



طراحی الگوی تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌های فکری*

محمد مهدی دژدار

دانشجوی دکتری دانشگاه امام صادق (ع)
mmdj.finance@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۰/۶ تاریخ پذیرش: ۹۳/۱۲/۳

چکیده

در سال‌های اخیر توجه به دارایی‌های فکری در اقتصاد کشورهای پیشرفته جایگاه ویژه‌ای پیدا کرده است به گونه‌ای که درصد بالایی از تولید ناخالص داخلی آن‌ها به این دارایی‌ها اختصاص دارد به عنوان مثال در کشور آمریکا در سال ۲۰۱۲ حدود ۳۸ درصد از تولید ناخالص داخلی به صناعی که بر اساس دارایی فکری بنا شده‌اند اختصاص دارد. شاید بتوان گفت که مهمترین بحث در زمینه دارایی‌های فکری مربوط به تأمین مالی تبدیل ایده به کالای تجاری باشد که البته برای این امر راه‌های مختلفی وجود دارد از جمله: تأمین اعتبار از بانک‌های تجاری، انتشار اوراق قرضه، استفاده از سرمایه‌گذاری شرکت‌های خطر پذیر. یکی دیگر از روش‌های نوین تأمین مالی دارایی‌های فکری استفاده از فرایند تبدیل به اوراق بهادارسازی این دارایی‌ها می‌باشد. در این مقاله سعی می‌شود بعد از بیان مقدماتی در مورد اوراق بهادارسازی دارایی‌های فکری، به مقایسه اجمالی این روش‌ها با یکدیگر و بیان انواع اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری و نقد و بررسی آن پرداخته و در نهایت با ارائه الگویی جهت تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های فکری از بحث نتیجه‌گیری نمود.

واژه‌های کلیدی: دارایی فکری، اوراق بهادارسازی، تأمین مالی.

* این مقاله با راهنمایی آقای دکتر فریدون رهنمای رودپشتی نگارش گردیده است.

۱- مقدمه

در عصر کنونی اطلاعات، محصولات با تکنولوژی بالا که بر اساس حق تألیف، گواهی ثبت اختراع و نشان تجاری به فعالیت خود ادامه می‌دهند به عنوان منابع مهم در اقتصاد مدرن محسوب می‌شوند. در گذشته، قدرت اقتصادی بر اساس دارایی‌های مشهود بود اما در عصر حاضر محصولات اطلاعاتی مانند پایگاه‌های اطلاعاتی، نرم افزارها و نام‌های تجاری هستند که حرف اول را در اقتصاد می‌زنند. صنایع با تکنولوژی بالا که بر اساس حقوق دارایی‌های فکری بنا نهاده شده‌اند سهم بالایی را در تولید ناخالص داخلی کشورهای توسعه یافته دارا می‌باشند. بر اساس آمار منتشر شده در سال ۲۰۱۲ ارزش صنایع مبتنی بر حقوق دارایی فکری در آمریکا به بیش از ۵.۸ تریلیون دلار رسیده است که حدوداً ۳۸٪ تولید ناخالص داخلی این کشور را تشکیل می‌دهد (Mark Elliot, 2012). با توجه به این تغییرات عمده که در اقتصاد کشورهای توسعه یافته به وجود آمده، می‌توان انتظار داشت که در روش‌های تأمین مالی آن‌ها نیز سمت و سو به طرف دارایی‌های فکری تغییر پیدا کرده باشد.

در این مقاله سعی شده است که شیوه جدید تأمین مالی یعنی اوراق بهادارسازی حقوق دارایی‌های فکری به صورت یک الگو بیان شود. باید این نکته را یادآور شد که تأمین مالی بر اساس اوراق بهادارسازی دارایی‌ها در اقتصاد مدرن کنونی جایگزینی برای روش‌های سنتی تأمین مالی از قبیل استفاده از اعتبارات بانکی، انتشار اوراق قرضه شرکتی و ... شده است. این شیوه در مورد دارایی‌های فکری از اواسط دهه ۱۹۹۰ به وجود آمد جایی که دیوید بوی برای تأمین مالی آلبوم موسیقی اقدام به انتشار اوراق قرضه نمود. از دیگر نمونه‌ها اوراق بهادارسازی نام تجاری پیتزا دومینو و گواهی ثبت اختراع داروی اچ آی وی توسط دانشگاه ییل می‌باشد. همچنین بر اساس تحقیقات صورت گرفته در سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۲ شرکت‌هایی مانند بردن^۱، دیزنی^۲، کالوین کلین^۳، جی ای کپیتال^۴ و نستله^۵ از نام تجاری و حق تألیف خود به عنوان وثیقه برای دریافت وام استفاده نموده‌اند.

اوراق بهادارسازی دارایی‌های فکری فرآیندی است که در آن حقوق برخاسته از دارایی را که منجر به ایجاد وجوه نقد می‌شود با هم یکی کرده و به صورت اوراق بهادار به فروش می‌رساند.

تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های فکری، وابستگی به منابع اعتباری بانک‌ها و هزینه‌های تأمین مالی را کاهش می‌دهد، دسترسی به منابع مالی خارج از ترانزنامه^۶ را تسهیل می‌کند، موجب متنوع سازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌شود، محدودیت‌های سرمایه‌گذاری را کمتر می‌نماید و ریسک‌های ناشی از دارایی فکری را بین سرمایه‌گذاران توزیع می‌کند. این منافع موجب شده تا اوراق بهادارسازی حق تألیف، نام‌های تجاری و گواهی‌های ثبت اختراع روند رو به رشدی به خود بگیرد و بازار جهانی حقوق دارایی فکری نیز بزرگ و بزرگ‌تر شود.

بنابر این تبدیل به اوراق بهادار نمودن حقوق دارایی‌های فکری با توجه به تنوع رو به رشد ابزارهای تأمین مالی از اهمیت بالایی برخوردار است. البته این مسئله در مورد کسب و کارهای کوچک‌تر که معمولاً برای تأمین منابع برای ادامه فعالیت‌های خود با مشکلات زیادی مواجه هستند از اهمیت دو چندانی برخوردار خواهد بود. به طور متوسط حدود ۱۰٪ از کسب و کارهای کوچک در تأمین سرمایه مورد نیاز خود موفق عمل می‌کنند و اکثر آن‌ها در عمل با مشکلات زیادی مواجه هستند.

اوراق بهادار سازی دارایی‌های فکری با دیگر انواع تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها تفاوت‌هایی دارد. بیشتر دارایی‌هایی که در تبدیل به اوراق بهادار نمودن مورد استفاده قرار می‌گیرند دارای یک عایدی ثابت می‌باشند در صورتی که حق الامتیازی که به صاحب دارایی فکری تعلق می‌گیرد با توجه به میزان فروش محصولات، مقدار متغیری پیدا می‌کند. بنابر این با توجه به اینکه دارایی‌های فکری تولید درآمد می‌کنند می‌توان از آن‌ها به عنوان منبعی جهت تأمین منابع استفاده نمود.

علی‌رغم قابلیت‌هایی که دارایی‌های فکری دارند، تبدیل به اوراق بهادار نمودن آن‌ها عمدتاً محدود به حق تألیف و نام‌های تجاری بوده است (Calderini & Odasso: 2008) و گواهی‌های ثبت اختراع کمتر در این زمینه مورد استفاده قرار گرفته‌اند. اوراق بهادار مبتنی بر گواهی‌های ثبت اختراع (PBSs) به دو دلیل عمده کمتر منتشر شده‌اند: اول اینکه این نوع اوراق بهادار دارای پیچیدگی‌های بسیاری بوده و در نتیجه دارای هزینه زیادی می‌باشد. دوم اینکه ارزیابی قیمت و ریسک آن‌ها به سادگی امکان‌پذیر نمی‌باشد و روش پذیرفته شده یکسانی برای آن وجود ندارد.

ساختار این مقاله به این صورت است که بعد از بیان ادبیات موضوع، به معرفی اجمالی دارایی‌های فکری و انواع آن می‌پردازیم و سپس انواع روش‌های تأمین مالی را با یکدیگر مقایسه می‌نماییم. در مرحله بعد انواع اوراق بهادار سازی با استفاده از دارایی‌های فکری را بیان کرده و مزایا و معایب استفاده از این نوع تأمین مالی را بر می‌شماریم. در نهایت با ارائه الگویی جهت اوراق بهادار سازی دارایی‌های فکری از مقاله نتیجه‌گیری می‌نماییم.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

هر چند که تحقیقات صورت گرفته در زمینه دارایی‌های فکری با توجه به جدید بودن موضوع آن چندان زیاد نیست لکن می‌توان آن‌ها را در سه حوزه تقسیم‌بندی نمود:

دسته اول تحقیقاتی هستند که به بررسی وضع موجود اوراق بهادار مبتنی بر گواهی‌های ثبت اختراع و نقش ذینفعان مختلف می‌پردازند. فرانک^۷ (۲۰۰۵) موارد استفاده از اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری و انواع آن و نقش واسطه‌ها در این فرآیند را تبیین می‌کند. تحقیقات هیلری^۸ (۲۰۰۴)، وانتان^۹ (۲۰۰۳) و کرش^{۱۰} (۲۰۰۵) بر توسعه بازار اوراق بهادار سازی گواهی‌های ثبت اختراع بسیار مؤثر بود. طبق تحقیقات کرش (۲۰۰۵) در دوره زمانی بین ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۴ تنها ۳۸ مورد اوراق بهادار سازی مبتنی بر دارایی فکری صورت گرفته بود. هیلری (۲۰۰۴) دریافت که موارد تبدیل به اوراق بهادار نمودن مبتنی بر حق الامتیازهای دارایی فکری حداقل در آمریکا به شدت رو به افزایش است به طوری ارزش آن‌ها از ۴۱۷ میلیون دلار در سال ۱۹۹۲ به بیش از ۲٫۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۰ رسیده است. مشهورترین آن‌ها مربوط به اوراق بهادار مبتنی بر گواهی ثبت اختراع در زمینه محصولات دارویی بود به طوری که حدود ۱۳٪ از این قراردادها را در بین سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۴ به خود اختصاص داده‌اند.

کاری که ادواردز^{۱۱} (۲۰۰۲) و دریس^{۱۲} (۲۰۰۳) انجام دادند معطوف به گواهی ثبت اختراع بود. ادواردز ضمن ارائه یک دسته‌بندی از اوراق مبتنی بر گواهی ثبت اختراع به بیان فرصت‌های سودآوری مرتبط با آن‌ها پرداخت.

در عوض دریس با تمرکز بر یک صنعت خاص تحقیقات خود را انجام داد. آمابل (۲۰۰۵) که تنها ارائه دهنده مدل تئوری در این زمینه به شمار می‌آید استفاده از گواهی‌های ثبت اختراع را به عنوان اهرمی برای وثایق در تأمین مالی R&D مطرح کرد.

ادواردز (۲۰۰۱)، فیشرمن^{۱۳} (۲۰۰۳) و کرش (۲۰۰۵) به بررسی اولین قرارداد اوراق بهادارسازی مبتنی بر گواهی ثبت اختراع پرداختند. این اوراق در سال ۲۰۰۰ توسط یک شرکت سرمایه‌گذاری متخصص در زمینه صنعت دارو به نام Royalty Farma AG بر روی گواهی ثبت اختراع دانشگاه بیبل در مورد وپروس اچ آی وی تحت لیسانس شرکت بریستول مایرز اسکویب^{۱۴} به نام Zerit منتشر شد. Royalty Farma در سال ۲۰۰۳ بعد از شکست اولین اوراق بهادار مجدداً اقدام به اوراق بهادارسازی گواهی ثبت اختراع دیگری نمود که حق الامتیاز آن مبتنی بر ۱۳ دارو بود که توانست ۲۲۵ میلیون دلار سرمایه با این اوراق که دارای رتبه اعتباری AAA بود، جمع‌آوری نماید.

