

سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز

سید احمد مرتضوی

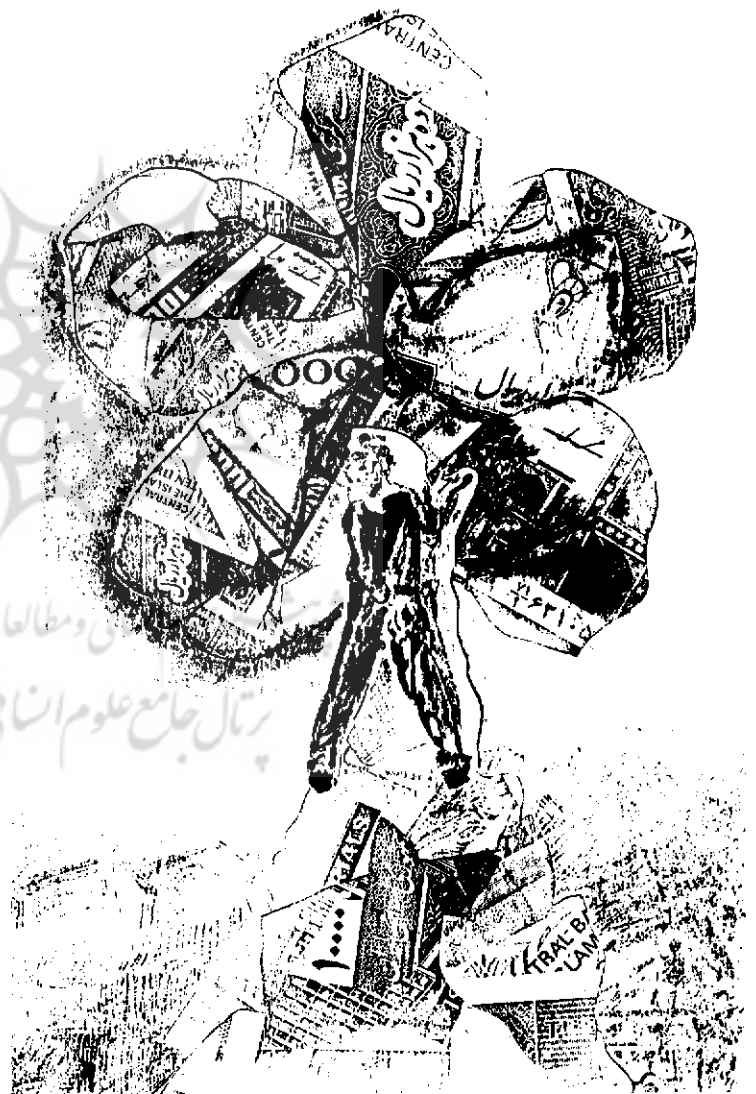
قسمت دوم

ابزار تامین مالی

سرمایه‌گذاران بعد از بررسی پیشنهادهای موثر سسین و تجزیه و تحلیل برنامه کاری و ارزیابی‌های لازم جهت حصول اطمینان از بازده مناسب آتی مبادرت به تنظیم قرارداد مشارکت و توافق در مورد ساختار سرمایه‌های مناسب مینمایند. برخی سرمایه‌گذاران ممکن است ترجیح دهند بخشی از منابع مالی خود را بطور غیر مستقیم در سرمایه‌مشارکت دهند. اینگونه سرمایه‌گذاران با استفاده از ابزارهای گسسه اصطلاحاً " (Hybrid Securities) گفته میشود، ساختار مالی مناسب را تنظیم میکنند.

بطور کلی سرمایه مخاطره آمیز بمعنای تامین مالی منابع سرمایه‌های غیر وثیقه‌ای است. چنانچه یک سرمایه‌گذاری به ساختمان چند طبقه‌ای تشبیه شود، منابع سنتی قرض که معمولاً "بدنبال تامین آن از طریق وثیقه مطمئن هستند در بالاترین طبقه ساختمان قرار میگیرند و در موقع برچیدن شرکت نسبت به سایر طلبکاران در اولویت قرار دارند. حد فاصل بین آخرین طبقه و طبقه تحتانی، قرض - دهندگان غیر وثیقه‌ای جای میگیرند. این گروه از نظر طبقه بندی در نقد کردن طلب بعد از قرض دهندگان و وثیقه‌ای قرار دارند. در طبقه تحتانی ساختمان سهامداران اصلی قرار دارند. سهامداران اصلی معمولاً "سهام را بقیمت اسمی آن پذیر منویسی میکنند. سرمایه‌گذاران بعدی سهام را بقیمت سی بیشتر که بستگی به ارزیابی و باقیمت بازار دارد - خریداری میکنند. سهامداران عادی دارای حق رای و حق دریافت سود سهام هستند. بنابراین بسته به اینکه سرمایه به کدامیک از طبقات تعلق دارد، حقوق و مزایای آن متفاوت است و صاحبان سرمایه میتوانند به دقت و با جزئیات حقوق مربوط به طبقات و بویژه تامین کنندگان سرمایه در طبقات وسط ساختمان را تعیین کنند.

