

شرکت تامین سرمایه؛ نقش و کارکردها

دکتر احمد احمدپور
(عضو هیات علمی دانشگاه مازندران)
فرشاد سلیم
(کارشناس ارشد حسابداری)
علیرضا غلامی کیان
(عضو هیات علمی دانشگاه پیام نور)



۱- مقدمه

در کشورهای توسعه یافته‌ای که نظام مالی آن‌ها مبتنی بر بازار سرمایه است، انجام فعالیت‌هایی چون پذیرهنویسی، مدیریت سرمایه‌گذاری و خدمات مشاوره‌ای بدل به صنعتی شده که بررسی آن به لحاظ تاریخی، کارکردی و بی‌آمدی تجدید ساختار نهادهای فعال در آن، از منظر یک صنعت، می‌تواند مثمرتر واقع شود.

یکی از مهم‌ترین واسطه‌های مالی که نقش انتقال وجود از واحدهای اقتصاد دارای مازاد به سمت واحدهای دارای کسری را در بازار اولیه بر عهده دارند، شرکت‌های تامین سرمایه هستند. ترجمه لغوی و تحت لفظی بانک سرمایه‌گذاری (Investment Bank)، تا حد زیادی گمراه‌کننده می‌باشد چرا که بانک‌های سرمایه‌گذاری نه بانک‌دارند و نه سرمایه‌گذار. به همین خاطر اصطلاح «شرکت تامین سرمایه» مناسب‌تر به نظر



می‌رسد. شاید به توان گفت وظیفه تاریخی و سنتی شرکت تامین سرمایه، به عهده گرفتن نقش واسطه در هدایت پس اندازها به سمت خرید اوراق بهادار شرکت‌ها و علی‌الخصوص اوراق قرضه بوده است. در دنیای امروزی، نهادهای ارائه‌کننده خدمات مالی را می‌توان به صورت کلی در دو گروه به شرح زیر طبقه‌بندی کرد.

(۱) کارگزاران کوچک که تنها در اوراق بهادار ویژه‌ای تخصص دارند و با مشتریان خاص داد و ستد می‌کنند.

(۲) شرکت‌های فعالیت تنوعی که در واقع فروشگاه بزرگی برای عرضه محصولات مالی هستند.

باتوجه به طبقه‌بندی فوق جای هیچ‌گونه تعجبی نیست، اگر به عنوان یک مراجعه‌کننده وارد یک شرکت تامین سرمایه شده و بعد نه تنها با یک بخش تامین سرمایه مواجه شوید بلکه با بخش‌ها و قسمت‌های مختلفی روبرو شوید که هر یک از آن‌ها خدمات متنوعی ارائه می‌دهند و در واقع با ورود به یک شرکت تامین سرمایه با گستره کاملی از خدمات مالی مواجه هستید. از جمله بخش‌هایی که می‌توان به آن‌ها اشاره کرد عبارتند از: ارزیتر، مدیریت دارایی، بازارهای سرمایه، کالاها، سهام عادی، اوراق بهادار با درآمد ثابت، مبادلات ارز خارجی، قراردادهای آتی، بیمه و صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌داری تجاری و ادغام و تحصیل. این بخش‌ها در کنار یکدیگر به اندازه بخش تامین سرمایه، در موفقیت و کامیابی مالی یک شرکت تامین سرمایه با خدمات فراگیر اهمیت دارند.

تکامل بازارهای سرمایه و اهمیت تسهیل انتقال سرمایه از عرضه‌کنندگان به مصرف‌کنندگان باعث شده تا شرکت‌های تامین سرمایه متعددی در عرصه نظام مالی به وجود آیند. گسترده‌گی و حساسیت فعالیت این شرکت‌ها از یک سو و فشرده‌گی رقابت و فعالیت در بازارهای مالی و خدمات سرمایه‌گذاری از سوی دیگر، منجر شده تا شرکت‌های فعال در این زمینه حیضه کاری وسیعی پیدا کرده و سعی کنند با هدف افزایش سود و درآمد خود، انواع خدمات مالی و سرمایه‌گذاری را در اختیار مشتریان قرار دهند.

در تقسیم‌بندی شرکت‌های تامین سرمایه با دو گروه اصلی مواجه هستیم. نخست آن دسته از شرکت‌های تامین سرمایه که تنها خدمات مربوط به پذیرش‌نویسی را ارائه کرده و در ارائه این خدمات به صورت تخصصی عمل می‌کنند، که به بانک‌های تخصصی معروف هستند و در ادامه آن‌ها را شرکت‌های تامین

سرمایه تخصصی می‌نامیم. این شرکت‌های تخصصی ممکن است بازار خود را به وسیله تمرکز در بخش‌های ویژه‌ای مثل شرکت‌های با فناوری بالا، خدمات و یا شهرداری‌ها، تخصصی کنند.

ما در گروه دوم شرکت‌هایی وجود دارند که در واقع بخشی از فعالیت این شرکت‌ها مختص پذیرش‌نویسی است و به عبارتی در زمره شرکت‌های تامین سرمایه با خدمات فراگیر محسوب می‌شوند که خدمات بسیار گسترده و متنوعی را در بازار سرمایه ارائه و در صورتی که فرصت‌هایی برای آن‌ها ایجاد شود خدمات و محصولات را در سطح وسیع ارائه می‌کنند. در واقع این نوع شرکت‌های تامین سرمایه در واکنش به موقعیت‌های مناسب بازار بسیار سریع عمل کرده و به طور مشابه در موقعیت‌های نامطلوب بازار در کم کردن فعالیت‌ها نیز به طور سریع وارد عمل می‌شوند. از آنجا که این شرکت‌ها به طور خودکار میزان فعالیت‌های خود را با رونق و کساد بازار گسترش و کاهش می‌دهند. لذا به عنوان نیروهای پویایی به شمار می‌روند. از آنجا که حوزه فعالیت شرکت‌های تامین سرمایه در حال حاضر با سرعت در حال تغییر است، بنابراین تنها به بیان عملیات این شرکت‌های مالی عمده اکتفا می‌کنیم.