دسته دوم تحقیقات به بررسی مسائل حقوقی مرتبط با استفاده از اوراق گواهی ثبت اختراع جهت تأمین مالی می‌پردازد. بزانت^{۱۵} (۲۰۰۳) یک دسته‌بندی از مسائل حقوقی مرتبط ارائه نمود. دیویس^{۱۶} (۲۰۰۶) در تحقیقی نشان داد که در استفاده از گواهی‌های ثبت اختراع به عنوان وثیقه در تأمین مالی، ناطمینانی ساختاری وجود دارد.

تمرکز دسته سوم از تحقیقات بر منافع ذینفعان مختلف و دلایل نظری ثبات و تأثیر استفاده از اوراق بهادارسازی گواهی‌های ثبت اختراع می‌باشد.

استفاده از حقوق دارایی‌های فکری به خصوص گواهی‌های ثبت اختراع به عنوان دارایی پایه اوراق بهادار گزینه بسیار مناسبی برای جایگزین نمودن تأمین مالی سنتی می‌باشد. یکی از ارزیابی‌هایی که در مورد اثربخشی اوراق بهادارسازی گواهی ثبت اختراع انجام شده توسط کرش (۲۰۰۵) ارائه شده است.

از منظر صاحب دارایی، اوراق بهادارسازی، اجازه دستیابی بهتر به منابع مالی جهت اجرایی نمودن فعالیت را می‌دهد. کمتر بودن هزینه تأمین مالی، بیشتر بودن دوره دیرش و انعطاف‌پذیری این اوراق نسبت به اوراق قرضه شرکتی موجب افزایش درجه اعتباری و در نهایت امکان پیش‌بینی جریان نقدی آینده آن‌ها می‌شود.

این نوع از ابزارهای مالی باعث تفکیک بین ریسک شرکت و ریسک گواهی‌های ثبت اختراع می‌شود به این صورت که بدون نیاز به ارزیابی کل شرکت و با توجه به جریان نقدی احتمالی آینده گواهی‌های ثبت اختراع می‌توان به کمک این اوراق به تأمین مالی پرتفوی شامل گواهی‌های شرکت پرداخت (وانتاب ۲۰۰۴). البته باید توجه داشت که اهمیت این اوراق به نقدینگی است که برای شرکت به ارمغان می‌آورد. پرداخت‌های مطمئن ناشی از انتشار این اوراق برای شرکت بسیار حیاتی‌تر از حق الامتیاز و درآمد فروشی است که در آینده ممکن است به دست آید. ضمن اینکه اوراق بهادارسازی گواهی‌های ثبت اختراع به عنوان راه‌حل مناسبی برای شرکت‌های دارای تکنولوژی غنی در عین حال نیازمند به سرمایه است تا بتوانند محصولات خود را صنعتی نمایند بدون اینکه ساختار مالکیتی خود را از دست بدهند و هزینه‌های زیادی را متحمل بشوند (ادواردز ۲۰۰۱).

از منظر فروشنده اوراق یعنی بنگاه، دانشگاه و دیگر صاحبان حقوق گواهی ثبت اختراع مسائلی در ارتباط با ارزش‌گذاری، تقاضا و رفتارهای اجتماعی، توسعه استفاده از این روش تأمین مالی را با ابهام رو به رو می‌کند. از منظر خریدار اوراق، ارزیابی ارزش واقعی آن‌ها از طریق پیش‌بینی جریان نقدی آتی و همچنین ریسک‌های خریداری، ناشناخته است بنابراین در ارزیابی درجه اعتباری این اوراق باید مورد به مورد بررسی صورت گیرد زیرا ارزش هر یک از آن‌ها به شدت به عناصر و مشخصات درونی آن بستگی دارد و از طرف دیگر داده‌های تاریخی نیز برای این اوراق وجود ندارد.

دارایی فکری

امروزه، دانش، فن‌آوری و اندیشه در فرایند تولید محصولات، به مراتب بیش از گذشته ارزش یافته است. برای مثال، ارزش داروها و تجهیزات جدید و محصولات با فناوری بالا، تنها در جنس و ماده فیزیکی مورد استفاده آن‌ها خلاصه نمی‌شود، بلکه ارزش آن‌ها به میزان نوآوری، خلاقیت، ابتکار و نبوغی که در آن‌ها به کار رفته است، بستگی دارد. به عبارت دیگر، مفاهیمی چون اندیشه، نوآوری و خلاقیت بیش از گذشته ارزش مبادلاتی پیدا کرده‌اند و به عنوان سرمایه‌های ارزشمند مورد حمایت واقع شده‌اند. این حمایت‌ها در قالب مفهوم کلی مالکیت معنوی تبلور یافته است (مهدوی و برخوردار، ۱۳۸۷).

کنوانسیون تأسیس سازمان جهانی مالکیت فکری در ماده‌ی ۲ بند ۸، مواردی از حقوق مالکیت فکری را ارایه می‌کند؛ که برخی موارد آن به شرح ذیل است:

الف: موضوعات حقوق مالکیت علمی، ادبی و هنری یا کپی رایت؛ شامل:

- آثار علمی و ادبی شفاهی (اشعار، کنفرانس‌ها، خطابه‌ها، نطق‌ها و... دفاعیات و کلا) و نوشته (کتاب، مجلات، جزوات و... و هر چیز مکتوب).
- آثار صوتی (ترانه‌ها، منقبت‌ها و مداحی‌ها و...) و تصویری (فیلم، تئاتر و...)، رادیو، تلویزیون، تئاتر و سینما.
- آثار تزئینی، نمایشی و تجسمی (انواع طرح‌های فرش، گلیم، عکاسی، معماری، صنایع دستی، پیکر تراشی، خوشنویسی و...).
- آثار رایانه‌ای که در محیط رایانه تولید می‌شوند.
- آثار ترکیبی، یعنی اثری دارای ظاهر واحد که در واقع از تنظیم، چینش، کنار هم قرار گرفتن و آمیختن مبتکرانه‌ی چند اثر ادبی و هنری به وجود می‌آید. مانند ترجمه‌ای که پژوهش‌ها و نظرات شخصی مترجمان نیز به آن اضافه شده باشد، یا تصویری که روی یک اثر موسیقی گذاشته شده باشد. این اثر جدید که هویتی مستقل از اجزای خود دارد، جلوه‌ای از ابتکار خالق آن است مورد حمایت قانون قرار می‌گیرد.

ب: موضوعات حقوق مالکیت صنعتی و تجاری؛ شامل:

- اختراع
- طرح‌های صنعتی
- علائم و نام‌های تجاری
- نشانی‌های مبادی جغرافیایی
- طرح‌های سخت مدارهای یکپارچه
- اطلاعات افشا نشده یا اسرار تجاری
- حمایت در برابر رویه‌های غیرمنصفانه

ج: موضوعات حقوق مرتبط یا جانبی؛ شامل:

- آثار اجرایی مثل انواع آوازها، دکلمه‌ها، تمثیل‌ها و برنامه‌های سرگرمی و روضه‌خوانی و مداحی
- صفحات صوتی که اجرای یک کار هنری روی آن‌ها ضبط شده است
- تولیدات سازمان‌های پخش صدا و تصویر
-

سیر تاریخی توسعه مفهوم و کاربرد سرمایه فکری

قبل از دهه ۱۹۸۰	اواسط دهه ۱۹۸۰	اواخر دهه ۱۹۸۰	اوایل دهه ۱۹۹۰
جان گالبریت اولین کسی بود که از اصطلاح سرمایه فکری استفاده نمود.	(۱) حرکت از عصر صنعت به سمت عصر اطلاعات و ایجاد شکاف عمیق بین ارزش دفتری و ارزش بازار شرکت‌ها (۲) انتشار کتاب استخراج ارزش از نوآوری توسط تیس	اولین تلاش‌ها برای تدوین صورت حساب‌هایی که سرمایه فکری را اندازه‌گیری می‌کنند (اسویی ۱۹۸۸) تألیف کتاب ارتباط گمشده و سقوط مدیریت حسابداری. (جانسون و کاپلان) تألیف کتاب مدیریت دارایی‌های دانش در قرن ۲۱. (آمیدن)	نقش مدیریت سرمایه‌های فکری با تخصیص یک پست رسمی، در سازمان مشروعیت می‌یابد. آقای ادوینسون به عنوان مدیر سرمایه‌های فکری اسکاندیا معرفی می‌شود.

اوایل دهه ۲۰۰۰	اواخر دهه ۱۹۹۰	اواسط دهه ۱۹۹۰
<p>(۱) انتشار اولین مجله معتبر علمی با عنوان سرمایه‌های فکری.</p> <p>(۲) انتشار اولین استانداردهای حسابداری سرمایه فکری توسط دولت دانمارک.</p> <p>(۳) انتشار اولین گزارش سرمایه‌های فکری توسط اتحادیه اروپا.</p> <p>(۴) انتشار کتاب مدیریت اندازه‌گیری و گزارش‌دهی دارایی‌های نامشهود توسط لو.</p> <p>(۵) پروژه‌های مختلف در مدیریت و اندازه‌گیری سرمایه‌های فکری تعریف و در حال پیگیری است.</p>	<p>سرمایه فکری، موضوع مورد پسند بسیاری از محققان، کنفرانس‌ها و مقالات قرار گرفت.</p>	<p>(۱) ارائه موجودی سرمایه‌های فکری در شرکت اسکانديا به صورت ضمیمه صورت‌های مالی. (۱۹۹۴)</p> <p>(۲) استفاده از ممیزی دانش برای ارزیابی جامع از وضعیت سرمایه فکری توسط سلمی. (۱۹۹۹)</p> <p>(۳) انتشار کتاب توسط صاحب‌نظران نهضت سرمایه فکری.</p>

۴- تاریخچه اوراق بهادارسازی

هر چند سابقه اوراق بهادارسازی چندان طولانی نمی‌باشد اما در همین مدت کم پیشرفت‌های زیادی در این زمینه حاصل شده است. اولین مورد آن در اواخر دهه ۱۹۷۰ به پشتوانه وام‌های رهنی (MBS) اتفاق افتاد. بعد از آن در دهه ۱۹۸۰ این روش به دیگر دارایی‌ها مانند کارت‌های اعتباری، وام‌های مصرفی و اتومبیل تسری پیدا کرد.

البته باید ریشه‌های اوراق بهادارسازی را در دوران رکود بزرگ در دهه ۱۹۳۰ در آمریکا جستجو نمود. MBS در اصل توسط صندوق‌های وام و پس‌انداز زمانی به وجود آمد که بازار اعتباری مسکن سقوط کرد. برای رفع این مشکل کنگره در سال ۱۹۳۴ قانونی^{۱۷} وضع کرد تا بازار ثانویه وام‌های رهنی شکل بگیرد. این پایه‌های قانونی منجر به رشد تأمین مالی از طریق اوراق بهادارسازی در دهه ۱۹۷۰ شد. اولین تأمین مالی ساختار یافته در سال ۱۹۷۰ توسط مؤسسه ملی وام‌های رهنی^{۱۸} اتفاق افتاد. سرمایه‌گذاران از طریق این اوراق^{۱۹}، درآمدهای ناشی از وام‌های رهنی را دریافت می‌نمودند. این اوراق توسط دو مؤسسه دولتی FNMA^{۲۰} و FHMC^{۲۱} در آمریکا رواج پیدا کرد. به نهاد واسطی که به عنوان خدمات دهنده این فرآیند محسوب می‌شد، کارمزد تعلق می‌گرفت. این منبع جدید درآمد موجب شد تا در ۴۰ سال اخیر تحول عظیمی در صنعت بانکداری اتفاق بیافتد. بعد از شروع تأمین مالی ساختار یافته، بانک‌ها دیگر مجبور نبودند که وام‌های خود را به صورت دفتری در حساب‌های خود نگهداری کنند بلکه با تنزیل آن‌ها و دریافت وجوه نقدی که می‌توانند با استفاده از آن‌ها سودآوری خود را افزایش دهند، کسب و کار خود را توسعه بخشند. از طریق این اوراق، وابستگی بانک به بازار سرمایه بیشتر می‌شود.

