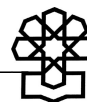


ضرورت توسعه بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت تأمین سرمایه) در بازار سرمایه

به نام خدا

فهرست مطالب

۱	چکیده
۱	مقدمه
۲	سابقه فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری در دنیا
۵	سابقه فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری در ایران
۵	قوانین ناظر بر فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه
۶	وظایف شرکت‌های تأمین سرمایه
۶	مدیریت اجرایی
۱۱	وظایف نوین شرکت‌های تأمین سرمایه
۱۱	انواع قراردادهای تضمین و تعهد فروش
۱۵	حضور شرکت‌های تأمین سرمایه و ضرورت اصلاحات در قوانین
۱۶	جایگاه و نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار اولیه
۱۹	ضرورت و فواید شرکت‌های تأمین سرمایه در ایران
۲۰	نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در اجرای اصل ۴۴
۲۱	نتیجه‌گیری
۲۳	پیوست
۲۵	منابع و مأخذ



ضرورت توسعه بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت تأمین سرمایه) در بازار سرمایه

چکیده

این گزارش ضرورت توسعه بانک‌های سرمایه‌گذاری را در بازار سرمایه ایران بررسی می‌کند و ضمن تحلیل مفاهیم و سابقه فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری در ایران و جهان، قوانین ناظر بر فعالیت این‌گونه شرکت‌ها را معرفی می‌کند. در ادامه برترین مؤسسات تأمین مالی‌کننده دنیا را نیز معرفی کرده و بعد از تبیین وظایف آنها، نقش شرکت‌های تأمین سرمایه را در اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی ارزیابی می‌کند. در نهایت پیشنهادهایی نیز برای کشورمان ارائه می‌شود.

مقدمه

تعاریف و مفاهیم

طبق بند «۱۸» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ مجلس شورای اسلامی، شرکت تأمین سرمایه شرکتی است که به‌عنوان واسطه بین ناشر اوراق بهادار و عامه سرمایه‌گذاران فعالیت می‌کند و می‌تواند فعالیت‌های کارگزاری، معامله‌گری، بازارگردانی، مشاوره، سبدگردانی، پذیره‌نویسی، تعهد پذیره‌نویسی و فعالیت‌های مشابه را با اخذ مجوز از «سازمان» انجام دهد.

بنابراین طبق قانون بازار اوراق بهادار این واسطه مالی در بازار سرمایه ایران به شرکت تأمین سرمایه معروف است. در آمریکا به «بانک‌های سرمایه‌گذاری»^۱ و در انگلستان به «مؤسسه پذیره‌نویسی»^۲ «بنگاه انتشار اوراق بهادار»^۳ یا «مؤسسه ناشر»^۴ معروف هستند. در آمریکا به این دلیل بانک سرمایه‌گذاری گویند که از یک طرف کار تأمین مالی شرکت‌ها را انجام می‌دهد و از طرف دیگر به هدایت سرمایه‌گذاری به سمت پروژه‌های شرکت‌ها اقدام می‌کند. در ایران برای جلوگیری از اشتباه در نام و وظایف این مؤسسات با بانک‌ها از عبارت بانک سرمایه‌گذاری در قانون استفاده نشده است. زیرا اولاً عبارت بانک سرمایه‌گذاری یک اصطلاح بی‌مسمایی است و اصلاً بانک سرمایه‌گذاری نقش یک بانک را

1. Investment Banks
2. Merchant Bank
3. House of Issue
4. Issuing House



عده‌دار نیست. یعنی کار آنها مانند بانک‌ها جذب انواع سپرده‌ها و پرداخت انواع وام‌ها و تسهیلات اعتباری نیست. ثانیاً کار اصلی و اولیه آنها سرمایه‌گذاری مانند یک «شرکت سرمایه‌گذاری»^۱ نیز نیست. بانک سرمایه‌گذاری یک فعالیت مالی غیربانکی انجام می‌دهد. از این رو تعریف دیگری ارائه شده است:

بانک 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.^۲ از نظر جان^۳ بانک سرمایه‌گذاری یک نوع واسطه مالی است که وظیفه‌اش دادن خدمات مشاوره‌ای برای شرکت‌ها درباره انتخاب ابزارهای تأمین مالی و ارائه مشورت در انتخاب سیاست‌های مالی است. خدمات مشورتی بانک سرمایه‌گذاری باید ارزش سهام شرکت ناشر و هر شرکت دریافت‌کننده خدمات را حداکثر کند. در تعریف دیگری آمده است: بانک سرمایه‌گذاری مؤسسه‌ای هستند که به‌عنوان پذیرهنویس یا نماینده شرکت‌ها و شهوداری‌ها اقدام به انتشار اوراق بهادار می‌کنند. این مؤسسات وظایف کارگزار یا معامله‌گر را انجام داده، خدمات مشاوره‌ای به شرکت ناشر ارائه می‌دهند و برای اوراق بهادار ناشر بازارسازی می‌کنند. این مؤسسات به تسهیل ادغام و تصاحب شرکت‌ها، عرضه خصوصی اوراق بهادار و تجدید ساختار شرکت‌ها کمک می‌کنند. از این رو برخلاف بانک‌های تجاری^۴ این مؤسسات سپرده‌پذیر نیستند و به افراد وام و اعتبار پرداخت نمی‌کنند.^۵

سابقه فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری در دنیا

بانک‌های سرمایه‌گذاری در اوایل قرن ۱۹ به صورت غیررسمی توسط تجار و کارشناسان مالی برای پذیرهنویسی اوراق بهادار، واسطه‌گری مالی در معاملات و تجدید ساختار مالی شرکت‌ها شکل گرفت. فعالیت اولیه آنها ابتدا از جنوب اروپا به‌ویژه ایتالیا در قرون وسطی شروع شد و به طرف کشورهای شمال اروپا مانند انگلستان و هلند ادامه یافت. سابقه بانک‌های سرمایه‌گذاری در انگلستان به حدود ۲۰۰ سال قبل برمی‌گردد. نقش اولیه این مؤسسات ابتدا تأمین مالی دولت‌ها بود. بعدها در تأمین مالی واردات و صادرات شرکت‌های کوچک‌تر نیز فعال شدند. نحوه تأمین مالی تجار توسط این مؤسسات این‌گونه بود که نام خود را روی برات نوشته و به طرف فروشنده کالا می‌دادند. این برات‌ها در بازار تنزیل می‌شدند. در انگلستان تا دهه ۱۹۷۰ بانک‌های سرمایه‌گذاری به شکل شرکت‌های تضامنی فعالیت می‌کردند. در دهه ۱۹۲۰ فعالیت این مؤسسات در صنعت متمرکز شد و لذا رشد صنعت در این دوره در انگلستان مدیون

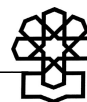
1. Investment Firm

۲. جعفری و جهان‌خانی، ۱۳۷۳، ص ۶.

3. John, 1998, 63

4. Commercial Banks

5. www.Investor words.com



رشد بانک‌های سرمایه‌گذاری بود.^۱ تا سال ۱۹۲۹ بانک‌های تجاری و بانک‌های سرمایه‌گذاری از یکدیگر تفکیک نشده بودند. وقوع بحران ۱۹۲۹ ورشکستگی بانک‌ها را به دنبال داشت. در آمریکا تا قبل از بحران ۱۹۲۹-۱۹۳۳ بانک‌های تجاری نقش مهمی در انجام وظایف بانک‌های سرمایه‌گذاری داشتند. اما بعد از وقوع بحران که ابتدا در آمریکا رخ داد سوءاستفاده‌های ناشی از تبانی بین بانکداری سرمایه‌گذاری و مشتریانی که از موقعیت مالی نامناسبی برخوردار بودند باعث شد کنگره آمریکا در سال ۱۹۳۳ قانون بانکداری گلاس - استیگل^۲ را برای محدود کردن فعالیت بانک‌های تجاری در انجام وظایف بانک‌های سرمایه‌گذاری تدوین و تصویب کند. با این قانون، از انجام فعالیت‌هایی مانند پذیره‌نویسی اوراق بهادار، انجام معاملات در بازار اوراق بهادار (به جز اوراق قرضه و قرضه‌های دولتی و شهرداری‌ها) و نیز برقراری ارتباط با مؤسسات اوراق بهادار برای بانک‌های تجاری ممنوع شد. طبق این قانون این دو بانک حق مداخله در وظایف یکدیگر را نداشتند. این قانون عملاً نهادهای بازار پول و بازار سرمایه را تفکیک کرد. در نتیجه بر کارایی و سودآوری بانک‌های تجاری آمریکا اثر منفی داشت. اما بعداً متخصصان پولی و مالی متوجه شدند که عامل ورشکستگی بانک‌ها در بحران ۱۹۲۹-۱۹۳۳ به تداخل وظایف بانک‌های تجاری و بانک‌های سرمایه‌گذاری مربوط نبوده است. از این رو با وضع قوانین جدیدی از اواخر دهه ۱۹۵۰ به بانک‌های تجاری بزرگ اجازه داده شد تا با تأسیس مؤسسات وابسته به خود وظایف بانکداری سرمایه‌گذاری را در چارچوب محدودی انجام دهند. همچنین به بانک‌های سرمایه‌گذاری نیز اجازه فعالیت محدود در قلمرو وظایف بانک‌های تجاری داده شد. برای مثال فدرال رزرو به سه شرکت هلدینگ بانکی اجازه داد تا در پذیره‌نویسی اوراق بهاداری که طبق قانون ۱۹۳۳ منع شده بودند مشارکت کنند. تا اینکه در سال ۱۹۹۹ با تصویب قانون گرام‌لیچ بیلی^۳ که به امضای کلینتون رسیده بود به‌طور کلی مقررات قانون گلاس - استیگل لغو شد. طبق این قانون جدید شرکت‌های هلدینگ مالی مجاز به عقد قرارداد تعهد خرید و فروش اوراق بهادار شدند. از تبعات اجرای این قانون، توسعه صنعت خدمات مالی به دنبال ادغام‌های بزرگ در بین بانک‌ها و مؤسسات بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری بود. بدین ترتیب هلدینگ‌های مالی و بانکی به وجود آمدند. به طوری که این مجتمع‌های مالی می‌توانند در معاملات اوراق بهادار، عملیات بانکداری، بیمه‌گری و هر فعالیت مالی، پولی و بانکی درگیر شوند. همچنین هلدینگ‌های مالی می‌توانند در فعالیت‌هایی که جنبه مالی ندارد به شرط آنکه درآمد حاصل از فعالیت‌های غیرمالی بیش از ۵ درصد درآمدهای حاصل از فعالیت‌های مالی نشود، مشارکت کنند. همچنین اگر هلدینگ مالی قبلاً فعالیت تجاری غیرمالی داشت می‌تواند تا ۱۵ سال دیگر آن فعالیت را ادامه دهد، به شرط آنکه حداقل ۸۵ درصد از درآمد

