

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

خصوصی سازی مرحله به مرحله روش ها و نمونه ها

تهیه و تنظیم کننده:
دیک ولش و الیویر فرموند

مقاله فنی بانک جهانی، شماره ۴۰۳
کار مشترکی از بانک جهانی و بانک توسعه بین کشورهای آمریکایی

ترجمه:
مدیریت مطالعات و برنامه ریزی

بهار ۱۳۸۹

خصوصی سازی مرحله به مرحله روش ها و نمونه ها

تهیه و تنظیم کننده: دیک ولش و الیویر فرموند
ترجمه: سازمان خصوصی سازی - مدیریت مطالعات و برنامه ریزی

امور فنی و صفحه آرایی: عترت چاپ
ناشر:

چاپ اول: بهار ۱۳۸۵

چاپ دوم: بهار ۱۳۸۷

چاپ سوم: بهار ۱۳۸۹

شمارگان: ۱۰۰۰ جلد

بها: ۱۵۰۰ تومان

شابک:

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۷.....	مقدمه
۱۱.....	پیش گفتار
۱۷.....	فصل اول: چرا شیوه مرحله به مرحله
۱۸.....	تجربه جهانی
۱۹.....	درس‌های جهانی
۳۱.....	فصل دوم: مرحله اول: آماده‌سازی
۳۲.....	گام اول: شناسایی شرکت‌هایی که می‌توانند خصوصی گردند
۳۵.....	گام دوم: مطالعه امکان‌سنجی
۴۷.....	فصل سوم: مرحله دوم: فروش
۴۷.....	گام سوم: برنامه خصوصی‌سازی
۵۱.....	گام چهارم: کسب تأییدیه
۵۱.....	گام پنجم: فروش
۵۵.....	فصل چهارم: روش‌های فروش و نگرانی‌های خاص
۵۵.....	عرضه عمومی

۶ خصوصی سازی مرحله به مرحله

نوبت دوم فروش سهام ۶۶

فروش تجاسری (به شخص ثالث) ۶۷

تعیین شروط برای خصوصی سازی ۸۱

نقش سرمایه گذاران خارجی ۸۲

خصوصی سازی انحصارات طبیعی ۹۰

فصل پنجم: سازماندهی دولت برای خصوصی سازی ۹۳

حفظ موقعیت کانونی و حمایت از جانب مقامات بالا ۹۳

تعیین اهداف روشن ۹۴

گسترش تجربه و شایستگی نهادی ۹۵

غلبه بر مشکلات مربوط به تعهد ۹۶

فصل ششم: روش های ارزش گذاری ۱۰۱

ارزش بسته به نظر افراد است ۱۰۲

مراحل ۱۰۲

روش ها ۱۰۴

فصل هفتم: استخدام مشاوران مالی و سایر مشاوران ۱۱۵

انتخاب مشاوران مالی ۱۱۵

انتخاب سایر مشاوران ۱۱۷

آیا باید در هر مرحله خصوصی سازی از یک مشاور مالی استفاده

شود؟ ۱۱۸

مشاوران خارجی ۱۱۹

مناقصه برای استخدام مشاوران مالی ۱۱۹

مقدمه

بررسی راه‌های دستیابی به منابع و استفاده بهینه از آنها و رسیدن به پیشرفت اقتصادی و رفع مشکلات مرتبط با آن، همیشه انسان را به چالشی فراگیر فراخوانده و مسائل اقتصادی را در مرکز توجه بشر و خصوصاً انسان امروزی قرار داده است. یکی از مهمترین این مسائل که در چند دهه اخیر پیش روی اقتصاددانان و دولتمردان قرار گرفته است بحث خصوصی‌سازی و توسعه بخش خصوصی و کاهش تصدی‌گری دولت با هدف شکوفاتر شدن اقتصاد و رها شدن دولت از امر اداره بسیاری از بنگاه‌هایی می‌باشد که بخش خصوصی تمایل و توان انجام آن را دارد. در این رابطه شیوه‌های متعدد و گوناگونی مورد بررسی و اجرا قرار گرفته است. یکی از این شیوه‌ها، که توجه متخصصان را به خود جلب نموده خصوصی‌سازی تدریجی و مرحله به مرحله است که علاوه بر اجرای آهسته و پیوسته سیاست‌های مدون، به دلیل فراهم آوردن بسترهای لازم جهت رفع اشکالات اجرایی و قانونی و آماده‌سازی شرکت‌های خصوصی‌سازی، موجب پرهیز از بسیاری از اشکالات و تبعات موجود در خصوصی‌سازی به صورت کلی و شتابزده می‌گردد.

۸ خصوصی سازی مرحله به مرحله

ترجمه یکی از گزارش های ارائه شده توسط بانک جهانی در کتاب پیش رو، در بر گیرنده توضیحات مبسوط و مشروحی در زمینه خصوصی سازی مرحله به مرحله می باشد. این شیوه ها، خصوصی سازی را به دو مرحله آماده سازی و فروش شرکتهای دولتی تقسیم نموده که در پنج گام قابل انجام می باشد. همچنین در این گزارش روشهای مختلف فروش، نحوه اجرای هر یک از این روش ها و چالش ها و مشکلات فراوری آنها نیز مورد بحث و بررسی قرار گرفته است.

مطالعه این کتاب به عنوان یکی از کتب ارائه شده توسط سازمان خصوصی سازی در راستای سیاست ارائه ترجمه یکسری مقالات مستند در زمینه خصوصی سازی با هدف فرهنگ سازی و روشن نمودن اذهان عمومی جامعه در خصوص اهداف، چگونگی اجرا و پیامدهای احتمالی خصوصی سازی و نحوه مقابله با این پیامدها، به متولیان، مجریان و علاقمندان به مباحث اقتصادی و موضوعات توسعه بخش خصوصی به ویژه در رابطه با خصوصی سازی واحدهای متوسط و بزرگ توصیه می گردد.

در خاتمه لازم می دانم از زحمات مدیریت مطالعات و برنامه ریزی و همکاران این مدیریت که با دقت نظر فراوان در امر نظارت بر ترجمه و تدوین این کتاب نقش به سزایی ایفا نموده و هماهنگی های لازم را در خصوص چاپ ویرایش سوم این کتاب به عمل آورده اند، صمیمانه سپاسگزاری نموده و آرزوی موفقیت کلیه دست

اندرکاران امر توسعه بخش خصوصی و خصوصی سازی را در راه
اعتلای میهن اسلامی از خداوند متعال مسئلت می نمایم.

حیدری کرد زنگنه

معاون وزیر امور اقتصادی و دارایی

و رئیس هیأت عامل سازمان خصوصی سازی

پیشگفتار

خصوصی سازی مرحله به مرحله، موضوع مورد علاقه همه متخصصان خصوصی سازی است و از آنجائی که مناسب ترین روش برای واگذاری شرکت های متوسط و بزرگ می باشد، اساس کار برنامه خصوصی سازی در سراسر جهان قرار گرفته است. این روش در کشورهای صنعتی و آمریکای لاتین به طور گسترده و در آفریقا و آسیا به میزان کمتری مورد استفاده قرار گرفته است. همچنین کشورهای دارای اقتصاد در حال گذار، که خصوصی سازی کوپنی را تکمیل نموده اند واگذاری شرکت های دولتی متوسط و بزرگ را با این روش آغاز کرده اند.

خصوصی سازی مرحله به مرحله، شامل فروش سهام دولتی از طریق عرضه عمومی^۱، فروش تجاری (به شخص ثالث)^۲، یا فروش ترکیبی^۳ (ترکیبی از هر دو روش) است. در این جریان، مالکیت و مدیریت شرکت های دولتی به بخش خصوصی منتقل می شود. شیوه

-
1. Public Offering
 2. Trade (third party) Sales
 3. Mixed Sales

مرحله به مرحله واگذاری شرکت‌ها، به دولت‌ها فرصت می‌دهد تا در مورد مسائل مربوطه به سیاست کلی خصوصی سازی تصمیم بگیرند، و شرکت‌ها را به قیمت عادلانه بازار بفروشند. این روش، روند شفاف‌ی برای فروش ارائه می‌کند و می‌تواند مدیریت یکپارچه را بهبود بخشد، از اعمال نفوذ افراد بکاهد و در صورت نیاز، مدیریت، مهارت، سرمایه و دانش بازاریابی خارجی را برای شرکت خصوصی شده فراهم کند.

بانک جهانی تمایل شدیدی به ترویج خصوصی سازی به عنوان راهی برای تجدید ساختار اقتصادهای در حال گذار یا در حال توسعه، پیشرفت بازار آزاد و افزایش کارایی اقتصادی دارد، بانک جهانی خصوصی سازی مرحله به مرحله شرکت‌های دولتی بزرگ را برای اصلاح نظام اقتصادی ضروری می‌داند، علاوه بر این، تصدیق می‌کند که این رویکرد می‌تواند در عین کاهش ریسک اقتصادی و مالی ایجاد شده توسط این گونه شرکت‌ها، منابع مالی قابل توجهی را برای دولت فراهم آورد.

