



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

اوراق منفعت برند ابزاری برای تامین مالی شرکتهای دارای دارایی‌های فکری و سرمایه انسانی

احمد علی محمصی

دانشجوی دوره DBA انجمن مهندسی مالی، رئیس هیات مدیره شرکت مشاور سرمایه‌گذاری دیدگاهان نوین

مهدی معدن‌چی زاج

دکتری مدیریت بازرگانی - گرایش مدیریت مالی - عضو هیات علمی دانشگاه آزاد واحد الکترونیکی

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۰/۱۱ تاریخ پذیرش: ۹۳/۱۱/۲۰

چکیده

تبدیل به اوراق بهادارکردن داراییها، فرآیندی است که در آن شرکتهای و بانکها، داراییهای خود را به طریقی از ترازنامه آن خود جدا نموده و به پشتوانه آنها اوراق تامین مالی منتشر و از این طریق منابع مالی سرمایه‌گذاران را جذب می‌نماید. طی دو دهه اخیر شرکتهای زیادی از این طریق اقدام به انتشار اوراق و تامین مالی نموده‌اند. استفاده از داراییهای راکد شرکتهای جهت تامین مالی، مدیریت ریسک بهتر، کارا تر نمودن فعالیت بنگاهها و کاهش هزینههای تامین مالی از جمله منافع اوراق بهادارسازی است. یکی از داراییهای ارزشمند شرکتهای به ویژه در شرکتهای مبتنی بر دانش (شرکتهای حوزه فناوری اطلاعات و فناوریهای پیشرفته) و مهارت‌های ویژه انسانی (مانند باشگاههای فوتبال) برند آنها بوده که به عنوان دارایی نامشهود در صورتهای مالی شرکتهای منعکس نمی‌باشد. در این مقاله سعی شده با استفاده از فرآیند عمومی اوراق بهادارسازی، اوراق تامین مالی جدیدی به نام اوراق منفعت برند معرفی و ساختار اجرایی برای انتشار آن اوراق جهت تامین شرکتهای دانش‌بنیان و مبتنی بر مهارت انسانی دارای برند معتبر، پیشنهاد گردیده است. در ادامه مقاله به تبیین مزایا و مخاطرات این ابزار پرداخته شده و شیوه‌ها و ابزارهای لازم برای مدیریت انواع ریسک‌های مترتب بر این اوراق تشریح شده است. و در پایان توصیه‌هایی برای اجرایی شدن این ابزار مالی به عمل آمده است.

واژه‌های کلیدی: اوراق بهادارسازی، اوراق منفعت.

۱- مقدمه

نوآوری مالی عمده‌ای که در دهه ۱۹۸۰ پای گرفت و بر نقش واسطه‌های مالی در بازار سرمایه عمیقاً اثر گذاشت، پدیده تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها بود. تبدیل به اوراق بهادار کردن داراییها، فرآیندی است که در آن واسطه‌های مالی مانند بانکهای تجاری اوراق بهادار قابل خرید و فروش را مستقیماً به سرمایه‌گذاران می‌فروشند. در این فرآیند، داراییهای مؤسسه وام‌دهنده به طریقی از ترازنامه آن مؤسسه جدا می‌شود، در عوض تأمین وجوه توسط سرمایه‌گذارانی انجام می‌شود که یک ابزار مالی قابل مبادله را می‌خرند و این ابزار نمایانگر بدهکاری مزبور است، بدون این‌که به وام‌دهنده اولیه مراجعه‌ای صورت پذیرد. مفهوم تبدیل به اوراق بهادار نمودن داراییها برای نخستین بار در ایالات متحده آمریکا و در دهه ۱۹۷۰ ابداع شد. این تکنیک در ظرف چند دهه به عنوان یک محصول مالی بسیار مهم و ارزشمند در بخش بانکداری متعارف مورد پذیرش قرار گرفت.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مفهوم اوراق بهادارسازی

نخستین مورد ثبت شده از خلق فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن داراییها، به وسیله مؤسسه ملی وامهای رهنی دولتی در ایالات متحده آمریکا^۱ در سال ۱۹۷۰ صورت گرفته است. مؤسسه یاد شده گواهی سهام بودن^۲ - که نوعی از اوراق بهادار مبتنی بر وامهای رهنی و اداره امور سربازان جنگی، تضمین شده توسط وامهای رهنی اداره مسکن فدرال است - را گسترش داد (گرینباوم و تاکور، ۱۹۹۵). گواهیهای سهام بودن با پشتوانه وامها، نشان دهنده مالکیت مستقیم در یک سید (بدره) وامهای رهنی هستند - که از نظر سررسید، میزان (نرخ) بهره و ویژگیهای کیفی همانند می‌باشند. روند کار به این صورت است که سید (بدره) به یک شرکت ضامن واگذار شده و گواهیهای مالکیت به طور مستقیم به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شوند؛ به طوری که هر گواهینامه حاکی از یک طلب در برابر تمام مجموعه داراییها (بدره) است.