معمول ترین ابزارهای دوسویه قرضی / سرمایه‌ای بشرح زیر میباشد:



۱- قرضه‌های قابل تبدیل

Convertible notes

قرضه‌های قابل تبدیل همانطور که در پانویس (۱) گزارش توضیح داده شده و امهائی باسدت و نرخ سود مشخص میباشند. قرضه‌های قابل تبدیل این مزیت را دارند که دارنده آن حق دارد قرضه را در تاریخ‌های معینی در آینده به سهام عادی تبدیل نماید و مادام که قرضه به سهام تبدیل نشده است، به آن سود توافق شده تعلق میگیرد. لکن بعد از تبدیل به سهام عادی، دارنده سهام همانند دیگر سهامداران از مزایای سهام شامل سود و اضافه ارزش سهام بهره‌مند میشود. هر وقت قرضه ممکن است به یک یا چند سهم قابل تبدیل باشد. قیمت گذاری با توجه به تفاوت بین نسبت سود مستمر قرضه به نسبت سود متعلق به هر سهم انجام میگیرد. نرخ سود قرضه قابل تبدیل کمتر از قرضه غیر قابل تبدیل است. این بدان علت است که سود قرضه معمولاً "از مالیات معاف است ولی در هر حال نرخ سود باید بوسیله دولت تعیین شود.

۲- قرضه‌های تبعی / با حق خاص

Subordinated Debt/Options

قرضه‌هایی که از نظر اولویت در موقع برچیدن یک شرکت بعد از دیگر قرضه‌ها قرار میگیرند و در صورتیکه یک سرمایه گذار چنین قرضی را در اختیار شرکتی بگذارد معمولاً "یا سود بالا تر و یا حق خاصی برای تبدیل قرض به سهام با قیمتی ثابت انتظار دارد. بهر حال ممکن است حقوق ویژه‌ای برای بخشی از سهام در یک شرکت در نظر گرفته شود، البته ممکن است محدودیت‌هایی از این نظر در قوانین تجاری کشورها وجود داشته باشد. در عین حال لازم است طول مدتی که سرمایه‌گذار میتواند از این حقوق استفاده کند مشخص و محدود باشد. اختیارات نباید آزاد باشد بلکه برای تجهیز سرمایه باید مورد استفاده قرار گیرد. مثلاً "برخی اختیارات ممکن است به کارگران واحدی که در بهره‌وری بیشتر شرکت مینمایند اختصاص یابد.

۳- سهام ممتاز

Preference Shares

صدور سهام ممتاز بی‌تردید یکی از بهترین و معمولترین ابزارها برای تأمین منابع مالی در سرمایه‌گذاری است. سهام ممتاز در طبقه بندی ابزار مالی در رابطه با دارائی‌ها، درآمد و سود در مرتبه‌ای بعد از قرض دهندگان و اعتبار دهندگان ولی بالاتر از سهامداران عادی قرار میگیرند.

به سهام ممتاز معمولاً "سود ثابت و از پیش تعیین شده‌ای بصورت درصدی از ارزش اسمی آن تعلق میگیرد. امتیازات اینگونه سهام باید بوضوح تعیین گردد. نظریه اینکه سهام ممتاز ویژگی شبه قرض دارند لذا در مراجع شرکت حق رای ندارند. مگر اینکه این حق برای آنها پیش بینی گردد. سهام ممتاز ممکن است بصورت متنوعی مورد استفاده قرار گیرند:

— سهام ممتاز قابل تبدیل

Convertible Preference Shares

این سهام قابل تبدیل به سهام عادی میباشند. شرایط مربوط به چگونگی تبدیل، زمان تبدیل و قیمت تبدیل مورد توافق قرار میگیرد.

— سهام ممتاز شرکتی

Participating Preference Shares

دارنده اینگونه سهام بطور برابر با سایر سهامداران عادی از سود تقسیم شده بهره‌میرد. ممکن است در مواردی که سود شرکتی بیش از سود ثابت سهام ممتاز باشد، سهام ممتاز نسبت به مابقی تفاوت سود اضافی نیز سهم ببرند.