نویسندگان این مقاله در زمینه خصوصی سازی مرحله به مرحله شرکت‌ها دارای تجربه فراوانی هستند. دیک ولش^۱ سال‌ها در مقام مجری ارشد برنامه موفق خصوصی سازی کانادا فعالیت کرده است و مشاور اجرای تعداد زیادی از واگذاری‌ها بوده است. اولیور فرموند^۲ در

۱. Dick Welech

۲. Oliver, Fremond

فروش تعدادی از شرکت‌های دولتی نقش داشته است و در بانکداری تجاری بین‌المللی تجربه گسترده‌ای دارد. او همچنین از سال ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۶، مشاور ارشد برنامه خصوصی‌سازی مراکش (مغرب) بوده است. این مقاله راهنمای سودمندی برای متخصصان خصوصی‌سازی است و بر پایه تجربه عملی نویسندگان تهیه شده است.

مگدی ایسکاندر

سرپرست گروه توسعه بخش خصوصی

توسعه مالی و بخش خصوصی بانک جهانی

فصل اول

چرا شیوه مرحله به مرحله؟

چرا شیوه مرحله به مرحله؟

بیشتر برنامه‌های خصوصی‌سازی که خارج از اقتصادهای در حال گذار هستند به صورت مرحله به مرحله اجرا می‌شوند. دولت‌ها اغلب به تدریج و با استفاده از عرضه عمومی داخلی یا بین‌المللی، فروش تجاری (به شخص ثالث) یا ترکیبی از این دو (فروش ترکیبی)، کنترل شرکت‌های دولتی را به بخش خصوصی منتقل می‌کنند. اما خصوصی‌سازی مرحله به مرحله مزایای خاصی به همراه دارد. برای مثال، این روش به دولت فرصت می‌دهد تا به مسائل مربوط به خط مشی کلی خصوصی‌سازی توجه دقیقی داشته باشد و برنامه‌هایی را سازمان‌دهی می‌کند که سرمایه، اطلاعات و ارتباطات خارجی لازم را فراهم کنند و بازده مالی دولت را به حداکثر برسانند.

بسیاری از کشورها، برنامه خصوصی‌سازی را بخشی از اصلاحات ساختاری می‌دانند که می‌تواند از مشکلات بودجه بکاهد. فروش شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی می‌تواند جریان ورود سرمایه عمومی به این شرکت‌ها را کاهش دهد. همچنین می‌تواند با درآمد به

دست آمده از طریق فروش و مالیات اخذ شده از شرکت های تازه خصوصی سازی شده، درآمد قابل توجهی برای دولت ایجاد کند.

تجربه جهانی

موج جهانی خصوصی سازی در سال ۱۹۷۹ در انگلستان آغاز شد و هنوز هم در حال اجرا است. از واگذاری شرکت های دولتی اصلی مانند بریتیش تله کام^۱ (اولین خصوصی سازی وسیع در انگلستان)، بریتیش گاز^۲، سیستم برق رسانی، شرکت آب و چندی پیش هم راه آهن انگلستان درآمد تقریبی ۱۰۰ میلیارد دلار به دست آمده است. حتی حزب کارگر نیز از اجرای برنامه خصوصی سازی استقبال کرده است. سایر کشورهای سازمان همکاری های اقتصادی و توسعه^۳ (OECD) و برخی از کشورهای در حال توسعه شامل آرژانتین، کانادا، شیلی، فرانسه، ایتالیا، آلمان، زلاندنو و اسپانیا، از الگوی خصوصی سازی مرحله به مرحله پیروی کرده اند.

کشورهای زیادی از شرق و مرکز اروپا اکنون حرکت در ورای برنامه اولیه که متمرکز بر خصوصی سازی در مقیاس کوچک و وسیع (واگذاری کوپن سهام مردم) بوده را آغاز کرده اند. بنابراین در قالب این برنامه های جدید، در این کشورها خصوصی سازی مرحله به مرحله شرکت های بزرگ (راهبردی)، متوسط و زیربنایی در حال

1. Telecom British

۲. Gas British

۳. Organization for Economic Cooperation and Development:OECD

انجام می‌باشد. بیشتر برنامه‌های خصوصی‌سازی در جهان، به صورت مرحله به مرحله اجر شده‌اند و هدف از اجرای آنها، افزایش کارایی، قرار دادن شرکت‌های دولتی در معرض نظم بازار، گسترش مالکیت سهام و کارآفرینی، کاهش دخالت دولت در اقتصاد، تحکیم رقابت و تضعیف انحصارات، توسعه بازار سرمایه داخلی، کاهش کسری بودجه و کاهش بدهی‌های داخلی و خارجی بوده است.

درس‌های جهانی

اکنون خصوصی‌سازی مرحله به مرحله تجربه قابل توجهی به بار آورده و اتفاق نظر درباره مقتضیات اصلی یک برنامه موفق، در حال شکل‌گیری است.

رویکردی که صد در صد صحیح باشد وجود ندارد

یک برنامه مرحله به مرحله باید با شرایط کشور و شرکت مورد نظر هماهنگ باشد. با وجود این که برخی از روش‌ها بهتر از بقیه‌اند و تعدادی هم به طور کلی پذیرفته شده هستند، تنها دسته‌بندی دقیق، برنامه زمان‌بندی و توالی مناسب امور است که می‌توند موفقیت کار را تضمین کند، واقع‌بینی، انعطاف‌پذیری و تمایل به استفاده از راه‌حل‌ها و روش‌های جدید باید مورد توجه قرار گیرد.

حمایت شدید سیاسی و راهبری مناسب در این امر، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است

برنامه خصوصی سازی باید برای غلبه بر مقاومت و کاهلی ایجاد شده توسط دستگاه اداری و منافع شخصی، از سوی بالاترین مقام های دولتی حمایت شود. تحقق اجرای برنامه باید وظیفه افراد عملگرای دارای نفوذ سیاسی و نیز کسانی که به تخصص و مهارت فنی در سطح جهانی دسترسی دارند، باشد و نه کسانی که منافعشان در حفظ وضع موجود است. سازمان خصوصی سازی نیز باید گزارش کار خود را به یک وزیر ارشد ارائه کند.

سرمایه گذاران از یک واگذاری درست و برنامه ریزی شده استقبال می کنند

منفی نگران اغلب مدعی هستند که سرمایه گذاران داخلی و خارجی علاقه ای به برنامه خصوصی سازی ندارند. با این حال، در بریتانیا، آمریکای لاتین و آفریقا (نیجریه و سنگال) تعهد زاید و تعجب برانگیز ایجاد شده برای فروش سهام، اغلب موضوع پس انداز غیر رسمی و فرار سرمایه در اقتصادهای در حال توسعه را کوچکتر از آنچه هست، نشان داده است. با ایجاد انگیزه های صحیح سرمایه گذاران داخلی و بین المللی به خرید سهام علاقمند می شوند. برای این منظور دولت ها باید از تعیین قیمت های غیرواقعی پرهیز کنند. در عوض، ارزش گذاری ها باید به جای این که بر اساس ارزش دفتری یا ارزش جایگزینی صورت گیرند، بر اساس ارزش بازار انجام شوند.

شفافیت، بی طرفی و ایجاد فرصت های مساوی برای همه افراد ضروری است

شفافیت در اجرای برنامه خصوصی سازی مرحله به مرحله بسیار حیاتی است. مشاوران مالی بی طرفی باید اموال را ارزش گذاری کنند تا مطمئن شوند قیمت ها، روند اعلام مناقصات و ارزیابی پیشنهادها، واقع گرایانه، عادلانه و منسجم هستند. علاوه بر این، دولت ها باید خصوصی سازی را با دقت هر چه تمام تر برنامه ریزی و اجرا کنند. ستادهای تبلیغاتی، سرمایه گذاران را نسبت به فرصت های سرمایه گذاری آگاه کنند. در فروش تجاری، موارد قرارداد باید در مدارک مناقصه موجود باشد تا از ایجاد تغییرات نامطلوب در طول مذاکرات جلوگیری شود. نتیجه فرآیند خصوصی سازی باید از ابتدا روشن باشد تا اختلاف نظری به وجود نیاید.

لازم است از مهارت و تخصص خارجی نیز استفاده شود

مشاوران متخصص، به ویژه مشاوران مالی، نقش آشکاری در اجرای برنامه ایفاء می کنند. با وجود این که استفاده از کارشناسان داخلی می تواند بسیار سودمند باشد، دولت ها نباید برای کمک گرفتن از متخصصان خارجی تردید داشته باشند. بانک های سرمایه گذاری، موسسات مشاوره، کارشناسان محیط زیست، حسابداران و وکلا مهمترین نقش را در اجرای برنامه به عهده دارند. دولت های فاقد نیروی کار متخصص، قادر به راهبری جریان خصوصی سازی

نیستند. بسیاری از برنامه‌ها به همین دلیل دچار لطمه شده‌اند.

اصلاحات ساختاری باید همگام با برنامه خصوصی سازی انجام شود

دولت‌ها باید برنامه‌های خود را در چارچوب اصلاحات تحکیم کننده اقتصاد کشور پیش ببرند. این اصلاحات شامل تثبیت اقتصاد کلان، تسهیل جریان فروش، اصلاح بخش مالی، اصلاح ساختار دولتی و اصلاح قوانین است. چنانچه پیشرفت برنامه‌های اصلاحی دیگر به کندی صورت گیرد، برنامه خصوصی سازی دوامی نخواهد داشت و در بازسازی اقتصاد کشور، ناتوان خواهد بود.