در خصوص مفهوم گواهی سهام بودن متخصصین و علمای مدیریت تعاریفی ارائه نموده‌اند لیکن باور تمامی آنها بر این معنی استوار است که گواهی مزبور مدرکی است دال بر "دارا بودن حق انتفاع آتی از عین جریانات نقدی آتی یک دارایی". (مجتهد و همکاران، ۱۳۹۰) بنابراین فردی که اوراقی را خریداری می‌نماید، براساس تعریف مالکیت بر منافع جریانات نقدی آتی آن بخشی از دارایی را که خریداری نموده است را پیدا کرده و تا زمانی که آن اوراق را نفروخته است از حق بهره‌مندی آن برخوردار خواهد بود. ولی لازمه این حق، وجود یک دارایی و احراز مالکیت بر آن دارایی که همان ورقه مالکیت آن اوراق است می‌باشد.

تعریف اوراق بهادار سازی

تا قبل از دهه ۱۹۸۰، معنای اوراق بهادارسازی برای توصیف فرآیند جایگزین کردن انتشار اوراق بهادار به کار می‌رفت تا تأمین مالی از طریق بدهی برای وام گرفتن از بانک فراهم گردد. اقتصاددانان به این فرآیند فراهم-سازی منابع پولی، واسطه‌زدایی^۳ اطلاق می‌کردند (کندال و فیشر، ۲۰۰۰). امروزه اوراق بهادارسازی معنای خاص‌تری را آن‌گونه که توسط لامپکین بیان شده (۱۹۹۹) به خود گرفته است:

«(اخیراً اصطلاح تأمین مالی ساختاریافته، به کار برده شده است. فرآیندی که دارایی‌ها مجدداً گردآوری و بسته‌بندی می‌شوند. بهره اوراق نشانگر جریان‌های نقدی درآمدی و منافع اقتصادی دیگر ایجادشده توسط مجموعه وام فروخته شده برای عنوان اوراق بهادار برای سرمایه‌گذاران ثالث است.)»^۱

فیوزی، دیویس و چادهری (۲۰۰۶) خاطرنشان می‌کنند که این لغت محدوده وسیعی از فعالیت بازار مالی را پوشش می‌دهد. آنها تعریف عملیاتی زیر را برای تأمین مالی ساختاریافته بیان می‌کنند:

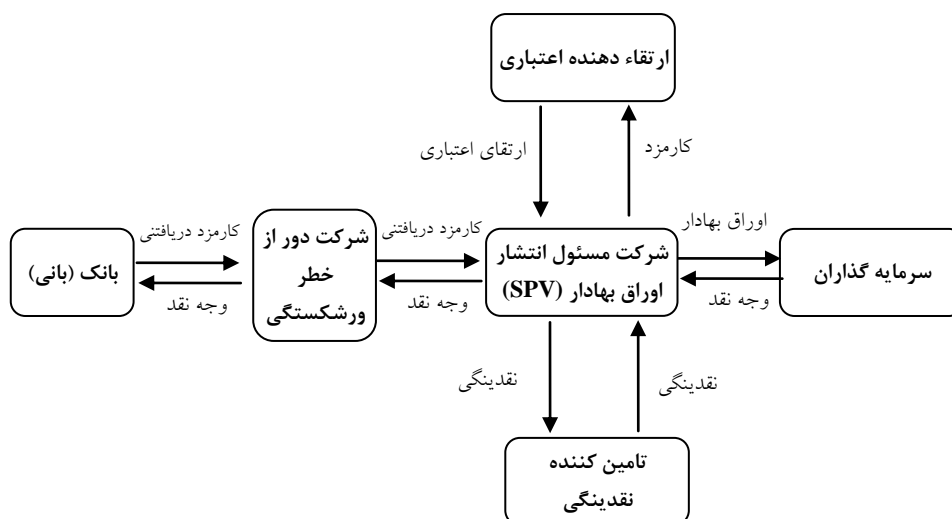
«(.... تکنیک‌هایی که به کار برده می‌شوند هرگاه که نیاز بانی یا مالک یک دارایی، خواه مربوط به تأمین مالی، انتقال ریسک و خواه نیاز دیگری می‌شوند، نمی‌توانند توسط یک محصول یا ابزار در دسترس برآورده شود. از این رو، برای برآوردن این نیاز محصولات و تکنیک‌های موجود باید به صورت یک محصول یا فرآیند سفارشی مهندسی شوند. بنابراین، تأمین مالی ساختاریافته یک ابزار مهندسی انعطاف‌پذیر است.)»^۲

تأمین مالی ساختاریافته با این تعریف نه فقط شامل اوراق بهادارسازی خواهد شد، بلکه همچنین شامل اعتبارات ساختاریافته، تأمین مالی پروژه، اوراق ساختاریافته و اجاره به شرط تملیک (اجاره به شرط تملیک بلندمدت، خصوصاً اجاره‌های اهرمی) خواهد گردید. برخی از فعالان بازار سرمایه تأمین مالی ساختاریافته را معادل با اوراق بهادارسازی (تحت تعریفی از لامپکین) دانسته‌اند. تعریف زیر از بانک تسویه حساب‌های بین‌المللی در ارتباط با تأمین مالی ساختاریافته در سال ۲۰۰۵ منتشر شده است:

«(ابزارهای تأمین مالی ساختاریافته را می‌توان از طریق سه ویژگی عمده تعریف نمود: ۱. تجمیع سرمایه‌ها (براساس وجوه نقد یا به‌طور مصنوعی) ۲. تقطیع بدهی‌هایی که توسط مجموعه دارایی پشتیبانی می‌شوند (این مشخصه تأمین مالی ساختاریافته را از اوراق بهادارسازی سنتی متمایز می‌سازد). ۳. قطع ارتباط ریسک اعتباری مجموعه دارایی‌های وثیقه‌شده از ریسک اعتباری بانی. معمولاً از طریق استفاده از یک نهاد واسط ۴ SPV که مستقل و دارای عمر محدود است، انجام می‌شود.» (به نقل از راه نشین و ریاحی، ۱۳۹۳، ص ۲۰)

فرآیند عمومی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها

در فرآیند عمومی تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد، اقدام به تأسیس یک شرکت با مقصد خاص می‌کند (که به چرخه ویژه پروژه نیز معروف است) و آن دسته از دارایی‌های مالی خود را که دارای جریان‌های نقدی آتی هستند به شرکت با مقصد خاص (SPV) می‌فروشد. شرکت با مقصد خاص یا SPV برای این که وجه لازم برای خرید دارایی‌های مالی مذکور را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه دارایی کرده (ABS^۳) و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس شرکت با مقصد خاص (SPV) وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به شرکت اصلی پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده‌اند، از محل جریان‌های نقدی آتی حاصل از دارایی‌های مالی شرکت با مقصد خاص بازدهی کسب می‌کنند. این فرآیند در شکل شماره ۱ به تصویر درآمده است.



شکل ۱: فرآیند اوراق بهادارسازی (منبع کریمی، ۱۳۸۷)

از نقطه نظر صادرکننده اوراق بهادار، دارایی یا جریان نقدی مورد نظر بواسطه خروج از ترانزنامه بصورت مجزا بدان پرداخته می‌شود و از نقطه نظر سرمایه‌گذار، جداسازی دارایی و جریان نقدی آتی برای ایمن‌سازی معاملات از ورشکستگی بالقوه صادرکننده اوراق بهادار و ریسک اعتباری سبد دارایی‌ها می‌باشد. لذا نتیجه آن می‌شود که سرمایه‌گذار، ریسک ایمن‌تر را بر ریسک دارایی‌ها و یا بدهی‌های صادرکننده اوراق بهادار ترجیح می‌دهد.

فرآیند عمومی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها

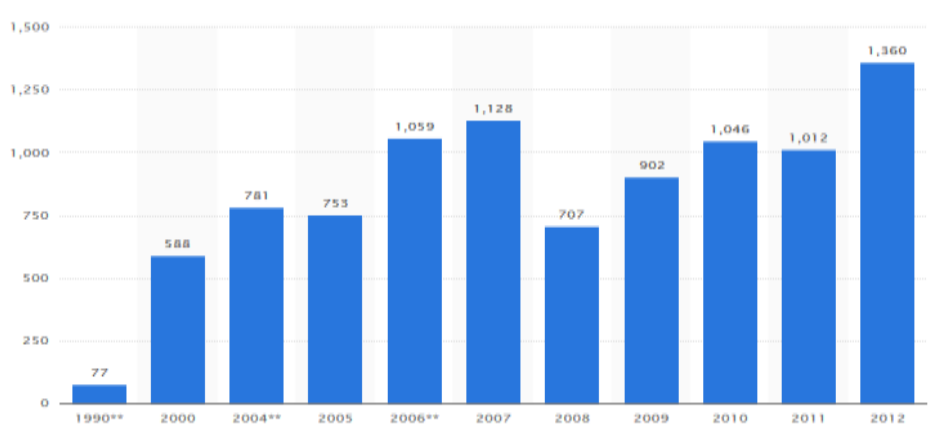
در جدول شماره ۱ مزایای اوراق بهادار سازی از لحاظ ذینفعان مختلف ارائه شده است. (کریمی، ۱۳۸۷)

ارزش اوراق منتشره در جهان و ایران

آمار دقیقی از ارزش اوراق بدهی در دنیا وجود ندارد. در نمودار شماره ۱ حجم اوراق بدهی جدید منتشر شده آمریکا منعکس شده است.