— سهام ممتاز انباشته

Cumulative Preference Shares

در صورتیکه شرکت قادر به پرداخت سود نباشد، سودهای عقب افتاده جمع شد و شرکت باید در آینده پس از بهبود وضع مالی خود پرداخت نماید. ممکن است این شرط توافق شود که قبل از پرداخت سود به سایر سهامداران، ابتدا سود انباشته‌دارنده سهام ممتاز پرداخت گردد حتی اگر مبلغی برای تقسیم بین سهامداران عادی باقی نماند.

— سهام ممتاز غیر انباشته

Noncumulative Preference Shares

در صورتیکه سود کافی برای پرداخت به سهام ممتاز نباشد و شرکت نیز قادر به پرداخت سود در هیچ سالی نباشد، سود قابل پرداخت به دارنده سهام ممتاز انباشته نمیشود و حق دارنده سهام ممتاز برای آن سال از بین میرود. بنابراین دارندگان این نوع سهام ممتاز حق دریافت سودهای عقب افتاده را در سالهای بعد که شرکت سوددهی برسد، ندارند.

— سهام ممتاز قابل باز خرید

Redeemable Preference Shares

این سهام به صادرکننده آن حق باز خرید قائل میشوند. بعنوان مثال سهام در تاریخ معین به خواست شرکت باز خرید میشود. لکن در مقابل، سهام ممتاز غیر قابل باز خرید (Irredeemable) قابل باز خرید نبوده ولی ممکن است قابل تبدیل باشند.

در سرمایه‌گذاریهای مخاطره آمیز نوع "سهام ممتاز قابل باز پرداخت قابل تبدیل"

Convertible Redeemable Preference Shares

به شرکت مورد سرمایه‌گذاری این امکان را میدهد که هر زمان که وضعیت مالی ایجاب نمود سهام را باز خرید کند و گرنه به سهام عادی تبدیل نماید.

خروج از سرمایه‌گذاری

Exit Mechanism

در سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز هدف نهایی هر سرمایه‌گذار، خروج از سرمایه‌گذاری است. البته خروج از سرمایه‌گذاری الزامی نیست لکن با توجه به توضیحاتی که داده شد، سرمایه‌گذار برای بازیافت سرمایه و سود مورد انتظار خود ناگزیر است سرمایه‌گذاری را به درجه‌ای از رشد و تکامل برساند که قابل عرضه به عموم و خریداران باشد. از میان روشهای شناخته شده، دوروش بیش از همه مورد توجه سرمایه‌گذاران است: عرضه به عموم از طریق

بورس و یا فروش به اشخاص ثالث، این راهها بجز راههایی است که ممکن است سرمایه گذاران فرمولهای بازیافت جبری سرمایه را در قراردادها، پیش بینی میکنند

(Redemption of Original Capital) لیست شدن در بورس یا عبارت دیگر عرضه به عموم در هر کشور تابع ضوابط و شرایطی است. در ایران نیز تبعیت از مقررات بین المللی، ضوابط حاکم بر عرضه سهام طبق مقررات خاصی جریان دارد. از جمله مهمترین ضوابط، تبدیل شرکت سهامی خاص به شرکت سهامی عام با سقف سرمایه معین (حداقل ۵۰۰،۰۰۰،۰۰۰ ریال) و داشتن حداقل ۱۰۰ نفر سهامدار، و ضابطه سوددهی متوالی ۳ سال قبل از عضویت در بورس است. در کشورهای دیگر نیز کم و بیش همین ضوابط رعایت میشود. مثلاً در استرالیا، حداقل تعداد سهامداران ۵۰ نفر و حداقل سهام هر نفر نباید کمتر از ۲۰۰ دلار باشد. این بدان معناست که سرمایه چنین شرکتی در لحظه پذیرش نباید کمتر از یک میلیون دلار باشد. چنین شرکتی با انتشار صورتهای مالی خود و اثبات استحکام مالی و تولید و تا دوام سوددهی شرایط مورد نظر برای پذیرش مقدّماتی در بورس را احراز میکند

(Initial Public Offering (IPO)

فروش مستقیم سهام به اشخاص ثالث نیز یکی از روشهای معمول است. مهم این است که چه روشی انتخاب میشود، مهم اینست که از چه راهی سرمایه گذاران به بیشترین بازده سرمایه نایل میشوند. این گونه سرمایه گذاران اکثر در عرضه سهام توفیق بدست آورند، معمولاً "مجددا" - سرمایه خود را در طرح جدیدی بکار میاندازند.

