

فصلنامه علمی و پژوهشی «تحقیقات مالی»

سال اول، شماره ۴، پاییز ۱۳۷۳

ص ۳۴-۵

مؤسسات تأمین سرمایه و ضرورت ایجاد آنها در ایران

داود جعفری سرشت
دکتر علی جهانخانی

مقدمه

اغلب افراد جامعه ما، بویژه استادان، دانشجویان و دست اندرکاران امور مالی و بانکی با چگونگی فعالیت، خدمات، و وظایف پاره‌ای از اجزای بازار مالی از قبیل بانکهای تجاری و تخصصی، بورس اوراق بهادار، برخی از مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری کم و بیش آشنایی دارند. با وجود این، بسیاری از مؤسسات فعال در بازارهای مالی پیشرفته دنیا خدمات متعدد و مفیدی ارائه می‌دهند و بخشهای مختلف جامعه، اعم از دولت، شرکتها و مؤسسات دولتی و خصوصی و افراد عادی هر یک به گونه‌ای از خدمات چنین مؤسساتی بهره‌مند می‌شوند. بسیاری از این قبیل مؤسسات در جامعه ما وجود ندارند و یا ناشناخته باقی مانده‌اند. اما باید توجه داشت در صورتی که ما به سازندگی جامعه، و از جمله رشد و توسعه اقتصادی، آن هم با

۱- این مقاله از رساله کارشناسی ارشد که توسط آقای داود جعفری سرشت با راهنمایی

آقای دکتر علی جهانخانی تدوین و ارائه گردیده تلخیص شده است.

استفاده بهینه از امکانات و منابع خرد و کلان موجود در کشور علاقه‌مند باشیم، لازم است روشهای مناسب جمع‌آوری سرمایه‌ها و پس‌اندازها و سوق دادن آنها به سمت بخشهای مولد را شناسایی و از آنها استفاده کنیم.

در بخش اقتصادی، از مهمترین عوامل مؤثر در افزایش سرمایه‌گذاری و در پی آن رشد و توسعه اقتصادی، داشتن بازارهای مالی قوی و کارآمد همراه با سازمانهای مالی مناسب و فعال در این بازارهاست. (با توجه به اینکه قسمت عمده‌ای از کارآیی بازار مالی در گرو کارآ و فعال و کامل بودن مجموعه عناصر و مؤسسات مالی موجود در آنهاست).

مقاله حاضر کوششی در زمینه آشنایی بیشتر و معرفی یکی از مهمترین مؤسسات فعال در بازارهای مالی، یعنی بانکهای سرمایه‌گذاری یا مؤسسات تأمین سرمایه است که امروزه؛ بویژه به دنبال تحولات اقتصادی سالهای اخیر؛ نیاز به خدمات این مؤسسات بیش از پیش احساس می‌گردد که در عین حال بازار مالی ایران تاکنون فاقد آنها بوده است. به همین دلیل در بخش پایانی مقاله به برخی از ضرورت‌های ایجاد مؤسسات تأمین سرمایه در ایران اشاره خواهد شد.

بانکداری سرمایه‌گذاری

«بانکداری سرمایه‌گذاری عبارت است از خرید یا تعهد خرید اوراق بهادار از قبیل اوراق قرضه و سهام از طرف یک سازمان مالی که این اوراق را دوباره به دسته‌های کوچک تقسیم کرده و به امید نفع به فروش می‌رساند. معمولاً وقتی از مؤسسات تأمین سرمایه (بانکهای سرمایه‌گذاری) استفاده می‌شود که بخواهند اوراق بهادار جدید را به فروش برسانند. به کارگیری واژه Banking در این مورد گاهی اشتباه‌برانگیز است، زیرا سازمانهایی که به این کار اشتغال دارند معمولاً مجاز نیستند مانند بانکها سپرده بپذیرند.»

بررسی اجمالی در ادبیات موجود، این واقعیت را روشن می‌سازد که بانکداری سرمایه‌گذاری یک فعالیت مالی غیر بانکی است که به بانکداری تشبیه می‌شود. این واژه

عنوان خود را از نقش اصلی سنتی خویش در پیدا کردن، تجهیز و جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران برای شرکتهای نیازمند به سرمایه، به منظور کمک به آنان در تأمین مالی پروژه‌های جدید سرمایه‌گذاری اقتباس کرده است. بنابر این اصطلاح بانکداری سرمایه‌گذاری باید به وظایفی اطلاق شود که مؤسسات فعال در این صنعت انجام می‌دهند.^۱

مؤسسه تأمین سرمایه ۲

مؤسسه‌ای است که به انجام وظایف مربوط به بانکداری سرمایه‌گذاری می‌پردازد. این واژه ممکن است به عناوین مختلفی خوانده شود، اما وظایف این مؤسسات معمولاً مشابه یکدیگرند؛ از جمله در کشور انگلستان به آنها مؤسسه ناشر^۳ و نیز به برخی مؤسسات مشابه «بانک مرچنت» یا «مؤسسات پذیرهنویسی» و در آمریکا «بانک سرمایه‌گذاری» اطلاق می‌شود. به طور کلی مؤسسه تأمین سرمایه همانند واسطه، میان متقاضیان سرمایه و صاحبان سرمایه عمل می‌کند. برخی دیگر از تعاریف ارائه شده برای مؤسسات به شرح زیر است:

«مؤسسه تأمین سرمایه مؤسسه‌ای است که در انجام امور مربوط به سرمایه‌گذاری و دادوستد روی اوراق بهادار مختلف تخصص دارد. مؤسسه مزبور، خرید عمده‌ای از اوراق بهادار را انجام می‌دهد و سپس اوراق را در واحدهای کوچکتر به فروش می‌رساند».^۴

«مؤسسه تأمین سرمایه، یک واسطه مالی است که وظایف عمده‌اش در قبال شرکتهای انتخاب ابزارهای صحیح و مناسب تأمین مالی و همچنین ارائه خدمات مشورتی روی خط‌مشی مالی شرکت می‌باشد، به طوری که بتوان انتظار داشت قیمت سهام شرکتهای مشتری

1- Dayanand Arona, "Investment Banking in Japan: Retrospect & Prospects", *European Peter University Studies*, lang, 1990, P. 58.

2- Investment Bank

3- Issuing House

4 Richard, Lamming & John, Bessant. "Macmillan Dictionary of Business and Management", Macmillan, England. 1988.

و استفاده کنندگان از خدمات به حداکثر برسد»^۱.

مؤسسات تأمین سرمایه نقش اصلی خود را در بازار اولیه ایفا می‌کنند. در بازارهای اوراق بهادار، سالانه اوراق جدیدی به ارزش میلیاردها دلار انتشار می‌یابد که «اوراق بهادار اولیه یا جدیدالانتشار»^۲ نامیده می‌شوند. به عامل و کارگزاری که مسؤوول یافتن خریدارانی برای این نوع اوراق بهادار است مؤسسه تأمین سرمایه (بانک سرمایه گذاری) اطلاق می‌شود. به طور کلی آنها اوراق کاملاً جدید (اولیه) را از متشرکنندگان اوراق از قبیل شرکتهای و دولتها خریداری نموده و سپس اقدام به فروش مجدد آنها به عموم سرمایه گذاران می‌کنند. مجموعه‌ای از مؤسسات تأمین سرمایه، «صنعت بانکداری سرمایه گذاری» را تشکیل می‌دهند. برای نمونه در ایالات متحده آمریکا این صنعت از چندین هزار شرکت مختلف (که اغلب آنها کوچک و ناشناخته‌اند) تشکیل شده است. این شرکتهای علاوه بر اینکه مؤسسات تأمین سرمایه‌اند، خدمات دلالی و دیگر وظایف مالی را نیز انجام می‌دهند. امروزه بزرگترین مؤسسات تأمین سرمایه که عملاً خود را به صورت فروشگاههای بزرگ و سوپرمارکت مالی درآورده‌اند، در فعالیتهای خود ایجاد تنوع زیادی کرده‌اند.^۳

نگاهی به محیط رقابتی مؤسسات تأمین سرمایه

در طول سالیان گذشته در کشورهای صنعتی تغییر و تحولات مهمی در محیط فعالیت مؤسسات تأمین سرمایه روی داده که تأثیرات عمیقی در روند فعالیت این مؤسسات داشته است. برخی از تغییرات ایجاد شده عبارتند از:

الف - پیدایش مؤسسات سرمایه گذاری به مثابه اجزای اصلی بازارهای سرمایه به طوری

1- John. Peter, Williamson. "The Investment Banking Handbook", Willey, United States of America, 1988, P: 63

2- Primary Issues

3- Francis: Jack clark, "Investments: Analysis and Management", Mc Graw-Hill, United States of America, 1986, PP: 48-49

که این مؤسسات در تعیین قیمت اوراق بهادار نقش غالب را ایفا می‌کنند.

ب - بین‌المللی شدن بازارهای سرمایه و ورود شرکتهای بزرگ آمریکایی، اروپایی و ژاپنی در بازارهای مالی یکدیگر.

