



دهمین همایش ملی حسابداری ایران  
۳ و ۴ خرداد ۱۳۹۱

## بررسی ساختار، وظایف و کارکردهای شرکت‌های تأمین

### سرمایه

شهناز مشایخ\*

استادیار دانشگاه الزهراء، رشته حسابداری

اعظم ولی زاده لاریجانی

دانشجوی دکتری دانشگاه الزهراء، رشته حسابداری

حمیده اثنی عشری

دانشجوی دکتری دانشگاه الزهراء، رشته حسابداری

### چکیده

در دنیای امروز شرکت‌های تأمین سرمایه در کشورهای توسعه یافته، مشاوران حرفه‌ای و متخصصین افزایش منابع مالی شرکتها و همچنین ابزاری برای جمع آوری و تبادل اطلاعات مورد نیاز مشتریان خود محسوب می‌شوند. این شرکتها که در موضوعاتی استراتژیک از قبیل توسعه، جذب مشارکت، انتشار و فروش سهام، ادغام، انتقال، تملک و تبدیل بنگاه‌های اقتصادی وارد می‌شوند، مهم‌ترین نهاد مالی فعال در بازارهای بین‌المللی محسوب می‌شوند. در کشور ما نیز، در راستای اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و موج عظیم خصوصی سازی و نیز رونق بخشیدن به بازار سرمایه، نیاز به ایجاد این نهاد‌های مالی احساس گردید. لذا در قانون بازار اوراق بهادار مصوب یکم آذرماه ۱۳۸۴، شکل‌گیری و کارکرد شرکت‌های تأمین سرمایه پیش‌بینی گردید. در این نوشتار سعی بر آن است که وظایف و نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در بازارهای مالی توضیح داده شود؛ و با مروری بر عملکرد شرکت‌های تأمین سرمایه حاضر، ضرورت توسعه نقش آنها در برخی از حوزه‌های بازار سرمایه تشریح گردد.

\* نویسنده مسئول: Shahnaz\_mashayekh@yahoo.com

## مقدمه

امروزه کمتر کشوری را در جهان می‌توان یافت که در حال اجرای برنامه‌های خصوصی سازی نباشد و به جرات می‌توان گفت که خصوصی سازی یکی از مهمترین مولفه‌های اقتصادی قرن بیست و یکم است. طی ساله‌های گذشته، اقتصاد ایران شاهد توسعه مالکیت دولتی بوده که این امر سبب به بیرون رانده شدن بخش خصوصی از مدار فعالیت‌های معمول شده و زمینه ساز کاهش کارایی و نوآوری، افزایش هزینه مبادلات، تضعیف خلاقیت‌های تولیدی و در مجموع باعث کاهش توان رقابت‌پذیری کشور در بازارهای بین‌المللی و فرایند رشد اقتصادی گردیده است. بی تردید پافشاری بر روی روندهای گذشته نمی‌تواند به ضرورت‌ها و اولویتهای اقتصادی - اجتماعی از دیدگاه سرمایه‌گذاری، ایجاد اشتغال و درآمد، رشد تولید و دستیابی به صادرات انبوه کالاهای غیر نفتی و ارتقای سطح زندگی و رفاه عمومی پاسخ مناسب دهد. در چنین شرایطی ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی در راستای ایجاد تحول و شکوفایی در اقتصاد کشور صورت گرفت که صاحب‌نظران اقتصادی از آن به نام انقلاب اقتصادی یاد می‌کنند. بدین ترتیب سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی به منظور شتاب بخشیدن به رشد اقتصاد ملی، گسترش مالکیت در سطح عموم مردم به منظور تامین عدالت اجتماعی، ارتقای کارایی بنگاه‌های اقتصادی و بهره‌وری منابع مادی و انسانی و فناوری انجام شده است.

بازارهای سرمایه نقش اقتصادی عمده‌ای در موفقیت خصوصی سازی دارند. چنانچه آن‌ها در مراحل ابتدایی باشند، دولت باید اقداماتی برای تشویق تکامل سریع آن‌ها اعمال کند و چنانچه وجود نداشته باشند، تدابیری برای ایجاد سریع آن‌ها در پیش بگیرد. بازارهای سرمایه به تحرک بخشیدن منابع قابل سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاری فعال، به تسهیل جابه‌جایی سرمایه از بخشی به بخش دیگر و هر موسسه اقتصادی دیگر با توجه به وضعیت بازار یا عملکردشان و به ایجاد اعتماد سرمایه‌گذاران خصوصاً سهام‌داران جدید در مورد فروش سهام‌شان کمک می‌کنند.

امروزه متداول‌ترین روش برای واگذاری سهام موسسات دولتی به بخش خصوصی عرضه سهام واحد مشمول واگذاری به عموم مردم از طریق بورس است که بار عظیمی را بر دوش بورس می‌گذارد. بنابراین واسطه‌های مالی نقش غیر قابل انکاری در امر واگذاری موفقیت‌آمیز بنگاه‌های دولتی دارند. واسطه‌های مالی در بازار اوراق بهادار، به عنوان نهادهای اجرایی بازار، به تسهیل

فعالیت‌های مالی می‌پردازند و با برخورداری از کارکردی چند منظوره، نقش مهمی را در مجموعه وظایف بازار به عهده دارند. یکی از این واسطه‌ها که امروزه تقریباً تمامی فعالیت‌های بازارهای اوراق بهادار در سراسر جهان را انجام می‌دهد، شرکت‌های تأمین سرمایه هستند. امروزه شرکت‌های تأمین سرمایه در تمامی بازارهای مالی از جمله بازارهای اوراق مشارکت و سهام، بازارهای نقد و آتی، بازارهای اولیه و ثانویه و به مقداری محدودتر هم در بازارهای پول مشارکت دارند. در این مقاله سعی بر آن است ضمن مروری اجمالی بر تعاریف، تاریخچه، ساختار سازمانی، اهداف، وظایف و مسائل مربوط به این شرکت‌ها به تحلیل نقشی که آن‌ها در حال حاضر در بازار سرمایه ایران بر عهده دارند و دورنمای آن‌ها پردازیم.

### تعریف شرکت‌های تأمین سرمایه

به شرکت‌های تأمین سرمایه در اقتصاد غرب بانک‌های سرمایه‌گذاری اطلاق می‌شود. بانکداری سرمایه‌گذاری یک فعالیت غیر بانکی است که به علت نقش سنتی اش در پیدا کردن، تجهیز و جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های نیازمند سرمایه، به بانکداری تشبیه می‌شود. این بانک‌ها، به عنوان واسطه در بازارهای اولیه و ثانویه، انتقال وجوه از تأمین‌کننده سرمایه به سمت متقاضیان سرمایه را با حداقل هزینه و حداکثر کارایی تسهیل می‌کنند. فعالیت این واسطه‌های مالی را می‌توان به دو دسته کلی تقسیم نمود:

۱. ارائه خدمات و مشاوره‌های مالی

۲. کمک به افزایش سرمایه<sup>۱</sup>

مشتریان عمده بانک‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های اوراق بهادار و دولت‌ها می‌باشند. خدمات اصلی این بانک‌ها شامل خدمات ارائه شده به شرکت‌ها در راستای افزایش ثروت مالکان و خدماتی که اقدامات شرکتی<sup>۲</sup> نامیده می‌شود از قبیل ادغام و فروش بخشی از شرکت و به دولت‌ها در زمینه اجرای سیاست‌هایی مانند خصوصی سازی، هدایت صنعت و فروش بلوکی<sup>۳</sup> می‌باشد.