جمع بندی

سرمایه گذاری مخاطره آمیز اگر دارای محاسن زیادی نباشد حداقل دارای چند ویژگی و خصوصیت بارز است. اولاً "نشان میدهد که بانکها از منابع مهم تامین مالی میباشند ولی منابع مالی وابزار

تجهیز منابع سرمایهای در انحصار بانکها نیست. منابع بی کران مردمی چنانچه بتحوشایسته ای سازماندهی شوند، رقیب مناسبی برای بانکها به شمار خواهند آمد. بعلت عدم توانائی و یا عدم تمایل بانکها به تأمین منابع مالی مورد نیاز مردم و نادیده گرفتن ارزش واقعی بازده سرمایه گذاری ناگزیر بایستی شاهد پیدایش رشد نمونه هائی از مؤسسات خلق الساعه باشیم که تحت عناوین مختلف به جذب سرمایه های مردمی و هدایت آن در فعالیتهای غیر تولیدی و واسطهای میپردازند و چنانچه فکر اساسی برای تجهیز سرمایه ها، که به هیچ وجه در این گزارش منظور سرمایه های قشر معدودی سرمایه دار نیست، نشود، گردش سرمایه به غیر از سیستم بانکی و دراموری که خارج از حیطه و خواست دولت است به جریان خواهد افتاد. تحقق این هدف ممکن نخواهد بود مگر اینکه ابزار لازم که در این مقوله بازاری تکمیلی "بازار سرمایه" تعریف میشود در پیرامون بورس اوراق بهادار بوجود آید.

ثانیاً همانطور که در گزارش بدان تاکید شد، ملاحظات مالیاتی در جذب و تجهیز منابع - سرمایه ای نقش تعیین کننده دارد. متأسفانه در نظام مالیاتی ایران فرق چندانی با آثار مالی قابل توجهی بین آنکه سرمایه خود را در بانک و یا در کار تولیدی و یا شرکت خاص و یا عام بچریبان میاندازد، نیست. اگر هم چنین تمایزی وجود دارد، برای صاحب سرمایه آثار آن ملموس نیست. عبارت دیگر هیچکس نمیتواند بطور صد درصد نسبت به آثار هزینه های مالیاتی و قابل محاسبه بودن و یا نبودن یک مسئله مالیاتی اطمینان داشته باشد.

ثالثاً "در تدوین و تبیین سیاستهای حمایتی بویژه مالیاتی و گمرکی که در امر تولید نقش بسزائی دارند، اگر چه همواره تلاش شده است این گونه حمایتها بسمت تولید هدایت شوند ولی با اینحال معلوم نیست مرز حمایتها تا کجا ادامه پیدا میکند، عبارت دیگر همه فعالیتهای تولیدی از همه گونه

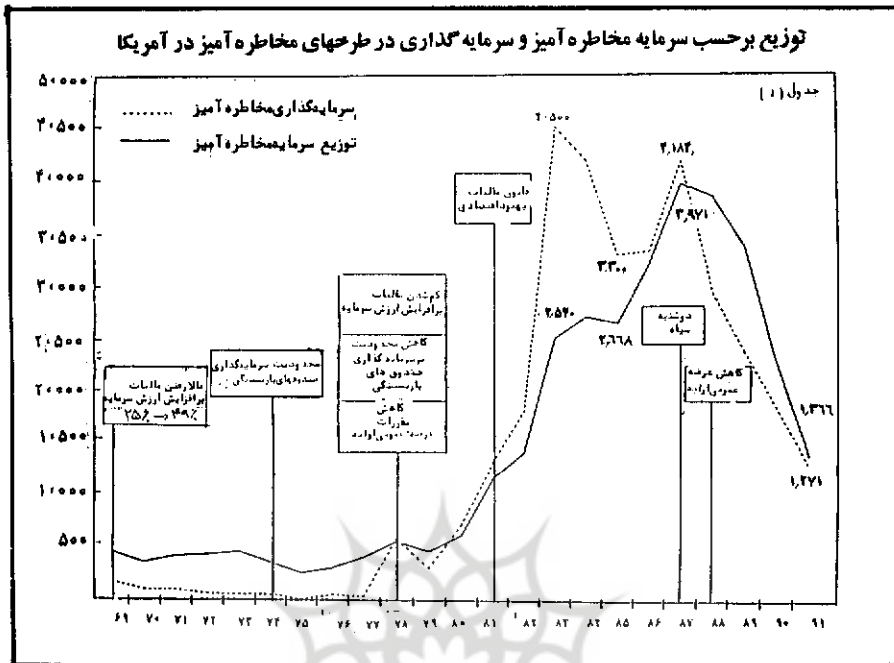
حمایت صد درصد مالیاتی و گمرکی برخوردارند و در عین حال هیچکس هم هنوز از آنها استفاده ننموده است. بنظر میرسد لزومی بعین همین تسهیلات که هیچکس قادر به استفاده از آن نیست، نباشد و کفایت مرز حمایتها بانوجه به سیاستهای مشخص که به گسترش صنایع خاصی میانجامد، تبیین و تعریف شود.