ج - ورود تکنولوژی ارتباطات از راه دور و پردازش داده‌ها و امکان تنظیم و انتشار حجم وسیعی از اطلاعات در زمان مناسب.

د - افزایش حجم معاملات، هم از لحاظ تعداد و هم از لحاظ ارزش.

ه - عمومیت یافتن ابداع و نوآوری در بازارهای مالی و تلاش هر یک از صنایع و شرکتهای در ارائه اوراق بهادار جدید.

و - افزایش پیچیدگی در انجام معاملات به دلیل ایجاد تنوع در اوراق بهادار.

علاوه بر موارد فوق‌الذکر تغییرات دیگری نیز در بازارهای سرمایه و در محیط فعالیت مؤسسات تأمین سرمایه ایجاد شده است که بر نحوه فعالیت و ارائه خدمات از سوی این مؤسسات تأثیر گذاشته‌اند. از طرف دیگر، بازارهای مالی نیز از عملکرد مؤسسات مزبور به دلیل حضور قدرتمندانه آنها تأثیر پذیرفته‌اند که در واقع تأثیر و تأثر متقابلی صورت گرفته است.^۱

وظایف و نقش مؤسسات تأمین سرمایه در بازارهای مالی

برای آگاهی از روش ارتباط مؤسسات تأمین سرمایه با بازارهای مالی، با یک مرور تاریخی درمی‌یابیم که در سالهای اولیه پیدایش، فعالیت مؤسسات مزبور عمدتاً به بازار اولیه محدود می‌گشت، اما به مرور زمان حوزه فعالیت آنها به بازار ثانویه نیز کشیده شد. در حال حاضر مؤسسات تأمین سرمایه با حضور و فعالیت دائمی خود در بازارهای مالی نقشهای متعددی را ایفا می‌نمایند و به طور مستقیم و غیرمستقیم در زمینه‌های مختلف مالی به ارائه خدمات می‌پردازند. امروزه مؤسسات تأمین سرمایه تقریباً در تمامی بازارهای مالی، شامل

«بازارهای اوراق قرضه و سهام»، «بازارهای آتی و آتی»^۱، «بازارهای اولیه و ثانویه» و به مقدار محدودتری در بازار پول مشارکت دارند و در این اواخر، مؤسسات مزبور مشارکت و دخالت خود را در فعالیتهای خاص مربوط به تأمین مالی شرکتها افزایش داده‌اند.

بدین ترتیب ملاحظه می‌شود که ارائه برخی از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه در سطح اقتصاد کلان صورت می‌گیرد و شرکتها و دولتها و سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی و سایر اجزای بازارهای مالی از این خدمات منتفع می‌شوند و برخی دیگر از خدمات به طور موردی به شرکتها ارائه می‌گردد. لذا جهت بررسی دقیق‌تر موضوع، خدمات موردی مؤسسات تأمین سرمایه به شرکتها در قسمت بعدی مطرح خواهد شد و در این قسمت برخی از نقشها و وظایف کلی و عمومی مؤسسات مزبور تشریح می‌گردد.

نقش مؤسسات تأمین سرمایه در تسهیل تأمین مالی شرکتها

در این قسمت، منظور از تأمین مالی ورود منابع مالی به شرکت از طریق صدور اوراق بهادار اولیه می‌باشد. در بازار اولیه، وظیفه و نقش اصلی مؤسسات تأمین سرمایه عبارت است از پذیره‌نویسی، خرید و توزیع اوراق بهاداری که سازمانهای عمومی و خصوصی منتشر می‌کنند. این نقش، مؤسسات تأمین سرمایه را در بازارهای اولیه غالب و مسلط می‌گرداند. نقش مؤسسات مزبور از نقطه‌ای آغاز می‌شود که شرکت انتشار دهنده اوراق باید نوع اوراق بهاداری که منتشر می‌کند و نیز مشخصات آنها را از قبیل زمان انتشار، قیمت پیشنهادی، نرخ بهره و سررسید اوراق، معین و انتخاب کند و این نقش با توزیع اوراق بهادار در قالب یکی از قراردادهای فروش (بهترین کوشش^۲، تضمین فروش^۳، و یا آماده باش^۴) ادامه می‌یابد.

وقتی یک مؤسسه معتبر و مستقل، اوراق بهادار خاصی را تأیید و خود را در پذیره‌نویسی و

1- Spot and Future Markets

2- Best Effort Contract

3- Underwriting Contract

4- Standby Contract

توزیع آن درگیر کند موجب جلب اعتماد خریداران و سرمایه گذاران گردیده، فروش اوراق و در نهایت، تأمین مالی شرکت را تسهیل کرده و شرکتها را قادر می سازد که قبل از فروش کامل اوراق، بابت عدم دستیابی به منابع مالی مورد نیاز نگرانی خاصی نداشته باشند.

به منظور تبیین دقیق تر وظایفی که مؤسسات تأمین سرمایه به هنگام صدور اوراق بهادار اولیه به عهده می گیرند، در اینجا روشهای صدور اوراق بهادار از سوی شرکتها را بررسی می کنیم. عمدتاً روشهای مزبور به دو گروه اصلی به شرح ذیل تقسیم بندی می شوند.

الف - روشهای تضمینی فروش:

مؤسسات تأمین سرمایه از دو طریق نسبت به تضمین فروش اوراق بهادار جدیدالانتشار مبادرت می نمایند که عبارتند از:

۱- روش مذاکره

شرکتهای خصوصی و انتفاعی معمولاً از این روش استفاده می کنند. ویژگی اصلی روش مزبور این است که هم شرکت منتشرکننده و هم مؤسسه تأمین سرمایه، درباره شرایط انتشار اوراق مذاکره می کنند؛ بنابر این به منظور انجام موفقیت آمیز تضمین فروش، کار به صورت تیمی انجام می شود و در این فرآیند چندین مرحله عمده به شرح زیر طی می شود:

اول: انجام مذاکرات اولیه^۱

دوم: تشکیل سندیکا و گروه فروش

سوم: ثبت اوراق بهادار^۲

چهارم: تعیین قیمت

پنجم: فروش اوراق بهادار و تثبیت بازار

1- Negotiated Underwriting

2- Conducting early Conferences

3- Registering the Issue

ششم: انحلال سندیکا

۲- روش مزایده^۱

دولتها، حکومت‌های محلی و ایالتی، معمولاً در بازاریابی و توزیع اوراق قرضه خود از روش مزایده استفاده می‌کنند. وجه تمایز اصلی بین روشهای مذاکره و مزایده، در شیوه انتخاب مؤسسه تأمین سرمایه است. در روش مزایده شرکت صادرکننده برای شرکت در مزایده آگهی می‌دهد و سندیکای برنده به عنوان تضمین‌کننده اوراق کار خود را آغاز می‌کنند. این روش انتخاب مستلزم این است که شرکت منتشرکننده در باره تمام شرایط و تمهیدات انتشار اوراق بجز قیمت، تصمیم‌گیری کند و اوراق بهادار مورد نظر را برای ثبت به SEC بدهد. سپس اطلاعات در میان مؤسسات تأمین سرمایه منتشر می‌گردد و چندین سندیکا پیشنهادهای خود را ارائه می‌دهند. چون قبلاً شرایط اوراق تعیین شده است هر سندیکا صرفاً قیمت مورد نظر خود را پیشنهاد می‌کنند؛ به دنبال آن، سندیکای برنده به تضمین و توزیع اوراق اقدام می‌نماید.

ب - روشهای غیرتضمینی فروش اوراق بهادار:

روشهایی وجود دارند که از طریق آنها یک شرکت می‌تواند اوراق بهادار جدیداً انتشار را بدون استفاده از تضمین فروش، در بازار اولیه، توزیع نماید. دو روش غیرتضمینی عمده عبارتند از:

۱ - پذیره نویسی سهم با رعایت حق تقدم^۲

وقتی شرکتی به منظور تأمین نیازهای مالی خود تصمیم به فروش سهام عادی جدیداً انتشار می‌گیرد، می‌تواند سهام مزبور را به سهامداران موجود بفروشد و اولین فرصت

1- Competitive Bidding

2- Privileged Subscription

خرید سهام جدید را قبل از عرضه به عموم، در اختیار سهامداران موجود قرار دهد. به این شیوه تأمین مالی، پذیرهنویسی سهم با رعایت حق تقدم می‌گویند که از طریق اعطای گواهی حق تقدم انجام می‌شود. حق تقدم عبارت است از اختیار خرید مقدار معینی سهام شرکت به قیمت معین و در مدت زمان ثابت و معین است. سهامداران شرکت در برابر هر سهم تحت مالکیت خویش، حق تقدمی را دریافت می‌دارند و می‌توانند یکی از ۳ عمل زیر را انجام دهند: - استفاده از حق تقدم: که به معنی خرید سهام جدید به طور مستقیم از شرکت منتشر کننده است.

- فروش حق تقدم به دیگران

- عدم استفاده از حق تقدم تا زمان انقضای مهلت.

