخرید یا تبدیل اوراق تغییر یافته است. براین اساس ناشران در بازار سرمایه کشور جهت انتشار اوراق حقوق صاحبان سهام و یا انواع اوراق بدهی ۱۴ انگیزه بالقوه دارند. حال سوال دومی که مطرح است این است که کدام انگیزه از اهمیت بیشتری نزد ناشران برخوردار است. جواب این سوال از آن جهت قابل اهمیت است که طراحان اوراق بهادار قادر خواهند

بود در طراحی اوراق خود انگیزه های ناشران را لحاظ کنند و بدین ترتیب ناشران در بازار اوراق مالکیت یا در بازار اوراق بدهی تمایل بیشتری به انتشار اوراق خواهند داشت.

جهت پاسخگویی به سوال دوم، در این پژوهش ماتریس تصمیم شامل ۱۴ انگیزه ناشران به عنوان گزینه‌های مربوط به تصمیم‌گیری و خبرگان به عنوان شاخص‌های تصمیم‌گیری خواهد بود. از آنجا که خبرگان می‌بایست به عنوان شاخص تصمیم‌گیری در مورد گزینه‌ها که همان انگیزه های ناشران می‌باشد تصمیم‌گیری کنند لذا این افراد علاوه بر حضور فعال در بازار سرمایه بعنوان ناشر اوراق بهادار کشور باید دانش کافی در زمینه مالی داشته باشند، بنابراین خبرگان از بین ناشران بازار با مدرک حداقل کارشناسی ارشد انتخاب شدند. عمده ناشران منتخب دارای تحصیلات مالی و حسابداری بودند. به دلیل پراکندگی و تعداد زیاد ناشران و مشکلات عدم دسترسی جهت انتخاب ناشران از نمونه‌گیری خوشه‌ای استفاده شده است. تعداد ناشرانی که پرسشنامه مذکور را پر کردند ۲۰ نفر بوده است. در نتیجه ماتریس تصمیم این پژوهش ماتریسی ۱۵*۲۰ است. نتایج به دست آمده از روش تاپسیس در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۲) نتایج رتبه‌بندی با استفاده از روش تاپسیس

رتبه	CL_i	d_i^-	d_i^+	نام انگیزه
۱	۰,۹۰۵۶۹۷۸۶۷	۱,۴۲۴۶۴۳۴۸۷	۰,۱۴۸۳۳۵۲۵	استفاده از منبع دائمی تأمین مالی
۲	۰,۹۰۲۳۶۰۷۶۴	۱,۴۱۹۶۰۶۳۲۸	۰,۱۵۳۶۰۷۳۸۵	سهیم نبودن در سود مازاد شرکت
۳	۰,۸۶۱۱۲۰۴۸۹	۱,۳۴۳۵۳۲۶۷۷	۰,۲۱۶۶۸۱۸۲۸	عدم از دست دادن کنترل شرکت
۴	۰,۸۳۷۷۸۷۵۹۹	۱,۳۶۹۷۲۷۶۱۶	۰,۲۶۵۲۰۶۶۰۶	امکان تأمین سرمایه بدون تغییر مالکیت
۵	۰,۸۳۶۹۶۲۰۶۶	۱,۳۳۸۹۹۷۴۷	۰,۲۶۰۸۳۳۰۶۵	مطالبات باقیمانده
۶	۰,۷۸۹۶۴۹۲۴۶	۱,۲۱۶۵۵۹۶۸۴	۰,۳۲۴۰۷۳۳۱۳	امکان نقل و انتقال بدون قید و شرط
۷	۰,۷۴۸۰۵۴۶۶	۱,۲۱۵۵۰۷۵۸	۰,۴۰۹۳۸۳۸۱۴	عدم التزام به پرداخت سود ثابت
۸	۰,۷۴۳۳۲۹۶۱۷	۱,۲۴۹۸۶۳۹۹۲	۰,۴۳۱۵۷۵۷۹۵	مسئولیت محدود
۹	۰,۷۳۹۱۱۱۹۴۴	۱,۱۴۴۹۹۳۰۶۹	۰,۴۰۴۱۵۳۹۵۶	سپر مالیاتی
۱۰	۰,۷۱۸۷۷۷۵۲	۱,۱۹۴۶۳۲۳۵۶	۰,۴۶۷۴۰۱۱۹۹	توزیع ریسک
۱۱	۰,۶۲۰۳۳۳۷۵۷	۰,۹۶۵۴۲۱۰۱۵	۰,۵۹۰۸۹۶۹۶۲	امکان بازخرید یا تبدیل اوراق
۱۲	۰,۵۶۷۶۹۸۴۱۶	۰,۹۲۳۳۰۹۱۳۸	۰,۷۰۳۰۹۸۶۷۲	معافیت مالیاتی
۱۳	۰,۵۵۰۴۶۱۷۳۹	۰,۸۵۸۱۴۰۹۶۷	۰,۷۰۰۸۰۶۵۶	اصلاح ساختار سرمایه
۱۴	۰,۵۴۹۱۵۲۶۷۵	۰,۸۳۷۹۸۹۰۴۱	۰,۶۸۷۹۷۸۲۸۹	هزینه‌های کارمزد حداقل

