

شرکت‌های تأمین سرمایه و اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی

داود جعفری سرشت (عضو هیات علمی دانشگاه بوعلی سینا)
معصومه مهرگان (کارشناس مترجمی زبان انگلیسی)

مقدمه
یک بازار مالی مجموعه‌ای از افراد، نهادها، تجهیزات، تکنیک‌ها، ابزارها، اطلاعات و ... است لذا برای برنامه‌ریزی به خاطر برخورداری از یک بازار مالی کارآمد به عنوان یک مجموعه منسجم، فراهم ساختن الزامات آن امری بدیهی به نظر می‌رسد و تنها در سایه چنین اقدامی می‌توان انتظار داشت که سیاست‌های کلان دولت در مواردی مانند تکیه بر بازار سرمایه به عنوان سازوکاری مؤثر برای اجرای سیاست خصوصی‌سازی با موفقیت بالایی همراه باشد.

واقعیت این است که کشور تاکنون به دلایل متعدد فاقد بازار مالی قوی و فعال بوده و از نتایج منفی آن پایین بودن حجم سرمایه‌گذاری‌ها به ویژه از ناحیه بخش خصوصی، و در نهایت بروز مشکلات هر چه بیشتر اقتصادی و سنگینی بار سرمایه‌گذاری‌هایی است که بر دوش دولت بوده است. حال که طی سال‌های اخیر شاهد درک ضرورت بها دادن به بازار سرمایه به عنوان شبکه و ابزاری برای رشد و توسعه اقتصادی و نیز بستر مناسب اجرای سیاست‌های کلان دولت هستیم باید توجه داشت که قابلیت و کارایی بازار سرمایه علاوه بر تأثیرپذیری از اوضاع و احوال سیاسی، اقتصادی و اجتماعی، هم چنین مستلزم وجود ابزارها و نهادهای مناسبی در سطح خود بازار است تا هر یک به نوبه خود نقش خاصی را ایفا کرده و مجموعه کاملی را تشکیل دهند. یکی از این نهادها، شرکت تأمین سرمایه یا به اصطلاح بانک سرمایه‌گذاری است که بنا به ساختار و ماهیت فعالیت خود می‌تواند هم به بخش دولتی و هم غیردولتی و نیز در سطوح مختلف اقتصاد کلان، شرکت‌ها و افراد سرمایه‌گذار خدمات مفیدی را عرضه کند که این مجموعه از خدمات به ندرت ممکن است توسط سازمان دیگری قابل ارائه باشد. در واقع با مطالعه بر روی نهادهای فعال در بازارهای مالی پیش‌رفته می‌توان پی برد که شرکت‌های تأمین سرمایه از اجزاء اصلی تکمیل‌کننده شبکه تأمین مالی در این بازارها به شمار می‌رود و با مروری بر ادبیات خصوصی‌سازی در کشورهای مختلف ملاحظه می‌شود که در اغلب موارد به نوعی این مؤسسات به کار گرفته شده‌اند. به هر حال، تاکنون بازار سرمایه کشور به دلایل مختلف از جمله عدم احساس نیاز و ابهامات یا موانع حقوقی و قانونی، فاقد چنین مؤسسه‌ای بوده است اما امروزه با فراهم شدن شرایط و به ویژه تأکید بر مواردی مانند اجرای درست و سریع اصل ۴۴

قانون اساسی، توسعه، تکمیل و تعمیق بازار سرمایه، ایجاد تنوع در اوراق بهادار با ابداع انواع جدیدی از اوراق قابل معامله در شبکه مالی بدون ربا و... مطالعه و آشنایی کافی با ماهیت و نحوه تأسیس و فعالیت این مؤسسات و آرایه راه‌های عملی استفاده از خدمات آن‌ها اجتناب‌ناپذیر است زیرا علاوه بر فراهم ساختن زمینه‌های قانونی ایجاد و فعالیت (که با تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار تحقق یافت) در سایه شناخت دقیق از ماهیت و خدمات قابل آرایه از سوی این مؤسسات است که می‌توان انتظار ایفای نقش مؤثرتر و سازنده‌تری را از آن‌ها داشت. در این نوشتار ضمن معرفی اجمالی شرکت‌های تأمین سرمایه و اشاره به خدمات آن‌ها، با توجه به موضوع بحث، آن بخشی از خدمات مورد بررسی بیشتر قرار می‌گیرد که به اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی مربوط می‌شود.

