



مرکز نخبگان و استعداد‌های برتر نیروهای مسلح



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مرکز نخبگان و استعداد‌های برتر نیروهای مسلح

بررسی روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه کشورهای منتخب و ارائه اصلاحات قانونی و مقرراتی موردنیاز در ایران

گزارش خلاصه سیاستی

نام سازمان کاربر طرح:

سازمان بورس و اوراق بهادار

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

مجری طرح:

کوروش آسایش

استاد راهنما پروژه:

سجاد پاشای امیری

پائیز ۱۴۰۳

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

چکیده مدیریتی:

بازار سرمایه نقش حیاتی در تأمین مالی اقتصاد و تسهیل فرآیندهای مالی ایفا می‌کند. این بازار به‌عنوان پل ارتباطی بین سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها عمل کرده و به تأمین مالی پروژه‌های مختلف اقتصادی کمک می‌کند. اهمیت بازار سرمایه در تأمین مالی به‌عنوان یک ابزار حیاتی در رشد و توسعه اقتصادی، در طول زمان افزایش یافته است. توسعه روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای می‌تواند به عنوان یک راهکار کلیدی در تأمین مالی پایدار و مؤثر در اقتصاد کشورها عمل نموده و به رشد اقتصادی و افزایش کارایی بازارهای مالی کمک شایانی کند.

این پژوهش قوانین، مقررات، تجربیات، رویه و سازوکارهای نظارتی در بورس اوراق بهادار ۹ کشور در زمینه روش‌های مختلف تأمین مالی به روش سرمایه‌ای را بررسی می‌کند. همچنین از طریق مصاحبه با ۲۰ نخبه و خبره مالی، تحلیل آنها را از ضعف، قدرت، فرصت و تهدید تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران احصاء نموده و در نهایت، رهنمودهای سیاستی و اصلاحی لازم را برای بورس اوراق بهادار ایران پیشنهاد می‌کند.

در یک دسته‌بندی کلی انتشار سهام عادی، تأسیس شرکت سهامی، عرضه اولیه، پذیره‌نویسی، روش‌های مختلف افزایش سرمایه انواع تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه محسوب می‌شوند که با هدف افزایش کارایی و تسهیل استفاده از آنها به شکل مستمر از جنبه عملیات و نظارت توسعه یافتند.

روش‌های افزایش سرمایه و سازوکارهای اجرایی آن در بورس‌های توسعه یافته تنوع زیادی دارد که به تفصیل در این پژوهش بررسی شده است. در یکی از روش‌های افزایش سرمایه از طریق آورده، حق تقدم تعلق‌گرفته ارزش ریالی ندارد و یا در روش دیگر با داشتن چند حق تقدم می‌توان یک سهم جدید خرید نمود. در روش حق خرید محدود، به نسبت افزایش سرمایه سهام به سهامداران تعلق می‌گیرد اما نباید تعداد سهام تعلق‌گرفته از تعداد مشخص و یکسانی بیشتر باشد. استفاده از این روش موجب می‌شود که درصد سهامداری سهامداران بزرگ کاهش یافته و درصد سهام سهامداران کوچک‌تر افزایش یابد. در همین ارتباط، راهکارهایی که توسط نهادهای ناظر برای افزایش شناور آزاد در شرکت‌هایی که اجرای مقررات را بدلیل منافع خود به تعویق می‌اندازند، بررسی شده است. در افزایش سرمایه از طریق اوراق بدهی قابل تبدیل به سهام، توضیح داده شده که چگونه جذابیت‌های ترکیب روش بدهی و سرمایه‌ای برای کم شدن نرخ تأمین مالی می‌تواند موثر باشد. در این پژوهش به لزوم ایفای نقش صنعت مالی و اینکه به طور مثال صنعت بیمه چگونه با بیمه سهام می‌تواند در تقویت تأمین مالی سرمایه‌ای ایفای نقش کند، تاکید شده است. همچنین به مصادیق حمایت‌ها و مشوق‌هایی نظیر امتیازات صادراتی، معافیت‌های مالیاتی و ... مورد استفاده سایر کشورها برای تقویت تأمین مالی، اصلاح ساختار سرمایه شرکتها و حتی بهبود عملکرد معاملاتی در بازار سهام، اشاره شده است. در بخش مهم دیگری از این پژوهش، سازوکارهای نظارتی بورس‌ها در عملیات تأمین مالی به

روش سرمایه‌ای (بویژه افزایش سرمایه) تشریح شده است. اینکه چه ساختار و سازوکار و رویه‌ای برای مدیریت ریسک، شفافیت و کارایی بیشتر وجود دارد و این زیرساخت نرم‌افزاری و سخت‌افزاری چگونه می‌تواند نهاد ناظر را به هدف اصلی خود برای افزایش کارایی بازار نزدیک کند. بررسی‌ها نشان می‌دهد در برخی بورس‌های دنیا هر یک از سهامداران می‌توانند پیشنهاد انجام افزایش سرمایه و منطبق اجرای آن را ارائه دهند. نکته دیگر، حذف تمامی مراحل حضوری در فرآیند تأمین مالی به روش سرمایه‌ای در بازار سرمایه است که به سهولت و تسریع فرآیند و مشارکت بیشتر کمک شایانی خواهد کرد.

در ایران شاهد بهبود نسبی وضعیت شفافیت، سهولت بیشتر در مشارکت و همچنین حمایت‌های سیاست‌گذار اقتصادی برای تقویت تأمین مالی سرمایه‌ای هستیم اما طولانی بودن فرآیند تأمین مالی سرمایه‌ای، قدیمی بودن برخی قوانین، فقدان برخی روش‌ها، عدم آگاهی کافی سهامداران از انواع روش‌ها و کاستی‌های نظارتی از جمله نقاط ضعفی هستند که لازم است مورد توجه قرار گیرند. علاوه بر این عدم اعتماد، عدم تقارن اطلاعات، مسئله سهام عدالت (در برخی افزایش سرمایه‌ها)، بازارهای رقیب جذب‌کننده نقدینگی و منابع مالی، عدم استقرار حاکمیت شرکتی و عدم برخورداری برخی مدیران شرکت‌ها از کفایت لازم، تهدیدهایی برای تأمین مالی به روش سرمایه‌ای تلقی می‌شوند. از نظر نخبگان و خبرگان بازارهای مالی، برای افزایش اثرات مثبت تأمین مالی در بازار سرمایه و اقتصاد کشور نیازمند طراحی و پیاده‌سازی استراتژی‌های فرهنگی، استراتژی‌های حمایتی، استراتژی‌های فناوری نوآورانه، استراتژی‌های ارتباطی و استراتژی‌های جذب سرمایه هستیم. مصادیق و اجزاء این استراتژی‌ها به تفکیک در متن پژوهش آمده است.

کلمات کلیدی: تأمین مالی سرمایه‌ای، افزایش سرمایه، عرضه اولیه، پذیره نویسی، بازار سرمایه

۱. مقدمه

بازار سرمایه توسعه یافته نقش تعیین کننده‌ای را در اقتصاد و سیاست‌گذاری‌های اقتصادی ایفا می‌کند و به دلیل هدایت کارا و موثر نقدینگی به تولید، با تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی محرک رشد آنها و اقتصاد کشور می‌باشد. تأمین مالی یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های شرکت‌ها برای مدیریت بهینه ساختار سرمایه نیز تلقی می‌شود (لیمون و زندر، ۲۰۱۹). در تحقیق پیش‌رو به تبیین تأمین مالی سرمایه‌ای از طریق بازار سرمایه در کشورهای منتخب پرداخته می‌شود. بررسی این روش‌ها و جزئیات آن می‌تواند به کاراتر شدن روش‌های تأمین مالی و در نهایت بازار سرمایه کشور کمک کند. هالاک^۲ و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهش خود نشان دادند که روش‌های تأمین مالی نیازمند زیرساخت‌هایی است که در بازارهای سرمایه به خوبی اجرا شده است و بدون بهره‌مندی از ظرفیت‌های بازار سرمایه، نمی‌توان موفقیت پیاده‌سازی روش‌های جدید تأمین مالی را انتظار داشت.