چنانچه از تمام حق تقدم استفاده شود، همه سهام منتشره، پذیرهنویسی می‌شود و شرکت سرمایه‌های مورد نیاز را به دست می‌آورد. در صورتی که از همه حق تقدم استفاده نشود و مهلت تعیین شده منقضی گردد، شرکت منتشرکننده با مقداری سهام جدید فروش نرفته مواجه خواهد شد. در چنین وضعیتی، شرکت از یک مؤسسه تأمین سرمایه که عامل فروش برای کمک به استفاده کامل از حق تقدمها و انتشار سهام جدید است بهره می‌گیرد. به علاوه ممکن است مؤسسه تأمین سرمایه قبل از اقدام شرکت به انتشار سهام با روش مزبور، با عقد قرارداد «آماده باش» موافقت نماید. یعنی طبق قرارداد می‌پذیرد که در صورت فروش نرفتن بخشی از سهام منتشره، به قیمت معینی نزدیک به قیمت بازار، کلیه سهام عادی فروش نرفته شرکت را خریداری نماید. البته در این حالت با توجه به اینکه قیمت پذیرهنویسی، پایین‌تر از قیمت بازار سهام شرکت است لذا ریسک کمی متوجه مؤسسه تأمین سرمایه می‌شود و حتی ممکن است سودی نیز به دست آورد.

۲- فروش خصوصی

فروش خصوصی، یک روش غیر تضمینی تأمین وجوه در بازار اولیه می‌باشد که از طریق

فروش یکجای اوراق بهادار به یک سرمایه‌گذار یا گروه کوچکی از سرمایه‌گذاران صورت می‌گیرد. اوراق قرضه رایج‌ترین نوع اوراق منتشره به این طریق می‌باشد با وجود این، گاهی سهام عادی یا ممتاز با استفاده از روش مزبور منتشر می‌گردد.

مؤسسات تأمین سرمایه با خدمات دوگانه و عمده‌زیر، شرکت‌هایی را که در پی استفاده از روش فروش خصوصی باشند یاری می‌دهند:

اول: مؤسسات تأمین سرمایه، شرکت را در یافتن سرمایه‌گذاران بالقوه، کمک می‌کنند.
دوم: شرکت منتشرکننده را در مرحله انجام مذاکره با سرمایه‌گذاری بالقوه بر روی شرایط فروش یاری می‌رسانند. برخی از مزایای فروش خصوصی نسبت به عرضه عمومی عبارتند از: در فروش خصوصی نیازی به ثبت اوراق نزد SEC نیست و این عمل به مقدار زیادی از زمان و هزینه‌ای که به منظور انتشار اوراق بهادار و عرضه آن به عموم ضروری است می‌کاهد. منتشرکننده اوراق و همچنین خریداران می‌توانند درباره‌ی تعهدات و شرایط مربوط به صدور اوراق، مستقیماً مذاکره کنند، در نتیجه شرکت منتشرکننده احتمالاً قادر خواهد بود از پذیرش برخی تعهدات (که در فروش عمومی به خاطر قابل فروش کردن اوراق باید آنها را بپذیرد) اجتناب نماید.

سرمایه‌گذار ممکن است مجاز به مذاکره‌ی مجدد درباره‌ی شرایط اوراق منتشره باشد. مذاکرات مجدد با هدف تغییر جدول زمانی بازپرداخت یا برای تغییر برخی از تعهدات محدودکننده توافق اولیه صورت می‌گیرد.

مهمترین اشکال و نقطه ضعف فروش خصوصی، هزینه بالاتر سرمایه‌ان نسبت به روش فروش عمومی است. معمولاً خریداران اوراق، به دلایل زیر هزینه بالاتر سرمایه را بر شرکت منتشرکننده تحمیل می‌کنند:

الف: سرمایه‌گذاران کلیه ریسک‌های معامله را می‌پذیرند.

ب: با توجه به این که این اوراق به ثبت نمی‌رسند لذا سرمایه‌گذاران از قابلیت فروش مجدد اوراق خریداری شده در بازارهای ثانویه چشم‌پوشی می‌کنند زیرا اوراقی که با این روش معامله می‌شوند در بازار ثانویه قابل عرضه عمومی و فروش نیستند.

علاوه بر گرانتر بودن فروش خصوصی نسبت به عرضه عمومی، در صورتی که وضعیت

مالی شرکت منتشر کننده فوق العاده قوی نباشد، سرمایه گذاران ممکن است الزامات و شرایط بسیار محدودکننده‌ای را بر آن شرکت تحمیل کنند. با وجود این، چنانچه بعداً وضعیت سودآوری و نقدینگی شرکت صادر کننده بهبود یابد احتمالاً قادر به مذاکره مجدد درباره تعهدات مزبور و حذف یا تغییر آنها خواهد بود.

غیر از قراردادهای تضمین فروش و آماده باش که درباره آنها بحث شد نوع دیگری از قرارداد فروش بین مؤسسات تأمین سرمایه و شرکتهای منتشر کننده اوراق وجود دارد که به قرارداد بهترین کوشش معروف است و از نوع قراردادهای غیر تضمینی به شمار می‌آید. بدین معنی که مؤسسه تأمین سرمایه به شرکت قول می‌دهد که نهایت سعی و تلاش خود را در زمینه فروش اوراق به عمل آورد اما هیچ مسؤولیتی در قبال اوراقی که فروش نرفته‌اند نخواهد داشت و شرکت منتشر کننده، ریسک عدم فروش و عدم تأمین کامل منابع مالی را به عهده می‌گیرد. لذا مؤسسه تأمین سرمایه با فروش اوراق در مدت زمان معینی موافقت می‌کند و در پایان مهلت تعیین شده، اوراق باقیمانده به شرکت منتشر کننده بازگردانده می‌شوند. در این روش مؤسسه تأمین سرمایه در مقابل انجام کار، صرفاً کمیسیون دریافت می‌کند. یک شرکت معتبر و سودآور که اوراق بهادارش به سهولت از طرف سرمایه گذاران خریداری خواهد شد معمولاً برای پرداخت هزینه توزیع کمتر نسبت به روشهای دیگر، اوراق خود را بر اساس قرارداد بهترین کوشش به مؤسسات تأمین سرمایه عرضه می‌کند. علاوه بر این قبیل شرکتهای، شرکتهای کوچکی که قادر به استفاده از قرارداد تضمین فروش نباشند، از این روش استفاده می‌کنند. استفاده از این روش موجب افزایش هزینه سرمایه شرکتهای کوچک خواهد شد. از میان اوراق بهادار مختلف، سهام عادی بیش از دیگر انواع اوراق بهادار با استفاده از این نوع قرارداد به فروش می‌رسند.

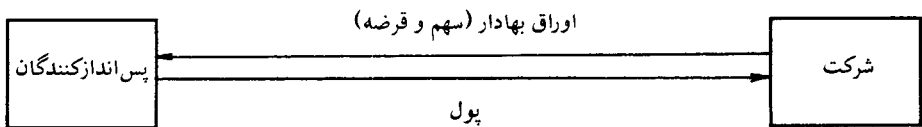
نقش مؤسسات تأمین سرمایه در تشکیل سرمایه

به منظور تشریح دقیق نقشی که مؤسسات تأمین سرمایه دارند، فرآیند تشکیل سرمایه و مبادله وجوه و اوراق بهادار بین سرمایه گذاران و شرکتهای را به اختصار بررسی خواهیم کرد. هدف از بررسی، این است که به نقش مؤسسات تأمین سرمایه در این فرآیند مهم اقتصاد کلان

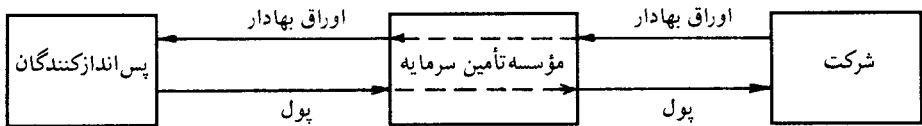
پی ببریم.

به طور کلی، انتقال سرمایه از پس انداز کنندگان به واحدهای نیازمند سرمایه، به ۳ روش مختلف صورت می‌گیرد. روشهای مورد نظر ما در شکل شماره یک نشان داده شده است.