تعریف

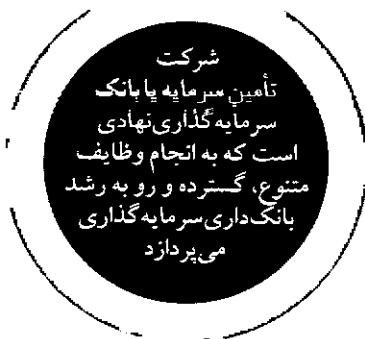
با یک بررسی در ادبیات موضوع ملاحظه می‌شود که بانک‌داری سرمایه‌گذاری^۱ در واقع یک فعالیت مالی غیربانکی است که به بانک‌داری تشبیه شده است زیرا در این صنعت عملیات خاص بانک‌ها صورت نمی‌گیرد. این فعالیت عنوان خود را از نقش اصلی سستی خویش در پیدا کردن و جمع‌آوری وجوه از صاحبان پس‌انداز و سرمایه‌گذاران و تجهیز و اختصاص آن به شرکت‌های نیازمند سرمایه به منظور کمک به تأمین مالی پروژه‌های جدید سرمایه‌گذاری اقتباس کرده است. بنابراین اصطلاح بانک‌داری سرمایه‌گذاری بایستی به عنوان اشاره‌ای ضمنی به وظایفی نگریسته شود که مؤسسات فعال در این صنعت انجام می‌دهند. بانک‌داری سرمایه‌گذاری گروهی از فعالیت‌های مربوط به هم را شامل می‌شود که توسط یک مؤسسه در درجه اول برای کمک به تأمین نیازهای سرمایه‌ای شرکت‌ها انجام می‌شود. براین اساس شرکت تأمین سرمایه یا بانک سرمایه‌گذاری^۲ نهادی است که به انجام وظایف متنوع، گسترده و رو به رشد بانک‌داری سرمایه‌گذاری می‌پردازد. به عبارت دیگر در این حوزه آنچه مورد تأکید است وظایف و خدماتی است که به فعالان بخش‌های مختلف بازارهای مالی و در سطح کلی‌تر به اقتصاد کشور ارائه می‌شود و این که چنین خدماتی از سوی کدام مؤسسه و با چه عنوانی ارائه شود در اولویت بعدی مورد بحث قرار می‌گیرد و به همین دلیل است که این مؤسسات طی سیر تکوینی و تکاملی خود در کشورهای مختلف عناوین گوناگونی داشته و مأموریت‌های تعریف شده برای آنان با یکدیگر متفاوت بوده است اما همه‌گی این‌ها یک وجه مشترک دارند که همانا توانایی انعطاف‌پذیری و قابلیت آن‌ها در ارائه خدمات معین و با کیفیت مطلوب و متناسب با نیاز بازار سرمایه است و رمز موفقیت آن‌ها در بازارهای مالی نیز در همین مقوله جای می‌گیرد. با وجود این که وظیفه اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه ایفای نقش واسطه میان متقاضیان سرمایه (ناشران اوراق بهادار) و صاحبان سرمایه یا سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق بهادار) از طریق تعهد

پذیره‌نویسی و تضمین فروش^۳ اوراق جدیدالانتشار است اما خدمات متعدد دیگری نیز به دولت‌ها، شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند به گونه‌ای که امروزه برخی از شرکت‌های بزرگ تأمین سرمایه به «سوپرمارکت‌های» مالی با طیف گسترده‌ای از فعالیت‌های قابل ارائه تبدیل شده‌اند.

شرکت تأمین سرمایه یک واسطه مالی است که وظیفه اصلی‌اش در قبال شرکت‌ها انتخاب ابزارهای صحیح و مناسب تأمین مالی و آرایه خدمات مشورتی روی خط‌مشی مالی شرکت است به نحوی که بتوان انتظار داشت قیمت سهام شرکت و ثروت سهام‌داران به حداکثر برسد. این مؤسسات علی‌رغم این که در تأمین مالی شرکت‌ها از طریق اعطای وام و تسهیلات نقشی ندارند اما با ایفای نقش واسطه بین وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان یا سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران، دسترسی به سرمایه‌های بلندمدت شرکت‌ها و واحدهای تولیدی را تسهیل می‌کنند زیرا محل اصلی فعالیت آن‌ها در بازار اولیه است و وظیفه یافتن سرمایه‌گذاران روی اوراق جدیدالانتشار بر عهده شرکت‌های تأمین سرمایه می‌باشد، ضمن این که امروزه مؤسسات مزبور علاوه بر بازار اولیه، در بازارهای ثانویه و حتی بازارهای خارج از بورس (OTC) خدمات گوناگونی را ارائه می‌دهند.

ساختار سازمانی شرکت‌های تأمین سرمایه

شکل حقوقی شرکت‌های تأمین سرمایه می‌تواند به یکی از دو نوع سهامی یا تضامنی باشد. ساختار سازمانی این مؤسسات متناسب با نیاز سازمان طراحی می‌شود و اغلب با در نظر گرفتن دو عامل جغرافیایی و وظیفه‌ای یک ساختار ترکیبی برای آن‌ها تعریف می‌شود تا اهداف اساسی و حوزه‌های فعالیت و خدمات آن‌ها را پوشش دهد. بدین ترتیب برای نظارت و اعمال مدیریت صحیح در این شرکت‌ها، یک ساختار سلسله‌مراتبی با تأکید بر تخصصی‌شدن وظایف وجود دارد. در این ساختار هر یک از زیربخش‌ها نشان‌دهنده درجه بالایی از تفکیک انواع مختلف فعالیت‌ها و وظایف است. هم‌چنین در شرکت‌های تأمین سرمایه بزرگ بین‌المللی، به طور دقیق زیربخش‌های داخلی از قسمت‌های بین‌المللی مجزا شده‌اند که بیان‌گر اهمیت نسبی هر یک از حوزه‌ها و بخش‌های مختلف عملیاتی است. گروه‌های وظیفه‌ای متعددی، در تشکیلات سازمانی این نهادها گنجانده می‌شود که متناسب با میزان فعالیت و توانایی آنهاست و معمولاً قبیل تضمین‌کننده اوراق گروه‌هایی از



مستقیم در موفقیت و تسریع اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ تأثیرگذار باشد و از سوی دیگر قادر است به طور غیرمستقیم و از طریق افزایش عمق، شفافیت و کارایی بازار سرمایه در هر دو بخش بازار اولیه و ثانویه و فرهنگ‌سازی و آگاهی‌بخشی به سرمایه‌گذاران در رسیدن به این هدف مؤثر واقع شود.