۱-۱. بیان مساله

شیوه تأمین مالی می‌تواند با توجه به عوامل مختلف بر عملکرد شرکت، چه در زمینه فروش و سودآوری و چه در زمینه معاملات و بازدهی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد (بوبکری و گوما، ۲۰۱۰). تأمین مالی سرمایه‌ای یکی از روش‌های تأمین مالی است که حضور شرکت‌ها در بورس آن را تسهیل می‌کند (ادمتی و همکاران، ۲۰۱۸). در تأمین و تجهیز منابع مالی برای بنگاه، اولویت‌بندی روش‌های مختلف با توجه به دلیل تأمین مالی سرمایه‌ای بسیار حائز اهمیت است (گلوور، ۲۰۱۶) و در نهایت این مهم در کنار سایر سیاست‌های مدیریتی، به بهینه شدن ساختار سرمایه و افزایش ثروت سهامداران منجر می‌شود. تأمین مالی موجب تغییر در ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌شود که مطالعات انجام شده نتایج گوناگون و گاه متناقضی را در این زمینه ارائه می‌دهند. مودلیانی و میلر^۶ با ارائه تئوری ساختار سرمایه نوین نشان دادند که ارزش شرکت متأثر از ساختار سرمایه نیست. اما مطالعات دیگری وجود دارد که نشان می‌دهد نوع تأمین مالی سرمایه‌ای می‌تواند موجب تغییر در ارزش شرکت شود (مایرز و ماجلوف، ۱۹۸۴؛ عبادی و حسن‌پور، ۱۳۹۰؛ تقی نتاج و همکاران، ۱۳۹۶). بر اساس این یافته‌ها، بررسی تخصصی موضوع روش سرمایه‌ای تأمین مالی با رویکرد توسعه‌ای و اصلاحی و همچنین شناخت و دسترسی به مستندات علمی و فنی رایج آن در

1. Lemmon & Zender, 2019
2. Halac, 2020
3. Boubakri & Ghouma, 2010
4. Admati et al., 2018
5. Glover, 2016
6. Modigliani & Miller, 1958
7. Myers & Majluf, 1984

بورس‌ها جهت بهره‌مندی حداکثری از قابلیت‌ها و ظرفیت‌های بازار سرمایه در تأمین مالی تولید و توجه کافی به منافع سرمایه‌گذاران بسیار حائز اهمیت می‌باشد. بنابراین لازم است علاوه بر بررسی تجارب و روش‌های موجود در سایر کشورها، شیوه‌های تأمین مالی سرمایه‌ای در ایران نیز به طور دقیق و تخصصی مورد تحلیل قرار گیرد. از این طریق، اصلاح ساختار و برطرف نمودن ضعف‌ها با رویکرد اثربخشی و کارایی بیشتر مدنظر قرار گیرد و امکان دسترسی به گستره وسیع‌تری از شیوه‌های تأمین مالی برای پوشش نیازمندی‌های مختلف صنایع و شرکت‌ها فراهم شود. ضمن اینکه لازم است به هم افزایی اضلاع صنعت مالی توجه داشت و نقشی که بویژه صنعت بیمه یا بانک در تقویت تأمین مالی از طریق بازار سرمایه با تاکید بر روش سرمایه‌ای می‌توانند داشته باشند، بررسی شود. علاوه بر آن چگونگی حمایت و پشتیبانی‌های قانونی دولت و قانونگذار در توسعه روش‌های سرمایه‌ای تأمین مالی و افزایش کارایی آنها اهمیت بسزایی دارد و لازم است تجربه کشورها را هم در این زمینه بررسی کرد.

تأمین مالی سرمایه‌ای یکی از موضوعاتی است که سالیان طولانی در کشورهای مختلف با توجه به پیش‌فرض‌ها و متغیرهای اقتصادی آن کشور تغییر و تحول یافته است. اما این بدین معنا نیست که قوانین آن ثابت مانده است بلکه همواره در حال بازنگری و بهبود (توسعه) است (مجاهد، ۱۴۰۱). این پژوهش نیز به ارزیابی روش‌های گوناگون تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران و کشورهای منتخب می‌پردازد تا در نهایت راهکارهای اصلاحی و توسعه‌ای لازم را جهت بهبود آن پیشنهاد نماید.

۱-۲. سوالات تحقیق

سؤال اول: در خصوص جزئیات روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران و کشورهای منتخب خارجی:

الف) قوانین و مقررات انواع روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران چه تفاوت‌ها و شباهت‌هایی با سایر کشورهای منتخب خارجی دارد؟

ب) روند و رویه انواع روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران چه تفاوت‌ها و شباهت‌هایی با سایر کشورهای منتخب خارجی دارد؟

ج) سازوکارهای نظارتی انواع روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران چه تفاوت‌ها و شباهت‌هایی با سایر کشورهای منتخب خارجی دارد؟

سؤال دوم: نقاط قوت، ضعف، فرصت و تهدید فرآیندهای تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران کدام‌اند؟

سؤال سوم: راهکارهای عملیاتی و مقرراتی تسهیل و بهبود تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران چیست؟

سؤال چهارم: راهکارهای افزایش اثرات مثبت تأمین مالی در بازار سرمایه و اقتصاد کشور چیست؟

۲. مبانی نظری

۲-۱. تاسیس شرکت سهامی

تاسیس شرکت سهامی عام در بازار سرمایه به صورت پذیرهنویسی صورت می‌پذیرد. در واقع پذیرهنویسی یک عمل حقوقی است که به دنبال آن فرد متعهد می‌شود با تأمین قسمتی از سرمایه، در شرکت سهامی عام شریک شود. هر فرد در فرآیند پذیرهنویسی سهام متعهد می‌شود که مبلغی برابر با میزان مشخص شده در برگه تعهد سهام پرداخت کند و در ازای آن، مالک تعداد مشخصی از سهام شرکت می‌شود. این فرد به اندازه سرمایه خود در سود و زیان شرکت سهم خواهد بود (انصاری و همکاران، ۱۳۹۸). در بازار سرمایه ایران موسسین پس از مشخص نمودن سرمایه اولیه شرکت با انجام اقدامات اولیه و مجوزهای مختلف، اطلاعیه پذیرهنویسی را اعلان می‌کنند که در آن مشخص می‌شود که از چه تاریخی تا چند روز پس از آن سرمایه‌گذاران می‌توانند با واریز ۵۰ درصد مبلغ اسمی هر سهم (ارزش اسمی هر سهم ۱۰۰۰ ریال است) در پذیرهنویسی شرکت نموده و در تاریخ مشخص شده دیگری ۵۰ درصد تعهد شده دیگر را واریز کنند (نوروزی و شمس‌الهی، ۱۴۰۰).

۲-۲. عرضه سهام شرکت در بورس اوراق بهادار

الف: عرضه اولیه به روش ثبت دفتری: در این روش قیمت سهام شرکت طی فرآیندی از طریق بازاریابی، جمع‌آوری سفارشات خرید و قیمت‌های پیشنهادی و برآورد میزان تقاضا، مشخص می‌شود.