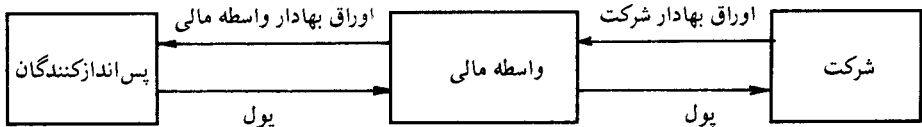
حالت اول: انتقال مستقیم



حالت دوم: انتقال غیرمستقیم، از طریق مؤسسات تأمین سرمایه



حالت سوم: انتقال غیرمستقیم، از طریق واسطه‌های مالی



شکل شماره ۱ - روشهای انتقال سرمایه از پس انداز کنندگان به واحدهای نیازمند سرمایه

حالت اول: انتقال مستقیم پول و اوراق بهادار زمانی صورت می‌گیرد که یک شرکت، اوراق بهادار را مستقیماً به پس انداز کنندگان بفروشد بدون اینکه وجوه و اوراق بهادار از هیچ نوع واسطه‌ای عبور نماید. در این حالت چنانچه شرکت در شرف تأسیس باشد مؤسس، از اقوام و دوستان و آشنایان جهت همکاری و کمک مالی و مشارکت در تأسیس شرکت دعوت می‌کند تا از این طریق وجوه لازم را تحصیل نماید. در ازای همکاری آنان، شرکت اقدام به صدور اوراق بهادار نموده، آن را به سرمایه گذاران و تأمین کنندگان وجوه تسلیم می‌نماید. لذا چنین

روشی اغلب می‌تواند برای سرمایه‌گذارهای کوچک مفید باشد و زمانی که نیاز به حجم عظیم منابع مالی باشد روش مزبور کاربرد چندانی نخواهد داشت. بدیهی است در چنین حالتی ریسک سرمایه‌گذاری متوجه سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق بهادار) خواهد شد.

حالت دوم: انتقال غیرمستقیم (نیمه مستقیم) از طریق مؤسسات تأمین سرمایه: انتقال سرمایه ممکن است از طریق یک مؤسسه تأمین سرمایه صورت گیرد که این مؤسسه به مثابه واسطه عمل نموده و انتشار اوراق بهادار را تسهیل می‌کند و چون اوراق توسط مؤسسه تأمین سرمایه بررسی شده‌اند لذا اعتماد سرمایه‌گذاران بیشتر می‌شود. در این حالت، شرکت اوراق قرضه خود را به مؤسسه تأمین سرمایه و مؤسسه مزبور نیز به نوبه خود، اوراق را به پس‌انداز کنندگان یا سرمایه‌گذاران نهایی می‌فروشد که سرمایه‌گذاران نهایی ممکن است اشخاص حقیقی، شرکتهای دیگر، صندوقهای بازنشستگی و... باشند.

بدین ترتیب اوراق بهادار شرکت و وجوه پس‌انداز کنندگان صرفاً از طریق مؤسسه تأمین سرمایه مبادله می‌شوند. در این حالت نیز ریسک سرمایه‌گذاری متوجه خود سرمایه‌گذاران است که اوراق بهادار شرکت را از طریق مؤسسه تأمین سرمایه خریداری می‌نمایند.

حالت سوم: انتقال غیر مستقیم منابع از طریق واسطه‌های مالی: انتقال سرمایه همچنین می‌تواند از طریق یک «واسطه مالی» از قبیل بانک، صندوق پس‌انداز و... صورت گیرد که این واسطه‌ها وجوه را از پس‌انداز کنندگان دریافت نموده، در قبال آن اوراق بهادار خود را به آنان اعطا می‌کنند، و از وجوه به دست آمده در جای دیگری و به شکلهای مختلف استفاده می‌کنند. مثلاً ممکن است پس‌انداز کننده‌ای مقداری پول در اختیار بانک قرار داده، در قبال آن دفترچه پس‌انداز دریافت نماید، آنگاه بانک ممکن است پول مزبور را به شکل «وام با وثیقه» به یک شرکت قرض بدهد. در واقع واسطه‌ها شکلهای جدیدی از سرمایه‌ها را ایجاد می‌کنند، این عمل، کارآیی کلی بازار را افزایش می‌دهد، زیرا بانکها و مؤسسات مشابه، پس‌اندازهای هزاران سپرده‌گذار را جمع‌آوری و یک کاسه نموده، در اختیار نیازمندان به سرمایه یا افراد و مؤسسات سرمایه‌پذیر قرار می‌دهند و از این طریق نیازهای مالی آنان را بر طرف می‌سازند. پر واضح است که در صورت عدم وجود چنین مؤسساتی، تجهیز منابع مالی که بتواند نیازهای مالی مؤسسات را برآورده سازد امکان‌پذیر نمی‌گردد.

در مقایسه با دو روش قبلی، ریسک مستقیم سرمایه‌گذاری در حالت اخیر متوجه واسطه‌های مالی خواهد بود و در عین حال بازده کمتری نصیب سپرده‌گذاران و صاحبان پس‌انداز خواهد شد. این روش برای افراد محافظه‌کار روش مناسبی محسوب می‌شود. (البته به شرطی که سود پرداختی به سپرده‌ها لااقل در حدی تعیین گردد که نرخ تورم را بپوشاند و قدرت خرید صاحبان سپرده را حفظ نماید و حتی‌الامکان درصدی نیز بالاتر از این نرخ پرداخت گردد تا سپرده‌گذاران علاوه بر حفظ قدرت خرید، از بابت سرمایه‌گذاری بدون ریسک خود بازدهی نیز به دست آورند). در پایان باید اضافه نمود که انتقال منابع از پس‌انداز کنندگان به شرکتها و تشکیل سرمایه حتی اگر محدود و توأم با مشکلات باشد، امکان‌پذیر است اما معمولاً برای یک شرکت بسیار مفیدتر است که از خدمات یک مؤسسه تأمین سرمایه بهره‌گیرد^۱.

نقش مؤسسات تأمین سرمایه در واگذاری فعالیت‌های اقتصادی به بخش خصوصی

واگذاری فعالیت‌های اقتصادی به بخش خصوصی پدیده‌ای است که امروزه به دلایل متعددی در کشورهای مختلف جهان و در مقیاس وسیعی صورت می‌گیرد به طوری که نمی‌توان آن را به کشورهای پیشرفته یا در حال توسعه و یا گروه خاصی از کشورها محدود ساخت. در شرایط کنونی جهان و در موارد متعددی دولتها احساس می‌کنند که واگذاری فعالیت‌های اقتصادی و مؤسسات دولتی به بخش خصوصی و مشارکت دادن عامه مردم در این فعالیتها امری اجتناب‌ناپذیر است. آنچه در این قسمت مورد توجه است روشهای اجرای سیاست واگذاری و بررسی نقش بازارهای مالی و مؤسسات تأمین سرمایه در تسهیل اجرای این سیاست است.

اصولاً واگذاری فعالیت‌های اقتصادی به بخش خصوصی به صورت فروش سهام شرکت‌های

1- Eugen F., Brigham & Louis C., Gapenski, "Financial Management: Theory and Practice",

دولتی به سرمایه‌گذاران بخش خصوصی انجام می‌شود. خرید و فروش سهام نیاز به بازار مالی مناسب دارد. بنابراین یکی از ضروریات اولیه واگذاری، وجود یک بازار مالی مناسب و فعال می‌باشد؛ به عبارت دیگر با فراهم بودن سایر شرایط، هر اندازه بازار مالی سازمان یافته‌تر، وسیع‌تر و دارای مؤسسات قوی مالی باشد، متناسب با آن جریان واگذاری تسهیل می‌شود و واگذاری و فروش سهام مؤسسات با سرعت بیشتری صورت می‌گیرد و برعکس در صورت عدم انسجام و کارایی بازار مالی و عدم وجود نهادهای مالی مناسب، جریان واگذاری به مراتب کندتر خواهد شد. علاوه بر این انتخاب روشهای مناسب واگذاری نیز تأثیر بسزایی بر جریان واگذاری خواهد داشت. امروزه متداولترین روش برای واگذاری سهام مؤسسات دولتی به بخش خصوصی «عرضه سهام واحد مشمول واگذاری به عموم مردم» است که کاربرد زیادی در کشورهای مختلف پیدا کرده است. در این روش از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه استفاده می‌شود.

شیوه کار بدین ترتیب است که معمولاً دولت تمام یا بخش بزرگی از سهام شرکت تحت مالکیت خود را به عموم مردم عرضه می‌کند. برخی از مزایای روش مزبور عبارتند از: آشکار و ساده بودن روش انجام کار، گسترش مالکیت سهام و مشارکت تعداد بیشتری از افراد و خانوارها در امر سرمایه‌گذاری روی سهام.