بنابه آنچه که گفته شد بحث سرمایه مخاطره آمیز دارای آثار و نتایجی است که برخی بطور مستقیم و برخی بطور غیر مستقیم در محورهای زیر قابل دسترسی است:

۱- ایجاد مکمل های بازار سرمایه که در اینجا بطور مشخص منظور تشکیل "شرکت های سرمایه گذاری" است. گرچه تشکیل مؤسسات اعتباری غیر بانکی قدمی مثبت در این راه است لیکن با توجه به گردش "اعتباری" منابع مالی در اینگونه مؤسسات لزوماً اهداف کلان شرکت های سرمایه گذاری که حتی با جذب سپرده های اندک مردم میتوانستند منابع مالی عظیمی را تحت یک مدیریت منسجم و حرفه ای در فعالیتهای مختلف سازماندهی کنند، حاصل نمیکرد. این شیوه ابزار عمومی مطمئنی برای نیل به اهداف برنامه "خصوصی سازی" است.

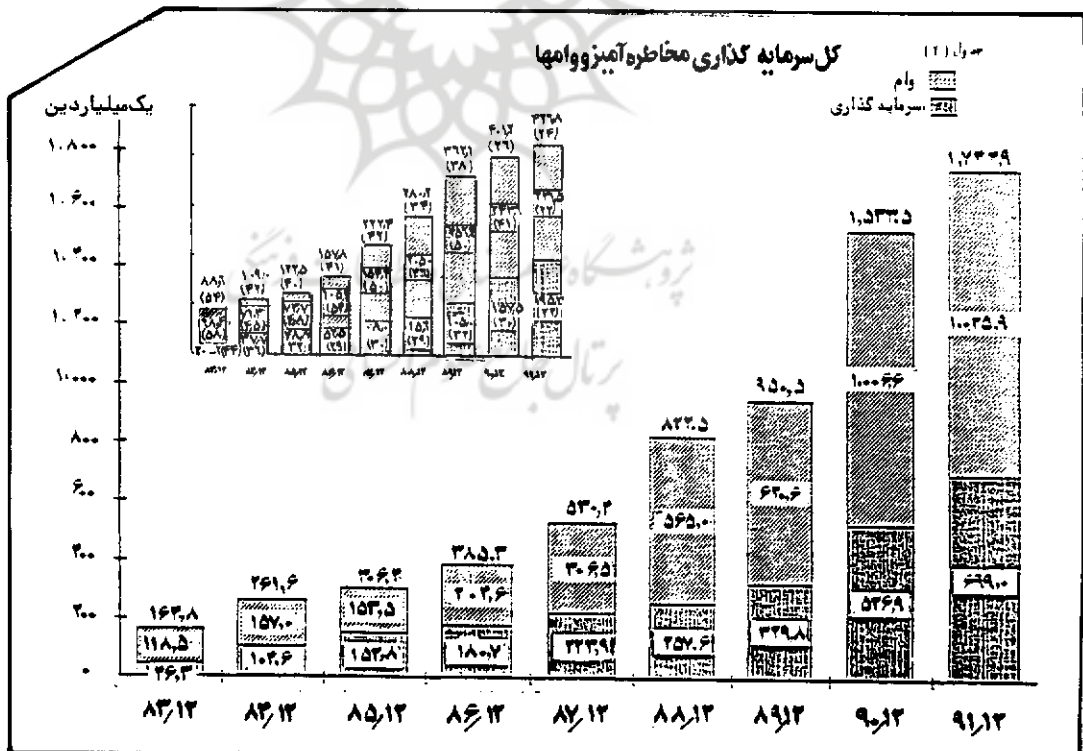
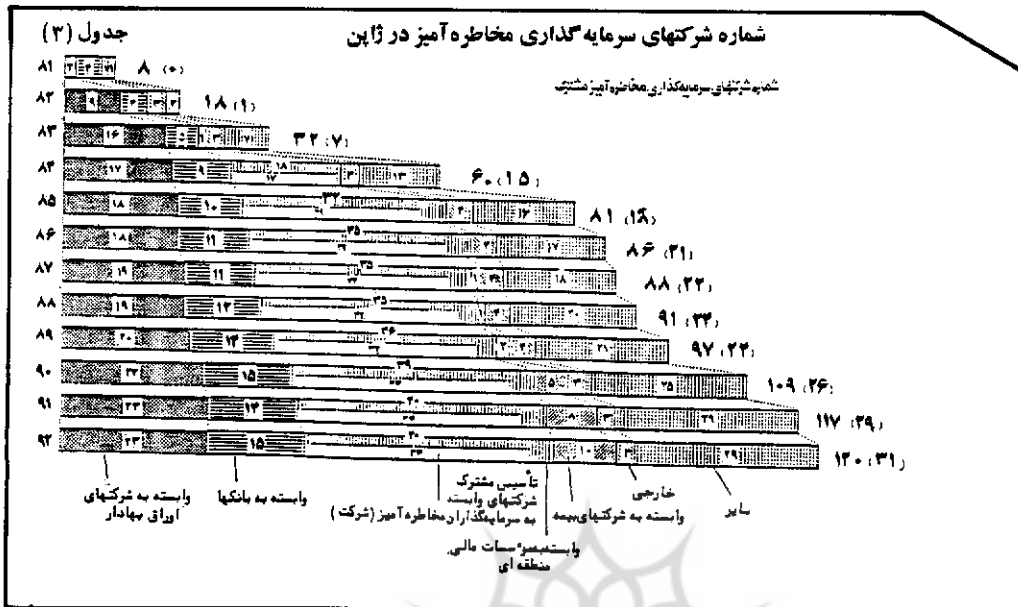
۲- تبیین سیاست صنعتی منسجم برای توسعه و رشد صنایع خاص و تکنولوژی های قابل جذب از طریق بخشودگی های مالیاتی (سود سهام - عایدات سرمایه - احتساب اعتبار مالیاتی) و گمرکی با هدف عرضه سهام (اخذ مجوز خاص از وزارت امور اقتصادی و دارائی)