۵- مقایسه انواع روش‌های تأمین مالی

شرکت‌هایی که به اعتبار نیاز دارند، ابتداءً به بانک درخواست وام می‌دهند. سپس بانک درخواست را با بررسی اوضاع مالی آن شرکت مورد بررسی قرار می‌دهد و بر اساس آن تصمیم می‌گیرد که آیا با این درخواست موافقت کند یا خیر. بانک ممکن است برای تصویب وام از شرکت وام‌گیرنده تقاضای اوراق بهادار به عنوان وثیقه نماید.

۵-۱- منابع بانکی در مقایسه با اوراق بهادارسازی

استفاده از وام بانکی در مقایسه با اوراق بهادارسازی دارای دو نقطه ضعف اساسی دارد. اول اینکه در محاسبه نرخ بهره روش‌های متعدد و متفاوتی وجود دارد. نرخ بهره وام‌های بانک در وهله اول به اعتبار مشتری بستگی دارد. بنابر این بانک باید ریسک نکول مشتری خود را محاسبه نماید. همچنین باید به بررسی کسب و کار مشتری خود بپردازد و از ارزش دارایی‌های او ارزیابی مناسبی داشته باشد. در صورتی که در اوراق بهادارسازی لازم نیست که کل ریسک کسب و کار ناشر را ارزیابی نمود و بنابر این نرخ بهره به ریسک کل وابسته نیست بلکه تنها به ریسک دارایی پایه بستگی دارد. معمولاً ناشر از طریق اوراق بهادارسازی دارایی خود می‌تواند با نرخی پایین‌تر از نرخ تأمین مالی به شیوه سنتی، منابع لازم را برای پیشبرد عملیات خود به دست آورد. همین امر سبب می‌شود تا شرکت‌هایی که درجه اعتباری پایین‌تری دارند و برای دریافت وام باید نرخ‌های سنگینی بپردازند اما در عین حال دارایی‌های با کیفیتی دارند، به اوراق بهادارسازی دارایی‌های خود روی آورند. دومین عیب استفاده از وام بانکی این است که منابعی که بانک می‌تواند در اختیار وام‌گیرندگان قرار دهد محدود به سرمایه آن می‌باشد. بانک‌ها طبق مصوبات کمیته بال موظفند همواره نسبت کفایت سرمایه مناسبی را جهت حمایت از منابع سپرده‌گذاران نگهداری نمایند. هر زمان که سرمایه بانک به این نسبت نزدیک شود در ارائه تسهیلات به مشتریان خود با محدودیت‌های فراوانی رو به رو می‌شود. بنابر این بعضی اوقات، اعتبارات بانکی برای شرکت‌ها به سبب محدودیت‌های قانونی در دسترس نمی‌باشد و در چنین شرایطی استفاده از تأمین مالی از طریق اوراق بهادارسازی دارایی‌ها کاملاً ضروری به نظر می‌رسد.

۵-۲- انتشار اوراق قرضه در مقایسه با اوراق بهادارسازی

راه دیگر جهت افزایش منابع، انتشار اوراق قرضه شرکتی می‌باشد. این روش نیز همانند اوراق بهادارسازی نیازی به در نظر گرفتن نسبتی به عنوان کفایت سرمایه و محدودیت‌های قانونی اینچنینی ندارد اما استفاده از یک دارایی نقد شونده به عنوان دارایی پایه برای تأمین مالی باعث می‌شود تا در برآورد ریسک و در نهایت تعیین نرخ بهره تنها به عوامل تأثیرگذار بر آن دارایی توجه شود اما در اوراق قرضه شرکتی با توجه به درگیر بودن کل کسب و کار شرکت باید صحبت از نرخ‌های بالاتری برای سرمایه‌گذاران شود تا برای آن‌ها جذاب باشد. بنابر این اوراق بهادارسازی دارایی‌ها سبب می‌شود تا هزینه سرمایه به شدت کاهش یابد.

۳-۵- سرمایه‌گذاری خطر پذیر در مقایسه با اوراق بهادارسازی

استفاده از صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر^{۲۲} روشی دیگر در تأمین مالی می‌باشد. سرمایه‌گذاران فعال در این حوزه عمدتاً در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که در ابتدای شکل‌گیری فعالیتشان هستند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر به ازای سرمایه‌ای که برای شرکت تأمین می‌نمایند خواهان مالکیت قسمتی از آن می‌باشند. استفاده از این روش عمدتاً در صنایع با تکنولوژی بالا مانند بیوتکنولوژی، نرم‌افزار و آی تی رواج دارد. استفاده از اوراق بهادارسازی دارایی‌ها به نسبت تأمین مالی به شیوه خطرپذیر دارای مزایای متعددی است. اول اینکه سرمایه‌گذار خطر پذیر در ازای ریسک بالایی که می‌پذیرد خواستار کسب قدرت کنترل بر شرکت است به نحوی که اغلب کرسی‌های هیئت مدیره در اختیار او قرار گیرد و بتواند در عزل و نصب مدیر عامل و همچنین تصمیم‌گیری‌های اساسی برای شرکت دخالت ورزد. حتی اگر تحت شرایطی نتواند وارد ترکیب هیئت مدیره شود با بستن قراردادهایی با شرکت کاری می‌کند که حق وتو در مورد تصمیم‌گیری‌های اساسی شرکت را داشته باشد. این در حالی است که در فرآیند اوراق بهادارسازی هیچ‌گونه واگذاری مالکیت شرکت از طرف صاحبان و سهامداران آن، اتفاق نمی‌افتد. از آنجایی که با سرمایه‌گذاری در این اوراق، نیازی نیست کل کسب و کار شرکت مورد تحلیل و توجه قرار گیرد، سرمایه‌گذاران انگیزه‌ای برای کنترل و محدود کردن شرکت ندارند. بنابر این در روش اوراق بهادارسازی کنترل و تصمیم‌گیری در مورد عملیات شرکت در اختیار سهامداران و مدیران آن باقی می‌ماند.

دومین مزیت اوراق بهادارسازی در آن است که سرمایه‌گذاری به این روش کاملاً صبورانه تلقی می‌شود به گونه‌ای که سررسید ۱۰ الی ۲۰ ساله برای این اوراق امری غیرعادی نمی‌باشد. در صورتی که سرمایه‌گذاران مخاطره آمیز معمولاً یک افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت تر دارند. بنابر این اوراق بهادارسازی دارایی‌ها این امکان را فراهم می‌کند تا چشم‌انداز سرمایه‌گذاران طی مراحل چرخه عمر تبدیل ایده به محصول و در نهایت بازگشت سرمایه با یکدیگر تطابق پیدا کند.

۶- اوراق بهادارسازی حقوق دارایی‌های فکری

استفاده از اوراق بهادارسازی به عنوان ابزاری نوین جهت تأمین مالی از دهه ۱۹۷۰ با انتشار اوراق مبتنی بر وام‌های رهنی مسکونی شروع شد. با گذشت زمان استفاده از این روش جایگاه بیشتری به خود اختصاص می‌داد به نحوی که دامنه این فعالیت به وام‌های اتومبیل، دانشجویی، دریافتی از کارت‌های اعتباری، نرخ‌های اوراق شهرداری، کارمزدهای فرانشیز و ... کشیده شد. در تبدیل به اوراق بهادار نمودن، ابتداءً هیچ محدودیتی در نوع دارایی پایه وجود ندارد و هر دارایی که یک جریان نقدی قابل پیش‌بینی داشته باشد را می‌توان تبدیل به اوراق نمود. در این مقاله تمرکز بر اوراق بهادارسازی حقوق دارایی فکری به عنوان ابزاری جهت افزایش وجوه نقد برای شرکت است. از اواسط دهه ۱۹۹۰ بود که این حقوق مبنایی برای اوراق بهادارسازی قرار گرفت. در ادامه به بررسی انواع دارایی فکری به عنوان وسیله‌ای جهت اوراق بهادارسازی پرداخته می‌شود.

• حق تألیف^{۲۳}

هدف از قانون حق تألیف ایجاد انگیزه برای مؤلف است تا کارهای جدید خود را ارائه نماید. از منظر اقتصادی نیز اگر به قضیه بنگریم متوجه می‌شویم که بدون حمایت از حق تألیف، مؤلفان و نوآوران زمینه‌های مختلف به جهت عدم وجود امنیت لازم، به ارائه ایده‌های جدید خود نخواهند پرداخت چرا که به راحتی در معرض کپی برداری از ایده‌های خود قرار می‌گیرند.

تبدیل به اوراق بهادار نمودن حق تألیف به اجرای مناسب قانون حمایت از حقوق مؤلفان کمک می‌کند زیرا باعث می‌شود سرمایه‌گذاری اولیه مؤلفان بسیار زود به خوشان برگردد. البته این امر بیشتر در صنعت فیلم و موسیقی جای خود را باز کرده است. درآمدهای آتی ناشی از فروش بلیط تئاتر، فروش نسخه DVD، پخش تلویزیونی، بین‌المللی و ... می‌تواند این فرآیند را تسهیل نماید.

استودیوهای آمریکا در سال ۱۹۹۵ حق تألیف فیلم‌هایی را که تولید می‌کردند را به اوراق بهادار تبدیل نمودند از جمله این فیلم‌ها می‌توان به پارک ژوراسیک^{۲۴}، روز استقلال^{۲۵}، ماتریکس^{۲۶} و ... اشاره نمود. البته به منظور کاهش ریسک، فیلم‌هایی که فرآیند تولید آن‌ها به اتمام نرسد تبدیل به اوراق بهادار و به عموم مردم عرضه می‌شود. بیشتر این اوراق در مرحله قبل از پخش فیلم منتشر می‌شود اما فیلم‌هایی نیز وجود دارد که بعد از پخش و حتی با گذشت زمان حدود ۲، ۳ سال از پخش فیلم، زمانی که عملکرد آن به خوبی مشخص می‌شود، تبدیل به اوراق می‌شوند.

مطلب دیگر آن است که در تبدیل به اوراق بهادار نمودن تولیدات یک استودیو نمی‌توان گزینشی عمل نمود بلکه باید مجموعه‌ای از تولیدات برای این کار تعیین شوند. این کار سبب تنوع‌سازی ریسک و کاهش وابستگی اوراق به درآمدهای آتی یک فیلم خاص می‌شود.

در زمینه موسیقی نیز در سال ۱۹۹۷ دیوید بوی^{۲۷} با انتشار اوراق بر روی حق الامتیازهایی که از فروش ۲۵ آلبوم خود به دست آورد، موفق به تأمین مالی ۵۵ میلیون دلاری شد. این اقدام بوی نتایج شگفت‌انگیزی را به وجود آورد از جمله اینکه باعث شد تا درآمد حاصل از واگذاری حق الامتیازهای آتی را نیز قابل پیش‌بینی نماید به همین دلیل مؤسسه مودیز^{۲۸} به این اوراق رتبه اعتباری AAA داد. البته بعدها در سال ۲۰۰۴ به دلیل کم شدن رشد صنعت موسیقی و از طرف دیگر کاهش رتبه اعتباری تقویت‌کننده اعتباری قرارداد، رتبه اوراق نیز کاهش پیدا کرد ولی در سال ۲۰۰۵ مجدداً به دلیل توسعه خدمات خرید برخط موسیقی، تحول عظیمی در این صنعت رخ داد که همین امر سبب اقبال دوباره به انتشار اوراق مبتنی بر فعالیت‌های موسیقی شد.