رویه متداول برای عرضه عمومی سهام استفاده از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه است. چنین نیازی در مورد واگذاری شرکتهای پذیرفته نشده در بورس، بیشتر احساس می‌شود. بدین ترتیب در صورت وجود مؤسسات تأمین سرمایه، اقدام آنها در پذیره‌نویسی سهام شرکتهای مشمول واگذاری، فروش سهام شرکتهای تسهیل خواهد کرد. اما در صورت عدم وجود چنین مؤسساتی، مسؤلیت پذیره‌نویسی و فروش سهام بر عهده خود دولت یا مؤسسات دولتی خواهد بود. حتی اگر فرض کنیم که جریان واگذاری از طریق بورس صورت می‌پذیرد نباید از این نکته غافل بود که وقتی حجم عظیمی از سهام شرکتهای دولتی از طریق بورس عرضه شود، بار عظیمی بر دوش بورس گذارده خواهد شد و در این حالت نیز بهتر است از خدمات مشاوران و واسطه‌های مالی استفاده شود تا امر واگذاری با موفقیت بیشتری صورت گیرد. برای نمونه در کشورهای در حال توسعه که مؤسسات مالی تنها به سیستم بانکی

خلاصه می‌شود، به خاطر فقدان مؤسسات تأمین سرمایه جریان واگذاری سهام به صورت کند انجام می‌شود.^۱

مؤسسات تأمین سرمایه علاوه بر پذیره‌نویسی و تضمین فروش سهام شرکتهای مشمول واگذاری، با ارائه خدمات فنی و مالی دیگری نیز، به طور مستقیم و یا غیرمستقیم موجب سهولت و تسریع انتقال مالکیت شرکتهای دولتی به بخش خصوصی می‌شوند. از جمله مهمترین اقدامات آنها تعیین قیمت سهام شرکتهایی است که برای اولین بار سهام آنها به عموم مردم عرضه می‌شود. یکی از نکات اساسی در فروش سهام شرکتهای دولتی تعیین قیمتی منصفانه، واقع بینانه و مناسب برای سهام شرکتهای می‌باشد تا در جریان معاملات، هیچ یک از طرفین معامله به خاطر قیمت‌گذاری نامناسب متضرر نشوند و همین احساس رضایت در طرفین موجب تسریع انتقال و تداوم عملیات واگذاری خواهد شد.

مؤسسات تأمین سرمایه با در اختیار داشتن پرسنل مالی قوی و مجرب و سیستم‌های پیشرفته اطلاعاتی و داده‌پردازی، قادر به تجزیه و تحلیل ابعاد و عوامل مؤثر بر ارزش شرکتهای و در نهایت تعیین قیمتی نزدیک به ارزش واقعی شرکت می‌باشند. در حقیقت تعیین قیمت سهام یکی از وظایف اصلی این مؤسسات است. چنانچه قیمت‌گذاری به نحوی مطلوب و توسط مؤسسات مستقلی صورت گیرد سبب جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و افزایش تمایل آنان به سرمایه‌گذاری در سهام عرضه شده خواهد گردید.

مؤسسات تأمین سرمایه علاوه بر خدمات فوق‌الذکر با حضور خود در بازار ثانویه نیز سبب رونق هر چه بیشتر این بخش از بازار مالی می‌گردند، که این امر نهایتاً فروش سهام در بازار اولیه را نیز تسهیل می‌نمایند. از جمله این خدمات می‌توان به ایفای نقش بازسازی و کارگزاری از سوی مؤسسات مزبور اشاره نمود.

لازم است در پایان این قسمت یادآوری کنیم با توجه به اینکه عرضه سهام شرکتهای دولتی به بخش خصوصی مستلزم وجود بازار مالی قوی و کارآمد است و نیز با توجه به نقشی

۱- شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران، «واگذاری فعالیتهای اقتصادی به بخش

خصوصی»، گزارش تحقیقی شماره ۱۸، فروردین ماه ۱۳۷۱.

که مؤسسات تأمین سرمایه در کارآیی و رونق بازار سرمایه (در هر دو بخش اولیه و ثانویه) ایفا می‌کنند می‌توان به این نتیجه رسید که اجرای موفقیت‌آمیز واگذاری شرکتهای دولتی به بخش خصوصی شدیداً به حضور فعالانه مؤسسات تأمین سرمایه نیازمند است تا با ایفای نقشهای متعددی که بر عهده دارند جریان انتقال مالکیت را به طور اصولی و منطقی هدایت نمایند.

کمک به خریداران و فروشندگان اوراق بهادار به عنوان دلال و کارگزار

نقش اصلی مؤسسات تأمین سرمایه در بازار ثانویه بدین ترتیب است که در بورس اوراق بهادار به عنوان کارگزار و در بازار خارج از بورس همچون معامله‌گر اوراق بهادار عمل می‌کنند. وقتی مؤسسه به مثابه کارگزار عمل می‌کند در قبال کار انجام شده، حق کمیسیون دریافت می‌دارد و زمانی که در نقش معامله‌گر، به حساب خود معامله می‌کند از مابه‌التفاوت قیمت خرید و قیمت فروش منتفع می‌گردد. در بازارهای خارج از بورس، مؤسسات مذکور نقش مهم بازسازی را ایفا می‌کنند. انجام وظیفه بازسازی از طرف مؤسسات تأمین سرمایه بویژه در مورد سهام شرکتهای پذیرفته نشده در بورس موجب افزایش نقدینگی این بازارها می‌شود.

بنابر این، مؤسسات تأمین سرمایه علاوه بر ایفای نقش در بازارهای اولیه، قادر به ارائه خدمات مفیدی در بازارهای ثانویه نیز می‌باشند. جهت بررسی نقش مؤسسات تأمین سرمایه در هر یک از سیستم‌های معاملات بازار اوراق بهادار، نگاهی گذرا به سیستم‌های مزبور خالی از فایده نخواهد بود.

سیستم‌های معاملات بر روی اوراق بهادار را به طور کلی در ۳ نوع به شرح ذیل می‌توان ملاحظه کرد: سیستم معاملات کارگزاری^۱، سیستم معاملات به حساب خود^۲ و سیستم بازسازی^۳.

1- Brokered Trading System

2- Dealer Trading System

3- Market Making System

الف - سیستم معاملات کارگزاری: سیستم مزبور مستلزم حضور نماینده خریدار و نماینده فروشنده در بورس می‌باشد. در بازارهای کارگزاری (بورس منسجم) هر یک از عاملان معاملات، قیمت‌پذیرند و کلیه اوراق بهادار موجود در بازار از طریق تصمیم عمومی سرمایه‌گذاران مبنی بر پذیرش یک قیمت معین در جریان مکانیسم عرضه و تقاضا قیمت‌گذاری می‌شوند. مؤسسات تأمین سرمایه در صورت فعالیت در این سیستم عملی مشابه کارگزاران بورس انجام خواهند داد.

ب - سیستم معاملات به حساب خود: سیستم مزبور همان است که معمولاً معاملات خارج از بورس نامیده می‌شود. وقتی عضوی از بازار همانند یک معامله‌گر عمل نماید قیمتی را برای خرید و قیمتی را برای فروش هر یک از اوراق پیشنهادی خود تعیین می‌کند و بدین ترتیب در این سیستم هر یک از معامله‌گران، قیمت‌گذار هم هستند. وقتی شرایط معامله تحقق یافت و بر روی قیمت تعیین شده با طرف مقابل توافق حاصل گردید ری اقدام به انجام معامله می‌نماید. مؤسسات تأمین سرمایه با ایفای این نقش در ردیف مؤسساتی از قبیل بانکهای تجاری قرار می‌گیرند.

ج - سیستم بازسازی: پذیره‌نویسان و تضمین‌کنندگان اوراق بهادار که عمدتاً مؤسسات تأمین‌کننده سرمایه‌اند، به هنگام عرضه عمومی اوراق در بازار اولیه، به عنوان بازارساز در بازار ثانویه وارد عمل می‌شوند و این عمل را تا مدتی پس از اتمام زمان پذیره‌نویسی و فروش اوراق جدیداً انتشار به عموم ادامه می‌دهند. بازارسازان سهام شرکت‌های معینی را در بازارهای خارج از بورس با پذیرش ریسک مربوطه معامله می‌کنند. همچنین وظیفه این عده در بورس عبارت است از ایجاد بازار برای سهام شرکت‌های خاصی که معمولاً در یک صنعت معینی فعالیت دارند. بازارسازان مانند معامله‌گران پیوسته قیمتی را برای خرید و قیمتی را نیز برای فروش سهم تعیین می‌کنند و همیشه حاضر به خرید و فروش سهام با قیمت‌های معین شده

هستند.

نقش مؤسسات تأمین سرمایه در افزایش کارآیی اطلاعاتی بازار مالی

مؤسسات تأمین سرمایه با ارائه خدمات مختلف به مقدار زیادی نقدینگی و کارآیی اطلاعاتی بازارهای مالی را افزایش می‌دهند. اگر چه دیگر سازمانهای مالی نیز می‌توانند برخی از خدمات مشابه را ارائه نمایند، با وجود این، مؤسسات تأمین سرمایه در مقایسه با سازمانهای دیگر مزیت عمده‌ای دارند. این برتری از تخصص و مهارت کافی آنان در زمینه مسایل مالی شرکتها و توانایی در جمع‌آوری و پردازش سریع اطلاعات نشأت می‌گیرد. اصولاً چنین مزیتی لازمه موفقیت فعالیتهای مؤسسات مذکور می‌باشد زیرا وقتی یک مؤسسه درصدد اقدام به پذیره‌نویسی سهام و ارائه خدمات مختلف مالی به یک شرکت است باید وضعیت عمومی شرکت، بویژه مشخصات مالی و مدیریتی آن را دقیقاً مطالعه کند. در مورد شرکتهای بزرگ مخصوصاً به هنگام پذیره‌نویسی آنها، تحقیقات عمیقی در زمینه مدیریت، امور حقوقی، مالی و حسابداری، فنی و مهندسی و دیگر جوانب امر به عمل می‌آید.

