

بہ نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

توسعه بازار سرمایه

پدیدآورندگان: حمیدرضا اسمعیلی کیوی، مجتبی کاوند، یشم حامدی و یشم دعائی

کد گزارش: ۹۲-۳۸-۲۰۱۳

تاریخ: شهریور ۱۳۹۲

فهرست مطالب

۴	۱. مقدمه.....
۴	نظام مالی مطلوب؛ بانک محوری - بازار محوری.....
۸	۲. صندوق‌های سرمایه‌گذاری پر ریسک.....
۸	مقدمه؛ معرفی موضوع.....
۸	تاریخچه سرمایه‌گذاری پر ریسک.....
۱۱	کاربردهای صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر.....
۱۲	نمونه‌های از صندوق‌های سرمایه‌گذاری پر ریسک.....
۱۲	الگوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری پر ریسک.....
۱۳	۳. صندوق‌های سهامی خاص.....
۱۳	مقدمه.....
۱۳	معرفی موضوع.....
۱۵	تاریخچه.....
۱۵	کاربردهای صندوق‌های سهامی خاص.....
۱۶	الگوی عملیاتی صندوق‌های سهامی خاص.....
۱۷	۴. تامین مالی مزین.....
۱۷	مقدمه.....
۱۸	معرفی تامین مالی مزین.....
۱۹	ابزارهای تامین مالی مزین.....
۲۰	ویژگی‌های تامین مالی مزین.....
۲۱	مزایا و معایب تامین مالی مزین.....
۲۲	الزامات تامین مالی.....
۲۴	۵. مشارکت بخش عمومی - خصوصی.....
۲۴	مقدمه.....
۲۴	معرفی مشارکت عمومی - خصوصی.....

ابزارهای مالی مشارکت عمومی - خصوصی در بازار سرمایه ایران.....	۲۵
ابزارهای تامین مالی ساخت	۲۵
ابزارهای تامین مالی ساخت و بهره‌برداری	۲۵

۶. مالکیت ۲۶

مقدمه	۲۶
سهام عادی دوگانه	۲۷
تاریخچه سهام عادی دوگانه	۲۸
کاربرد سهام عادی دوگانه	۲۹
نمونه‌هایی از انتشار سهام عادی دوگانه	۲۹

۷. اقدامات آتی سازمان بورس و اوراق بهادار در جهت توسعه بازار سرمایه ۳۰

۱. تنوع ابزارهای تامین مالی	۳۰
۲. ایجاد انسجام در سیاست‌های کلی بازارهای مالی به‌ویژه در بخش نرخ‌گذاری	۳۱
۳. حضور بنگاه‌های اقتصادی در بازار سرمایه (خصوصی، دولتی و شبه دولتی)	۳۱
۴. تقویت موضوعات بین‌المللی	۳۱
۵. تعیین تکلیف سهام عدالت	۳۳
۶. تقویت بازار سرمایه با تقویت نهادهای مالی و توسعه شفافیت	۳۳
۷. راه اندازی بورس ایده	۳۴
۸. فرهنگ سازی	۳۴
۹. توسعه الکترونیکی بازار سرمایه	۳۵
۱۰. توسعه بورس‌های کالایی با هدف رقابتی شدن اقتصاد و حذف قیمتگذاری دستوری	۳۷
۱۱. تقویت بورس انرژی و ارائه ابزارهای نوین برای این بورس	۳۷
۱۲. کنترل ریسک سیستمیک و اتخاذ سیاست‌های احتیاطی	۳۸
13. بورس اوراق بهادار و دانشگاه	۴۱
۱۴. اصلاحات مالیاتی برای توسعه بازار سرمایه	۴۲
۱۵. بازسازی بازاریابی بازار سرمایه	۴۲

۱. مقدمه

نظام مالی مطلوب؛ بانک محوری - بازار محوری

تأثیر ساختار مالی بر روی رشد اقتصادی، موضوعی مهم در زمینه خط‌مشی‌گذاری می‌باشد. اگر یک نوع از ساختار مالی تأثیر بیشتری در رشد اقتصادی داشته باشد، باید بر ساختارهای دیگر ترجیح داده شود. به‌همین دلیل است که اقتصاددانان، به مدت صد سال بر روی این موضوع بحث کرده‌اند. البته این موضوع در حال حاضر نیز همچنان موضوع تحقیقات است زیرا حل این مسأله بهبود زیادی در کیفیت خط‌مشی‌های اقتصادی ایجاد می‌کند. ادبیات موضوع این حوزه به این مسأله می‌پردازد که کدام یک از نظام‌های مالی، رشد اقتصادی را بهتر تبیین می‌کنند، البته این مطالعات مشکلات خود را دارند. مطالعاتی که انگلستان و آمریکا را به‌عنوان نظام‌های مبتنی بر بازار و ژاپن و آلمان را به‌عنوان نظام‌های بانک محور معرفی می‌کنند، به دنبال آن هستند که نشان دهند ساختار مالی در رشد اقتصادی اهمیت زیادی دارد. مشکل این مطالعات این است که چهار کشور یاد شده، نرخ‌های رشد مشابهی را تجربه کرده‌اند. بنابراین نمی‌توانند نمونه مناسبی برای بررسی ترجیح یک نظام مالی بر نظام مالی دیگری باشند. علاوه بر این، استفاده از این مطالعات برای کشورهای در حال توسعه در حد حدس و گمان خواهد بود. به‌طور کلی، سه نظریه در مورد معماری نظام مالی وجود دارد:

۱. نظریه بانک محور؛

۲. نظریه بازار محور؛

۳. و نظریه ارائه خدمات مالی مناسب.

نظریه بانک محور بر نقش مثبت بانک‌ها در توسعه و رشد و همچنین نقص‌های نظام بازار محور تأکید می‌کند:

۱. بانک‌هایی که توسط قوانین محدود نشده‌اند، می‌توانند صرفه به مقیاس ایجاد کنند.

۲. بانک‌ها بهتر می‌توانند مسائل ناشی از نظریه نمایندگی را حل و فصل نمایند.

۳. بازارهای مالی، اطلاعات را برای عموم افشا می‌کنند و در نتیجه انگیزه‌ای برای به‌دست آوردن اطلاعات بیشتر باقی نمی‌ماند، این امر موجب عدم تقارن اطلاعات می‌شود. بانک‌ها عدم تقارن اطلاعاتی را از طریق برقراری ارتباط بلندمدت با شرکت‌ها و کنترل آن‌ها از بین می‌برند.

۴. یکی از مزایای دیگر بانک‌ها مدیریت بهتر نقدینگی است.

۵. بانک‌های بزرگ بهتر می‌توانند بر بازپرداخت بدهی‌ها نظارت کنند.

بنابراین نظام بانک محور بهبود بیش‌تری را در تخصیص منابع و حاکمیت شرکتی نسبت به نهادهای بازار محور ایجاد می‌کنند.

نظریه بازار محور نیز مزایای نظام بازار محور و نقص‌های نظام بانک محور را مورد تأکید قرار می‌دهد. البته منظور از این بازارها، بازارهای با نقدینگی بالا و کارا می‌باشد.

۱. یکی از مزایای نظام بازار محور این است که میزان خدمات مدیر را به عملکرد شرکت متصل می‌نماید.

۲. یکی از مزایای نظام بازار محور این است که مدیریت ریسک را تسهیل کند.

۳. در نظام بازار محور، ادغام‌های صورت گرفته بین شرکت‌ها، ابزار کنترل شرکتی بهتری را فراهم می‌کند.

۴. یکی از نقص‌های نظام بانک محور این است که شرکت‌های با سابقه بیش‌تر را بر شرکت‌های جدید التأسيس ترجیح می‌دهند و در نتیجه رقابت را نامفهوم می‌کند.

۵. یکی از معایب نظام بانکداری این است که هزینه بیش‌تری را در تأمین مالی ایجاد می‌کنند.

دو نظریه در مورد چرایی تفاوت نظام‌های غالب کشورهای مختلف وجود دارد:

نظریه اول به نظریه زمان صنعتی شدن معروف است. براساس این نظریه، تفاوت‌های اساسی در نظام‌های مالی ملی به زمان‌بندی صنعتی شدن برمی‌گردد. در کشورهایی که این فرآیند زودتر شروع شده است (انگلستان و آمریکا) بنگاه‌ها قادر بودند که به تدریج وجوه مورد نیاز خود را به صورت داخلی یا از طریق انتشار سهام به دست آورند. در کشورهایی که فرآیند صنعتی شدن با تاخیر اتفاق افتاد، دو فرصت از دست رفت:

۱. وجوه داخلی به‌منظور تامین مالی داخلی ناکافی بود؛

۲. تامین مالی داخلی از راه بازار مشکل‌تر شده بود زیرا بازارهای مالی توسعه نیافته بودند و مردم به سرمایه‌گذاری دارایی‌های بدون ریسک (اوراق قرضه دولتی) عادت کرده بودند. در نتیجه تنها بانک‌ها بودند که می‌توانستند این میزان مبالغ هنگفت را جمع‌آوری و ریسک‌های سرمایه‌گذاری‌ها را بپذیرند.

این نوع تفسیر تاریخ، از این نظریه حمایت می‌کند که کشورهای در حال توسعه از نظام مالی بانک محور پیروی می‌کنند. بر طبق این تفسیر، بانک‌ها در آلمان به‌ویژه بانک‌های سهامدار تاثیر به‌سزایی در تسریع توسعه‌یافتگی صنعتی آلمان داشتند. ادعا می‌شود سه بانک بزرگ آلمان به مرکز سیاست صنایع خصوصی تبدیل شده بودند. علاوه بر بانک‌های آلمان، بانک‌های ژاپن نیز سهم زیادی در توسعه صنعتی ژاپن داشتند.

برخی از چندین جهت به این نظریه انتقاداتی را وارد ساخته‌اند از جمله این که این نظریه اهمیت بانک‌ها را در صنعتی‌سازی کشورهای آلمان و ژاپن بیش از حد نشان می‌دهد که تاریخ صراحتاً چنین خبری را بیان نمی‌کند.

در نقد نظریه اول، نظریه دوم بیان می‌کند که بانک‌ها، وام‌دهندگان محتاطی هستند در حالی که نظریه اول نشان می‌دهد که بانک‌ها تمامی ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری را تحمل کرده‌اند.

تاریخ نشان می‌دهد که کشورهای یاد شده نظام تجارت آزاد را پذیرفته بودند و بنابراین زمینه برای رشد بازارهای مالی و بانک‌ها به صورت توأم فراهم بود. در این نظام، بانک‌ها سریع‌تر رشد کردند ولی بعد از مدتی با رشد بازارهای مالی، بانک‌های ترکیبی (ترکیبی از بانک‌های تجاری و سرمایه‌گذاری) نیز فعالیت‌های خود را گسترش دادند که برخی از کار ویژه‌های بازار سرمایه را نیز انجام می‌دادند. پس از این که صنایع بزرگ مثل راه‌آهن، زغال سنگ و... به وجود آمد و مبالغ زیادی را در قالب تقاضا وام‌های بلندمدت کردند، بانک‌ها این نوع شرکت‌ها را تشویق می‌کردند تا برای رفع نیازهای بلندمدت به سمت بازار سرمایه بروند. در ژاپن نیز بانک‌ها در رشد صنایع تأثیری نداشتند زیرا فقط به شرکت‌هایی وام می‌دادند که ثبات داشته باشند و دارای سابقه خوب چندین ساله باشند. بنابراین شرکت‌های دیگر در طول سال‌های اولیه خود از بانک‌ها تأمین مالی نمی‌کردند. علاوه بر این، وام‌هایی که بعد از سال‌های اولیه نیز داده می‌شد، وام‌های کوتاه مدت بود. بنابراین تفاوت چندانی بین نظام مالی این کشورها تا سال‌های ۱۹۳۰ نبوده است. تفاوت در نظام مالی کشورها در طول سال‌های ۱۹۳۰ تا ۱۹۴۰ اتفاق افتاد. در این سال‌ها کشورها به دنبال استقرار ثبات در بازارهای مالی بودند. در این میان، کشور آلمان به سرمایه‌داری بازار بدبین بود و در نتیجه قوانین زیادی را به نفع بانک‌ها و به ضرر بازار سرمایه تصویب کرد. نمونه‌ای از این قوانین عبارت بودند از: ممنوعیت معاملات سفته‌بازی و محدود شدن معاملات به معاملات منجر به تولید. به همین دلیل، تأمین مالی بلندمدت از بازارهای اوراق بهادار به بانک‌ها انتقال پیدا کرد. همچنین، به همین دلیل، الگوی تأمین مالی صنعتی شرکت‌های بزرگ از الگوی ماقبل ۱۹۳۰ (وام‌های کوتاه‌مدت از بانک و نیازهای بلندمدت از بازارهای اوراق بهادار) به الگوی تأمین مالی از سوی بانک‌ها تغییر جهت داد. از این‌رو، تعداد سهام‌های پذیرش شده تا اواخر سال ۱۹۸۰ کاهش و سهام‌های تازه انتشار یافته بسیار زیاد بودند و حتی اوراق بهادار معامله شده عمدتاً اوراق قرضه شهرداری‌ها و بانک‌ها بودند. این نوع مقررات در ژاپن نیز ادامه داشت، ابتدا در دهه ۱۹۳۰ اوراق بهادار دولتی به اوراق بهادار بخش خصوصی ترجیح داده شد. انتشار سهام جدید شدیداً کنترل می‌شد به نحوی که برای انتشار اوراق قرضه صنعتی نیاز به وثیقه بود و تنها سهامی که برای تأمین مالی جنگ تدارک دیده شده بود، انتشار می‌یافت به طوری که تأمین مالی صنعت از وام‌های بانکی ۵۰٪ در سال‌های ۱۹۱۰ تا ۱۹۳۰ به ۸۰٪ در سال‌های ۱۹۶۰ تا ۱۹۷۰ رسید.

این نظریه بیان می‌کند که تفاوت در نظام‌های مالی علاوه بر تفاوت در مقررات‌گذاری، به تفاوت در قانون کار نیز بستگی دارد. این امر به‌ویژه در پس‌انداز بازنشستگی نمود دارد و سیاست‌گذاری نیروی کار است که تعیین می‌کند پس‌اندازها به سمت نظام بانکی برود یا نظام بازار. جلوه دیگر این قانون نظام پرداخت می‌باشد که اگر عادلانه باشد و بر مبنای توزیع مساوی درآمد باشد، آنگاه همه خانوارها عمدتاً به سراغ نظام سرمایه‌گذاری بدون ریسک خواهند رفت که نظام بانکی است. ولی در غیر این صورت، خانوارهای پر درآمدتر به سمت سرمایه‌گذاری در نظام بازار می‌روند. البته در کنار میزان درآمد جامعه، فاصله بین دهک بالا و پایین جامعه نیز در بانک محوری یا بازار محوری تأثیر بسزایی دارد. در جامعه‌ای که این فاصله بیش‌تر است، دهک‌های بالا که ثروت زیادتری دارند، عمده ثروت خود را در دارایی‌های ریسکی (بازار سهام) سرمایه‌گذاری می‌کنند و بنابراین رشد نظام بازار محوری در آن‌جا بیش‌تر است.

نمونه دیگری از این قانون‌ها، وجود بیمه سپرده است که باعث می‌شود کشورها به سمت بازار محوری پیش روند زیرا این اطمینان را به وجود می‌آورد که جامعه در نهایت پاسخ‌گوی مسائل خواهد بود و زمینه را برای ورود بانک‌های جدید و عملیات بانکداری فراهم می‌کند.

نظریه سوم (نظریه ارائه خدمات مالی مناسب) با هر دو نوع رویکرد بازار محور و بانک محور سازگار است. این نظریه بیان می‌دارد که بانک محوری و بازار محوری اهمیت زیادی در رشد و توسعه اقتصادی ندارند و ارائه خدمات مالی مناسب است که اهمیت بیش‌تری دارد. در این نظریه، موضوع مهم، منبع تأمین مالی نیست، بلکه ایجاد محیطی است که خدمات مالی در آن به صورت مناسب ارائه گردد و تأکید بیش‌تر بر روی بهبود ساختار بانک محور و بازار محور می‌باشد.