ب: عرضه اولیه به روش حراج (مزایده): همان‌طور که از نام حراج مشخص است در هنگام فروش به این روش، دارایی به فردی تعلق می‌گیرد که بیشترین پیشنهاد خرید را داده است. در عرضه اوراق بهادار به این روش، از همین قاعده با مقررات مشخص بازار سرمایه استفاده می‌شود.

ج: عرضه عمومی به روش قیمت ثابت: در این روش همان ابتدا شرکت تأمین سرمایه با هماهنگی ناشر، قیمت عرضه را مشخص می‌کند. این قیمت در پیش‌نویس امیدنامه ذکر و تاریخ عرضه اعلام می‌شود که سرمایه‌گذاران با همان قیمت مشخص و ثابت، درخواست سفارش خود را اعلام می‌کنند.

د: عرضه عمومی به روش ترکیبی: در روش ترکیبی، فرآیند عرضه اولیه طی دو مرحله انجام می‌شود. در مرحله اول بخشی از سهام شرکت مورد نظر مثلاً به صندوق‌های سرمایه‌گذاری عرضه و از طریق آن قیمت

سهام کشف می‌شود. در مرحله دوم، قیمتی که در مرحله اول کشف شده است به عنوان مبنای عرضه به سرمایه‌گذاران حقیقی اعلام می‌شود (شفیع‌پور و جلالی علی آبادی، ۱۳۹۴).

ه: **عرضه عمومی به سرمایه‌گذاران حرفه‌ای:** در این روش، سهام شرکت پذیرفته‌شده در بورس تنها به سرمایه‌گذاران حرفه‌ای^۱ عرضه می‌شود. به طور مثال سهام شرکت‌های پروژه، صندوق‌های جسورانه و صندوق‌های خصوصی ریسک بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند و به سرمایه‌گذاران حرفه‌ای عرضه می‌شوند. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای می‌توانند اشخاص حقیقی یا حقوقی باشند اما در هر دو حالت باید واجد شرایط خاصی باشند تا به عنوان سرمایه‌گذار حرفه‌ای شناخته شوند.

و: **عرضه اولیه به روش بازگشایی نماد:** در صورتی که به تشخیص هیئت پذیرش، سهام شناور آزاد شرکت و تعداد سهامداران آن بزرگتر یا مساوی حد نصاب‌های بازار و تابلوی مربوطه سهام، موضوع دستورالعمل پذیرش باشد، عرضه اولیه به روش گشایش، بدون دامنه نوسان قیمت و به ترتیبی که در ماده ۲۲ دستورالعمل نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران آمده است، انجام می‌گردد.

۲-۳. افزایش سرمایه

الف: افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی و مطالبات: افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی و مطالبات بطور کلی از دو طریق با حق تقدم و با سلب حق تقدم انجام می‌شود. این روش پیچیده‌تر از سایر روش‌هاست و بر خلاف سایر روش‌های افزایش سرمایه موجب می‌شود پول جدیدی وارد شرکت شده و نه تنها از منظر خود شرکت بلکه از منظر حرکت نقدینگی به سمت تولید نیز کمک‌کننده است. اما بخشی از سهامداران موافق انجام این روش نیستند چرا که باید پول جدید وارد شرکت کنند و از طرفی اگر در افزایش سرمایه شرکت نکنند درصد مالکیت آن کاهش می‌یابد. در ادامه هر یک از دو روش افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی و مطالبات دقیق‌تر معرفی می‌شوند.

الف-۱: افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی و مطالبات با حق تقدم: در این روش منابع مالی جدید وارد شرکت می‌شود. این منابع مالی جدید می‌تواند هم از طریق سهامداران فعلی^۲ شرکت و هم از طریق سایر سرمایه‌گذاران تأمین شود؛ اما برای شرکت در این نوع افزایش سرمایه، سهامداران فعلی در اولویت هستند. در این روش به سهامداران فعلی متناسب با تعداد سهام آن‌ها و درصد افزایش سرمایه، امتیاز حق تقدم تعلق

۱. سرمایه‌گذاری که یکی از موارد ذیل را دارا باشند به عنوان سرمایه‌گذار حرفه‌ای شناخته می‌شود: الف: مانده حساب یا ارزش ریالی پرتفوی وی طی ۶ ماه اخیر (در انتهای هر ماه) مساوی یا بیشتر از ۱۰ میلیارد ریال باشد. ب: طی ۶ ماه اخیر مجموع ارزش معاملات انجام شده وی در سمت خرید و فروش، ماهانه به میزان حداقل ۱۰ میلیارد ریال (در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران) باشد این مهم برای سایر قراردادها نیز صادق است. ج: دارای یکی از مدارک علمی معتبر باشد. د: سابقه عضویت در هیئت مدیره نهادهای مالی و یا مدیرعاملی نهادهای مالی را داشته باشد. ه: کارکنان ارکان بازار سرمایه با حداقل یک‌سال سابقه بیمه باشد.

۲. منظور از سهامداران فعلی، افرادی هستند که در تاریخ برگزاری مجمع عمومی فوق‌العاده سهامدار شرکت باشند.

می‌گیرد. پس از افزایش سرمایه با آورده نقدی، قیمت سهام شرکت کاهش می‌یابد؛ اما به همین نسبت حق تقدم در سبد دارایی سهامداران اضافه می‌شود و به صورت نظری، مجموع این دو عدد برابر دارایی قبلی فرد (قبل از افزایش سرمایه) خواهد بود.

الف-۲: افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی با سلب حق تقدم (صرف سهام): در افزایش سرمایه از محل صرف سهام با سلب حق تقدم، شرکتی تصمیم می‌گیرد سهام جدید خود را به قیمتی بیش از قیمت ارزش اسمی (بیش از ۱۰۰۰ ریال) منتشر کند و برای این کار اولویتی برای سهامداران فعلی شرکت قائل نمی‌شود. منتشرکننده سهام شرکت است و این سهام جدید از قبل مالکی ندارند. در فروش سهام در این نوع افزایش سرمایه، اندکی تخفیف نسبت به قیمت بازار نیز برای سهم در نظر می‌گیرند که سهامداران جدید ترغیب شوند و اقدام به خرید کنند. بدین ترتیب منابع جدیدی جذب شرکت می‌شود و شرکت بخشی از آن که معادل ارزش اسمی سهام منتشر شده است را به حساب سرمایه منتقل می‌کند و مابقی آورده نقدی، تحت عنوان حساب صرف سهام ثبت می‌شود.

ب: افزایش سرمایه از محل سود انباشته: به طور کلی آن دسته از شرکت‌هایی که فعالیت‌شان در حال گسترش است، تصمیم به نگذاشتن سود در درون شرکت و تقسیم نشدن آن بین سهامداران یا شرکاء می‌گیرند. به طور مثال اگر شرکت‌ها بخواهند به دلیل سودآوری بالا فعالیت‌شان را توسعه دهند، یا اگر سهامداران مایل نباشند سهامداران جدید به شرکت اضافه شوند و کنترل‌شان بر شرکت محدود شود، یا شرکت بدایلی نتواند بدهی جدید ایجاد کند یا سهام جدید منتشر کند، معمولاً تصمیم به عدم تقسیم سود بین سهامداران می‌گیرند.