اصلاحات پیش از خصوصی سازی باید مختصر و حالت دفاعی داشته باشد

اصلاحات پیش از خصوصی سازی باید به اصلاح ترازنامه و تغییرات سازمانی همچون تعطیلی، کاهش نیروی کار و انتقال ارائه خدمات اجتماعی به کارکنان محدود شوند. تغییر فناوری، سرمایه گذاری بیشتر و انجام خریدهای عمده باید به جای این که به عهده مسئولان دولتی باشد به مالکان جدید واگذار شود.

برنامه خصوصی سازی باید موجب سرمایه گذاری خارجی شود

دولت‌ها برای جذب سرمایه خارجی در دارایی‌های خصوصی شده به شدت با یکدیگر رقابت می کنند. اما برای جذب سرمایه، باید با سرمایه گذاران خارجی و داخلی یکسان رفتار شود. بدون

وجود یک سیاست خارجی مدون، برنامه خصوصی سازی در ایجاد درآمد کافی دچار شکست می شود و حتی ممکن است موجب دلسردی سرمایه گذارانی شود که می توانند امکان دسترسی به بازار، فناوری جدید و تخصصی مدیریتی را فراهم کنند. دولت باید به سرمایه گذاران این اطمینان را بدهد که با استفاده از نفوذ سیاسی، سهام طلایی و سهام باقی مانده خود را برای به حداکثر رساندن منافع و کارآیی شرکت به خطر نخواهد انداخت.

خصوصی سازی بخش به بخش یا به شیوه فروش ترکیبی می تواند در به حداکثر رساندن درآمد دولت مفید باشد

بازارهای پدید آمده ممکن است در جذب فوری مجموعه های سهام ناتوان باشند. در چنین مواردی فروش سهام باید به صورت بخش به بخش و به دنبال یک برنامه از پیش تعیین شده انجام شود. فروش ترکیبی می تواند تقاضای داخلی و خارجی را افزایش دهد و مدیریت یکپارچه را با پذیرفتن یک سهامدار قدرتمند بهبود بخشد.

دولت ها باید شروط مرتبط با اجرای برنامه خصوصی سازی را به حداقل برسانند

قائل شدن شروط مفصل برای برنامه فروش، از ارزش و جذابیت شرکت ها می کاهد و ممکن است پایه های معامله را سست کند. دولت ها باید مشکلات مربوط به قوانین، کنترل قیمت ها، یارانه ها و مانند آن را پیش از اجرای برنامه فروش حل کنند.

دولت‌ها نباید به یک برنامه زمانبندی تثبیت شده مصنوعی پایبند باشند

با وجود این که برای پیشرفت برنامه مرحله به مرحله، به یک فشار دائمی نیاز است، اعمال محدودیت‌های زمانی غیرمنطقی در این امر بی‌فایده است. قرار دادن مراحل فروش به ترتیبی که مناسب شرایط بازار باشد، بسیار مفید است. علاوه بر این، دولت‌ها باید به خاطر داشته باشند که اولاً همه نقل و انتقالات با موفقیت انجام نمی‌شوند، ثانیاً ممکن است لازم باشد همه مزایده‌ها لغو شوند و مزایده از نو آغاز شود یا این که روش واگذاری تغییر کند.

ستادهای اطلاع‌رسانی همگانی هم از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند

موفق‌ترین برنامه‌های خصوصی سازی بر آموزش همگانی و انتشار آگهی فروش تأکید داشته‌اند. تلاش‌های ویژه برای اطلاع-رسانی به سرمایه‌گذاران نهادی، موجب تشویق آنها به شرکت در برنامه خصوصی سازی شده است.

انحصارات خصوصی ممکن است بدتر از انحصارات دولتی باشند

پیش از خصوصی سازی انحصارات طبیعی، دولت‌ها باید به تجدید ساختار صنایع پردازند تا رقابت را افزایش دهند. این رقابت باید با قوانین شفاف همراه باشد و به درستی اجرا شود.

تمایل برای به حداکثر رساندن درآمد فروش باید با سایر اولویت‌ها در تعادل باشد

با وجود این که سازمان خصوصی سازی وظیفه دارد دارایی های دولتی را بر اساس قیمت بازار به فروش برساند، باید تمایل برای به حداکثر رساندن درآمد فروش را با سایر اولویت‌ها، همچون گسترش مالکیت سهام، افزایش بازار سرمایه داخلی و گسترش رقابت هماهنگ کند.

قوانین خصوصی سازی ممکن است مفید باشند اما همیشه ضروری نیستند

کشورهایی که دارای قانون مدنی هستند، ترجیح می دهند برای اجرای برنامه خصوصی سازی یک قانون کلی تهیه کنند. چنین قانونی، اصول برنامه خصوصی سازی را مشخص می کند و مؤسسات مسئول آن را تعیین می کند. کانادا و انگلستان - و کشورهایی که دارای قانون عرفی هستند- بدون وجود یک قانون خاص برنامه خصوصی سازی را اجرا می کنند و هر جا لازم باشد از وضع قانون خاص استفاده می کنند. اما کشورهایی که اجرای قوانین در آنها ضعیف تر است ممکن است نتوانند شفافیت خصوصی سازی را تضمین کنند. این کشورها باید برای قانون خصوصی سازی پیش-نویسی تهیه کنند و مراحل آن را به روشنی تعیین کنند. قوانین خصوصی سازی هم نقاط قوت دارند و هم نقاط ضعف. اگر پیش نویس این قوانین با دقت تهیه شود، می تواند توان و قابلیت

دولت را برای اجرای اصلاحات ساختاری افزایش دهد. همچنین می تواند فرآیند انتقال دارایی های دولتی به بخش خصوصی را شفاف تر کند؛ با این حال، اگر قانونی تصویب شود، به سادگی نمی توان آن را تغییر داد. اگر لازم باشد مراحل کار به دلیل شرایط بازار تغییر کند، به یک اصلاحیه یا تصویب قوانین جدید نیاز خواهد بود.

باید در تهیه فهرست صنایع راهبردی دقت شود

در انتخاب شرکت ها برای واگذاری به بخش خصوصی، بسیاری کشورها یک لیست مثبت شامل شرکت هایی که می توانند خصوصی شوند، یا یک لیست منفی شامل شرکت هایی که به دلیل اهمیت راهبردی، نمی توانند خصوصی شوند تهیه می کنند. فهرست مثبت از این جهت مفید است که قدرت کامل پشت سر آن است. شرکت ها در ضرب الاجل تعیین شده، باید خصوصی شوند و می توانند توسط سازمان مسئول در هر زمان ممکن به بخش خصوصی واگذار شوند. این هماهنگی ها، متوقف کردن اجرای برنامه خصوصی سازی را، برای مدیران شرکت دشوار - اما نه غیرممکن - می کند.

همچنین لیست منفی اختیار بیشتری برای انتخاب شرکت ها برای خصوصی سازی ارائه می کند، بنابراین برای تهیه آن باید خیلی دقت شود. بر اساس آموخته های بسیاری از کشورها، مالکیت خصوصی لزوماً به معنی رفع کنترل دولت بر شرکت ها نیست. بنابراین، بسیاری از شرکت های دولتی که زمانی راهبردی تلقی می -

فصل اول: چرا شیوه مرحله به مرحله؟..... ۲۷

شدند - مانند شرکت‌های نفت و گاز، شرکت‌های مخابراتی و دیگر شرکت‌های خدمات شهری - در حال واگذاری به بخش خصوصی هستند. بسیاری از دولت‌ها ترجیح داده‌اند به جای تهیه فهرست‌های مثبت و منفی، در صورت مناسب بودن شرایط بازار، شرکت‌های دولتی را بدون هیچ‌گونه محدودیتی، خصوصی کنند.

فصل دوم

مرحله اول : آماده‌سازی

مرحله اول : آماده سازی

خصوصی سازی مرحله به مرحله فرآیندی است که دارای پنج گام می باشد. بسیاری از کارشناسان برای این که عقد قرارداد، استخدام مشاوران مالی و عوامل فروش ساده تر انجام شود و همچنین به دلایل عقلانی، این پنج گام را به دو بخش تقسیم کرده اند. (کادر ۱)

این بخش از مطالعه حاضر به نخستین گام خصوصی سازی مرحله به مرحله می پردازد که با شناسایی نامزدهای بالقوه خصوصی سازی، توسط دولت آغاز می شود و با تکمیل بررسی امکانات و تصمیم دولت درباره روش واگذاری و فروش به پایان می رسد. مرحله دوم فرآیند - فروش - در بخش بعد مورد بررسی قرار می گیرد.

کادر ۱

پنج گام در خصوصی سازی مرحله به مرحله

مرحله اول: آماده سازی؛ گام های اول و دوم
گام اول: شناسایی و انتخاب؛ در مواردی که دولت شرکت های را که باید خصوصی شوند انتخاب می کند.