این نظریه بیان می‌دارد که نظام مالی مجموعه‌ای از قراردادها است و بنابراین یک نظام حقوقی مناسب، زمینه‌ای را برای توسعه نظام مالی فراهم می‌کند و مقایسه قوت نظام‌های حقوقی در نظام مالی کشور شاخص بهتری برای عملکرد نظام مالی کشور می‌باشد. دانشمندان حامی نظریه سوم به این نتیجه می‌رسند که کشورهایی که نهادهای بازار محور توسعه یافته‌تری دارند، نهادهای بانک محور توسعه یافته‌تری نیز دارند و کشورهایی که نهادهای بانک محور توسعه یافته‌تری دارند، نهادهای بازار محور توسعه یافته‌تری هم دارند. بنابراین بحث در مورد بانک محوری یا بازار محوری نتیجه‌چندانی ندارد و هر کدام از این نظام‌ها نقش خاص و منحصر به فرد خود را ایفا می‌نماید. مطالعه‌ای که اخیراً بانک جهانی انجام داده است این نتیجه را در پی داشته است که توسعه هر دو نظام بازار محور و بانک محور می‌تواند به رشد اقتصادی کمک نماید و هر کدام می‌توانند مکمل دیگری باشند.

بر این اساس می‌توان نتیجه گرفت که ارائه خدمات مالی مناسب در هر یک از بازارهای مالی شامل بازار پول و بازار سرمایه بایستی مد نظر قرار گیرد. در این راستا برای بهبود خدمات در بازار سرمایه، راهکارهایی وجود دارد که در ادامه به آن‌ها اشاره خواهد شد.

۲. صندوق‌های سرمایه‌گذاری پر ریسک

مقدمه؛ معرفی موضوع

تامین مالی مرحله اولیه رشد شرکت‌های جوان و جدیدی است که به دنبال رشد سریع می‌باشند. در حقیقت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مانند واسطه مالی به تجهیز منابع از طریق دیگر نهادهای مالی پرداخته و در اختیار طرح‌های نو با رشد زیاد قرار می‌دهد و با استراتژی خروج سعی در برداشت حداکثر سود را دارد. تعاریف متعددی از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ارائه شده است که در این جا به چند تعریف اشاره می‌شود:

پولی که در شرکت‌های نوپا به‌خصوص با ریسک بالا سرمایه‌گذاری می‌شود؛ فرهنگ لغات حاکمیت شرکتی، تعریف دقیق‌تری از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ارائه می‌کند: وجوهی که به شرکت‌های نوپا و کوچک با رشد مورد انتظار بالا در قبال مالکیت و کنترل شرکت واگذار می‌شود.

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در اقتصادهای متفاوت بسته به نوع و ساختار آن‌ها تعاریف متفاوتی را به همراه دارد و به‌همین صورت نقش‌های متفاوتی در این اقتصاد بازی می‌کند. سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر که در آمریکا برای اولین بار شکل گرفت و منشأ رشد فراوان اقتصادی در دره سیلیکون گشت، بعدها الگوی بسیاری از کشورها شد. این الگو چند ویژگی خاص را به همراه داشت:

۱. منابع مالی شرکت‌های نوین و کوچک و به سرعت در حال رشد را تامین می‌کند،

۲. در مالکیت این شرکت‌ها سهام می‌شود،

۳. در توسعه محصولات، خدمات و فرآیندهای نوین کمک می‌کند،

۴. با مشارکت فعالانه خود، برای شرکت مورد نظر ارزش‌افزایی می‌کند،

۵. با انتظار کسب سود فراوان خطر بیش‌تری را می‌پذیرد،

۶. جهت‌گیری بلندمدت دارد.

تاریخچه سرمایه‌گذاری پر ریسک

موفقیت دره سیلیکون^۱ در تولید و تجاری سازی فناوری‌های پیشرفته سبب شد که اقتصادهای دیگر در سایر نقاط دنیا با نگاه حسرت‌آمیزی پیشرفت این منطقه را نظاره‌گر باشند. این امر باعث شد تا کشورها برنامه‌های مختلفی را برای توسعه صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر پیگیری کنند. هر کدام از این برنامه‌ها بر اساس برداشت‌های مختلفی بود که سیاستگذاران از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر داشتند. از طرف دیگر ساختار اقتصاد و ترتیبات نهادی آن‌ها در ایجاد یک صنعت پویا تاثیر فراوان داشت.

¹ - Silicon Valley

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به معنای پیدا کردن منابع مالی برای ایده‌های نو از دیرباز مطرح بوده است و بسیاری از قراردادهای فعالیت‌های اقتصادی بر این اساس فعالیت می‌کرده‌اند. اما شکل‌گیری صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به معنای مدرن آن به غیر از سال‌های ۱۹۲۰ و ۱۹۳۰ که راکفلر و دیگرانی که در بعضی از حوزه‌های نو سرمایه‌گذاری می‌کردند، به اوایل دهه ۱۹۴۰ در آمریکا باز می‌گردد که دولت آمریکا به‌خصوص در آن مشارکت داشته است. مشارکت دولت آمریکا بیش‌تر به شکل حمایتی و بسترسازی بوده بدین معنا که شرکت‌هایی که در صنایع نوپا و ایده‌های جدید سرمایه‌گذاری کنند از مالیات معاف می‌شدند یا کسانی که پولشان را در این ایده‌ها و این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند، مالیات کم‌تری می‌داده‌اند.

جنگ جهانی دوم، سبب افزایش چشمگیر نوآوری‌های مبتنی بر فناوری شد؛ نوآوری‌هایی که بیشتر کاربرد نظامی داشتند. حتی سرمایه‌گذاری شرکت ویتنی در «مینت مید» با هدف تجاری‌سازی نوعی عصاره پرتقال بود که برای تقویت نظامیان در جبهه جنگ تهیه شد.

در میانه دهه پنجاه میلادی، دولت فدرال آمریکا تلاش کرد تا روند توسعه فناوری‌های پیشرفته را سرعت بخشد. نتیجه پژوهشی که در سال ۱۹۵۷ و در سیستم خزانهداری صورت پذیرفت آن بود که کمبود منابع مالی برای طرح‌های کارآفرینانه، یکی از موانع اصلی توسعه اقتصادی به شمار می‌آمد. بدین سبب، چند شرکت سرمایه‌گذاری بنیان گذاشته شد تا با شراکت در کسب‌وکارهای کوچک^۱ و از راه استقراض از دولت (با نرخ بهره کمتر از بازار) وارد این عرصه شوند. کمی بعد، بانک‌های تجاری اجازه یافتند تا اقدام به تأسیس این‌گونه شرکت‌ها کنند و در مدت چهار سال حدود ششصد شرکت سرمایه‌گذاری در کسب‌وکارهای کوچک فعال شدند. در همان زمان، تعدادی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر از راه مشارکت‌های خصوصی شکل گرفتند که ماهیت آن‌ها با SBICها تفاوت داشت. این مشارکت‌ها با پوشش ضعف انعطاف‌ناپذیری SBICها، به غنای هر چه بیشتر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر کمک کردند. در طول یک دهه، میزان سرمایه اداره شده مشارکت‌های خصوصی در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر از شرکت‌های SBIC فراتر رفت.

در دهه شصت تعداد شرکت‌هایی که سهام آن‌ها برای نخستین بار در بازار بورس عرضه شد، به شدت افزایش یافت. به همین امر به شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر امکان داد تا توان خود را در خلق شرکت‌ها و کسب سود فراوان به نمایش گذارند. به‌عنوان مثال، وقتی سهم شرکت «دیجیتال اکویپمنت» در سال ۱۹۶۸ در بازار بورس عرضه شد، «شرکت تحقیق و توسعه آمریکا» سالانه بازگشت سرمایه‌ای حدود صد و یک درصد داشت. این شرکت طی یک سرمایه‌گذاری ۲۶ ساله، از سرمایه‌گذاری ۷۰۰۰۰ دلاری در این شرکت، ارزشی معادل ۳۵۵ میلیون دلار کسب کرد. در نتیجه، بازار سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر (به ویژه

^۱ - Small Business Investment Companies (SBIC)

برای افراد و خانواده‌های ثروتمند) بسیار رونق گرفت. اما سازمان‌ها و نهادهای سرمایه‌گذار، همچنان ورود به این عرصه را پر ریسک می‌دانستند.

در دهه ۷۰ سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با بدشانسی دوچندانی روبرو شد. نخست، بازار پررونق و داغ سبب شد تا در سال ۱۹۶۸، سهام بیش از هزار شرکت بهره‌مند از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازار بورس عرضه شود و در نتیجه، این بازار در رکودی هفت ساله فرو رود. سپس در سال ۱۹۷۴، بعد از اینکه کنگره آمریکا قانونی علیه استفاده نابجا از منابع مالی صندوق‌های بازنشستگی تصویب کرد، تمامی سرمایه‌گذاری‌های ریسک‌پذیر این صندوق‌ها متوقف شد. نبود تقاضا در بازار بورس و قوانین صندوق‌های بازنشستگی سبب شد که سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در سال ۱۹۷۵ به پایین‌ترین اندازه خود برسد.

بعدها دوباره اوضاع بهبود یافت. از سال ۱۹۷۸ و در پی تغییر برخی قوانین، شرایط سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اندک اندک بهتر شد. ابتدا کنگره آمریکا مالیات بر سود سرمایه‌گذاری را از ۴۹/۵ درصد به ۲۸ درصد کاهش داد. سپس قانون صندوق‌های بازنشستگی را مانعی بر سر راه سرمایه‌گذاری خطرپذیر دانستند و آن را لغو کردند. در همان زمان، تعداد شرکت‌های بهره‌مند از سرمایه ریسک‌پذیر که برای نخستین بار در فهرست بازار بورس وارد شدند، افزایش یافت. از جمله این مشارکت‌ها عرضه اولیه سهام «شرکت فدرال اکسپرس»^۱ در سال ۱۹۷۸ و شرکت‌های کامپیوتری «اپل»^۲ و «جنتک»^۳ در سال ۱۹۸۱ بودند. همین امر دوباره توجه نهادهای سرمایه‌گذاری و خانواده‌های ثروتمند را به سوی سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر جلب کرد. در دهه ۱۹۸۰، بزرگترین دوره رشد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر آغاز شد. در سال ۱۹۸۰، تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر افزایش یافت و سرمایه‌گذاری آن‌ها به حدود ششصد میلیون دلار رسید. این عدد تا سال ۱۹۸۷ با افزایشی چشمگیر به حدود چهار میلیارد دلار رسید.

در اواخر دهه ۱۹۸۰، منابع اصلی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تغییر کرد. اگرچه پیش از آن افراد و خانواده‌های ثروتمند منبع اصلی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر محسوب می‌شدند، اما در اواخر دهه ۱۹۸۰ صندوق‌های بازنشستگی و دیگر صندوق‌های رسمی و نهادهای سرمایه‌گذاری، این نقش را بر عهده گرفتند. افزایش ناگهانی سرمایه‌گذاری‌ها در دهه ۸۰، نتایج قابل پیش‌بینی در پی داشت. نرخ بازگشت این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها بسیار کاهش یافت. بسیاری از سرمایه‌گذاران انتظار بازگشتی حدود سی درصد یا بالاتر داشتند، اما امروزه بازگشت این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها معمولاً چیزی بین پانزده تا بیست و پنج درصد (بسته به میزان ریسک پروژه‌ها) است.

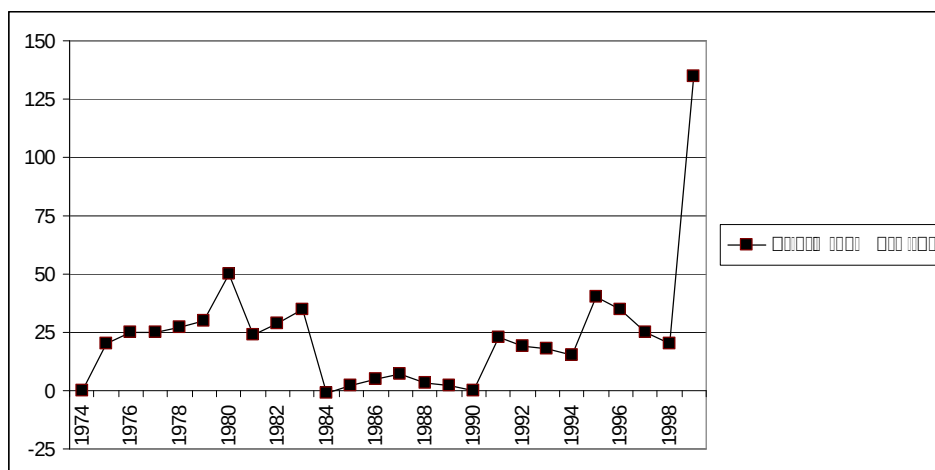
اما در سال ۱۹۹۰، بازگشت متوسط این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها به کمتر از هشت درصد رسید، که رکود دیگری در سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر در پی داشت. در فاصله سال‌های ۱۹۸۹ تا ۱۹۹۱، خانواده‌ها و

^۱ - Federal Express

^۲ - Apple Computer

^۳ - Genetech Inc

موسسه‌های ناامید، از سرمایه‌گذاری‌های ریسک‌پذیر ناامید شدند. تا آن‌که بین سالهای ۱۹۹۱ تا ۱۹۹۴، بهبود اوضاع اقتصادی و افزایش تعداد شرکت‌هایی که سهام آن‌ها برای نخستین بار به بازار بورس عرضه شد، این روند را تا حد زیادی تغییر داد. نمودار ۵-۱ نشان‌دهنده نرخ بازگشت سالانه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در آمریکا طی سالهای ۱۹۷۴ تا ۱۹۹۹ می‌باشد.



در سال ۱۹۹۸، صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در آمریکا برای هفتمین سال پیاپی به رشد خود ادامه داد. شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بیش از شانزده میلیارد دلار در شرکت‌های روبه رشد داخلی (در تمام صنایع) سرمایه‌گذاری کرده بودند که تاکید اصلی آن‌ها بر فناوری اطلاعات بود. فقط در سال ۲۰۱۰ این سرمایه‌گذاری ۳۰ میلیارد دلار بوده است. البته هم‌چنان آمریکا بالاترین میزان سرمایه‌گذاری در این حوزه را داراست و آسیا و اروپا فقط نصف آمریکا سرمایه‌گذاری خطرپذیر داشته‌اند.

کاربردهای صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

سرمایه‌گذاری پر ریسک به‌عنوان بخشی از نظام اقتصادی و نظام ملی نوآوری کشور باید در تحقق اهداف کلان کارکردهایی داشته و آن‌ها را برآورده کند:

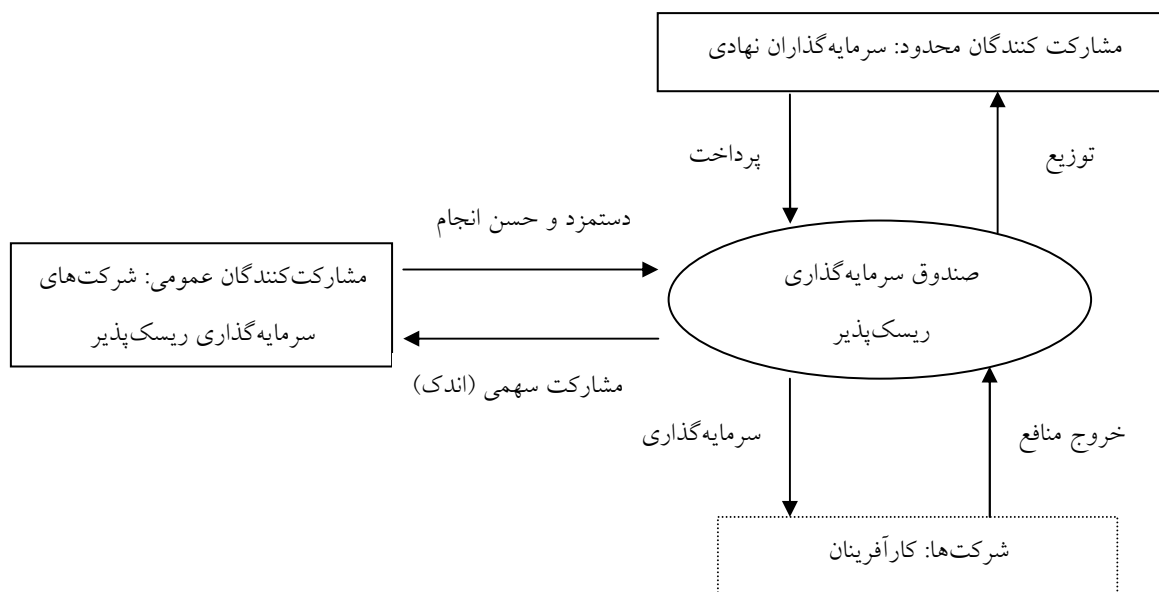
۱. پیاده‌سازی مفاهیم مدرن مدیریت بنگاه،
۲. یکپارچه‌سازی منابع اطلاعاتی برای برنامه‌ریزی بازار و برنامه‌ریزی راهبردی،
۳. تأمین مالی و تأمین مالی مجدد،
۴. مشاوره مالی،
۵. شناسایی سرمایه‌گذاران راهبردی،
۶. طراحی برنامه‌هایی برای عرضه اولیه سهام در بازار بورس.