جدول شماره ۱: مزایای اوراق بهادار سازی از لحاظ ذینفعان مختلف

دولت	بانک‌ها و موسسات مالی	متقاضیان تامین مالی
<ul style="list-style-type: none"> • تامین مالی کارآتر • مدیریت بهتر ریسک فعالیت • نهادهای اقتصادی و در نتیجه بهبود سیاست مالی تسهیل فرآیند پیدایش بازارهای مختلف در زمینه مطالبات مالی • گسترش فرهنگ سرمایه‌گذاری • تنوع دارایی‌های مالی و تمرکز بر استفاده بهینه از منابع 	<ul style="list-style-type: none"> • دستیابی به تعداد بیشتری از سرمایه‌گذاران • آزاد شدن و افزایش بازدهی سرمایه حذف برخی اقلام ترازنامه و امکان اختصاص سرمایه به سایر نیازها. • مدیریت بهتر "عدم انطباق زمانی" دارایی‌ها و بدهی‌ها (ALM) • تقلیل ریسک اعتباری، نقدشوندگی و میزان بهره: • صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس 	<ul style="list-style-type: none"> • خروج مطالبات از ترازنامه و جابجایی آن با معادل‌های نقدی • ایجاد مطالبات جدید توسط ناشر اوراق بهادار. • کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری برای ناشر در مقایسه برای روشهای سنتی تامین مالی اوراق بهادار • نقدشوندگی بالاتر دارایی‌ها و کارآتر بودن منابع درآمدی. • افزایش بازدهی سرمایه، به دلیل آنکه به دلیل بکارگیری سرمایه کمتر • افزایش و تنوع روش‌های تامین مالی • افزایش بازده دارایی‌ها، به واسطه امکان تقلیل هزینه تامین وجوه به منظور استحصال و نگهداری آنها • تقلیل میزان مواجهه با ریسک اعتباری، از طریق امکان حذف برخی از دارایی‌های پرریسک از ترازنامه شرکت و یا امکان جابجایی آنها با دارایی‌های با ریسک پایین‌تر. • تنظیم منابع مالی برخی از دارایی‌ها، از طریق تقویت روش‌های تامین مالی با سررسید بلندمدت‌تر نسبت به سایر بازارها.



نمودار شماره ۱: حجم اوراق بدهی جدید منتشره از سال ۱۹۹۰ تا سال ۲۰۱۲ در کشور آمریکا - ارقام
به میلیارد دلار (منبع سایت statistita)

همانگونه که ملاحظه می‌گردد، طی مدت ۲۲ سال جمعاً مبلغ ۹,۴۱۳ میلیارد دلار صرفاً اوراق بدهی در کشور ایالات متحده آمریکا منتشر شده است. حجم اوراق منتشره در ۱۰ سال اول از دوره مورد اشاره (۷۷ میلیارد دلار) در مقایسه با کل اوراق منتشره (۹,۴۱۳ میلیارد دلار) صرفاً کمتر از ۱٪ از کل اوراق بوده است. این افزایش استقبال و دامنه کاربرد اوراق بهادارسازی جهت تامین مالی را نشان می‌دهد.

در بازار سرمایه ایران انتشار اوراق مشارکت برای اولین بار در سال ۱۳۸۴، انتشار اوراق اجاره برای اولین بار در سال ۱۳۸۹ و انتشار اوراق مرابحه برای اولین بار در سال ۱۳۹۱ با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار تهران صورت پذیرفته است. در جدول شماره ۲ ارزش اوراق منتشره در بازار سرمایه کشور در فاصله سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ ارائه شده است.

جدول شماره ۲: ارزش اوراق منتشره در بازار سرمایه از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ ارقام به میلیارد ریال

نوع اوراق	تعداد اوراق منتشره	مبلغ کل اوراق منتشره	اوراق سررسید شده	اوراق نزد خریداران اوراق	تعداد اوراق منتشره با ضمانت بانکی	تعداد اوراق منتشره با ضمانت بانکی و غیربانکی	تعداد اوراق منتشره با ضمانت غیربانکی
مشارکت	۲۲	۳۷,۳۰۰	۱۲,۶۸۰	۲۴,۶۲۰	۱۶	۱	۵
اجاره	۲۰	۱۹,۲۱۷	۰	۱۹,۲۱۷	۱۵	۲	۳
مرابحه	۳	۱,۵۰۱	۰	۱,۵۰۱	۲	۰	۱
جمع	۴۵	۵۸,۰۱۸	۱۲,۶۸۰	۴۵,۳۳۸	۳۳	۳	۹

منبع: (سازمان بورس و اوراق بهادار، (۱۳۹۲)، گزارش شرکت‌های تامین سرمایه)

۳- برند و انواع آن

بنا به تعریف برند یا نامانام یک نام، اصطلاح، علامت، نشان یا طرح یا ترکیبی از این‌هاست که برای شناسایی کالاها یا خدمات فروشنده یا گروهی از فروشندگان و متمایز کردن این کالاها یا خدمات رقبا به کار می‌رود. به طور خلاصه نام تجاری سبب شناسایی و تمایز فروشنده یا سازنده می‌شود. یک نام تجاری در حقیقت تعهد دائمی یک فروشنده برای ارائه مجموعه‌ای از ویژگی‌ها، مزایا و خدمات خاصی به خریداران است. نام تجاری می‌تواند سمبل موارد پیچیده‌تری هم باشد مانند: ماهیت محصول، شخصیت محصول، فرهنگ استفاده از محصول و شخصیت استفاده‌کننده از محصول. برندها دارایی‌های نامشهود شرکت‌ها هستند که باعث افزوده شدن ارزش نهایی محصول نزد مشتریان شده و برای سهامداران ایجاد ارزش افزوده سهام می‌کند و باعث افزایش درآمد شرکت می‌شود.