۱. شرفی، ۱۳۸۵، ص ۲.

2. Glass-Steagal Act

3. Gramm-Leach-Billey Act



تلفیقی هلدینگ مالی از طریق فعالیت‌های مالی حاصل شود.^۱

از نظر مدل‌های شکل‌گیری بانک‌های سرمایه‌گذاری در دنیا به سه صورت فعالیت داشتند:

۱. بانک سرمایه‌گذاری مستقل:^۲ این مدل بعد از قانون گلاس - استیگل در آمریکا شکل گرفت که در

آن بانک‌های تابعه این قانون فقط به فعالیت بانکاری سرمایه‌گذاری می‌پرداختند و انجام وظایف بانک‌های تجاری برای‌شان ممنوع بود. مانند مریل لینچ و مورگان استنلی.

۲. بانک هلدینگ:^۳ این مدل قبل از تصویب قانون گلاس - استیگل و بعد از تصویب قانون گرام لیچ بیلی

در آمریکا شکل گرفت که بانک هلدینگ به‌عنوان یک شرکت مادر تخصصی مدیریت و مالکیت بخش بانک تجاری و بخش بانک سرمایه‌گذاری را عهده‌دار بود. مانند HSBC.

۳. مجتمع‌های مالی:^۴ در این مدل یک مجموعه مالی فعالیت‌های بانک‌های تجاری و سرمایه‌گذاری را

توأمأ انجام می‌دهند. این مدل غالباً در اروپا و آمریکا رایج است.

مانند سیتی‌گروپ و جی‌پی‌مورگان در آمریکا و کردیت سوئیس در اروپا.^۵

در جدول زیر برترین مؤسسات تأمین سرمایه برحسب نوع بازار اوراق بهادار برای سال ۲۰۰۱

نشان داده شده است.^۶

جدول ۱. برترین مؤسسات تأمین سرمایه برحسب بازار اوراق بهادار در سال ۲۰۰۱

بازار	حجم عرضه به میلیارد دلار	شرکت با بالاترین رتبه
اوراق بدهی معمولی	۱۲۰۸/۹	سیتی‌گروپ - سالومون اسمیت بارنی ^۷
اوراق بدهی قابل تبدیل	۱۶۲/۶	مریل لینچ ^۸
بدهی با رتبه سرمایه‌گذاری	۶۳۸/۵	سیتی‌گروپ - سالومون اسمیت بارنی
بدهی رهنی	۵۸۶	یوبی اس وارپورگ ^۹
اوراق وثیقه‌دار	۳۴۹	سیتی‌گروپ - سالومون اسمیت بارنی
عرضه عمومی اولیه (IPO)	۳۸/۳	گلدمن ساشز ^{۱۰}
اوراق شهرداری‌ها	۳۴۲	سیتی‌گروپ - سالومون اسمیت بارنی
وام‌های سندیکا	۱۱۹۷/۷	Jp مورگان چز ^{۱۱}

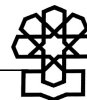
۱. فقهی، ۱۳۸۶، ص ۱۰۶.

2. Independent Investment Banks
3. Holding Bank
4. Financial Conglomerates

۵. برنامه کسب‌وکار، ۱۳۸۷، ص ۱-۲.

۶. عیوض‌لو، ۱۳۸۶، ص ۱۱.

7. Citigroup-salomon Smith Barney
8. Merrill Lynch
9. UBS Warburg
10. Goldman Sachs
11. Jp. Morgan Chase



سابقه فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری در ایران

در ایران قبل از انقلاب اسلامی تعدادی بانک توسعه‌ای در کنار بانک‌های تجاری و برخی از وظایف بانک‌های سرمایه‌گذاری را انجام می‌دادند. مانند بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران تأسیس ۱۳۳۸، بانک توسعه و سرمایه‌گذاری ایران تأسیس ۱۳۵۲، شرکت خدمات مالی ایران تأسیس ۱۳۵۳ و شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران تأسیس ۱۳۵۴. اما بعد از پیروزی انقلاب اسلامی و ملی شدن بانک‌ها و صنایع و رکود بازار سهام فعالیت تأمین سرمایه این مؤسسات متوقف شد. همچنین حاکمیت اقتصاد دولتی و تأمین منابع پروژه‌ها از اعتبارات دولتی انگیزه سرمایه‌گذاری در سهام را در بخش خصوصی تضعیف کرد. اما بعد از ابلاغ سیاست‌های اجرایی اصل ۴۴ قانون اساسی توسط مقام معظم رهبری ضرورت فعالیت مجدد شرکت‌های تأمین سرمایه برای تسهیل در واگذاری سهام دولتی احساس می‌شود.

قوانین ناظر بر فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه

نهاد ناظر بر فعالیت مؤسسات تأمین سرمایه (بانک‌های سرمایه‌گذاری) در آمریکا کمیسیون بررسی و اوراق بهادار^۱ (SEC) است که در سال ۱۹۳۴ تأسیس شد. قانون بهبود بازار ملی اوراق بهادار (NSMIA) بر نقش حساس SEC در نظارت بر بازار سرمایه تأکید می‌کند. با تصویب این قانون SEC بالاترین مرجع نظارتی بر فعالیت شرکت‌های اوراق بهادار و بانک‌های سرمایه‌گذاری شناخته شده است.

در ایران طبق بند «۵» ماده (۴) قانون بازار اوراق بهادار صدور، تعلیق و لغو مجوز فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه از جمله وظایف شورای عالی بورس و اوراق بهادار است. یکی از تفاوت‌های قانون بازار اوراق بهادار (مصوب آذر ۱۳۸۴) با قانون تأسیس بورس و اوراق بهادار (مصوب ۱۳۴۵) آن است که جایگاه مشخصی برای بازار اولیه و نهادهای مالی آن تعریف شده است. در این قانون شرکت تأمین سرمایه تعریف و وظایف کلی آن بیان شده است. طبق این قانون در شهریور ۱۳۸۶ مجوز فعالیت برای دو شرکت تأمین سرمایه یکی به نام امین و دیگری نوین صادر شد. بدین ترتیب سابقه فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری در ایران بعد از انقلاب از نیمه سال ۱۳۸۶ آغاز می‌شود.

1. Securities and Exchange Commission (SEC)



وظایف شرکت‌های تأمین سرمایه

دامنه وظایف شرکت‌های تأمین سرمایه در دنیا متغیر و متنوع بوده است. تغییر و اصلاح قوانین وظایف آنها را تغییر داده و در کشورهای مختلف برحسب درجه توسعه و سابقه فعالیت از وظایف گوناگونی برخوردار بودند. فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه از وظایف سنتی تا وظایف نوین در حال تغییر و رشد بوده است. این نهاد مالی هم در بازار اولیه و هم در بازار ثانویه دارای وظایفی به شرح زیر است:

۱. تضمین و تعهد فروش اوراق بهادار (پذیره‌نویسی یا تعهد پذیره‌نویسی)^۱

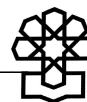
شرکت تأمین سرمایه فروش اوراق بهادار جدید شرکت ناشر را به قیمت پذیره‌نویسی معین، به تعداد معین و برای مدت مشخص ضمانت می‌کند. همچنین تعهد خرید یک‌جای اوراق بهادار، ناشر را تقبل می‌کند. طبق این تعهد اگر بخشی از اوراق بهادار فروخته نشود، شرکت تأمین سرمایه طبق قرارداد متعهد می‌شود خود آنها را خریداری کند. از این رو یک عدم فروش بخشی یا همه اوراق بهادار به شرکت تأمین سرمایه منتقل می‌شود. در بند «۲۸» از ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار آمده است که پذیره‌نویسی، فرایند خرید اوراق بهادار از ناشر یا نماینده قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد است. تعهد پذیره‌نویسی نیز از وظایف شرکت تأمین سرمایه است. طبق بند «۲۹» از ماده (۱) این قانون به تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهادار که ظرف مهلت پذیره‌نویسی به فروش نرسیده تعهد پذیره‌نویسی گویند.