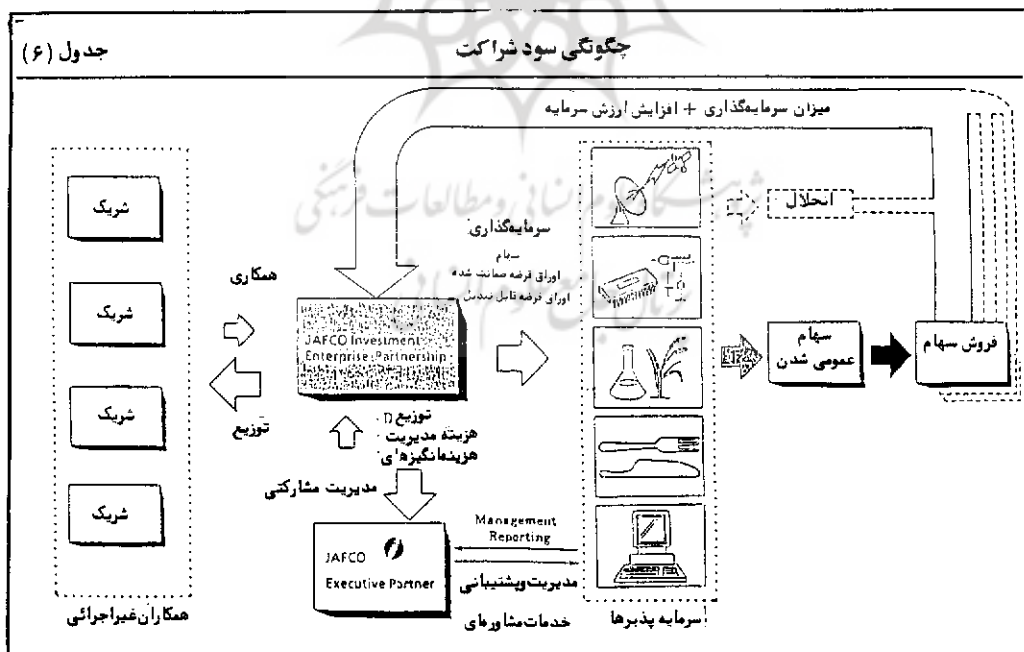
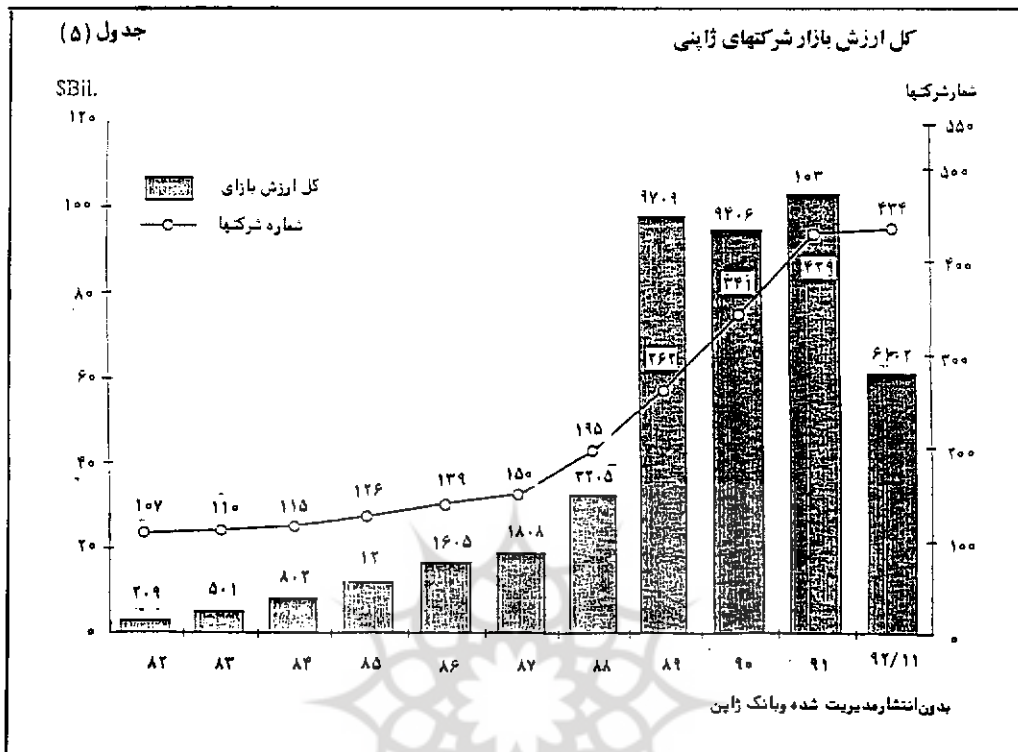
۳- در بعد سرمایه گذاری خارجی، استفاده بیشتر و موثر از ابزارهای قرضی / سرمایه ای بویژه سهام ممتاز برای پوشش دادن به وامهای شرکاء خارجی با توجه به مشکلات ناظر به تامین هزینه به ارزی پروژه های سرمایه گذاری مشترک از سوی شرکاء خارجی.