گام دوم: مطالعه امکان سنجی؛ در مواردی که دولت مسائل مربوط به سیاست گذاری را شناسایی می کند و راه حل هایی برای آنها ارائه می کند و مشاوران مالی به ارزش گذاری شرکت می پردازند و روش فروش و زمان بندی آن را ارائه می کنند.

مرحله دوم: فروش؛ گام های سوم، چهارم و پنجم
گام سوم: برنامه ریزی خصوصی سازی؛ در مواردی که دولت مسائل سیاست گذاری را حل می کند و به کمک مشاوران مالی، مرحله فروش را برنامه ریزی می کند.
گام چهارم: اگر لازم باشد مرحله قانون گذاری یا تأیید.
گام پنجم: اجرا یا معامله، در مواردی که دولت و مشاوران دولت مرحله فروش را از طریق مزایده یا عرضه عمومی به انجام می رسانند.

گام اول: شناسایی شرکت هایی که می توانند خصوصی گردند
شناسایی و انتخاب نامزدهای خصوصی سازی نخستین گام در اجرای برنامه خصوصی سازی مرحله به مرحله است (نمودار ۱).
معیارهای انتخاب در هر کشور، بسته به اهداف برنامه و چهارچوب قانونی آن متفاوت است. این معیارها باید سیاست دولت را در خصوص این که چه قسمت هایی باید خصوصی شوند و چه قسمت -

هایی در بخش دولتی باقی بمانند، تعیین کند. برای مثال، در کانادا معیار انتخاب یک شرکت دولتی برای واگذاری به بخش خصوصی این است که آیا فعالیت‌های شرکت از اهمیت زیادی برخوردار است. به این معنی که آیا به مالکیت دولت یا خدمات آن در این شرکت نیازی هست. اگر شرکتی این ویژگی را نداشته باشد یا خصوصی می‌شود یا تعطیل. بسیاری دولت‌ها تعریف خود را از شرکت‌هایی که ملزم به ادامه فعالیت در بخش دولتی هستند، محدود کرده‌اند و تعریف خود را از شرکت‌هایی که واجد شرایط خصوصی‌سازی هستند گسترش داده‌اند.

دولت باید همه شرکت‌های دولتی را در تحلیل و بررسی خود در نظر بگیرد. شرکت‌هایی که فعالیت‌های اصلی دولتی را انجام می‌دهند، در پایان این تحلیل، نامزد خصوصی‌سازی نخواهند بود. به این ترتیب، به شرکت‌هایی که تمایلی برای خصوصی‌شدن ندارند فرصتی داده می‌شود تا برای قرارگرفتن در فهرست تلاش کنند. پس از این که دولت فهرست نامزدها را تهیه کرد باید به کمک وزیران و مقام‌های ارشد دولتی، شرکت‌هایی را که می‌توانند وارد مرحله دوم (مطالعه امکان‌سنجی) شوند، تعیین کند.

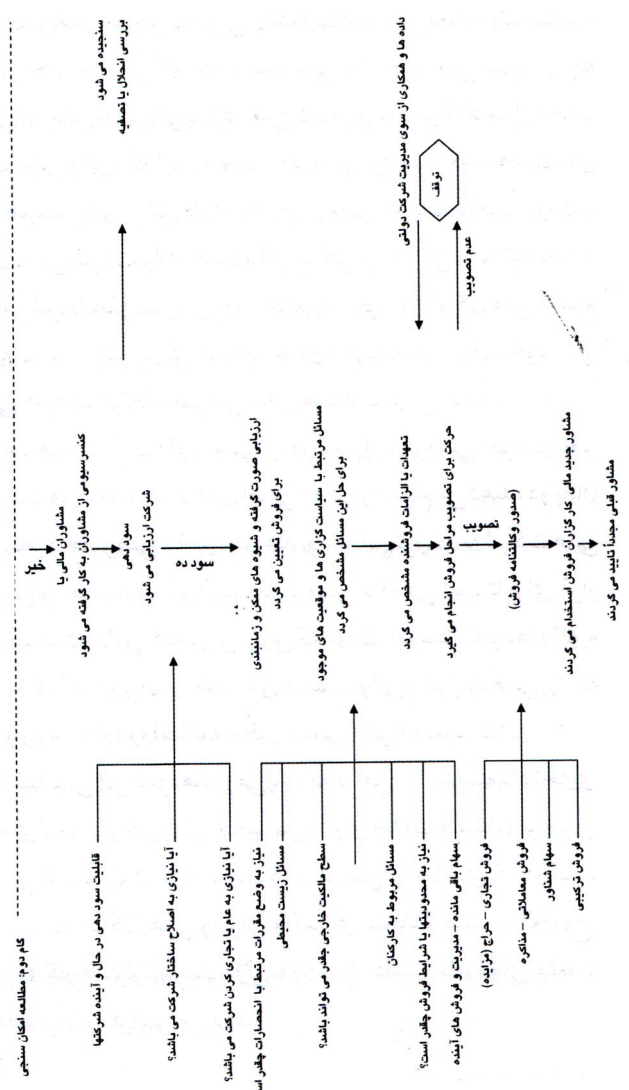
دولت با شناسایی این نامزدها، در می‌یابد که برخی از آنها استعداد تجاری فوق‌العاده‌ای دارند، برخی برای خصوصی‌سازی جذاب هستند و برخی را به سختی می‌توان واگذار کرد. دولت‌ها باید بیش از تعدادی که در کوتاه مدت لازم است، شرکت‌هایی را برای واگذاری انتخاب کنند. در مجموع، اجرای برنامه کار دشواری است. ولی در اختیار داشتن نامزدهای متعدد، امکان موقعیت آن را افزایش می‌دهد.

آماده سازی

مرحله اول

نمودار ۱

به عنوان یک شرکت دولتی باقی می ماند → مشخص نمودن این که آیا شرکت دولتی دارای وظایف حاکمیتی است یا نه
 به عنوان یک شرکت دولتی باقی می ماند → مشخص نمودن این که آیا شرکت دولتی دارای وظایف حاکمیتی است یا نه



نقد

عدم تصویب

دادن ها و همکاری از سوی مدیریت شرکت دولتی

گام دوم: مطالعه امکان سنجی

در گام دوم، دولت و مشاوران مالی آن امکان واگذاری شرکت-هایی تعیین شده در گام اول و راه‌های مختلف اجرای برنامه را بررسی می‌کنند (به نمودار ۱ مراجعه شود). در این تحلیل لازم است موارد زیر مورد بررسی قرار گیرد:

- عملکرد، کارآیی و سوددهی اقتصادی شرکت و حداکثر ظرفیت درآمد آن.

- ساختار و مدیریت داخلی شرکت

- نیاز به تجاری سازی شرکت پیش از واگذاری (کادر ۲)

- نیاز به تجدید ساختار و بهینه سازی. همان گونه که گفته شد، دولت باید تجدید ساختار شرکت‌ها را، به انجام تغییرات سازمانی، قانونی و ترازنامه‌ای محدود کند. هرگونه تعدیل نیروی انسانی باید پیش از فروش شرکت انجام شود. تغییر فناوری، به کار انداختن سرمایه و انجام خریدهای عمده باید به مالکان جدید سپرده شود.

- مسائل زیست محیطی، شامل آلودگی‌های ایجاد شده در گذشته و آینده و نیاز به قانونگذاری در این زمینه (کادر ۳)

- موقعیت بازاری که شرکت قرار است در آن فعالیت کند، شامل ارزیابی نیاز به رفع انحصار. اگر قوانین جدیدی لازم باشد دولت و مشاوران باید این مسأله را تشخیص دهند و برای تهیه و تصویب آن جدول زمانی مشخصی تنظیم کنند. برای پرهیز از هرگونه تضاد منافع، مشاورانی که وظیفه نظارت را بر عهده دارند، نباید همان

افرادی باشند که عملیات فروش شرکت را انجام می دهند.

- ویژگی ها، علایق و شرایط خریداران و سرمایه گذاران بالقوه
- مسائل مربوط به شیوه اجرای برنامه که باید پیش از اجرای برنامه حل شود. برای مثال، این که مشارکت خارجی تا چه حد مجاز است و این که نقش کارکنان شرکت ها در برنامه خصوصی سازی چیست.

- هرگونه محدودیت فروش شرکت. برای مثال، سهام دولتی، سهام طلایی یا شرایط و اصطلاحات ویژه. مشاوران مالی، شرکت های قابل فروش را مورد ارزیابی قرار می دهند و در مورد روش های خصوصی سازی گزارش می کنند. این گزارش در تصمیم گیری راجع به چگونگی ادامه کار، به دولت کمک می کند.^۱

کادر ۲

تجاری سازی^۱ در زلاندنو

تجاری سازی از تسلط دولت بر شرکت ها می کاهد، زیرا شرکت های دولتی را مانند شرکت های تجاری بخش خصوصی به سازمان و ساختار مدیریتی مناسب مجهز می کند. تجربه زلاندنو نشان می دهد که تجاری سازی می تواند مقدمه ای یا پیش درآمدی بر خصوصی سازی باشد. با حاکم شدن حزب کارگر در زلاندنو، در اواسط سال ۱۹۸۴، این کشور با مشکلات اقتصادی، مالی و ساختاری

۱. corporatization: در اینجا احتمالاً به مفهوم ثبت شرکت می باشد.