همانگونه که در جدول ۳ نشان داده شده است، بیشترین مولفه انگیزشی برای ناشران اوراق در بازار سرمایه کشور استفاده از منبع دائمی تأمین مالی می باشد بعبارت دیگر ناشران تمایل به انتشار اوراق مالکیت یا حقوق صاحبان سهام دارند تا اوراق بدهی. به نظر می رسد با توجه به وضعیت تورمی کشور،

مشکلات تامین مالی، ضعف ناشران در مدیریت نقدینگی این مولفه بیشترین عامل انگیزشی محسوب می‌شود. سهم نبودن در سود مازاد شرکت دومین عامل انگیزشی برای ناشران است یعنی ناشران تمایل دارند سود معینی به صاحبان اوراق برسد و مالکان اوراق ادعایی بر سود مازاد شرکت نداشته باشند. اگر فرض کنیم همین دو عامل انگیزشی مد نظر مهندسان مالی جهت طراحی اوراق باشد، بهترین اوراق، ورقه بهاداری خواهد بود که اول از نوع مالکیت باشد و ناشر نیازمند به پرداخت اصل ورقه در پایان مدتی معین نباشد و ثانیاً ورقه مذکور سهم معینی در سود شرکت داشته باشد. از تلفیق این دو عامل انگیزشی که بیشترین اهمیت را نزد ناشران اوراق بهادار کشور دارند میتوان استنباط کرد که بازار سرمایه کشور به چنین ابزاری نیازمند است بعبارت دیگر نوع خاصی از سهام ممتاز که از جمله مهمترین اوراق هیبریدی (ترکیبی) است، میتواند مطلوب ناشران واقع شود.

عدم از دست دادن کنترل شرکت عامل انگیزشی سوم نزد ناشران بازار سرمایه کشور است. این عامل از طریق ابزارهای بدهی حاصل میشود. نوع پیشرفته اوراق بهادار که شامل هر سه عامل نخست شود میبایست از نوع اوراق ترکیبی باشد تا بتواند سه انگیزه اولیه ناشران را در بر داشته باشد.

معافیت مالیاتی، اصلاح ساختار سرمایه و هزینه های کارمزد حداقل سه عامل انگیزشی هستند که کمترین اثر انگیزشی را در بین ناشران اوراق بهادار دارند. هرچند هدف تحقیق بررسی عوامل انگیزشی در سطح بازار سرمایه بین ناشران اوراق است لیکن براساس داده های تحقیق میتوان عوامل انگیزشی خاص اوراق مبتنی بر حقوق صاحبان سهام و اوراق بدهی را به تفکیک بررسی کرد. همانگونه که در جدول ۴ نشان داده شده است، بیشترین عامل انگیزشی ناشران برای انتشار سهام عادی در بازار سرمایه کشور استفاده از منبع دائمی تامین مالی، امکان تامین سرمایه بدون تغییر مالکیت و مطالبات باقیمانده است.