در این بخش بدون طبقه‌بندی از این دید، و با توجه به خدمات گوناگون قابل ارائه از سوی این نهادها، به تعدادی از تأثیرات بالقوه مثبت این نهاد در خصوصی‌سازی چه در مرحله واگذاری و چه در مراحل بعد پرداخته می‌شود. علت تأکید بر واژه بالقوه این است که صرفاً وجود بستر قانونی و امکان صدور مجوز کافی نخواهد بود بلکه نکته اساسی در این است که برای تشکیل و فعالیت این نهاد چه ساختاری و چه نوع خدماتی و با چه سطحی از تخصص در ارائه خدمات در نظر گرفته شود زیرا در مورد یک نهاد تخصصی و انعطاف‌پذیر هم‌چون شرکت تأمین سرمایه توجه به این نکات لازمه موفقیت بوده و از اهمیت فوق‌العاده‌ای برخوردار است. خدمات عمده‌ای که شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توانند در راستای اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ ارائه کنند و هر یک به نوبه خود تأثیر قابل توجهی در موفقیت کوتاه مدت (مرحله واگذاری سهام) و بلندمدت (مرحله بعد از واگذاری) این سیاست خواهند داشت به اختصار عبارتند از:

تعهد پذیره‌نویسی سهام شرکت‌های مشمول واگذاری

از بین روش‌های مختلف خصوصی‌سازی، متداول‌ترین روش عرضه سهام واحد مشمول واگذاری به عموم مردم است که به دلیل امتیازاتی مانند: روشن و ساده بودن روش انجام کار، گسترش مالکیت سهام و مشارکت تعداد بیشتری از افراد و خانوارها در امر سرمایه‌گذاری بر روی سهام، نسبت به سایر روش‌ها ارجح است. روش متداول برای عرضه عمومی سهام به ویژه در مورد شرکت‌های پذیرفته نشده در بورس، استفاده از خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه است و تعهد پذیره‌نویسی توسط این مؤسسات، به دلایل مختلف فروش سهام شرکت‌های دولتی را تسهیل می‌کند. حتی با فرض این که جریان واگذاری

مطالعات بر روی ابعاد داخلی و تلفیقی آن با ارزیابی و پیش‌بینی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر روند فعالیت آتی شرکت نتایج ارزشمندی را فراهم می‌سازد که توسط شرکت‌های تأمین سرمایه در قالب کتابچه‌هایی تنظیم و به جامعه سرمایه‌گذاران تقدیم می‌شود

بهادار، گروه عملیات مربوط به سهام، گروه عملیات اوراق قرضه، گروه خدمات شرکتی، گروه تحقیق، گروه خدمات جزئی و... را دربرمی‌گیرد.

وظایف و کارکردهای شرکت‌های تأمین سرمایه در یک طبقه‌بندی نسبی می‌توان اقدامات متداول این مؤسسات را به شرح زیر عنوان کرد:

در سطح کلان اقتصاد

- ۱- تسهیل واگذاری مالکیت شرکت‌ها و فعالیت‌های اقتصادی به بخش خصوصی
- ۲- فرآیند مؤثری برای تشکیل سرمایه و گسترش سهم بخش خصوصی در سرمایه‌گذاری‌ها
- ۳- ارتقاء سطح کارایی و نقدشوندگی در بازار سرمایه
- ۴- کمک به تغییر برای شبکه تأمین مالی از حالت پایه بانکی به سمت اتکاء به اوراق بهادار*

در سطح شرکت‌ها

- ۱- تسهیل تأمین مالی شرکت‌ها از طریق تعهد پذیره‌نویسی
- ۲- خدمات مشاوره مدیریت مالی در قالب:
 - انجام تحقیقات مالی و سرمایه‌گذاری
 - خدمات مشورتی در زمینه ادغام‌ها و قبضه مالکیت‌ها
 - تغییر و تجدید ساختار سازمانی و مالی*
 - مهندسی مالی*
 - خدمات مدیریت پورتفوی*
 - مشاوره مدیریت مخاطره
 - مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری*
 - مشاوره برای تأمین مالی از طریق اجاره*
 - مشاوره روی طرح‌های سرمایه‌گذاری*
- انجام تحقیقات روی وضعیت مالی و اعتباری مشتریان
- طراحی اوراق بهادار برای مقاصد خاص و متناسب با نیاز

شرکت

- کارگزاری / معامله‌گری و بازارگردانی
- مشارکت و تسهیل سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیز
- ۳- تنزیل اسناد تجاری (در برخی کشورها)**

در سطح سرمایه‌گذاران

- راهنمایی و اطلاع‌رسانی
- کارگزاری
- مشارکت در سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیز*

تأثیر شرکت‌های تأمین سرمایه بر خصوصی‌سازی در ایران حضور شرکت‌های تأمین سرمایه می‌تواند از یک سو به طور

از طریق بورس صورت پذیرد، هنگامی که حجم عظیمی از سهام شرکت‌های دولتی از طریق بورس عرضه شود بار سنگینی بر دوش بورس نهاده خواهد شد که در این حالت نیز وجود مؤسسات تأمین سرمایه به عنوان یکی از فعالان و اعضای مؤثر در کارایی بازار ضروری خواهد بود.