برند انواع متنوعی دارد که برخی از انواع مشهور آن عبارتست از :

- (۱) نشان تجاری (Brand): یک نام، اصطلاح، علامت، سمبل یا طرح و یا ترکیبی از آنها که قصد آن مشخص کردن کالا و خدمات یک فروشنده و یا گروهی از فروشنده‌ها و نیز تفاوت گذاری بین آنها میان سایر رقباست.
- (۲) نام تجاری (Brand Name): آن قسمت از یک نشان که می‌تواند به صورت آوایی ادا شود. برای مثال ماشین فیات، تلویزیون سونی، کفش باتا و...
- (۳) نشان تجاری (Brand Mark): قسمتی از یک نام تجاری که می‌تواند شناخته شود اما نمی‌تواند تقلید شود مثل یک سمبل، طرح یا یک رنگ و حرف مشخص

ارزش برندهای معتبر در جهان

بر اساس آخرین آمارهای منتشره در سایت فوربس، ارزش ۱۰۰ برند معتبر دنیا در پایان نوامبر ۲۰۱۴، بالغ بر ۱۶۱۰ میلیارد دلار برآورد شده که در جدول شماره ۳ بر حسب صنایع مختلف خلاصه شده است. بر اساس جدول مذکور ۳۵٪ از ارزش کل برندهای معتبر دنیا (با رقمی معادل ۵۶۴ میلیارد دلار) مربوط به صنعت تکنولوژی و ارتباطات بوده و پس از آن صنعت خدمات و تفریحات با ۲۰٪ از کل ارزش برندهای مشهور دنیا (با رقمی معادل ۳۲۳ میلیارد دلار) در رده دوم قرار داشته است. اگر مجموع خدمات را شامل تکنولوژی و سایر خدمات رفاهی و خدمات مالی در نظر بگیریم کل ارزش برندهای معتبر دنیا در این حوزه به ۶۳٪ کل ارزش برندها می‌رسد. سه شرکت اپل، مایکروسافت و گوگل به ترتیب با ۱۲۴٫۲ و ۶۳ و ۵۶٫۶ میلیارد دلار بالاترین ارزش برند (مجموعاً ۲۴۳٫۸ میلیارد دلار) که به تنهایی معادل ۱۵٪ از ارزش کل ۱۰۰ برند معتبر دنیا را به خود اختصاص داده‌اند.

جدول شماره ۳: ارزش و درآمد برند ۱۰۰ شرکت برتر دنیا در پایان نوامبر ۲۰۱۴

نام صنعت	ارزش برند میلیارد دلار	درآمد برند میلیارد دلار
تکنولوژی و صنعت اطلاعات	۵۶۴	۱,۳۵۶
خدمات (شامل تفریحات، رستوران و ...)	۳۲۳	۲۷۲
خودرو و صنایع وابسته	۱۸۵	۱,۱۳۹
خدمات مالی	۱۲۷	۷۷۶
خرده فروشی	۷۵	۴۵۵
سایر صنایع	۳۳۶	۱,۶۱۱
جمع کل صنایع	۱,۶۱۰	۵,۶۰۹

در ارتباط با میزان درآمدهای ایجادشده از طریق برندها نیز براساس آمار مذکور، کل درآمد ایجادشده از طریق ۱۰۰ برند مشهور دنیا در پایان نوامبر ۲۰۱۴، مبلغ ۵,۶۰۹ میلیارد دلار بوده است. این رقم نشان می‌دهد که درآمدهای ایجادشده از طریق برند معادل ۳,۵ برابر ارزش برندهای معتبر دنیا بوده و لذا می‌توان نتیجه گرفت که به‌طور تلویحی به ازای هر واحد دلار برند ۳,۵ واحد درآمد ایجاد شده است.

وضعیت برندهای معتبر در ایران

تاکنون آمار دقیق و معتبری از وضعیت برندهای و ارزش آن و درآمدهای ایجادشده از طریق برند در ایران به‌طور رسمی منتشر نگردیده است. براساس آنچه در دهمین جشنواره ملی قهرمانان صنعت ایران عنوان گردیده است، گروه مطالعاتی هوشمند تدبیر، ۳۰۰ برند مشهور ایران را برای ارزیابی انتخاب و آنها را در سه گروه A، B و C تقسیم‌بندی و اعلام نموده است که ارزش تقریبی آنها را ۳۰۰ هزار میلیارد ریال برآورد کرده است. با این حال براساس اطلاعات غیررسمی تعدادی از برندهای معتبر و شناخته‌شده ایرانی (به شرح جدول شماره ۴) قیمت-گذاری و ملاک عمل (در هنگام واگذاری) قرارگرفته‌اند.