تعاریف متعددی از بانکداری سرمایه‌گذاری ارائه شده است که عمومی‌ترین آن به شرح زیر است:

بانکداری سرمایه‌گذاری عبارت است از نهاد واسطه‌ای که خدمات متنوعی از جمله پذیره نویسی و تعهد خرید اوراق بهادار را به عنوان واسطه میان ناشر اوراق بهادار و عامه سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد و در حوزه‌هایی همچون ادغام و تملک و نیز ساختاردهی مجدد شرکت‌ها و همچنین فعالیت‌های کارگزاری بر مشتریان نهادی به فعالیت می‌پردازد.

در ایران، این واسطه‌های مالی با توجه به ماهیتشان که نه بانکی است و نه سرمایه‌گذاری، چرا که آن‌ها نه به جمع‌آوری سپرده دیگران می‌پردازند و نه وجوه خود را به طور دائمی به سرمایه‌گذاری اختصاص می‌دهند، شرکت‌های تأمین سرمایه که واژه مناسب‌تری است، نامیده می‌شوند. این شرکت‌ها بر اساس قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (بند ۱۸، ماده ۱) بدین گونه تعریف می‌شوند: شرکت تأمین سرمایه، شرکتی است که به عنوان واسطه بین ناشر اوراق بهادار و عامه سرمایه‌گذاران فعالیت می‌کند و می‌تواند فعالیت‌های کارگزاری، معامله‌گری، بازارگردانی، مشاوره، سبدگردانی، پذیره‌نویسی، تعهد پذیره نویسی و فعالیت‌های مشابه را با اخذ مجوز از سازمان انجام دهد. برخی از فعالیت‌های ذکر شده در تعریف، با اخذ مجوز آغاز فعالیت به عنوان شرکت تأمین سرمایه قابل انجام است و نیاز به مجوز جداگانه ندارد و برای انجام برخی دیگر مانند سبدگردانی، کارگزاری، خدمات صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازارگردانی باید از سازمان مجوز جداگانه گرفت. نکته قابل تامل آن است که در قوانین پولی و بانکی کشور و مصوبات شورای پول و اعتبار تعریف واضح و روشنی از بانک سرمایه‌گذاری ارائه نشده است.

### وظایف بانک‌های سرمایه‌گذاری

واژه شرکت‌های تأمین سرمایه به طور کلی برای توصیف شرکت‌هایی به کار می‌رود که فعالیت اصلی آن‌ها، تأمین سرمایه برای شرکت‌های نیازمند سرمایه است و به عبارتی اعتبارات میان‌مدت و بلندمدت را برای متقاضیان منابع مالی فراهم می‌کند. فلسفه وجودی شرکت‌های تأمین سرمایه، تسهیل انتقال وجوه از تأمین‌کنندگان سرمایه به سمت متقاضیان سرمایه، با حداقل هزینه و حداکثر درجه کارایی می‌باشد. این انتقال وجوه در دو بازار اولیه و ثانویه صورت می‌گیرد. این شرکت‌ها در بازار اولیه به تعهد پذیره‌نویسی اوراق بهادار ناشران می‌پردازند و در بازار ثانویه به

عنوان کار گزار به تسهیل فرایند انتقال وجوه کمک می کنند. در واقع این واسطه ها اساساً دو فعالیت کلی را انجام می دهند:

۱. به افرادی که به منابع مالی نیاز دارند (شرکت های سهامی، دولت، آژانس های دولتی و...) کمک می کنند تا سرمایه مورد نظر خود را تأمین کنند.

۲. به سرمایه گذارانی که قصد سرمایه گذاری وجوه خود را دارند، در خرید و فروش اوراق بهادار کمک می کنند (اخلاق پور و عباسی، ۱۳۸۹).

به طور کلی، مؤسسات تأمین سرمایه در طول تاریخ حیات خود در زمان ها، مکان ها و شرایط مختلف، وظایف گوناگونی را به عهده داشته و خدمات متعددی را ارائه نموده اند. این وظایف از تعداد اندکی آغاز گردیده و به تدریج گسترش یافته است. به عبارت دیگر، این وظایف از عملیات نسبتاً ساده تر به سمت عملیات پیچیده امروزی حرکت کرده و همواره رو به تکامل و پیشرفته بوده اند. در یک طبقه بندی وسیع و کلی، خدمات ارائه شده توسط مؤسسات تأمین سرمایه را می توان به دو گروه عمده به شرح زیر تفکیک نمود:

#### الف - خدمات سنتی

خدمات سنتی مؤسسات تأمین سرمایه در واقع همان پذیره نویسی و تضمین فروش و توزیع اوراق بهادار می باشد که در حال حاضر در سطح وسیعی انجام می شود. مؤسسات تأمین سرمایه با داشتن نقش کلیدی در بازار اولیه، مدیریت توزیع اوراق بهادار شرکت ها را به عهده داشته و با تحمل ریسک مبادرت به توزیع اوراق می نمایند (جعفری سرشت و جهانخانی، ۱۳۷۳). در این راستا برخی از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه در قالب مدیریت انتشار اوراق بهادار عبارتند از:

۱. تهیه و ارائه برنامه انجام کار برای صدور اوراق بهادار.

۲. تهیه آگهی مربوط به اعلامیه پذیره نویسی سهام.

۳. انتخاب تضمین کنندگان یا پذیره نویسان و فرمول بندی شرایط سندیکاها.

۴. انجام اقدامات ضروری و انجام مراحل قانونی مربوط به انتشار اوراق بهادار.

۵. راهنمایی و مشاوره در مورد مقدار، شرایط و زمان انتشار اوراق بهادار.

۶. توزیع و فروش اوراق بهادار به سرمایه گذاران بالقوه (اخلاق پور و عباسی، ۱۳۸۹).

#### ب- خدمات نوین

مؤسسات تأمین سرمایه علاوه بر خدمات سنتی، خدمات متعددی را در سطح وسیع در بازارهای مالی به شرکت‌ها ارائه می‌دهند. این خدمات شامل معامله اوراق بهادار، سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، مشاوره مالی، شرکتی و تأمین مالی، خدمات مشاوره‌ای در زمینه ادغام و تملک شرکت‌ها می‌باشد.