نمونه‌های از صندوق‌های سرمایه‌گذاری پر ریسک

بعد از جنگ جهانی دوم، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با به وجود آمدن چند مدل موفق انسجام بیشتری یافت. از آن میان می‌توان به سه مورد اشاره کرد:

۱. «شرکت تحقیق و توسعه آمریکا» (ARD)^۱: این شرکت در سال ۱۹۴۶ شکل گرفت و بزرگترین موفقیت آن سرمایه‌گذاری در شرکت «دیجیتال اکویپمنت»^۲ بود. بنیانگذار این شرکت یک نظامی به نام جنرال جورج دورویت^۳ بود که وی را «پدر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر» می‌نامند. او در دهه ۱۹۵۰ در دانشکده بازرگانی هاروارد تدریس می‌کرد. جورج دورویت در ازای ایده‌های جدید پول می‌داد. شرکت مهمی که در این زمینه در آن سرمایه‌گذاری کرده بود؛ شرکت‌های DEC vek و Piaita بودند. Piaita شرکت کامپیوتری فوق‌العاده بزرگی بود که سال‌ها با IBM رقابت می‌کرد و در نهایت در شرکت دیگری ادغام شد.
۲. شرکت «جی وستنی و همکاران»: این شرکت نیز در سال ۱۹۴۶ شکل گرفت و از نخستین پروژه‌های این شرکت، پودر شربت «مینت مید» بود. جک ویتنی را یکی از بنیانگذاران صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر دانسته‌اند.
۳. خانواده راکفلر: نخستین سرمایه‌گذاری‌های خانواده راکفلر خطوط هوایی شرقی است. هر چند اکنون، این شرکت از بین رفته، ولی زمانی در زمره نخستین خطوط هوایی تجاری جهان بوده است.

الگوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری پر ریسک



¹ American Research and Development Corporation(ARD)

² -Digital Equipment

³ - Georges Doriot

در شکل بالا به شکل ساده اما تخصصی سازوکار فعالیت‌های بازار VC نمایش داده شده است. سرمایه‌گذاران پرخطر به صورت مشارکت‌کنندگان کوچک و فردی به صورت چندتایی با هم شریک و ساماندهی می‌شوند. این‌ها شرکت‌های VC هستند. شرکت‌های VC برای انجام سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تازه تاسیس، با ابزارهایی که وجوه (Funds) نام دارند از سرمایه‌گذاران نهادی و افراد ثروتمند پول جمع می‌کنند. معمولاً قراردادی که برای پرداخت وجوه در این فرآیند مورد استفاده قرار می‌گیرد، مشارکت است؛ شرکت VC مدیریت فعال اعمال می‌کند و به‌همین خاطر مسئولیت و تعهد نامحدود دارد. ولی سرمایه‌گذاران از این جهت که نمی‌توانند در عملیات‌های مربوط به وجوه دخالت کنند مسئولیت نامحدود دارند. با عنایت به همین ساختار، اصطلاح مشارکت‌کنندگان محدود (LPS) برای سرمایه‌گذاران نهادی و افراد ثروتمند، و اصطلاح مشارکت‌کننده مسئول یا عمده (GPS) برای شرکت‌های VC به کار می‌رود. فرآیند کار به این شکل است که در عمر فرضی ۱۰ ساله صندوق و وجوه، مشارکت‌کنندگان عمده، کمپانی‌های مناسب را انتخاب می‌کنند، می‌تواند نظارت کنند، مشاوره بدهند و خدمات با ارزش افزوده ارائه کنند و در پایان با توزیع درآمدها خارج خواهند شد. مشارکت‌کنندگان عمده حق خود را بر اساس مزد مدیریت و حق حسن مدیریت یا کارانه دریافت خواهند کرد.

۳. صندوق‌های سهامی خاص

مقدمه

سهام خصوصی^۱ یکی از اقسام دارایی‌ها است که از نیمه قرن بیستم ظهور کرده است. اما رشد اصلی این نوع سهام را می‌توان در بیست سال گذشته دید که به دلیل سود بالایی که ایجاد می‌کند توجه متخصصین مالی را جلب کرده است. سهام خصوصی یا صندوقی که مشتمل بر این نوع سهام است امکان جذب منابع در شرکت‌های غیربورسی و سهامی خاص و دانش‌بنیان را فراهم نموده و با مشارکت شرکت‌های تأمین سرمایه، امکان بهره‌مندی و افزایش سودآوری سرمایه‌گذاران را فراهم می‌کند.

معرفی موضوع

در چند سال اخیر صندوق‌های سهامی خاص نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت‌ها داشته‌اند به طوریکه منابع تحت مدیریت آن‌ها در سال ۲۰۰۹، با رشد ۲ برابری نسبت به سال ۲۰۰۳، در حدود ۲۵۰۰ میلیارد دلار بوده است. این صندوق‌ها که از محصولات نهاده‌سازی شرکت‌های سهامی خاص به حساب می‌آیند و با توجه به سود خارق‌العاده‌ای که برای سرمایه‌گذاران در طول ۲۰ سال گذشته ایجاد کرده‌اند، توجه

^۱ - Private Equity

سرمایه‌گذاران و مدیران پرتفوی را به‌خود جلب نموده‌اند. هرچند وقوع بحران مالی سال ۲۰۰۷ و رکود بازارها، همگام با سایر ابزارها از جذابیت این ابزار مالی کمی کاست ولی همچنان طرفداران خود را دارد. این صندوق‌ها امکان جذب منابع در شرکت‌های غیربورسی و سهامی خاص و دانش‌بنیان را فراهم نموده و با مشارکت شرکت‌های تأمین سرمایه، امکان بهره‌مندی و افزایش سودآوری سرمایه‌گذاران را فراهم می‌کنند. در حال حاضر حدود ۲۵٪ از درآمد بانک‌های سرمایه‌گذاری دنیا و ۳۵٪ درآمد بانک‌های سرمایه‌گذاری آلمان، حاصل از مدیریت صندوق‌های سهامی خاص می‌باشد و این شرکت‌ها بازیگران اصلی این صندوق‌ها هستند. در آمریکا ۷۰ درصد عرضه‌های اولیه برای شرکت‌های سهامی خاص انجام می‌شود و ۲۰ درصد از ادغام و تملک‌ها مربوط به این شرکت‌ها است. این صندوق‌ها عمدتاً در دو شکل غالب، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر^۱ و خریدهای اهرمی^۲ می‌باشند و ساختار قانونی آن‌ها به‌صورت مسئولیت محدود بوده و از یک‌سری شریک محدود^۳ (LP) و شریک عمومی^۴ (GP) تشکیل شده و عمر آن‌ها عموماً ۱۰ سال می‌باشد. شرکای عمومی در این نهادهای مالی، شرکت‌های سهامی خاص و تأمین سرمایه‌هایی هستند که صندوق را مدیریت می‌نمایند و شرکای محدود نیز شامل صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها و سرمایه‌گذاران خاص هستند که منابع مالی صندوق را در اختیار شرکای عمومی قرار می‌دهند. ساختارهای متفاوتی برای درآمد این نهاد مالی وجود دارد ولی عموماً دو نوع درآمد برای مدیران صندوق متصور است: یک. کارمزد مدیریت که به‌طور متوسط ۲ درصد سرمایه تعهد شده است و دو. کارمزد مبتنی بر عملکرد صندوق^۵ که درصدی توافقی روی مازاد سود مورد انتظار شرکای محدود است. از طرفی بررسی‌های انجام شده حاکی از موثر بودن این ابزار مالی در ایجاد رونق اقتصادی و تأمین نیازهای مالی شرکت‌های سهامی خاص می‌باشد و از سوی دیگر ابزاری کارآ جهت جذب منابع نقدینگی قابل سرمایه‌گذاری از سوی مردم و کاهش سفته‌بازی است. هرچند در این راستا، در حال حاضر صندوقی تحت عنوان صندوق شکوفایی و نوآوری شریف با مشارکت دولت راه‌اندازی شده است ولی حضور شرکت‌های تأمین سرمایه در این صندوق‌ها دیده نمی‌شود. این شرکت‌ها با داشتن تخصص در سرمایه‌گذاری و تأمین مالی می‌توانند با سرمایه‌گذاری مطلوب در شرکت‌های هدف، سودآوری بالایی را برای سرمایه‌گذاران نهادی و مشتریان بانکداری اختصاصی فراهم نمایند و همچنین منابع مالی کارآیی را در اختیار شرکت‌های سهامی خاص و دانش‌بنیان قراردهند و اقدامات لازم را جهت عرضه شرکت‌های هدف در بورس‌ها با منصفانه و بالاترین قیمت انجام دهند.

^۱ Venture Capital

^۲ Leverage Buy Out

^۳ Limited Partner

^۴ General Partner

^۵ Carried Interest

تاریخچه

قدمت ایجاد صندوق‌های سهامی خاص به قبل از جنگ جهانی دوم و ورود فرشتگان سرمایه‌گذار در دهه ۱۹۳۰ و ۱۹۴۰ بر می‌گردد. خانواده‌های ثروتمند هم‌چون وندربیلتنس، راکفلر و بسیمرس، منابع مالی خود را در اختیار شرکت‌های سهامی خاص قرار دادند و در سال ۱۹۴۶، اولین شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، تحت نام جی. اچ. ویتنی و بعد از آن ARDC تأسیس شدند. ARDC که با نقش آفرینی یک معلم خلاق و دانش‌آموخته دانشگاه هاروارد ایجاد شده بود، در طول ۲۵ سال توانست به‌طور میانگین سالانه ۱۵.۸ درصد بازده برای سرمایه‌گذاران فراهم کند. به‌طوری‌که ارزش یکی از شرکت‌های هدف آن از ۷۰.۰۰۰ دلار در سال ۱۹۵۷ به ۳۵۵ میلیون دلار در سال ۱۹۶۸ رسید. ایجاد شرکت‌های سرمایه‌گذاری کوچک (SBIC) در آمریکا در دهه ۱۹۶۰ و اصلاح قانون بازنشستگی (ERISA) در اوایل دهه ۱۹۷۰، آغاز رشد صندوق‌های سهامی خاص و توجه مدیران پرتفوی به این صندوق‌ها بود و در اواخر دهه ۸۰ نیز، صندوق‌های بازنشستگی می‌توانستند در این صندوق‌ها سرمایه‌گذاری کنند. در بین صندوق‌های موجود، اولین صندوق تأسیس شده، Warburg Pincus در اواخر دهه ۱۹۶۰، Thomas Lee Partners در ۱۹۷۴، KKR در ۱۹۷۸ بودند که در پایان دهه ۱۹۸۰ این ابزار مالی برای عموم مردم هر چند با ویژگی اهرمی بالای آن‌ها، شناخته شده بود.

کاربردهای صندوق‌های سهامی خاص

سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های سهامی خاص به روش‌های مختلفی انجام می‌شود. این استراتژی‌های گوناگون سرمایه‌گذاری شامل موارد زیر می‌باشد که در بین آن‌ها، خرید اهرمی و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر از بقیه رایج‌تر هستند.

خرید اهرمی^۱: شامل خرید تمام یا قسمت عمده‌ای از یک شرکت با استفاده از ترکیب دارایی تعداد کمی سرمایه‌گذار و میزان مشخصی وام می‌باشد. اصولاً شرکت‌هایی هدف تصاحب از طریق خرید اهرمی قرار می‌گیرند که به مرحله بلوغ خود رسیده‌اند و وجوه نقدی عملیاتی بالایی را تولید می‌کنند.

سرمایه‌گذاری در شرکت‌های رشدی^۲: به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بالغی گفته می‌شود که جهت توسعه، تغییر ساختار عملیاتی، تأمین مالی تصاحب جدید یا ورود به بازار جدید بدون تغییر در نحوه کنترل و مدیریت شرکت، نیازمند سرمایه هستند.

^۱ - Leveraged Buyout (LBO)

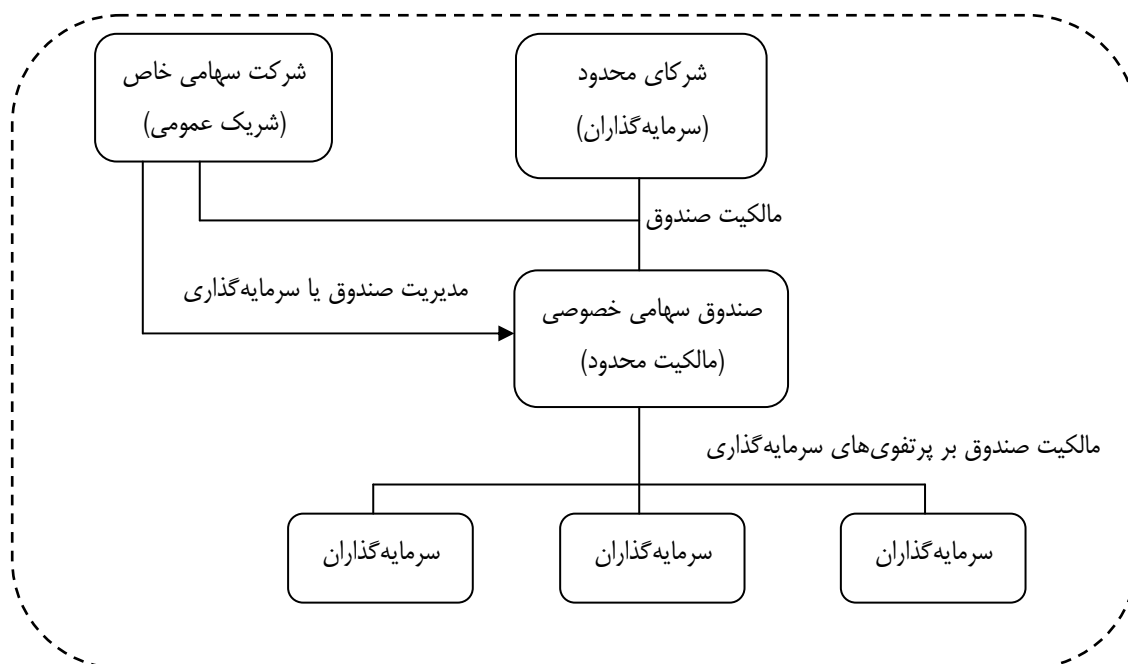
^۲ - Growth capital

Mezzanine Capital: به سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط این صندوق‌ها در بدهی‌های با رتبه اعتباری پایین‌تر یا سهام ممتاز یک شرکت بدون حق رأی و کنترل آن گفته می‌شود. معمولاً این اوراق دارای حق تقدم خرید سهم هستند.

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر: به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های غیربورسی و نابالغی گفته می‌شود که دارای فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری یا توسعه دامنه فعالیت‌هایشان هستند.