جدی مواجه شد. یارانه‌ها، دخالت‌ها و قوانین دولتی گسترده، اقتصاد را دچار مشکل کردند. در مواجهه با این مسأله، دولت جدید به اجرای اصلاحات اجتماعی و اقتصادی پرداخت تا کشور را به سوی اقتصاد بازار آزاد پیش ببرد. تجاری‌سازی و خصوصی‌سازی قسمتی از این اصلاحات بودند. قانون شرکت‌های دولتی که در سال ۱۹۸۶ به تصویب رسید، چارچوب مشخصی را برای عملکرد شرکت‌ها تعیین کرد. تجاری‌سازی مؤسسات دولتی این اهداف را در نظر دارد:

- جداسازی فعالیت‌های تجاری و غیرتجاری؛ در حالی که دولت هزینه فعالیت‌های غیرتجاری را تأمین می‌کند، شرکت‌های دولتی می‌توانند همچنان به شرکت در فعالیت‌های تجاری ادامه دهند.

- بازار محورکردن شرکت‌های دولتی؛ با مؤسسات دولتی تجاری شده مانند شرکت‌های خصوصی رفتار می‌شود. آنها مالیات می‌پردازند، یارانه دریافت نمی‌کنند و باید سودده باشند. علاوه بر این، دولت بدهی‌های آنها را تضمین نمی‌کند.

- تعیین ترازنامه‌های واقعی برای شرکت‌های دولتی؛ اکثر شرکت‌های دولتی سرمایه خود را از طریق اعطای

مستقیم دولت، یارانه یا تزریق بدهی تأمین می کنند. در زلاندنو براساس تجربه شرکت های مشابه در هر صنعت، برای هر ترازنامه یک نسبت تساوی بدهی تهیه شده است.

● فراهم آوردن مجریانی از سراسر جهان برای اداره مؤسسات تازه تجاری شده، به منظور تقویت عملکرد شرکت ها، پیش از خصوصی سازی؛ در تجدید ساختار مالی سازمانی بخش دولتی زلاندنو، تجاری سازی با موفقیت رو به رو شده و فروش آتی دارایی ها را به بخش خصوصی، تسهیل کرد: تقریباً نیمی از مؤسساتی که تا دسامبر ۱۹۹۵ خصوصی شدند، ابتدا تجاری شده بودند.

منبع: بانک جهانی

کادر ۳

جنبه های زیست محیطی خصوصی سازی

فعالیت های صنعتی در بسیاری از کشورهایی که دارای اقتصاد در حال گذار هستند، آسیب های جبران ناپذیری به محیط زیست وارد کرده است. به منظور کاهش عدم اطمینان برای سرمایه گذاران و دولت، لازم است در خصوصی سازی صنایعی که آلودگی زیانباری ایجاد می کنند، به مسائل مربوط به محیط زیست توجه

شود. ناتوانی در انجام این کار اجرای بسیاری از خصوصی‌سازی‌ها را با تأخیر مواجه کرده یا از مسیر خارج کرده است. دولت باید قوانین شفاهی ایجاد کند تا خطر و هزینه‌های مربوط به مشکلات زیست محیطی را کاهش دهد. به این معنی که در بیشتر موارد، دولت تعدادی از خطرهای شناخته شده برای محیط زیست را به عهده می‌گیرد و خطرهای شناخته نشده را نیز برای خریدار تضمین می‌کند. برخی رویکردهای استفاده شده در این زمینه عبارتند از: اجازه به مالک خصوصی برای تخصیص قسمتی از قیمت خرید به پاکسازی محیط زیست (در جمهوری چک و لهستان)، تعهد پرداخت هزینه‌های پاکسازی توسط دولت (در بلغارستان و آلمان)، کاهش قیمت خرید در ازای اعطای مسئولیت پاکسازی به خریدار (در آرژانتین). در کشورهای عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه (OECD) و اروپای شرقی و مرکزی، سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند در صورت خرید شرکت‌هایی که برای محیط زیست مشکل‌ساز هستند، حدود خطر مالی را تحت کنترل داشته باشند. اقداماتی که در این رابطه انجام می‌شوند، عبارتند از:

- بررسی های زیست محیطی، در راستای کمک به شناسایی مسئولیت ها و تعهدات شرکت در رابطه با محیط زیست و کاهش ابهام در قیمت گذاری.
- ارزیابی زیست محیطی برای تعیین پیامدهای زیست محیطی توسعه های پیشنهادی.
- فعالیت های جبرانی، برای خطرهایی که سلامتی افراد را تهدید می کنند و نتیجه مشکلات زیست محیطی هستند.
- ترتیبات قراردادی.
- شروط پیش از تعطیلی (در صورتی که بررسی های زیست محیطی مشکلات مهمی را نشان دهد، دولت می تواند توافق خرید را فسخ کند).
- تضمین (پرداخت هزینه های ایجاد شده برای حل مشکلات خاص).
- ضمانت نامه (نوعی تضمین در صورتی که مشکلی پس از مالکیت مشخص شود).
- بیمه خصوصی.

سازمان

مشاوران مالی ممکن است در مرحله شناسایی مفید باشند، اما در مطالعه امکان‌سنجی وجود آنها ضروری است. همچنین لازم است دولت فرد کارآمدی را برای مدیریت این مراحل و مراحل بعدی برنامه منصوب کند.

شناسایی و حل مسائل مربوطه به سیاست‌گذاری

در مطالعه امکان‌سنجی باید به مسائل مربوط به سیاست‌گذاری در برنامه خصوصی‌سازی رسیدگی شود و راه‌حل‌هایی ارائه شود که با فروش شرکت هماهنگ باشد. برای مثال، باید به نظارت و رقابت و در صورت لزوم مسائل مربوط به کارکنان، به ویژه خرید سهام دیگران و تولید در مقیاس کوچکتر اشاره شود. همچنین باید نیاز به ایجاد محدودیت در فروش (سهام طلایی) بررسی شود و مدیریت بر سهام باقی مانده مورد مطالعه قرار گیرد.

ارزش‌گذاری شرکت

ارزش‌گذاری در درجه اول اهمیت است، زیرا حدود قیمت بازار به این وسیله تعیین می‌شود. ارزش‌گذاری بر پایه قوانین بازار، برای جلوگیری از انتقادهایی که می‌گویند بهای شرکت عادلانه نیست و برای ایجاد اطمینان نسبت به این که تمایل کافی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد، لازم است.

در اقتصادهای بازاری غرب، ارزش‌گذاری بر اساس برآورد

نقدینگی حاصل از تنزیل درآمدهای آتی و مقایسه با قیمت بازاری شرکت های مشابه (هنگامی که از طریق فروش تجاری^۱ یا به صورت مذاکره^۲ به فروش می روند)، یا ارزش گذاری عرضه در بورس اوراق بهادار (در صورتی که به صورت عمومی به فروش رود) انجام می شود.

ارزش جایگزینی و ارزش دفتری مقیاس خوبی برای تعیین ارزش بازار نیستند، چون ارزش دفتری بر اساس هزینه اولیه است و ممکن است ارزش واقعی را کمتر از آنچه که هست نشان دهد. ارزش جایگزینی نیز ممکن است قیمت را بیش از آنچه هست نشان دهد. زیرا شرکت ها به بهایی پایین تر از ارزش جایگزینی فروخته می شوند. علاوه بر ارزش گذاری، مشاوران مالی اغلب تحلیلی از حساسیت ها تهیه می کنند که قیمت خرید تحت شرایط متغیر را پیش از توقف انتقال، در قالب یک الگو بیان می کند.

روش های فروش و زمان بندی

در اکثر موارد، مسئولان خصوصی سازی در انتهای مطالعه امکان سنجی، پیشنهادی برای خصوصی سازی به مقامات سیاسی ارائه می کنند.

در خصوصی سازی مرحله به مرحله این پیشنهاد در برگیرنده ارزش گذاری شرکت (معمولاً یک محدوده قیمت)، روش های فروش

۱. Trade Sale

۲. Negotiated Sale

(فروش تجاری، عرضه عمومی سهام) و روش زمان‌بندی (فروش فوری، فروش پس از تجدید ساختار) است.

به حداقل رساندن خطر انتخاب نامزدهای نامناسب برای خصوصی‌سازی

دولت‌ها اغلب نگران این هستند که مطالعه امکان‌سنجی نشان دهد که یک شرکت دولتی مناسب واگذاری نیست و به این ترتیب، دولت برای شناسایی نامزدهای جدید متحمل هزینه‌های قابل توجهی شود. با تقسیم مشاوره مالی برای مطالعه امکان‌سنجی به دو مرحله مشخص، می‌توان این خطر را کاهش داد. در اولین مرحله، مشاور مالی پتانسیل شرکت دولتی را برای خصوصی‌سازی، به سرعت ارزیابی می‌کند. اگر این پتانسیل کم باشد، کار مشاور پیش از ارزش-گذاری شرکت و توسعه راه‌های خصوصی‌سازی، به پایان می‌رسد.