۲. بازاریابی، توزیع و فروش اوراق بهادار مورد تعهد

به دلیل وجود نیرو و امکانات بازاریابی و دفاتر و شعب در سراسر کشور، شرکت تأمین سرمایه می‌تواند در مدت کوتاهی اوراق بهادار مورد تعهد را به بازار سرمایه عرضه کرده و آن را به فروش رساند. معمولاً شرکت‌های تأمین سرمایه قبل از امضای قرارداد تضمین فروش (پذیره‌نویسی) با مطالعه و بررسی بازار و امکان‌سنجی، مشتریان خود را شناسایی کرده و نسبت به امکان فروش اوراق بهادار در مدت کوتاهی به قیمت معین اطمینان حاصل می‌کنند.

مدیریت اجرایی

این وظیفه به پیگیری فرایند تشکیل پرونده و سند ثبت نزد سازمان مربوط می‌شود. طبق ماده (۲۰) قانون بازار اوراق بهادار عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه منوط به ثبت آن نزد سازمان بورس و با رعایت



مقررات این قانون خواهد بود. از این رو شرکت تأمین سرمایه طبق قرارداد می‌توانند رویه‌های اداری مراحل تشکیل پرونده نزد سازمان بورس، تهیه و تکمیل اطلاعات مورد نیاز و اصلاحی مورد نظر سازمان را پیگیری کرده و موضوع را تا کسب مجوز انتشار و آگهی پذیرهنویسی اوراق بهادار از سازمان بورس مدیریت کنند. در آمریکا نیز شرکت‌ها موظف به تشکیل پرونده نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) هستند.

۳. فعالیت کارگزاری^۱

کارگزار شخص حقوقی است که واسطه خریدار و فروشنده است و برای دیگران و به حساب آنها می‌تواند معامله‌ای را انجام دهد. انجام وظایف کارگزاری مربوط به بازارهای بورس رسمی است. از این رو طبق بند «۱۸» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار یک شرکت تأمین سرمایه می‌تواند وظایف کارگزار بورس را نیز انجام دهد.

۴. بازارساز متعهد یا متخصص بورس^۲

یک شرکت تأمین سرمایه مانند بازارساز متخصص در بورس نیویورک می‌تواند متعهد شود برای هر اوراق بهادار خاصی که به آن واگذار می‌شود دو وظیفه مهم را انجام دهد. این وظیفه در بازارهای بورس انجام می‌شود:

الف) حفظ تعادل در عرضه و تقاضا در بازار سهم از طریق خرید و فروش آن،

ب) قبول سفارشات به قیمت معین از سایر کارگزاری‌ها.

۵. فعالیت معامله‌گری^۳

معامله‌گر شخصی حقوقی است که اوراق بهادار را به نام و به حساب خود خرید و فروش می‌کند. این وظیفه در بازارهای خارج از بورس^۴ (OTC) انجام می‌شود. طبق بند «۱۸» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار یک شرکت تأمین سرمایه می‌تواند وظایف معامله‌گران را نیز انجام دهد.

۶. بازارسازی^۵

شخص حقوقی است که سهام خاصی را در بازارهای خارج از بورس برای خودش خرید و فروش می‌کند و ریسک‌های مربوطه را تقبل می‌کند. از آنجایی که در زمان تصویب قانون بازار اوراق بهادار بازار خارج از

1. Broker
2. Specialist
3. dealer
4. Over-the - Counter
5. Market Maker



بورس رسمی در کشور وجود خارجی نداشت، از این رو وظیفه بازسازی در بند «۱۸» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار جزء وظایف شرکت تأمین سرمایه معرفی نشده است. اما از آنجایی که این شرکت‌ها می‌توانند در بورس معامله کنند، بدیهی است که در صورت شکل‌گیری بازار خارج از بورس نیز می‌توانند در آنجا نیز فعالیت کنند. بازار خارج از بورس در ایران انتظار می‌رود از مهر ۱۳۸۷ فعالیت خود را شروع کند.

۷. بازگردانی

بازگردان شخصی حقوقی است که تحت عنوان کارگزار یا معامله‌گر با داشتن مجوز لازم نسبت به افزایش نقدشوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق بهادار خاصی اقدام کرده و با معاملات خود دامنه نوسان قیمت اوراق بهادار موردنظر را محدود می‌کند.

۸. سبب‌گردانی

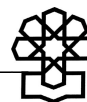
شخصی حقوقی است که در قالب قرارداد مشخصی برای کسب انتفاع اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار برای سرمایه‌گذاران می‌کنند. از این رو مدیریت سبب سهام و انتخاب و تعدیل مستمر ترکیب بهینه سبب سهام از وظایف شرکت تأمین سرمایه است.

۹. مشاوره سرمایه‌گذاری

شخصی حقوقی است که در قالب قرارداد مشخص به سرمایه‌گذاران درباره خرید و فروش اوراق بهادار مشاوره می‌دهد.

۱۰. ارائه خدمات مشاوره مالی

شرکت تأمین سرمایه در طی سال مالی به‌طور مستمر بنا به نیاز شرکت طرف قرارداد خدمات و مشاوره‌های مالی مانند انتخاب بهترین روش تأمین مالی، ارائه تحلیل‌های مالی سازمان‌بندی عرضه اوراق بهادار تنظیم سیاست‌های تقسیم سود، مدیریت وجوه نقد، مشاوره برای شرکت در مزایده‌های خرید و فروش اوراق بهادار دولتی، ارزیابی هزینه سرمایه روش‌های مختلف تأمین مالی، انجام بررسی‌های اقتصادی، امکان‌سنجی طرح‌های اشخاص حقیقی و حقوقی ارائه دهد.



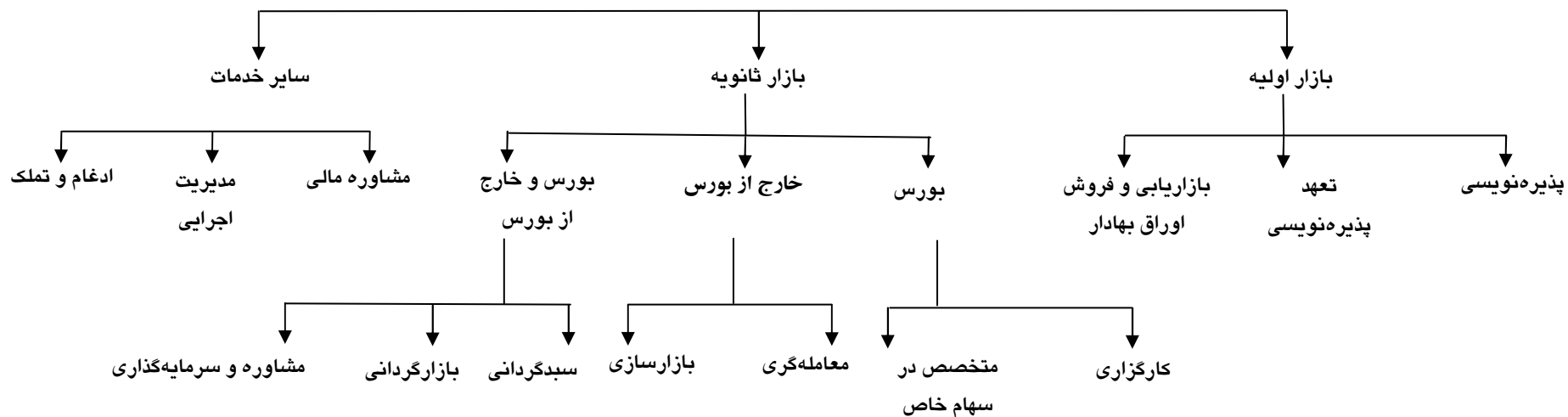
۱۱. ادغام، تملک و قبضه مالکیت

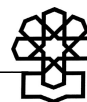
شرکت‌های تأمین سرمایه از طریق ادغام شرکت‌های ناکارآمد و اطلاع ساختار مالی آنها مانع از ادامه فعالیت آنها شده و در نتیجه به افزایش بهره‌وری ملی کمک می‌کنند. همچنین با سرمایه‌گذاری در طرح‌های ریسکی جدید از جمله پروژه‌های سرمایه‌گذاری کارآفرینان در تشکیل سرمایه به سرمایه‌گذاری مستقیم در شرکت‌های ریسکی کمک می‌کنند.