نتایج حاصله از تحقیقات مربوط به درون شرکت در کنار اطلاعات و ارزیابیهای راجع به وضعیت صنعت و سایر متغیرهای کلان اقتصادی، مؤسسه تأمین سرمایه را قادر می‌سازد تا بهتر از سایرین بتوانند ارزش اوراق بهادار را تعیین کنند.

مؤسسات تأمین سرمایه، اطلاعاتی را که به دنبال انجام تحقیقات گسترده در مورد قسمت‌های مختلف بویژه بخش مالی شرکت به دست می‌آورند در قالب کتابچه‌هایی تنظیم و آن را به مراجع رسمی و نیز به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کنند. این اقدام یکی از وظایف اصلی مؤسسات تأمین سرمایه را تشکیل می‌دهد که در نهایت سبب افشای اطلاعات جامع و صحیح در مورد شرکت گردیده، موجبات تصمیم‌گیری آگاهانه سرمایه‌گذاران نسبت به معامله روی اوراق بهادار شرکت را فراهم می‌سازد.

1- William C., Hunter & Mary Beth, Walker, "An Empirical Examination of Investment Banking Merger Fee Contracts", *Southern Economic Journal*, Vol. 56, April 1990, P: 1117.

خدمات مؤسسات تأمین سرمایه

مؤسسات تأمین سرمایه در طول تاریخ حیات خود در زمانها، مکانها و شرایط مختلف، وظایف گوناگونی را به عهده داشته و خدمات متعددی را ارائه نموده‌اند. این وظایف از تعداد اندکی آغاز گردیده و به تعداد زیادی گسترش یافته است. از وظایف نسبتاً ساده‌تر به سمت عملیات پیچیده امروزی حرکت کرده و همواره رو به تکامل و پیشرفت بوده‌اند. در یک طبقه‌بندی وسیع و کلی، خدمات ارائه شده توسط مؤسسات تأمین سرمایه را می‌توان به دو گروه عمده به شرح زیر تفکیک نمود:

الف - خدمات سنتی

خدمات سنتی مؤسسات مزبور در واقع همان پذیره‌نویسی و تضمین فروش و توزیع اوراق بهادار می‌باشد که در حال حاضر در سطح وسیعی انجام می‌شود. مؤسسات تأمین سرمایه با داشتن نقش کلیدی در بازار اولیه، مدیریت توزیع اوراق بهادار شرکتها را به عهده داشته، با تحمل ریسک مبادرت به توزیع اوراق می‌نمایند.

برخی از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه در قالب مدیریت انتشار اوراق بهادار عبارتند از:

- ۱- تهیه و ارائه برنامه انجام کار برای صدور اوراق بهادار
- ۲- تهیه کتابچه اطلاعاتی مربوط به اعلامیه پذیره‌نویسی سهام
- ۳- انتخاب تضمین کنندگان یا پذیره‌نویسان و فرمول‌بندی شرایط سندیکاها
- ۴- انجام اقدامات ضروری و انجام مراحل قانونی مربوط به انتشار اوراق بهادار
- ۵- راهنمایی و مشاوره در مورد مقدار، شرایط و زمان انتشار اوراق بهادار
- ۶- توزیع و فروش اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران بالقوه.

ب - خدمات متنوع

مؤسسات تأمین سرمایه علاوه بر خدمات سنتی، خدمات متعددی را در سطح وسیع در

بازارهای مالی به شرکتها ارائه می‌دهند که برخی از آنها عبارتند از:

۱ - خدمات مشورتی در زمینه ادغام و تملک شرکتها (قبضه مالکیت):

از جمله خدمات این گروه شناسایی شرکتها، داوطلب برای ادغام و ارزیابی و تشخیص نقاط ضعف و قوت شرکت برای اجرای برنامه ادغام می‌باشد. ادغام یکی از استراتژی‌های توسعه خارجی شرکتها محسوب می‌شود و با توجه به اهمیت و مزایای آن، امروزه در سطح وسیعی استفاده می‌شود. «استراتژی ادغام با این هدف به کار می‌رود که مدیر یک شرکت، تمامی یا بخشهایی از شرکتها را که برای افزایش اثربخشی فعالیت مؤسسه خود ضروری می‌داند خریداری می‌نماید. به عبارت دیگر، ادغام، ترکیب دو یا چند مؤسسه است که در آن یک مؤسسه داراییها و بدهیهای مؤسسه دیگر را در مقابل پول یا سهام خریداری می‌کند.

در کنار ادغام، معمولاً قبضه مالکیت مطرح می‌گردد و آن در «حالتی است که یک شرکت آن قدر سهام شرکت دیگر را به دست می‌آورد که بتواند عملاً کنترل آن را به دست گیرد. در شرکتها بزرگ لازم نیست این مقدار ۵۰ درصد سهام باشد زیرا وقتی سهام به طور گسترده توزیع شده باشد با درصدهای کمتری نیز می‌توان شرکت را تحت کنترل در آورد. تفاوت دو واژه ادغام و قبضه مالکیت در این است که ادغام با نظر موافق هیأت مدیره دو شرکت صورت می‌گیرد اما در قبضه مالکیت موافق هیأت مدیره شرکت خریداری شده ضرورتی ندارد.^۱ اما باید توجه داشت که ادغام شرکتها و نیز قبضه مالکیت، علی‌رغم منافع زیادی که ممکن است برای طرفین داشته باشد به سادگی انجام‌پذیر نیست. مسایل مختلفی در این رابطه مطرح می‌گردد که شرکتها اغلب به تنهایی قادر به حل و فصل آنها نیستند. در اینجاست که مؤسسات تأمین سرمایه می‌توانند با دخالت خویش عمل ادغام و تملک را تسریع و تسهیل نمایند.

۱- حسین، عبده تبریزی و پرویز صداقت، فرهنگ وازگان مالی، تحقیقات مالی، شماره ۱،

۲- کمک به ایجاد شرکتهای جدیداً

مؤسسات تأمین سرمایه با تأمین قسمتی از نیازهای مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری جدید، کارآفرین‌ها را در ایجاد شرکتهای جدید یاری می‌کنند با این روش تعداد زیادی از مؤسسات تأمین سرمایه، در سرمایه‌های صنایعی که با فنون و تکنولوژی پیشرفته حاصل می‌شوند سهمیم شده، بخشی از مالکیت این نوع شرکتهای را به دست می‌آورند.

۳- مشاوره مالی^۲

مشاوره مالی شامل انجام مطالعات لازم در زمینه شناسایی مشتریان، تغییر و اصلاح ساختار سازمانی و ساختار تأمین مالی، ارزیابی راههای مختلف تأمین مالی می‌باشد.

۴- مشاوره روی پروژه‌ها^۳

این مورد ممکن است در قسمتی از مشاوره شرکتی و یا به طور جداگانه در کنار آن ارائه شود. خدمت مزبور، شناسایی زمینه‌ها و راههای بالقوه سرمایه‌گذاری، شکل دادن به الگوی تأمین مالی، تهیه گزارشهای مربوط به قدرت تداوم فعالیت شرکت با اتکا به منابع داخلی و مشاوره در مورد ساختار سرمایه را شامل می‌شود.

۵- مشاوره در مورد تأمین مالی از طریق اجاره^۴

اجاره، نوعی روش تأمین مالی مخارج سرمایه‌ای تلقی می‌شود. این نوع مشاوره مواردی همچون ارائه خدمات مشاوره‌ای به اجاره‌کنندگان و اجاره دهندگان بالقوه (که قصد استفاده از این روش را دارند)، فراهم ساختن امکان تأمین مالی اجاره با شرایط مطلوب و کمک به

1- Venture Capital

2- Corporate Counselling

3- Project Counselling

4- Lease Financing

تهیه پیشنهادها، اسناد و ... را دربر می‌گیرد.

۶- خدمات مدیریت پورتنفوی^۱

چگونگی اتخاذ تصمیم در باره سرمایه‌گذاری روی اوراق بهادار به کیفیت مدیریت پورتنفوی بستگی دارد. در این قسمت، مؤسسات تأمین سرمایه خدمات مفیدی را در مورد ترکیب بهینه سرمایه‌گذاری، خرید و فروش اوراق بهادار به حساب مشتریان، اداره وجوه امانی و حفاظت و نگهداری اوراق بهادار ارائه می‌دهند.

۷- تنزیل اسناد^۲ (سفته و برات)

ارائه این خدمت یکی از فعالیتهای اصلی مؤسسات تأمین سرمایه در انگلستان و کشورهایمانند استرالیا، نیوزیلند و مالزی است؛ اما این خدمت بطور مشخص در ایالات متحده آمریکا از سوی این مؤسسات ارائه نمی‌شود. در تنزیل اسناد، دریافت حق‌الزحمه منبع مهم درآمد برای مؤسسات مزبور است و برای آنها امکان فعالیت در بازار پول را نیز فراهم می‌سازد. بدین ترتیب با توجه به انواع وظایف و خدمات مذکور و برخی خدمات جزئی‌تر که از سوی مؤسسات تأمین سرمایه در مقاطع مختلف زمانی ارائه شده است می‌توان به خوبی به این نکته پی برد که چرا می‌گویند نقش مؤسسات مزبور هیچگاه از قبل مشخص نبوده است. آنها وظایف و نقشهای مختلفی را بر اساس مقتضیات زمانی به عنوان یک بخش پویای سیستم مالی تقبل می‌نمایند.^۳

برخی از ضرورت‌های ایجاد مؤسسات تأمین سرمایه در ایران

پس از آشنایی اجمالی با ماهیت، وظایف و خدمات مؤسسات تأمین سرمایه و با توجه به

1- Portfolio Management Services

2- Bill Discounting Services.