یکی از مهم‌ترین واسطه‌های مالی که نقش انتقال و جوجه از واحدهای اقتصاد دارای مازاد به سمت واحدهای دارای کسری را در بازار اولیه بر عهده دارند، شرکت‌های تامین سرمایه هستند

۲- جایگاه شرکت‌های تامین سرمایه در اقتصاد ملی
شاید بتوان گفت که یکی از مهم‌ترین وظایف اقتصادی شرکت‌های

- 2 - Boutique Providers
- 3 - Super Market
- 4 - Special Bank

این فرآیند ناگزیرند که با ارگان‌های ذی‌ربط به عمل آورند باعث شده تا بیشتر شرکت‌ها به علت فقدان تخصص و امکانات لازم و هزینه بالایی که فرآیند انتشار و توزیع اوراق بهادار برای سازمان‌ها در بر دارد، کلیه اقدامات لازم در زمینه انتشار اوراق بهادار را به شرکت‌های تامین سرمایه واگذار کنند.

قبل از بررسی موارد فوق لازم است خاطر نشان شود که ممکن است شرکت‌های منفرد فعالیت‌های دیگری هم چون مشاوره برای تحصیل و ادغام، مدیریت سرمایه‌گذاری، مبادلات و فروش اوراق بهادار و خیلی موارد دیگر را ارائه کنند. با این وجود توانایی شرکت تامین سرمایه در ارائه چنین خدماتی به اعتبار آن در پذیرهنویسی، قابلیت و هم‌چنین تخصصی عمل کردن یا ارائه طیف کاملی از خدمات بستگی دارد. در نهایت بلوغ یک شرکت تامین سرمایه به وسعتی که شرکت خود را به عنوان ارائه‌دهنده خدمات مالی فراگیر تعریف می‌کند، بستگی خواهد داشت.

معمولاً شرکت‌های تامین سرمایه از قابلیت‌ها خود برای بسط فعالیت‌هایشان استفاده می‌کنند. این امر منجر به شکل‌گیری شرکت‌هایی تحت عنوان شرکت تامین سرمایه با خدمات کامل^{۱۱} شده است که دارای بخش‌های مجزایی در زمینه‌های مدیریت سرمایه‌گذاری، ادغام و تحصیل^{۱۲}، معامله و فروش اوراق بهادار^{۱۳} و تامین مالی شرکت‌ها است. شرکت‌های تامین سرمایه علاوه بر موارد پیش گفته، خدماتی به شرح زیر را ارائه می‌دهند:

• خدمات مالی: در این راستا شرکت‌های تامین سرمایه از طریق انتشار اوراق بهادار مختلف به شرکت‌ها، شهرداری‌ها و دولت‌ها کمک می‌کنند.

• خدمات سرمایه‌گذاری: شرکت‌های تامین سرمایه به انجام معاملات در حجم عمده و بازارسازی اوراق بهادار اقدام می‌کنند.

• ادغام و تحصیل: مشاوره در مورد ادغام‌ها، تحصیل‌ها و کمک در جهت افزایش قدرت رقابتی شرکت‌ها از طریق تجدید ساختار.

• تحقیق: انجام تحقیقات جامع درباره مسائل اقتصادی، بازارها، شرکت‌ها، سهام و اوراق قرضه به واسطه برخورداری از پایگاه‌های اطلاعاتی مناسب.

چنانچه شرکت‌های تامین سرمایه خدمات مذکور را به خوبی انجام دهند، کارآیی بازارها خصوصاً بازار اولیه افزایش خواهد یافت و جریان اطلاعات موجب کاهش نوسان‌های شدید قیمت در بلندمدت خواهد شد.

۱-۳- کارکرد مشاوره‌ای

معمولاً ارتباط شرکت تامین سرمایه با مشتریان خود با انجام یک مشورت و مشاوره آغاز می‌شود. خدمات مشاوره‌ای از مهم‌ترین خدماتی است که توسط شرکت‌های تامین سرمایه ارائه می‌شود. تنوع ابزارهای تامین مالی که امروزه در نظام مالی اغلب کشورهای

11 - Full-service investment banks

12 - Merger & Acquisition

13 - Securities Sales & Trading

تامین سرمایه پذیرفتن خطرات ناشی از کاهش قیمت بازار از زمان انتقال پول به ناشر تا زمان فروش اوراق بهادار به خریداران نهایی تحت قرارداد تعهد ثابت پذیرهنویسی است. زیرا این موسسات طی دوره توزیع، ضامن و متعهد خطرات احتمالی هستند.

امروزه پذیرهنویسی اوراق قرضه دولتی به یکی از بزرگ‌ترین کسب و کارهای شرکت‌های تامین سرمایه بدل شده است. بسیاری از کشورهای در حال توسعه و گذار اقتصادی به منظور افزایش سرمایه برای توسعه زیربنایی اقدام به انتشار اوراق قرضه از طریق شرکت‌های تامین سرمایه می‌کنند. به عبارت دیگر در این کشورها شرکت‌های تامین سرمایه نقش واسطه در امر خصوصی‌سازی را بر عهده گرفته‌اند. در این فرآیند هم سرمایه‌گذاران خرد و هم سرمایه‌گذاران نهادی مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های بازنشستگی اقدام به خرید و معامله این اوراق می‌کنند در سال ۱۹۹۷ اوراق قرضه منتشره در کشورهای در حال توسعه بالغ بر ۱۰۸ میلیارد دلار بوده که نیمی از آن متعلق به کشورهای آمریکای لاتین بوده است.^۵

به منظور بررسی فعالیت‌های شرکت‌های تامین سرمایه به کارکرد این شرکت‌ها در بازار اولیه خواهیم پرداخت. این کارکرد شرکت تامین سرمایه شامل ایجاد و متعاقباً خرید اوراق بهادار تازه منتشر شده مثل اوراق قرضه و سهام عادی از بنگاه‌هایی است که در پی تامین مالی از بازار سرمایه مالی هستند. زمانی که شرکت تامین سرمایه اقدام به خرید اوراق بهادار می‌کند، این اوراق در مرحله بعد توسط بخش تامین سرمایه شرکت به افراد یا سرمایه‌گذاران نهادی در مقیاس‌های کوچک فروخته یا توزیع می‌شود.