جدول ۳) نتایج رتبه‌بندی با استفاده از روش تاپسیس در مورد اوراق مبتنی بر حقوق صاحبان سهام

رتبه	CL_i	d_i^-	d_i^+	نام انگیزه
۱	۰,۹۰۵۶۹۷۸۶۷	۱,۴۲۴۶۴۳۴۸۷	۰,۱۴۸۳۳۵۲۵	استفاده از منبع دائمی تامین مالی
۲	۰,۸۳۷۷۸۷۵۹۹	۱,۳۶۹۷۲۷۶۱۶	۰,۲۶۵۲۰۶۶۰۶	امکان تامین سرمایه بدون تغییر مالکیت
۳	۰,۸۳۶۹۶۲۰۶۶	۱,۳۳۸۹۹۷۴۷	۰,۲۶۰۸۳۳۰۶۵	مطالبات باقیمانده
۴	۰,۷۸۹۶۴۹۲۴۶	۱,۲۱۶۵۵۹۶۸۴	۰,۳۲۴۰۷۳۳۱۳	امکان نقل و انتقال بدون قید و شرط
۵	۰,۷۴۸۰۵۴۶۶	۱,۲۱۵۵۰۷۵۸	۰,۴۰۹۳۸۳۸۱۴	عدم التزام به پرداخت سود ثابت
۶	۰,۷۴۳۳۲۹۶۱۷	۱,۲۴۹۸۶۳۹۹۲	۰,۴۳۱۵۷۵۷۹۵	مسئولیت محدود
۷	۰,۷۱۸۷۷۷۵۲	۱,۱۹۴۶۳۲۳۵۶	۰,۴۶۷۴۰۱۱۹۹	توزیع ریسک
۸	۰,۵۶۷۶۹۸۴۱۶	۰,۹۲۳۳۰۹۱۳۸	۰,۷۰۳۰۹۸۶۷۲	معافیت مالیاتی
۹	۰,۵۵۰۴۶۱۷۳۹	۰,۸۵۸۱۴۰۹۶۷	۰,۷۰۰۸۰۶۵۶	اصلاح ساختار سرمایه

در جدول ۵ بیان شده است که در مورد اوراق بدهی مهمترین عوامل انگیزشی ناشران به ترتیب عبارتند از سهمیم نبودن در سود مازاد شرکت، عدم از دست دادن کنترل شرکت و سپر مالیاتی.

جدول ۴) نتایج رتبه‌بندی با استفاده از روش تاپسیس در مورد اوراق بدهی

رتبه	CL_i	d_i^-	d_i^+	نام انگیزه
۱	۰,۹۰۲۳۶۰۷۶۴	۱,۴۱۹۶۰۶۳۲۸	۰,۱۵۳۶۰۷۳۸۵	سهمیم نبودن در سود مازاد شرکت
۲	۰,۸۶۱۱۲۰۴۸۹	۱,۳۴۳۵۳۲۶۷۷	۰,۲۱۶۶۸۱۸۲۸	عدم از دست دادن کنترل شرکت
۳	۰,۷۳۹۱۱۱۹۴۴	۱,۱۴۴۹۹۳۰۶۹	۰,۴۰۴۱۵۳۹۵۶	سپر مالیاتی
۴	۰,۶۲۰۳۲۳۷۵۷	۰,۹۶۵۴۲۱۰۱۵	۰,۵۹۰۸۹۶۹۶۲	امکان بازخرید یا تبدیل اوراق
۵	۰,۵۴۹۱۵۲۶۷۵	۰,۸۲۷۹۸۹۰۴۱	۰,۶۸۷۹۷۸۲۸۹	هزینه‌های کارمزد حداقل