فصل سوم

مرحله دوم: فروش

مرحله دوم: فروش

همان‌گونه که اشاره شد، مرحله دوم خصوصی سازی شامل سه گام است؛ آماده سازی برنامه خصوصی سازی، گرفتن تأیید قانونی (در صورت نیاز) و فروش شرکت (نمودار ۲).

گام سوم: برنامه خصوصی سازی

هنگامی که دولت تصمیم به واگذاری شرکتی می گیرد، باید با کمک مشاوران، برنامه ای برای این کار تهیه کند که شامل یک برنامه رسانه ای (برای ایجاد حمایت عمومی و جذب سرمایه گذار)، برنامه ای برای حل مسائل مربوط به خط مشی دولت و برنامه ای برای تعیین خطوط کلی فروش باشد. همچنین لازم است مراحل لازم برای فروش، جدول زمانی و پیش نویس قوانین را تهیه کند. افزون بر این، اگر مشاورانی که دولت در جریان فروش از آنها کمک می گیرد همان مشاورانی نباشند که در برنامه خصوصی سازی به دولت کمک کرده اند، استخدام آنها در این مرحله انجام می شود.

برنامه رسانه‌ای

دولت باید این برنامه را پیش از آغاز فرآیند فروش تهیه کند. برنامه باید به نحوی طراحی شود که برای خصوصی سازی حمایت مردمی پدید آورد و به مردم درباره مشارکت عمومی در این امر (مانند روش خرید سهام) آموزش دهد. این برنامه همچنین باید پرسش و پاسخ‌های لازم را در اختیار وزیران، مقام‌های دولتی و شرکت‌ها قرار دهد تا دولت بتواند برای پیشرفت برنامه خصوصی سازی، اطلاعات منسجم، یکپارچه و صحیحی در اختیار رسانه‌های گروهی و مردم قرار دهد.

مسائل مربوط به خط‌مشی کلی

پیش از آن که خصوصی سازی وارد مرحله فروش شود، دولت باید تمام مسائل مربوط به خط‌مشی کلی این جریان را حل کند. این مسائل بسیار گسترده‌اند. اما موارد شایع آن عبارتند از:

- نظام نظارتی که دولت باید ایجاد کند.
- اعلام این که چه کسی مسئولیت مسائل زیست محیطی را به عهده خواهد داشت.
- محدودیت‌ها یا شرایط مشارکت خارجی در فروش.
- نقش کارکنان (کارکنان شرکت‌های قابل واگذاری) در خصوصی سازی؛ مانند سهم شدن آنها در فروش عمومی، در نظر گرفتن حقوق ترجیحی برای آنها، تخفیف در قیمت فروش و غیره.
- محدودیت‌ها و شرایط فروش؛ مانند سهام طلایی.

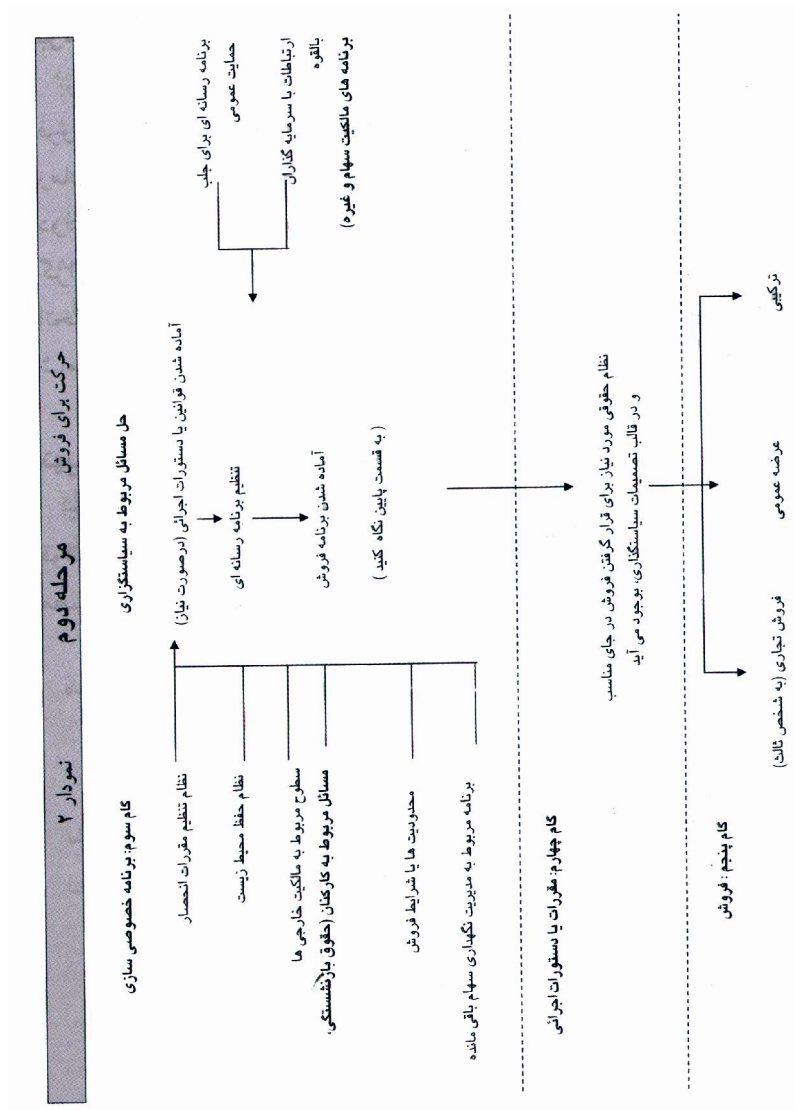
- برنامه دولت برای اداره سهام باقی مانده.

برنامه فروش

برنامه فروش باید مشخص کند که دولت و مشاوران مالی یا عوامل فروش، چگونه باید کار فروش را انجام دهند. این برنامه باید مراحل و زمان‌بندی فروش را مشخص کند و روش فروش، مسئولیت‌های مقام‌های دولتی و مشاوران آنها، تهیه اسناد و مدارک فروش (مانند اطلاعات، گزارش‌ها، بروشورها)، مسئولیت‌های قانونی و زمان‌بندی در ایجاد اتحادیه‌ها را (در صورتی که فروش از طریق عرضه عمومی انجام می‌شود) را شامل شود.

تهیه پیش‌نویس قوانین یا دستورات اجرایی

چنانچه برای خصوصی‌سازی نیاز به قانون‌گذاری باشد، پیش‌نویس قوانین باید در این مرحله تهیه شود. همچنین دستورات اجرایی یا مصوبه‌های مورد نیاز برای فروش شرکت دولتی نیز باید آماده شود.



گام چهارم: کسب تأییدیه

چنانچه به تأیید قانونی نیاز باشد، دولت باید آن را در این مرحله دریافت کند. پیش از آن که فروش آغاز شود قوانین مربوطه باید تصویب شوند. اگر به هنگام آمادگی شرکت برای فروش، قوانین لازم به تصویب نرسیده باشد، فرآیند فروش، بی دلیل دشوار خواهد شد. برای این که اطلاعات عینی در زمینه اهداف دولت و دلایل خصوصی سازی در اختیار نمایندگان مجلس قرار گیرد، نیاز به عملکرد رسانه ای است.

گام پنجم: فروش

مسائلی که در جریان فروش پدید می آیند، بسته به این که خصوصی سازی به صورت عرضه عمومی انجام شود، یا به صورت فروش تجاری، یا فروش به صورت مذاکره، یا فروش به صورت ترکیبی از این روش ها، متفاوت هستند. عرضه عمومی باید در صورتی انجام شود که شرکت به اندازه کافی بزرگ باشد و از کیفیت لازم برخوردار باشد تا فروش عمومی سهام را توجیه کند (علاوه بر این، بازاری که سهام در آن عرضه می شود، باید برای جذب آن مناسب باشد).

شرکت هایی که این ویژگی ها را نداشته باشند، به صورت تجاری و از طریق مزایده به فروش می روند. راه دیگر، فروش مذاکره ای به خریدار استراتژیک است. البته در این روش، دریافتی دولت بسیار

۵۲ خصوصی سازی مرحله به مرحله

کمتر از فروش در مزایده است. آخرین راه، فروش ترکیبی است، این روش به ویژه زمانی استفاده می شود که برای یک دسته سهام، نیاز به یک خریدار استراتژیک باشد.

فصل چهارم

روش‌های فروش و نگرانی‌های خاص

روش‌های فروش و نگرانی‌های خاص

خصوصی‌سازی مرحله به مرحله شامل عرضه عمومی، نوبت دوم عرضه عمومی، فروش تجاری (به شخص ثالث) و فروش ترکیبی است. افزون بر این، باید به شرایط خصوصی‌سازی، نقش سرمایه‌گذاران خارجی و مراحل واگذاری انحصارات طبیعی نیز توجه شود.