ج: افزایش سرمایه از طریق اندوخته‌ها: اندوخته به معنای جمع کردن یا پس انداز کردن وجه نقد، برای تأمین یک هدف است. در حسابداری، اندوخته بخشی از سود خالص واحد اقتصادی است، که باید برای تحقق اهداف مجموعه اقتصادی در حساب مجزایی تحت عنوان اندوخته نگهداری شود. به طور کلی روند و رویه افزایش سرمایه از محل انواع اندوخته‌ها مشابه افزایش سرمایه از محل سود انباشته است چرا که هر دو روش موجب کاهش یا افزایش حقوق صاحبان سهام نمی‌شوند و تنها از بخش اندوخته‌ها یا سود انباشته به بخش سرمایه انتقال داده می‌شوند.

د: افزایش سرمایه از طریق مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها: در اقتصادهای تورمی، دارایی‌های فیزیکی و مالی نیز افزایش قیمت خواهند داشت. تجدید ارزیابی دارایی‌ها به این معنی است که یک شرکت دارایی‌های

۱. انواع اندوخته‌ها: ۱) اندوخته قانونی: با هدف تقویت مالی شرکت ایجاد شده است. ۲) اندوخته توسعه و تکمیل: با هدف مقاصد خاص و به منظور گسترش و توسعه فعالیت‌های شرکت ایجاد شده است. این مبلغ از پرداخت مالیات معاف می‌باشد. ۳) اندوخته احتیاطی سرمایه: با هدف افزایش سرمایه ایجاد شده است.

ثابت خود مانند زمین، ساختمان، ماشین‌آلات و تجهیزات و سایر دارایی‌ها مانند سرمایه‌گذاری‌های خود را مورد تجدید ارزیابی قرار دهد و در صورت تغییر ارزش آن‌ها، ارزش جدید دارایی‌ها را در ترازنامه به روز کند. در این صورت، برای اینکه معادله برابری دارایی با مجموع بدهی و سرمایه مجدداً برقرار گردد، با افزایش میزان دارایی‌ها، میزان سرمایه نیز باید تعدیل شود. با افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها، تعداد سهام سهامداران افزایش می‌یابد ولی در مقابل قیمت هر سهم کاهش می‌یابد. بدین ترتیب تغییری در میزان دارایی سهامداران ایجاد نمی‌شود.

۳. روش شناسی تحقیق

این پژوهش از نظر هدف، جزء تحقیقات توسعه‌ای و کاربردی با روش کیفی، برحسب نحوه‌ی گردآوری داده‌ها، توصیفی تحلیلی و از نظر منطق اجرا، استقرایی است. در این تحقیق تعداد ۲۰ نفر از نخبگان، اساتید و محققان بازارهای مالی به‌عنوان مصاحبه‌شونده انتخاب شده‌اند و مصاحبه‌ها تا جایی که به اشباع لازم برسد ادامه یافته است. به عبارتی در این تحقیق هم از روش کتابخانه‌ای و شاخه اسنادی و هم در بخش میدانی، مصاحبه نیمه ساختاریافته برای جمع‌آوری اطلاعات از نخبگان و خبرگان انجام شده است. به‌منظور تحلیل اطلاعات به‌دست آمده از مصاحبه‌ها، از روش تحلیل محتوا استفاده شد. فرآیند اصلی نیز تحلیل محتوای کیفی با روش استقرایی است.

جهت انجام مطالعه تطبیقی بر مبنای توسعه‌یافتگی در سطح جهانی، بورس نیویورک، بورس لندن، بورس توکیو، شانگهای، هند و فرانکفورت انتخاب شدند. از منظر شباهت در رعایت احکام شریعت و همچنین شباهت اقتصادی نیز بورس استانبول (ترکیه)، بورس تداول (عربستان) و بورس کشور مالزی در چارچوب اهداف پژوهش مورد بررسی قرار گرفتند.

۴. یافته‌ها

خلاصه پاسخ به سؤال اول (قسمت الف): قوانین و مقررات انواع روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران چه تفاوت‌ها و شباهت‌هایی با سایر کشورهای منتخب خارجی دارد؟ در پاسخ به این سؤال با توجه به حجم اطلاعات صرفاً به تفاوت‌ها و مواردی که می‌تواند به بهبود تأمین مالی سرمایه‌ای در ایران کمک کند، اشاره می‌شود. در بورس‌های مطرح دنیا روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای انعطاف‌پذیرتر هستند و در برخی موارد دیده شده است که شرکت‌ها با روش‌های جدیدی درخواست افزایش سرمایه می‌کنند و بورس‌ها نیز از این موضوع استقبال می‌کنند.

در کشور ما روش افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی و مطالبات به شکل یکسانی برای تمامی شرکت‌ها این‌گونه است که سرمایه‌گذار برای تبدیل حق تقدم خود به سهام باید ارزش اسمی هر سهم را پرداخت کرده و یا از مطالبات خود کسر کند؛ اما در سایر کشورها، شاهد تنوع نسبتاً زیادی در روش افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات هستیم. یکی از روش‌های افزایش سرمایه از طریق آورده این است که حق تقدم تعلق گرفته ارزش ریالی نداشته و سهامداران این حق را دارند که به قیمت مشخص شده‌ای که نزدیک به قیمت بازار است سهم را خریداری کنند. در صورت عدم خرید، متعهد خرید تعهدات خود مبنی بر خرید حق تقدم را انجام داده و اصطلاحاً حق تقدم‌های استفاده نشده را استفاده می‌کند. روش دیگر به این شکل است که با داشتن چند حق تقدم تنها می‌توان یک سهم جدید خریداری کرد. در روش دیگر افزایش سرمایه از محل آورده نقدی، دارندگان اوراق بدهی شرکت این امکان را دارند که اوراق بدهی خود را در تاریخ مشخصی به سهام تبدیل کنند و یا حق تقدم تعلق گرفته به خود را بفروشند. در برخی بورس‌های اوراق بهادار اسلامی نظیر مالزی، اوراق صکوک همچنین قابلیت را دارد و شرکت می‌تواند اوراق صکوک را به شکل قابل تبدیل به سهام منتشر نماید. بر اساس یافته‌های این پژوهش، لازم است توسعه روش‌های افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی و مطالبات حال شده در ایران و تنوع در روش‌های آن با تاکید ویژه‌ای صورت پذیرد. این مهم تقویت تأمین مالی به روش سرمایه‌ای را در ایران به همراه خواهد داشت.

روش دیگری که با توجه به سیاست‌های سازمان بورس و اوراق بهادار ایران می‌تواند کمک‌کننده باشد روش حق خرید محدود است. در این روش، متناسب با درصد افزایش سرمایه به سهامداران سهم تعلق می‌گیرد اما نباید تعداد سهام تعلق گرفته به هر یک از سهامداران از n سهم بیشتر باشد. استفاده از این روش موجب می‌شود که درصد سهامداری سهامداران بزرگ کاهش یافته و درصد سهام سهامداران کوچک‌تر افزایش یابد. معمولاً سهامداران بزرگ به دلیل کاهش کنترل خود در شرکت تمایل زیادی به این روش ندارند. اما این روش بخصوص در شرکت‌هایی که شناوری آزاد سهام کمی دارند و به الزامات مقرراتی در این خصوص توجه کافی ندارند، راهکار موثری برای بهبود میزان شناوری آزاد سهام است.