نمودار زیر وظایف شرکت‌های تأمین سرمایه را طبق قوانین و مقررات کشور نشان می‌دهد:



نمودار ۱. وظایف شرکت‌های تأمین سرمایه طبق قوانین و مقررات کشور





وظایف نوین شرکت‌های تأمین سرمایه

امروزه شرکت‌های تأمین سرمایه و بانک‌های سرمایه‌گذاری معروف دنیا وظایف نوینی را به شرح زیر انجام می‌دهند که برخی از آنها در قوانین و مقررات ایران یا در اساسنامه این شرکت پیش‌بینی نشده است:

۱. اداره وجوه امانی و مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری،
۲. نگهداری اوراق بهادار و امانت و ضمانت،
۳. تنزیل اسناد تجاری مانند سفته و برات،
۴. تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری ریسکی^۱ جدید کارآفرینان،
۵. طراحی اوراق بهادار به پشتوانه وام‌های رهنی برای بانک‌های مسکن (تبدیل به اوراق بهادار کردن اعتبارات)^۲،
۶. لیزینگ و مدیریت ریسک،
۷. طراحی محصولات بازار سرمایه - بیمه و بانک،
۸. طراحی انواع اوراق مشارکت و اوراق بدهی شریعت و اوراق مشتقه (مهندسی مالی)،
۹. مدیریت بیمه‌های تکمیلی و صندوق‌های بازنشستگی تکمیلی،
۱۰. مدیریت دارایی‌های ارزی و معاملات در بازارهای خارجی،
۱۱. ضمانت بدهی‌های بلندمدت و تأمین بدهی‌های کوتاه‌مدت،
۱۲. تهیه مطالعات امکان‌سنجی طرح‌ها و برنامه‌های کسب‌وکار^۳،
۱۳. آماده‌سازی شرکت‌ها برای رتبه‌بندی توسط شرکت‌های رتبه‌بندی اعتبار،
۱۴. تعهد خرید و پذیره‌نویسی اوراق بهادار در عرضه‌های ثانویه.

انواع قراردادهای تضمین و تعهد فروش

بانک سرمایه‌گذاری (شرکت تأمین سرمایه) با شرکت ناشر اوراق بهادار، قراردادهای زیر را برای پذیره‌نویسی و عرضه اوراق بهادار منعقد می‌کنند:

1. Joint Venture Capital
2. Credit Securitization
3. Fully Underwritten Offers



۱. عرضه عمومی با تضمین فروش کامل^۱

این روش که شبیه به قرارداد خرید است شرکت تأمین سرمایه همه اوراق بهادار ناشر را یکجا می‌خرد و خود موظف و متعهد به فروش آن به مردم است. از این رو این قرارداد برای شرکت تأمین سرمایه قرارداد خرید و فروش تلقی می‌شود. شرکت ناشر معادل ارزش پذیرهنویسی اوراق بهادار منهای کارمزد (شکاف قیمت خرید و فروش) را طبق قرارداد از بانک سرمایه‌گذاری دریافت می‌کند. بدین ترتیب همه ریسک‌های مرتبط از شرکت ناشر به دوش شرکت تأمین سرمایه منتقل می‌شود. این قرارداد با شرکت‌های بزرگ و برای افزایش سرمایه با مبالغ بالا به‌کار می‌رود.^۲

این قرارداد یک روش تضمین فروش سریع اوراق بهادار است. هدف شرکت ناشر حداکثرسازی قیمت سهام پس از کسر هزینه‌های جانبی فروش است.^۳

در قرارداد تصریح می‌شود که اوراق بهادار را نمی‌توان به قیمتی کمتر از قیمت پذیرهنویسی به فروش رساند. از این رو شرکت تأمین سرمایه موظف است در صورت کاهش قیمت بازار به زیر قیمت پذیرهنویسی اوراق بهادار را خریداری کند. هدف از این کار «حمایت از بازار» یا «تثبیت قیمت پذیرهنویسی» است تا جلوی کنترل موقتی قیمت گرفته شود.

۲. تضمین فروش آماده‌باش^۴

این قرارداد در مورد عرضه حق تقدم سهام^۵ به‌کار می‌رود. به همین دلیل به آن حق تقدم تضمین شده نیز گویند. طبق این قرارداد شرکت تأمین سرمایه تعهد می‌دهد تا آن مقدار از سهام پذیرهنویسی نشده را خود بردارد. این قرارداد ریسک پذیرهنویسی کمتر از حد را به دوش شرکت تأمین سرمایه منتقل می‌کند. زمانی سهامداران گواهینامه حق تقدم خود را پذیرهنویسی نمی‌کنند که اخبار بدهی از شرکت داشته باشد و احتمال کاهش قیمت بازار به زیر قیمت پذیرهنویسی را بدهند. بدیهی است اگر سهامداران حق پذیرهنویسی بیشتر^۶ را داشته باشند، آنگاه نیازی به انعقاد این قرارداد با شرکت تأمین سرمایه نیست. کارمزد شرکت تأمین سرمایه از دو جزء تشکیل می‌شود. یکی کارمزد ثابت و دیگری کارمزد متغیر و اضافی که به ریسک عدم پذیرهنویسی بستگی دارد. از دیدگاه شرکت ناشر هرگاه ریسک فروش سهام بالا باشد، انعقاد این قرارداد ضروری‌تر است. در عمل شرکت تأمین سرمایه یک قرارداد اختیار فروش^۷ به شرکت ناشر می‌فروشد و به‌عبارت دیگر شرکت ناشر یک قرارداد اختیار فروش از شرکت تأمین سرمایه را می‌خرد.

1. Business Plan

2. Ross and Westerfiel, 1988, p: u58.

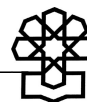
3. Heinkel and Schwartz, 1986, p:3.

4. Standby underwriting

5. Stock Right

6. Over Subscription

7. Put Option



به منظور کاهش ریسک عدم پذیره نویسی قیمت پذیره نویسی زیر قیمت بازار تعیین می‌شود. برای کاهش رقیق‌شدگی ارزش سهام و الزام شرکت‌ها به پرداخت سود بالا شرکت‌ها ترجیح می‌دهند به جای کاهش قیمت پذیره نویسی قرارداد آماده‌باش را با شرکت‌های تأمین سرمایه به منظور اطمینان از موفقیت عرضه منعقد کنند. به همین دلیل $\frac{2}{3}$ حق تقدم‌ها در آمریکا با قرارداد آماده‌باش عرضه می‌شود.^۱ شکلی از قرارداد آماده‌باش قاعده همه یا هیچ است. طبق این قاعده شرکت تأمین سرمایه وقتی ریسک عدم فروش سهام را می‌پذیرد که همه سهام به قیمت پذیره نویسی فروخته نشود. یعنی اگر فقط بخشی از سهام پذیره نویسی شود، شرکت تأمین سرمایه بابت بخش فروخته‌نشده ریسکی را قبول نمی‌کند و شرکت ناشر ادعای بابت اوراق فروش نرفته نخواهد داشت.^۲

۳. تضمین فروش با بهترین تلاش‌ها^۳

طبق این قرارداد شرکت تأمین سرمایه نهایت سعی و کوشش خود را برای فروش اوراق بهادار شرکت ناشر به قیمت پذیره نویسی به کار می‌گیرند. در این صورت اوراق بهادار فروخته نشده به شرکت ناشر عودت داده می‌شود. این قرارداد در مورد عرضه عمومی اولیه^۴ IPO رایج است. این قرارداد برای عرضه اوراق بهادار با حجم کم توسط شرکت‌های نوپا، تازه تأسیس و کوچک به کار می‌رود.^۵ از آنجا که کمیسیون فروش سهام این‌گونه شرکت‌ها حدود ۱۰-۲۰ درصد قیمت فروش سهام است، لذا هزینه سرمایه شرکت به شدت افزایش می‌یابد. در آمریکا حدود ۲۰ درصد از کل سهام عادی منتشر شده شرکت از طریق این نوع قرارداد تضمین فروش می‌شوند. این قرارداد زمانی منعقد می‌شود که اوراق بهادار ناشر خیلی پریسک است. به همین دلیل شرکت ناشر در برابر ریسک عدم فروش اوراق بهادار کاملاً تضمین نمی‌شود. به همین دلیل گاهی طبقه‌بندی روش‌های پذیره نویسی این نوع قرارداد را جزء روش‌های تضمین نشده در پذیره نویسی تلقی می‌کنند.