### وظایف شرکت‌های تأمین سرمایه

پس از آن که مجلس شورای اسلامی در آذرماه سال ۱۳۸۴ به تعریف شرکت‌های تأمین سرمایه در متن قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران پرداخت؛ شورای عالی بورس در تاریخ ۸۶/۰۵/۱۵ به تصویب ضوابط فعالیت آن‌ها اقدام نمود. مطابق با این ضوابط، خدمات و فعالیت‌های شرکت‌های تأمین سرمایه به دو گروه اصلی و فرعی به شرح زیر تفکیک شده است که این خدمات عیناً در اساسنامه نمونه شرکت‌های تأمین سرمایه (مصوب ۸۶/۰۵/۲۲ هیئت مدیره سازمان بورس) درج گردیده است:

#### الف) موضوع فعالیت اصلی

عبارت است از: پذیره‌نویسی، تعهد پذیره‌نویسی و تعهد خرید اوراق بهادار در عرضه‌های ثانویه در حد امکانات مالی خود یا از طریق تشکیل سندیکا با سایر نهادهای مشابه.

#### ب) موضوع فعالیت فرعی

عبارت است از: ارائه مشاوره<sup>۴</sup>، بازاریابی و یا مدیریت فرآیند واگذاری اوراق بهادار، انجام امور اجرایی به نمایندگی از ناشر در زمینه ثبت اوراق بهادار و دریافت مجوز عرضه آن، ارائه خدمات مربوط به طراحی و انتشار ابزارهای مالی برای شرکت‌ها، ارائه خدمات مدیریت دارایی‌ها، ارائه خدمات مرتبط با صندوق‌های سرمایه‌گذاری و اداره صندوق‌های مزبور و سرمایه‌گذاری در آن‌ها، کارگزاری، سبدگردانی، بازارگردانی، سرمایه‌گذاری منابع مازاد شرکت در سپرده‌های سرمایه‌گذاری نزد بانک‌ها و مؤسسات مالی اعتباری معتبر و اوراق بهادار دارای تضمین دولت و یا بانک‌ها، جلب حمایت بانک‌ها، بیمه‌ها، مؤسسات مالی اعتباری و نهادهای مالی

برای شرکت در پذیره‌نویسی اوراق بهادار، کمک به شرکت‌ها در تأمین منابع مالی و اعتباری و کمک به شرکت‌ها جهت صدور، تأیید و قبول ضمانت‌نامه.

### ضرورت شکل‌گیری شرکت‌های تأمین سرمایه

کشورهای در حال توسعه از خصوصی سازی به عنوان ابزاری برای دستیابی به مقاصد ذیل استفاده می‌کنند: بهبود بهره‌وری در بنگاه‌های دولتی، دسترسی به سرمایه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری، بهبود ارائه خدمات در بخش‌های حیاتی پرهزینه و کاهش بار مالی شرکت‌های زیان‌ده.

واگذاری بنگاه‌های دولتی به شیوه‌های مختلفی از جمله عرضه عمومی سهام<sup>۵</sup>، فروش خصوصی سهام<sup>۶</sup>، فروش دارایی<sup>۷</sup>، فروش سهام به مدیران یا کارکنان<sup>۸</sup> صورت می‌پذیرد. در ایران یکی از طرق عمده واگذاری سهام بنگاه‌های دولتی، عرضه عمومی سهام می‌باشد. این روش در مواقعی مورد استفاده قرار می‌گیرد که هدف، گسترش مالکیت بنگاه از طریق بازار سرمایه باشد. بنابراین یکی از ضروریات اولیه واگذاری، وجود یک بازار مالی فعال و مناسب است. به بیان دیگر با فرض فراهم بودن سایر شرایط، هر اندازه بازار مالی سازمان یافته‌تر، وسیع‌تر و دارای نهادهای مالی قوی تری باشد سرعت واگذاری در این بازارها بیشتر و جریان واگذاری ساده‌تر است. شرکت‌های تأمین سرمایه به عنوان نهادهای اجرایی و عملیاتی بازار، با برخورداری از کارکردی چندمنظوره، در بازارهای اولیه نقش بسزایی را در تسهیل معاملات واگذاری به عهده دارند. آن‌ها علاوه بر پذیره‌نویسی و فروش سهام شرکت‌های مشمول واگذاری، با ارائه خدمات فنی و مالی دیگر نیز، به طور مستقیم و یا غیرمستقیم، موجب سهولت و تسریع انتقال مالکیت به بخش خصوصی می‌شوند. به عنوان مثال این نهادهای مالی از طریق تعیین قیمت سهام شرکت‌هایی که برای اولین بار عرضه عمومی می‌شوند می‌توانند مانع از عرضه‌های ناموفق سهام و ضرر طرفین معامله و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه گردند. به طور کلی شرکت‌های تأمین سرمایه دو نقش اقتصادی را به عهده دارند یکی کلان و دیگری خرد. تسهیل فرایند واگذاری خصوصی سازی در حیطه نقش آن‌ها در اقتصاد کلان قرار می‌گیرد. تسهیل فرایند تأمین مالی

شرکت‌ها و کمک به فراهم نمودن سرمایه برای آنان و افزایش کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه نیز از دیگر نقوش این واسطه‌های مالی در اقتصاد کلان می‌باشد.

اما فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه و بالطبع نقشی که آن‌ها بر عهده دارند تنها محدود به بازار اولیه سهام نمی‌باشد. با توجه به تعریف ارائه شده از این شرکت‌ها، آن‌ها تاثیر بسزایی در پویایی بازار ثانویه، مشاوره به سرمایه‌گذاران و هدایت صحیح معاملات، متنوع نمودن ابزارهای مالی و افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران در تأمین منابع مالی شرکت‌ها، بهبود مدیریت مالی و رونق بازار ادغام و تملک در کشور دارند.

بالاخص در بازار سرمایه ایران نیاز به وجود چنین واسطه‌های مالی به شدت احساس می‌شود. در ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه (موضوع بند ۱۸ ماده ۱ قانون بورس اوراق بهادار)، ضرورت تشکیل شرکت‌های تأمین سرمایه به دو دسته اصلی و فرعی تقسیم شده است. از این دید، نقش اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه در پذیره نویسی و تعهد پذیره نویسی اوراق بهادار خلاصه شده است. و سایر نقوش این شرکت‌ها که قبلاً بدان اشاره گردید در حوزه فعالیت‌های فرعی قرار گرفته است.