بررسی‌ها نشان می‌دهد، امکان ارائه پیشنهاد افزایش سرمایه از سوی هر یک از سهامداران در بازار سرمایه برخی کشورها دستاوردهای مثبتی داشته و موجب شده روش‌های دیگر افزایش تعامل میان سهامدار و ناشر نیز در دستور کار قرار گیرد. در این سازوکار، چنانچه هر یک از سهامداران افزایش سرمایه شرکت را پیشنهاد کند و منطق اجرای آن وجود داشته باشد هیئت‌مدیره موظف است بررسی لازم را انجام داده و نتیجه را به بورس مربوطه اعلام نماید. این مقررات می‌تواند به سهامداران خرد در بازار سرمایه ایران قدرت و اعتماد بیشتری بدهد و شرکت‌ها نیز در راستای تعامل با ذی‌نفعان خود از پتانسیل سهامداران بهره بیشتری

ببرند. برای این منظور استقرار زیرساخت نظارتی جدید و مرجع پیگیری در نهاد ناظر نیز الزام مهمی است که در متن کامل پژوهش با جزئیات بیشتری به آن پرداخته شده است.

بر اساس یافته‌های این مطالعه، حذف تمامی مراحل حضوری در فرآیند تأمین مالی سرمایه‌ای توان حرکتی خوبی را برای کوتاه‌تر کردن زمان و تعداد مراحل فرآیند تأمین مالی سرمایه‌ای ایجاد می‌کند. این مهم نیز مستلزم تنظیم قوانین و مقررات جدیدی است که باید از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار کشور تصویب و ابلاغ شود. همچنین رابطه نزدیک‌تر سازمان بورس و اوراق بهادار کشور و اداره ثبت شرکت‌ها به منظور قرارگرفتن در یک سامانه واحد برای انجام تمامی اقدامات شرکتی به بهبود فرآیندها کمک شایانی می‌کند؛ چرا که در بورس‌های مطرح دنیا، در کمتر از چند ساعت می‌توان تمامی فرم‌های مربوط به درخواست افزایش سرمایه را در سامانه‌ها تکمیل و ثبت کرد.

خلاصه پاسخ به سؤال اول (قسمت ب): روند و رویه انواع روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران چه تفاوت‌ها و مشابهت‌هایی با سایر کشورهای منتخب خارجی دارد؟ یکی از نکات بااهمیت در افزایش سرمایه، زمان آن است. در برخی بورس‌ها، از ابتدا تا انتهای فرآیند افزایش سرمایه از طریق سود انباشته ۱۰ روز و افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی حدود ۲۵ روز زمان نیاز دارد و در صورت اعلام و اقدام فوری در افزایش سرمایه، مشوق‌هایی برای شرکت‌ها و مدیران آنها در نظر گرفته می‌شود. در ایران برای افزایش سرمایه از محل سود انباشته حداقل ۳۰ روز و برای افزایش سرمایه از محل آورده نقدی حداقل ۹۰ روز زمان لازم است. در برخی موارد، افزایش سرمایه‌ها در ایران ۶ ماه هم زمان می‌برد بدون آنکه نگرانی خاصی از بابت برخورد نظارتی جدی با تخلف مدیران وجود داشته باشد. در کشورهای مختلف با استفاده از نرم افزارهای موبایل و یا بصورت پیامکی اعلان‌های تأمین مالی سرمایه‌ای و به‌خصوص افزایش سرمایه برای سهامداران ارسال می‌شود و آنها قادرند علاوه بر حضور آنلاین و رأی‌دهی آنلاین، واریزهای مربوط به حق تقدم را با تلفن همراه خود انجام دهند. در نتیجه، لازم است در ایران نیز تحول و توسعه اساسی در همه این زمینه‌ها صورت گیرد تا مشارکت بیشتر سهامداران در تأمین مالی از روش سرمایه‌ای و رشد تولید و موفقیت بیشتر شرکتها را شاهد باشیم. بروزرسانی سیستم‌ها و همچنین یکپارچه سازی سامانه‌ها ثبتي و سامانه‌های مربوطه در سازمان بورس و اوراق بهادار کشور کمک شایانی به روند تأمین مالی از روش سرمایه‌ای می‌کند.

خلاصه پاسخ به سؤال اول (قسمت ج): سازوکارهای نظارتی انواع روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران چه تفاوت‌ها و مشابهت‌هایی با سایر کشورهای منتخب خارجی دارد؟ از نظر

نظارتی، هم بخش داخلی شرکت و هم نهادهای ناظر خارج از شرکت می‌توانند بر حُسن اجرای فرآیندهای مرتبط با تأمین مالی سرمایه‌ای نظارت کنند و هر دو بخش در مقابل تخلفات احتمالی و گزارش‌ها مسئول هستند. در ایران، این زیرساخت‌های نظارتی به قدر کافی توسعه و رشد پیدا نکرده است. در بسیاری از بورس‌ها به طور مستقیم بیش از ۶ مرحله نظارت بر روند افزایش سرمایه صورت می‌گیرد اما این نظارت‌ها هم‌راستا بوده و در مقابل یکدیگر نیستند. ضمن اینکه با وجود نظارت‌های زیاد، در صورتی که شرکت و مدیران شرکت اقدامات لازم را به طور صحیح و به‌درستی انجام دهند هیچ گونه تأخیر و وقفه‌ای در روندها ایجاد نمی‌شود. این نظارت‌ها در سایر زمینه‌ها مانند رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها نیز می‌تواند تأثیرگذار باشد. در برخی کشورها، نظارت به صورت سیستمی بوده و در برخی کشورها نظارت از طریق ناظر بازار (افراد) بررسی و کنترل می‌شود. البته در برخی بورس‌ها، علاوه بر سیستم، افراد ناظر نیز بر فرآیندهای تأمین مالی سرمایه‌ای نظارت دارند (ترکیبی). در متن این پژوهش با جزئیات بیشتری به زیرساخت و اقدامات نظارتی لازم در تأمین مالی به روش سرمایه‌ای پرداخته شده است.

خلاصه پاسخ به سؤال دوم: نقاط قوت، ضعف، فرصت و تهدید فرآیندهای تأمین مالی سرمایه‌ای

در بازار سرمایه ایران کدام‌اند؟ (۱) نقاط قوت: بازار سرمایه ایران به بلوغ کافی نرسیده اما به‌تازگی اقدامات جسورانه‌تری در زمینه طراحی ابزارهای مالی در آن صورت پذیرفته است. شناخت و آگاهی از بازار سرمایه ایران در جامعه و اقتصاد کشور به دلایلی همچون واگذاری سهام عدالت به مردم و تأمین مالی دولت در این بازار، نسبت به سال‌های گذشته بیشتر شده است. به تبع آن و علی‌رغم وجود برخی نارسایی‌ها و مشکلات از جمله قوانین قدیمی، فرآیندهای تأمین مالی سرمایه‌ای روند بهبود نسبی خود را طی می‌کند. در این راستا شاهد افزایش نسبی شفافیت، سهولت بیشتر در مشارکت و همین‌طور حمایت‌های سیاست‌گذار اقتصادی برای تقویت تأمین مالی سرمایه‌ای در ایران هستیم. (۲) نقاط ضعف: با وجود اقدامات مؤثری که در حوزه افزایش سرمایه انجام شده، همچنان ضعف‌هایی در این زمینه وجود دارد که به عدم کارایی و اثربخشی مناسب تأمین مالی سرمایه‌ای منجر می‌شود. یکی از مهم‌ترین چالش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای در ایران، فرآیند طولانی مدت آن است که موجب می‌شود نقدینگی سهامدار مدت زیادی قفل شود و منابع مالی دیرتر به پروژه و طرح تولید و توسعه شرکت برسد. با توجه به تورمی بودن اقتصاد کشور، این موضوع باعث ایجاد هزینه‌های مالی برای هر دو طرف و ضعف مشارکت در افزایش سرمایه‌ها می‌شود. ضعف دیگر قدیمی بودن برخی قوانین به خصوص قانون تجارت است که خوشبختانه اخیراً خبرهایی از اصلاح و بروزرسانی آن به گوش می‌رسد. ضعف دیگر، عدم آگاهی کافی سهامداران از روش‌های تأمین مالی