مطالعات رایتر^۶ نشان داد که شرکت تأمین سرمایه در روش تضمین فروش کامل نقش جمع‌آوری اطلاعات از بازار را به عهده دارد و صرفاً یک شرکت تأمین سرمایه نیست. در قرارداد بهترین تلاش شرکت تأمین سرمایه چندان نیازی به بررسی بازار فروش ندارد. مطالعه شرمن^۷ نشان داد که جمع‌آوری اطلاعات از اوضاع بازار در روش بهترین تلاش در طول دوره عرضه اوراق بهادار انجام می‌شود و نه قبل

1. Singh, 1991, p. 108.

2. Brealey and Myers

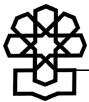
3. Best efforts underwriting

4. Initial Public Offer

5. Sherman, 1992, p.783.

6. Ritter, 1987, P.275.

7. Sharman, 1992, P.783.

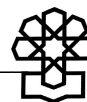


از آن این قرارداد برای عرضه اوراق بهادار با حجم کم یا اوراق بهاداری که اطلاعات بازار فروش آن پراکنده است و شرکت تأمین سرمایه نتواند اطلاعات منظمی از آن به دست آورد.

مجموعه‌ای از شرکت‌های تأمین سرمایه تشکیل صنعت بانکداری سرمایه‌گذاری را می‌دهند. این صنعت در آمریکا شامل چندین هزار شرکت مختلف است. پس از امضای پیش‌نویس قرارداد تعهد فروش شرکت تأمین سرمایه اصلی^۱ که به آن مؤسس یا بانی گویند با همکاری تعدادی از بانک‌های سرمایه‌گذاری دیگر که به آن شرکت‌های فرعی^۲ گویند تشکیل سندیکای تضمین‌کنندگان (پذیره‌نویسان) را می‌دهند. هریک از اعضای سندیکا با تعداد زیادی گروه فروشندگان قرارداد تعهد فروش امضا می‌کنند. بدین ترتیب به هر یک از فروشندگان درصدی از اوراق بهادار مورد تعهد جهت عرضه به مردم واگذار می‌شود. در بین گروه فروشندگان تعداد زیادی شرکت‌های کارگزاری و معامله‌گران که عضو سندیکا نیستند وجود دارد. هدف از تشکیل سندیکا توزیع ریسک مربوط به تضمین و تعهد پذیره‌نویسی است. شرکت تأمین سرمایه اصلی به عنوان مدیر سندیکا ۲۰ درصد از کارمزد را دریافت می‌کند. ۳۰ درصد به سایر شرکت‌های تأمین سرمایه فرعی و بقیه کارمزد بین گروه فروشندگان متعدد تقسیم می‌شود.

روش رایج در ایران آن است که تقریباً همه انتشار سهام و اوراق مشارکت و حق تقدم‌ها توسط شرکت‌های تأمین سرمایه تضمین فروش نمی‌شود. اگرچه عدم انعقاد قرارداد با این شرکت‌ها باعث صرفه‌جویی در هزینه‌های کارمزد می‌شود، اما اگر قیمت بازار به کمتر از قیمت پذیره‌نویسی تنزل کند، عرضه اوراق بهادار با شکست مواجه می‌شود. شکست عرضه هزینه فرصت‌های از دست رفته در پروژه‌های سرمایه‌گذاری با NPV مثبت، هزینه عدم بازپرداخت تعهدات مالی یا هزینه تأمین مالی موقتی و اضطراری را بر شرکت ناشر تحمیل می‌کند.^۳ اما از آنجا که اغلب سهام در ایران به قیمت اسمی پذیره‌نویسی می‌شوند و قیمت بازار سهام معمولاً بالاتر از قیمت اسمی است، از این رو تفاوت انگیزه سرمایه‌گذاران را به خرید و پذیره‌نویسی تشویق می‌کند. حضور، شرکت‌های تأمین سرمایه باعث می‌شود فروش سهام به قیمت اسمی انجام نشود. مهم‌ترین نقش این شرکت‌ها آن است که اوراق بهادار را به قیمت بازار (یا ۲-۵ درصد کمتر از قیمت بازار) در مدت کوتاهی بازاریابی و به فروش رسانند. در نتیجه تعداد سهام کمتری برای تأمین سرمایه مورد نظر منتشر شده و سود هر سهم EPS^۴ و سود تقسیمی هر سهم DPS^۵ کمتر رقیق می‌شود. زیرا رقیق شدن این دو باعث کاهش قیمت بازار سهام می‌شود.

1. Leader underwriting
2. Subunderwriter
3. Heinkel and Schwartz, 1986, P.3.
4. Earning Per Share
5. Dividend per share



حضور شرکتهای تأمین سرمایه و ضرورت اصلاحات در قوانین

بازار سرمایه از نظر تشکیل سرمایه به دو نوع زیر تقسیم می‌شود:

۱. بازار اولیه: بازاری است که در آن برای اولین بار اوراق بهادار توسط دولت، شرکتهای دولتی، نهادهای عمومی غیردولتی و بخش خصوصی برای تأمین مالی میان‌مدت و بلندمدت به صورت انتشار اوراق مشارکت، سهام عادی و حق تقدم منتشر می‌شود. اگر تأمین مالی در بازار اولیه با استفاده از اوراق مشارکت انجام شود باعث افزایش بدهی شرکت یا نهاد ناشر می‌شود و اگر از طریق انتشار سهام عادی و حق تقدم انجام گیرد، باعث افزایش حساب سرمایه خواهد شد. در ایران انسجام رسمی بازار اولیه به تقویت قوانین مرتبط با این بازار بستگی دارد. از آنجایی که در زمان تصویب این قوانین شرکتهای تأمین سرمایه در کشور وجود خارجی نداشتند بنابراین جایگاه این شرکتهای در قوانین مربوط به بازار پول و سرمایه باید تعریف و تعیین شود. حدود یکسال از اولین مجوز فعالیت شرکتهای تأمین سرمایه در کشور می‌گذرد. از این رو لازم است برای رشد و رونق بازار سرمایه اولیه کشور و جایگاه و نقش این شرکتهای در قوانین مرتبط تعریف شود. شرکتهای تأمین سرمایه فقط در قانون بازار اوراق بهادار معرفی شده و در آیین‌نامه اجرایی این قانون نیز از این شرکتهای صحبت نشده است. سایر قوانین که در این راستا لازم است بازبینی شوند عبارتند از:

۱. قانون تجارت

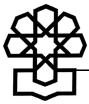
۲. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی و آیین‌نامه اجرایی آن مصوب ۱۳۷۷/۵/۱۸). طبق ماده (۲۶) قانون بازار اوراق بهادار از تاریخ اجرای این قانون وظایف و اختیارات بانک مرکزی موضوع ماده (۴) قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت به سازمان بورس واگذار شده است.

۳. قانون پولی و بانکی،

۴. قانون بانکداری بدون ربا.

از آنجایی که مهم‌ترین روش‌های تأمین مالی در ایران غالباً از طریق انواع قراردادهای وام و تسهیلات بانکی بوده است، لذا نظام مالی ایران بانک‌محور است. در دنیا به دلیل توسعه بازار اوراق بهادار پیشرفت‌ها و نوآوری‌های صنعت پذیرهنویسی و تضمین فروش انواع اوراق بهادار و اصلاح قوانین به نفع رونق بازار اولیه اوراق بهادار باعث شده است نظام تأمین مالی به اوراق بهادار متکی باشد.

۲. بازار ثانویه: به انجام معاملات اوراق بهادار قبلاً منتشر شده در بین عموم اشخاص حقیقی و حقوقی در بازارهای بورس و خارج از بورس بازار ثانویه گویند. با توجه به بند «۲۸» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار شرکتهای تأمین سرمایه می‌توانند در بازارهای ثانویه به فعالیت کارگزاری، معامله‌گری، سبدگردانی و بازارگردانی بپردازند. معاملات بازار ثانویه موجب تشکیل سرمایه نمی‌شود بنابراین نقش



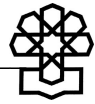
شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار ثانویه عبارتند از:

- الف) افزایش شفافیت اطلاعاتی اوضاع مالی شرکت‌ها،
- ب) افزایش قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار،
- ج) کمک به بازار در کشف قیمت و قیمت‌گذاری منصفانه،
- د) کنترل دامنه نوسان قیمت اوراق بهادار،
- هـ) مدیریت سبد سهام برای سرمایه‌گذاران،
- و) افزایش حجم معاملات و رونق بازار.