### نظارت بر شرکت‌های تأمین سرمایه

به طور کلی دو نوع نظارت بر بانک‌های سرمایه‌گذاری صورت می‌پذیرد یک نظارت درونی و یک نظارت بیرونی. نظارت درونی ایجاب می‌نماید بانک سرمایه‌گذار از رویه‌های مدون و مکتوبی به منظور نظارت بر کلیه فعالیت‌های کارکنان، نمایندگان، زیر مجموعه‌ها و به بیانی جامع‌تر تمامی افرادی که به نوعی با شرکت در ارتباطند، استفاده نماید. نظارت بیرونی خود به دو صورت حضوری و غیر حضوری صورت می‌گیرد. نظارت بیرونی غیر حضوری از طریق ارسال گزارشات ادواری به کمیسیون بورس اوراق بهادار صورت می‌گیرد. در نظارت حضوری، که به صلاحدید بورس و در مواردی که ضروری بداند، صورت می‌پذیرد شخصی به عنوان نماینده مسئول تحقیق تعیین شده و دفاتر حسابداری، اوراق اداری و مراسلات، یادداشتها و هر گونه گزارشی که از نظر وی لازم است را جمع‌آوری نموده و مورد بازرسی قرار می‌دهد و در صورت احراز تخلف، شواهد و مدارک در اختیار سیستم قضایی قرار می‌گیرد.



اما فرایند نظارت در ایران به این ترتیب است که شرکت تأمین سرمایه می‌بایست حسابرس و بازرس معتمد بورس را تعیین و معرفی نماید. سازمان بورس اوراق بهادار هم به صورت حضوری و هم غیر حضوری بر فعالیت‌های شرکت‌های تأمین سرمایه نظارت می‌کند. نظارت غیر حضوری از طریق گزارشات ادواری با ساختار مورد تایید سازمان انجام می‌شود و نظارت حضوری هم به صورت ادواری از طریق یکی از کارکنان سازمان و با عنوان مامور تحقیق و از طریق رسیدگی به اسناد، مدارک و دفاتر صورت می‌گیرد. مهمترین موارد نظارتی عبارتند از: نظارت بر سیستم کنترل داخلی، مدیریت ریسک، عملکرد مدیران، موقعیت مالی، نظارت بر اجرای دقیق دستورالعمل مبارزه با پولشویی و تطابق عملکرد شرکت با دستورالعمل جلوگیری از تضاد منافع.

در صورت احراز تخلف، بسته به نوع، سازمان اقدامات نظارتی زیر را به اجرا می‌گذارد:

- ابلاغ موارد تخلف، انجام بازرسی موردی، مذاکره با مسولان شرکت، اخذ توضیحات لازم و اجرای فوری اقدامات اصلاحی برای رفع موارد تخلف
  - الزام مدیران شرکت به رفع تخلفات انجام شده و بازگشت به شرایط عادی
  - اعمال برخی محدودیت‌های در مورد زمینه‌های فعالیت شرکت
  - تذکر کتبی به مدیران شرکت حاوی ذکر تخلفات احرازی و دستور رفع موارد تخلف ظرف مدت معین
  - درخواست از سهامداران برای برکناری و تعویض مدیران
  - پیشنهاد تعلیق یا لغو مجوز شرکت به شورا
- هر چند سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند بخشی از وظایف نظارتی خود را به بازرس قانونی شرکت محول نماید.

### اخلاق و شرکت‌های تأمین سرمایه

بحران مالی سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ نتیجه تصمیمات غیر مسولانه دولت‌ها و نهادهای مالی مانند بانک‌های تجاری، بانک‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بیمه بود. بحران اخیر توجه بسیاری را به ناکافی بودن مقررات دولتی، ساختار سرمایه<sup>۹</sup> و سرمایه‌گذاری‌های با ریسک بالای نهادهای مالی جلب نمود. هر چند قوانین و مقررات دولتی در مورد نهادها و بازارهای مالی، در پیش‌گیری

از رخداد بحران مالی دیگر و یا تقلیل آثار رخداد بحرانی مشابه موثر می‌باشد اما این مقررات نمی‌توانند به طور کامل صنعت بانکداری سرمایه‌گذاری را در مقابل رفتارهای نابخردانه و ابلهانه بانکداران سرمایه‌گذار<sup>۱۱</sup> بیمه کنند. برخی از دلایل ناکافی بودن مقررات برای حمایت کامل از صنعت مالی به شرح زیر می‌باشد:

۱. به روز رسانی قوانین و مقررات همگام با پیدایش ابزارهای مالی‌های جدید، ارتقاء تکنولوژی و سایر توسعه‌ها بسیار مشکل است. توسعه گسترده در بازار ابزارهای مشتقه و سوآپ در بیست سال گذشته، نشانگر همین نکته است. بانکداران سرمایه‌گذار ابزارهای مالی را به سرعت طراحی و بازاریابی می‌کنند و تدوین کنندگان مقررات نمی‌توانند به همین سرعت آن‌ها را تعقیب کنند.

۲. قوانین و مقررات یک عکس‌العمل تاخیری<sup>۱۱</sup> است. تدوین کنندگان مقررات در ابتدا باید تصمیم بگیرند تا چه ابزار مالی یا عملکردی را مقررات‌گذاری نمایند. سپس در مورد چگونگی قانون‌گذاری بیان‌دیشند و یک پیشنهاد اولیه ارائه نمایند. قبل از آنکه قانونی تصویب شود نیازمند طی دوره تعدیل و اصلاحات است. این قوانین ممکن است زمانی اجرایی گردد که بانکداران سرمایه‌گذار دیگر درگیر ابزار مالی جدیدی گشته‌اند.

۳. قوانین و مقررات به مانند بازی موش و گربه می‌ماند. بدین معنی که بانکداران سرمایه‌گذار و کیلانی را به منظور یافتن راه‌های گریز از قانون به خدمت می‌گیرند. بنابراین وکیلان خود یکی از دلایل عملکرد ناکارای قوانین می‌باشند.

۴. قانون‌گذاران گاه خود توسط صنعتی که قصد قانون‌گذاری آن را دارند، تسخیر می‌شوند و قوانینی را تصویب می‌کنند که مطابق با خواسته‌های فعالان آن صنعت است. این قوانین گاهی اوقات ممکن است متمایز از آنچه که در بلندمدت به نفع صنعت است، باشد. تسخیر قانون‌گذاری<sup>۱۲</sup> به علت وجود وضعیت چرخشی بین افراد فعال در صنعت و قانون‌گذاران به خصوص در سطوح بالا رخ می‌دهد.

۵. قانون‌گذاران اغلب برای اعمال قانون با محدودیت منابع مواجه‌اند.

۶. مقررات راه حلی پر هزینه برای برخورد با رفتارهای غیر مسولانه در صنعت مالی می‌باشد. هزینه مقررات شامل هزینه‌های اجرای آن توسط شرکت‌ها، هزینه‌های نظارت بر اجرا، هزینه بیش مقررات گذاری<sup>۳</sup> که مانع از انجام اقدامات دارای ریسک بهینه تجاری<sup>۴</sup> می‌گردد، می‌باشد.