۵- نتیجه گیری و بحث

انتشار اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار عبارت است از صدور اوراق بهادار برای عرضه عمومی و عرضه عمومی طبق تعریف آن در قانون عرضه اوراق بهادار منتشره به عموم جهت فروش است. هدف و نیاز ناشران از انتشار اوراق بهادار خواه اوراق بدهی و خواه اوراق سرمایه‌ای تأمین مالی می‌باشد و این مفروض هر انتشار اوراق بهاداری خواهد بود؛ لیکن ناشران جهت انتخاب بین این دو دسته اوراق انگیزه‌ها و مشوق‌های گوناگونی دارند که براساس شرایط خود یکی از این دسته اوراق را انتخاب می‌کنند و در حالتی که اوراق ترکیبی وجود داشته باشد می‌توانند ترکیبی از شرایط این دو دسته را انتخاب کنند. ناشران براساس ادبیات موضوع انگیزه‌ها و نیازهایی جهت انتشار اوراق بهادار دارند لیکن این انگیزه‌ها براساس ادبیات موضوع طراحی شده است و باید آنها را از نظر اعتبار در بازار سرمایه کشور اعتبارسنجی نمود و از وجود انگیزه‌های دیگر نیز اطلاع یافت. جهت اعتبارسنجی و همچنین کشف انگیزه‌های گوناگون دیگر ناگزیر از انتخاب روش خبره محور هستیم. براساس تحلیل ویژگی‌های اوراق مالکیت و اوراق بدهی در بازار سرمایه ایران و دیگر بازارها انگیزه‌های بالقوه ممکن استخراج گردید لیکن این انگیزه‌ها که بعضاً در بازارهای سرمایه دیگر کشورها وجود دارد و یا براساس شرایط و ویژگی‌های قانون گذار بوجود آمده است نیازمند اعتبارسنجی و بومی سازی از منظر خبرگان و ناشران بازار سرمایه کشور می‌باشد. از طرف دیگر این گمان وجود دارد که انگیزه از نظر ناشران وجود داشته باشد که در ادبیات موضوع بیان نشده باشد لذا جهت تایید انگیزه‌های موجود و شناخت انگیزه‌های دیگر به خبرگان رجوع شده است. متد مصاحبه و تایید خبرگان به دوصورت انجام گرفته است در مرحله اول تایید خبرگان براساس روش گلوله برفی انجام شده است و در مرحله دوم جهت رتبه بندی انگیزه‌های و همچنین تایید غیر مستقیم آنها از روش تاپسیس استفاده شده است.

از مجموع ۱۷ انگیزه موجود ۳ انگیزه از نظر خبرگان تایید نشده است. انگیزه عدم امکان تغییر تعهدات صاحبان سهام هرچند در قانون بدان تصریح شده است لیکن از نظر ناشران بعنوان انگیزه لحاظ نشده است

در بازار اوراق بدهی انگیزه عدم رجوع به ناشر قبل از سررسید از نظر خیرگان تایید نشده است. وجود بازار ثانویه برای اغلب اوراق بدهی این انگیزه که منتج شده از متن قانون است را برطرف کرده است. عدم وجود اوراق قرضه در بازار سرمایه ایران و بالتبع آن ویژگی ایجاد شرایط خاص برای مالکان در انتشار اوراق قرضه مجدد را بعنوان انگیزه در نظر ناشران مطرح نمیکند.