عرضه عمومی

عرضه عمومی سهام در بورس می‌تواند در مورد شرکت‌های دولتی بزرگ، سودده و نسبتاً معروف به کار رود. عرضه سهام، اغلب برای شرکت سرمایه‌اضافی فراهم می‌کند. از طریق اختصاص بخشی از سهام به سرمایه‌گذاران کوچک، می‌توان دولت را به هدف گسترش مالکیت سهام رساند. همچنین می‌توان سهام را با استفاده از گواهی سپرده آمریکایی (ADRs)^۱ یا گواهی سپرده جهانی (GDRs)^۲، هم در بازار داخلی و هم در بازارهای بین‌المللی به فروش گذاشت.

۱. American Depositary Receipts.

۲. Global Depositary Receipts.

به طور معمول، سهام با یک قیمت ثابت به سرمایه گذاران نهادی^۱ و جزء، ارائه می شود. در بیشتر موارد این سهام به وسیله کارگزاران بورس فروخته می شود. دولت بر کارگزاران نظارت می کند. افشاء اطلاعات و تبلیغات در عرضه عمومی سهام، موجب شفافیت این امر می شود، در صورتی که حجم فروش، هزینه های ایجاد شده را توجیه کند، استفاده از این روش مناسب خواهد بود.

تغییرات این شکل از واگذاری، مربوط به تعیین قیمت پیشنهادی برای فروش است که می تواند به صورت پیشنهاد یک قیمت ثابت، پیشنهاد قیمت مزایده ای، یا هر دو باشد؛ مانند انگلستان، که به هنگام فروش سهام بریتیش تله کام، برای اولین بار از ترتیبات قیمت گذاری داخلی و بین المللی استفاده کرد (کادر ۴) و در جریان این امر سهام با قیمت ثابت به سرمایه گذاران جزء داخلی فروخته شد. اما برای فروش به سرمایه گذاران خارجی و سرمایه گذاران داخلی نهادی از مزایده استفاده شد.

برنامه دیگر برای کمک به سرمایه گذاران جزء، ارائه انواع تشویق- هاست. فرانسه و انگلستان برای تشویق این دسته از سرمایه گذاران پاداش هایی ترتیب داده اند. به هر سرمایه گذار، به ازای خرید هر ده سهم و نگهداری آن به مدت سه سال، یک سهم مجانی داده شده است. در سایر برنامه ها، قیمت سهام به صورت قسطی دریافت می- شود تا مشارکت سرمایه گذاران جزء نیز ممکن شود.

۱. institutional Investors.

اگر بازار داخلی نتواند همه سهام را به سرعت جذب کند، دولت باید سهام را در چند مرحله توزیع کند. در کانادا، دولت به منظور ایجاد بازار مناسب برای سهام، در مرحله اول به شرکت‌های دولتی اجازه می‌دهد تا با سهام جدید وارد بازار شوند. دولت سپس سهام باقی‌مانده را مدتی بعد عرضه می‌کند.

تغییر دیگر مربوط به رفتار سرمایه‌گذاران خرد نسبت به سرمایه‌گذاران نهادی است. در فرانسه و انگلستان در برخی عرضه‌ها از روش **Claw back** استفاده شده است، که تعداد سهام اختصاص داده شده به سرمایه‌گذاران جزء را (به هزینه سرمایه‌گذاران نهادی)، در شرایطی که تقاضا زیاد باشد، افزایش می‌دهد. در فرانسه سرمایه‌گذاران جزء اغلب دارای اولویت هستند و به ازای سهامی که بیش از چهار سال حفظ کنند، از ۲۰ درصد تخفیف برخوردار می‌شوند. در سایر کشورها، نظیر سری‌لانکا، درصد ثابتی از عرضه عمومی سهام به سرمایه‌گذاران جزء تعلق می‌گیرد.

موفقیت انتشار سهام و قیمت آن، تا حدی بستگی به حجم سهام عرضه شده و برآورد ارزش سرمایه در بازار کشوری دارد که سهام در آن به فروش می‌رسد.

نقایص بازار سرمایه، ارزش جاری اندک و عواملی همچون ریسک سیاسی، می‌توند ارزش دارایی‌ها را به پایین‌تر از سطح تعیین شده توسط شیوه‌های استاندارد قیمت‌گذاری، تقلیل دهد. اقداماتی که برای افزایش مالکیت سهام صورت می‌گیرد - شامل مدنظر قرار دادن

گروه‌ها مختلف سرمایه‌گذاران، فروش در بازارهای داخلی و خارجی و عرضه سهام در واحدهای کوچکتر (به طوری که افراد بیشتری از عهده خرید آن برآیند) - می‌تواند ارزش جاری را افزایش دهد و فروش سهام به قیمت مناسب را تضمین کند. همچنین دولت‌ها باید درباره تمایل به تضمین انتشار سهام دولتی جدید تصمیم بگیرند. در این حالت، خطر فروش، توسط عاملان دولتی جدید تقبل می‌شود. اگر فروش تضمین شده، برای دولت پرهزینه است اما در عوض از ریسک و خطر کمتری برخوردار است.

مشاوران مالی، عاملان فروش

دولت‌ها باید برای پذیره‌نویسی یا تعهد خرید (در صورت لزوم) و فروش سهام، به استخدام مشاوران مالی و عاملان فروش (کارگزاران اوراق بهادار) بپردازند. کارگزار ارشد، کارگزاران عضو اتحادیه را در مرحله فروش هدایت می‌کند. چنانچه بخش مهمی از انتشار سهام، خارجی باشد، دولت باید کارگزاران خارجی استخدام کند تا در هدایت انتشار سهام (یا حداقل بخش خارجی آن) با کارگزاران داخلی همکاری کند.

کارگزاران باید به صورت رقابتی انتخاب شوند تا به این ترتیب توانایی‌های مختلف شرکت‌های رقابتی ارزیابی شوند.

افزایش سرمایه

در صورت افزایش سرمایه، شرکت دولتی به انجام فروش تمایل نشان می‌دهد. در این حالت دولت به مشاوران مالی - که بهتر است در هیچ یک از قسمت‌های فروش شرکت نداشته باشند - نیاز دارد با این حال، خصوصی‌سازی ممکن است به صورت فروش سهام دولتی، یا انتشار سهام یک شرکت باشد. در این گونه موارد، دولت و شرکت هر دو به مشاوران مالی نیاز دارند و عوامل فروش برای دولت کار می‌کنند.

مراحل مربوط به عرضه عمومی سهام

مسئولان واگذاری شرکت، از طریق عرضه عمومی سهام باید مراحل زیر را در نظر داشته باشند. (نمودار ۳).

• انتخاب عوامل فروش (کارگزاران یا متعهدان به خرید)^۱، کارگزاران ارشد و اعضای اتحادیه.

• تهیه آگهی پذیرهنویسی که توسط مشاوران مالی یا عوامل فروش با همکاری مدیران شرکت دولتی و مقامات مسئول دولتی انجام می‌شود. در این آگهی‌ها باید به سیاست تقسیم سود سهام، مسائل زیست محیطی، نظارت، مشارکت کارکنان و مدیران در انتشار سهام، اداره سهام دولتی باقیمانده و هدف دولت از خصوصی‌سازی شرکت توجه شود.

• انتخاب سهام و اسناد مربوط به آن مانند سهام عادی یا ممتاز،

۱. Brokers or Underwriters.

۶۰ خصوصی سازی مرحله به مرحله

رسیدهای اقساطی، اوراق قرضه قابل تبدیل، حواله جات، سهام ممتاز قابل تبدیل و...

- حل مسائل مربوط به سیاست گذاری.
- ایجاد ستاد فروش دولتی.
- ایجاد تبلیغات خیابانی در محل عبور مسئولان و عوامل فروش به سمت بازارهای معتبر اوراق بهادار (نیویورک، لندن، زوریخ، توکیو)، برای نمایش شرکت و انتشار سهام آن.
- تعیین دوره عضویت (و ایجاد دفاتر).
- تعیین روش قیمت گذاری (جزء و نهادی) و توزیع (داخلی و خارجی)، با تأیید دولت.
- ختم فرآیند، پرداخت و تحویل سهام. تجزیه موفق آرژانتین در عرضه عمومی سهام یک شرکت نفتی دولتی در کادر ۵ شرح داده شده است.

آگهی، اسناد سهام و زمان بندی

دولت باید در مسائلی نظیر، آگهی ها و مندرجات آنها و نیز دریافت کمک از ناحیه شرکت هایی که می خواهند خصوصی شوند با کارگزار ارشد همکاری نزدیکی داشته باشد. از جمله مسائل مهم در موفقیت انتشار سهام، انتخاب سند سهم (معمولاً سهام عادی) و زمان بندی فروش و پرداخت است. برای مثال، رسیدهای قطعی می تواند، مبلغ پرداختی را در طول زمان پخش نماید.

مدیریت و مشارکت کارکنان

عرضه عمومی سهام، برای مدیران و کارکنان شرکت این فرصت را فراهم می‌کند که سهام شرکتشان را خریداری نمایند. می‌توان در قالب برنامه مالکیت سهام توسط کارکنان، سهام‌هایی را به کارکنان اختصاص داد. تحلیل‌های اخیر در خصوص انتشار سهام جدید در اروپا بیانگر این است که این نوع برنامه‌ها ۳۵ درصد سهام فروخته شده در عرضه عمومی اولیه سهام را به خود اختصاص داده‌اند.