در اقتصادهای پیشرفته شرکت‌های تأمین سرمایه نقش غالب را در بازار اولیه و عرضه اولیه بر عهده دارند. عرضه اولیه عمومی^۵ زمانی صورت می‌گیرد که شرکت‌های سهامی یا دولت‌ها، اوراق بهادار جدیدی را در بازار اولیه عرضه می‌کنند و گاهی نیز شرکت‌ها و دولت‌ها از طریق انتشار مجموعه جدیدی از اوراق بهادار فصلی^۶ اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند که در این حالت اوراق جدید مشابه اوراق بهادار قبلی خواهد بود. در این موارد وظیفه اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه بازاریابی و یافتن خریداران برای هر دو نوع عرضه شامل IPO ها و عرضه‌های جدید فصلی است.

معمولاً هر IPO طی چهار مرحله به شرح زیر صورت می‌گیرد:

۱- ارائه خدمات مشورتی به ناشر

۲- انجام اقدامات اداری و اجرایی

۳- تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار

۴- توزیع اوراق در بین سرمایه‌گذاران

وظایف و اقدامات شرکت تأمین سرمایه در هر مرحله به طور کلی شامل موارد زیر خواهد بود:

مرحله مشاوره با ناشر

۱- شرکت تأمین سرمایه به عنوان بانی عرضه اولیه باید نیازهای مشتری را شناسایی و تجزیه و تحلیل کرده و پس از بررسی دقیق و حصول اطمینان از جمع‌آوری و ملاحظه کلیه اطلاعات^۹، یک برنامه مالی پیشنهاد کند که در آن به سؤالات زیر پاسخ داده شود:

- چه میزان تأمین مالی مورد نیاز است؟

- چه نوع اوراق بهاداری باید صادر شود؟

- عرضه اوراق بهادار در چه زمانی صورت گیرد؟

۲- بانی IPO مدیریت دو گروه زیر را بر عهده می‌گیرد:

الف) سندیکای متعهد پذیرهنویسی

معمولاً تعداد اعضای سندیکا می‌تواند از محدوده‌های بین ۵ تا ۲۰۰ شرکت تأمین سرمایه را شامل شود که در تعهد و مخاطره پذیرهنویسی و تأمین مالی مشارکت می‌کنند.

ب) گروه فروش

این گروه شامل شرکت‌های تأمین سرمایه و شرکت‌های کارگزاری است که فروش اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران را بر عهده می‌گیرند.

مرحله انجام اقدامات اداری و اجرایی

۱- انجام اقدامات حقوقی مرتبط با IPO

۲- کمک به دریافت مجوزهای مورد نیاز

۳- تهیه و ارائه امیدنامه و اعلامیه پذیرهنویسی

۴- آگهی عمومی عرضه اوراق بهادار

در ایالات متحده براساس الزام SEC به همراه عرضه‌های اولیه بایستی امیدنامه یا اعلامیه ثبت مفصلی (در حدود ۱۰ تا ۲۰ صفحه) حاوی کلیه اطلاعات لازم تهیه و منتشر شود که برخی از مندرجات آن عبارتند از:

- نحوه مصرف وجوه حاصله از انتشار اوراق بهادار

- قیمت پیشنهادی برای فروش اوراق به عموم

- قیمت پیشنهادی برای فروش اوراق به گروه‌های خاص (در صورت لزوم)

- حق‌العمل‌های متعهد پذیرهنویس

- خالص وجوه قابل دریافت توسط ناشر

- اطلاعاتی راجع به تاریخچه، مکان و تولیدات ناشر

- اسامی و حقوق و مزایای مدیران

- صورت ریز ترکیب منابع مالی

- صورت‌های مالی تفصیلی و...

مرحله تعهد پذیرهنویسی

۱- متعهد پذیرهنویس^۹ نسبت به دریافت مبلغ معینی در قبال انتشار اوراق بهادار جدید به ناشر تضمین می‌دهد و بدین ترتیب فاصله زمانی بین روزها یا هفته‌ها بین خرید اوراق بهادار ناشر توسط متعهد پذیرهنویسی و فروش این اوراق به سرمایه‌گذاران دوره پرمخاطره‌ای برای متعهد تلقی می‌شود زیرا ممکن است در این فاصله بازار دچار نوساناتی شود و اوراق منتشره به اجبار به قیمت‌های پایین‌تری فروخته شوند که در این صورت متعهد دچار زیان خواهد شد.

۲- نکته اساسی در این مرحله تعیین قیمت مناسب و واقعی برای اوراق عرضه شده است زیرا:

- اگر قیمت خیلی بالا باشد متعهد قادر به فروش اوراق نخواهد بود.

- در صورت پایین بودن قیمت IPO، انتشار اوراق بهادار جدید برای ناشر گران تمام می‌شود و صادرکننده به وجوه مورد نظر دست نخواهد یافت.

مرحله توزیع و فروش

شرکت تأمین سرمایه با تشکیل سندیکا و گروه فروش، معمولاً اوراق بهادار را به گروه وسیعی از سرمایه‌گذاران می‌فروشد و نیز ممکن است در قالب عرضه خصوصی نقش واسطه را بین ناشر و خریدار ایفا کند. برای توزیع اوراق کارمزدی که نصیب شرکت تأمین سرمایه می‌شود معادل مابه‌التفاوت هزینه‌ها یا قیمت تمام شده برای شرکت و قیمت فروش اوراق است که در ایالات متحده معمولاً این نرخ در مورد سهام بین ۱۶-۵ درصد و برای قرضه در حدود ۴ درصد است.