3- Dayanand, Arona, Op. Cit., PP: 66-67

وضعیت فعلی و کمبودهای بازار مالی، بویژه بخش بازار سرمایه کشور، می‌توان برخی از دلایلی را که ضرورت توجه بیشتر در این زمینه و حتی‌الامکان ایجاد و استفاده از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه را مورد تأکید قرار می‌دهد به شرح ذیل عنوان نمود:

۱- نیاز شرکتها به استفاده از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه (جهت تأمین سرمایه مورد نیاز)

طی سالهای اخیر در پی اجرای برنامه کلان اقتصادی دولت، تغییر و تحولات عمیقی در بخشهای مختلف اقتصاد از جمله در زمینه تأمین مالی شرکتها پدید آمده است. در شرایط کنونی، شرکتها طبق روال گذشته قادر به تأمین نیازهای مالی خود بویژه در منابع بلندمدت نمی‌باشند زیرا تسهیلات بانکی و سود اندوخته شده دیگر نیاز شرکتها را تأمین نمی‌کند.

بدین ترتیب شرکتها به منظور تأمین نیاز بلند مدت مجبور به استفاده از منابع مالی جدید می‌باشند. به نظر می‌رسد یکی از شیوه‌های مهم تأمین مالی انتشار و عرضه عمومی اوراق بهادار باشد. اما از طرفی با توجه به اینکه تاکنون چنین روشی در ایران معمول نبوده است لذا فراهم کردن زمینه جهت استفاده از این روش و جا انداختن مطلب برای شرکتها، سرمایه‌گذاران و تهیه دستورالعملهای لازم امری ضروری است. دیگر آنکه استفاده از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه به منظور تسهیل عرضه عمومی اوراق بهادار ضروری می‌گردد.

در واقع اجرای چنین سیاستی شیوه تأمین مالی از سیستم متکی به بانک را به طرف سیستم تأمین مالی متکی به اوراق بهادار سوق می‌دهد. با توجه به مزایایی که سیستم متکی به اوراق بهادار نسبت به سیستم پایه بانکی دارد و نقشی که مؤسسات تأمین سرمایه در سیستم‌های تأمین مالی متکی به اوراق بهادار به عهده می‌گیرند، ضرورت استفاده از خدمات مؤسسات مزبور به خوبی نمایان می‌شود. اشاره به این نکته لازم است که از نتایج مهم عرضه عمومی سهام عادی در کشور، گسترش مالکیت سهام شرکتها می‌باشد که تحقق این هدف در مراحل بعدی افزایش حجم معاملات و رونق بازار سرمایه را به دنبال داشته و در نهایت موجب تسریع رشد و توسعه اقتصادی می‌گردد.

۲- بهبود مدیریت مالی شرکتها از طریق ارائه خدمات مشاوره مالی

امروزه نقش مدیران مالی در بهبود عملکرد شرکتها بر کسی پوشیده نیست. آنان در صورت برخورداری از تخصص، تجربه، اطلاعات، بینش و بصیرت لازم قادر خواهند بود با انتخاب ابزارها و شیوه‌های مطلوب تأمین مالی از یک طرف و استفاده بهینه از منابع و امکانات از سوی دیگر، همچنین با اتخاذ سیاستهای مناسب در زمینه تقسیم سود و دیگر مسایل مربوط به حوزه کاری خویش باعث بهبود عملکرد شرکت و ایجاد ارزش، و در نهایت افزایش ارزش سهام شرکت در بازار شوند؛ لذا آنها نقش مهمی را در موفقیت یا ناکامی شرکتها ایفا می‌کنند. اما مدیران مالی؛ معمولاً با توجه به محدودیتهای مختلف و وظایف پیچیده‌ای که با آن مواجه هستند، همواره خود را در استفاده از خدمات مشاوره‌ای افراد و مؤسسات مشاوره مالی بی‌نیاز نمی‌دانند زیرا آنان برای غلبه بر موانع و محدودیتها و آینده‌نگری و محاسبه دقیق ابعاد هر تصمیم با دشواریهای بسیار زیادی روبه‌رو هستند.

۳- تسهیل واگذاری فعالیتهای اقتصادی به بخش خصوصی

علی‌رغم تلاشهای گسترده در چند سال گذشته، تاکنون درصد اندکی از سهام شرکتهای دولتی به بخش خصوصی انتقال یافته است به طوری که جریان واگذاری به کندی صورت می‌گیرد. به نظر می‌رسد یکی از کمبودهای موجود در فرآیند واگذاری سهام شرکتها در ایران استفاده نکردن از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه است، زیرا به دلایل مختلف حضور آنها می‌تواند موجب تسهیل انتقال مالکیت گردد که از جمله مهمترین اقدامات آنها در این زمینه، پذیره‌نویسی و تضمین فروش سهام شرکتها مشمول واگذاری و بازاریابی برای آنهاست. در حال حاضر یکی از مشکلات موجود، بی‌اعتمادی مردم نسبت به ارزش واقعی سهام شرکتها مشمول واگذاری است. اغلب مردم تصور می‌کنند که شرکتها عرضه شده صرفاً از شرکتها زیان‌ده و بیمار دولتی تشکیل گردیده‌اند و اطلاعات ارائه شده درباره شرکتها غیر واقعی‌اند؛ علاوه بر این، مسأله مهم دیگر، قیمت‌گذاری نامناسب سهام عرضه شده می‌باشد که تاکنون یکی از عوامل اصلی رکود جریان واگذاری به شمار می‌رود و در حال حاضر نسبت به قیمت‌گذاری صحیح سهام شرکتها عرضه شده و فروخته شده طی سالهای قبل نیز شک و

تردید وجود دارد. انتظار می‌رود استفاده از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه بتواند بیشتر مشکلات فوق‌الذکر و موانع مشابه را کاهش دهد. چنانچه مؤسسات معتبر و مستقلی پس از بررسی‌های دقیق و تجزیه و تحلیل‌های علمی، فروش سهام یک شرکت را تضمین نمایند خود به خود سبب جلب اعتماد و تشویق و ترغیب سرمایه‌گذاران نسبت به خرید سهام عرضه شده می‌گردد؛ این مؤسسات با تأثیرپذیری از عوامل متعددی به قیمت‌گذاری سهام مبادرت می‌ورزند که حاصل آن تقریباً می‌تواند منعکس‌کننده ارزش واقعی سهام شرکت باشد و افراد با اطمینان از اینکه سهام شرکت‌های مورد نظر به قیمتی منطبق و یا نزدیک به ارزش واقعی قیمت‌گذاری شده‌اند اقدام به خرید سهام عرضه شده می‌نمایند.

مؤسسات تأمین سرمایه همچنین با درج اطلاعات به دست آمده در کتابچه‌های مخصوصی که تهیه می‌کنند و در اختیار بازار مالی و سرمایه‌گذاران می‌گذارند، تأثیر فراوانی در تصمیم‌گیری عقلایی و رضایت‌مندانه افراد می‌گذارند. با داشتن چنین مجموعه‌ای از اطلاعات، هر گروه از سرمایه‌گذاران قادر خواهند بود شرکت‌های واجد شرایط خود را انتخاب و در آنها سرمایه‌گذاری نمایند.

۴- قیمت‌گذاری مناسب سهام شرکتها

علاوه بر قیمت‌گذاری صحیح و اصولی برای سهام شرکت‌های دولتی مشمول واگذاری، تعیین قیمت مناسب برای شرکت‌های غیر دولتی نیز حائز اهمیت زیادی است. در حال حاضر به دلیل اینکه مؤسسات تأمین سرمایه در امر قیمت‌گذاری حضور ندارند و نیز به دلیل فقدان بازارهای خارج از بورس - که قیمت معاملات در این بازارها مدرکی برای قیمت‌گذاری در بورس قرار می‌گیرند - قیمت‌گذاری سهام شرکت‌هایی را که برای نخستین بار در بورس پذیرفته می‌شوند، خود سازمان بورس انجام می‌دهد. باید اذعان داشت که شرکت‌های تازه پذیرفته شده، معمولاً به خوبی و بر پایه‌های علمی قیمت‌گذاری نشده‌اند و پس از مدتی دچار مشکلات جدی در انجام معامله روی سهام خود خواهند شد؛ چرا که سازمان بورس در ارزیابی وضعیت درونی و بیرونی شرکتها و نیز تعیین قیمت پایه مناسب و منطقی برای آنها، از ضعف‌هایی برخوردار است و در واقع فاقد مکانیسم مطلوب و مناسبی برای قیمت‌گذاری

منصفانه می‌باشد. چون کاهش قیمت در بورس تهران به ندرت اتفاق می‌افتد در صورت تعیین قیمت بالا برای سهام یک شرکت، معاملات آن به کلی متوقف می‌گردد و این وضعیت اهمیت تعیین قیمت مناسب را افزایش می‌دهد و ضرورت استفاده از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه را در تعیین قیمت پایه سهام مورد تأکید قرار می‌دهد.