سرمایه‌ای است که در این زمینه باید آموزش‌های اصولی برای سرمایه‌گذاران توسط مسئولان بازار برنامه‌ریزی شود و اعلان‌های مهم برای هر یک از روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای برای سهامداران از طریق پیامک یا نرم افزارهای تلفن همراه ارسال گردد. ضعف دیگری که همواره سهامداران خرد نسبت به آن گلایه دارند، بحث عدم نظارت کافی بر روند پیشرفت و نحوه اجرای تأمین مالی سرمایه‌ای است که موجب می‌شود در برخی موارد تخلفاتی صورت گیرد و اعتماد آنان را مخدوش کند. مورد دیگری که ضعف تأمین مالی سرمایه در ایران محسوب می‌شود، عدم انعطاف‌پذیری لازم در قوانین و مقررات است و از آن جایی که بازار سرمایه ایران چرخه‌ای از روندهای بزرگ صعودی و نزولی را سپری می‌کند، لازم است قوانین و مقررات تأمین مالی سرمایه‌ای در هر کدام از این سیکل‌های دوره‌ای، متفاوت و منعطف باشد. (۳) فرصت‌ها: بازار سرمایه ما با توجه به تنوع صنایع و پراکندگی مناسب شرکت‌ها در بخش‌های مختلف اقتصادی دارای فرصت‌های زیادی برای رشد است. از جمله عواملی که باید به شکلی جدی پیگیری شود، اعتباردهی و امتیازدهی به شرکت‌ها متناسب با عملکرد آنهاست تا بتوانند راحت‌تر و بدون وثیقه و ضمانت بازپرداخت، اقدام به تأمین مالی سرمایه‌ای کنند. همچنین رشد نقدینگی در کشور به‌عنوان یک فرصت برای بازار سرمایه کشور تلقی می‌شود که می‌توان از آن یک فرصت برای هدایت منابع افراد به سرمایه‌گذاری‌های مولد ساخت. همچنین سازمان بورس و اوراق بهادار و وزارت امور اقتصادی و دارایی در تعامل با سایر وزارتخانه‌ها و سازمان‌ها می‌توانند علاوه بر معافیت‌های مالیاتی، سایر معافیت‌ها و مشوق‌ها را برای شرکت‌هایی که تأمین مالی سرمایه‌ای انجام دهند و طرح‌های تولید و توسعه داشته باشند، فعال کنند؛ از جمله معافیت‌های مرتبط با صادرات و واردات، تخفیف در پرداخت برخی حقوق دولتی، معافیت از قیمت‌گذاری دستوری و ... (۴) تهدیدها: یکی از مهم‌ترین تهدیدهای تأمین مالی سرمایه‌ای در حال حاضر، عدم اعتماد سهامداران است که باعث کاهش مشارکت حداکثری آنها در این زمینه شده است. همچنین مسئله سهام عدالت در برخی افزایش سرمایه‌ها باعث ایجاد مشکلات و موانع جدی شده است. عامل مهم دیگر، برخی مدیران شرکت‌ها است که ترجیح می‌دهند با توجه به شرایط اقتصادی کشور، خود را در معرض ریسک عدم موفقیت اجرایی شدن طرح تولید و توسعه قرار ندهند یا در مقابل سهامداران عمده زیرسوال نروند (در این زمینه، ایجاد امکان ارائه پیشنهاد افزایش سرمایه از سوی هر یک از سهامداران تا حد خوبی راهگشا خواهد بود). همچنین مدیران دستوری و عدم برخورداری برخی مدیران شرکت‌ها از کفایت لازم تهدیدی برای رشد و بهبود عملکرد بنگاه‌های اقتصادی کشور تلقی می‌شود (عدم استقرار اصول حکمرانی یا راهبری شرکتی در کشور). نباید از تغییر ناگهانی و بی‌ثباتی سیاست‌های دولت و مجلس هم غافل شد که بویژه در سال‌های اخیر به چالش

و تهدیدی جدی برای سودآوری صنایع و ثبات بازار سرمایه مبدل شده و در برخی موارد به عدم موفقیت تأمین مالی به روش سرمایه‌ای منجر شده است.

خلاصه پاسخ به سؤال سوم: راهکارهای عملیاتی و مقرراتی تسهیل و بهبود تأمین مالی سرمایه‌ای

در بازار سرمایه ایران چیست؟ جهت تسهیل و تقویت تأمین مالی سرمایه‌ای و ارتقاء فرآیند قانونی و مقرراتی آن در کشور می‌توان راهکارها را در دو بخش و یا دو محور اصلی خلاصه نمود. محور اصلی اول، بازمهندسی فرآیندهای تأمین مالی سرمایه‌ای و محور اصلی دوم، بسترسازی مناسب برای اجرای روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای است. بازمهندسی فرآیندهای تأمین مالی شامل شاخص‌ها و مولفه‌های ساده‌سازی فرآیندهای؛ بهبود فرآیندها؛ به‌روزرسانی ابزارها و شفاف‌سازی و اعتمادسازی است. همچنین بسترسازی مناسب برای اجرای روش‌های تأمین مالی نیز شامل مولفه‌های نظارت و کنترل فرآیندها؛ ثبات سیاسی و اقتصادی؛ تشویق به قانون‌مداری؛ ابزارهای حمایتی دولت و گسترش همکاری با مشاوران و ذینفعان است.

خلاصه پاسخ به سؤال چهارم: راهکارهای افزایش اثرات مثبت تأمین مالی در بازار سرمایه و

اقتصاد کشور چیست؟ برای اثربخشی بیشتر تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه و اقتصاد کشور می‌توان راهکارها را در استراتژی‌های زیر خلاصه کرد:

استراتژی‌های فرهنگی: این استراتژی اشاره به فرهنگ‌سازی و آموزش سهامداران دارد تا سهامداران را با چرخه‌های بازار سرمایه و تأمین مالی و در نهایت نتایج تأمین مالی آشنا سازد.

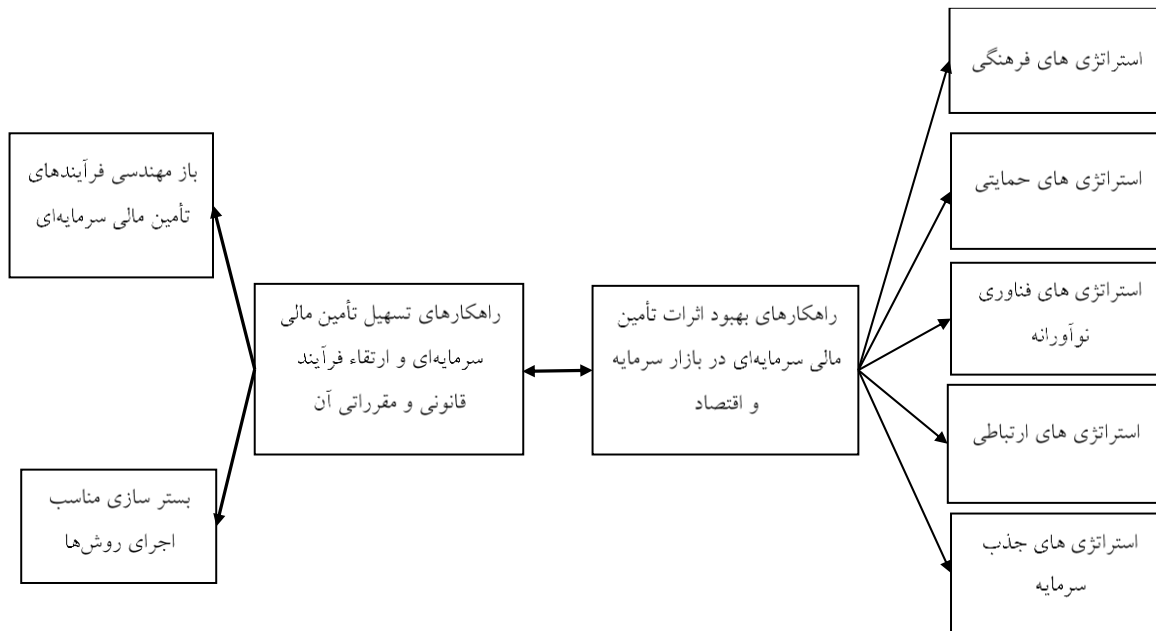
استراتژی‌های حمایتی: بر اساس این استراتژی، حذف قوانین دست‌وپاگیر و اطلاع‌رسانی آنها، شفافیت در فرآیندها و فعال نمودن حمایت‌ها و مشوق‌های دولتی می‌تواند اثربخشی تأمین مالی سرمایه‌ای را افزایش دهد.