البته باید توجه داشت که استفاده از اوراق بهادارسازی در صنعت فیلم و موسیقی بیشتر زمانی با موفقیت همراه خواهد بود که مالک یا مالکان آن حقوق از شهرت بالایی برخوردار باشند و بتوانند درآمد لازم از سرمایه‌گذاری خود را کسب نمایند و گرنه افرادی که تازه در ابتدای راه فعالیت خود هستند با استفاده از این کار شاید نتوانند فعالیت و کسب و کار مناسبی را برای خود به وجود آورند.

نکته دیگر اینکه این موفقیت‌هایی که بیان شد عمدتاً مربوط به صنعت فیلم و موسیقی بود و بحث در مورد اوراق بهادارسازی حق تألیف نویسندگان با چالش‌های بیشتری رو به رو خواهد شد. البته اگر ساز و کار مناسبی

تدوین شود می‌توان به اوراق بهادارسازی حق تألیف ناشی از کارهای ادبی، محصولات اطلاعاتی، استفاده از فضای اینترنت و ... نیز امید داشت.

• **علائم تجاری**^{۲۹}

در سال‌های اخیر علائم تجاری به دارایی‌های ارزشمندی تبدیل شده‌اند به گونه‌ای که صاحبان آن‌ها مانع سوء استفاده از آن‌ها توسط دیگران می‌شوند. علامت تجاری نشان از محل صدور یک محصول دارد که حاوی اطلاعاتی در مورد کیفیت و نحوه تولید محصول می‌باشد. از نظر مشتریان محصولات با علائم تجاری خاص نیز، وجود چنین نشان‌هایی هزینه بررسی جهت دستیابی به محصول مناسب را کم می‌نماید. این امر سبب ایجاد رقابت بین سرمایه‌گذاران در علائم تجاری برای ارائه محصولات با کیفیت‌تر با نشان خاصی می‌شود تا مشتریان را به محصولات یا خدمات ارائه شده مشتاق‌تر نمایند. بنابر این ایجاد قوانین حمایتی از علائم تجاری منجر به افزایش کیفیت و کاهش قیمت محصولات و خدمات شده و در نتیجه از منظر اجتماعی دارای منافع زیادی می‌باشد.

استفاده از علائم تجاری بیشتر در زمینه تجارت مفهوم پیدا می‌کند البته در بحث دادن پروانه بهره‌برداری^{۳۰} نیز کاربرد دارد به این صورت که مالک علامت تجاری برای مدت مشخصی اجازه بهره‌برداری از آن علامت را به فرد دیگری می‌دهد. در قرارداد بهره‌برداری چند چیز به طور مشخص ذکر می‌شود: علامت تجاری، طرفین قرارداد، مجوز استفاده از علامت، محدوده استفاده، نرخ حق الامتیاز مجوز، مدت زمان، نوع مجوز (تک نفره یا به افراد متعدد) و در نهایت ماهیت و کیفیت محصول یا خدمت مجوز داده شده.

با افزایش روز افزون ارزش اقتصادی علائم تجاری به خصوص در مورد شرکت‌های بزرگ، استفاده بهینه از آن‌ها در دستور کار قرار گرفت از جمله اینکه این دارایی را تبدیل به اوراق بهادار نمایند. به عنوان مثال شرکت بیل بس^{۳۱} در سال ۱۹۹۹ درآمدهای ناشی از علامت تجاری خود را تبدیل به اوراق نمود که از شرکت مودیز رتبه اعتباری BBB را دریافت نمود. همچنین شرکت‌های دیگر از جمله رستوران‌ها و فست فودهای معروف اقدام به چنین روشی نمودند مانند: پیتزا دومینو.

• **گواهی ثبت اختراع**^{۳۲}

ایده اصلی که باعث شد سیستم گواهی ثبت اختراع به وجود آید این بود که اختراع فرآیندی پیچیده و دشوار است در صورتی که بعد از به وجود آمدن آن، امکان بهره‌برداری و استفاده از گواهی بسیار ارزان و ساده می‌باشد. بنابر این به جهت ایجاد انگیزه در مخترعین جهت ارائه طرح‌های نوآورانه این سیستم به وجود آمد. گواهی ثبت اختراع به مخترع این حق را می‌دهد که از سوء استفاده از ایده‌ها و طرح‌های وی جلوگیری نماید.

دارنده گواهی ثبت اختراع جهت تولید درآمد از اختراع خود هر تلاشی را انجام می‌دهد، از جمله تجاری سازی اختراع از طریق خود یا دیگران، واگذاری حق خود به دیگران، دادن مجوز بهره‌برداری از این حق به فرد یا افراد دیگر و یا استفاده از این گواهی جهت تأمین اعتبار برای ادامه فعالیت خود.

گواهی ثبت اختراع در مقایسه با دیگر دارایی‌های فکری با چالش‌های بیشتری جهت تجاری شدن و به بهره‌برداری رسیدن مواجه است و بسیاری از اختراعات ارزشمند امکان به تولید رسیدن را پیدا نمی‌کنند.

مطالعات تجربی نشان می‌دهد که بسیاری از اختراعات با وجود اذعان به ارزشمند بودن آن‌ها شاید دهه‌ها طول بکشد تا به محصولات مناسب تبدیل شود.

امروز بسیاری از گواهی‌های ثبت اختراع به جای اینکه برای کسب سود مورد استفاده قرار گیرند عمدتاً به سه جهت از آن‌ها بهره‌برداری می‌شود: (۱) طرح دعاوی علیه متجاوزین به گواهی ثبت اختراع (۲) ابزار چانه‌زنی در معاملات (۳) حمایت بیشتر از طرح‌ها تا رسیدن به مرحله تولید و تجاری‌سازی.

گروه تکنولوژی بریتانیا^{۳۳} که در زمینه تجاری‌سازی و ارائه مجوز به اختراعات دارویی تخصص دارد در سال ۱۹۹۷ تحقیقی را از ۲۰ دانشگاه و ۱۳۳ شرکت در مورد استفاده آن‌ها از گواهی ثبت اختراع انجام داد. نزدیک ۴۰٪ از پاسخ‌دهندگان بیان کردند که گواهی ثبت اختراع آن‌ها هیچ‌گاه تجاری نمی‌شود. همچنین گزارش در مورد دانشگاه‌ها نشان می‌داد که ۴۰٪ گواهی‌های تجاری نشده بسیار با اهمیت و اساسی هستند. همچنین در تحقیق دیگری از ۹۰۰۰ مخترع اروپایی مشخص شد که حدود ۳۸٪ از گواهی‌ها نه توسط خود و نه دپوگران تجاری نشده‌اند.

همانطور که مشخص شد بسیاری از گواهی‌ها علی‌رغم کیفیت و اهمیتشان، تبدیل به کالای تجاری نمی‌شوند. شاید بتوان گفت اصلی‌ترین دلیل، عدم توانایی شرکت در تأمین منابع جهت توسعه نمونه اولیه کاری می‌باشد. البته این مشکل در مورد شرکت‌های کوچک‌تر بیشتر وجود دارد.

در تحقیق دیگری که توسط گروه تحقیقاتی گواهی ثبت اختراع برکلی^{۳۴} در سال ۲۰۰۸ انجام شد، نشان داد که فرآیندهای ثبت گواهی، مجوز بهره‌برداری و مسائل حقوقی مرتبط با آن، به نوآوری شرکت، شکل‌گیری سرمایه، استراتژی‌های کسب و کار، رقابت و دیگر انواع دارایی‌های فکری بستگی دارد. یکی از اصلی‌ترین دلایل این تحقیق درک اینکه چه عواملی موجب برانگیختن اختراع و نوآوری می‌شود، بود. ثبت گواهی اختراع بیشتر به خاطر جلوگیری از کپی‌برداری توسط دیگران برای مخترعین مطلوب بود. دیگر دلایل عبارت بودند از: افزایش شانس امنیت سرمایه‌گذاری، افزایش شانس و کیفیت تأمین نقدینگی، افزایش شهرت شرکت و محصولات آن. دلایل بعدی مرتبط با جلوگیری از طرح دعاوی علیه شرکت به خاطر سوء استفاده از اختراع دیگران و بیشتر شدن قدرت چانه‌زنی بود. استفاده از درآمد ناشی از دادن مجوز بهره‌برداری به دیگران، آخرین دلیل پاسخ‌دهندگان به حساب می‌آمد. همچنین بعضی شواهد حاکی از آن است که شرکت‌های کوچک‌تر به درآمدهای ناشی از دادن مجوز بهره‌برداری وابسته‌تر از شرکت‌های بزرگ‌تر می‌باشند. در نهایت آخرین و مهم‌ترین دلیل برای اینکه چرا شرکت‌ها خواستار حمایت از گواهی‌های ثبت اختراع نیستند این است که معمولاً این حمایت‌ها دارای هزینه‌های زیادی می‌باشند.

در مجموع ثبت اختراعات وسیله‌ای است برای تأمین مالی شرکت‌ها به خصوص زمانی که آن‌ها دارای پرتفویی از گواهی‌های ثبت اختراع باشند. همچنین آن‌ها معمولاً در فرآیند تجاری‌سازی گواهی‌ها با مشکلات عدیده‌ای دست و پنجه نرم می‌کنند. بنابر این ارائه راهکاری جهت تأمین سرمایه آن‌ها می‌تواند نقش حیاتی را ایفا نماید.

ابزار تبدیل به اوراق بهادار نمودن درآمدهای ناشی از حق الامتیازهای گواهی‌های ثبت اختراع در قرن بیست و یکم برای صاحبان دارایی‌های فکری این امتیاز را به وجود آورده که به راه‌حل نوینی جهت تأمین مالی فعالیت‌های خود با هزینه پایین‌تر دست یابند. در واقع اوراق بهادارسازی به عنوان پلی عمل می‌نماید که ایده‌ها و طرح‌های در مراحل ابتدایی را به تولید محصولات و خدمات مبتنی بر ایده‌های نوآورانه متصل می‌نماید. از ابتدای سال ۲۰۰۰ مؤسسات تحقیقاتی مانند دانشگاه ییل و ایموری و شرکت‌های دارویی، جریان‌های ناشی از گواهی‌های ثبت اختراعات خود را به اوراق بهادار تبدیل نموده‌اند. به نظر می‌رسد که اوراق بهادارسازی گواهی‌های ثبت اختراع نسبت به دیگر انواع دارایی فکری مانند حق تألیف و علائم تجاری در مراحل ابتدایی‌تری قرار دارد و به گستردگی بازارهای آن‌ها نیست و دلیل آن هم پیچیدگی و عدم آگاهی سرمایه‌گذاران و حتی شرکت از منافع اقتصادی اوراق بهادارسازی گواهی‌های خود می‌باشد.

کاربرد دارایی‌های فکری در اوراق بهادارسازی

انواع دارایی فکری	اهداف	کاربرد اوراق بهادارسازی
حق تألیف	۱- ایجاد انگیزه برای مؤلف جهت ارائه فعالیت‌های نوآورانه ۲- بازگشت سریع سرمایه‌گذاری به مؤلفان	۱- صنعت فیلم: پارک ژوراسیک ۲، روز استقلال، ماتریکس و ... در سال ۱۹۹۵ ۲- صنعت موسیقی: آلبوم دیوید بوی در سال ۱۹۹۷ ۳- فعالیت‌های ادبی: با موفقیت چندانی رو به رو نبوده است.
علائم تجاری	۱- نشان از محل صدور یک محصول دارد که حاوی اطلاعاتی در مورد کیفیت و نحوه تولید محصول می‌باشد. ۲- افزایش رقابت	۱- شرکت بیل بس ^{۳۵} در سال ۱۹۹۹ ۲- رستوران‌ها و فست فودهای معروف اقدام به چنین روشی نمودند مانند: پیتزا دومینو.
گواهی ثبت اختراع	۱- طرح دعاوی علیه متجاوزین به گواهی ثبت اختراع ۲- ابزار چانه‌زنی در معاملات ۳- حمایت بیشتر از طرح‌ها تا رسیدن به مرحله تولید و تجاری‌سازی	از ابتدای سال ۲۰۰۰ مؤسسات تحقیقاتی مانند دانشگاه ییل و ایموری و شرکت‌های دارویی، جریان‌های ناشی از گواهی‌های ثبت اختراعات خود را به اوراق بهادار تبدیل نموده‌اند.