۷. قانون گذاری و مقررات تنها محدود به مرزهای ملی هر کشور می‌باشد. داشتن مقررات در سطح جهانی تقریباً غیر ممکن است. این در حالیست که بانک‌های سرمایه گذاری جهانی به سرعت در حال گسترش می‌باشند و فرصت‌های آرتتراژ مقرراتی فراوان است.

بنابراین دولت‌ها و صنعت‌های مالی با ایجاد محدودیت بر خود به طرق دیگر مانند ارزش‌های اخلاقی، مکانیزم‌های قراردادی و ارزش‌های اجتماعی در ضمن صرفه جویی مالی به عملکرد بهتر نهادهای مالی کمک نموده و از وقوع بحران‌های مشابه جلوگیری می‌نمایند.

بحران مالی اخیر، نشان داد که مردم نباید هر آنچه مقررات به آن‌ها اجازه می‌دهد را انجام دهند. مقررات مرز نهایی رفتار قابل قبول را تعریف می‌کند اما نهادهای مالی مانند شرکت‌های سرمایه گذاری نباید بیاندیشند که هر نحوه‌ی عملی در این محدوده قابل قبول است. بانکداران سرمایه گذار باید در انجام برخی از مواردی که قانون به آن‌ها اجازه داده بر خود محدودیت ایجاد نمایند و خود را از انجام موارد بحث انگیز قانون مبری سازند.

یک بانک سرمایه گذار به منظور پیش گیری از وقوع بحران‌های مالی، چه مسولیت‌هایی بر عهده دارد؟ **اول**، آنکه بانک‌های سرمایه گذاری در انجام هر معامله ای باید از خود بپرسند که منافع اجتماعی آن برای جامعه چیست و آنگاه تصمیم بگیرند که آیا باید آن را انجام داد یا خیر. یکی از اصلی ترین نقوش آنها تسهیل دسترسی به بازارهای سرمایه برای شرکت‌ها از طریق پذیره نویسی و تعهد به پذیره نویسی است. آیا باید آن را انجام داد؟ پاسخ این سوال به احتمال زیاد بله است چرا که آن تأمین کننده سرمایه برای تولید اقتصادی است. برخی محصولات آنها مانند اوراق بهادار رهنی نیز در صورتی که نرخ بهره پایینی داشته و افراد هم استطاعت باز پرداخت آن را داشته باشند نیز برای جامعه مفید است. در طرف دیگر طیف هم اوراق بهاداری وجود دارد که هدف از طراحی آن‌ها صرفاً مقاصد سفته بازی بوده است. رشد فزاینده این ابزارها در سالهای اخیر به وال استریت محبوبیت مکانی برای شرط بندی داده که هزینه‌های بیشتری نسبت به مطلوبیت‌های شرط بندی برای جامعه به همراه داشته است. **دوم**، علاوه بر ارزیابی منفعت اجتماعی، بانک‌های

سرمایه گذاری باید توجه کنند آیا ریسک معاملاتی که درگیر آن می‌شوند متناسب با منافعی که به همراه دارد، می‌باشد یا خیر. اصل تناسب در بسیاری از حوزه‌های اخلاقی و قانونی من جمله صنعت بانکداری حائز اهمیت است. **سوم**، بانکداران سرمایه گذار باید توجه کنند چه کسی ریسک را متحمل می‌شود. آیا ریسک تنها بر فردی که در معامله وارد می‌شود تحمیل می‌گردد و یا بخش با اهمیتی از ریسک، بر دوش افرادی قرار می‌گیرد که خارج از معامله هستند. **چهارم**، بانکداران سرمایه گذار باید در ارزیابی ریسک معامله صادق باشند. گرچه عموماً قوانین بورس اوراق بهادار به گونه ای طراحی می‌شود که مانع از بروز این مشکل شود اما آنها نمی‌توانند با تمام راه‌هایی که ریسک معامله می‌تواند مخفی گردد، برخورد کنند. گاهی اوقات شخصیت بانکداران سرمایه گذار به گونه ای است که آنها را وامی دارد بیش از آنچه قانون مقرر کرده برای طرفین معامله، قانون گذاران و به طور کلی بازار دست به افشاء بزنند.

آن چه در تمامی این موارد نقش پررنگی و اساسی دارد نگرش بانکداران سرمایه گذار در مورد درست و غلط است. مذهب و فلسفه نقش بسیار مهمی در شکل گیری این نگرش دارد. علاوه بر آن، بانکداران سرمایه گذار در بین افرادی زندگی می‌کنند که دارای یک فرهنگ جمعی می‌باشند. این فرهنگ گاهی با دیدگاه بانکداران سرمایه گذار در مورد درست و غلط همگرا است و گاهی هم با آن در تضاد است. هر چند مذاهب مختلف و فرهنگ‌های مختلف ممکن است مشوق شکل گیری رفتارهای متفاوتی شوند اما آنچه مهم است آن است که کمتر مذهبی به پیروان خود اجازه می‌دهد تا هر گونه که قانون اجازه داده عمل کنند به گونه ای که موجب مصرف بی رویه و تجمل گرایانه منابع اجتماعی شود و بی آنکه به آثار اقدامات خود بردیگران بی توجه باشند.

بنابراین به نظر نگارنده همانند هر حرفه دیگری وجود آیین رفتار حرفه ای و برقراری میزانی ضوابط اخلاقی در شرکت‌های تأمین سرمایه به ایفای نقش صحیح آنها در بازارهای سرمایه کمک شایان توجهی می‌نماید.

## ماهیت شرکت‌های تأمین سرمایه و تضاد منافع

### الف - نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در کاهش تضاد منافع

تضاد منافع معمولاً به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی به وجود می‌آید. در زمان تعیین ارزش شرکت، افرادی که داخل یک شرکت هستند به دلیل دسترسی به اطلاعات نهانی نسبت به افرادی که در خارج از شرکت هستند، برآوردهای بهتری خواهند داشت. نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در این موارد، مطالعه و تحقیق کافی در مورد شرکت و حذف این فاصله اطلاعاتی است. این امر به خصوص در مواردی که شرکت‌ها اقدام به خصوصی‌شدن از طریق عرضه عمومی می‌نمایند، مطرح می‌شود. با توجه به این که سهام این شرکت‌ها در گذشته به صورت عمومی معامله نشده است، اطلاعات اندکی در مورد وضعیت مالی و عملکرد آن در دسترس عموم می‌باشد. در این زمان، سرمایه‌گذاران باید به تلاش شرکت‌های تأمین سرمایه در مرحله پذیره‌نویسی سهام این شرکت‌ها، اعتماد نمایند. شرکت‌های تأمین سرمایه باید نهایت سعی خود را به کارگیرند تا آینده شرکت‌ها را پیش‌بینی نموده و به سرمایه‌گذاران کمک کنند که کلیه ریسک‌ها را شناسایی نمایند (Sirri, 2004).