جدول شماره ۴: ارزش چند برتر کشور طی سال‌های گذشته

ردیف	نام شرکت	ارزش - میلیارد ریال	مرجع اعلام کننده	سال ارزشگذاری
۱	هواپیمایی ملی ایران (ایران ایر)	۱۵,۰۰۰	سازمان خصوصی‌سازی	۱۳۹۰
۲	صنعتی ایران خودرو	۴,۰۰۰	شرکت ناشر	۱۳۹۳
۳	باشگاه ورزشی پرسپولیس	۲,۹۰۰	سازمان خصوصی‌سازی	۱۳۹۳
۴	باشگاه ورزشی استقلال	۲,۹۰۰	سازمان خصوصی‌سازی	۱۳۹۳
۵	بانک صادرات ایران * (۱۹۰ میلیون دلار)	۵,۰۳۵	نشریه تخصصی بنکر	۱۳۹۳
۷	بانک ملی ایران * (۱۶۲ میلیون دلار)	۴,۲۹۳	نشریه تخصصی بنکر	۱۳۹۳

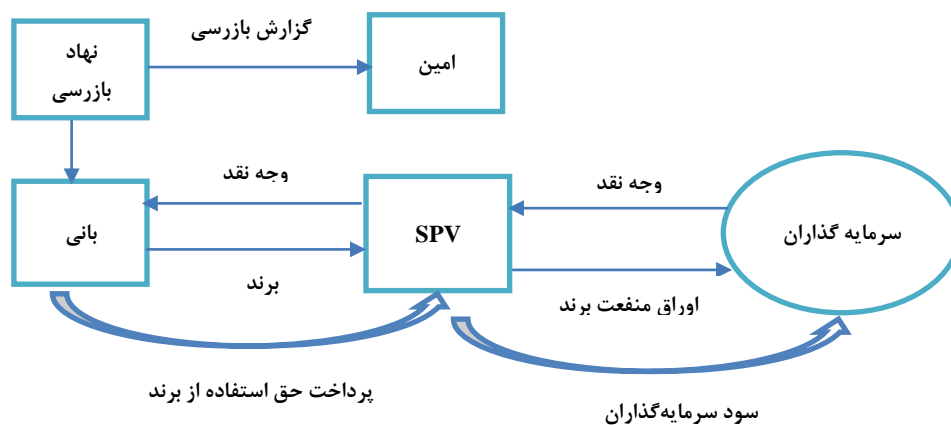
ضرورت استفاده از برند در تامین مالی شرکت‌های مبتنی بر سرمایه انسانی

در فرآیند اوراق بهادارسازی، بانی برای تامین مالی، به پشتوانه دارایی‌های خود که عمدتاً مطالبات و وام‌های رهنی بوده، اوراق جدید منتشر می‌نماید. در اقتصاد نوین، نقش اقتصاد مبتنی بر دانش و به ویژه شرکت‌های بخش تکنولوژی به عنوان بازیگران اصلی این بخش اقتصاد پررنگ‌تر شده است. همانگونه که در جدول شماره ۳ بدان اشاره شده، ۵۵ درصد ارزش برندهای دنیا متعلق به حوزه تکنولوژی و خدمات است. نقطه بارز این حوزه-های اقتصاد، وابستگی به سرمایه انسانی مبتنی بر دانش و مهارت‌های ویژه بوده که باعث ارزش آفرینی و کسب سود بالاتر می‌نماید. ارزش سرمایه‌های انسانی این‌گونه شرکت‌ها در ارزش برند آنها تجلی می‌یابد. در واقع ارزش برند منعکس کننده توانایی و قابلیت ایجاد درآمدهای آتی به پشتوانه برند است. معمولاً شرکت‌های فعال در این حوزه‌ها، دارایی‌های فیزیکی بالایی نداشته و در واقع دارایی‌های آنها، سرمایه‌های انسانی است. مدل‌های مرسوم،

توانایی پاسخگویی به نیازهای تامین منابع مالی لازم برای توسعه این شرکت‌ها را نداشته و محدودیت‌هایی را ایجاد می‌نماید. بنابراین پیشنهاد می‌شود مهمترین دارایی این شرکت‌ها که برند آن‌ها بوده، در جهت تامین مالی بکار گرفته شده و با توسعه فعالیت و ارزش آفرینی بیشتر، ارزش برند نیز تقویت خواهد گردید.

ساختار اوراق منفعت برند

در فرآیند اوراق بهادارسازی وجود یک دارایی ضرورت دارد. لذا باید برند به عنوان دارایی به ثبت رسیده و ارزشگذاری شود. با توجه به ساختار عمومی اوراق بهادارسازی، ساختار اوراق منفعت برند به شرح شکل شماره ۲، پیشنهاد می‌شود. بر اساس ساختار پیشنهادی، وجود یک شرکت با مقصد خاص (SPV) به منظور تأمین وجه دارایی برای مالک دارایی (صاحب اصلی دارایی که در انتهای دوره بازپرداخت اوراق دارایی مجدداً به وی باز - گردد) ضروری است. مالک برند پس از ثبت برند نزد اداره مالکیت معنوی و پس از ارزش‌گذاری برند، نسبت به انتقال برند (مطابق قرارداد مشخص) به شرکت با مقصد خاص (SPV) اقدام نموده آن‌گاه SPV بر مبنای برند اقدام به انتشار اوراق برند و فروش آن به سرمایه‌گذاران می‌نماید. بانی مطابق قرارداد واگذاری برند، حق استفاده از برند را به صورت دوره‌ای به SPV پرداخت و ایشان نیز به حقوق ناشی از استفاده بانی از برند را به عنوان سود به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید. برای حصول اطمینان از رعایت شرایط قرارداد واگذاری برند، نهادی ناظر به عنوان نهاد بازرسی تعیین و بر کیفیت و کمیت تولیدات و استفاده از برند توسط بانی نظارت نموده و نتایج آن را به امین گزارش می‌کند. با پایان دوره سررسید اوراق منفعت برند، برند ثبت شده به ناشر اوراق برگشت و اصل وجوه سرمایه‌گذاران نیز عودت داده می‌شود. در صورت عدم افای تعهدات ناشر اوراق در طی و انتهای دوره سررسید اوراق، منافع برند از طریق بازار دارایی‌های فکری مطابق قرارداد به دیگران واگذار خواهد گردید تا حقوق عموم سرمایه‌گذاران حفظ شده و مورد تهدید واقع نگردد.