جایگاه و نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار اولیه

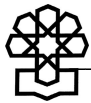
شرکت‌های تأمین سرمایه در قلب بازار انتشار اوراق بهادار جای دارند. شرکت‌های تأمین سرمایه به‌عنوان واسطه مالی هم در عرضه اوراق بهادار جدید و شرکت‌های تازه تأسیس، عرضه سهام شرکت‌هایی که از سهامی خاص به عام تبدیل می‌شوند، عرضه سهام شرکت‌های دولتی مشمول واگذاری به مردم و در عرضه انواع اوراق مشارکت و عرضه‌های ثانویه اوراق بهادار و عرضه افزایش سرمایه و حق تقدم شرکت‌های دایر می‌توانند فعالیت کنند. اگر شرکتی سهام خود را با استفاده از واسطه‌های مالی عرضه عمومی کند این عرضه یا غیرمستقیم است یا نیمه مستقیم. در عرضه غیرمستقیم سهام شرکت توسط نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری حقوقی مانند شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری (مشاع) خریداری می‌شود. اما در روش نیمه‌مستقیم شرکت ناشر اوراق بهادار خود را با انعقاد قراردادهای پذیرهنویسی با شرکت‌های تأمین سرمایه به عموم عرضه می‌کند. در این روش سهام شرکت ناشر یا به‌صورت حق تقدم عرضه می‌شود یا به عموم فروخته می‌شود. حق تقدم در خرید سهام عادی حق پذیرهنویسی در خرید سهام جدید است که براساس اساسنامه شرکت به سهامداران فعلی اعطا می‌شود. طبق این حق سهامداران مجازند برحسب درصد مالکیت خود تعداد سهام جدیدی را به قیمت معین و در مهلت معینی پذیرهنویسی کنند یا آنکه مجازند گواهینامه حق تقدم خود را در بورس بفروشند.^۱

نمودار زیر انواع روش‌های عرضه سهام جدید و جایگاه شرکت تأمین سرمایه را به همراه قراردادهای تضمین فروش نشانی می‌دهد. در عرضه عمومی شرکت ناشر موظف است موضوع انتشار اوراق بهادار را نزد سازمان بورس به ثبت برساند و تا زمانی که واقعیت‌های اطلاعاتی مورد نیاز افشا نشود سازمان بورس اجازه انتشار عمومی را نمی‌دهد. در عرضه خصوصی طبق بند «۲۷» ماده (۱) قانون

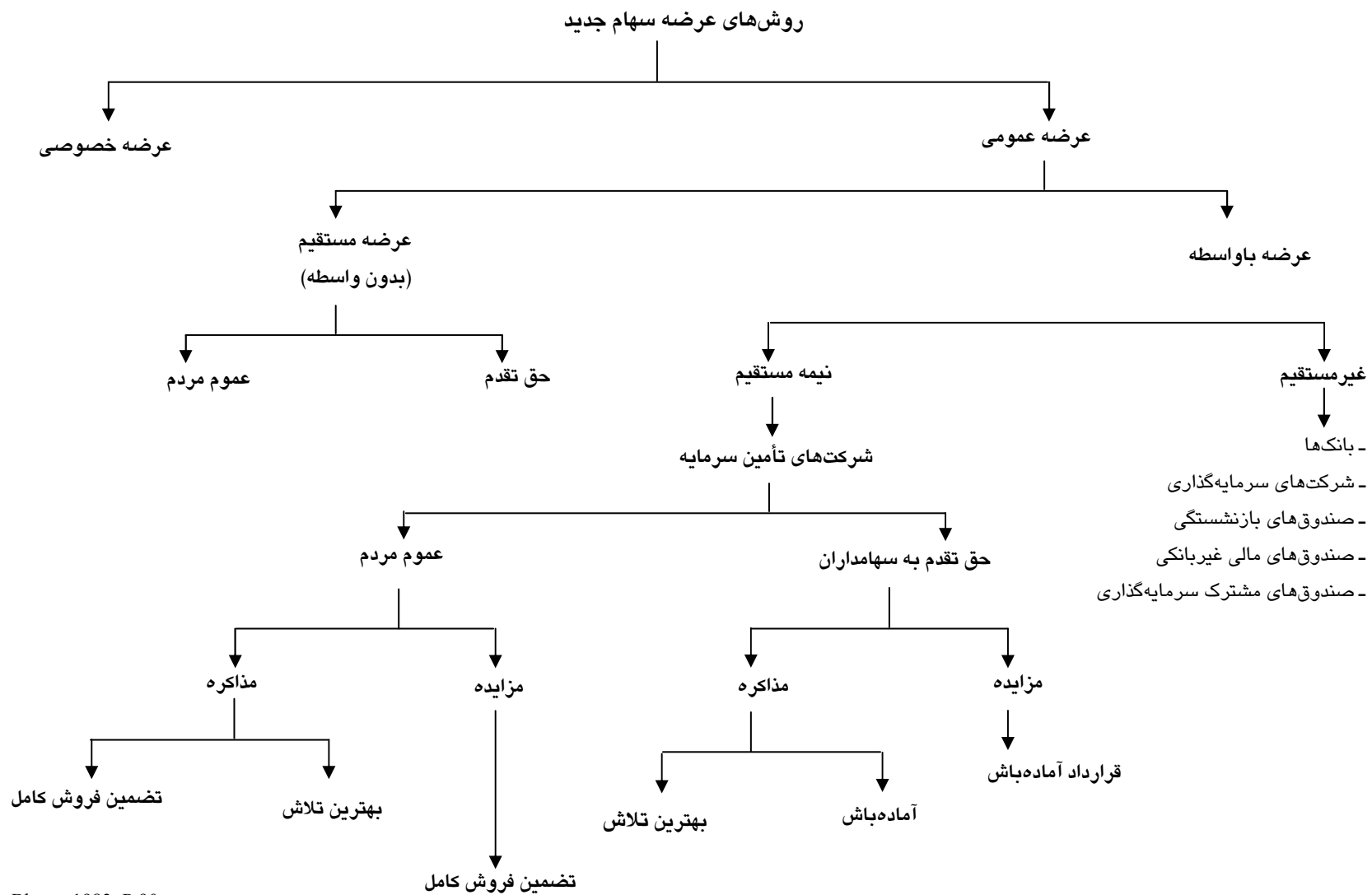


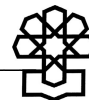
بازار اوراق بهادار، اوراق بهادار به تعدادی سرمایه‌گذار نهادی فروخته می‌شود. از دیدگاه SEC اگر اوراق بهادار حداکثر به ۱۲ سرمایه‌گذار خبره و آگاه حقوقی فروخته شود که آنها نتوانند حداقل طی ۲ سال آینده آن را مجدداً بفروشند، عرضه خصوصی گویند. بنابراین از نظر SEC فروش اوراق بهادار خریداری شده توسط خریدار ظرف ۲ سال آینده شواهدی بر عرضه عمومی به حساب می‌آید.^۱

1. Brealey and Myers, 1996, P.311.



نمودار ۲. روش‌های عرضه عمومی سهام





در روش مذاکره‌ای شرکت ناشر و شرکت تأمین سرمایه درباره شرایط انتشار اوراق بهادار کارمزد، قیمت پذیره‌نویسی، مدت عرضه مذاکره کرده و در نهایت ناشر شرکتی را انتخاب می‌کند و با آن قرارداد پذیره‌نویسی و تعهد فروش منعقد می‌کند که شرایط بهتری را برای ناشر ارائه دهد. معمولاً اگر روش مذاکره‌ای توسط شرکت‌های ناشر بخش خصوصی استفاده می‌شود. اما در روش مزایده‌ای که معمولاً توسط شرکت‌های عام‌المنفعه، شرکت‌های دولتی و نهادهای عمومی به‌کار می‌رود. زیرا طبق قانون آنها موظف به رعایت مقررات و آیین‌نامه‌های معاملات بخش دولتی و اعمال روش مزایده‌ای هستند. یعنی با شرکت تأمین سرمایه‌ای قرارداد منعقد می‌کنند که بالاترین قیمت خرید و فروش را برای اوراق بهادار دولتی متعهد شود.

ضرورت و فواید شرکت‌های تأمین سرمایه در ایران

۱. کمک به دولت یا شرکت‌های مادر تخصصی (مانند سازمان خصوصی‌سازی) در قیمت‌گذاری، پذیره‌نویسی و بازاریابی و فروش سهام شرکت‌های دولتی مشمول واگذاری در راستای اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی،
۲. کمک به پذیره‌نویسی شرکت‌های تازه تأسیس یا شرکت‌های فعال که سهامی خاص هستند و تصمیم دارند با عرضه عمومی سهام خود به سهامی عام تبدیل شوند،
۳. کمک به بخش دولتی و خصوصی در طراحی انواع اوراق مشارکت متناسب با ریسک و بازده و تعهد پذیره‌نویسی آن،
۴. انتقال ریسک عدم فروش اوراق بهادار از شرکت ناشر به شرکت تأمین سرمایه. درحالی‌که شبکه بانکی فقط نقش عامل توزیع و فروش اوراق بهادار را بدون تقبل ریسک عدم فروش آن تاکنون انجام می‌دهند،
۵. توسعه فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه باعث هدایت نظام مالی کشور از بانک محور به اوراق بهادار محور می‌شود. در نتیجه تقاضای وام بانکی کاهش یافته و بازار اولیه اوراق بهادار توسعه می‌یابد،
۶. حضور شرکت تأمین سرمایه به اصلاح ساختار مالی و در نتیجه افزایش بهره‌وری شرکت‌های دولتی کمک می‌کند. همچنین درباره میزان عرضه اوراق بهادار، نوع اوراق بهادار، زمان بندی عرضه به شرکت ناشر کمک و مشاوره می‌دهد،
۷. ایجاد فرصت‌های اشتغال جدید برای فارغ‌التحصیلان رشته‌های مدیریت بازرگانی، مدیریت مالی، حسابداری و اقتصاد با توجه به نمودار سازمانی و تشکیلاتی شرکت تأمین سرمایه،
۸. تکمیل زنجیره نهادهای مالی مورد نیاز در بازار اولیه برای تأمین مالی شرکت‌های متقاضی وجوه.



نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در اجرای اصل ۴۴

۱. کاهش مخاطرات آماده‌سازی شرکت‌های مشمول واگذاری قبل از پذیرش در بورس،
۲. کمک به قیمت‌گذاری داده‌ها و ستاده‌های شرکت‌های مشمول واگذاری،
۳. قیمت‌گذاری سهام صنایع و شرکت‌ها، کشف قیمت و اصلاح قیمت پایه،
۴. تضمین حداقل قیمت عرضه و تثبیت قیمت بازار از طریق بازارسازی،
۵. کمک به افزایش شفافیت اطلاعاتی شرکت‌های مشمول واگذاری و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی،
۶. کاهش احتمال ارزان‌فروشی و گران‌فروشی سهام شرکت‌های مشمول واگذاری،
۷. استفاده از ابزارهای بازاریابی برای جذب عموم مردم،
۸. بازارسازی برای شرکت‌های واگذار شده بعد از پذیرش،
۹. شناسایی سرمایه‌گذاران نهادهای داخلی و خارجی،
۱۰. عرضه سهام به بورس‌های خارج از کشور.^۱

دلایل رواج صنعت تضمین فروش در کشورهای پیشرفته

در انگلستان حدود ۹۰ درصد حق تقدم‌ها با قرارداد تضمین فروش عرضه می‌شوند. شرکت تأمین سرمایه اصلی بیش از ۱۰۰ شرکت پذیرهنویس فرعی را که به هر یک حداکثر ۳ درصد اوراق بهادار تخصیص می‌یابد، به‌کار می‌گیرد. در آمریکا حدود ۹۰ درصد از عرضه عمومی نقدی سهام از طریق روش تضمین فروش با استفاده از بانک‌های سرمایه‌گذاری انجام می‌شود و کمتر از ۱۰ درصد شرکت‌های آمریکایی سهام خود را مستقیماً به سهامداران فعلی خود از طریق حق تقدم عرضه می‌کنند.^۲

دلایل رواج زیاد صنعت تضمین فروش به شرح زیر است:

۱. تأیید و تصدیق:^۳ حضور بانک سرمایه‌گذاری در فرایند عرضه حاکی از تأیید اوراق بهادار است. بانک سرمایه‌گذاری به پشتوانه اعتبار، شهرت و توانایی دسترسی به اطلاعات خصوصی و در نتیجه توانایی کاهش عدم تقارن اطلاعاتی^۴ بین شرکت ناشر و سرمایه‌گذاران قیمت پذیرهنویسی را نزدیک به قیمت واقعی (ارزش ذاتی) سهام تعیین می‌کند.^۵ همچنین برخی از محققان معتقدند که

۱. رحمانی، ۱۳۸۶.

2. Brealey and Myers, 1996, P.297.

3. Certify

4. Information Asymmetry

5. Joh, 1988, P.63.



- یکی از وظایف شرکت‌های تأمین سرمایه نقش تأییدی اوراق بهادار برای اطلاع عموم مردم است.^۱
۲. حمایت از قیمت پذیرهنویسی و تثبیت قیمت بعد از آغاز پذیرهنویسی. این بدان معنی است که برای شرکت تأمین سرمایه در صورت کاهش احتمالی قیمت بازار به زیر قیمت پذیرهنویسی متعهد به خرید آن می‌شود تا از تنزل قیمت جلوگیری کند.
۳. پرداخت کارمزد بابت استفاده از خدمات مشاوره مالی به شرکت‌های تأمین سرمایه جزء هزینه‌های قابل قبول مالیاتی است و لذا صرفه‌جویی مالیاتی برای شرکت ناشر دارد. اما پرداخت کمیسیون بابت تضمین فروش و پذیرهنویسی در انتشار اوراق بهادار به حساب هزینه‌های شرکت منظور نمی‌شود، بلکه حساب صرف سهام را کاهش داده و در نتیجه تأثیری در سود و زیان و پاداش مدیریت نمی‌گذارد.^۲
۴. وجوه حاصل از فروش اوراق بهادار به روش تضمین فروش سریع از روش‌های تضمین‌نشده به دست شرکت ناشر می‌رسد و در نتیجه عدم اطمینان نسبت به مبلغ و زمان وجوه کاهش می‌یابد.
۵. انعقاد قرارداد با شرکت تأمین سرمایه به‌مثابه خرید بیمه‌نامه است و شرکت ناشر ریسک عدم فروش احتمالی را به دوش شرکت تأمین سرمایه منتقل می‌کند.
۶. مدیران شرکت‌های تأمین سرمایه بابت انعقاد قرارداد تضمین فروش مدیران شرکت ناشر را تطمیع می‌کنند. از این قرارداد تضمین فروش فرضیه رفاه مدیریت^۳ را تأیید می‌کند.
۷. برخی از اعضای هیئت مدیره شرکت ناشر ممکن است از مدیران بانک سرمایه‌گذاری باشند.

نتیجه‌گیری

طبق بند «۱۸» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ مجلس شورای اسلامی، شرکت تأمین سرمایه شرکتی است که به‌عنوان واسطه بین ناشر اوراق بهادار و عامه سرمایه‌گذاران فعالیت می‌کند و می‌تواند فعالیت‌های کارگزاری، معامله‌گری، بازارگردانی، مشاوره، سبده‌گردانی، پذیرهنویسی، تعهد پذیرهنویسی و فعالیت‌های مشابه را با اخذ مجوز از «سازمان» انجام دهد.

شرکت‌های تأمین سرمایه یا بانک‌های سرمایه‌گذاری در قلب بازار انتشار اوراق بهادار جای دارند. شرکت‌های تأمین سرمایه به‌عنوان واسطه مالی هم در عرضه اوراق بهادار جدید و شرکت‌های تازه تأسیس، عرضه سهام شرکت‌هایی که از سهامی خاص به عام تبدیل می‌شوند،

1. Booth and Smith, 1986.

۲. عباسی، ۱۳۸۳، ص ۱۹-۲۰.

3. Management welfare hypothesis



عرضه سهام شرکت‌های دولتی مشمول واگذاری به مردم و در عرضه انواع اوراق مشارکت و عرضه‌های ثانویه اوراق بهادار و عرضه افزایش سرمایه و حق تقدم شرکت‌های دایر می‌توانند فعالیت کنند.

در ایران انسجام رسمی بازار اولیه به تقویت قوانین مرتبط با این بازار بستگی دارد. از آنجا که در زمان تصویب این قوانین شرکت‌های تأمین سرمایه در کشور وجود خارجی نداشتند بنابراین جایگاه این شرکت‌ها در قوانین مربوط به بازار پول و سرمایه باید تعریف و تعیین شود. حدود یکسال از اولین مجوز فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه در کشور می‌گذرد. از این رو لازم است برای رشد و رونق بازار سرمایه اولیه کشور و جایگاه و نقش این شرکت‌ها در قوانین مرتبط تعریف شود. شرکت‌های تأمین سرمایه فقط در قانون بازار اوراق بهادار معرفی شده و در آیین‌نامه اجرایی این قانون نیز از این شرکت‌ها صحبت نشده است. سایر قوانین که در این راستا لازم است بازبینی شوند عبارتند از:

۱. قانون تجارت.

۲. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی و آیین‌نامه اجرایی آن مصوب ۱۳۷۷/۵/۱۸). طبق ماده (۲۶) قانون بازار اوراق بهادار از تاریخ اجرای این قانون وظایف و اختیارات بانک مرکزی موضوع ماده (۴) قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت به سازمان بورس واگذار شده است.

۳. قانون پولی و بانکی.

۴. قانون بانکداری بدون ربا.

با توجه به موارد فوق و دلایل زیر نیاز به ایجاد و گسترش بانک‌های سرمایه‌گذاری بیش از پیش احساس می‌شود:

۱. کمک به دولت یا شرکت‌های مادر تخصصی (مانند سازمان خصوصی‌سازی) در قیمت‌گذاری، پذیره‌نویسی و بازاریابی و فروش سهام شرکت‌های دولتی مشمول واگذاری در راستای اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی،

۲. کمک به بخش دولتی و خصوصی در طراحی انواع اوراق مشارکت متناسب با ریسک و بازده و تعهد پذیره‌نویسی آن،

۳. انتقال ریسک عدم فروش اوراق بهادار از شرکت ناشر به شرکت تأمین سرمایه. در حالی که شبکه بانکی فقط نقش عامل توزیع و فروش اوراق بهادار را بدون تقبل ریسک عدم فروش آن تاکنون انجام می‌دهند،

۴. توسعه فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه باعث هدایت نظام مالی کشور از بانک محور به اوراق



بهادار محور می‌شود. در نتیجه تقاضای وام بانکی کاهش یافته و بازار اولیه اوراق بهادار توسعه می‌یابد،

۵. حضور شرکت تأمین سرمایه به اصلاح ساختار مالی و در نتیجه افزایش بهره‌وری شرکت‌های دولتی کمک می‌کند. همچنین درباره میزان عرضه اوراق بهادار، نوع اوراق بهادار، زمان‌بندی عرضه به شرکت ناشر کمک و مشاوره می‌دهد.