۷- مزایای اوراق بهادارسازی دارایی فکری

یک فعال اقتصادی معمولاً برای انجام بهتر کسب و کار خود و افزایش سودآوری یک فعالیت به تجزیه و تحلیل شرایط و ساز و کارهای لازم برای انجام هر چه بهتر آن می‌پردازد. در این بخش به بررسی منافع اوراق

بهادارسازی حقوق مالکیت فکری از منظر دارندگان حقوق، سرمایه‌گذاران بازار سرمایه و به طور کلی منافع اجتماعی متصور از انجام این فرآیند می‌پردازیم.

(۱) دسترسی به اعتبار غیربانکی

اعتبار بانکی محدود به سرمایه بانک است و از طرفی دیگر بانک‌ها برای حمایت از سپرده‌گذاران باید نسبتی از سرمایه خود را به عنوان کفایت سرمایه نگهداری نمایند. زمانی که سرمایه بانک به حداقل میزان لازم می‌رسد، انعطاف خود را برای ارائه تسهیلات جدید از بین می‌رود. همچنین ناظران در بازار پول معمولاً محدودیت‌هایی برای ایجاد سلامت در نظام بانکی در سراسر دنیا وضع می‌کنند از قبیل سقف وام، گروه‌هایی که وام به آن‌ها تعلق می‌گیرد و ... با توجه به این محدودیت‌ها می‌توان گفت که در خیلی اوقات اعتبارات بانکی در اختیار ناشران و مالکان دارایی فکری قرار ندارد. در چنین حالت‌هایی استفاده از اوراق بهادارسازی جهت دستیابی به منابع غیربانکی بسیار ضروری به نظر می‌رسد.

(۲) کاهش هزینه تأمین مالی

انتشار اوراق مبتنی بر دارایی فکری باعث کاهش هزینه تأمین مالی می‌شود دلیل آن هم این است که در هنگام سنجش ریسک اوراق مبتنی بر دارایی فکری، تنها مسائل مرتبط با آن دارایی در نظر گرفته می‌شود و به کل ریسکی که شرکت یا دارنده دارایی فکری در کسب و کار خود با آن مواجه است توجه نمی‌شود بنابراین اگر دارایی از کیفیت خوبی برخوردار باشد هزینه تأمین مالی را بسیار پایین خواهد آورد.

(۳) تأمین مالی خارج از ترازنامه

استفاده از انواع وام‌های بانکی منجر به افزایش قسمت بدهی ترازنامه شرکت دریافت‌کننده وام می‌شود حال آنکه استفاده از اوراق بهادارسازی منجر به این موضوع نخواهد شد زیرا وسیله‌ای است برای انتقال یک دارایی مثلاً حق امتیازهای دریافتی بابت دارایی فکری به دارایی دیگر یعنی وجه نقد می‌باشد و این امر منجر به افزایش نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت نمی‌شود. بنابراین برای شرکت وام‌گیرنده جذابیت لازم را دارد.

(۴) مالکیت حق دارایی فکری نزد ناشر اوراق باقی خواهد ماند.

در فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی فکری، بین مالکیت حق دارایی فکری و صاحب آن جدایی نمی‌افتد بلکه تنها چیزی که در این بین منتقل می‌گردد حق امتیازهای ناشی از آن دارایی است که به سرمایه‌گذار تعلق می‌گیرد. این امر در مورد دارایی‌های فکری از اهمیت زیادی برخوردار است چرا که صاحب حق هیچگاه نمی‌خواهد مالکیت خود را در یک دارایی ارزشمند از دست دهد.

(۵) متنوع‌سازی ابزارهای سرمایه‌گذاری

از منظر سرمایه‌گذاران انتشار چنین اوراق می‌تواند ابزارهای سرمایه‌گذاری را متنوع‌تر سازد و همین امر سبب می‌شود طیف دیگری از سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه جذب شوند. همچنین اوراقی که منتشر

می‌شود اگر بر مبنای پرتفویی از دارایی‌های فکری باشد سبب متنوع‌سازی سرمایه‌گذاری نیز می‌شود و ریسک را کاهش می‌دهد.

این تنوع‌سازی‌ها می‌تواند بر اساس نیاز، ترجیحات و ویژگی‌های مختلف سرمایه‌گذاران اتفاق بیافتد. به عنوان مثال می‌توان سررسیدهای مختلفی را برای سرمایه‌گذاران در نظر گرفت مثلاً برای صندوق‌های بازنشستگی می‌توان اوراق بلندمدت و برای بانک‌های تجاری اوراق کوتاه‌مدت تدوین نمود.

۶) برداشتن محدودیت‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های فکری

سرمایه‌گذاری در بخش دارایی فکری به سبب پیچیده بودن فرآیندها، نیازمند بودن مذاکرات طولانی بین طرفین، هزینه‌های معاملاتی و ریسک بالا بسیار سخت و دشوار می‌باشد. این عوامل از موانع اصلی ورود سرمایه به این حوزه می‌باشد. اوراق بهادارسازی دارایی‌های غیر نقد فکری، بسیاری از این موانع را از بین می‌برد. همچنین سرمایه‌گذاران خرد با سرمایه‌های اندک می‌توانند در این حوزه وارد شوند.

۷) حمایت از سرمایه‌گذاری در تحقیقات، توسعه و نوآوری

بازار اوراق بهادارسازی دارایی‌های فکری کمک می‌کند تا فعالیت‌های خلاقانه و اختراعات در زمینه‌های مختلف دارویی، نرم‌افزارهای کامپیوتری، فعالیت‌های موسیقی و سینمایی و ... توسعه یابد و از این طریق منافع اجتماعی را به بار آورد. بنابر این اوراق بهادارسازی می‌تواند وجوه نقد مازاد را به سمت زمینه‌های مورد نیاز جامعه سوق دهد که باعث بالا رفتن رفاه اجتماعی خواهد شد.

مزایای اوراق بهادارسازی دارایی فکری

۱- محدود بودن اعتباردهی به سرمایه ۲- در نظر گرفتن نسبت کفایت سرمایه ۳- محدودیت‌های نظارتی	دسترسی به اعتبار غیربانکی
۱- توجه به ریسک دارایی پایه نه ریسک کل شرکت ۲- توجه به کیفیت دارایی فکری	کاهش هزینه تأمین مالی
عدم افزایش قسمت بدهی ترازنامه شرکت	تأمین مالی خارج از ترازنامه
آنچه که منتقل می‌شود حق‌الامتیازها می‌باشد.	حفظ مالکیت دارایی فکری
۱- جذب طیف جدیدی از سرمایه‌گذاران ۲- استفاده از پرتفویی از دارایی‌های فکری به عنوان دارایی پایه ۳- وجود سررسیدهای مختلف در طراحی اوراق	متنوع‌سازی ابزارهای سرمایه‌گذاری
۱- حضور سرمایه‌گذاران خرد در این فرایند ۲- به دلیل وجود مؤسسات رتبه‌بندی دیگر به بررسی دقیق دارایی فکری جهت سرمایه‌گذاری نیازی نیست.	برداشتن محدودیت‌های سرمایه‌گذاری
۱- ترغیب سرمایه‌گذاران به حوزه‌های تحقیقاتی ۲- افزایش رفاه اجتماعی با جهت‌دهی به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های مورد نیاز	حمایت از سرمایه‌گذاری در تحقیقات

۸- مشکلات تبدیل به اوراق بهادارسازی حقوق دارایی‌های فکری

- اوراق بهادارسازی دارایی فکری به چند دلیل با مشکلات زیادی مواجه است. این دلایل مرتبط با ماهیت دارایی فکری، ارزش‌گذاری آن، قوانین حمایتی متفاوت و موارد دیگر می‌باشد که در ادامه بیان خواهد شد.
- بر خلاف دارایی‌های دیگر که جریان نقدی حاصل از آن‌ها تا حدودی باثبات و قابل پیش‌بینی می‌باشد، حق امتیازهایی که از دارایی‌های فکری به دست می‌آید دارای نوسانات زیادی هستند. این نوسانات ممکن است به خاطر این باشد که ارزش دارایی فکری به شدت تحت تأثیر تغییرات ذوق، ترجیحات و مد برخاسته از تغییرات تکنولوژی یا محیط قانون‌گذاری جامعه است.
 - دارایی‌های فکری با مشکل غیر معتبر شدن به دلایل مختلف نیز رو به رو است. به عنوان مثال گواهی ثبت اختراع که یک دارایی معتبر شناخته می‌شود ممکن است به دلایلی از جمله کهنه شدن، عدم شفافیت و دلایل دیگر اعتبار خود را از دست بدهند.
 - مطلب بعدی در مورد استفاده‌های غیرقانونی از این نوع دارایی می‌باشد که به خصوص در فضای اینترنت بسیار زیاد شده است. این امر ارزش دارایی فکری و بازده مورد انتظار از آن را تحت تأثیر قرار می‌دهد به خصوص در مورد کارهای سینمایی، موسیقی و نام‌های تجاری به دلیل سهولت در انتقال و به اشتراک گذاری فایل‌ها این فعالیت غیرقانونی بسیار رواج دارد.
 - مسئله دیگری که در مورد دارایی‌های فکری وجود دارد محدودیت آن‌ها نسبت به زمان است. به این معنی که برخلاف دارایی‌های محسوس که در تمام زمان‌ها موجودند، قابل انتقال به دیگران می‌باشند، می‌توان آن‌ها را از دیگری به ارث برد، دارایی‌های فکری چنین ویژگی‌هایی را نداشته و تا زمان محدودی قابل استفاده هستند. به عنوان مثال بسته به قوانین هر کشور حق تألیف تنها تا ۷۰ سال پس از مرگ صاحب آن معتبر است یا گواهی ثبت اختراع دارای اعتبار ۲۰ ساله از زمان کاربرد آن می‌باشد. بعد از گذشت این مدت، استفاده از این دارایی‌ها برای عموم رایگان خواهد بود. وجود تاریخ انقضا برای دارایی فکری سبب ایجاد ناطمینانی در فرایند اوراق بهادارسازی و در نتیجه افزایش ریسک معامله می‌شود. به هر حال این ریسک را به این صورت می‌توان کاهش داد که دارایی فکری که پایه اوراق قرار می‌گیرد دارای مدت زمان بیشتر و یا حداقل برابری نسبت به سررسید اوراق منتشر شده باشد.
 - مشکل دیگر توسعه بازار اوراق بهادارسازی دارایی فکری، تقسیم حقوق این دارایی بین گروه‌های مختلف می‌باشد. به عنوان مثال، حق تألیف مجموعه‌ای از حقوق را شامل می‌شود از قبیل: حق تولید مجدد کار، حق انتشار کارهای منتشر نشده، حق اجاره کارهای سینمایی، رادیویی و نرم‌افزاری، حق تولید کارهای مشتق شده از کار اصلی، حق پخش و استفاده عموم از فعالیت تولید شده. حال مشکل از اینجا ناشی می‌شود که فعالیت‌های فوق تنها توسط یک نفر نیست بلکه با همکاری گروهی از افراد انجام می‌پذیرد. به عنوان مثال درآمد ناشی از یک تولید موسیقی بین هنرمند، شرکت ضبط کننده و توزیع‌کننده تقسیم می‌شود. بنابر این مالکیت تمام حق تألیف در اختیار هنرمند باقی نمی‌ماند به خصوص زمانی که هنرمند در ابتدای فعالیت خود باشد. این تقسیم‌بندی فرایند اوراق بهادارسازی را با مشکل مواجه می‌نماید زیرا

اساس این کار بر آن است که تمامی حقوق به SPV واگذار شده و از طریق آن در سطح عمومی واگذار شود.