۳- توزیع تامین سرمایه^۶

به لحاظ نظری خدمات مربوط به تامین سرمایه را می‌توان در چهار بخش به شرح زیر خلاصه کرد:

- کارکرد مشاوره^۷
- کارکرد اجرایی^۸
- کارکرد پذیرهنویسی^۹
- کارکرد توزیع^{۱۰}

در بررسی ساختار سازمانی شرکت‌هایی که ارائه‌دهنده خدمات تامین سرمایه هستند و یا در زیرمجموعه فعالیت آن‌ها بخشی نیز به خدمات تامین سرمایه اختصاص یافته است، معمولاً چهار فعالیت مذکور تحت پوشش بخش‌های مختلف و یا با استفاده از شرکت‌های تابعه هدایت می‌شود.

پیچیدگی و گستردگی فعالیت‌های مورد نیاز فرآیند انتشار اوراق بهادار در بازار اولیه و هم‌چنین تعاملات متعددی که شرکت‌ها در

5 - Capital Flow to Emerging Market Economies. January 28, 1998. Institute of International Finance.

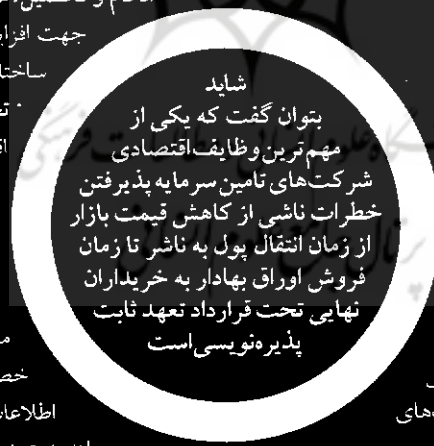
6 - The Investment Banking Function

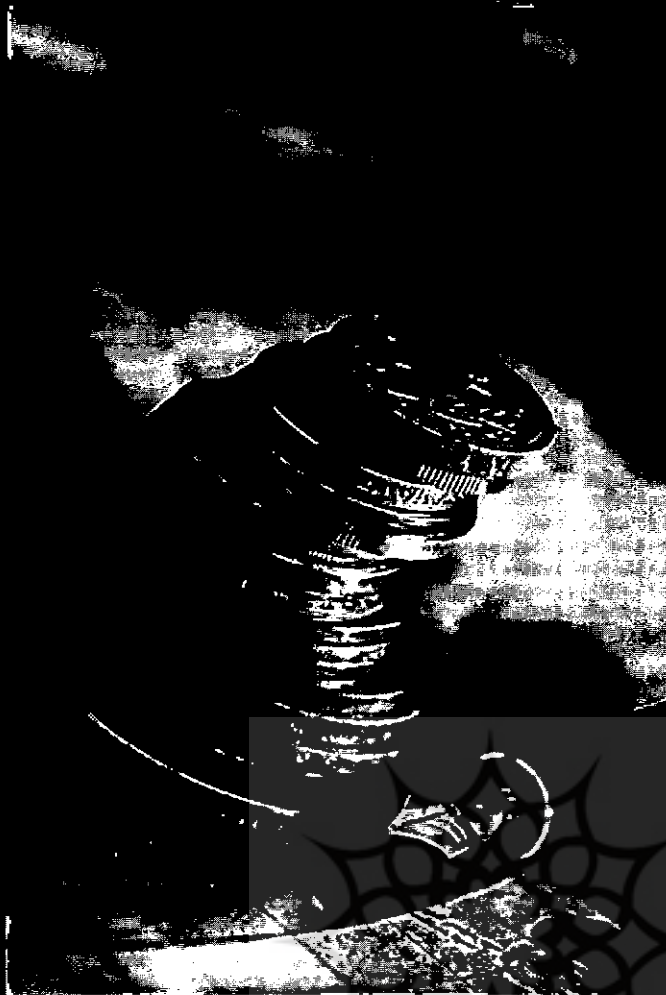
7 - Advising Function

8 - Administration Function

9 - Underwriting Function

10 - Distribution Function





توسعه یافته و وجود دارد باعث شده تا شرکت‌ها قبل از انتشار هر گونه اوراق بهاداری، ناگزیر به بررسی تمامی جوانب به لحاظ نحوه تامین مالی با در نظر گرفتن شرایط اقتصادی و اثرات چنین شیوه تامین مالی بر روی ساختار و هزینه سرمایه شرکت باشند. شرکت‌های تامین سرمایه به لحاظ برخورداری از تخصص بالا در این زمینه، شرکت‌ها را در انتخاب بهینه تامین مالی یاری می‌کنند. شرکت‌های تامین سرمایه هم‌چنین خدمات مشاوره‌ای خود را در خصوص بهترین شرایطی که یک شرکت می‌تواند تحت آن شرایط اوراق قرضه یا سهام خود را منتشر کند و نقشی که بازار اولیه در این خصوص ایفا خواهد کرد را به ناشران اوراق بهادار جدید، ارایه می‌دهند. در چنین مواردی بانک‌های سرمایه‌گذاری با بررسی شرایط بازار، شرکت‌ها را از انتخاب‌های بی‌بینه‌ای که می‌تواند داشته باشند مطلع می‌کنند.

۲-۳- کارکرد اجرایی

پس از مشخص شدن راهبرد مالی، شرکت تامین سرمایه به عنوان یک مجری^{۱۴} در فرآیند پذیرهنویسی عمل می‌کند. در این مرحله و وظایف شرکت تامین سرمایه بسیار زیاد است و این خدمات شامل جزئیات زیادی در ارتباط با انتشار اوراق بهادار جدید مانند: نگهداری اسناد، انتقال سند، مسائل مالیاتی و قوانین مربوط به انتشار اولیه اوراق بهادار توسط ناشر و تهیه و تکمیل مدارک لازم در قالب بیانیه ثبت برای تسلیم به کمیسیون بورس و اوراق بهادار است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود مسئولیت کارهای اداری و مکاتباتی که لازم است در زمان انتشار اوراق بهادار جدید صورت گیرد نیز بر عهده شرکت‌های تامین سرمایه است، چرا که این قبیل کارها مستلزم صرف مقدار زیادی انرژی و وقت است، به ویژه آن که تامین خواست‌های مقام ناظر بر فرآیند انتشار اوراق بهادار جدید چندان آسان نبوده و اقدامات زیادی در این زمینه را می‌طلبد. پرداختن به ساختارهای قانونی و قراردادهای مالی در زمینه اوراق بهادار به عنوان یک کار عادی و روتین برای شرکت‌های تامین سرمایه از یک سو و ابهام موجود در خصوص انتشار اوراق جدید برای فعالان (ناشران) عادی از سوی دیگر، باعث شده تا شرکت‌های تامین سرمایه بتوانند خدمات اجرایی ارزشمندی را در این زمینه ارایه کنند. این گونه خدمات شرکت‌های تامین سرمایه موجب

چیز به طور کامل منطبق با قوانین مربوط با اوراق بهادار، پیش رفته است.