الگوی عملیاتی صندوق‌های سهامی خاص

صندوق‌های سهامی خاص معمولاً به صورت با مسئولیت محدود سازماندهی می‌شوند. در بزرگترین صندوق‌های سهامی خاص ممکن است بین ۲۰ تا ۴۰ شریک اصلی وجود داشته باشد. این شرکا مدیریت صندوق سهامی خاص ایجاد شده را برعهده گرفته و از طریق سرمایه‌گذاران نهادی و اشخاص حقیقی دارای خالص ثروت بالا، وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها را به دست می‌آورند. ساختار کلی این ابزار سرمایه‌گذاری به صورت شکل زیر است:



الگوی اجرایی صندوق سهامی خاص

ارکان اصلی در این صندوق‌ها از یک سو، شرکای اصلی یا عمومی^۱ هستند که شامل مدیران شرکت یا شرکت‌های سهامی خاص و تأمین سرمایه‌ها هستند و از سوی دیگر شرکای محدود^۲ هستند که شامل

^۱ - General Partners

^۲ - Limited Partners

سرمایه‌گذاران نهادی، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها و مشتریان بانکداری اختصاصی هستند. شرکای محدود منابع مالی لازم را جهت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سهامی خاص و سرمایه‌گذاری‌های ریسک‌پذیر، در اختیار شرکای اصلی قرار می‌دهند. شرکای اصلی که شامل شرکت‌های تأمین سرمایه هستند، با دارا بودن دانش و تخصص سرمایه‌گذاری، منابع ارائه شده را صرف سرمایه‌گذاری و خرید شرکت‌های سهامی خاص می‌نمایند.

کارمزد مدیران صندوق معمولاً بین ۱ تا ۳ درصد از دارایی‌های تحت مدیریت صندوق، به‌علاوه درصدی از سودی که تحصیل می‌شود، است. سود مازاد پرداختی به شرکای اصلی عموماً ۲۰٪ بازده صندوق است که انگیزه‌ای قوی برای مدیریت صندوق در راستای ایجاد ارزش برای صندوق و مدیریت مناسب وجوه جمع‌آوری شده به‌همراه دارد. در نهایت شرکت‌هایی که صندوق سرمایه‌گذاری سهامی خاص در آن‌ها سرمایه‌گذاری کرده است^۱، گاهی هزینه‌های معاملاتی مرتبط با هزینه‌های نقل و انتقال، هزینه‌های مشاوره، بانکداری سرمایه‌گذاری و گاهی هزینه‌های کنترلی را که بر اساس درصدی از ارزش معاملات است را به مدیر صندوق پرداخت می‌کنند. هزینه‌های مدیریتی که جهت مدیریت صندوق‌های سهامی خاص پرداخت می‌شود، کم و بیش مشابه هزینه‌های مدیریتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های پوشش ریسک است (تقریباً بیشتر از هزینه‌های عملیاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و برابر با هزینه‌های مدیریتی صندوق‌های پوشش ریسک).

۴. تامین مالی مزین^۲

مقدمه

در شرایطی که وضعیت اقتصادی خراب است یا زمانی که سرمایه‌گذاری زیادی نیاز است، کسب‌وکارهای سودآور و دارای مدیریت خوب نیز گزینه‌های محدودی برای تامین مالی یا تقویت منابع مالکانه خود دارند.

توانایی شرکت برای افزایش سرمایه مالکانه یا بدهی به‌شدت توسط سودآوری آن تعیین می‌شود. تنها تعداد کمی از شرکت‌ها دسترسی به بازارهای سرمایه دارند و اطمینان به انتشار حجم بالایی از سهام یا اوراق قرضه شرکتی دارند. در نتیجه، وام‌های بانکی مهم‌ترین منبع تامین مالی خارجی برای بسیاری از کسب‌وکارها است. اما شرکت‌ها اغلب سرمایه کافی برای پشتوانه خود در اختیار ندارند. این سرمایه برای مواجهه با ریسک‌هایی است که در کسب‌وکار خود با آن مواجه هستند. همچنین، دریافت وام‌های جدید از قرض‌دهندگان سنتی نیز دشوار است. دسترسی به بازارهای سرمایه عمومی عملاً غیر ممکن است و رکود

^۱ - به آن‌ها مجموعه شرکت‌ها یا Portfolio Companies گفته می‌شود.

^۲ - Mezzanine finance

اقتصادی چالش‌های تامین مالی برای بسیاری از شرکت‌ها و کسب‌وکارها ایجاد می‌کند. در این شرایط، بسیاری از شرکت‌ها از گزینه‌های جایگزین تامین مالی مانند تامین مالی مزین استفاده می‌کنند. این تامین مالی نوعی از سرمایه ترکیبی است که میان سرمایه و بدهی ارشد (با اولویت) یک شرکت در ترازنامه آن ثبت می‌شود.

سرمایه مزین معمولاً برای تامین مالی یک فرصت دارای رشد در آینده مورد استفاده قرار می‌گیرد. نمونه‌هایی از این فرصت‌ها تصاحب یک شرکت، راه‌اندازی خط تولید یک محصول جدید، توسعه کارخانه یا کانال توزیع جدید هستند. اگرچه این نوع تامین مالی درصد کوچکی از کل سرمایه در دسترس یک شرکت را تشکیل می‌دهد ولی تامین مالی مزین برای شرکت‌هایی که تا حدی در بازار سرمایه هستند، مهم و حیاتی شده است.

اصطلاح مزین از کلمه ایتالیایی mezzanino گرفته شده است. این کلمه در اصل از معماری گرفته شده است و نشان‌دهنده یک طبقه میانی بین دو طبقه اصلی در ساختمان است. در مالی شرکتی، تامین مالی مزین ظاهراً به عنوان یک اصطلاح برای اشکال ترکیبی تامین مالی استفاده می‌شود که ترکیبی از عناصر تامین مالی بدهی و مالکانه است.

تامین مالی مزین مزایایی در مقایسه با اشکال سنتی تامین مالی بنگاهی دارد. این مزایا دارای کارآمدی خاصی است که استفاده از آن را به منظور تامین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط جذاب می‌سازد.

معرفی تامین مالی مزین

از نظر ترازنامه‌ای، سرمایه از نوع مزین یک ابزار هیبریدی یا ترکیبی است که به عنوان یک پل انعطاف‌پذیر میان سرمایه محض و بدهی محض است. بنابراین این نوع تامین مالی یک راه‌حل برای تامین کمبودهای مالی است که شرکت نمی‌تواند با اشکال سنتی تامین مالی شرکتی آن را مرتفع سازد (جدول شماره ۱).

ترازنامه شرکت		ابزارهای تامین مالی
دارایی‌ها	بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام	
دارایی‌های جاری	بدهی‌ها	وام‌های بانکی
		اوراق قرضه
		اعتبارهای اختصاص داده شده از سوی عرضه‌کنندگان
		مساعده‌های مشتریان

وام‌های بدون اولویت	مزین	
مشارکت‌های آرام		
وام‌های مشارکتی		
حق مشارکت در سود		دارایی‌های ثابت
اوراق قرضه قابل تبدیل		
اوراق قرضه با واران		
سود انباشته		
سهام	حقوق صاحبان سهام	
تامین سرمایه از صاحبان سهام		
صندوق سهام خصوصی		

جدول ۱- تامین مالی مزین در مقایسه با بدهی و حقوق صاحبان سهام

ابزارهای تامین مالی مزین

مهم‌ترین ابزارهای تامین مالی مزین شامل ابزارهای جایگزین خصوصی (مزین خصوصی) و ابزارهای بازار سرمایه (مزین عمومی) است.

ابزارهای جایگزین خصوصی شامل موارد ذیل است:

وام‌های بدون اولویت^۱: معمول‌ترین نوع تامین مالی مزین است. این نوع از مزین، وام‌های بدون تضمینی هستند که در صورت ورشکستگی وام‌گیرنده، وام‌دهندگان نسبت به وام‌دهندگان معمولی (بدهی با اولویت) در بازپرداخت، در اولویت بعدی قرار دارند.

وام‌های مشارکتی^۲: وام‌های معمولی هستند اما به جای ثابت بودن بازدهی در این وام‌ها، بازدهی کاملاً به نتایج کسب‌وکار بستگی دارد. بر خلاف مشارکت در سود، وام‌های مشارکتی منجر به مالکیت برای فرد نمی‌شود.

مشارکت آرام^۳: از لحاظ قانونی به سهام نزدیکتر است تا وام‌های بدون اولویت یا مشارکتی. ویژگی متمایز این نوع از تامین مالی آن است که یک یا تعداد بیش‌تری از افراد در شرکت سهامدار می‌شوند اما این با فرض نبود بدهی برای شرکت دریافت‌کننده اعتبار است. مشارکت آرام معمولی تنها بر روی امور داخلی شرکت اثر می‌گذارد و برای شاهدان بیرونی شرکت معلوم نیست.

^۱ - subordinated loans (junior debt)

^۲ - participating loans

^۳ - "silent" participation

ابزارهای بازار سرمایه (مزین عمومی) عبارتند از:

حق مشارکت در سود^۱: ابزارهای مالکانه‌ای تحت قانون شرکت است که به دارندگان آن حق می‌دهد روی دارایی‌های شرکت مانند مشارکت در سود یا مازاد تسویه، انتشار سهام جدید ادعا داشته باشند، اما نسبت به تصمیمات کسب‌وکار که ناشی از مشورت است، حقی ندارند.

اوراق قرضه قابل تبدیل یا اوراق قرضه با وارانته^۲: به دارندگان آن علاوه بر حقوق معمولی شامل پرداخت اصل و سود، مزایای دیگری نیز داده می‌شود. از جمله این مزایا حق تملک سهام یا سایر ابزارهای مالکانه شرکت در ازای بازپرداخت‌های اوراق قرضه است.

ویژگی‌های تامین مالی مزین

یک ویژگی عمومی ابزارهای متنوع، طراحی انعطاف‌پذیر آن‌ها در اشکال مختلف است. همچنین این ابزارها تقریباً می‌توانند به هر صورتی که نیاز باشد، ترکیب شوند. این امر به منظور رایئه راه‌حل‌های سفارشی و خلاقانه برای الزامات تامین مالی خاص و ویژه برای شرکت‌های بورسی و خصوصی است

نوع خاص ابزارهای تامین مالی مزین به چند شکل قابل طبقه‌بندی است. نخست بر حسب موقعیت آن در ترازنامه که میان سرمایه و بدهی طبقه‌بندی می‌شود (حقوق صاحبان سهام در برابر مزین بدهی)، و دوم بر حسب قابلیت معامله آن که بر دو نوع مزین خصوصی و مزین عمومی هستند. مزین خصوصی قابلیت معامله در بورس را ندارد ولی مزین عمومی در بورس معامله می‌شود.

ریسک و بازدهی سرمایه‌گذار مزین بسته به این که چقدر این ابزار به بدهی محض یا سرمایه محض نزدیک است، متفاوت است. بنابراین، با در نظر گرفتن ریسک و بازدهی، ابزارهای مزین در طیفی طبقه‌بندی می‌شوند که شروع آن با سرمایه محض، اوراق قرضه با وارانته، اوراق قرضه قابل تبدیل، حق مشارکت در سود، وام‌های مشارکتی و پایان آن با مشارکت آرام، وام‌های بدون اولویت و بدهی محض است.

ویژگی اصلی سرمایه از نوع مزین این است که سرمایه‌گذاران مزین در صورت ورشکستگی شرکت یا تسویه شرکت وضعیت بدون اولویتی نسبت به سایر وام‌دهندگان به شرکت دارند. این بدان معنی است که در صورت ورشکستگی شرکت، بدهی طلبکاران با رتبه بالاتر معمولاً ابتدا پرداخت می‌شود سپس بدهی مزین‌ها پرداخت می‌شود. به همین دلیل، وجوهات از نوع مزین - اگرچه برای اهداف مالیاتی و قانونی در دسته بدهی طبقه‌بندی می‌شوند - سرمایه اقتصادی یا شبه سرمایه نیز نامیده می‌شوند زیرا از نظر وام‌دهندگان

¹ - profit participation rights

² - convertible Bonds/Bonds with Warrants

با رتبه ریسک بالا، مزین نشان‌دهنده سرمایه قابل پرداخت هستند. از این‌رو، سرمایه‌گذاران مزین در مقایسه با سرمایه‌گذاران سرمایه محض دارای رتبه ریسک بالاتری هستند.

در مقایسه با حقوق صاحبان سهام، سرمایه از نوع مزین معمولاً برای دوره زمانی محدودی در دسترس است تا وقتی که کسب‌وکار بتواند سرمایه واقعی کافی از سودهای انباشته ایجاد نماید. در نتیجه، سرمایه از نوع مزین در مقایسه با تامین مالی‌های رایج مانند وام‌های معمولی از نظر امنیت پایین‌تر است و حقوق دارنده آن نیز محدود است.

مزایا و معایب تامین مالی مزین

تامین مالی مزین در مقایسه با اشکال سنتی تامین مالی برای شرکت‌ها دارای مزیت‌هایی است. برخی از مزیت‌های تامین مالی مزین به‌صورت ذیل است:

۱. تامین کسری مالی و سرمایه پشتوانه برای اجرای پروژه‌های شرکت‌ها؛
۲. بهبود ساختار ترازنامه و در نتیجه افزایش توان اعتباری که منجر به اثر مثبت بر روی رتبه اعتباری شرکت می‌شود و می‌تواند فضایی ایجاد کند که قدرت مانور شرکت برای تامین مالی افزایش یابد؛
۳. تقویت سرمایه مالکانه اقتصادی بدون نیاز به رقیق کردن حقوق صاحبان سهام یا واگذاری حقوق مالکیت؛
۴. به‌علاوه، با افزایش تامین مالی مزین، سهامداران می‌توانند با استقلال بیش‌تری نسبت به زمانی که تعداد سهامداران افزایش یابد، عمل کنند زیرا سرمایه‌گذاران مزین معمولاً در مدیریت شرکت سرمایه‌پذیر دخالتی ندارند؛
۵. پرداخت نرخ بهره معاف از مالیات و ساختار پرداخت بازدهی انعطاف‌پذیر؛
۶. انعطاف‌پذیر بودن بازدهی ابزار تامین مالی مزین، بنابراین ترتیبات استاندارد علاوه بر پرداخت نرخ بهره، شامل پاداش‌های عملکردی در قالب سهم داشتن افراد در عملکرد شرکت و یا اختیار تملک یا دریافت مزایای مالکانه نیز می‌باشد؛
۷. آزادی بیش‌تر در حوزه کارآفرینی برای شرکت و حقوق محدود سرمایه‌گذار مزین برای مشاوره و دخالت در امور شرکت.

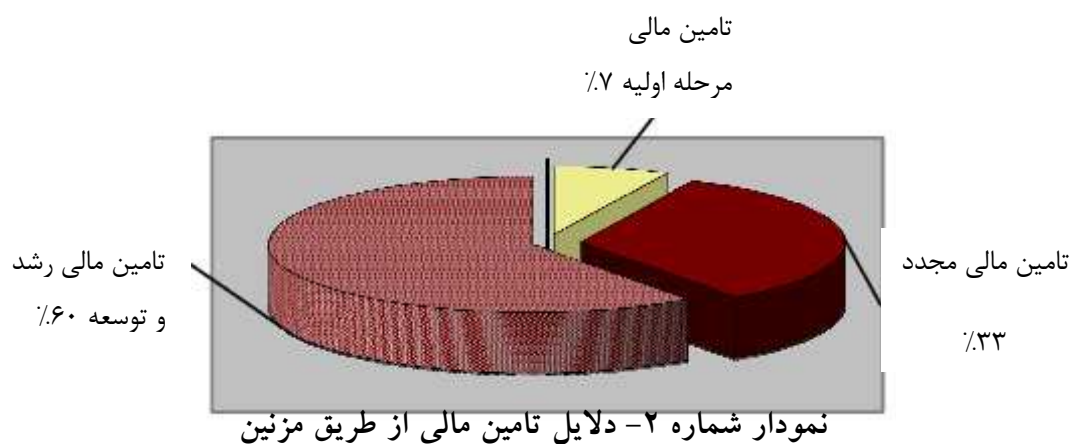
هم‌چنین برخی معایب نیز برای تامین مالی مزین متصور است:

۱. هزینه تامین مالی مزین از تامین مالی متعارف از طریق وام بیش‌تر و گران‌تر است. بنابراین سرمایه از نوع مزین باید به‌عنوان مکمل تامین مالی از نوع بدهی باشد و فقط برای مواردی مناسب است که بودجه مورد نیاز به‌تنهایی از سایر راه‌ها مانند انتشار سهام یا بدهی قابل تامین نیست؛

۲. در مقایسه با سرمایه محض شرکت، سرمایه از نوع مزین فقط برای مورد محدود و مشخصی کاربرد دارد؛

۳. الزامات شفافیت دقیق‌تر در ارتباط با حسابداری، کنترل و سیاست‌های اطلاعاتی.