▪ مسئله بعدی اوراق بهادارسازی دارایی‌های فکری، قیمت‌گذاری آن‌هاست که ناشی از ماهیت نوسان‌پذیری بیش از حد آن‌ها می‌باشد. علی‌رغم رواج کسب درآمد از گواهی‌های ثبت اختراع از طریق فروش، لیسانس‌دهی و ... هنوز یک روش مورد توافق برای ارزش‌گذاری آن‌ها وجود ندارد. ضمن اینکه بر خلاف دارایی‌های مشهود، ارزش‌گذاری این دارایی‌ها به دلایل مختلف دشوارتر می‌باشد. اول اینکه بدون وجود یک بازار نظام‌مند برای این دارایی‌ها کشف قیمت نیز بسیار دشوار است. ضمن اینکه عوامل بیرونی زیادی هستند که بر ارزش چنین دارایی‌های نامشهودی تأثیر گذارند.

سه روش اصلی برای ارزش‌گذاری دارایی‌های فکری عبارتند از رویکرد هزینه محور، رویکرد ارزش بازار و رویکرد درآمدی. رویکرد هزینه محور بر مخارج لازم برای پیشرفت و توسعه گواهی ثبت اختراع تأکید دارد که البته از آنجا که به منافع و درآمدهای آتی ناشی از این گواهی توجه نمی‌کند کاربرد محدودی دارد. رویکرد مبتنی بر بازار به معاملات گواهی‌های مشابه توجه می‌کند. البته این روش نیز مشکلات خود را دارد از جمله اینکه گواهی مشابه ممکن است موجود نباشد ضمن اینکه گواهی‌های ثبت اختراع طبق تعریف باید منحصر به فرد و تازه باشند. البته راه‌اندازی بورس دارایی فکری که باعث ایجاد شفافیت بیشتر در معاملات این دارایی‌ها شود و در نتیجه ارزش بازاری آن‌ها راحت‌تر قابل ارزیابی باشد راهکار مناسبی برای استفاده از روش مبتنی بر ارزش بازار است. در رویکرد درآمدی نیز سعی بر پیش‌بینی درآمدهای آتی ناشی از گواهی‌های ثبت اختراع می‌باشد.

البته غیر از این سه روش اصلی، روش‌های دیگری نیز برای ارزش‌گذاری دارایی‌های فکری وجود دارد از جمله استفاده از مدل‌های مالی مانند بلک و شولز. بنابر این با توجه به وجود روش‌های متعدد که البته مورد توافق تمام خبرگان نیست و البته در مورد انواع مختلف دارایی‌های فکری به صورت متفاوتی به کار می‌رود، مشکلات ارزش‌گذاری این دارایی‌ها دو چندان می‌شود.

▪ مشکل بعدی اوراق بهادارسازی دارایی‌های فکری هزینه‌های آن می‌باشد. هزینه‌های ارزش‌گذاری دارایی فکری، هزینه‌های تأسیس شرکت واسط، هزینه انتشار و دیگر هزینه‌ها.

▪ اوراق بهادارسازی دارایی‌های فکری در سطح ملی ممکن است از طرف نهادهای قانون‌گذار مختلف تحت نظارت قرار بگیرند که این امر منجر به بروز اختلافات در قوانین و مقررات نهادهای مختلف در مورد این دارایی‌ها می‌شود. ضمن اینکه در سطح بین‌المللی نیز با توجه به وجود سیستم‌های حقوقی مختلف در کشورهای دنیا، این اختلافات در سطح گسترده‌تری به وجود خواهد آمد. به عنوان مثال تفاوت‌های زیادی در مورد ثبت حقوق مالکیت در مورد انواع دارایی‌های فکری وجود دارد که می‌تواند بر فرآیند اوراق بهادارسازی تأثیر گذارد. علی‌رغم اینکه در بیشتر کشورها سیستم حقوقی در مورد ثبت گواهی ثبت اختراع و علائم تجاری وجود دارد اما در مورد حق تألیف این امر اتفاق نمی‌افتد.

۹- بازیگران در بازار اوراق بهادار سازی

جهت افزایش منابع برای ادامه فعالیت اقتصادی می‌توان از دارایی‌های فکری استفاده نمود. بدین منظور یک نهاد حقوقی مستقل به عنوان نهاد واسط^{۳۶} تأسیس شود و جریان نقد ناشی از حقوق دارایی فکری به وی واگذار می‌شود. این نهاد نیز با تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی فکری و انتشار آن در بازار سرمایه، منابع لازم برای شرکت را از طریق سرمایه‌گذاران تأمین می‌نماید. در ادامه به بیان نقش بازیگران فعال در بهادار سازی دارایی‌های فکری بحث و بررسی به عمل می‌آید.

• بانی^{۳۷}

شخصی است که نهاد واسط برای تأمین مالی وی اقدام به انتشار اوراق می‌نماید. در واقع بانی عامل اصلی به وجود آمدن اوراق بهادار می‌باشد. بانی به منظور اوراق بهادار سازی، گروهی از دارایی‌های فکری را که دارای جریان نقدی قابل پیش‌بینی در آینده هستند را جدا نموده و در ازای دریافت منابع، حقوق استفاده از این جریان نقدی را به نهاد واسط واگذار می‌نماید. این جدا سازی دارایی‌های فکری که با توجه به کیفیت و جریان نقد حاصل از آن‌ها می‌باشد منجر به کاهش هزینه تأمین اعتبار برای شرکت می‌شود. در صورت ابتدایی اوراق بهادار سازی تنها یک بانی وجود دارد اما در ساختار پیچیده‌تر می‌تواند چند بانی وجود داشته باشد که حقوق دارایی‌های فکری خود را به نهاد واسط واگذار نماید. در اینگونه موارد دو مزیت عمده مشاهده می‌شود: الف) کاهش هزینه‌های معاملاتی (ب) با توجه به اینکه حقوق دارایی‌های فکری دو یا چند بانی به اوراق بهادار تبدیل می‌شود، همین امر سبب متنوع سازی سرمایه‌گذاری از دید سرمایه‌گذار خواهد شد.

• نهاد واسط (SPV)

این نهاد به منظور دریافت حق الامتیازهای ناشی از حقوق دارایی‌های فکری بانی و انتشار اوراق بهادار مبتنی بر این دارایی‌ها و در اختیار سرمایه‌گذاران بازار سرمایه قرار دادن این اوراق، تأسیس می‌شود. سرمایه‌ای که از انتشار اوراق به دست می‌آید در اختیار بانی قرار می‌گیرد. به منظور جلوگیری از بروز هر گونه ریسکی برای نهاد واسط، تنها هدف این نهاد انجام فرآیند اوراق بهادار سازی است.

• خدمات دهنده^{۳۸}

از آنجا که نهاد واسط آمادگی اداره جمع‌آوری وجوه ناشی از حق الامتیاز دارایی‌های فکری را ندارد با قراردادی این وظیفه را به نهاد دیگری که به آن خدمات دهنده گویند واگذار می‌نماید. بانی عمدتاً این نقش را به عهده می‌گیرد و در حالتی که چند بانی وجود داشته باشد یکی از آن‌ها این نقش را بازی می‌کند. تا زمانی که مبالغ ناشی از حقوق داراییهای فکری به نهاد واسط واگذار نشده است، این نهاد و در نتیجه سرمایه‌گذاران در معرض ریسک ورشکستگی شرکت خدمات دهنده یا بانی قرار دارند. به همین منظور و برای جلوگیری از این ریسک معمولاً وجوه جمع‌آوری شده به حسابی که ذینفع آن نهاد واسط است واریز می‌شود.

● سرمایه‌گذار

خریداران اوراق که معمولاً به دو منظور در این اوراق سرمایه‌گذاری می‌کنند: اول کمتر بودن ریسک خرید این اوراق که مبتنی بر یک دارایی خاص است نسبت به ریسک کل شرکت و دوم متنوع بودن سبد دارایی‌های فکری برای سرمایه‌گذاری به خصوص زمانی که چند بانی وجود داشته باشد.

● مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری^{۳۹}

فرض کنید یک سرمایه‌گذار اطلاعات و خبرگی لازم برای ارزیابی دارایی مالی را نداشته باشد در این مورد نقش مؤسسات رتبه‌بندی بسیار حیاتی می‌باشد. هدف از رتبه‌بندی از میان بردن فاصله اطلاعاتی بین ناشر و مابقی بازار سرمایه است. هر چه رتبه اعتباری اوراق بالاتر باشد نرخ بهره‌ای که بابت سرمایه‌گذاری باید پرداخت شود کمتر است و در نتیجه هزینه تأمین مالی را پایین‌تر خواهد آورد. مؤسسات رتبه‌بندی راهنمایی‌های مالی، حقوقی و عملیاتی را در طراحی اوراق بهادار سازی دارایی‌ها ارائه می‌دهد به نحوی که ریسک طرف‌های فعالیت سرمایه‌گذاری را به حداقل رساند.

● تقویت کنندگان اعتباری^{۴۰}

در بازار اوراق بهادار سازی روش‌های مختلفی جهت بهبود وضعیت اعتباری سرمایه‌گذاری به منظور کاهش ریسک وجود دارد. این امر بدین منظور است که آسیب‌پذیری سرمایه‌گذاران در دریافت وجوه نقد ناشی از حق‌الامتیازهای دارایی‌های فکری کاهش یابد. این عملیات به دو صورت می‌تواند اتفاق افتد:

الف) تقویت اعتباری بیرونی^{۴۱}

تقویت بیرونی توسط یک نهاد بیرونی دارای وضعیت مالی مناسب و پایدار مانند بانک یا شرکت بیمه جهت تضمین یا بیمه ریسک‌های ناشی از اوراق بهادار سازی اتفاق می‌افتد. مؤسسات رتبه‌بندی برای افزایش رتبه اعتباری اوراق، میزان مبلغ لازمی را که باید تضمین یا بیمه شود تعیین می‌کنند. تا کنون در مورد اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری این کار از طریق بیمه یا تضمین صورت گرفته است.

ب) تقویت اعتبار درونی^{۴۲}

یکی از روش‌های این کار استفاده از مجموعه‌ای از دارایی‌های فکری به عنوان پشتوانه اوراق بهادار می‌باشد. این کار علاوه بر متنوع سازی باعث می‌شود تا ارزش دارایی‌های پشتوانه اوراق از سرمایه‌گذاری فعالان اقتصادی بیشتر شده و امنیت قرارداد را تضمین نماید. روش دیگری که برای این هدف استفاده می‌شود انتشار اوراق بهادار با اولویت‌های متفاوت است به این صورت که اوراق با اولویت پایین‌تر به عنوان ابزاری برای افزایش امنیت اوراق ارشد می‌باشد تا زمانی که زیانی از طرف دارایی‌های فکری پایه وارد شد ابتدا اوراق با اولویت پایین‌تر این زیان را تحمل نمایند. همچنین اوراق با اولویت پایین‌تر تنها زمانی دریافت وجوه نقد دارند که پرداختی به دارندگان اوراق ارشد صورت گرفته باشد.

اوراق با اولویت بالاتر برای سرمایه‌گذاری عموم سرمایه‌گذاران منتشر می‌شود در صورتی که خریداران اوراق با اولویت پایین‌تر عمدتاً خود بانی و یا سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و پیچیده هستند مانند صندوق‌های پوششی^{۴۳} که فعالیت آن‌ها غالباً در دارایی‌های ریسکی و دارای احتمال بازدهی بالاست.

● امین^۴؛

وظیفه امین، نظارت بر وصول حق امتیازهایی که از دارایی فکری به دست می‌آید و انتقال آن به خدمات دهنده‌گانی که باید این وجوه را به دارندگان اوراق منتقل نمایند.