از جمله مساعدهت‌هایی که یک شرکت تامین سرمایه در قالب کارکردهای اجرایی خود ارایه می‌دهد، تکمیل اسناد قانونی موردنیاز برای تشکیل پرونده نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار است

۲-۳- کارکرد پذیرهنویسی
شاید از مهم‌ترین خدماتی که منجر به کاهش مخاطره عدم توانایی فروش تمام اوراق منتشره و تامین سرمایه موردنیاز توسط ناشر اوراق می‌شود، پذیرفتن مسئولیت پذیرهنویسی اوراق بهادار توسط شرکت‌های تامین سرمایه است چرا که شرکت ناشر را از تامین کامل وجوهی که به آن نیاز دارند، مطمئن می‌سازد.

با توافق ناشر مبنی بر انتشار اوراق بهادار توسط شرکت‌های تامین سرمایه از جانب وی، در واقع کارکرد پذیرهنویسی آغاز می‌شود. به عبارت دیگر، فعالیت پذیرهنویسی اوراق بهادار زمانی اتفاق می‌افتد که شرکتی خواهان انتشار اوراق بهادار خود است و به تبع آن خدمات توزیع اوراق بهادار پذیرهنویسی شده نیز که به معنای در اختیار قرار دادن اوراق بهادار تازه انتشار یافته به خریداران (سرمایه‌گذاران) است. به دنبال پذیرهنویسی ارایه شود.

زمانی که شرکت تامین سرمایه به ناشر بابت اوراق بهادار وی قیمت‌نمایی را پیشنهاد و خود اقدام به خرید یک‌جای کلیه اوراق بهادار وی می‌گیرد

شده تا مشتریان راحت‌تر بتوانند مشکلات انتشار اوراق بهادار را که اغلب ناشناخته نیز است، پشت سر گذارند. از جمله مساعدهت‌هایی که یک شرکت تامین سرمایه در قالب کارکردهای اجرایی خود ارایه می‌دهد، تکمیل اسناد قانونی موردنیاز برای تشکیل پرونده نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار است، که از آن جمله می‌توان به تنظیم بیانیه ثبت و آگهی پذیرهنویسی مربوط به انتشار اوراق بهادار جدید اشاره کرد. علاوه بر این، مسئولیت مشترک شرکت‌های تامین سرمایه با ناشر در رابطه با انتشار اوراق بهادار این اطمینان را می‌دهد که همه

در واقع خود را در معرض مخاطره قرار داده است. چرا که اگر قیمت پذیرهنویسی برای فروش اوراق بهادار بسیار بالا باشد شرکت تامین سرمایه در قیمت‌های فروش مجدد قادر به پوشش قیمت پذیرهنویسی نخواهد بود، و در چنین شرایطی شرکت تامین سرمایه (پذیرهنویس) ناگزیر به عرضه آن اوراق به ارزشی کم‌تر طی چند مرحله در بازار ثانویه می‌شود. هم‌چنین اگر قیمت پذیرهنویسی بسیار پایین باشد در این صورت ضرر اصلی ناشی از قیمت پایین اوراق بهادار تازه منتشر شده مستقیماً به ناشر مرتبط می‌شود اما در بلندمدت چنین عرضه‌هایی از جانب شرکت تامین سرمایه باعث می‌شود تا به اعتبار و حسن شهرت وی لطمه وارد و شرکت تامین سرمایه توان رقابت خود در این صنعت را از دست داده و در تجارت خود با شکست مواجه شود.

بنابراین ارزش‌گذاری مناسب اوراق بهادار برای یک پذیرهنویس بی‌نهایت مهم است. یکی از راه‌هایی که شرکت‌های تامین سرمایه اقدام به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری خود می‌کنند به تأخیر انداختن تعیین قیمت ثابت اوراق بهادار تا حد ممکن است. این تأخیر زمانی به پذیرهنویس اوراق بهادار این امکان را می‌دهد که شرایط بازار را نسبت به سهام جدید ارزیابی کرده و خریداران را در قیمت‌های پیشنهادی شناسایی کند. با این وجود ممکن است مشتریان (ناشران) از این تأخیر زمانی خشنود نباشند. هرچند بیشتر شرکت‌های تامین سرمایه که پذیرهنویس اوراق بهاداری را بر عهده دارند، سعی می‌کنند تا تاریخ اجرایی شدن بیانیه ثبت (تاریخ موثر)¹⁵ منتظر مانده، و قیمت‌های تضمینی¹⁶ و یا تعیین قیمت ثابت¹⁷ اوراق بهادار را در آخرین لحظه تعیین کنند. به طوری که ممکن است زمان تعیین قیمت یک و یا دو روز قبل از عرضه رسمی اوراق بهادار به عموم باشد. تعیین قیمت اوراق بهادار نزدیک عرضه عمومی، باعث خواهد شد تا شرکتی که پذیرهنویس اوراق بهادار را بر عهده دارد زمان زیادی برای کسب اطلاعات مورد نیاز در

تعیین پایه و اساس قیمت اوراق بهادار پذیرهنویس شده داشته باشد. هرچند فاصله زمانی کمی برای تغییر زیاد قیمت در نظر گرفته شده برای اوراق بهادار وجود دارد، اما اگر شرکت پذیرهنویس اوراق بهادار در فاصله زمانی ثبت اوراق بهادار تا عرضه عمومی آن نتواند قیمت واقعی اوراق بهاداری که برای اولین بار عرضه می‌شود را تعیین کند، نتایج مصیبت‌باری را هم برای خود و هم برای ناشر رقم خواهد زد.