مهمترین عامل انگیزشی برای ناشران اوراق در بازار سرمایه کشور استفاده از منبع دائمی تامین مالی می باشد بعبارت دیگر ناشران تمایل به انتشار اوراق مالکیت یا حقوق صاحبان سهام دارند تا اوراق بدهی. سهیم نبودن در سود مازاد شرکت دومین عامل انگیزشی برای ناشران است یعنی ناشران تمایل دارند سود معینی به صاحبان اوراق برسد و مالکان اوراق ادعایی بر سود مازاد شرکت نداشته باشند. عدم از دست دادن کنترل شرکت عامل انگیزشی سوم نزد ناشران بازار سرمایه کشور است.

براساس داده های تحقیق میتوان عوامل انگیزشی خاص اوراق مبتنی بر حقوق صاحبان سهام و اوراق بدهی را به تفکیک بررسی کرد. بیشترین عامل انگیزشی ناشران برای انتشار سهام عادی در بازار سرمایه کشور استفاده از منبع دائمی تامین مالی، امکان تامین سرمایه بدون تغییر مالکیت و مطالبات باقیمانده است. در مورد اوراق بدهی مهمترین عوامل انگیزشی ناشران به ترتیب عبارتند از سهیم نبودن در سود مازاد شرکت، عدم از دست دادن کنترل شرکت و سپر مالیاتی.

تحلیل انگیزه های مختلف ناشران نشان میدهد که بازار سرمایه کشور نیازمند طراحی اوراق متنوعی است که بتواند همزمان چندین انگیزه مختلف ناشر را تامین نماید بعبارت دیگر در وضعیت موجود ناشران نمیتوانند اوراقی منتشر کنند که تلفیقی از عوامل مورد نیاز خود از دسته ویژگی های اوراق مالکیت و اوراق بدهی را داشته باشد. بطور مثال اگر فرض کنیم دو عامل انگیزشی اول مد نظر مهندسان مالی جهت طراحی اوراق باشد، بهترین اوراق، ورقه بهاداری خواهد بود که اول از نوع مالکیت باشد و ناشر نیازمند به پرداخت اصل ورقه در پایان مدتی معین نباشد و ثانیاً ورقه مذکور سهم معینی در سود شرکت داشته باشد. از تلفیق این دو عامل انگیزشی که بیشترین اهمیت را نزد ناشران اوراق بهادار کشور دارند میتوان استنباط کرد که بازار سرمایه کشور به چنین ابزاری نیازمند است. در بازارهای سرمایه دنیا این تلفیق های مختلف جهت رفع نیاز ناشران توسط دسته ای از ابزارهای مالی با نام اوراق ترکیبی (هیبریدی) مرتفع شده است. طبق تعریف اوراق ترکیبی اوراقی هستند که دارای ویژگی های اوراق بدهی و اوراق مالکیت بصورت توأمان باشند. از جمله اوراق ترکیبی که می توان براساس انگیزه های تایید شده ناشران در بازار سرمایه کشور مورد بررسی قرار داد موارد زیر پیشنهاد می شود:

(۱) سهام ممتاز با شرط بازخرید: از جمله انگیزه های ناشران و ویژگی هایی که آنها تمایل دارند ورقه بهادار داشته باشد، شرط بازخرید اوراق است. این ویژگی به ناشر امکان می دهد که پس از مدتی بتواند حقوق و مزایایی را که بوسیله فروش اوراق منتقل کرده است را پس بگیرد. از طرف دیگر امکان بازخرید باعث ایجاد نقدشوندگی در اوراق می شود که جزو انگیزه های سرمایه گذاران خرد محسوب می شود؛ بنابراین می توان با انتشار سهام ممتاز با شرط بازخرید به رفع این نیاز پرداخت.