لازم به تأکید است که تعهد پذیرهنویسی از سوی شرکت‌های تأمین سرمایه به مرحله واگذاری اولیه شرکت‌های دولتی به

با
یک بررسی در ادبیات
موضوع ملاحظه می شود که
بانکداری سرمایه گذاری در واقع
یک فعالیت مالی غیربانکی است که
به بانکداری تشبیه شده است زیرا
در این صنعت عملیات خاص
بانکها صورت نمی گیرد.

دقت و صحت اطلاعات مرتبط با شرکت های واگذار شده و سرمایه گذاری در سهام آنها را به دنبال داشته باشد. شرکت های تأمین سرمایه علاوه بر تأثیر در قیمت گذاری مطلوب شرکت های دولتی در مرحله عرضه اولیه به عموم و کمک به تداوم انجام معاملات بر روی سهام این گروه از شرکت ها، می توانند نقش بسزایی در ارزش گذاری شرکت های غیردولتی در بدو پذیرش و ورود به بورس ایفا کنند به ویژه در شرایط عدم امکان مطالعه و ارزیابی دقیق و همه جانبه وضعیت شرکت ها در مرحله پذیرش و فقدان بازارهای خارج از بورس (OTC) که حدود قیمت پایه را مشخص سازند استفاده از خدمات شرکت تأمین سرمایه ضرورت بالایی خواهد داشت و تعیین قیمت پایه سهام به طور واقع بینانه و بر پایه مطالعات کارشناسی توسط چنین نهادی احتمال بروز مشکلات بعدی و رکود در معامله بر روی سهام این قبیل شرکت ها را کاهش خواهد داد.

نکته قابل تأمل در این بخش آن است که بین مخاطره شرکت های خصوصی شده با شرکت هایی که از ابتدا با مالکیت بخش خصوصی ایجاد شده اند تفاوت وجود دارد و در مورد شرکت های خصوصی شده، در مورد ارزیابی و قیمت گذاری، حساسیت بالاتر خواهد بود، زیرا چنانچه تعیین قیمت پایه مبتنی بر کارشناسی دقیق نباشد ممکن است در محاسبه آن مواردی مانند بدهی ها و تعهدات احتمالی، تأثیر تورم، مخاطره های تجاری و غیره لحاظ نشده باشد. در چنین شرایطی شرکت های تأمین سرمایه می توانند در تعیین قیمت واقعی و در نتیجه کاهش مخاطره سرمایه گذاری در شرکت های مشمول واگذاری نقش مؤثری ایفا کنند.

افزایش سطح کارایی اطلاعاتی و نقدشوندگی بازار سرمایه شرکت های تأمین سرمایه به اقتضای ماهیت فعالیت خود هنگام تعهد پذیرهنویسی و تضمین فروش اوراق بهادار و نیز برای آرایه خدمات مالی مطلوب لازم است با ابعاد مختلف مشتری آشنایی کافی داشته باشند تا وظایف محوله را با موفقیت به انجام برسانند. این بررسی ها شامل مشخصات مدیریت، امور حقوقی، وضعیت حسابداری - مالی، مشخصات فنی - تولیدی و غیره است. در حوزه مدیریت مواردی مانند توانایی، تجربه، تخصص، ترکیب و میزان هماهنگی مدیران و مسایل مدیریتی دیگر مورد بررسی قرار می گیرد. در امور حقوقی به مواردی مانند اساسنامه، مقررات و آئین نامه های ناظر بر فعالیت شرکت در زمینه صدور اوراق بهادار، حق تقدم ها، مالکیت، محدودیت ها و موانع، دعاوی حقوقی له و علیه شرکت توجه می شود. در زمینه حسابداری - مالی کیفیت شبکه های مالی، نظارت های داخلی، صورت ها و اطلاعات مالی با تأکید بر نوع دارایی ها، منابع تأمین مالی و ساختار سرمایه و ترکیب درآمدها و هزینه ها بررسی می شود و تحقیقات فنی و مهندسی مطالعه بر روی فناوری تولید، وضعیت ماشین آلات و تجهیزات، استهلاک دارایی های ثابت و کمیت و کیفیت تولیدات را شامل می شود.

بخش خصوصی محدود نمی شود بلکه این اقدام می تواند تأمین مالی شرکت های واگذار شده و نیز سایر شرکت های پذیرفته شده در بورس را هنگام افزایش سرمایه در مراحل بعدی و عرضه عمومی اوراق بهادار تسهیل کند.

قیمت گذاری مناسب سهام و ایجاد اطمینان در بین سرمایه گذاران

تعیین قیمت واقعی و منصفانه توسط شرکت های تأمین سرمایه هم در مرحله واگذاری و توزیع اولیه سهام و هم پس از آن در انجام معامله بر روی سهام شرکت تأثیر قابل توجهی خواهد داشت. بخش قابل توجهی از مشکلات و عدم موفقیت های خصوصی سازی در کشور ما در سال های اولیه اجرای این سیاست، ناشی از قیمت گذاری نامناسب و غیرعلمی سهام شرکت های مشمول واگذاری بوده که تبعاتی نظیر شائبه انتقال ثروت از دولت به سمت گروه های خاص به دلیل فروش سهام به قیمت ارزان، ایجاد تردید در بخش خصوصی نسبت به وضعیت واقعی مالی و سودآوری شرکت های مشمول واگذاری و در نتیجه عدم اعتماد به فرآیند قیمت گذاری و در نهایت عدم استقبال مردم از خرید سهام عرضه شده چه در مرحله واگذاری و چه پس از ورود به بورس را در پی داشت و طی این سال ها به خوبی جای خالی مؤسساتی مانند شرکت های تأمین سرمایه در کشور احساس می شد.