این نوع از تامین مالی برای انواع خاصی از شرکت‌ها و کسب‌وکارها مناسب نیست. این نوع تامین مالی برای شرکت‌هایی که در مرحله آغاز فعالیت خود هستند، نیز کاربرد دارد (نمودار شماره ۲).



مزین برای برگرداندن یا تغییر ساختار مالی مناسب نیست زیرا معمولاً جریان‌های نقدی در طول این مراحل با نوسان همراه بوده و پیش‌بینی آن دشوار است، شرکت‌ها موقعیت بازار ضعیف و چشم‌انداز توسعه منفی؛ کارکرد مالی و حسابداری ناکافی؛ یا اهرم بالا یا سرمایه (حقوق صاحبان سهام) پایین دارند.

به دلیل این‌که سرمایه از نوع مزین بدون اولویت است و تضمین شده نیست، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند در تصمیمات سرمایه‌گذاری متکی به امنیت واقعی باشند. بنابراین توانایی یک شرکت برای بازپرداخت سرمایه اضافه شده به شدت وابسته به مجموع جریان‌های نقدی است که در آینده به دست خواهد آورد. در نتیجه، در افزایش سرمایه از طریق مزین شرط مهم آن است که قدرت درآمدی و وضعیت بازار کسب‌وکار موجود خوب و پایدار باشد.

اما عوامل کیفی نظیر سابقه، کیفیت مدیریت و سیستم‌های حسابداری مناسب نیز نقش مهمی در تصمیم سرمایه‌گذاری دارند. در نتیجه، کسب‌وکارهای ایجاد شده با جریان‌های نقدی بالا و پایدار و نیز چشم‌انداز رشد و توسعه مثبت کسب‌وکار در بلند مدت، نامزدهای اولیه برای تامین مالی مزین هستند.

الزامات تامین مالی

الزامات تامین مالی از طریق مزین عبارتند از:

۱. امکان تامین مالی از طریق منابع داخلی شرکت مقدور نیست و تامین مالی از طریق وام نیز ناکافی است و یا ممکن نیست؛

۲. موقعیت بازار قوی مبتنی بر محصول یا تکنولوژی و سهم بازار؛

۳. موقعیت مالی مناسب و قدرت درآمدی خوب با رشد سود مداوم؛

۴. راهبرد کسب و کار متمرکز و چشم انداز رشد و توسعه مثبت در بلند مدت؛

۵. جریان های نقدی مثبت و پایدار که قابل اعتماد و قابل پیش بینی باشد؛

۶. کارکرد حسابداری و مالی مناسب و سیاست یا خط مشی اطلاعاتی باز؛

۷. کیفیت و استمرار حاکمیت شرکتی.

سرمایه از نوع مزین می تواند در طیف گسترده ای از موقعیت ها به ویژه با فرض این حقیقت که هدف در قرارداد تامین مالی مشخص نشده است، مورد استفاده قرار گیرد. بر حسب این که شرکت در چه مرحله ای از مراحل رشد و توسعه خود قرار دارد، تمرکز تامین مالی مزین بر روی تامین مالی پروژه های رشد و توسعه، خریداری مدیریت خاص یا خرید مدیریت در زمینه ترتیبات قراردادی به هم پیوسته شرکت یا مستقل کردن بخش های کسب و کار است.

تامین مالی مزین برای موارد ذکر شده در بالا، یک گزینه تامین مالی مناسب است زیرا به طور طبیعی تیم مدیریت تضمین کافی در دسترس برای برآوردن نیازهای برای تامین مالی وام های سنتی ندارد. اما اشکال ترکیبی تامین مالی می تواند در دوره های با پویایی کم تر (مرحله بلوغ) به منظور بهینه کردن ترکیب تامین مالی مورد استفاده قرار گیرد

هم چنین تامین مالی مجدد و وام های کوتاه مدت برای استفاده سرمایه مزین مناسب هستند. در این مراحل کسب و کار، تامین مالی مزین یک ترکیب ارزشمند از بدهی سنتی و تامین مالی از طریق سرمایه است. این نوع یک گزینه جذاب برای شرکت های با جریان های نقدی و چشم انداز رشد مناسب است تا منابع خود را افزایش دهد.

از دیدگاه سرمایه گذار، اشکال تامین مالی مزین، برخی مزایای ذیل را دارند:

۱. دسترسی به بخش های سرمایه گذاری جدید

۲. بازدهی شبیه به حقوق صاحبان سهام

۳. استقلال سرمایه گذاری از بازارهای سهام و اوراق قرضه

۴. فرصت های بهینه برای تنوع سازی

۵. ریسک خروج پایین و حمایت بهتر از سرمایه در مقایسه با سرمایه‌گذاری سهامی خصوصی زیرا در تامین مالی مزین معمولاً قرارداد برای بازپرداخت اصل و پاداش سرمایه‌گذاری است که از طریق جریان‌های نقدی شرکت پوشش داده می‌شود.

همچنین معایبی نیز برای تامین مالی مزین وجود دارد که عبارتند از:

۱. خروج زود هنگام از این سرمایه‌گذاری دشوار است
۲. ارزیابی اشتباه توان اعتباری منجر به بازدهی‌های پایین‌تر می‌شود.

۵. مشارکت بخش عمومی - خصوصی

مقدمه

یکی از روش‌های خصوصی‌سازی که در جهان مطرح است، بهره‌گیری از مشارکت بخش خصوصی و عموم مردم است که به PPP شهرت یافته است. در این روش دولت برای اجرای طرح‌های عمومی، تأمین مالی پروژه‌ها و در نهایت واگذاری آن‌ها به عموم، سعی در جذب مشارکت‌های عمومی و خصوصی می‌نماید. این مشارکت‌ها می‌توانند به شکل جذب سرمایه و همکاری‌های عملیاتی و تخصصی باشند. این مشارکت می‌تواند در اجرای پروژه‌هایی نظیر ساخت بیمارستان، راه‌اندازی سیستم فاضلاب و آبرسانی به مناطق، ساخت فرودگاه و ... به عرصه ظهور رسد.

روش عملیاتی بهره‌گیری از PPP در برگیرنده قرارداد بین دولت و شرکت خصوصی یا کنسرسیومی از شرکت‌های خصوصی یا جذب سرمایه‌های عموم از طریق یک SPV صورت می‌گیرد. اما آنچه در این مقوله مهم است کاربرد PPP در بازار سرمایه و کمک‌های بازار سرمایه در خصوصی‌سازی از طریق PPP می‌باشد. در اینجا به فرایند جهانی کاربرد PPP در بازار سرمایه و آنچه می‌توان در بازار سرمایه اسلامی در حوزه PPP اعمال کرد، اشاره می‌شود.

معرفی مشارکت عمومی - خصوصی^۱

بازار سرمایه در حوزه جهانی، موجب صورت گرفتن معاملات اوراق قرضه PPP گشته‌اند. برای مشارکت عمومی، بر روی طرح‌هایی که از سوی دولت اجرا می‌گردند اوراق قرضه برای تأمین مالی پروژه‌هایی با منافع عمومی منتشر می‌گردند. این اوراق دارای کوپن بوده، دارای بازده بیشتری نسبت به اوراق خزانه دولتی می‌باشند و در سررسید اصل مبلغ به سرمایه‌گذار باز پس داده می‌شود. این اوراق قرضه برای ساخت جاده، راه‌آهن، فرودگاه و ... انتشار می‌یابند و سود و اصل پول پس از تکمیل پروژه از درآمدی که پروژه تولید می‌کند، باز پس داده می‌شوند. در این روش مالکیتی منتقل نمی‌گردد و صرفاً تأمین مالی

¹ Public- Private Partnership (PPP)

پروژه مطرح است. این اوراق را می‌توان مشابه اوراق مشارکتی در نظر گرفت که در کشور برای طرح‌های عمرانی کلان به عموم مردم عرضه می‌شوند. این اوراق قرضه برای شرکت‌هایی که بدهی‌های بلند مدت دارند، نیز کاربرد دارند به‌طوری‌که سررسید بدهی‌های خود را با سررسید کوپن‌ها یکی می‌گیرند تا از سود این اوراق بدهی‌های خود را پرداخت کنند.

در بازار سرمایه اسلامی برای پروژه‌های دولتی کوچک و بزرگ می‌توان ۲ حالت را متصور شد. یک. پروژه دولتی که دولت صرفاً قصد تأمین مالی برای ساخت و راه‌اندازی آن را دارد؛ دو. پروژه دولتی که دولت قصد ساخت و سپس واگذاری آن را دارد. در حالت اول می‌توان از اوراق مشارکت یا اوراق استصناع و در حالت دوم می‌توان از اوراق استصناع- اجاره یا اوراق منفعت بهره جست. اوراق استصناع و اوراق مشارکت با سررسید اوراق و دریافت اصل پول به پایان می‌رسند اما در حالت اوراق استصناع- اجاره یا منفعت، پروژه پس از اتمام در تملک دارندگان اوراق قرار می‌گیرد تا از منافع آن بهره‌مند گردند. شاید از این روش نتوان در احداث جاده و پل استفاده کرد اما می‌توان در پروژه‌هایی مانند ساخت بیمارستان (بهره‌گیری از منافع درآمدی بیمارستان در آینده)، ساخت فرودگاه، احداث زیرساخت‌های برقی و آبی (با دریافت آبونمان از مشترکین) و دیگر طرح‌هایی که منافع عمومی در آن مستتر است، از آن بهره جست.

ابزارهای مالی مشارکت عمومی - خصوصی در بازار سرمایه ایران

ابزارهای تأمین مالی ساخت

برای تأمین مالی به‌منظور ساخت از طرح‌های دولتی با مشارکت و کمک بخش خصوصی می‌توان از اوراق مشارکت و اوراق استصناع استفاده نمود. انتخاب هر یک از این اوراق یا همزمان هر دو آن‌ها، بستگی به نوع پروژه دارد. اگر دولت بخواهد در ارزش افزوده و سود و زیان طرح، بخش خصوصی را مشارکت دهد می‌تواند از اوراق مشارکت استفاده نماید و در نتیجه سود انتظاری به دارندگان و مشارکت‌کنندگان پرداخت نماید. ولی چنانچه دولت نخواهد در تمامی منافع طرح بخش خصوصی را دخالت دهد و تنها بخواهد سود ثابتی را به مشارکت‌کنندگان پرداخت نماید می‌تواند از انتشار اوراق استصناع استفاده نماید. البته دولت می‌تواند هم‌زمان از هر دوی این اوراق برای تأمین مالی طرح‌های خود استفاده نماید و به این ترتیب تمامی سرمایه‌گذاران اعم از سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز که به دنبال بازدهی ثابت هستند و نیز سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر که به دنبال بازدهی انتظاری هستند، در آن طرح مورد نظر مشارکت نمایند.

ابزارهای تأمین مالی ساخت و بهره‌برداری

برای تأمین مالی به‌منظور ساخت و بهره‌برداری از طرح‌های دولتی با مشارکت بخش خصوصی می‌توان از اوراق استصناع- اجاره یا اوراق منفعت استفاده نمود. برای تأمین مالی این طرح‌ها می‌توان از هر یک از

این اوراق استفاده نمود. قابل توجه این که هر دوی این اوراق از نوع اوراق با نرخ بازدهی ثابت هستند و سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر می‌توانند با سرمایه‌گذاری در این نوع اوراق سود معینی را به دست آورند.

۶. مالکیت

مقدمه

در بازارهای سرمایه، مالکیت^۱ معمولاً به عنوان حق برخورداری از سود تقسیمی و پرداخت‌هایی که از سوی شرکت صورت می‌گیرد^۲ تعریف می‌شود در حالی که کنترل به برخورداری از حق رأی^۳ اطلاق می‌گردد. ساختار مالکیت شرکتی در کشورهای مختلف در دو دسته قابل طبقه‌بندی است. در دسته اول اغلب کشورهای اروپایی (به خصوص آلمان، فرانسه، ایتالیا و سوئیس) و ژاپن قرار دارند. در این کشورها مالکیت شرکت‌های خصوصی در گروه‌های ذیل متمرکز است:

۱- شرکت‌های دیگری که مستقیماً با فعالیت شرکت در ارتباطند،

۲- بانک‌ها،

۳- و مؤسسان خانوادگی.

این تمرکز منجر به شکل‌گیری گروه‌های صنعتی یکپارچه گردیده و در این دسته، مالکیت ضربداری^۴ معمول می‌باشد. چنانچه یک شرکت مادر سهام شعب خود را خریداری کرده و شعب نیز سهام شرکت مادر را خریداری نمایند مالکیت ضربداری رخ می‌دهد. در برخی مواقع مالکیت ضربداری به حق رأی ضربداری نیز شناخته می‌شود. مسئله‌ای که در مالکیت ضربداری مطرح می‌شود این است که آیا حق رأی شعب در شرکت مادر وجود دارد یا خیر. مالکیت چرخشی^۵ نیز حالت دیگری از این مدل تملک می‌باشد به طوری که شعبه یک شرکت مادر، اقدام به خرید سهام شرکت سومی می‌کند که سهام شرکت مادر را در اختیار دارد. در این کشورها، اندکی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به طور کامل در اختیار عموم قرار گرفته‌اند. در عوض، شرکت‌های بورسی دارای سهام‌دار راهبردی (معمولاً فرد یا یک خاندان) هستند که اکثریت رأی شرکت را کنترل می‌نمایند. معمولاً سهامداران راهبردی کنترل خود بر شرکت را بدون در اختیار داشتن نسبت زیادی از حق برخورداری از سود تقسیمی، از طریق تملک هرمی، توافق بین سهامداران و دیگر روش‌ها اعمال می‌کنند. در این دسته از مالکیت مدیران، کارکنان، سهامداران و تمام افراد دیگر در حول

¹ Ownership

^۲ Cash Flow rights: اگرچه این اصطلاح به صورت لغوی حقوق جریان وجوه نقد ترجمه می‌شود اما در تعریف، به معنای حق برخورداری از سود تقسیمی و پرداخت‌هایی است که از سوی شرکت صورت می‌گیرد.

³ Voting or Control Right

⁴ Cross Shareholding

⁵ Circular Ownership

منافع مشترک فعالیت می‌کنند و هدف صرفاً/فزایش ثروت سهامداران نیست. در این دسته، سهام‌داری دولت و نهادهایی همچون بانک مشاهده می‌شود.

در دسته دوم مالکیت، شامل بریتانیا و آمریکا، تملک در میان تعداد زیادی از افراد غیرمرتبط و سرمایه‌گذاران نهادی پراکنده شده و مالکیت مشترک یا ضربدری به ندرت اتفاق می‌افتد. در این حالت توجه ویژه بر سهامداران است. راهبری شرکتی در این دو کشور تقریباً تضاد منافع بین سهام‌داران خرد، مدیران و سهامداران راهبردی را از بین برده است. اگرچه مالکیت شرکت‌ها به‌طور گسترده‌ای بین عموم مردم پراکنده شده اما برخی از شرکت‌ها همچون فورد و مایکروسافت از سوی سهامداران بلوکی یا راهبردی کنترل می‌شوند.

این تفاوت در ساختار مالکیتی دو نتیجه مشهود برای شرکت در پی خواهد داشت. از یک سو سهامداران راهبردی انگیزه و قدرت انتظام بخشیدن به مدیریت شرکت را در اختیار دارند و از سوی دیگر، مالکیت متمرکز می‌تواند شرایطی را برای بروز مشکل در شرکت ایجاد کند؛ به‌طوری که منافع سهامداران راهبردی با سهام‌داران خرد در یک راستا قرار نگیرد.

برای مجزا نمودن تملک و حق رأی از یکدیگر، روش‌های مختلفی وجود دارد که از جمله مهم‌ترین آن‌ها مالکیت با کنترل اقلیت^۱ است که به سهامداران اجازه می‌دهد در عین تملک مقدار اندکی از سهام، کنترل شرکت را در اختیار بگیرند. ابزار اعمال سیاست مالکیت با کنترل اقلیت انتشار سهام عادی دوگانه است.