۲) سهام ممتاز قابل تبدیل به سهام عادی: امکان تبدیل ورقه بهادار به یک ورقه دیگر از جمله انگیزه‌های ناشران است که این تبدیل از آن جهت که با نرخ معلومی انجام خواهد شد از منظر سرمایه‌گذاران خرد و کلان نیز دارای مزیت خواهد بود. شرط اختیار ناشر در تبدیل به سهام عادی باعث خواهد شد که ناشر از امکان بیشتری جهت تغییر مزایا و حقوق اوراق منتشره به سهام عادی برخوردار باشد. این امکان در حالت اختیار ناشر در تبدیل به سهام عادی و حالت عدم اختیار در تبدیل مطرح خواهد بود. امکان تبدیل به سهام عادی در اوراق هیبریدی به دو صورت قابل تصور است؛ اختیار تبدیل از طرف ناشر باشد و اختیار تبدیل از طرف خریدار باشد. در حالت دوم سرمایه‌گذاران خرد و نهادی می‌توانند براساس استراتژی خود در پرتفو گردانی و همچنین مدیریت ریسک ورقه ترکیبی خود را به سهام عادی تبدیل کنند. این اختیار تبدیل به سهام عادی از طرف خریدار نیز مانند اختیار تبدیل از طرف ناشر سه حالت مختلف دارد؛ اختیار مطلق، اختیار مشروط و عدم اختیار تبدیل.

۳) سهام ممتاز کنترلی: این اوراق ترکیبی درصدد ایجاد دامنه انتخاب در نحوه اعمال کنترل بر شرکت است که جزو انگیزه‌های ناشران می‌باشد. یکی از انگیزه‌های بعضی از ناشران اوراق در انتشار اوراق بدهی این است که کنترل شرکت را از دست ندهند چرا که انتشار اوراق بدهی به خریداران آن حق اعمال کنترل بر شرکت را نمی‌دهد. از طرف دیگر بعضی سرمایه‌گذاران نهادی تمایل دارند بتوانند اعمال کنترل شرکت را در زمینه‌های مختلف در دست بگیرند. برای رفع این انگیزه و نیاز ناشران و سرمایه‌گذاران نهادی اوراق ترکیبی با شرط کنترل شرکت امکان مناسبی خواهد بود. این شرط کنترل شرکت دارای حالت‌ها و صور مختلفی و طیف وسیعی را شامل می‌شود که یک سر طیف ورقه ترکیبی بدون حق رأی است و طرف دیگر آن ورقه ترکیبی با حق رأی ویژه.

نگرش سنتی به ابزارهای بازار سرمایه حاکی از وجود دو دسته کلی ابزارهای مبتنی بر حقوق صاحبان سهام (دارایی) و ابزارهای بدهی می‌باشد. سهام عادی و اوراق قرضه مشهورترین ابزارها و همچنین قدیمی‌ترین ابزارهای این دو دسته هستند. توسعه بازارهای سرمایه و همچنین ورود سرمایه‌گذاران نهادی و خرد باعث ایجاد انگیزه، سلايق و معیارهای مختلف جهت سرمایه‌گذاری در این ابزارها شد. محدود بودن خصوصیات این دو ابزار به ماهیت بدهی و دارایی خود باعث شد طی دهه گذشته ابزارهایی توسعه یابند که ترکیبی از خصوصیات اصلی و فرعی این دو گروه باشند. یکی از مهم‌ترین این ابزارها سهام ممتاز است. سهام ممتاز طبق تعریف مالی و حقوقی آن ابزاری دورگه و مشتمل بر بعضی خصوصیات بدهی و بعضی خصوصیات دارایی است؛ به عبارت دیگر این ابزار بعضی خصوصیات خود را از سهام عادی و بعضی از خصوصیات را از اوراق قرضه گرفته است. ادبیات جدید در حوزه ابزارسازی بازار سرمایه گروه وسیعی از ابزارهایی همانند سهام ممتاز را با دسته بندی کلی ابزارهای ترکیبی (هیبریدی) می‌شناسد.