شکل شماره ۲- ساختار پیشنهادی اوراق منفعت برند

۴- نقش نهاد بازرسی در اوراق منفعت برند

همانطوری که در بخش معرفی برند توضیح داده شد، برند به واسطه شهره بودن یک کالا به دلیل مقبولیت عامه آن در بین مصرف‌کنندگان به تدریج ایجاد شده و یک دارایی نامشهود و در اذهان عموم است. ارزش یک برند وابسته به سطح کیفیت محصولات و ارائه خدمات و نیز تداوم سهم بازار آن بستگی دارد. کاهش سطح کیفیت و ارائه خدمات و نیز ورود برندهای جدید و در نتیجه کاهش سهم بازار از ارزش برند کاسته شده که از ریسک‌ها و مخاطرات اوراق منفعت برند به شمار می‌رود. از این رو برای مدیریت این ریسک، وجود یک نهاد بازرسی برای حصول اطمینان از حفظ ارزش برند طی دوره عمر اوراق و نیز رعایت تعهدات بانی در استفاده برند و پرداخت حقوق مالی لازم می‌نماید. بر این اساس وظایف نهاد بازرسی به شرح ذیل ضروری می‌باشد:

- ۱) حصول اطمینان از رعایت سطح کیفیت تولیدات و خدمات شرکت ناشر مطابق با قرارداد واگذاری برند
- ۲) حصول اطمینان از کمیت تولیدات شرکت ناشر با تولیدات برنامه ریزی شده مطابق با قرارداد واگذاری برند
- ۳) پایش حفظ اعتبار برند نزد افکار مشتریان و مصرف‌کنندگان
- ۴) پایش سهم بازار برند جهت حصول اطمینان از دست نرفتن سهم بازار
- ۵) گزارشگری لازم جهت اطمینان بخشی به سرمایه‌گذاران و امین
- ۶) اجرای اقدامات پیشگیرانه و اصلاحی به موقع در جهت جلوگیری از هر گونه آسیب جایگاه برند و سرمایه‌گذاران

۴-۱- دامنه کاربرد اوراق منفعت برند

بنا به ویژگی خاص اوراق منفعت برند، دامنه کاربرد اوراق منفعت برند عبارتند از:

- ۱) تأمین مالی شرکت‌های دارای برند معتبر
- ۲) تأمین مالی شرکت‌های دانش بنیان (شرکتهایی که مبتنی بر دانش سرمایه انسانی بوده و فاقد دارایی فیزیکی بالا می‌باشند مانند شرکت‌های فعال در حوزه فناوری اطلاعات و ارتباطات ICT و فناوری‌های پیشرفته)
- ۳) تأمین مالی شرکت‌های مبتنی بر مهارت سرمایه انسانی مانند باشگاه‌های ورزشی

۴-۲- مزایای اوراق منفعت برند

- اوراق منفعت برند دارای مزایای مختلفی از لحاظ ناشر (بانی) و بازار بوده که در ذیل به اختصار تبیین شده است
- ۱) استفاده از ظرفیت دارایی‌های نامشهود شرکتها (برند) در جهت تأمین مالی و توسعه شرکت‌ها به ویژه برای شرکت‌ها و طرح‌های مبتنی بر سرمایه انسانی (دانش و مهارت)
 - ۲) کاهش هزینه‌های مالی شرکت‌های مبتنی بر سرمایه انسانی

- ۳) استفاده از ظرفیت مقبولیت اجتماعی برند جهت تامین مالی (به ویژه استفاده از ظرفیت اجتماعی هواداران باشگاه‌های ورزشی در تامین مالی باشگاه‌ها)
- ۴) حفاظت بیشتر از جایگاه برند در بازار و کمک به توسعه برند شرکت‌ها
- ۵) تعیین ارزش برند شرکت‌ها
- ۶) ایجاد امکان توسعه بازار دارایی‌های فکری و برند در کشور

۳-۴- مخاطرات اوراق منفعت برند

اوراق منفعت برند دارای ریسک‌ها و مخاطراتی بوده که عبارتند از:

- ۱) وابستگی زیاد ارزش اوراق به ارزش برند و متغیر بودن ارزش برند و احتمال کاسته شدن و با فقدان ارزش برند
- ۲) وابستگی ارزش برند به کیفیت مدیریت شرکت ناشر
- ۳) وابستگی ارزش برند به سهم بازار محصول و خدمات ارائه شده
- ۴) وابستگی ارزش برند به چرخه عمر محصول (در صورتیکه بازنگری در کالای تولیدی شرکت، بعد از مرحله بلوغ صورت نگیرد، عمر محصول به پایان رسیده ارزش برند کاهش می‌یابد).