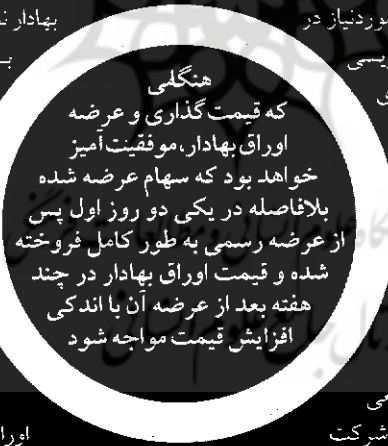
در حالی که قیمت‌گذاری بالاتر از ارزش واقعی اوراق بهادار تأثیر بسیار مخربی بر سودآوری شرکت تامین سرمایه که پذیرهنویس اوراق بهادار را بر عهده گرفته، خواهد داشت، ارزش‌گذاری پایین‌تر از ارزش واقعی اوراق بهادار نیز نتایج بسیار بدی برای شرکت تامین سرمایه به همراه دارد، زیرا اگر شرکت تامین سرمایه‌ای به تعیین قیمت زیر ارزش واقعی اوراق بهادار معروف شود در این صورت شرکت‌های منتشرکننده اوراق بهادار برای انتشار اوراق بهادار خود به شرکت‌های تامین سرمایه جایگزین دیگری، روی خواهند آورد¹⁸ و این زمانی است که قیمت اوراق بهاداری که

شرکت فوق پذیرهنویس آن‌ها را بر عهده داشته است در اغلب موارد بعد از عرضه عمومی و در فاصله کمی بعد از آن با رشد قیمت بالا مواجه شوند. به طور مشخص به نفع شرکت خواهد بود که با انتشار اوراق بهادار در عین حال که بیشترین جریان نقدی را از این رهگذر به دست می‌آورد، صلاح و منافع سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار فوق را نیز مدنظر داشته باشد. قیمت‌گذاری مستمر اوراق بهادار پایین‌تر از ارزش واقعی نیز منجر به زیر سوال رفتن مدیریت شرکت، در مورد متخصصان شرکت پذیرهنویس و معقول بودن کل فرآیندی که اقدام به تعیین قیمت اوراق بهادار می‌کند، خواهد شد. این توضیح را به خاطر داشته باشید که شرکت‌های تامین سرمایه سود خود را از محل فروش اوراق بهادار جدید به قیمتی بالاتر از آنچه که در آن قیمت، فروش اوراق بهادار را برای ناشر پذیرهنویس کرده است، به دست می‌آورد. لازم به ذکر است مورد فوق صرفاً مرتبط با نوعی از قرارداد پذیرهنویسی یعنی قرارداد تعهد ثابت پذیرهنویسی¹⁹ است.

لازم به ذکر است که انجام چنین امری می‌تواند به اشکال مختلفی سازمان یافته و به انجام رسد. به عنوان مثال، طبق قرارداد کلاسیک پذیرهنویسی، یعنی تعهد ثابت پذیرهنویسی، پذیرهنویس خرید تمامی سهام عرضه شده را به منظور تهیه و جمع‌آوری مبلغ معینی که با شرکت بر سر آن به توافق رسیده‌اند، تضمین کرده و سپس اقدام به فروش مجدد همان سهام به عموم می‌کند (در این نوع قرارداد، پذیرهنویس به عنوان یک معامله‌گر عمل می‌کند و در قبال سهام فروش نرفته نیز مسئولیت بر دمه دارد، در این حالت پذیرهنویس از تفاوت میان قیمت خرید و قیمت عرضه اوراق بهادار به عموم سود کسب می‌کند). به عبارت دیگر، طبق این قرارداد مدیر پذیرهنویسی اقدام به تشکیل گروه پذیرهنویسان و گروه فروش می‌کند. در این حالت گروه پذیرهنویسی موافق با خرید اوراق بهادار ناشر به کسر قیمت عرضه عمومی هستند.

به موجب پذیرهنویسی حداکثر تلاش²⁰ پذیرهنویسان صرفاً عاملانی هستند که نهایت تلاش خود را برای فروش اوراق بهادار ناشر به کار می‌بندند. در این حالت شرکت تامین سرمایه، مخاطره پذیرهنویسی اوراق بهادار را تقبل نکرده و در قبال ایجاد ارتباط بین ناشر اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران (خریداران) کارمزدی دریافت می‌کنند.

کارمزد دریافتی در این حالت کم‌تر از زمانی است که شرکت اقدام به تعهد ثابت پذیرهنویسی اوراق بهادار می‌کند، چرا که کم‌ترین مخاطره متوجه شرکت پذیرهنویس است. برای برخی شرکت‌ها، انتشار اوراق بهادار به وسیله نهایت تلاش تنها راه ممکن است چرا که شرکت فوق دارای مخاطره بالایی بوده و بازار شناخت محدودی از این شرکت که مایل به تامین مالی است، دارد. همان‌طور که عنوان شد، پذیرهنویسی حداکثر تلاش، هنگامی مورد استفاده قرار می‌گیرد که ناشر از پایداری



هنگامی
که قیمت‌گذاری و عرضه اوراق بهادار، موفقیت‌آمیز خواهد بود که سهام عرضه شده بلافاصله در یکی دو روز اول پس از عرضه رسمی به طور کامل فروخته شده و قیمت اوراق بهادار در چند هفته بعد از عرضه آن با اندکی افزایش قیمت مواجه شود

15 - Effective Date

16 - Guaranteed Price

17 - Fixed-Price Offering

18 - R.Carter and S.Manaster (Initial Public Offering and Underwriter

19 - Firm Commitment Underwriting

20 - Best Efforts Underwriting

مناسبتی²¹ برخوردار نیست و پذیرهنویس تعاملی به پذیرش خطر ناتوانی در فروش اوراق بهادار ندارد. به بیان دیگر، پذیرهنویس طبق این قرارداد، اوراق بهادار را از جانب شرکت به فروش می‌رساند، اما تهیه و جمع‌آوری مبلغ موردنظر را تضمین نمی‌کند، همان‌گونه که عنوان شد این نوع قرارداد عمدتاً برای اوراق بهاداری که دارای مخاطره بالایی هستند، مورد استفاده قرار می‌گیرد.