برخی وظیفه شرکت‌های تأمین سرمایه را میانجیگری جریان دارایی‌ها بین ناشران و سرمایه‌گذاران می‌دانند. در روابط مالیه شرکتی یا تأمین مالی، هدف اساسی شرکت‌های تأمین سرمایه، کاهش ناسازگاری‌ها در انتشار اوراق بهادار جدید می‌باشد. این ناسازگاری‌ها به آن دلیل به وجود می‌آید که هر دو گروه اصلی معامله، دانش محدودی در مورد گروه دیگر دارند و از طرف دیگر این دو گروه با یکدیگر تضاد منافع نیز دارند. برای مثال، ناشران اوراق بهادار قیمت بالاتری را برای اوراق خود در نظر گرفته است درحالی که سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند که اوراق بهاداری با قیمت پایین‌تر خریداری نمایند. بنابراین، در این موارد، شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توانند بسیار مفید باشند (Tuch, 2006).

### ب - نقش شرکت‌های سرمایه در افزایش تضاد منافع

همان‌گونه که قبلاً بیان شد، مهم‌ترین وظیفه سنتی شرکت‌های تأمین سرمایه، پذیره‌نویسی اوراق بهادار است. پذیره‌نویسی اوراق بهادار شامل پذیره‌نویسی اوراق بدهی و سرمایه شرکت‌ها

می‌باشد. پس از بین‌المللی شدن بازارهای سرمایه، تغییرات قوانین و درخواست‌های مشتریان، بسیاری از شرکت‌های تأمین سرمایه در سال‌های اخیر، وظایف سنتی خود را با فعالیت‌ها و خدمات مالی بسیار متنوع دیگر تکمیل نموده‌اند که در بخش‌های قبلی به صورت مفصل مورد بحث قرار گرفت. در طی این روند، بسیاری از بانک‌های تجاری اقدام به خرید شرکت‌های تأمین سرمایه نمودند که این امر منجر به ادغام و یکپارچگی این شرکت‌ها و رشد سریع و قابل توجه آن‌ها در سطح جهان گردیده است. بزرگ شدن این شرکت‌ها موجب پذیرش خدمات متنوع شده و نتیجه این انقلاب این است که فرصت استفاده از تضاد منافع برای شرکت‌های تأمین سرمایه افزایش یافته است به گونه‌ای که منافع یکی از مشتریان و یا خود را به دیگران ترجیح دهند. بسیاری از شرکت‌های تأمین سرمایه اذعان داشته‌اند که ساختار سازمانی شرکت آن‌ها ریسک تضاد منافع را افزایش داده است. در واقع می‌توان گفت که تضاد منافع نتیجه غیرقابل اجتناب مدل تجاری تلفیق شرکت‌های تأمین سرمایه و شاید جزء لاینفک آن باشد.

یکی از اقتصاددانان اخیراً درخصوص یک شرکت تأمین سرمایه تلفیقی بزرگ، اذعان داشته است که او در حال رقابت با مشتریان خود می‌باشد و در برخی مواقع برخلاف منافع آن‌ها فعالیت می‌کند. برای مثال، در زمان حراج یک شرکت به این موضوع فکر می‌کند که تلاش کند آن را برای خود یا برای مشتریان خود خریداری نماید.

به هر حال، تلاقی و تضادهای منافع در شرکت‌های تأمین سرمایه دغدغه‌های سیاسی و قانونی بسیاری را در سال‌های اخیر به وجود آورده است. مثال‌های زیادی از شرکت‌های تأمین سرمایه در سراسر جهان وجود دارد که آن‌ها همزمان در تلاش برای انعقاد قرارداد پذیرهنویسی و مشاوره مالی بوده‌اند. در گذشته، خدمات سنتی شرکت‌های تأمین سرمایه معرف منبع اصلی درآمد آن‌ها و انگیزه اصلی تلاش‌های آن‌ها بوده است. در حال حاضر، عمده درآمدهای شرکت‌های تأمین سرمایه از محل فعالیت‌ها و خدمات نوین آن‌ها می‌باشد. بسیاری بر این اعتقاد می‌باشند که این خدمات مالی احتمال وجود تضاد منافع در این شرکت‌ها را افزایش می‌دهد.

مدیر سازمان خدمات مالی امریکا انگلستان<sup>۱۵</sup> اخیراً در سخنرانی خود بیان نموده است درآمد شرکت‌های تأمین سرمایه از خرید و فروش اوراق بهادار به حساب خود نسبت به خدمات سنتی آن‌ها باشد، احتمال بروز تضاد منافع نیز بیشتر خواهد بود (Ertugrul, 2010).

یکی از نقش‌های مهم شرکت‌های تأمین سرمایه، مشاوره در خصوص خریدهای تصاحب‌گونه به مشتریان خود می‌باشد. مدیران این شرکت‌ها به توصیه‌های شرکت‌های تأمین سرمایه اعتماد نموده و در معاملات مربوط به ادغام شرکت‌های دیگر، از آن‌ها استفاده می‌کنند. علاوه بر این، شرکت‌های تأمین سرمایه ممکن است وظیفه پذیرهنویسی اوراق بهادار منتشر شده از سوی شرکت خریدار (جهت تأمین مالی فعالیت فوق‌الذکر) را به عهده داشته باشند. در این صورت، شرکت‌های تأمین سرمایه نقش دوگانه‌ای پیدا نموده و می‌توانند موجب تضاد منافع گردند؛ زیرا دوگانگی نقش انگیزه اتمام توصیه‌ها و مذاکرات را به نفع شرکت تأمین سرمایه فراهم می‌آورد. به بیان دیگر، شرکت‌های تأمین سرمایه برای کسب سود بالای فرایند پذیرهنویسی، مشاوره خود را به گونه‌ای انجام می‌دهند که خریدار ترغیب به خرید گردد حتی اگر این خرید برای وی کاهش ارزش به همراه داشته باشد. شایان ذکر است که خریداران معمولاً به دلیل این که حق‌الزحمه پایین‌تری پرداخت نمایند سعی می‌کنند در این موارد، خدمات مربوط به مشاوره ادغام و تأمین مالی را از یک شرکت تأمین سرمایه دریافت کنند.

راه حلی که برای رفع تضادهای منافع مذکور پیشنهاد شده است، ابلاغ استفاده از مکانیزم‌های کافی جهت رفع تضادهای منافع به کلیه شرکت‌های تأمین سرمایه می‌باشد. به عبارتی، از آن‌ها خواسته شود تضادهای منافع موجود را اندازه‌گیری، کنترل، مدیریت و افشا کنند. زیرا، برخی از تضادهای منافع با استفاده از کنترل‌های داخلی و افشاگری از بین می‌رود؛ هر چند برخی دیگر علیرغم استفاده از این مکانیزم‌ها همچنان وجود دارند و تنها باید آن‌ها را مدیریت کرد (Ertugrul, 2010). در همین راستا، قوانین برخی از کشورها امکان انجام همه فعالیت‌های فوق‌الذکر را به علت پیش‌گیری از افزایش احتمال تضاد منافع در اختیار شرکت‌های تأمین سرمایه قرار نمی‌دهند (Tuch, 2006).