پیوست‌ها

معرفی تعدادی بانک سرمایه‌گذاری معروف و منتخب

۱. Close Brothers Group در سال ۱۸۷۸ در لندن تأسیس شد. یک بانک پذیرهنویس مستقل است. در عین حال به‌عنوان یک بانک تجاری به ارائه خدمات بانک سرمایه‌گذاری نیز می‌پردازد. فعالیت آن در زمینه بانکداری تأمین مالی شرکت‌ها، مدیریت دارایی‌ها و بازارسازی است. این شرکت برای صندوق‌های خیریه و صندوق‌های بازنشستگی سبد سهام تشکیل می‌دهد و خدمات مالی برون‌مرزی ارائه می‌دهد.^۱ انواع خدمات این شرکت در زمینه‌های زیر است:

- صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری،
- مدیریت ثروت اشخاص،
- مشاوره مالی برای شرکت‌ها،
- معاملات اوراق بهادار،
- خدمات وام‌دهی و تأمین مالی،
- خدمات ارزی.^۲

۲. مورگان استنلی: جزء ۱۰ بانک سرمایه‌گذاری برتر دنیاست. در سال ۱۹۳۵ در آمریکا تأسیس شده که در زمینه‌های زیر فعالیت می‌کند.

- فعالیت بانکداری،
- خدمات مشاوره‌ای،
- پذیرهنویسی اوراق بهادار.^۳

۱. محمدزاده و همکاران، ۱۳۸۲، ص ۹-۱۰.

2. WWW.Closebrothers.co.uk.

3. WWW.Morganstanly.com



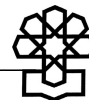
۳. سییتی گروپ: یک شرکت خدمات مالی با ۲۰۰ میلیون حساب برای مشتریان خود در بیش از ۱۰۰ کشور فعالیت دارد. برای اشخاص حقیقی در زمینه‌های زیر فعالیت می‌کند:

- بانکداری،
 - کارت‌های اعتباری،
 - اعطای وام‌های رهنی،
 - مدیریت دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری،
 - خدمات پرداخت صورتحساب‌ها،
 - سرمایه‌گذاری و بانکداری بین‌الملل.
- خدمات آن برای دولت‌ها، شرکت‌ها و نهادها به شرح زیر است:
- خدمات مالی برای بنگاه‌های تجاری با اندازه کوچک و متوسط،
 - خدمات مدیریت وجه نقد و خزانه‌داری،
 - خدمات وجوه نقد و اوراق بهادار،
 - خدمات دولتی،
 - مدیریت دارایی‌ها.^۱

۴. مری لینچ:^۲ در سال ۱۹۱۴ در آمریکا تأسیس شد. یکی از شرکت‌های مشاوره است که در بازار سرمایه و مدیریت ثروت در بیش از ۴۰ کشور فعالیت می‌کند. ارزش دارایی‌های مدیریت شده آن برای مشتریان ۱/۶ تریلیون دلار است. این بانک سرمایه‌گذاری از برترین معامله‌گران جهان است و اوراق بهادار و اوراق مشتقه را تضمین فروش می‌کند. مشاوران راهبردی برای شرکت‌ها، دولت‌ها، نهادها و افراد حقیقی در سطح جهان ارسال می‌کند.^۳

۵. گروه هلدینگ HSBC: در سال ۱۸۶۵ در هنگ‌کنگ تأسیس شد. دفتر مرکزی آن در لندن است. یکی از سازمان‌های مالی و بانکداری در دنیاست. بیش از ۱۰,۰۰۰ نفر پرسنل در ۸۲ کشور جهان دارد.^۴

1. WWW.Citigroup.com
2. Merrill Lynch
3. WWW.MI.com
4. WWW.HSBC.com



۶. بانک مونترال کانادا^۱ در سال ۱۸۱۷ تأسیس شد. خدمات مالی متنوعی را ارائه می‌دهد. امروزه به گروه مالی BMO معروف است. خدمات خود را در کانادا و آمریکا ارائه می‌دهد. ۳۶۷ میلیارد دلار تا پایان اکتبر ۲۰۰۷ ارزش دارایی این بانک بود. تقریباً ۳۶,۰۰۰ نفر کارمند دارد. دامنه وسیعی از بانکداری خرده‌فروشی، مدیریت ثروت اشخاص و محصولات بانکداری سرمایه‌گذاری را ارائه می‌دهد.^۲

نام بانک سرمایه‌گذاری در تعدادی از کشورهای آسیایی به همراه آدرس سایت آنها به شرح زیر است:

کشور	نام بانک سرمایه‌گذاری	سایت
مالزی	Aseambankers Malaysia Berhad	www.aseam.com.my
چین	China International Capital Corporation Ltd.	www.cicc.com
پاکستان	First International Investment Bank Ltd.	www.interbank.com.pk
هند	Oriental Bank of Commerce	www.obcindia.com
بحرین	Sico Bahrain	www.sico-bahrain.com

منابع و مأخذ

۱. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ مجلس شورای اسلامی.
۲. جعفری سرشت، داود و جهانخانی علی، مؤسسات تأمین سرمایه و ضرورت ایجاد آنها در ایران، ۱۳۷۳، مجله تحقیقات مالی، انتشارات دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی دانشگاه تهران، سال اول، شماره ۴، ص ۳۴-۵.
۳. عباسی، ابراهیم، روش‌ها و نظریه‌های انتشار سهام و قیمت بازار، انتشارات علمی و فرهنگی، ۱۳۸۳.
۴. مشرفی، گلاره، بانک سرمایه‌گذاری، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ص ۱-۹۱، ۱۳۸۳.
۵. برنامه کسب‌وکار شرکت تأمین سرمایه نوین (فردوسی سابق)، گزارش بایگانی شده، ص ۱-۳۸، ۱۳۸۷.
۶. عیوض‌لو، رضا، بازار اولیه و جایگاه صنعت مؤسسات تأمین سرمایه، مجله بورس، شماره ۶۳ و ۶۴، ص ۴-۱۵، ۱۳۸۶.
۷. فقهی کاشانی، محمد، تکمیل نهادهای مالی در کشور، انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۶.
۸. رحمانی، علی، نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در واگذاری شرکت‌های مشمول واگذاری اصل ۴۴ شرکت بورس و اوراق بهادار تهران، سخنرانی، ۱۳۸۶.
۹. محمدزاده اصل، نازی، فرشاد سلیم و رئوف امانی، مروری بر حیطه فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری، گزارشی از مؤسسه توسعه صنعت سرمایه‌گذاری ایران، ص ۱-۱۲، ۱۳۸۲.
10. Heinkel Robert and Schwartz, Eduad, S. (1986). Rights versus underwritten offering: an asymmetric Information Approach, The Journal of finance, vol XLI March, No. 1, PP. 1-17.



11. Ross, S.A. and westerfield, R.W (1988). Corporate Finance.Times Mirror-Mosby College, Publishing.
12. Sherman Ann Guenther (1992). The Pricing of Best efforts New issues, The Journal of Finance, vol. XLVII, No. 2, June, PP.781-797.
13. Singh, Ajal K. (1996). Layoffs and underwritten rights offers. Journal of Financial Economics, 43, PP.105-130.
14. Brealey Richard and Myers Stewart (1996). Principle of Corporate Finance. MC.graw-Hill International Book Company.
15. Finnerty John D. (1989). Corporate financial anaysis Mc.Graw-Hill Book Company. 2nd Printing.
16. Bhagat Sanjai (1983). The effect of Pre-emptive right Amendments on Shareholder wealth. Journal of financial Economics, 12, PP.289-310.
17. Booth, J. and Smith R. (1986). The Certification Role of the investment Banker in new issue Pricing-Midland Corporate Finance journal, spring.
18. John, Peter, Williamson (1988). The Investment Banking Handbook. Willey United States of America.
19. Weston J.fred and Brigham Eugene F.(1975). Managerial Finance. Hines dale, illinois.
20. Saunders, A. and Millon Cornett, M. (2004). Financial markets and Institutions, A modern Perspective Mc.Graw-Hill.
21. Ritter Jay R. (1987). The costs of going public journal of financial Economics, 19, PP.264-281.



شماره مسلسل: ۹۲۳۱

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: ضرورت بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت تأمین سرمایه) در بازار سرمایه کشور

Report Title: The necessity for Developing of Investment Banks (Fhncing Corporation) in Capital market.

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین: ابراهیم عباسی

همکار: صمد عزیزنژاد

ناظر علمی: مرتضی عزتی

منتقاصی: معاونت پژوهشی

ویراستار: —

واژه‌های کلیدی و معادل انگلیسی آنها:

۱. ضرورت (Necessity)

۲. بانک‌های سرمایه‌گذاری (Investment banks)

۳. شرکت‌های تأمین سرمایه (Financing corporations)

۴. توسعه (Development)

۵. بازار سرمایه (Capital market)

تاریخ انتشار: ۱۳۸۷/۷/۳