پذیره‌نویسی کمکی²² نیز نوع دیگر پذیرهنویسی است که به موجب آن پذیرهنویس تنها موافقت خود را با خرید آن بخش از اوراق بهادار جدید که در عرضه عمومی به فروش نرسیده، اعلام می‌کند. به طور عمده چنین قراردادی صرفاً برای فروش سهام عادی از طریق عرضه حق تقدم سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد. و از آنجایی که افزایش سرمایه از طریق سهام عادی برای بازار حاوی پیام منفی است، لذا ناشر صرفاً اوراق بهادار را در صورت وجود تمایل کافی سرمایه‌گذاران به آن اوراق بهادار، به فروش می‌رساند. در این حالت پذیرهنویسان گواهی - برگ‌های اختیار معامله²³ دریافت می‌دانند تا اوراق بهادار ناشر را به قیمت توافقی²⁴ - که به نحوی مابلازایی در قبال تلاش‌شان باشد - خریداری می‌کنند.

لازم به ذکر است، از آنجا که شرکت‌های تامین سرمایه خواهان این نیستند که به تنهایی تمامی مخاطرات یک عرضه را بر دوش بکشند، اقدام به تشکیل اتحادیه پذیرهنویسان²⁵ می‌کنند که با یکدیگر در یک پروژه بزرگ به طور موقتی گرد هم می‌آیند. در واقع آن‌ها به اتفاق هم موجبات کاهش مخاطراتی می‌شوند که هر یک از آن‌ها به تنهایی باید متقبل می‌شدند. در این حالت مدیر پذیرهنویس هدایت

اتحادیه را به عهده دارد و سایر اعضا فروش بخشی از اوراق عرضه اوراق بهادار تازه منتشر شده را از طریق عرضه خصوصی²⁶ به تعدادی از سرمایه‌گذاران نهادی یا تعداد معدودی از سرمایه‌گذاران معتبر و آگذار می‌کنند.

هنگامی که قیمت‌گذاری و عرضه اوراق بهادار، موفقیت‌آمیز خواهد بود که سهام عرضه شده بلافاصله در یکی دو روز اول پس از عرضه رسمی به طور کامل فروخته شده و قیمت اوراق بهادار در چند هفته بعد از عرضه آن با اندکی افزایش قیمت مواجه شود.

۳-۴- کارکرد توزیع

توانایی عرضه اوراق بهادار در سطح وسیع برای تامین مالی، اغلب از

- 21 - Well Established
- 22 - Stand-by Underwriting
- 23 - Warrants-Options
- 24 - Bargain Price
- 25 - Underwriting Syndicate
- 26 - Private Placement



عهده‌بیشتر سازمان‌های نیازمند سرمایه به خصوص شرکت‌های کوچک خارج بوده و توزیع اوراق بهادار منتشره شرکت‌ها از سوی شرکت‌های تامین سرمایه یا بهره‌گیری از کانال‌هایی که در اختیار دارند، از جمله تسهیلاتی است که کمک مؤثری در تامین مالی شرکت‌ها می‌کند. به طور کلی می‌توان گفت که شرکت‌های تامین سرمایه مجری کامل فرآیند انتشار اوراق بهادار ناشران برای تامین مالی به شمار می‌روند.

کارکرد توزیع اوراق بهادار شامل رساندن اوراق بهادار جدید منتشر شده به دست سرمایه‌گذاران است. در توزیع اوراق بهادار، تعدادی شرکت تامین سرمایه که ممکن است عضو اتحادیه پذیرهنویسی اوراق بهادار نیز نباشند، برای توزیع انتخاب شوند چرا که ممکن است اتحادیه پذیرهنویسان توانایی دسترسی به همه خریداران اوراق بهادار تازه منتشر شده را نداشته باشند. در ادامه به دلایل شکل‌گیری اتحادیه پذیرهنویسان و نقش و کارکرد آن خواهیم پرداخت.

پس از پذیرهنویسی اوراق بهادار کارکرد توزیع، ارزشمندترین خدمت رایه مشتریان ارائه می‌دهد، چرا که اوراق بهادار شرکت را به دست سرمایه‌گذاران نهایی می‌رساند. یک شرکت تامین سرمایه خوب قادر است با ایجاد یک شبکه توزیع برای انتشار اوراق بهادار جدید مخاطره خود را به طور قابل ملاحظه‌ای پایین آورد.

معمولاً مدیر پذیرهنویسی²⁷ که مسئولیت هدایت صحیح فرآیند پذیرهنویسی بر عهده وی است از دو طریق می‌تواند مخاطره‌ای را که

شاید
از مهم‌ترین خدماتی که
منجر به کاهش مخاطره عدم
توانایی فروش تمام اوراق منتشره
و تامین سرمایه مورد نیاز توسط ناشر
اوراق می‌شود، پذیرفتن مسئولیت
پذیره‌نویسی اوراق بهادار توسط
شرکت‌های تامین سرمایه است

ارزشمندی برای شرکت‌های تامین سرمایه به لحاظ استفاده اهرمی از تخصص‌های خود در زمینه‌های دیگر به حساب می‌آید. دوم آن که شرکت‌های تامین سرمایه در سال‌های اخیر دریافته‌اند که حاشیه سود و کارمزد برای خدمات سنتی که ارائه می‌کنند و هم‌چنین فعالیت کارگزاری به واسطه افزایش رقابت در این صنعت از بین رفته. در حالی که پول زیادی را از طریق مدیریت سرمایه‌گذاری می‌توان به دست آورد.