### شرکت‌های تأمین سرمایه و بحران‌های مالی اخیر

در دو دهه گذشته، صنعت اوراق بهادار با چرخه‌های کاهشی بسیاری مواجه بوده که هر کدام از لحاظ مدت زمان و علل رخداد منحصر به فرد بوده‌اند. روند کاهشی اخیر در صنعت اوراق بهادار در سال ۲۰۰۷، قبل از رکود اقتصاد جهانی آغاز شد و در سال ۲۰۰۹ و زودتر از سایر

بخش‌ها به دلیل بهبود معاملات اوراق بهادار با درآمد ثابت و دادوستد سهام، روند صعودی به خود گرفت.

در دوران بحران، کسب و کارهای مبتنی بر اوراق بهادار، منبع زیان‌های وسیعی بوده‌اند. بانک‌های سرمایه‌گذاری زیادی در این دوره‌ها در معرض ورشکستگی قرار گرفته‌اند. از دیدگاه مؤسسه استاندارد اند پورز<sup>۴</sup>، شاخص‌های ریسک در صنعت بانکداری سرمایه‌گذاری بسیار متفاوت از نهادهای سنتی و ام‌دهنده است؛ به‌طوری‌که بانکداری سرمایه‌گذاری عموماً در معرض ریسک ونوسان‌پذیری بیشتری قرار دارد. روش تأمین مالی توسط بانکداری سرمایه‌گذاری موجب می‌شود که در دوره رکود و بحران مالی، این بخش نسبت به محدودیت‌های نقدینگی حساس‌تر از نهادهای سپرده‌پذیر باشد و ممکن است اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به آن‌ها از بین برود و از این رو، شرکت‌های این صنعت در معرض ورشکستگی بالاتری قرار دارند. بحران مالی اخیر موجب گردیده است تا مؤسسه مذکور، در رتبه‌بندی بانک‌های سرمایه‌گذاری، ریسک بالاتری را برای خدمات بانکداری سرمایه‌گذاری نسبت به خدمات بانک‌های تجاری، در نظر بگیرد. در مقایسه با فعالیت بانک‌های تجاری، این مؤسسات، نوسان بیشتر در درآمد، انعطاف‌پذیری کمتر در هزینه‌های عملیاتی و پیچیدگی و ابهام بیشتری دارند. این عوامل به نظر مؤسسه استاندارد اند پورز، موجب اختصاص امتیاز جداگانه‌ای به ریسک این صنعت می‌شود.

شرکت‌های تأمین سرمایه برنامه‌ریزی بحران نقدشوندگی را به شکلی حفظ می‌کنند که رهیافتی را برای تحلیل و پاسخ‌گویی به وقایع خطر نقدشوندگی ارائه دهند. این برنامه چارچوبی برای تخمین تأثیرات احتمالی وقایع نقدینگی بر شرکت ارائه می‌دهد (آرام‌بنیار، ۱۳۸۵).

### وضعیت کنونی شرکت‌های تأمین سرمایه در ایران

در حال حاضر، شرکت‌های تأمین سرمایه دارای مجوز فعالیت از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار عبارتند از: شرکت تأمین سرمایه امین، تأمین سرمایه نوین، تأمین سرمایه بانک ملت و تأمین سرمایه امید که فعالیت‌های هر کدام از آن‌ها از بدو اخذ مجوز تا کنون به طور خلاصه و مطابق با سایت رسمی این شرکت‌ها به شرح زیر می‌باشد. شایان ذکر است که شرکت تأمین سرمایه امید در



تاریخ ۹۰/۰۹/۰۹ مجوز فعالیت خود را از سازمان بورس دریافت نموده است و به نظر می‌رسد تاکنون، خدماتی ارائه نموده است.

#### شرکت تأمین سرمایه امین:

- مشاوره عرضه، تعهد پذیرهنویسی، امین و بازارگردانی اوراق مشارکت،
- تعهد پذیرهنویسی اوراق سهام و حق تقدم استفاده نشده ناشی از افزایش سرمایه
- طراحی، مشاور عرضه، تعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی اوراق صکوک اجاره
- مشاوره تأسیس شرکت‌های سهامی عام
- مشاوره عرضه در افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی و غیربورسی
- ارزش‌گذاری شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی و سهام خرد یا بلوکی

#### شرکت تأمین سرمایه نوین:

- مشاوره عرضه اولیه عمومی شامل عرضه سهام جدید شرکت‌های سهامی عام، افزایش سرمایه، تبدیل شرکت‌های سهامی خاص به عام و پذیرش آن‌ها در بورس و فرابورس
- ارزش‌گذاری سهام
- مشاوره عرضه، تعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی اوراق مشارکت
- طراحی، مشاور عرضه، تعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی اوراق صکوک
- تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری
- تأمین مالی شرکت‌های مخاطره‌پذیر
- سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سهامی خاص و فراهم نمودن امکانات تأمین مالی آن‌ها

#### تأمین سرمایه بانک ملت:

- تعهد پذیرهنویسی اوراق سهام و حق تقدم استفاده نشده ناشی از افزایش سرمایه
- طراحی، مشاور عرضه، تعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی اوراق صکوک اجاره
- مشاوره تأسیس شرکت‌های سهامی عام
- مشاوره عرضه در افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی و غیربورسی

• ارزشگذاری سهام شرکت‌ها

با توجه به روند چرخش نسبی تأمین مالی شرکت‌ها و صنایع به سمت بازار سرمایه و به تبع آن توسعه حوزه کسب و کار شرکت‌های تأمین سرمایه، انتظار بر این است که شرکت‌های تأمین سرمایه فعال و شرکت‌های تأمین سرمایه جدیدی که پا به این عرصه می‌گذارند به تدریج سهم خدمات تخصصی‌شان را در کسب سود و ایجاد ارزش برای سهامدارانشان ارتقا دهند.