۵- ابزارها و روشهای مدیریت ریسک اوراق

اوراق منفعت برند یک شیوه جدید تامین مالی ساختار یافته می‌باشد، لازم است که ابزارها و روشهایی برای مدیریت ریسک این اوراق تعریف و طراحی گردیده تا ضمن رعایت حقوق ذینفعان مختلف این ابزار مالی، تا حدودی نگرانی‌های مترتب سرمایه‌گذاران کاسته و باعث توسعه کاربرد آن گردد. لذا ابزارها و روش‌های مدیریت ریسک این اوراق در جدول شماره ۵ ارائه شده است.

جدول شماره ۵: شیوه‌ها و ابزارهای مدیریت ریسک اوراق منفعت برند

انواع ریسک-های عام	انواع ریسک‌های خاص	روشهای مدیریت ریسک	ابزارهای مورد استفاده
ریسک عملیاتی	عدم تولید محصول و خدمت مطابق برنامه	نهاد بازرسی / حسابرس / بازرس قانونی	الزامات قراردادی، ارائه گزارشهای کمی تولید به صورت ادواری
	تغییر کیفیت تولید محصول و خدمت	بازرسی فنی	ارائه گزارشهای کیفیت ادواری به صورت ادواری
	ارائه خدمات به مشتریان	بازرسی فنی	ارائه گزارشهای کمی تولید و ادواری و سالانه
ریسک اعتباری	نکول اصل سرمایه	امین / ضامن	الزامات قراردادی / واگذاری منافع برند از طریق بازار دارایی‌های فکری

انواع ریسک-های عام	انواع ریسک‌های خاص	روشهای مدیریت ریسک	ابزارهای مورد استفاده
	عدم ایفای تعهدات پرداخت سود	امین/ ضامن سودآوری	الزامات قراردادی/ واگذاری منافع برند از طریق بازار دارایی‌های فکری
	عدم ایفای تعهدات بانی در بازپرداخت اصل اوراق	ضامن	الزامات قراردادی/ واگذاری منافع برند از طریق بازار دارایی‌های فکری
ریسک بازار	نوسان ارزش برند	امین/ نهاد بازرسی	پایش کمیت، کیفیت، سهم بازار و جایگاه برند و گزارشگری آن

۶- نتیجه‌گیری و بحث

در این مقاله تنها به معرفی مدلی جهت اوراق‌بهدارسازی مبتنی بر برند برای تامین مالی اکتفا شده است. لیکن طراحی و انتشار اوراق مستلزم بررسی‌های دقیق و موشکافانه مختلفی بوده از این رو موارد زیر پیشنهاد می‌شود:

- ۱) بررسی جوانب حقوقی، فقهی، اجتماعی و اقتصادی اوراق
- ۲) استفاده از ظرفیت دارایی ارزشمند شرکت‌ها جهت تامین مالی توسط شرکت‌های دارای برند
- ۳) بررسی راهکارهای اجرایی انتشار اوراق منفعت برند در باشگاه‌های ورزشی
- ۴) بررسی راهکارهای اجرایی انتشار اوراق منفعت برند توسط نهادهای سرمایه‌گذاری خطر پذیر (VC) و سرمایه‌گذاری‌های نوآورانه
- ۵) بررسی راهکارهای اجرایی انتشار اوراق توسط شرکت‌های دانش بنیان و فناوران
- ۶) تسهیل شرایط انتشار اوراق توسط سازمان بورس و اوراق بهادار

فهرست منابع

- * جعفرپیشه، خلیل. اسرار نام و نشان سازی، ۱۳۹۰. چاپ اول. اصفهان، انتشارات آموخته.
- * سازمان بورس و اوراق بهادار، (۱۳۹۲)، گزارش شرکت‌های تامین سرمایه.
- * سازمان خصوصی سازی، ۱۳۹۰، گزارش ارزیابی شرکت هواپیمایی ملی ایران
- * فرانک فبوزی، وینود کوتهاری، ترجمه علی راه نشین، حامد تاجمیر ریاحی (۱۳۹۲)، اوراق بهادارسازی، تهران، انتشارات ترمه.
- * فیصل احمد منجو، مجتبی کریمی (مترجم)، (۱۳۸۷)، تبدیل به اوراق بهادار نمودن داراییها: راهکارهای مهم برای بانکهای اسلامی، فصلنامه روند، شماره ۵۵، صفحه ۱۸۵.
- * Greenbaum, S. T. and Thakor, A. (1995). Contemporary Financial
- * Intermediation. New York: The Dryden Press.
- * Kendall, Fishman, J. (2000), "a Primer on Securitization", USA, the MIT Press.
- * www.Iraneconomist.com
- * www.Statista.com

یادداشت‌ها

¹Government National Mortgage Association (GNMA).

²Pass-through Security

³Disintermediation

⁴Special Purpose Vehicle

⁵Asset-Backed Securities

* به نقل از سایت ایران اکونومیست ۱۳۹۲/۱۲/۴