استراتژی‌های فناوری نوآورانه: بروزرسانی سیستم‌ها و جایگزینی سیستم‌های جدید به جای سیستم‌های قدیمی و گسترش بکارگیری از تکنولوژی‌های جدید از جمله بلاک‌چین و هوش مصنوعی در تأمین مالی سرمایه‌ای می‌تواند به بهبود فرآیندهای آن کمک شایانی کند. همچنین باید از ابتکارات و طرح‌هایی که می‌تواند در افزایش سرمایه نوآوری ایجاد کند حمایت شود و پیاده‌سازی آن بررسی گردد (توسعه سندباکس بازار سرمایه).

استراتژی‌های ارتباطی: همکاری و ارتباط با سایر نهادها و سازمان‌ها می‌تواند به ایجاد ارزش افزوده و هم‌افزایی بیشتر در تأمین مالی سرمایه‌ای منجر شود (در متن این خلاصه و متن کامل اشاره شد).

استراتژی‌های جذب سرمایه: یکی از مهم‌ترین اقدامات، استراتژی جذب سرمایه داخلی و خارجی است. بر اساس این استراتژی، علاوه بر حمایت از سرمایه‌گذاران داخلی، باید تعاملات و راههای جذب

سرمایه‌گذاران خارجی تقویت شوند که متأسفانه در حال حاضر موانع زیادی در این زمینه وجود دارد. جمع‌بندی مولفه‌های نهایی در شکل (۱) ارائه شده و مدل‌سازی نهایی صورت پذیرفته است.



شکل (۱): مدل‌سازی نهایی راهکارهای بهبود تأمین مالی به روش سرمایه‌ای

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

جهت توسعه بیشتر بازار سرمایه ایران، نیازمند تحقیقات گسترده‌تر و ایجاد انعطاف بیشتر در ابزارهای مالی و بکارگیری ابزارهای نوین مالی هستیم. آزمون و خطا نمی‌تواند پاسخ‌گوی نیازهای امروز کشور در زمینه تأمین مالی باشد و در جهان مملو از داده و تنوع ابزارهای مالی، باید در مسیر پویایی و توسعه علمی و فنی بازار سرمایه قرار گیریم و از تجربیات بورس‌های مطرح دنیا بهره‌مند شویم. در بخشی از این تحقیق، روش‌ها، تجربیات و جزئیات مربوط به تأمین مالی سرمایه‌ای در بورس‌های مطرح دنیا به تفصیل توضیح داده شده است و بررسی آن می‌تواند در دستیابی بهتر و سریع‌تر به روش‌ها و چگونگی انجام تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه کشور کمک شایانی کند. به عبارتی برای تقویت تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران لازم است پیاده‌سازی و توسعه قوانین و مقررات، سازوکار اجرایی، روند و رویه و نحوه نظارت بر تأمین مالی سرمایه‌ای مبتنی بر تجربیات و دستاوردهای سایر بورس‌های مطرح و مترقی دنیا، در دستور کار قرار گیرد. در بخش‌های قبلی، بر لزوم توجه به برخی اقدامات اولویت‌دار نظیر پیاده‌سازی صکوک قابل تبدیل به سهام، حق خرید محدود و ... تاکید شد تا در اثر آن رفع برخی مشکلات اساسی در زمینه تأمین مالی سرمایه‌ای بازار سرمایه کشور تسریع شود. همچنین برای آنکه مدیران شرکت به هر دلیلی شرکت را از

افزایش سرمایه دور نگه ندارند، لازم است تنظیم‌گری جدیدی صورت گیرد؛ از جمله اینکه اگر سود انباشته به نصاب مشخصی رسید افزایش سرمایه از این محل الزامی شود و همینطور هر یک از سهامداران بتوانند درخواست افزایش سرمایه شرکت را مطرح کنند.

به طور خلاصه، پیشنهادات زیر را می‌توان برای تقویت تأمین مالی سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران ارائه کرد: می‌توان برای رسیدن به اهدافی همچون افزایش شناوری آزاد سهام شرکت‌ها و یا کاهش تسلط سهامداران عمده با توجه به وضعیت بازار، روش حق خرید محدود را در بازار سرمایه کشور پیاده‌سازی کرد که در نهایت منجر به کاهش مالکیت فراگیر سهامداران عمده در شرکت‌ها می‌شود. امکان شخصی‌سازی این سازوکار برای برخی شرکت‌های خاص با شرایط ویژه نیز وجود دارد و در این زمینه لازم است رویکرد اصلی نهاد ناظر، افزایش کارایی بازار باشد. افزایش کارایی بازار الزام در برخی اقدامات شرکتی از جمله مورد ذکر شده را به خوبی توجیه می‌کند.

می‌توان حق تقدیمی طراحی کرد که ارزش ریالی نداشته و قابل فروش نباشد و تنها به سهامداران کنونی این اختیار را بدهد که اگر مایل باشند در افزایش سرمایه، شرکت نمایند و در صورتی که از حق تقدم خود استفاده نکنند آن حق تقدم ابطال گردد.

می‌توان جهت تأمین مالی با نرخ کمتر، حق خرید سهام شرکت پیوست اوراق بدهی شرکت باشد. از این طریق برای ایجاد انگیزه در خریدار اوراق بدهی، حق خرید سهام به اوراق بدهی متصل خواهد شد تا در صورتی که دارنده اوراق بدهی علاقه‌مند باشد در شرایط مشخصی بتواند از این حق خرید در افزایش سرمایه استفاده نماید. ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) و قابلیت تبدیل آن به سهام می‌تواند موفقیت تأمین مالی در بازار سرمایه کشور را بیشتر نمایان سازد.

رتبه‌بندی شرکت‌ها و مدیران بازار سرمایه می‌تواند چشم‌انداز و تحلیل خوبی برای سرمایه‌گذاران ایجاد نماید. همچنین رتبه‌بندی شرکت‌ها و مدیران و سنجش مستمر کیفیت اعتباری آنها می‌تواند در تأمین مالی و همچنین نیاز کمتر شرکت‌ها به وثیقه کمک کند و حتی فرآیند تأمین مالی از بانک‌ها و سایر تأمین‌کنندگان منابع مالی را برای آنها تسهیل نماید. این فرآیند می‌تواند به اقتصاد کشور کمک کرده و اقتصاد را از بازار پول به سمت بازار سرمایه سوق دهد.