● متعهد پذیره نویسی^۵

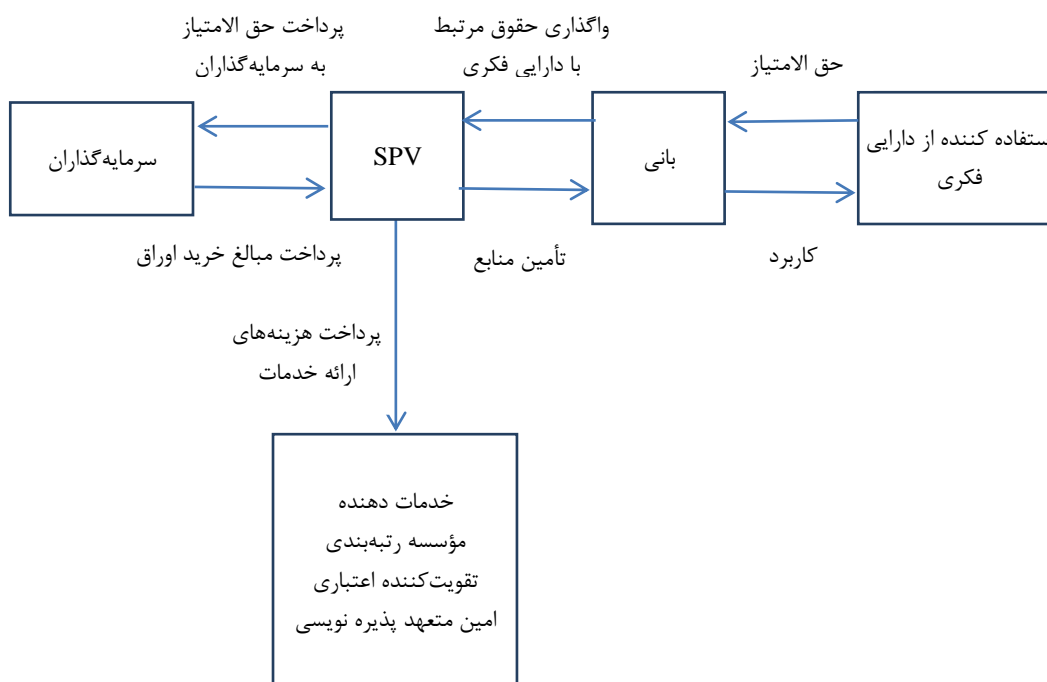
وظیفه متعهد پذیره نویسی آن است که اگر زمانی که نهاد واسط به عنوان ناشر، اوراق را منتشر کرد و مقداری از این اوراق به فروش نرفت، آن را خریداری نموده و مبالغ را به نهاد واسط پرداخت نماید. همچنین در فرآیند ساختاردهی به انتشار اوراق، قیمت‌گذاری، بازاریابی و توزیع اوراق به عموم سهامدار نقش ایفا می‌نماید. درآمد متعهد پذیره نویسی از کارمزدی می‌باشد که بر اساس ارزش اوراق منتشر شده تعیین می‌گردد.

بازیگران بازار اوراق بهادارسازی

عنوان	فعالیت
بانی	جهت تأمین مالی اقدام به انتشار اوراق می‌نماید. بانی عامل اصلی به وجود آمدن اوراق بهادار می‌باشد. ممکن است یک یا چند بانی وجود داشته باشد.
نهاد واسط	انجام فرآیند اوراق بهادارسازی انتقال وجوه ناشی از انتشار به بانی انتقال حق امتیازهای دریافتی به سرمایه‌گذاران
خدمات دهنده	اداره جمع‌آوری وجوه ناشی از حق امتیاز دارایی‌های فکری
سرمایه‌گذار	خریداری اوراق مبتنی بر دارایی فکری
مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری	از میان بردن فاصله اطلاعاتی بین ناشر و مابقی بازار ارائه راهنمایی‌های مالی، حقوقی و عملیاتی در طراحی اوراق بهادارسازی دارایی‌ها
تقویت‌کنندگان اعتباری	بهبود وضعیت اعتباری سرمایه‌گذاری اعتبارافزایی درونی اعتبارافزایی بیرونی
امین	نظارت بر وصول حق امتیازهایی که از دارایی فکری به دست می‌آید و انتقال آن به خدمات دهنده‌گانی که باید این وجوه را به دارندگان اوراق منتقل نمایند.
متعهد پذیره نویسی	بازاریابی اوراق خریداری اوراق فروش نرفته

۱۰- یافته‌های پژوهش

با توجه به مطالب بیان شده ساختار کلی برای اوراق بهادارسازی دارایی‌های فکری به شرح نمودار زیر می‌باشد.



طبق نمودار ابتدا بانی که دارای پرتفویی از حقوق دارایی‌های فکری است (این دارایی می‌تواند حق تألیف، علائم تجاری، گواهی ثبت اختراع یا موارد دیگر باشد) و می‌تواند یک یا چند شخصیت حقیقی یا حقوقی باشد اقدام به تأسیس نهاد واسط می‌نماید و حقوق مرتبط با دارایی‌های فکری را به آن منتقل می‌نماید. البته باید یادآور شد که ممکن است بانی، این حقوق را از طریق قراردادهای مختلف از جمله انتقال قطعی حق، ارائه مجوز بهره‌برداری، شراکت در بهره‌برداری و ... در اختیار کاربران این دارایی‌ها قرار داده باشد و در ازای آن مبلغی به عنوان حق امتیاز دریافت نماید، که این حق امتیازها به عنوان جریان نقدی ورودی برای اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری به حساب می‌آید و سبب می‌شود تا بتوان به عنوان یک دارایی مالی به پیش‌بینی جریان نقد آتی و مسائل مربوط به ارزش‌گذاری آن‌ها پرداخت.

در ضمن باید این مطلب را نیز یادآور شد که بسته به نوع دارایی که با استفاده از حقوق دارایی‌های فکری ایجاد می‌شود و میزان تولید، فروش و البته استقبال عموم جامعه از این دارایی، میزان جریان نقدی حاصل دچار نوساناتی می‌شود که هم فرایند اوراق بهادارسازی دارایی فکری و هم ارزش آن را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

در ادامه نهاد واسط با انتشار اوراق مبتنی بر این حقوق، مبالغ لازم برای تأمین سرمایه بانی را تهیه می‌نماید. از این پس خریداران اوراق دارایی فکری که به دو دسته‌ی خریداران با اولویت بالاتر (عموم سرمایه‌گذاران) و خریداران با اولویت پایین‌تر (سرمایه‌گذاران نهادی، صندوق‌های پوششی و ...) تقسیم می‌شوند به عنوان مالکان حق الامتیازهای ناشی از پرتفوی دارایی‌های فکری شناخته می‌شوند که در ازای منابع مالی که از طریق نهاد واسط به بانی واگذار کرده‌اند، این جریان ورودی را دریافت می‌نمایند. بنابر این نهاد واسط به مثابه یک پل مالی که بانی به عنوان حق الامتیاز دریافت می‌نماید را به خریداران اوراق منتقل، و در ازای ارائه چنین خدماتی، کارمزد دریافت می‌نماید. اما با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران به خصوص آن‌هایی که دارای اوراق با اولویت بالاتر هستند اولاً زمان لازم جهت پیگیری کامل اطلاعات مرتبط با دارایی‌های فکری را ندارند و ثانیاً تخصص لازم در این زمینه را نیز ندارند و با پیچیدگی‌های مرتبط با دارایی‌های فکری و فرایند اوراق بهادارسازی، قیمت‌گذاری و مسائلی از این دست آشنایی لازم را ندارند، همین امر وجود مؤسساتی که بتوانند این شکاف اطلاعاتی را از بین ببرند، ضروری می‌نماید. مؤسسات رتبه‌بندی این مسئولیت را عهده‌دار هستند و با رتبه‌بندی اوراق، میزان ریسک و کیفیت دارایی که پایه‌ی فرایند اوراق بهادارسازی قرار گرفته است را مشخص می‌نمایند. لازم به ذکر این نکته است که قبل از تأسیس نهاد واسط معمولاً اداره جمع‌آوری وجوه ناشی از حق الامتیاز دارایی‌های فکری به عهده خدمات دهنده می‌باشد. بانی عمدتاً این نقش را به عهده می‌گیرد و در حالی که چند بانی وجود داشته باشد یکی از آن‌ها این نقش را بازی می‌کند. تا زمانی که مبالغ ناشی از حقوق دارایی‌های فکری به نهاد واسط واگذار نشده است، این نهاد و در نتیجه سرمایه‌گذاران در معرض ریسک ورشکستگی شرکت خدمات دهنده یا بانی قرار دارند. به همین منظور و برای جلوگیری از این ریسک معمولاً وجوه جمع‌آوری شده به حسابی که ذینفع آن نهاد واسط است واریز می‌شود. مطلب دیگر آنکه تنها تعیین رتبه اعتباری برای اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری توسط مؤسسات رتبه‌بندی کافی نمی‌باشد بلکه برای جذب و تشویق سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در این اوراق، باید اعتبار آن‌ها چه از لحاظ ساختار درونی و چه توسط روش‌های اعتبار افزایی بیرونی تقویت گردد.

همچنین فعالیت نظارت بر نحوه انتشار اوراق، نظارت بر پرداخت حق الامتیاز به سرمایه‌گذاران، ایجاد امنیت فرآیند تبدیل به اوراق بهادارسازی و ... توسط امین انجام می‌گردد. البته اگر با همه تمهیدات در نظر گرفته شده برای انتشار موفقیت‌آمیز اوراق، در عمل تمام اوراق مبتنی بر دارایی فکری به فروش نرفت معمولاً متعهد پذیرهنویسی برای جلوگیری از ایجاد خلل در برنامه تأمین مالی بانی خرید باقی‌مانده اوراق را به عهده می‌گیرد. هر یک از نهادهای مؤثر در فرایند اوراق بهادارسازی با توجه به خدماتی که ارائه می‌دهند کامزدهای مربوط به فعالیت خود را از ناشر اوراق دریافت می‌نمایند.

۱۱- نتیجه‌گیری و بحث

در عصر اطلاعات، حقوق دارایی‌های فکری جایگاه ویژه‌ای در اقتصاد کشورهای پیشرفته پیدا کرده است به گونه‌ای که در بعضی موارد ارزش این دارایی‌ها در GDP آن‌ها بسیار بالاتر از دارایی‌های مشهود می‌باشد. از طرف

دیگر آنچه که بیش از هر چیز دیگر برای پیشرفت فعالیت‌های اقتصادی اهمیت دارد تأمین منابع مالی برای جلوگیری از توقف فرآیند تولید محصولات و ارائه خدمات به مشتریان است.

تأمین مالی بر اساس اوراق بهادارسازی دارایی‌ها در اقتصاد مدرن کنونی جایگزینی برای روش‌های سنتی تأمین مالی از قبیل استفاده از اعتبارات بانکی، انتشار اوراق قرضه شرکتی و ... شده است. این شیوه در مورد دارایی‌های فکری از اواسط دهه ۱۹۹۰ به وجود آمد.

تحقیقات صورت گرفته در زمینه دارایی‌های فکری با توجه به جدید بودن موضوع آن چندان زیاد نیست لکن می‌توان آن‌ها را در سه حوزه تقسیم‌بندی نمود:

دسته اول تحقیقاتی هستند که به بررسی وضع موجود اوراق بهادار مبتنی بر گواهی‌های ثبت اختراع و نقش ذینفعان مختلف می‌پردازند. دسته دوم تحقیقات به بررسی مسائل حقوقی مرتبط با استفاده از اوراق گواهی ثبت اختراع جهت تأمین مالی می‌پردازد. تمرکز دسته سوم از تحقیقات بر منافع ذینفعان مختلف و دلایل نظری ثبات و تأثیر استفاده از اوراق بهادارسازی گواهی‌های ثبت اختراع می‌باشد.