فهرست منابع

- * ابراهیمی، مریم. (۱۳۹۰). مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات افشای اطلاعات در معاملات سهام (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و آمریکا). فصلنامه بورس اوراق بهادار. (۱۵).
- * اسدی نژاد، سیدمحمد، و امیرپور دیزج یکان، اکبر. (۱۳۸۹). بررسی حقوقی فعالیت ها و خدمات نهادهای مالی در بازار سرمایه ایران. فصلنامه حقوق اسلامی. (۲۴).
- * بریگام، یوجین، گائینسکی، لوئیس، و دیوز، فیلیپ. (۱۳۸۲). مدیریت مالی (میانه). (پارسانیان، علی، مترجم). تهران: ترمه.
- * تسخیری، محمدعلی. (۱۳۸۶). مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک). اقتصاد اسلامی. ۱(۷)، ۷-۲۲.
- * ثقفی اصل، آرش، زبردست، اسفندیار، ماجدی، حمید، «کاربرد تکنیک تاپسیس در رتبه‌بندی پروژه‌های طراحی شهری تهران با رویکرد سنجش تحقق‌پذیری، هنرهای زیبا- معماری و شهرسازی، زمستان ۱۳۹۲، شماره ۴، صص. ۶۹-۷۸.
- * خلیفه سلطانی، سید احمد، و برزگر، غزاله. (۱۳۹۵). رابطه مخاطرات اخلاقی و مدیریت سود. مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری. ۷(۲۴)، ۶۷-۹۰.
- * راس، استیون ا، وسترفیلد، راندولف، و جردن، بردفورد دی. (۱۳۸۷). مدیریت مالی نوین. (جهانخانی، علی و شوری، مجتبی، مترجمین). (ویرایش ۲). تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت)، مرکز تحقیق و توسعه علوم انسانی.
- * رهنمای رودپشتی، و صالحی، اله‌کرم. (۱۳۸۹). مکاتب و تئوری‌های مالی و حسابداری "مشمول بر نظریات، فرضیات، مدل‌ها، تکنیک‌ها و ابزارها". تهران: دانشگاه آزاد اسلامی (تهران مرکزی).
- * قانون مالیات‌های مستقیم مصوب ۱۳۶۶/۱۲/۳ مجلس شورای اسلامی
- * قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذرماه ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی
- * قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸/۹/۲۵ مجلس شورای اسلامی
- * محمدی، علی، «کاربرد مقایسه‌ای روش‌های تاپسیس تخصیص خطی و تاکسونومی در ارزیابی مالی»، پژوهشنامه اقتصادی، بهار ۱۳۹۰، سال یازدهم، شماره اول.
- * Achour, D., Harvey, C. R., Hopkins, G. & C. Lany (1998), Stock Selection in Mexico.
- * Anson, M. J. P., Fabozzi, F. J. & Jones, F. J. (2010). The Handbook of Traditional and Alternative Investment Vehicles: Investment Characteristics and Strategies. John Wiley & Sons.
- * Beckwith, J. (2001), "Stock Selection in Six Major Non-U.S. Markets", Journal of Investing, Vol. 9, No. 2, PP. 37-44.

- * Choudhry, M. (2010). Fixed Income Securities and Derivatives Handbook: Analysis and Valuation. John Wiley & Sons.
- * Edirisinghe, NCP & X Zhang (2008), Portfolio selection under DEA-based relative financial strength indicators: case of US industries, Journal of the Operational Research Society 59.
- * Fabozzi, F. J. & Mann, S. V. (2012). The Handbook of Fixed Income Securities, Eighth Edition. McGraw Hill Professional.
- * Faccio، Mara و Masulis، Ronald W. (۲۰۰۴). The Choice of Payment Method in European Mergers & Acquisitions. Journal of Finance. ۶(۳)۱۳۴۵-، ۱۳۸۸
- * Neuman, W. L. (2000). Social Research Methods: Qualitative and Quantitative Approaches. United States of America: Allyn and Bacon.
- * Tuckman, B. & Serrat, A. (2011). Fixed Income Securities: Tools for Today's Markets. John Wiley & Sons.