انجام مطالعه دقیق بر روی شرکت های مشمول خصوصی سازی و تعیین قیمتی واقع بینانه و منصفانه برای سهام آنها موجب می شود تا هیچ یک از طرفین (دولت و خریداران سهام) احساس غبن نکنند و رضایت طرفین حاصل شود و این تصور در جامعه مالی سبب خواهد شد که معاملات بعدی بر روی این گروه از سهام در بورس با سهولت بیشتری صورت گیرد و درجه نقدشوندگی سهام در حد قابل قبولی حفظ شود. با توجه به این که انتظار می رود شرکت تأمین سرمایه به عنوان یک نهاد مستقل و با در اختیار داشتن کارشناسان مالی قوی و مجرب و شبکه های پیشرفته جمع آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات، قیمتی واقعی یا لااقل بسیار نزدیک به ارزش واقعی شرکت را برای سهم تعیین کند لذا تعهد پذیرهنویسی توسط آنها می تواند جلب اعتماد سرمایه گذاران بخش خصوصی نسبت به

مطالعات بر روی ابعاد داخل و تلفیق آن با ارزیابی و پیش‌بینی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر روند فعالیت آتی شرکت نتایج ارزشمندی را فراهم می‌سازد که توسط شرکت‌های تأمین سرمایه در قالب کتابچه‌هایی تنظیم و به جامعه سرمایه‌گذاران تقدیم می‌شود و بدین ترتیب با گردآوری و افشای اطلاعات جامع و شفاف در مورد شرکت‌ها، ضمن ایجاد زمینه تصمیم‌گیری آگاهانه افراد در امر سرمایه‌گذاری، موجبات افزایش کارایی اطلاعاتی و شفافیت بازار سرمایه فراهم نیز می‌شود. چنین اقدامی در کنار سایر فعالیت‌های شرکت‌های تأمین سرمایه به عنوان یک مجموعه خدمات، به گسترش، تعمیق، شفافیت و کارایی بیشتر بازار سرمایه منجر می‌شود و این به نوبه خود زمینه‌ساز موفقیت اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ در حال و آینده شده و می‌تواند شرط اصلی موفقیت خصوصی‌سازی از طریق بورس که همانا وجود بازاری وسیع، عمیق و کارآ است را تأمین کند.

خدمات مشورتی در زمینه ادغام و تملک‌ها و تجدید ساختار

به نظر می‌رسد یکی از موانعی که بر سر راه واگذاری سهام شرکت‌های دولتی وجود دارد ناهمگونی شرکت‌ها به لحاظ اندازه، امکانات، ظرفیت‌ها، قدرت تولید و سودآوری و وضعیت مالی آنهاست که تصمیم‌گیری را مشکل کرده و مانعی برای تسریع و روان‌سازی و سیر طبیعی خصوصی‌سازی است. یکی از راه‌کارهایی که در این زمینه می‌توان پیشنهاد کرد، ادغام شرکت‌های ضعیف‌تر یا زیان‌ده دولتی با شرکت‌های قوی و سودآور قبل از عرضه سهام آنهاست که علاوه بر هماهنگ‌تر و همتراز شدن شرکت‌های مشمول واگذاری، می‌تواند مزایایی مانند ورود شرکت‌های بزرگ سهامی با تعداد زیاد سهام و سهام‌دار به بورس و افزایش احتمال معامله بر روی سهام آنها، یکپارچه کردن امکانات پراکنده شرکت‌ها و ایجاد شرکت‌هایی با قابلیت بالای فنی و تولیدی و قدرت مالی زیاد برای سرمایه‌گذاری،

بفاده بهتر از امکانات و ایجاد صرفه‌جویی بیشتر در هزینه‌ها و زایش قدرت رقابت در بازارهای داخلی و بین‌المللی در مقایسه شرکت‌های کوچک‌تر، امکان بکارگیری مدیران برجسته و بز خدمات مشاوره‌ای کارشناسان معتبر را به دنبال داشته باشد. تجربه کشورهای مختلف نشان می‌دهد که علی‌رغم فواید مترتب بر ادغام و تملک، اجرای این استراتژی‌ها کار چندان ساده‌ای می‌باشد و مسایل مختلف اجتماعی و مشکلات فرهنگ سازمانی، مدیریتی و نیروی انسانی، قانونی و حقوقی، حقوق سهام‌داران، پژوهش‌شناسایی نقاط ضعف و قوت هر شرکت و تأثیرات احتمالی ادغام بر روی آنها، شناخت اندازه مناسب تنوع برای اثربخشی شرکت جدید و شناسایی و اندازه‌گیری مخاطره‌های احتمالی و موارد دیگر را پیش‌رو دارد که شناسایی آنها و ارائه راهکارهای مناسب برای غلبه بر موانع احتمالی نیازمند توان و تخصص بالا در زمینه‌های مختلف و انجام مطالعات عمیق می‌باشد. ضمن این‌که در اغلب موارد اجرای استراتژی ادغام مستلزم تجدید ساختار سازمانی و مالی نیز خواهد بود که از بین مؤسسات مختلف شناخته شده در بازارهای سرمایه مناسب‌ترین نهاد برای ارائه راهکار و مشاوره تخصصی در زمینه ادغام و قبضه مالکیت و تجدید ساختار، شرکت تأمین سرمایه می‌باشد.