دارایی‌های فکری که به عنوان دارایی پایه فرایند بهادارسازی قرار گرفته‌اند عبارتند از: حق تألیف، علائم تجاری و گواهی ثبت اختراع. تبدیل به اوراق بهادار نمودن حق تألیف بیشتر در صنعت فیلم و موسیقی جای خود را باز کرده است. به عنوان نمونه استودیوهای آمریکا در سال ۱۹۹۵ حق تألیف فیلم‌های تولیدی خود را به اوراق بهادار تبدیل نمودند از جمله آن فیلم‌ها می‌توان به پارک ژوراسیک ۲، روز استقلال و ماتریکس اشاره نمود. در زمینه موسیقی نیز در سال ۱۹۹۷ دیوید بوی با انتشار اوراق بر روی حق الامتیازهایی که از فروش ۲۵ آلبوم خود به دست آورد، موفق به تأمین مالی ۵۵ میلیون دلاری شد. البته باید یادآور شد که موفقیت‌های انتشار اوراق مبتنی بر حق تألیف عمدتاً مربوط به صنعت فیلم و موسیقی بود و بحث در مورد اوراق بهادارسازی حق تألیف نویسندگان با چالش‌های بیشتری رو به رو بوده است.

با افزایش روز افزون ارزش اقتصادی علائم تجاری به خصوص در مورد شرکت‌های بزرگ، استفاده بهینه از آن‌ها در دستور کار قرار گرفت از جمله اینکه این دارایی را تبدیل به اوراق بهادار نمایند. به عنوان مثال شرکت بیل بلس در سال ۱۹۹۹ درآمدهای ناشی از علامت تجاری خود را تبدیل به اوراق نمود. همچنین شرکت‌های دیگر از جمله رستوران‌ها و فست فودهای معروف اقدام به چنین روشی نمودند مانند: پیتزا دومینو.

ابزار تبدیل به اوراق بهادار نمودن درآمدهای ناشی از حق الامتیازهای گواهی‌های ثبت اختراع در قرن بیست و یکم برای صاحبان دارایی‌های فکری این امتیاز را به وجود آورده که به راه‌حل نوینی جهت تأمین مالی فعالیت‌های خود با هزینه پایین‌تر دست یابند. در واقع اوراق بهادارسازی به عنوان پلی عمل می‌نماید که ایده‌ها و طرح‌های در مراحل ابتدایی را به تولید محصولات و خدمات مبتنی بر ایده‌های نوآورانه متصل می‌نماید. از ابتدای سال ۲۰۰۰ مؤسسات تحقیقاتی مانند دانشگاه بیبل و ایموری و شرکت‌های دارویی، جریان‌های ناشی از گواهی‌های ثبت اختراعات خود را به اوراق بهادار تبدیل نموده‌اند. به نظر می‌رسد که اوراق بهادارسازی گواهی‌های ثبت اختراع نسبت به دیگر انواع دارایی فکری مانند حق تألیف و علائم تجاری در مراحل ابتدایی‌تری قرار دارد و به

گسترده‌تری بازارهای آن‌ها نیست و دلیل آن هم پیچیدگی و عدم آگاهی سرمایه‌گذاران و حتی شرکت از منافع اقتصادی اوراق بهادارسازی گواهی‌های خود می‌باشد.

البته باید این نکته را نیز در نظر گرفت که اوراق بهادارسازی دارای فکری در عمل با مشکلاتی نیز مواجه است که مرتبط با ماهیت دارای فکری و ابهام جریان نقد ناشی از آن، غیرمعتبر شدن آن دارای، در معرض جعل و دزدی قرار گرفتن آن‌ها، سررسید، تقسیم حقوق مربوطه بین گروه‌های مختلف، ارزش‌گذاری آن، قوانین حمایتی متفاوت در سطح ملی و بین‌المللی و موارد دیگر می‌باشد.

اما آنچه که استفاده از فرآیند تبدیل به اوراق بهادارسازی دارای‌های فکری را به عنوان ابزاری جذاب جهت تأمین مالی تبدیل کرده است مزایای استفاده از این روش می‌باشد. از منظر دارندگان این دارای‌ها، سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و همچنین افزایش رفاه اجتماعی، می‌توان مزیت‌های فراوانی را برای این شیوه بیان نمود، از قبیل دسترسی به اعتبارات غیربانکی، کاهش هزینه‌های تأمین مالی، تسهیل دسترسی به منابع مالی خارج از ترانزنامه، برداشتن محدودیت‌های سرمایه‌گذاری در دارای‌های فکری، متنوع‌سازی سرمایه‌گذاری، توزیع ریسک‌های ناشی از دارای فکری بین سرمایه‌گذاران

در نهایت به نظر می‌رسد اگر بتوان بازاری شفاف جهت مبادله دارای‌های فکری ایجاد نمود و از طرف دیگر دید صاحبان این دارای‌ها را در جهت استفاده بهینه از آن‌ها اصلاح نمود به این معنی که به آن‌ها قبولاند که از دارای‌های غیرنقد خود می‌توانند به وجه مناسب‌تر و کارآمدتری بهره ببرند بدون آنکه مالکیت خود را با محدودیت‌های جدی مواجه نمایند و همچنین اگر مسئولان نظارتی قوانین و مقررات حمایتی مناسب جهت جلوگیری از سوء استفاده، جعل و دزدی این دارای‌ها تصویب نمایند می‌توان با قاطعیت اعلام نمود که این شیوه از تأمین مالی علاوه بر ایجاد فرصت‌های مناسب برای صاحبان دارای‌های فکری جهت بهبود عملیات خود، منجر به سوق دادن سرمایه‌های مازاد به سمت نیازهای روز جامعه شده و با برداشتن محدودیت‌های تحقیق و توسعه و فعال‌تر نمودن زمینه‌ها جهت رشد هر چه بیشتر آن‌ها موجب افزایش رفاه عمومی جامعه خواهد شد.

فهرست منابع

- * استیری، روح الله، بنیامین مشیری، (۱۳۸۸)، ابزارهای تأمین مالی بنگاه‌های دانش بنیان، دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران.
- * حسن‌زاده، سید شهاب‌الدین، سید علی طالقانی، (۱۳۸۹)، مقدمه‌ای بر راهبرد ملی مالکیت فکری، ماهنامه فناوری نانو، سال نهم، شماره ۱.
- * حسینی، سید محمدرضا، عبدالمجید محمدی نجف آبادی، (۱۳۹۲)، تأثیر حقوق مالکیت بر رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه (زمینه‌ها و موانع)، فصلنامه علمی- پژوهشی برنامه‌ریزی و بودجه، سال هجدهم، شماره ۲.
- * شاه‌آبادی، ابوالفضل، فریماه رحیمی، (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر حقوق مالکیت فکری بر صادرات، فصلنامه تخصصی پارک‌ها و مراکز رشد، سال هشتم، شماره ۳۲.

- * شماخی، حمیدرضا، مژگان حبیبی گیلاکجانی، (۱۳۹۳)، اندازه‌گیری سرمایه فکری و بررسی تأثیر آن بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها: با تأکید بر مدل سود باقیمانده (RIM)، مجله اقتصادی، سال چهاردهم، شماره‌های ۷ و ۸.
- * فبوزی، فرانک، وینود کوتهارا، مترجمان: علی راه‌نشین، حامد تاجمیر ریاحی، (۱۳۹۲)، مبانی اوراق بهادارسازی، چاپ اول، تهران: انتشارات ترمه.
- * کاوند، مجتبی، رضا میرزاخانی، مجید پیره، (۱۳۹۳)، بولتن بازار سرمایه اسلامی با موضوع بازار دارایی‌های فکری، سال سوم، شماره ششم.
- * گلعلی‌زاده، محمدرضا، سید حبیب‌اله طباطبائیان، رضا زعفریان، (۱۳۸۷)، ارائه راهکار سیستمی ایجاد نهادهایی جهت تأمین مالی بنگاه‌های نوپای دانش بنیان در ایران، فصلنامه پارک فناوری پردیس، سال ششم، شماره ۱۷.
- * نامیان، فرشید، حسن قلی‌زاده، فاطمه باقری، (۱۳۹۰)، سرمایه فکری و روش‌های اندازه‌گیری آن، دومین کنفرانس مدیریت اجرایی.
- * Agiati, Joseph A, (2002), The Basics of Financing Intellectual Property Royalties, Essay published in Berman, Bruce: From Ideas to Assets – Investing Wisely in Intellectual Property, New York.
- * Bezant, Mark, (2003), The use of intellectual property as security for debt finance, Journal of Knowledge Management.
- * Calderini M, Odasso M C, (2008), Intellectual property portfolio securitization: an evidence based analysis, IS Working paper n.01, Torino, Italy.
- * Odasso M C, (2010), Essay on Intellectual Property and Patent backed Financing, PHD Dissertation.
- * Dorris, M. D., (2003), The Securitization of Drug Royalties: A New Elixir?, Global Securitisation and Structured Finance, by White Page - Deutsche Bank.
- * Fishman, Elliot, (2003), Securitization of IP Royalty Streams: Assessing the Landscape, Technology Access Report.
- * Frank, D., (2005), Intellectual property in financial contracts. Diploma Thesis.
- * Hillery, John S. (2004), Securitization of Intellectual Property: Recent Trends from the United States, Washington CORE.
- * Kirsh A., (2005), Securitization of Intellectual Property as a Funding Alternative, Master thesis.
- * Kyle Tondo-Kramer, (2010), Increasing Access to Startup Financing Through Intellectual Property Securitization, 27 J. Marshall J. Computer & Info.
- * Stone, C. A., Zissu, A., (2006), Defining the 3-D securitization space of future export receivables from emerging markets, Journal of Global Business and Technology.
- * Throckmorton, Ray., (2004), Securitization can be a goldmine for IP owners, Intellectual Asset Management.
- * Walsh P., Cohen G. (2007), Liquidity in the IP space – an overview, Intellectual Asset Management
- * Watanabe, H., (2004), Intellectual Property as Securitised Assets, The Institute of Intellectual Property.

- * Yuan Xiao-dong, Li Xiao-tao, (2008), Technology Innovation and Patent Backed Securitization, Science of Science and Management of S&T.

یادداشت‌ها

- ¹ Borden
- ² Disney
- ³ Calvin Klein
- ⁴ GE Capital
- ⁵ Nestle
- ⁶ Off-Balance Sheet
- ⁷ Frank
- ⁸ Hillery
- ⁹ Wantanabe
- ¹⁰ Kirsh
- ¹¹ Edwards
- ¹² Dorris
- ¹³ Fischman
- ¹⁴ Bristol-Myers Squibb
- ¹⁵ Bezant
- ¹⁶ Davies
- ¹⁷ the National Housing Act
- ¹⁸ Government National Mortgage Association (GNMA)
- ¹⁹ Pass-Through Securities
- ²⁰ Federal National Mortgage Association
- ²¹ Federal Home Mortgage Corporation
- ²² Venture Capital Industry
- ²³ Copyright
- ²⁴ Jurassic Park 2
- ²⁵ Independence Day
- ²⁶ The Matrix
- ²⁷ David Bowie
- ²⁸ Moody's
- ²⁹ Trademarks
- ³⁰ Licensing
- ³¹ Bill Blass
- ³² Patent
- ³³ British Technology Group
- ³⁴ Berkeley Patent Survey
- ³⁵ Bill Blass
- ³⁶ Special Purpose Vehicle (SPV)
- ³⁷ Originator
- ³⁸ Servicer
- ³⁹ Credit Rating Agency
- ⁴⁰ Credit Enhancements
- ⁴¹ External Credit Enhancement
- ⁴² Internal Credit Enhancement
- ⁴³ Hedge Fund
- ⁴⁴ Trustee
- ⁴⁵ Underwriter