سهام عادی دوگانه

در حالت کلی معمولاً ۲ نوع انتشار سهام صورت می‌گیرد: عرضه سهام به عموم مردم و عرضه سهام به مؤسسان شرکت، مدیران اجرایی، و خاندان مؤسسان شرکت. آنچه در ایران شناخته شده و متداول است انتشار سهام عادی و سهام ممتاز است. سهام عادی صرفاً حق رأیی برابر با تعداد سهام در اختیار فرد قرار می‌دهد. سهام ممتاز نیز حق رأی نداشته و دارنده آن صرفاً از سود تقسیمی بهره می‌برد. اما حالت دیگری از انتشار سهام وجود دارد که در آن دو نوع مختلف از سهام یک شرکت با عنوان سهام دوگانه منتشر می‌گردد. ساختار این نوع سهام عادی مشتمل است بر انتشار سهام نوع A و سهام نوع B. در اینگونه انتشار سهام ۳ حالت امکان‌پذیر است:

۱- انتشار سهام با حق رأی متفاوت، سود تقسیمی مشابه (حالت مرسوم و متداول سهام دوگانه)

۲- انتشار سهام با حق رأی مشابه، حق برخورداری از سود تقسیمی متفاوت،

¹ Controlling-Minority Structure

۳- انتشار سهام با حق رأی متفاوت و حق برخورداری از سود تقسیمی متفاوت. این نوع سهام معمولاً در اختیار کارکنان شرکت، بازنشستگان سازمان، مدیران و خانواده مؤسسان شرکت قرار می‌گیرد، امکان خرید و فروش عمومی آن وجود ندارد، صورت پذیرش در بورس امکان نشان دادن نماد آنها وجود دارد، و صرفاً به صلاحدید مدیران و مؤسسان شرکت به افراد واگذار می‌گردد. همچنین این نوع سهام قابلیت تبدیل به سهام عادی را دارد.

تاریخچه سهام عادی دوگانه

خواستگاه این نوع سهام را به دهه ۱۹۷۰ در کشور کانادا باز می‌گردد. در آن زمان برای تملک شرکت‌های رسانه‌ای و مخابراتی از جانب افراد خارجی محدودیت‌هایی اعمال شده بود. به‌طور کلی در کشورهای مختلف برای سرمایه‌گذاری افراد خارجی محدودیت‌های قانونی وجود دارد. صناعی که این محدودیت‌ها در آنها وجود دارد در مجموع در ۱۰ گروه ذیل قابل طبقه‌بندی است:

۱- حمل و نقل دریایی و بندرگاه‌ها،

۲- شرکت‌های هواپیمایی،

۳- شرکت‌های معدنی،

۴- حوزه انرژی،

۵- زمین و مستغلات،

۶- مخابرات،

۷- بانکداری،

۸- پست،

۹- خدمات درمانی،

۱۰- صنایع نظامی.

جستن موارد قانونی هر یک از این دسته‌ها کار بسیار دشواری است اما به‌عنوان نمونه می‌توان به کشور آمریکا اشاره کرد که قوانین متعددی از جمله قانون اساسی ایالات متحده، قانون سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، قانون زمین و مستغلات ایالات متحده، قانون تملک معادن، قانون ثبت نمایندگان افراد خارجی و ... بر موضوع سرمایه‌گذاری خارجی ناظر است. در بیشتر حوزه‌هایی که در بالا ذکر گردید افراد داخلی با در اختیار داشتن مدرک شهروندی آمریکا امکان سرمایه‌گذاری دارند. کنگره آمریکا در حوزه‌های راهبردی به رئیس‌جمهور اجازه می‌دهد تا محدودیت ۵۰ درصدی برای تملک سهام شرکت (حق رأی) را اعمال کند. بسیاری از کشورها نیز در لیست سیاه این کشور قرار دارند که به شهروندان آن اجازه داده نمی‌شود تا خودشان یا افراد مرتبط با آنها در شرکت‌های آمریکایی سرمایه‌گذاری نمایند. سودان، ایران، سوریه از این دست کشورها هستند.

کاربرد سهام عادی دوگانه

مهم‌ترین کاربرد انتشار سهام عادی دوگانه تفکیک مالکیت از حاکمیت یا همان کنترل می‌باشد. همانگونه که اشاره شد در بسیاری از کشورهای محدودیت‌هایی برای اعمال کنترل در برخی از صنایع راهبردی وجود دارند. این صنایع جنبه حاکمیتی داشته و با امنیت ملی یک کشور ارتباط دارند بنابراین دولت‌ها نمی‌توانند کنترل شرکت‌های فعال در این صنایع را به سرمایه‌گذاران خارجی و یا بخش خصوصی واگذار کنند. از سویی سرمایه‌گذاری در این صنایع راهبردی و توسعه آن‌ها نیاز به تامین مالی و استفاده از ظرفیت‌های بخش خصوصی و سرمایه‌گذاری خارجی دارد و این سرمایه‌گذاران نیز از آنجایی که به دنبال سود هستند و این بخش‌ها نیز از بازدهی بالایی برخوردارند، حاضر به سرمایه‌گذاری در این صنایع هستند. انتشار سهام عادی دوگانه راهبردی برای پاسخ به این نیاز همراه با حفظ حاکمیت و کنترل دولت‌ها می‌باشد. بنابراین می‌توان در ایران نیز با انتشار این نوع سهام، زمینه سرمایه‌گذاری بیش‌تر بخش خصوصی و سرمایه‌گذاران خارجی را فراهم کرد و در عین حال حاکمیت دولت نیز خدشه‌دار نمی‌شود.

نمونه‌هایی از انتشار سهام عادی دوگانه

نمونه‌های از این نوع سهام در کشورهای گوناگون منتشر شده است. به‌عنوان مثال، شرکت UPS^۱ دو نوع سهام A و B منتشر می‌کند. سهام A ۱۰ برابر سهام B حق رأی دارد اما سود تقسیمی مشابه. قیمت عرضه اولیه این سهام ۵۰ دلار بوده است. سهام نوع A این شرکت در اختیار کارکنان و بازنشستگان این شرکت قرار گرفته است. ۲۶ درصد کل سهام این شرکت از نوع A و ۷۴ درصد آن از نوع B می‌باشد. سهام نوع A این شرکت در بورس نیویورک فهرست نمی‌شود و صرفاً سهام نوع B امکان پذیرش در بورس دارد. در مثالی دیگر نیز می‌توان شرکت کرافورد که دو نوع سهام با نماد CRD-A و CRD-B منتشر نموده است را ذکر نمود. تفاوت قیمتی این دو سهم در سال ۲۰۱۱ در شکل ۱ نشان داده شده است:



¹ United Parcel Services

شرکت‌های معروف دیگری همچون فورد و برکشایر (که در مالکیت وارن بافت قرار دارد) ساختار سهامی دوگانه دارند که به مؤسسان آنها اجازه می‌دهند اکثریت کنترل شرکت را با کمترین میزان سهام در اختیار داشته باشند. به عنوان مثال این ساختار به خانواده فورد اجازه می‌دهد تا اختیار ۴۰٪ حق رأی را با ۴٪ از کل سهام شرکت در اختیار داشته باشد.

۷. اقدامات آتی سازمان بورس و اوراق بهادار در جهت توسعه بازار سرمایه

۱. تنوع ابزارهای تامین مالی

یکی از اقدامات لازم برای توسعه بیش از پیش بازار سرمایه تنوع بخشیدن بیش تر به ابزارهای تامین مالی نوین از جمله انواع صکوک شامل اوراق سلف نفتی، اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق مشارکت و ابزارهای بازار پول مانند اوراق خزانة اسلامی است. این یعنی تنوع بخشیدن بیش تر به استفاده از ابزارهای نوین بازار سرمایه دارای چند پیشنهاد اساسی است که عبارتند از:

الف) تقویت بازار اولیه

در بازار سرمایه ایران برخی چالش‌ها در رابطه با بازار اولیه وجود دارد از جمله این که عرضه اولیه در ایران استاندارد نیست. در دنیا شرکت‌ها بیش تر به صورت سهامی خاص تاسیس و در فرآیندی از فعالیت خود برای کاهش هزینه‌های تامین مالی خود بررسی می‌شوند. شروع عرضه اولیه در بورس آمریکا قبل از ورود به بورس است ولی در ایران شرکت می‌تواند از ابتدا سهامی عام باشد یعنی در ابتدای فعالیت شرکت عرضه اولیه وجود دارد. از سویی اتکا به عرضه اولیه در ایران پایین است و هنگام عرضه اولیه شفافیت قیمت و مستندات دارای نقاط ضعف است مانند راستی آزمایی. همچنین روش‌های عرضه اولیه باید مورد بازبینی قرار گیرد و عرضه اولیه به روش حراج بهینه نیست.

ب) ایجاد موسسات رتبه‌بندی اعتباری

به منظور ایجاد جذابیت در بازار اوراق بهادار و کاهش هزینه‌های تامین مالی برای شرکت‌هایی که از اعتبار و توان بالایی برای سودآوری برخوردار هستند، ایجاد موسسات رتبه‌بندی اعتباری ضروری به نظر می‌رسد. بدین منظور این موسسات با نظارت و بررسی دائمی شرکت‌ها، وضعیت آنها را از لحاظ ریسک به سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه گزارش می‌دهند و شرکت‌هایی که از چشم‌انداز رشد بهتری برخوردار هستند، در صورت تامین مالی خواهند توانست با نرخ‌های کمتر تامین مالی نموده و سهم بیشتری از بازار را نصیب خود نمایند.

۲. ایجاد انسجام در سیاست‌های کلی بازارهای مالی به‌ویژه در بخش نرخ‌گذاری

در حال حاضر به دلیل نرخ‌گذاری دستوری از سوی بانک مرکزی و شورای پول و اعتبار امکان انتشار اوراق با نرخ‌های سود متفاوت در بازار سرمایه وجود ندارد و این امر علی‌رغم وجود زیرساخت‌های لازم برای انتشار انواع اوراق بهادار، تنوع انتشار اوراق را با چالش روبرو کرده است.

۳. حضور بنگاه‌های اقتصادی در بازار سرمایه (خصوصی، دولتی و شبه دولتی)

حضور بنگاه‌های اقتصادی در بازار سرمایه اعم از شرکت‌های خصوصی، دولتی و شبه دولتی از جنبه‌های مختلف قابل بررسی است. از یک سو، حضور این شرکت‌ها در بازار سرمایه منجر به ورود حجم انبوهی از سرمایه آن‌ها به بازار و افزایش سرمایه‌گذاری نهادی در بازار می‌شود. حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار که اغلب با دید بلندمدت وارد این بازار می‌شوند منجر به تخصیص سرمایه در شرکت‌ها به صورت بلند مدت می‌شود و از آنجایی که این نهادها اغلب کنترل مدیریتی شرکت‌ها را به دست می‌گیرند می‌توانند با مدیریت صحیح و راهبری مناسب منجر به رشد و توسعه بیش از پیش شرکت‌های بورسی شده و در نهایت به افزایش ارزش شرکت‌ها و بازار سرمایه کمک نمایند.

از سوی دیگر، بسیاری از این شرکت‌ها که در مرحله بلوغ قرار دارند می‌توانند سهام خود را در قالب عرضه‌های اولیه به سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بفروشند و بدین صورت با هزینه‌های کم‌تری تامین مالی نمایند. وجوه حاصل از فروش سهام شرکت در بورس می‌تواند وارد طرح‌های توسعه شرکت شده و زمینه توسعه روز افزون شرکت‌ها و در نتیجه رشد اقتصادی کشور را فراهم سازد.

۴. تقویت موضوعات بین‌المللی

برای حضور و تقویت بازار سرمایه ایران در سطح بین‌الملل می‌توان در بخش‌های مختلف برنامه‌ریزی و از ظرفیت‌های موجود برای گسترش بازار سرمایه و افزایش ضریب نفوذ آن در سطح بین‌المللی استفاده کرد. برخی از محورها که می‌توان در بخش بین‌الملل از آن‌ها استفاده کرد به شرح ذیل است:

الف) تامین مالی در سطح بین‌الملل

امروزه تامین مالی در سطح بین‌الملل یکی از راه‌های رایج برای تامین مالی شرکت‌ها به‌ویژه شرکت‌هایی است که در سطح بین‌الملل فعالیت دارند. دولت‌ها نیز از این ظرفیت برای انتشار بدهی و تامین مالی نیز استفاده می‌کنند. تاکنون وزارت نفت دولت جمهوری اسلامی ایران برای تامین مالی پروژه‌های نفتی پارس جنوبی از انتشار اوراق مشارکت ارزی در سطح بین‌الملل استفاده کرده است که به دلیل این که نرخ این اوراق برای سرمایه‌گذاران نسبت به نرخ‌های متداول بین‌المللی از جذابیت بالایی برخوردار بوده است، مورد استقبال سرمایه‌گذاران خارجی به‌ویژه سرمایه‌گذاران ایرانی مقیم خارج از کشور قرار گرفته است. البته در صورتی که انتشار این نوع از اوراق از طریق بورس‌های بین‌المللی و منطقه‌ای صورت پذیرد امکان

دستیابی به بازار گسترده‌تری وجود دارد که البته پیش‌نیاز این امر رتبه‌بندی اوراق منتشره خواهد بود. در مورد اوراق مشارکت ارزی تجربه نشان داد که نهادهای بین‌المللی اسلامی مانند بانک توسعه اسلامی با رفع شبهات شرعی این اوراق علاقه‌مندی زیادی برای سرمایه‌گذاری در این اوراق داشتند که با وجود حجم پایین انتشار اوراق و وجود رقابت این امر محقق نشد.

از سوی دیگر، شرکت‌های بورسی در بازار سرمایه ایران به‌ویژه شرکت‌های خصوصی موفق مانند مپنا می‌توانند در صورت وجود پیش‌نیازهای لازم به‌دلیل این‌که از محدودیت‌های شرکت‌های دولتی و شبه دولتی در ارایه اطلاعات و شفافیت لازم برخوردار هستند، در بازارهای مالی بین‌المللی به تامین مالی بپردازند.

ب) حضور ناشران ایرانی در بورس‌های بین‌المللی

تامین بخشی از منابع مالی جدید برای شرکت‌ها از طریق امکان حضور ناشران در بازارهای بین‌المللی امکان‌پذیر خواهد بود. با امضای توافق‌نامه‌ها میان بورس‌ها می‌توان زمینه حضور ناشران ایرانی در بورس‌های مختلف را فراهم نمود. اتصال بازارهای سرمایه در جهان به روشهای مختلفی صورت می‌گیرد که کم‌هزینه‌ترین و ساده‌ترین آنها اتصال نهادهای ثبتي و تسویه و پایاپای است تا شهروند یک کشور را قادر سازد با مراجعه به دفاتر کارگزاری کشور خود، سهام و اوراق بهادار کشور دیگری را معامله کند. این کار که اکنون بین برخی کشورها متداول است، نیازمند فراهم شدن بسترهای سخت‌افزاری و نرم‌افزاری، و آگاهی سرمایه‌گذاران یک کشور از اوضاع بازار سرمایه و شرایط سرمایه‌گذاری در کشور دیگر است که همکاری همه بخش‌های بازار سرمایه و حتی بخش‌هایی در بیرون بازار سرمایه را می‌طلبد.

تاکنون، نهادهای ثبتي و تسویه و پایاپای پاکستان، اندونزی و ترکیه، تفاهم‌نامه‌های اولیه برای اتصال به نهاد مشابه خود در ایران را امضا کرده‌اند و کره جنوبی چهارمین کشوری است که تفاهم‌نامه Linkage با ایران امضا می‌کند. عملیاتی شدن این تفاهم‌نامه‌ها در چند سال آینده، امکان این را فراهم خواهد کرد که یک ایرانی سهامی از بازار سرمایه پاکستان را بفروشد و با معادل ارزی پولش سهامی از بازار سرمایه کره یا اندونزی را بخرد. با توجه به بلندمدت بودن طرح‌های Linkage انتظار می‌رود بورس ایران در افق تقریباً پنج‌ساله، بین‌المللی شود.