در همین راستا، بررسی ترکیب درآمدهای شرکت‌های تأمین سرمایه (خدمات اصلی و فرعی) فعال مؤید آن است که سهم درآمدی فعالیت‌های فرعی این شرکت‌ها روند رو به کاهش دارد و این شرکت‌ها با شناسایی و فعال شدن در حوزه‌های اصلی فعالیت‌شان، در چارچوب در نظر گرفته شده برای این نهادها در بازار سرمایه قرار می‌گیرند. بررسی صورت سود و زیان ترکیبی شرکت‌های تأمین سرمایه فعال، نشان می‌دهد سهم درآمدی شرکت‌های تأمین سرمایه از خدمات اصلی برشمرده شده، در سال ۱۳۸۹ رشد چند برابری نسبت به سال قبل داشته است. در نگاره (۱)، سهم هر یک از خدمات مرتبط با حوزه اصلی فعالیت برای دوره‌های منتهی به پایان سال ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹ نشان داده شده است: (رحیمیان، ۱۳۸۰)

نگاره (۱): ترکیب درآمدهای شرکت‌های تأمین سرمایه: (ارقام به میلیون ریال)

تجمعی		شرح
۱۳۸۹	۱۳۸۸	
۱۳۵۰۳۶	۱۸۰۵۲	کل درآمد ارائه خدمات:
۱۱۹۲۵۷	۵۰۰	درآمد حاصل از خدمات پذیره‌نویسی
۴۵۹۷	۸۸۷۱	درآمد حاصل از ارائه خدمات مشاوره عرضه و ارزش‌گذاری
۹۳۰۶	۴۱۳۳	درآمد حاصل از بازارگردانی اوراق گواهی سپرده عام و مشارکت
۱۸۷۶	۴۵۴۸	سایر خدمات مالی

بررسی ترکیب و کیفیت دارایی‌های شرکت‌های تأمین سرمایه نیز، تغییرات روشنی را نشان می‌دهد. دارایی‌های این شرکت‌ها تا حدود قابل ملاحظه‌ای به فعالیت‌های اصلی اختصاص یافته است و آن بخش از دارایی‌های این شرکت‌ها که به فعالیت‌های اصلی اختصاص نیافته است نیز صرف سرمایه‌گذاری‌های مطمئن و قابل قبول شده است. هرچند انتظار بر این است که در سال‌های آتی و با توسعه فضای کسب و کار در حوزه‌های فعالیت اصلی این نوع نهادها در بازار سرمایه،

زمینه لازم برای سوق دادن هر چه بیشتر دارایی‌های شرکت‌های تأمین سرمایه به وضعیت مناسب و ایده آل فراهم آید.

### نتیجه‌گیری

در پایان به نظر می‌رسد شرکت‌های تأمین سرمایه با استانداردهای جهانی در کشورمان به کمک نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار در حیطه بازار سرمایه تأسیس شده و فعالیت می‌کنند. لیکن تاکنون درآمد حاصل از خدمات فعالیت اصلی آن‌ها بیشتر از درآمد فعالیت‌های فرعی بوده که دلیل آن می‌تواند عدم آشنایی ناشران و مؤسسات تجاری با این نوع خدمات باشد. از سوی دیگر، مطالعه تحقیقات انجام شده در سایر کشورها حاکی از این است که با گسترش حوزه خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه، احتمال بروز تضاد منافع افزایش می‌یابد. در ضمن آنکه نمی‌توان نسبت به نقش اخلاق در این حوزه بی‌توجه بود. لذا ضروری است سازمان بورس، به عنوان نهاد ناظر بازار سرمایه، ساز و کارهایی در جهت کاهش، کنترل و مدیریت تضاد منافع احتمالی و تدوین آیین رفتار حرفه‌ای لازم و تقویت نقش اخلاق در افراد فعال در این حوزه را در نظر بگیرد.

### پی‌نوشت

<sup>1</sup>Capital raising

<sup>2</sup>Corporate actions

<sup>3</sup>Sell off

<sup>4</sup> از جمله این خدمات می‌توان به روش بهینه و زمان‌بندی تأمین مالی، روش و پیشنهاد زمان‌بندی عرضه اوراق بهادار، فرآیند ثبت اوراق بهادار و دریافت مجوز عرضه آن، فرآیند واگذاری اوراق بهادار، پذیرش اوراق بهادار ناشر در هر یک از بورس‌ها و انجام کلیه امور اجرایی به نمایندگی از ناشر در این زمینه، امور مدیریت ریسک، امور سرمایه‌گذاری، خدمات مورد نیاز شرکت‌ها در موارد سرمایه‌گذاری‌های جدید، توسعه، تکمیل، برنامه‌ریزی، بودجه‌بندی و قیمت‌گذاری اوراق بهادار، اشاره نمود.

<sup>5</sup>Public offering of shares

- <sup>6</sup>Private sale of shares
- <sup>7</sup>Sale of asset
- <sup>8</sup>Management /employee buy out
- <sup>9</sup>Capital structure
- <sup>10</sup>Investment bankers
- <sup>11</sup>Delayed reaction
- <sup>12</sup>Regulatory capture
- <sup>13</sup>overregulation
- <sup>14</sup>Productive business venture
- <sup>15</sup>FSA (Financial Services Authority)
- <sup>16</sup>Standard and poors

## منابع

۱. اخلاق پور، سعید و عباسی، مصطفی (۱۳۸۹)؛ "جایگاه شرکت‌های تأمین سرمایه در بهبود نظام تأمین مالی و شاخص آزادی اقتصادی کشور"؛ [http://www.civilica.com/Paper-IRFINANCE03-IRFINANCE03\\_012.html](http://www.civilica.com/Paper-IRFINANCE03-IRFINANCE03_012.html)
۲. آرام‌نیار، محمد (۱۳۸۵)؛ "بانکداری سرمایه‌گذاری: مفاهیم و مطالعات موردی"؛ شرکت سرمایه‌گذاری تدبیر.
۳. جعفری سرشت و جهانخانی (۱۳۷۳)؛ "مؤسسات تأمین سرمایه و ضرورت ایجاد آن‌ها در ایران"؛ فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی؛ سال اول: شماره ۴
۴. رحیمیان، نظام‌الدین (۱۳۸۰)؛ "تاملی در شیوه‌های تأمین مالی در واحد‌های اقتصادی"؛ حسابداری، سال شانزدهم: شماره ۵
۵. "۱۴۶ ریسک‌های شرکت‌های تأمین سرمایه" (۱۳۹۰)؛ <http://www.boursenews.ir>
۶. شرکت‌های تأمین سرمایه (۱۳۸۶)؛ [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir)
۷. "نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار پول و سرمایه" (۱۳۹۰)؛ <http://www.sena.ir>

8. Abor, J. (2005); "the role of investment banking in Ghana"; [www.financialanalyst.org](http://www.financialanalyst.org)
9. Ertugrul, M., Krishnan, K. (2010); " Investment Banks in Dual Roles: Acquirer M&A Advisors as Underwriters", [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1678076](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1678076).
10. Painter, Richard (2010); "the moral responsibilities of investment bankers", <http://ssrn.com/abstract=1935415>
11. Sirignano, M. (2004); "Conflict of Interest Between Investment Banking and Stock Analysis: Effects of Regulation on the Behavior of Investment Banks" ; <http://web.williams.edu/Economics/Honors/2004/MSirignanoThesis.pdf>
12. Sirri, E. (2004); " Investment Banks, Scope, and Unavoidable Conflicts of Interest"; <http://faculty.babson.edu/sirri/research/investment%20bank%20conflicts.pdf>.
13. Tuch, T. (2006); " Investment Banking: Immediate Challenges and Future Directions"; <http://ssrn.com/abstract=952243>.