ایجاد الزام به افزایش سرمایه (بویژه روش صرف سهام) برای برخی شرکت‌ها نیاز بازار سرمایه ما در روندهای صعودی است. چرا که در روندهای صعودی فشار ورود نقدینگی و تقاضا ایجاد می‌شود و می‌توان این سرمایه‌ها را به سوی سرمایه‌گذاری مولد و تولید سوق داد. بر اساس نتایج این تحقیق لازم است قواعد

و سازوکارها در این زمینه، در صعود و نزول بازار متفاوت و منعطف باشد تا از ایجاد حباب مثبت و منفی زیاد جلوگیری شده و ارزش ذاتی و بازار با فاصله کمتری با یکدیگر حرکت نمایند.

پیشنهاد می‌شود در سامانه کدال، بخشی تحت عنوان شفافیت در اقدامات شرکتی (افزایش سرمایه) ایجاد گردد و یا نرم‌افزار موبایلی (وب اپ : web-App) ایجاد شود که روند و رویه و حتی مراحل انجام طرح‌ها در این سامانه قابل رهگیری و مشاهده باشد و در آن تمامی مراحل افزایش سرمایه به سهامداران اطلاع‌رسانی شود و در نهایت مشارکت سهامداران در افزایش سرمایه از طریق آن به صورت آنلاین و مکانیزه صورت پذیرد تا مشارکت سهامداران خرد به حداکثر برسد.

پیشنهاد می‌گردد که کمیته مشترک نظارت بر اقدامات شرکتی در سازمان بورس و اوراق بهادار ایجاد شود که وظیفه پیگیری مداوم و نظارت بر تکمیل فرآیندهای افزایش سرمایه و سایر اقدامات شرکتی را بر عهده گیرد. پس از تنظیم مقررات مورد نیاز، این کمیته مسئول نظارت بر انجام ثبت‌های رسمی، افشای اطلاعات لازم، ارزیابی ریسک اقدام شرکتی، رسیدگی به درخواست‌ها و شکایات سهامداران و بررسی تخلفات احتمالی خواهد بود.

پیشنهاد می‌شود تفاهم‌نامه‌ای میان سازمان بورس و اوراق بهادار و تسهیلات دهنده‌گانی همچون شرکت‌های تأمین سرمایه ایجاد گردد به گونه‌ای که سهامداران بتوانند در صورت لزوم با وثیقه قرار دادن سهام، از تسهیلات فوری جهت تبدیل حق تقدم به سهام اقدام نمایند که این مهم نه تنها به سهامداران جهت حفظ درصد مالکیت خود کمک می‌کند بلکه جریانات نقدی خارج از بازار را از طریق شرکت‌های تأمین سرمایه به بازار سوق می‌دهد.

تجمع فرآیندهای تأمین مالی سرمایه‌ای (پذیره نویسی، عرضه اولیه و افزایش سرمایه) در یک سامانه تخصصی و یکپارچه می‌تواند به تسریع و تسهیل تأمین مالی سرمایه‌ای کمک شایانی کند که در این سامانه تمامی مراحل بصورت جزئی قابل رصد و پیگیری باشد.

پیشنهاد می‌شود سازمان بورس و اوراق بهادار و وزارت امور اقتصادی و دارایی تعاملات و همکاری‌هایی با سایر وزارتخانه‌ها و نهادهای مرتبط در راستای افزایش مشوق‌ها از جمله معافیت مالیاتی، مشوق صادراتی و وارداتی، تخفیف در پرداخت برخی حقوق دولتی، مسیر سبز برای اخذ مجوزها و ... داشته باشند.

باید طرح‌های برای بیمه قیمت و ارزش سهام در افزایش سرمایه به‌عنوان ابزار پوشش‌دهنده ریسک کاهش قیمت اجرایی شود که این مهم از طریق خود شرکت (در صورتی که منابع لازم را داشته باشد)، سهامدار عمده و یا شرکت‌های بیمه‌ای میسر خواهد شد. لازم به ذکر است که به تازگی برخی عرضه‌های

اولیه در کشور این مهم را اجرا کرده‌اند که می‌توان از سایر پتانسیل‌های موجود جهت حمایت از سهامداران خرد در این جهت استفاده نمود.

از طریق سازوکارهایی مانند بورس بین‌الملل یا توکنایز کردن دارایی‌ها بر جذب سرمایه خارجی و همچنین کاهش سخت‌گیری‌ها در این رابطه توجه شود.

پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آینده روش‌های تأمین مالی سرمایه‌ای جدید معرفی شده در این تحقیق به صورت دقیق و با جزئیات کامل‌تری مدل‌سازی و پیاده‌سازی گردد؛ طرح‌ها و ابزارهای پوشش‌دهنده ریسک در تأمین مالی سرمایه‌ای بررسی و تحلیل شود؛ نقش بلاک‌چین و تکنولوژی‌های فناوری محور در فرآیند تأمین مالی شرکتها تحلیل و شیوه‌های بهره‌مندی حداکثری بازار سرمایه ایران از آن تبیین شود.

منابع

- انصاری، علی؛ شهیدی، سید مرتضی؛ آذرنیوش، حسن. (۱۳۹۸). ماهیت حقوقی قرارداد تعهد پذیره نویسی در بازار سرمایه، پژوهش حقوق خصوصی، ۷(۲۶)، ۳۷-۵۸.
- تقی نتاج، غلامحسین؛ مومن زاده، محمدمهدی؛ مومن زاده، محمدهادی. (۱۳۹۶). نگاهی به افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها از منظر تحلیل بنیادی، مطالعات حسابداری و حسابرسی، پاییز ۱۳۹۶، شماره ۲، ۳۱-۴۶.
- شفیعی پور، سید مجتبی؛ جلالی علی آبادی، فرزانه. (۱۳۹۴). عرضه عمومی اولیه: مدیریت سود و ساختار مالکیت، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۲)، ۱۷-۳۲.
- عبادی، جواد؛ حسن پور، اسماعیل. (۱۳۹۰). افزایش سرمایه و تاثیر آن بر بازدهی غیر عادی بر اساس شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره دهم، تابستان، ۴۵-۶۲.
- مجاهد، افشین. (۱۴۰۱). آثار افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی در حقوق ایران و آمریکا، تمدن حقوقی، ۱۰، ۹۹-۱۱۴.
- منتظری، زهرا. (۱۳۹۹). بررسی انواع افزایش سرمایه با رویکرد مروری (مطالعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، مدیریت بازاریابی هوشمند، ۱(۶)، ۱۷۹-۱۸۹.
- نوروزی، یعقوب؛ شمس الهی، محسن. (۱۴۰۰). ماهیت حقوقی تعهد پذیره نویسی. بررسی‌های بازرگانی، ۱۹(۱۰۷)، ۱۲۵-۱۴۱.
- Admati, A. R., Demarzo, P. M., Hellwig, M. F. Pfleiderer, P. (2018). The leverage ratchet effect. *The Journal of Finance*, 73, 145-198. <https://doi.org/10.1111/jofi.12588>.
- Boubakri, N., Ghouma, H. (2010). Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking and*

- Glover, B. (2016). The expected cost of default. *Journal of Financial Economics*, 119(2), 284- 299. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.09.007>.
- Lemmon, M. L., Zender, J. F. (2019). Asymmetric information, debt capacity, and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(1), 31-59. <https://doi.org/10.1017/S0022109018000443>.
- Myers, S. C; & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.