۵- لزوم افزایش تشکیل سرمایه در کشور و

گسترش سهم بخش خصوصی در تشکیل سرمایه

طی سالهای گذشته میزان تشکیل سرمایه در کشور بویژه نسبت تشکیل سرمایه به تولید ناخالص داخلی رقم پایینی بوده است که به دلیل اهمیت موضوع، توجه جدی به آن ضروری است. از میان ۳ روش اصلی تشکیل سرمایه: مستقیم، نیمه مستقیم و غیر مستقیم، در یک مقایسه کلی معمولاً روش نیمه مستقیم یا انتقال وجوه از طریق مؤسسات تأمین سرمایه بر روشهای دیگر ترجیح داده می‌شود. در روش مستقیم پایین بودن میزان تشکیل سرمایه و نیز بالا بودن ریسک سرمایه‌گذارها، و در روش غیر مستقیم خاصیت تورمزایی شدید تسهیلات بانکی به دلیل عدم تخصیص بهینه منابع، روانه شدن بخش عمده‌ای از پس‌اندازها به سمت شرکتهای دولتی ... از محدودیتهای اصلی به شمار می‌روند. اما انتقال وجوه از طریق مؤسسات تأمین سرمایه موجب افزایش مشارکت مستقیم بخش خصوصی در سرمایه‌گذارها گردیده، رونق و گسترش بازار سرمایه و افزایش تشکیل سرمایه و در نهایت تسریع و تسهیل رشد و توسعه اقتصادی را به دنبال خواهد داشت.

۶- ضرورت ایجاد تنوع در اوراق بهادار قابل معامله در بازار سرمایه کشور

یکی از محدودیتهای اصلی بورس تهران متنوع نبودن اوراق بهادار و منحصر شدن اوراق بهادار قابل معامله به سهام عادی می‌باشد. به منظور رونق بازار سرمایه ابداع اوراق بهادار متنوع قابل معامله در سیستم مالی بدون ربا اجتناب‌ناپذیر است. ابداع اوراق بهادار متنوع باعث می‌گردد که هر گروه از سرمایه‌گذاران متناسب با توانایی مالی، درجه ریسک‌گریزی، پیش‌بینی متغیرهای کلان اقتصاد در آینده و لحاظ کردن هدف خود از سرمایه‌گذاری بهترین و

مناسب‌ترین اوراق را شناسایی و اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند. برای رسیدن به اهداف مذکور لازم است در وهله اول مراجع ذی‌صلاح بویژه دفتر همکاری حوزه و دانشگاه چهارچوب و بستر مناسبی را، با توجه به شرایط و ضوابط شرعی فراهم نمایند و در مرحله بعدی، با توجه به اینکه یکی از وظایف اصلی مؤسسات تأمین سرمایه، ابداع اوراق بهادار جدید متناسب با نیاز شرکتها و وضعیت بازار سرمایه می‌باشد، با ایجاد این قبیل مؤسسات و استفاده از توان و تخصص کارشناسان و متخصصان امور مالی می‌توان گام مهمی در تنوع بخشی اوراق بهادار قابل معامله در بازار سرمایه کشور برداشت.

۷- ارائه راهنمایی به خریداران اوراق بهادار

در جامعه ما خریداران اوراق بهادار از هر طبقه و گروهی که باشند با مشکلات اساسی در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری، بویژه در انتخاب سهام شرکتها و ترجیح یکی بر دیگری روبرو هستند. آن عده از سرمایه‌گذارانی که نسبت به جوانب مختلف سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار از قبیل انواع اوراق، تفکیک اوراق با ارزش از کم ارزش، تکنیک‌های تجزیه و تحلیل اوراق بهادار، عوامل مؤثر بر ارزش شرکتها و موارد مشابه دیگر از آگاهی کافی برخوردار نیستند در کلیه مراحل سرمایه‌گذاری از ابتدای اتخاذ تصمیم تا خرید و نگهداری و فروش اوراق نیازمند استفاده از خدمات مؤسسه مطلع و مستقلی هستند که در هر مرحله آنها را یاری نماید. در جامعه ما به دلیل پایین بودن نقش آموزش و فقدان اطلاعات، اکثریت افراد در زمینه سرمایه‌گذاری روی اوراق بهادار با مشکلات متعددی مواجه‌اند. عده دیگری نیز که تا حدودی قادر به تجزیه و تحلیل علمی و منطقی و اتخاذ تصمیم نسبت به سرمایه‌گذاری بوده و از توانایی مالی برخوردارند به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات دقیق و کافی در مورد شرکتها قدرت تصمیم‌گیری آگاهانه را ندارند. لذا گروه یاد شده نیز محتاج منبعی برای استخراج و ارائه اطلاعات مورد نیاز درباره شرکتها و مختلف عرضه‌کننده سهام می‌باشد و تهیه اطلاعات کافی و دقیق از وضع مالی، مدیریتی، سرمایه‌گذاریها، تکنولوژیکی و ... در مورد شرکتها و پردازش اطلاعات و ارائه آن به مشتریان یکی از وظایف مؤسسات تأمین سرمایه می‌باشد. بدین ترتیب در بازار سرمایه ایران عموم سرمایه‌گذاران در هر طبقه و صنف و با هر سطحی از

تحصیلات، نیازمند راهنماییها و خدمات مشاوره‌ای و مالی مؤسسات تأمین سرمایه هستند.

۸- رونق بخشیدن به بازار ادغام و تملک در کشور

به نظر می‌رسد ادغام شرکتها و ایجاد شرکتهای بزرگ سهامی بتواند منافع زیادی برای کشور کسب کند. یکی از دلایل عدم رونق بازار سرمایه کشور، کوچک بودن شرکتهای پذیرفته شده در بورس، اندک بودن تعداد سهام و سهامداران، و کمبود شرکتهای سهامی عام است. شرکتهای سهامی بزرگ معمولاً دارای سهامداران زیادی می‌باشند و حجم معاملات بر روی سهام آنها بالاست. به علاوه، این شرکتها از قابلیتها و امکانات بالایی در سرمایه‌گذاری برخوردارند و به دلیل استفاده گسترده و بهینه از امکانات، دارای صرفه‌جوییهای هستند که شرکتهای کوچک از این مزایا بهره‌مند نیستند. همچنین اکثر شرکتهای موجود معمولاً از توانایی و امکانات مالی، مدیریتی، تولیدی و فنی قوی برخوردار نیستند و حتی برخی از آنها به دلیل کمبود منابع مالی، ضعف مدیریت و ضعف تکنولوژی قادر به رقابت با محصولات مشابه خارجی نیستند.

یکی از راه‌ها حلها برای کاهش مشکلات مذکور استفاده از استراتژی ادغام و تملک شرکتها، ترکیب و تمرکز امکانات پراکنده شرکتها و جمع‌آوری آنها در قالب شرکتهای بزرگ است. در صورت اجرای این سیاست، با توجه به مسایل عدیده‌ای که در جریان ادغام و تملک به وجود می‌آید استفاده از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه ضروری است و در واقع همین مؤسسات می‌باید قدمهای اولیه را بردارند.

منابع و مأخذ

- ۱- منوچهر فرهنگ. «فرهنگ علوم اقتصادی»، انتشارات آزاده، تهران، چاپ پنجم، ۱۳۶۶.
- 2- Dayanand Arona, "Investment Banking in Japan: Retrospect & Prospects", European University Studies, Peter lang, 1990, P: 5-8.
- 3- Richard, Lamming & John, Bessant, "MacMillan Dictionary of Business and Management", MacMillan, England, 1988.

-
- 4- John. Peter, Williamson, "**The Investment Banking Handbook**", Willey, United States of America, 1988, P: 63.
 - 5- Jack Clark, Francis: "**Investments: Analysis and Management**", Mc Graw-Hill, United States of America, 1986, PP: 48-49.
 - 6- Eugen F. Brigham & Louis C. Gapenski; "**Financial Management: Theory and Practice**", Dryden, United States of America, 6th Ed., 1991, 57-59.
 - ۷- شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران، «واگذاری فعالیتهای اقتصادی به بخش خصوصی»، گزارش تحقیقی شماره ۱۸، فروردین ماه ۱۳۷۱.
 - 8- Ernest, Bloch, "**Inside Investment Banking**", Irwin, United States of America, 1989, PP: 16-24.
 - 9- William C. Hunter & Mary Beth, Walker, "An Empirical Examination of Investment Banking Merger Fee Contracts", **Southern Economic Journal**, Vol 56, April 1990, P: 1117.