با این وجود، برخی شرکت‌های تامین سرمایه بعد از تاخیر و بیان استدلال‌های قابل توجه‌ای به حوزه مدیریت سرمایه‌گذاری وارد شده‌اند. چرا که مدیران این شرکت‌ها از این که با ورود به صنعت مدیریت سرمایه‌گذاری ممکن است از سطح حوزه‌های سنتی خود خارج شده و به سطح خرید و فروش صرف و توزیع اوراق بهادار تنزل کنند، احساس خطر می‌کردند. در واقع ورود شرکت‌های تامین سرمایه به حوزه مدیریت سرمایه‌گذاری ایجاب می‌کند تا آن‌ها به طور مستقیم با مشتریان خود به رقابت بپردازند. و این بدگمانی را در دل مستریان خود ایجاد کنند که شرکت‌های تامین سرمایه قادر به کسب مزیت‌های رقابتی غیرمنصفانه‌ای خواهند بود، زیرا آن‌ها می‌توانند بهترین اوراق بهادار را به و حد مدیریت سرمایه‌گذاری خود واگذار کرده و یا کارمزد کمتری دریافت کنند. حتی وجود قانون برای اعمال ممانعت از انجام چنین کارهایی که نمایند نتواند جلوی مشتریان را از جابه‌جا کردن تجارت خود به جای دیگری بگیرد. اما سوالی که وجود دارد این است که به کج منتقل کنند؟

تاکنون شرکت‌های تامین سرمایه زیادی وارد این حوزه شده‌اند حتی آن‌هایی که نسبت به ورود به این حوزه بی‌میل بودند. ذرنهایت به این کار تن در داده‌اند. با تمام این‌ها، اگر فرض کنیم که تمامی رقبا در صحنه عرضه اوراق بهادار حضور داشته باشند، جلوگیری از چنین اتفاقی (یعنی روی آوردن افراد به مراکز غیر از شرکت‌های تامین سرمایه با خدمات فراگیر) باعث خواهد شد تا مشتریان برتری استفاده از چنین خدماتی به سایر شرکت‌های تامین سرمایه تخصصی مراجعه کنند. اگرچه تعداد اندکی از شرکت‌های تامین سرمایه به خاطر حناب از رقابت و رودررو شدن با مشتریان خود وارد حوزه مدیریت سرمایه‌گذاری شده‌اند و در این راه خود استقامت نشان داده‌اند ولی اکثریت شرکت‌های تامین سرمایه که وارد حوزه مدیریت سرمایه‌گذاری شدند، محصولات و خدماتی را برپا کرده‌اند که برتری بازر فوق‌العاده مهم و جذاب بوده به نحوی که توانسته به تردهای مشتریان در مورد معامله با آن‌ها غلبه کند. بنابراین بیشتر شرکت‌های تامین سرمایه با خدمات فراگیر خواه ناخواه وارد بازار شده‌اند.

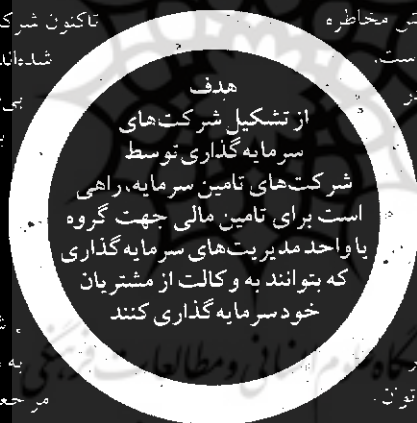
شرکت‌های تامین سرمایه به منظور کاهش سوءظن مشتریان خود مبنی بر احتمال سوء استفاده واحدهای سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها از اطلاعات در دسترس و مهم واحدهای دیگر و معاملات داخلی بین واحد سرمایه‌گذاری و واحد توزیع، اقدام به تدوین دستورالعملی کرده‌اند که طبق آن ارتباط بین پذیرهنویسی اوراق بهادار و عملیات فروش و حوزه مدیریت سرمایه‌گذاری قطع می‌شود. دستورالعمل فوق به دیوار چین معروف شده است.

با آن مواجه بوده طی دوره‌ای که بسیار کوتاه و در عین حال قیمت‌ها به شدت آسیب‌پذیر است. کاهش دهد. نخست با تشکیل اتحادیه پذیرهنویسان^۱ مدیر پذیرهنویسی می‌تواند مخاطره مربوط به قیمت عرضه‌ای را که ممکن است پایین‌تر از قیمت تضمینی خرید باشد، میان اعضا گروه سرشکن کند. در واقع اگر قیمت فروش اوراق بهادار توسط اتحادیه، قیمت خرید تضمینی را پوشش ندهد، هر یک از اعضای اتحادیه تنها بخشی از مخاطره مربوط به آن را جذب خواهند کرد. هم‌چنین انتظار بر این است که اعضای اتحادیه پذیرهنویسان مخاطره مرتبط با تثبیت قیمت اوراق بهادار پس از عرضه عمومی آن را بر عهده بگیرند. طبق عرف حاکم و نوافق با اکثر، مدیر پذیرهنویسی متعهد به تثبیت قیمت اوراق بهادار تازه منتشر شده در بازار ثانویه به مدت یک ماه پس از تاریخ انتشار اوراق بهادار است. چنان‌چه قیمت اوراق بهادار تازه منتشر شده در بازار ثانویه از آن سطحی که پیش‌بینی شده پایین‌تر بیاید، در این صورت پذیرهنویس باید برای حمایت از قیمت، اقدام به خرید اوراق بهادار کند. این اقدام باعث تثبیت قیمت اوراق بهادار شده و در نهایت بین اضیمان را ایجاد می‌کند که قیمت اوراق بهادار از سطح مورد توافق پایین‌تر نخواهد آمد. در این مرحله نیز پذیرهنویس با این محاطره مواجه است که بعد از اتمام دوره تثبیت قیمت اوراق بهادار، ممکن است مقدار زیادی از اوراق بهادار به دلیل خریدهایی که وی را در رستای تثبیت قیمت‌ها انجام داده است در اختیار وی باشد و نتواند آن‌ها را به قیمتی که هزینه‌های پذیرهنویسی و قسمت تضمینی خرید را پوشش دهد، به فروش رساند.

رافتار دومی که مدیر پذیرهنویسی برای کاهش مخاطره دادن تمسک می‌جوید تشکیل گروه فروش^۲ است. با تشکیل گروه فروش، مدیر پذیرهنویسی قادر خواهد بود تا اوراق بهادار را در سطح وسیع‌تر و با سرعت بیشتری، نسبت به زمانی که خود پذیرهنویس به تنهایی عمل می‌کند، قدم به توزیع اوراق بهادار کند. هر چند به غیر از مدیر پذیرهنویسی دیگر اعضای گروه فروش مسئول توزیع و فروش اوراق بهادار نمی‌باشند. ولی حضور یک شرکت در گروه فروش بر این فرض متکی است که وی قادر به افزایش توان پذیرهنویسی در توزیع گسترده اوراق بهادار بوده و از نظر مالی نیز برتری آنچه این کارآگیزه‌های لازم دارد. اگرچه تعداد اعضای اتحادیه پذیرهنویسان اوراق بهادار می‌تواند در چهار عضو تا یکصد عضو متغیر باشد ولی معمولاً گروه فروش به تنهایی نتواند شامل اعضای اتحادیه باشد بلکه می‌تواند شرکت‌هایی را که عضو اتحادیه نمی‌باشند را نیز شامل شود.