جدول (۲) سرمایه های مخاطره آمیز در آمریکا و ژاپن

	آمریکا	ژاپن
هدفها =	خصوصی	خصوصی
مرحله (۱)	(اواسط کار / آغاز / برنامه)	(اواخر کار / اواسط کار)
صنعت (۲)	تکولوژی پیشرفته	همه صنایع
موقعیت (۳)	انتشار سهام (دره سیلیکونی بوستون)	جهانی / در سطح کشور
روش ۴-	منطقه	وام / انتشار سهام
کمک به سرمایه پذیرها	بوستون به مدیریت	مشاوره
درآمد ۴	(اعضای هیئت مدیره)	(برنامه سرمایه گذاری)
خروج (۱)	خرید / عرضه عمومی اولیه	عرضه عمومی اولیه
منبع درآمد (۲)	افزایش ارزش سرمایه هزینه مدیریت	افزایش ارزش سرمایه هزینه مشاوره هزینه مدیریت درآمد حاصل از وام
شکل سازمان ۵-	انجمن متخصصین	شرکت





بی نوشتها :

(۱) اوراق قرضه (Bonds / Debentures) ارز تامین مالی کلان میباشد و رقه قرضه مورقه ای حاوی مبلغ مشخصی است که در سررسید آن قابل پرداخت است ممکن است به اصل مبلغ فرض ، سود تضمین شده ای تعلق گیرد که در آن صورت مبلغ سود به مبلغ ورقه قرضه افزوده میشود بصورت قرضه های با مبلغ کمتر به دارنده قرضه داده میشود . دولت ها ، سازمانها و شرکتهای دولتی و عمومی ، و شرکتهای خصوصی (با اجازه دولت) ممکن است برای تأمین مالی پروژه ها و طرحهای خود اوراق قرضه منتشر نمایند . اوراق بصورت بانام ، بی نام و با سانی قابل انتقال هستند و در بورس اوراق بهادار نیز قابل معامله میباشند (در حال حاضر در ایران اوراق قرضه منتشر نمیشود) .