ج) حضور نهادهای مالی ایرانی در بازارهای مالی جهانی

در حال حاضر؛ ایران در برخی نهادهای مالی بین‌المللی از جمله هیئت خدمات مالی اسلامی، بانک توسعه اسلامی، صندوق بین‌المللی پول، بانک جهانی و... عضو است. در بخش بازار سرمایه ضرورت عضویت ایران در برخی نهادهای مالی مرتبط با بازار سرمایه از جمله فدراسیون جهانی بورس‌ها و سازمان

بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار وجود دارد. در سال‌های اخیر عضویت ایران در این سازمان‌ها با توجه به وجود برخی مشکلات در عرضه بین‌المللی دچار مشکل شده است.

۵. تعیین تکلیف سهام عدالت

یکی از اقدامات دولت نهم و دهم واگذاری سهام برخی شرکت‌های دولتی به مردم در قالب سهام عدالت بود. یکی از سئوالاتی که از ابتدای واگذاری این سهام به مردم مطرح بوده است این است که از آنجایی که این اوراق سهام نام دارد بنا به ماهیت آن باید امکان معامله و خرید و فروش آن در بازار سرمایه وجود داشته باشد ولی تاکنون به دلیل وجود برخی مشکلات این امر محقق نشده است. لازمه ورود به بورس شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی سهام عدالت تبدیل شدن به شرکت‌های سهامی عام بعد از اعمال افزایش سرمایه اسمی و تطبیق اساسنامه با اساسنامه نمونه بورس است. برای تبدیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری استان اول باید تعداد سهامداران مشخص باشند و دوم باید سرمایه و دارایی‌ها آنها قطعی باشد. در این راستا سازمان بورس زمینه پذیرش شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی را در بورس یا فرابورس فراهم کرده است که کار دشواری نیست ولی در گام بعدی بایستی مشخصات دارندگان سهام عدالت مشخص شود که با توجه به فراگیر بودن سهام عدالت کار دشواری و زمان‌بر است.

۶. تقویت بازار سرمایه با تقویت نهادهای مالی و توسعه شفافیت

افزایش نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه مانند شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سبدگردانی، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تامین سرمایه و... و نیز تقویت نهادهای مالی موجود می‌تواند به رشد و توسعه بیش از پیش بازار سرمایه کمک کند. البته توسعه شفافیت اطلاعاتی نیز به عنوان یک عامل مهم برای افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک مطرح است. در بازار سرمایه ایران ندوین مقررات جدید در حوزه بازار سرمایه، ورود فناوری اطلاعات و پررنگ شدن آن در بازار سرمایه و ورود سامانه‌هایی مانند کدال به افزایش شفافیت در بازار سرمایه کمک کرده است که نیازمند تقویت بیش‌تر و بهبود روز افزون است. مولفه‌های شفافیت و افشا شامل موارد ذیل است:

۱. نتایج مالی و دستاوردهای عملیاتی شرکت
۲. سهامداران عمده، حق رای، اطلاعات مجمع صاحبان سهام
۳. هیئت مدیره و مدیران اجرایی کلیدی، ساختارها، رویه‌ها و پاداش این اشخاص
۴. اطلاعات با اهمیت مربوط به کارکنان و دیگر سهامداران
۵. ساختار حقوقی و مالکیت
۶. محیط خارجی، موقعیت رقابتی و راهبردهای شرکت
۷. اهداف مالی، میزان دستیابی به آن‌ها و بیانیه‌های آینده‌نگرانه شرکت
۸. محرک‌های واقعی ارزش و مولفه‌های قابل پیش‌بینی ریسک و نحوه مدیریت آن‌ها توسط شرکت

۹. اطلاعات مدیران اجرایی و منافع آنها

۷. راه اندازی بورس ایده

با عنایت به ضرورت ایجاد زمینه تجاری سازی ایده ها، لازم است مرکز بورس ایده راه اندازی شود که از این طریق تفاهم نامه اموری همچون پیگیری مستمر کارها، تماس دائم با ایده پردازان و زمینه سازی برای جذب سرمایه گذار، تبدیل ایده های رسیده به فناوری و تولید و تجاری سازی آن انجام می شود. راه اندازی این مرکز می تواند جرقه ای باشد که ایده ها دیگر بایگانی نشوند و قابلیت سرمایه گذاری نیز داشته باشند. بورس ایده راهکاری برای درآمدزایی ایده ها خواهد بود و می تواند در سطح ملی و استانی فواید بسیاری به همراه داشته باشد. بورس ایده به دو بخش اصلی ایجاد بازار برای ایده پردازان و رشد و پرورش ایده های خام تقسیم می شود.

۸. فرهنگ سازی

مسئله هر پدیده نو باید با فرهنگ به کارگیری آن همراه شود تا پدیده مذکور بتواند دوام و بقا یافته و پیشرفت کند. شاید هنوز عموم مردم در ایران اهمیت سرمایه گذاری در اوراق بهادار، نحوه صحیح این کار، شیوه های آسان دسترسی به بازار سرمایه و مزایای چنین سرمایه گذاری ای که در مقابل سرمایه گذاری های دیگر (ممکن است سود چندانی برای اقتصاد کشور نداشته باشد) نمی دانند. فعال کردن بازارهای معاملات سهام منطقه ای در شرایط و اوضاع و احوال اقتصادی کشور ما یکی از راه های فرهنگ سازی در زمینه سرمایه گذاری در اوراق بهادار است. در کشورهای پیشرفته که اینگونه بازارها دیر زمانی است دایر گردیده، مردم از کم و کیف سرمایه گذاری در آنها آگاهند و راه های این کار را فرا گرفته اند. افراد در این گونه کشورها به شیوه های گوناگون مبادرت به خرید و فروش سهام و دیگر اوراق بهادار می کنند و نیازی نیست که مستقیماً به محل بورس اوراق بهادار مراجعه کنند. خرید و فروش اوراق بهادار از طریق اینترنت، بانک ها، انواع کارگزاران و غیره شرایط آسانی را برای این کار به وجود آورده است به هنگام بودن اطلاعات مربوط به تغییر قیمت های اوراق بهادار، ارایه اطلاعات مالی و غیر مالی مستمر و دایم درباره اوضاع اقتصادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار این امکان را به سرمایه گذار می دهد تا در مورد خرید و فروش و یا نگه داشتن اوراق بهادار خود تصمیم گیری کند. بنابراین ارایه مستمر اطلاعات مالی و غیر مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، به هنگام بودن اطلاعات ارایه شده در مورد تغییرات قیمت های اوراق بهادار، آسان بودن دسترسی به این گونه اطلاعات همگی به توسعه فرهنگ سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار کمک می کند.

هدف اصلی فرهنگ سازی آشنایی عموم مردم با سازوکار بازار سرمایه و سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار است. در ذیل این اقدام آشنایی عموم با مفاهیم بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار، اهمیت و

ضرورت بورس اوراق بهادار، ساختار و کارکردهای بورس اوراق بهادار تهران و چگونگی مشارکت در آن، ابزارهای مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و حقوق و وظایف دارندگان اوراق بهادار حاصل خواهد شد.

۹. توسعه الکترونیکی بازار سرمایه

داد و ستد الکترونیکی سهام در ایران در تاریخ ۸۲/۹/۲۴ توسط بانک توسعه صادرات به اجرا در آمد. مراحل خرید و فروش اینترنتی سهام در بانک توسعه صادرات شامل افتتاح حساب نزد هریک از شعب بانک توسعه صادرات ایران، دریافت کد شناسایی و کلمه عبور از شعبه مربوطه و سپس اقدام از طریق سایت اینترنتی. عملیات خرید می تواند کاملاً غیر حضوری انجام گیرد و کارگزار پس از انجام عملیات درخواست شده توسط مشتری اطلاعیه الکترونیکی خرید را به آدرس پست الکترونیکی خریدار ارسال می کند. برای فروش نیز در صورتی که برگه های سهام متقاضی نزد کارگزاری مربوطه باشد وی می تواند با مراجعه به سایت www.edbi.ir درخواست فروش را برای کارگزار ارسال نماید. بر این اساس کارگزاری پس از دریافت درخواست مربوطه به فروش سهام مورد نظر اقدام می نماید.

بحث امنیت اطلاعات در داد و ستد الکترونیکی سهام بسیار حایز اهمیت است و سهامداران همواره در مورد حفظ اطلاعات محرمانه خود در زمینه داد و ستد نگرانی دارند. در ایران بانک توسعه صادرات با بهره گیری از "گواهینامه دیجیتال" بین المللی کانال انتقال اطلاعات مشتریان را از طریق رمزکردن، تصدیق اصالت و کدهای تصدیق پیام حفظ می کند و لذا مشتریان می توانند، براحتی با برقراری "ارتباط امن" و اطمینان از حفظ محرمانگی اطلاعات خود، از خدمات الکترونیکی بانک توسعه صادرات ایران، استفاده نمایند.

در بحث دادوستد الکترونیک مباحث زیر بسیار حائز اهمیت است :

- ارتباطات امن

- محافظت از اطلاعات محرمانه

- تعیین هویت و تصدیق اصالت موفقیت آمیز

- ایجاد زیرساختهای امنیتی

پروتکل SSL جهت ایجاد امنیت و محرمانگی اطلاعات بر روی اینترنت توسعه یافته است. این پروتکل که از تایید هویت سمت سرویس دهنده و سرویس گیرنده پشتیبانی می کند، امنیت و تمامیت کانال انتقال را با استفاده از رمزکردن، تصدیق اصالت و کدهای تصدیق پیام حفظ می کند. هنگامیکه مشتری بخواهد از طریق وب سایت بانک داد و ستد سهام را انجام دهد، نام کاربری و کلمه عبور او از طریق اینترنت و با استفاده از تکنولوژی SSL به سایت بانک ارسال میشود، پروتکل SSL قبل از اینکه اطلاعات شخصی

مشتری از کامپیوتر او خارج شود آنها را رمزنگاری کرده تا این اطمینان برای مشتری حاصل شود که هنگام ارسال و دریافت اطلاعات هیچ شخص دیگری نمی تواند اطلاعات را خوانده و یا آنها را تغییر دهد.

توسعه زیر ساختهای فناوری اطلاعات امری است که به مرور به وقوع خواهد پیوست و در این میان مسائلی چون توسعه آموزشی و توسعه فرهنگی که هر دو از لوازم جوامع دانش مدار هستند جای توجه و تعمق بسیار دارند. فناوری اطلاعات به عنوان دانش و به عنوان صنعت از درجه کار آفرینی بالایی برخوردار است و در نتیجه بهره گیری مناسب و توسعه مدیریت شده آن در ایران می تواند اثرات سودمندی در پیکره اقتصادی کشور ما داشته باشد.

بحث فرهنگ سازی در زمینه آشنایی سهامداران با روشهای نوین داد و ستد (داد و ستد الکترونیک) جایگاهی ویژه دارد و به کار گیری و توجه به این روشها امری اجتناب ناپذیر و در خور توجه در جهت توسعه بازار سرمایه می باشد و این امکان پذیر نیست مگر با گسترش فرهنگ داد و ستد اینترنتی و اطمینان بخشیدن به سرمایه گذاران در رابطه با امنیت اطلاعات و اموالشان. در این راستا بدون تردید اعمال هر گونه تغییر و نوآوری در روشها و مکانیزمهای اجرایی و عرضه خدمات جدید در بورس تهران مستلزم انجام بررسی های دقیق کارشناسانه می باشد لکن با توجه به مشاهدات و مقایسه اجمالی بین روشهای داد و ستد سهام در بورس تهران و سه بورس توکیو کره و سنگاپور پیشنهادات میشود با توجه به نقش حساس و تعیین کننده موسسات کارگزاری در بازارهای سرمایه و خدمات عدیده و ارزنده ای که این گونه موسسات می توانند ارایه نمایند ضرورت دارد اقدامات جدی و پیگیر در جهت ایجاد و حمایت از این گونه موسسات در جهت کامپیوتریزه کردن سیستمهای معاملات و الکترونیکی کردن کلیه فرایند داد و ستد بعمل آید چرا که با بررسی موردی بورس های دنیا این نکته بر می آید که اگر چه ایران در زمینه خرید و فروش سهامداران از طریق اینترنت گامهایی را برداشته است اما قسمت اعظم انجام معاملات ما دستی می باشد در صورتی که امروزه خارج از بحث خرید و فروش از طریق اینترنت کلیه سیستمهای معاملات نیز کامپیوتری می باشد. در این راستا بحث مدیران مجرب جایگاه ویژه ای دارد. در زمینه مدیریت تردیدی نیست که از نیروهای با تجربه و ارزنده ای برخورداریم لیکن با توجه به سرعت رشد اقتصادی کشور در بخش عمومی و خصوصی و ورود به زمینه های برخوردار از تکنولوژی روز و ضرورت رقابت در صحنه جهانی قطعا با مشکل مدیریت روبرو هستیم. هر چند سرمایه گذاری نسبتا بالایی ظرف سالهای اخیر در آموزش مدیران شده است لیکن پرورش مدیر امری تدریجی-تکاملی است و با شرکت در یک دوره دو ساله و چند سمینار و با مطالعه چند کتاب و نشریه نمی توان این شکاف را پر کرد. در زمینه رشد روشهای نوین تجارت الکترونیک در بازار سرمایه ایران نیز ما قطعا به مدیرانی روشن فکر و آشنا با فناوری روز و مباحث تکنولوژی اطلاعات نیازمندیم. چه خوب است به موازات مدیران ارشد سازمان بورس با تخصصهای

بازرگانی، اقتصاد و حسابداری مدیران فناوری اطلاعات نیز فعالیت داشته باشند، جایگاهی که تا به امروز در این سازمان نادیده انگاشته شده است.

در هر حال ایجاد و توسعه بانکداری الکترونیکی مستلزم برخورداری از برخی زیرساختهای مناسب اقتصادی و اجتماعی است. بنابراین برای توسعه و گسترش مناسب بانکداری الکترونیکی و تجارت الکترونیکی در کشور باید نسبت به ایجاد زیرساختهای مناسب مخابراتی، امنیت در تبادل اطلاعات، تدوین قوانین و مقررات حقوقی مناسب، بسترسازی فرهنگی و آشنانمودن مردم و بنگاههای اقتصادی با مزایای تجارت الکترونیکی و پرداخت الکترونیکی و تسریع در شکل گیری دولت الکترونیکی بطور جدی اهتمام ورزید. با بررسی موانع عدم راه اندازی بورس الکترونیک در بازار سرمایه ایران شاید بتوان به این مسئله پرداخت که چرا در عصر تجارت الکترونیک، ساخت و راه اندازی مکانهای فیزیکی برای انجام معاملات صورت می گیرد. یکی از مهمترین گامها در برنامه ریزی EC شناسایی موانع بکارگیری EC در سازمان و ارائه راهکارهای اجرایی برای رفع آنها می باشد.

۱۰. توسعه بورسهای کالایی با هدف رقابتی شدن اقتصاد و حذف قیمتگذاری دستوری

یکی از جهت گیریهای اساسی سازمان بورس و اوراق بهادار در راستای تحکیم مبانی فرهنگ بورس در کشور، گسترش و فراگیر کردن بازارهای متشکل در مناطق مختلف کشور از راه ایجاد بورسهای کالا است. نظر به ماده ۵۸ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، دولت می بایست اقدامات لازم برای فعال کردن بورسهای کالایی و تطبیق آن با این قانون را انجام دهد و راهکارهای قانونی مورد نیاز آن را کشف و ارائه نماید. این مهم اهمیت پرداختن به بورسهای کالایی و رشد و توسعه آنها را دوچندان می نماید.

ایجاد و توسعه این بازار بورس در سایر کشورها از جمله کشورهای توسعه یافته ثمرات فراوانی را در پی داشته و نقش عمده ای را در توسعه بازار سرمایه این کشورها ایفا نموده است. این باز به انتقال ریسک، شفافیت قیمت، ایجاد بازار رقابتی، افزایش کارایی شبکه توزیع، استاندارد کردن کالا، مدیریت علمی بازار، خلق اعتماد برای مصرف کننده و... کمک زیادی می کند. بدین شکل با شکل گیری و مدیریت و برنامه ریزی مناسب به توسعه باز سرمایه منجر خواهد شد.