خدمات مشاوره مدیریت مالی

شرکت‌های مشمول واگذاری علاوه بر مرحله عرضه اولیه، که از خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه به طور مستقیم و غیرمستقیم در زمینه‌های تعهد پذیرهنویسی و توزیع و فروش سهام، قیمت‌گذاری مناسب و ایجاد اطمینان در جامعه مالی، فرهنگ‌سازی در زمینه سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار به ویژه روی سهام در سطح جامعه، تسهیل روند واگذاری از طریق افزایش کارایی بازار سرمایه و اقدامات ادغام و تجدیدساختار شرکت‌ها (در صورت نیاز) بهره‌مند می‌شوند پس از انتقال مالکیت به مردم نیز برای تداوم موفقیت‌آمیز فعالیت در بسیاری از مسایل مالی به ویژه در موارد مذکور در بخش خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه در سطح شرکت‌ها نظیر تعهد پذیرهنویسی هنگام افزایش سرمایه‌های بعدی، مهندسی مالی، مطالعه و اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری و ... نیازمند استفاده از خدمات مشاوره‌ای این نهاد مهم خواهند بود.

ضمن این‌که یکی از دغدغه‌های دولت در عدم واگذاری مدیریت بنگاه‌ها علی‌رغم انتقال مالکیت (که می‌تواند یکی از ایرادات اساسی خصوصی‌سازی در کشور باشد و مانع از تحقق یکی از اهداف اصلی این سیاست یعنی دخالت و مشارکت بخش خصوصی در مدیریت و افزایش کارایی است) شاید از این دیدگاه نشأت می‌گیرد که عامه مردم ممکن است توانایی اداره چنین مؤسسه‌ای را نداشته باشند و لذا یکی از راه‌کارهای مؤثر در این زمینه می‌تواند واگذاری مدیریت توأم با مالکیت در عین حال فراهم ساختن امکان استفاده مدیران از خدمات مشاوره‌ای شرکت‌های تأمین سرمایه باشد.

شرکت‌های
تأمین سرمایه به اقتضای
ماهیت فعالیت خود هنگام تعهد
پذیره‌نویسی و تضمین فروش اوراق
بهادار و نیز برای ارائه خدمات مالی
مطلوب لازم است با ابعاد مختلف
مشتری آشنایی کافی داشته باشند تا
وظایف محوله را با موفقیت به انجام
برسانند

نکته قابل توجه دیگر این است که کلیه شرکت‌ها اعم از دولتی و غیردولتی، هم در بازار اولیه و هم در بازار ثانویه، بر حسب مورد می‌توانند از خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه استفاده کنند که ترویج و گسترش این اقدام می‌تواند به نوعی رقابت در زمینه ارائه خدمات و در نهایت بهبود عمل کرد شرکت‌های مشتری و نیز شرکت‌های تأمین سرمایه بینجامد.

خدمات کارگزاری، معامله‌گری و بازارسازی معمولاً نقش اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه در بورس، کارگزاری سهام شرکت‌های پذیرفته شده و در بازار خارج از بورس معامله‌گری سهام شرکت‌های غیربورسی است، ضمن این‌که وظیفه بازارگردانی/بازارسازی را برای شرکت‌های بورس و غیربورسی در دو بازار یاد شده بر عهده دارند. شرکت‌های تأمین سرمایه به عنوان بازارسازان همواره قیمتی را برای خرید و قیمتی را برای فروش تعیین و آمادگی خود را برای خرید و فروش سهام با قیمت‌های پیشنهادی اعلام می‌کنند و موجب می‌شوند که هیچ‌گاه شرکت‌ها مواجه با عدم وجود کارگزار و راکد بودن معامله بر روی سهم خود نشوند و لذا خلاء موجود در این زمینه را پر می‌کنند. در عمل شرکت‌های تأمین سرمایه هنگام عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه، به طور هم‌زمان در بازار ثانویه به عنوان بازارساز وارد عمل می‌شوند و این عمل را تا مدتی پس از اتمام زمان پذیرهنویسی و فروش اوراق جدیداً انتشار به عموم ادامه می‌دهند تا به هر دلیل سهام جدید پس از عرضه عمومی دچار رکود معاملات نشود.

امروزه خدمات کارگزاری شرکت‌های تأمین سرمایه گسترش زیادی یافته و بر حسب نوع و امکانات این شرکت‌ها و نیز درخواست مشتریان و وظایف گوناگونی را عهده‌دار می‌شوند که در یک طبقه‌بندی کلی می‌توان حوزه‌ارایه خدمات کارگزاری را به شرح زیر عنوان کرد:

الف) کارگزاری با خدمات کامل: که موارد زیر را دربرمی‌گیرد و هزینه‌های مربوطه از محل کمیسیون معاملات از مشتری دریافت می‌شود.