قرضه برد و نوع است قرضه تضمینی یا وثیقه ای (Secured/Mortgage Bond) در حالتی که دارائی خاصی بعنوان وثیقه و تضمین قرضه در گرد آورنده قرضه قرار گیرد و قرضه غیر تضمینی یا غیر وثیقه ای (Unsecured Bond/Debenture) که در این حالت دارائی خاصی در گرد قرضه قرار نمیگیرد . در صورت عدم امکان باز خرید قرضه در سررسید یا در طول زمان مورد نظر ، شرکتهای ممکن است با دارنده قرضه توافق کنند که قرضه تحت شرایطی قابل تبدیل به سهام ممتاز و یا سهام عادی باشد که در آن صورت بآن ، قرضه قابل تبدیل (Convertible Bond) گویند .

(۲) موسسات واسطه های سرمایه گذاری ، انواع شرکتهای ، تراستها و صندوقهای مالی و سرمایه گذاری هستند .

شرکتهای سرمایه گذاری (Investment Companies) مالی مدیریتی هستند که منابع مالی سهامداران خود را در یک پورتفو (Portfolio) از انواع اوراق بهادار بکار میاندازند و بدینوسیله هر سرمایه گذار در منابع مجموعه متنوعی از واحدهای مجزا سهم میشود . مزایای آن شامل تنوع

بخشیدن و توزیع ریسک بین انواع اوراق بهادار ، بهره گیری از مدیریت حرفه ای در اداره پورتفو ، استفاده از موقعیت برای خرید و فروش در داخل پورتفو میباشد . این مزایا بویژه برای سرمایه - گذاران جزء که احتمالاً " اندوخته محدودی داشته و از مشاوره خوبی نیز بهره نمیگیرند وضمنه " مهارت و وقت کافی نیز برای اداره سهام خود ندارند ، قابل توجه است . شرکتهای سرمایه گذاری عمدتاً " به دو طبقه تقسیم میشوند :

۱- شرکتهای سرمایه گذاری باز (Open-end Investment Companies) این شرکتهای مداوماً " سهام جدید منتشر میکنند و سرمایه آنها محدود به مبلغ مشخصی نیست بدین معنی که سرمایه گذاران برای خرید سهام به شرکت مراجعه میکنند و شرکت نیز از طریق فروش سهام جدید مبادرت به خرید دارائیهای جدید میکند . به اینگونه شرکتهای Mutual Fund هم میگویند با این توضیح که سرمایه گذارانی که سهام شرکت را خرید مینمایند در هر زمان سهام خود را از شرکت باز خرید نمایند سهام به قیمت ارزش خالص هر سهم در روز معامله خریدار نمیشود . ارزش خالص هر سهم عبارتست از مابعد التفاوت دارائیها به بدهیها تقسیم بر تعداد سهام موجود میباشد . در انگلستان و بسیاری از کشورهای شبه قاره هند نوعی شرکتهای سرمایه گذاری باز وجود دارد که به آنها Unit Trust گویند . فرق اصلی این صندوقها با نوعی که تاکنون توضیح داده شد اینست که این صندوقها بجای سهام " یونیت " منتشر میکنند و در بازار عملاً " یونیتها " خرید و فروش میشوند و ارزش آنها بسته به عملکرد تراست در پورتفو خود متغیر است .

۲- شرکتهای سرمایه گذاری بسته (Closed-end Investment Companies) اینگونه شرکتهای سرمایه گذاری دارند و سهام آنها در بازار خرید و فروش میشود . صندوقهای بسته بخلاف صندوقهای باز سهام خود را بقیمت ارزش روز باز خرید ، نمیکنند بلکه قیمت سهام آنها بستگی

به عرضه و تقاضای بازار دارد که در برخی مواقع ممکن است ارزش خالص دارائیها بسیار پایینتر باشد . (این نوع صندوقها را از این جهت صندوقهای بسته گویند که تعداد سهام آنها نمیتواند کاهش یابد مگر اینکه صندوق راساً " سهام خود را از بازار خریداری نماید . این کار برای افزایش ارزش سهام انجام میشود .)

(۳) Direct Equity Investment

(۴) اوراق قرضه - قانون تجارت مواد ۲۱-۵۱) .

(۵) سهام ممتاز - قانون تجارت مواد ۲۴ و ۴۲ .