۱۱. تقویت بورس انرژی و ارائه ابزارهای نوین برای این بورس

ایران به عنوان یکی از بزرگترین کشورهای تولیدکننده نفت و گاز و دارنده یکی از بزرگترین ذخایر و منابع هیدروکربوری جهان شناخته می شود. از سوی دیگر با توجه به رویکرد مصرح در سند چشم انداز ۱۴۰۴ در ارتقاء جایگاه جمهوری اسلامی ایران به کشور اول منطقه از لحاظ اقتصادی، سیاسی، علمی و ... لزوم تاسیس بازاری متشکل جهت کشف قیمت و معامله نفت به عنوان یک کالای استراتژیک در منطقه بیش از گذشته احساس و همین موضوع زمینه ساز طرح قیمت گذاری نفت در داخل کشور شد.

از آنجا که یکی از بهترین و شفاف‌ترین مکانیزم‌های قیمت گذاری محصولات، عرضه آنها در بورس می‌باشد، در اوایل دهه ۸۰ ایده تاسیس بورس برای انجام معاملات نفت طی فرآیندی مشترک میان وزارتخانه های نفت و اقتصاد شکل گرفت. از مهمترین برنامه‌های بورس انرژی کنونی که تاثیرات بسیار زیادی در جذب سرمایه‌های سرگردان و مهار نقدینگی و تامین مالی پروژه‌های نفت و گاز دارد، انتشار اوراق سلف نفتی ارزی و ریالی است.

ماموریت سازمانی بورس انرژی ایجاد بازاری شفاف، کارآمد، با نقد شوندگی و رقابت پذیری بالا، جهت رفع انحصار و کشف عادلانه قیمت حاملهای انرژی بوده و چشم انداز آن مرجع کشف قیمت حاملهای انرژی در منطقه خاورمیانه می‌باشد. اهداف بورس انرژی را می‌توان شامل موارد ذیل برشمرد:

- تبیین، تحکیم و ارتقاء جایگاه و کارکردهای بورس انرژی برای ذینفعان
 - بکارگیری رویه‌های موثر جهت حفظ سلامت بازار و صیانت از حقوق ذینفعان
 - طراحی ابزارها و محصولات جدید با توجه به نیازهای ذینفعان و اقتضائات محیطی
 - تجهیز بهینه منابع فیزیکی و توسعه مستمر سرمایه های انسانی
 - ارزش آفرینی و تامین منافع سهامداران
 - تعامل و همکاری موثر با نهادهای فعال در بازارهای مالی
- با توجه به مطالعات موارد مشابه و با عنایت به اهداف تعریف شده ارائه ابزار متنوع و جدید برای انجام کارکردهای مختلف، بورس انرژی نیز نیازمند ارائه ابزارهای جدید کارآمد و متنوع است.

۱۲. کنترل ریسک سیستمیک و اتخاذ سیاست‌های احتیاطی

ریسک سیستمیک عبارت است از ریسکی که یک رویداد منجر به عدم اطمینان در بخشی قابل توجه از سیستم مالی می‌شود. این عدم اطمینان به قدری جدی است که نتایج بدی را برای اقتصاد واقعی در پی خواهد داشت. برای مدیریت و کنترل ریسک سیستمیک اتخاذ مراحل و اقدامات ذیل لازم است:

۱. **انعطاف‌پذیری و پایداری**^۱: کاهش شانس رویدادهای ناگوار از طریق ایجاد سیستم‌های منعطف و پایدار
۲. **نظارت**^۱: استقرار سازوکار هشدار مقدماتی برای تشخیص زمانی که میزان ریسک سیستمیک در حال افزایش است

¹ - Resilience and robustness

۳. پاسخ^۲: ایجاد مجموعه‌ای از ابزارهای سیاستی برای کمک به سیستم‌های مالی هنگامی که ریسک‌ها در حال افزایش است

۴. نظارت نهادهای مهم به صورت سیستماتیک^۳: اقدامات قانونی به منظور تنظیم و نظارت درست و صحیح از سوی نهادهای برجسته و مهم به صورت سیستماتیک.

۵. نهادهای شکست خورده^۴: مدیریت شکست‌های نهادهای مهم نظارتی به صورت رقابتی

۶. مدیریت بحران^۵: شامل هر نوع فروپاشی سیستماتیک اطمینان، فروپاشی سیستماتیک نهادهای مالی یا اقداماتی است که مجدداً سلامت را به سیستم برگرداند.

در زمینه سیاست‌های احتیاطی می‌توان به الزامات کفایت سرمایه نهادهای مالی بازار سرمایه و دستورالعمل مربوط به آن اشاره کرد بر اساس دستورالعمل کفایت سرمایه نهادهای مالی، اعتباردهی نهادهای مالی در بورس استاندارد و ضابطه‌مند می‌شود. طبق این دستورالعمل همه نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه شامل کارگزاران، شرکت‌های تامین سرمایه، سبدگران‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ملزم به رعایت تناسب بین دارایی و بدهی هستند. یکی از دغدغه‌های اصلی مقام ناظر بازار سرمایه رعایت اعتباردهی نهادهای مالی طبق ضوابط مشخص است. گاهی ممکن است یک شرکت کارگزاری با سرمایه یکی دو میلیارد تومانی، بیش از ۷ میلیارد تومان اعتبار داده، تا بتواند مشتریان بیشتری جلب کند. چنین رویه‌ای با مخاطرات و ریسک‌های سنگینی همراه است. بنابراین با توجه به دستورالعمل کفایت سرمایه نهادهای مالی، دستور العمل خرید اعتباری کارگزاران و سایر نهادهای مالی به هرگونه اعتبار دهی به مشتریان براساس ضوابط و مقرراتی انجام شود. البته این اقدام به معنای محدودیت یا کاهش سقف اعتبار نیست، بلکه همه نهادهای مالی از جمله کارگزاران می‌توانند به تناسب سرمایه اسمی، به مشتریان اعتبار دهند و برای ارتقای اعتباردهی نسبت به اعمال افزایش سرمایه اقدام کنند، تا از تسهیلات بیشتری برخوردار شوند. در پیش گرفتن این رویه و ضابطه‌مند کردن اعتباردهی نهادهای مالی به مشتریان حقوقی و حقیقی با هدف فعالیت این گروه با خیالی آسوده و جوابگویی به مشتری در شرایط منفی است. دستورالعمل کفایت سرمایه در بازار سرمایه مربوط به کلیه تعهدات نهادهای مالی از جمله تعهد پذیرهنویسی بوده و حتی اگر سبدگردان‌ها و کارگزاران تعهداتی را نپذیرفته باشند، باید کفایت سرمایه لازم را رعایت کنند. در این میان به مانند بانک‌ها که دارای کفایت سرمایه هستند، ضریب کاهنده بر روی دارایی‌های نهادهای مالی اعمال شده و قسمتی از دارایی‌ها به بدهی‌ها گرفته شده و تعهدات آن دسته از تعهداتی که در صورت سال مالی منعکس شده باشد، لحاظ شده که از یک اعدادی نباید کوچکتر یا بزرگتر شود.

¹ - Monitoring

² - Response

³ - SSI (systematically significant institutions) Oversight

⁴ - Failing institutions

⁵ - Crisis management

این دستورالعمل براساس اختیارات حاصله از بند ۲ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذرماه ۱۳۸۴، ماده ۵ آیین‌نامه اجرایی آن قانون مصوب هیأت وزیران، در اجرای مواد ۲۸ و ۲۹ قانون یاد شده، با هدف برقراری تناسب میان دارایی‌ها با بدهی‌ها و تعهدات نهادهای مالی و به منظور حمایت از حقوق سرمایه‌گذارانی که از خدمات آنها استفاده می‌کنند، تنظیم شده است.

بر اساس این دستورالعمل آن دسته از نهادهای مالی که مجاز به پذیرش تعهدات هستند، موظفاند قبل از پذیرش این تعهدات، نسبت جاری تعدیل شده و نسبت بدهی و تعهدات تعدیل شده را به شرح ماده ۷ این دستورالعمل محاسبه کنند. سازمان بورس در مواردی که ضروری تشخیص دهد، می‌تواند اظهارنظر حسابرس نهاد مالی در مورد صحت محاسبات مربوط به نسبت‌های موضوع ماده ۷ را الزامی نماید. در این صورت موضوع تابع مقررات مربوط به تهیه گزارش ویژه حسابرسی خواهد بود.

در ماده ۷ این دستورالعمل نحوه محاسبه نسبت جاری تعدیل شده، نسبت بدهی و تعهدات تعدیل شده آمده است.

نسبت جاری تعدیل شده: حاصل تقسیم جمع دارایی‌های جاری تعدیل شده بر جمع بدهی‌ها و تعهدات جاری تعدیل شده است.

نسبت بدهی و تعهدات تعدیل شده: حاصل تقسیم جمع کل بدهی‌ها و تعهدات تعدیل شده بر جمع کل دارایی‌های تعدیل شده است.

در محاسبه این نسبت‌ها، ارزش هر یک از اقلام دارایی، بدهی یا تعهدات با توجه به پایه محاسباتی قید شده در پیوست‌های این دستورالعمل، تعیین شده و در ضریب متناسب خود در جداول یاد شده، ضرب می‌گردد تا به یک قلم دارایی، بدهی یا تعهد تعدیل شده، تبدیل شود.

همچنین در صورتی که برای هر یک از تعهدات مندرج در پیوست‌های این دستورالعمل، یک قلم بدهی به عنوان بدهی قطعی یا احتمالی در حساب‌های شرکت منظور شده باشد، در محاسبه نسبت‌های موضوع این ماده، مبلغ بدهی مندرج در حساب‌ها در نظر گرفته نشده و مبلغ تعهد براساس پیوست‌های این دستورالعمل، محاسبه و منظور می‌گردد.

در محاسبه نسبت‌های موضوع این ماده، باید ودایع و دارایی‌های امانی دیگران نزد نهادهای مالی (نظیر وجوه مشتریان کارگزاری که به منظور اجرای دستورات خرید نزد شرکت کارگزاری به ودیعه است یا سرمایه‌های مشتریان که برای امر سبدگردانی در اختیار سبدگردان قرار دارد) و دارایی‌هایی که با هر عنوان استفاده از آنها محدود شده است به عنوان دارایی نهاد مالی منظور نشود.

در صورتی که نهاد مالی دارای شرکت‌های فرعی مشمول تلفیق باشد، مبنای محاسبه نسبت‌های موضوع این ماده، صورت‌های مالی تلفیقی یا شرکت اصلی هر کدام به احتیاط نزدیک‌تر باشد، بوده و در مواردی که تراز آزمایشی ملاک عمل است، تراز آزمایشی و تعهدات شرکت اصلی مبنای محاسبه قرار می‌گیرد.

همچنین در صورتی که ضریب یا پایه محاسباتی یک قلم یا اقلامی از دارایی‌ها، بدهی‌ها یا تعهدات نهاد مالی در پیوست‌های این دستورالعمل پیش‌بینی نشده باشد، ضریب یا پایه محاسباتی مربوط، به پیشنهاد معاونت نظارت بر نهادهای مالی و تأیید رئیس سازمان، قابل تعیین است.

برای محاسبه نسبت‌های موضوع این ماده، رعایت احتیاط در تعیین ارزش دارایی‌ها، بدهی‌ها و تعهدات برآوردی بلامانع است و بلکه توصیه می‌شود. در رعایت احتیاط، ارزش دارایی کمتر از ارزش آن براساس پایه محاسباتی و ارزش بدهی و تعهد برآوردی بیشتر از ارزش آن براساس پایه محاسباتی منظور شده در پیوست‌های این دستورالعمل، در نظر گرفته می‌شود.

بر اساس این دستورالعمل، مشارکت نهاد مالی با سایر نهادهای مالی یا بانک‌ها در پذیرش تعهد پذیرهنویسی یا تعهد خرید اوراق بهادار (به استثنای اعطای حق اختیار فروش اوراق بهادار به دیگری)، از طریق تشکیل سندیکا مجاز است، مشروط بر اینکه سهم هریک از اعضای سندیکا در تعهد یادشده و سهم کارمزد هریک، براساس یک قرارداد چند جانبه که توسط اعضای سندیکا امضاء شده‌است، معین شده‌باشد. تخلف نهاد مالی از مفاد این دستورالعمل، براساس دستورالعمل مربوطه رسیدگی می‌شود. در صورت احراز تخلف مرجع رسیدگی کننده متناسب با درجه‌ی تخلف (که براساس تبصره‌ی ۱ این ماده تعیین می‌شود)، یک یا چند مورد از تنبیهات زیر در نظر گرفته خواهد شد.

تذکر کتبی به نهاد مالی بدون درج در پرونده، تذکر کتبی به نهاد مالی با درج در پرونده، اخطار کتبی با درج در پرونده‌ی نهاد مالی، محرومیت نهاد مالی از ارائه خدمات یا پذیرش تعهدات موضوع ماده ۲ این دستورالعمل حداکثر تا سه سال، محدود کردن فعالیت نهاد مالی حداکثر تا سه سال، تعلیق فعالیت نهاد مالی حداکثر تا سه سال، لغو مجوز تأسیس و فعالیت نهاد مالی در شرایطی که تخلف نهاد مالی آسیب جدی به اعتماد عمومی نسبت به فعالان بازار اوراق بهادار وارد نموده‌باشد و جریمه‌ی نقدی نهاد مالی مطابق آیین‌نامه ماده‌ی ۱۴ قانون توسعه‌ی ابزارها و نهادهای مالی جدید تنبیهات این دستورالعمل است.

۱۳. بورس اوراق بهادار و دانشگاه

از زمانی که بورس اوراق بهادار تهران پس از یک دوره طولانی رکود و عدم تحرک، فعالیت خود را در سال ۱۳۶۸ آغاز نمود، تا به امروز صدها طرح تحقیقاتی و پایان نامه دوره کارشناسی ارشد و دکترا بر اساس اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. بدون وجود یک بازار سرمایه فعال در کشور چنین امری میسر نمی‌گردید. تحقیقات یاد شده اطلاعات با ارزشی را درباره کارکرد، درجه کارایی بورس اوراق بهادار و مسایلی از این قبیل برای صاحب‌نظران و دست‌اندرکاران بورس اوراق بهادار تهران به همراه داشته است. در آینده نیز تحقیقات زیادی بر روی بازار سرمایه ایران صورت خواهد گرفت که باز هم آگاهی‌های بیشتری درباره کارکرد بازار به ارمغان خواهد آورد. تحقیقات استادان دانشگاه‌ها و دانشجویان کارشناسی ارشد و دکترا در ارتباط با بازار مبادلات اوراق بهادار باید هدف دار شده و به شکل زنجیره ای انجام گردد

تا وسیله ای جهت توسعه بازار سرمایه در ایران شود. در این راه بورس اوراق بهادار تهران و وزارت اقتصاد و دارایی باید بودجه های قابل ملاحظه تحقیقاتی در اختیار محققین بگذارند.

۱۴. اصلاحات مالیاتی برای توسعه بازار سرمایه

بر اساس مطالعات صورت گرفته نحوه مالیات بندی بر درآمد سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار بر میزان سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تاثیر گذار است. بررسی قوانین مرتبط در ایران و مقایسه با سایر کشورها و انجام اصلاحات لازم از اقدامانی است که باید مدنظر قرار گیرد. نتایج این پژوهش نشان می دهد که میزان درصد مالیات بر بازار سرمایه می تواند نحوه سرمایه گذاری را تغییر دهد. همچنین با توجه به تفاوت بین صاحبان اوراق قرضه و صاحبان سهام از نظر ریسک، درآمد و اعمال کنترل بر شرکت، نحوه ی سرمایه گذاری با در نظر گرفتن مقتضیات زمان تغییر خواهد نمود.

۱۵. بازساختاردهی بازار سرمایه

با مطالعه موردی کشورهای مشابه می توان برنامه هایی برای ساختار بهینه بورس اوراق بهادار تعریف کرد که بر اساس آن شبکه ای از معامله گران بازار اولیه و ثانویه و سیستم های کامپیوتری شده ورود اطلاعات که هم نظم و هم حجم معاملات را برای همه بازیگران افزایش می دهد، ایجاد شود. بر اساس مطالعات صورت گرفته بر روی موارد انجام شده در کشورهای مختلف این بازساختاردهی می تواند شامل قوانین و رفع خلاهای قانونی موجود، نهادهای سخت و نرم (اصلاح ساختار، اساسنامه، امیدنامه و...) و نیز ابزارهای مالی باشد.