- اجرای دستورات خرید و فروش
- ایجاد حاشیه اعتبار برای مشتریان
- حفظ و نگهداری اوراق بهادار مشتریان در محل امن
- جمع‌آوری سودهای نقدی سهام مشتریان
- انجام تحقیقات سرمایه‌گذاری به طور رایگان
- ارائه خدمات جانبی مانند:
- مکالمات تلفنی مورد نیاز در سطح مطلوب
- مشاوره سرمایه‌گذاری
- اهداء کارت‌های تولد

نمونه‌هایی از این شرکت‌ها در ایالات متحده عبارتند از:
Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Salomon Smith Barney

- ب) کارگزاران کم‌کارمزد "با خدمات":
- دریافت آسان سفارشات
- ارائه مشاوره سرمایه‌گذاری در حد بسیار پایین یا صفر
- عدم ارائه خدمات جانبی
- قابلیت اندک برای خرید و فروش بسیار زیاد اوراق بهادار و دریافت کمیسیون بالا

این گروه با توجه به محدود بودن خدمات ارائه شده، کمیسیون کم‌تری نیز در مقایسه با حالت قبل دریافت می‌کنند نمونه‌هایی از این گروه عبارتند از:

- Charles Schwab & Company
- Quick & Reilly
- Muriel Siebert
- Fidelity Investments

ج) کارگزاران الکترونیکی:

این گروه که به شرکت‌های تأمین سرمایه الکترونیکی نیز معروف هستند با هزینه‌ای اندک خدمات الکترونیک در حوزه کارگزاری را به شرح زیر ارائه می‌دهند:

- دریافت سفارشات خرید و فروش از طریق اینترنت
- عدم ارائه خدمات جانبی
- انجام تحقیقات سرمایه‌گذاری در سطح محدود
- شرکت‌های زیر نمونه‌هایی از این گروه هستند:

- DLJ direct
- E. Investment Bank
- Ameritrade
- Wit Capital
- Open IPO

یادآوری می‌شود که اگر چه کارگزاران معمولاً در معاملات بلوکی که در خارج از بورس انجام می‌شود چندان مداخله‌ای ندارند اما برخی شرکت‌های بزرگ تأمین سرمایه، واحد خاصی را برای این نوع معاملات ایجاد می‌کنند که از امکانات و سرمایه لازم برای انجام یک معامله بلوکی و توزیع آن ظرف چند روز برخوردار هستند.

واقعیت

این است که کشور
تاکنون به دلایل متعدد فاقد
بازار مالی قوی و فعال بوده و
از نتایج منفی آن پایین بودن حجم
سرمایه‌گذاری‌ها به ویژه از ناحیه بخش
خصوصی، و در نهایت بروز مشکلات
هر چه بیشتر اقتصادی و سنگینی بار
سرمایه‌گذاری‌هایی است



html
-۱۱ -۴ cap/businessguide/voicufilipescu.ro/www.html

- (Endnotes)
- a Investment Banking
 - b Investment Bank
 - c Underwriting
 - d Bank – oriented
 - e Securities oriented
 - f Mergers and Acquisitions
 - g Restructuring
 - h Financial Engineering
 - i Portfolio Management
 - j Mutual Funds
 - k Lease Financing
 - l Project Counselling
 - m Bill Discounting
 - n Venture Capital
 - o Initial Public offering
 - p Seasoned securities
 - q Due diligence
 - r Prospectus
 - s Underwriter
 - t Spread
 - u Market Making
 - v Full – service Brokerage
 - w Discount Brokers
 - x Churning
 - y Electronic Brokers
 - z Electronic Investment Bankers

فرهنگ سازی و راهنمایی سرمایه گذاران
شرکت های تأمین سرمایه در راستای انجام وظایف
خود در یاری رساندن به دولت و شرکت ها، خدمات
مفیدی در زمینه کارگزاری، راهنمایی و اطلاع رسانی به
سرمایه گذاران و خریداران اوراق بهادار ارائه می کنند و
اصولاً افرادی که شرکت های تأمین سرمایه را به عنوان
کارگزار انتخاب می کنند خدماتی بیش از صرف دریافت
سفارش خرید و فروش از آن ها انتظار دارند. شرکت های
تأمین سرمایه با توجه به تهیه و افشای اطلاعات جامع
در مورد شرکت ها و ارائه راهنمایی های حرفه ای
به مشتریان گام مهمی در ترویج دانش مالی و انجام
معاملات منطقی و مبتنی بر اطلاعات کافی برمی دارند.
بدین ترتیب در صورت ایجاد و فعالیت شرکت های
تأمین سرمایه با توان و شرایط مناسب می توان انتظار
داشت بخش عمده ای از مشکلات ناشی از ضعف
فرهنگ سهام داری، ناچیز بودن سهم دارایی مالی به ویژه
سهام در ترکیب دارایی های ترازنامه خانوارها و فقدان
اطلاعات کافی بر روی وضعیت شرکت های مشمول
واگذاری مرتفع شود. منابع

۱- جعفری سرشت، داود، تأثیر ایجاد مؤسسات تأمین
سرمایه (بانک های سرمایه گذاری) در تأمین مالی
شرکت ها در ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه
تربیت مدرس، ۱۳۷۳.

۲- جعفری سرشت، داود و دکتر علی جهانخانی،
مؤسسات تأمین سرمایه و ضرورت ایجاد آن ها در ایران،
فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۴، پاییز ۱۳۷۳

۳- Arona, Dayanand, Investment Banking in Japan, Peter
Lang, ۱۹۹۰.

۴- Ashfaq mian, Asim, The right approach towards
privatization in Pakistan, Islam online, ۲۰۰۰.

۵- Bloch, Ernest, Inside Investment Banking, Irwin
1989.

۶- Bogdan salej, Stefan & others, Privatization methods
and their impact on Competition: The Brazilian experience
1998.

۷- Megginson, w, From state to market: A survey of
Empirical studies on Privatization, Journal of Economic
Literature, vol ۳۹, ۲۰۰۱.

۸- Walter, Ingo & Roy C. smith, Investment Banking in
Europe, Basil Black well, 199۰.

۹- <http://www.islamicbank.com.ph/private.html>

۱۰- <http://www.spc.gov.uz/privatization/cprivatization>.