۵-۳- نقش مدیریت سرمایه‌گذاری

از آنجا که در سال‌های اخیر مدیریت سرمایه‌گذاری به یکی از زمینه‌های رویه‌رئس بدل شده است، شرکت‌های تامین سرمایه نیز با دو استدلال وارد این حوزه شده‌اند. نخست آن که، همان‌طور که در بالا ذکر شد شرکت‌های تامین سرمایه در تحلیل اوراق بهادار و شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بسیار قوی بوده و مدیریت سرمایه‌گذاری روش





دفاعی برای برطرف کردن هرگونه تحصیل ناخواسته و خصمانه به امری عادی بدل شده است. هم‌چنین در سال‌های اخیر خدمات مشاوره‌ی شرکت‌های تامین سرمایه به فراتر از مرزهای سنتی خود توسعه یافته، به نحوی که از خدمات مشاوره‌ای آن‌ها برای طراحی محصولات بیمه‌ای، طراحی طرح‌های بیمه‌ای، موقعیت‌های ارزی، املاک و مستغلات و بسیاری از زمینه‌های دیگر گسترش یافته است.

فهرست منابع

1. Anthony M. Santomero, David F. Babble. 2001. Financial Markets, Instruments, and Institutions. Second Edition. Mc Graw Hill.
2. Anthony Saunders, Marcia Millon Cornett. 2001. Financial Markets and Institutions. Mc Graw Hill.
3. Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Frank J. Jones, Michael G. Ferri. 2001. Foundations of Financial Markets and Institutions. Third Edition. Prentice Hall.
4. Investment Companies Institution- www.ICI.org
5. William F. Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffery V. Bailey 6th edition. Investments- Mc Graw Hill.
6. www.Invetopedia.com

شرکت‌های تامین سرمایه از بدو ورود به حوزه مدیریت سرمایه‌گذاری راه‌های مختلفی در پیش گرفتند. برای مثال: آن‌ها اقدام به ارائه خدمات مدیریت سرمایه‌گذاری انفرادی معروف به خدمات بانک‌داری خصوصی برای مشتریان ثروتمند خود کردند. به نوعی دیگر شرکت‌های تامین سرمایه توانسته‌اند چنین خدماتی را که به سرمایه‌گذاران انفرادی انجام می‌دهند با ادغام سرمایه‌ها و انجام سرمایه‌گذاری‌های مشترک به شرکت‌ها و موسسات نیز ارائه کنند. این نوع سرمایه‌گذاری‌های یک‌پارچه و منسجم ممکن است در جهت دستیابی به یک راهبرد و سبک سرمایه‌گذاری خاص طراحی شده باشد و عملکرد سرمایه‌گذاری بعداً در مقابل شاخصی که منعکس‌کننده سبک مدیریت پرتفوی ویژه‌ای است اندازه‌گیری و ارزش‌گذاری شود.

برخی شرکت‌های تامین سرمایه با ایجاد شرکت‌های سرمایه‌گذاری مشترک به طور مستقیم وارد مدیریت سرمایه‌گذاری برای عموم مردم شده‌اند. هدف از تشکیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌های تامین سرمایه، راهی است برای تامین مالی جهت گروه یا واحد مدیریت‌های سرمایه‌گذاری که بتوانند به وکالت از مشتریان خود سرمایه‌گذاری کنند.

و سرانجام این که ارائه مشاوره از جانب شرکت‌های تامین سرمایه در خصوص راهبردها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری به شرکت‌هایی که حتی در عمل انفرادی را برای مدیریت برنامه‌های سرمایه‌گذاری خود استخدام کرده‌اند، به امری عادی بدل شده است. گاهی ارایه این نوع مشاوره‌ها در صورتی که شرکت‌های تامین سرمایه اطمینان داشته باشند که با ارایه چنین مشاوره‌ای حجم بزرگی از مبادلات مشتریان به شرکت‌های تامین سرمایه محول خواهد شد، به صورت رایگان و بدون کارمزد خواهد بود ولی در غیر این صورت ارایه مشاوره در قبال دریافت کارمزد انجام می‌شود.

در تمامی موارد، شرکت‌های تامین سرمایه خدمات تخصصی مدیریت سرمایه‌گذاری را در قبال کارمزد و یا سایر ملاحظات دیگر به مشتری / سرمایه‌گذار ارائه می‌کنند. در سال‌های اخیر سهم فعالیت ارایه خدمات مشاوره سرمایه‌گذاری رو به تزاید بوده و بیشتر شرکت‌های تامین سرمایه بزرگ به حوزه ارایه خدمات مشاوره‌ای وارد شده‌اند به نحوی که باعث ایجاد رقابت سختی در این عرصه شده است.

نتیجه‌گیری- ادغام، تحصیل و دیگر نقش‌ها

علاوه بر مدیریت سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تامین سرمایه در ارایه مشاوره به مشتریان خود در بسیاری از زمینه‌های دیگر فعال هستند. برای مثال ممکن است شرکت تامین سرمایه‌ای اقدام به ارایه مشاوره به مشتریان خود در زمینه ادغام و تحصیل کند. منظور از ادغام کمک به انتخاب یک شریک مناسب و منظور از تحصیل یعنی ارزیابی یک شرکت با هدف مناسب و کمک به طراحی و اجرای یک راهبرد خوب برای تحصیل آن است که شامل تامین مالی مناسب برای انجام آن نیز هست. حال با توجه به استمرار تجدید ساختار شرکت‌ها و نیاز به انجام چنین فعالیت‌هایی، درخواست از شرکت‌های تامین سرمایه در زمینه هدف‌گذاری‌های بالقوه برای تحصیل شرکت‌ها یا طراحی سازوکارهای