کادر ۴

خصوصی‌سازی بریتیش تله‌کام و بریتیش گاز

انگلستان در سال ۱۹۷۹، موج جهانی خصوصی‌سازی را آغاز کرد. از آن زمان تاکنون، این کشور تعداد انبوهی از دارایی‌های دولتی را با ارزش بیش از ۱۰۰ میلیارد دلار، خصوصی کرده است.

خصوصی‌سازی بریتیش تله‌کام

خصوصی‌سازی بریتیش تله‌کام، که اولین مرحله واگذاری شرکت‌های خدمات عمومی در انگلستان بود، با به حداکثر رساندن عواید فروش و ایجاد مالکیت سهام به صورت گسترده، یکی از موفق‌ترین نمونه‌های جهانی خصوصی‌سازی است. مشارکت کارکنان نیز در این امر چشمگیر بود.

دولت انگلستان در سال ۱۹۷۹، برنامه حذف نظارت دولتی در صنعت ارتباطات را اعلام کرد، و در سال ۱۹۸۱، قانونی تصویب کرد که به موجب آن بریتیش تله کام از اداره پست همگانی^۱ جدا شد. در فاصله سال ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۴، در بریتیش تله کام نیروی انسانی تعدیل شد، نسبت بدهی به دارایی خالص بهبود یافت و ارائه خدمات به سطح بالاتری رسید.

دولت در سال ۱۹۸۴ بریتیش تله کام را به یک شرکت دولتی با مسئولیت محدود تبدیل کرد و ۵۱ درصد سهام آن را در نوبت اول عرضه عمومی سهام^۲ به فروش رساند. ۴/۸ میلیارد دلار سهام منتشر شده، در داخل و خارج عرضه شد که تقریباً یک نهم میزان تقاضا بود. ۱۰ درصد سهام عرضه شده (۳۰۱ میلیون) برای کارکنان و مستمری بگیران نگه داشته شد. دولت به ۲۰۰۰ سرمایه-گذار نهادی اجازه داد تا به همراه عموم مردم ۲/۶ میلیارد سهم را با حق اولویت دریافت کنند. ۴۱۵ میلیون سهم باقیمانده به خریداران کاندایی، ژاپنی و آمریکایی اختصاص داده شد. در نهایت، ۴۷ درصد سهام به سرمایه گذاران نهادی سوئیسی و انگلیسی، ۱۴ درصد به سرمایه گذاران کانادایی، ژاپنی و آمریکایی، ۵ درصد به

-
1. General Post Office
 2. Initial Public Offering

کارکنان و مستمری‌بگیران بریتیش تله‌کام و باقیمانده سهام به بیش از دو میلیون سرمایه‌گذار انگلیسی تعلق گرفت.

انتشار سهام، ۲/۲ میلیون سهام‌دار جدید پدید آورد. بریتیش تله‌کام پیش از واگذاری به بخش خصوصی ۲۵۰۰۰۰ مراجعه‌کننده داشت که در انتظار دریافت خط تلفن بودند. اکنون این شرکت در عرض دو روز، خطوط تلفن را وصل می‌کند. دولت همچنان بر عملکرد این شرکت نظارت دارد و دارای یک سهم طلایی است.

خصوصی‌سازی بریتیش گاز

خصوصی‌سازی بریتیش گاز، دومین مورد واگذاری از شرکت‌های خدمات عمومی در انگلستان بود. دولت در این برنامه همان الگوی استفاده شده در خصوصی‌سازی بریتیش تله‌کام را به کار برد.

در ۱۹۸۵ تمایل خود را به خصوصی‌سازی این شرکت اعلام کرد و در ۱۹۸۶ قوانین لازم برای آن به تصویب رسید. در کابینه تصمیم گرفته شد که بریتیش گاز در چند مرحله فروخته شود و آغاز این امر، عرضه ۵۱ درصد، از سهام آن باشد. اما سرانجام تصمیم به ارائه کل سهام، در یک مرحله گرفته شد. دولت ابتدا اولویت را به افراد انگلیسی، سپس به شرکت‌های انگلیسی و در

نهایت به سرمایه‌گذاران خارجی داد. در نوامبر ۱۹۸۶، دولت ۴ میلیارد سهم عادی عرضه کرد که ۹۷ درصد از سرمایه سهم عادی شرکت بود. همچنین ۱۲۵ میلیون سهم را برای خود نگه داشت تا کنترل مسائل مربوط به سهام جایزه، کارکنان و مستمری بگیران را در اختیار داشته باشد. ۱/۶ میلیارد از مجموع سهام، به سرمایه‌گذاران نهادی انگلیسی، ۱/۶ میلیارد به مردم عادی (شامل کارکنان، مستمری بگیران و مراجعه‌کنندگان به بریتیش گاز) و ۸۰۰ میلیون به خریداران بین‌المللی واگذار شد. از آنجا که این عرضه یک چهارم میزان تقاضا بود، دولت به نفع سرمایه‌گذاران شخصی، از اختصاص سهام به سرمایه‌گذاران نهادی داخلی و خارجی خودداری کرد. در پایان، ۶۲ درصد سهام در اختیار مردم انگلستان، ۲۳ درصد در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی و ۱۱ درصد در اختیار سرمایه‌گذاران خارجی قرار گرفت و ۴ درصد باقیمانده نیز برای خود دولت نگه داشته شد. درآمد تعدیل شده حاصل از این فروش معادل ۸/۶ میلیارد دلار بود. در ماه مه سال ۱۹۷۷، سهام بریتیش گاز با اضافه بهایی معادل ۱۳۸ درصد بهای آن در نوبت اول عرضه عمومی، خرید و فروش می‌شد. با وجود این که دولت به اهداف مالی خود رسید، کارایی کوتاه

مدت را افزایش داد و موجب گسترش مالکیت سهام شد. برخی منتقدان استدلال کرده‌اند که بریتیش گاز، به عنوان یک انحصار کامل به بخش خصوصی فروخته شد و اُف گاز^۱، مؤسسه ناظر، در امر نظارت دقت کافی نداشت. بنابراین، برخی معتقدند که بازدهی بریتیش گاز و کیفیت خدمات آن کمتر از حد مطلوب بوده است. با توجه به حالت خاص این واگذاری، اولویت نداشتن رقابت در این مورد، باعث تعجب نیست.

منبع: موضوعات مختلف بین‌المللی خصوصی سازی
مجله پول اروپا، شماره‌های مختلف^۱

سهام باقیمانده

اگر در پایان فرآیند عرضه عمومی سهام، دولت مقداری از سهامش به فروش نرود و باقی بماند، بازار می‌خواهد بداند که دولت چه برنامه‌ای برای مدیریت سهام باقی مانده دارد و نیز می‌خواهد بداند که چه موقع و چگونه دولت قصد واگذاری سهام باقیمانده را دارد. دولت باید این مسأله را از طرق آگهی به اطلاع عموم برساند. برای مثال دولت ممکن است تصمیم بگیرد که بقیه سهام خودش به عنوان سرمایه‌گذاری نگه دارد البته با این شرط که از حق رأی ناشی از داشتن این سهام استفاده ننماید.

۱. Ofgas

قیمت گذاری و توزیع

قیمت گذاری و توزیع دو مورد از دشوارترین موارد در مدیریت انتشار سهام است. دولت مایل است قیمت را به حداکثر برساند و کارگزاران می خواهند قیمت را کاهش دهند تا فروش سهام ساده تر انجام شود. افزون بر این، دولت به دلایل سیاسی، مایل به توزیع گسترده سهام میان سرمایه گذاران جزء است اما کارگزاران، فروش سهام به سرمایه گذاران نهادی را مفیدتر می دانند. دولت و کارگزاران باید در ابتدای جریان فروش، درباره روش قیمت گذاری به توافق برسند. از آنجا که قیمت گذاری به طور معمول در اواخر مرحله فروش انجام می شود - پس از تشکیل دفاتر یا پس از تکمیل سایر مراحل فروش و هنگام آغاز فروش سهام - مسئولان امر باید قادر باشند به سرعت واکنش نشان دهند و تأیید مقامات ارشد را کسب کنند. همچنین مشاوران مالی یا عوامل فروش باید بتوانند هزینه های تغییرات ساختار فروش را در اختیار دولت قرار دهند (در صورتی که دولت بخواهد تعداد سهام سرمایه گذاران خود را افزایش دهد یا سهام بیشتری در داخل کشور بفروشد).

نوبت دوم فروش سهام^۱

جریان فروش در نوبت دوم - عرضه عمومی سهامی که پیشتر در بازارهای داخلی یا خارجی معامله شده است - ساده تر از عرضه

۱. Secondary Stock Sale

اولیه سهام است اما در برخی مراحل، به آن شباهت دارد. تعیین قیمت سهام در این حالت ساده‌تر است زیرا پیش از این مورد معامله قرار گرفته است و قیمت بازار برای آن تعیین شده است. کارگزاران، سهم را به افراد و سرمایه‌گذاران نهادی، به همان ترتیبی می‌فروشند که در نوبت اول عرضه فروخته بودند.

مسئولان نوبت دوم فروش سهام باید به این مراحل توجه کنند (نمودار ۳):

- تهیه آگهی، هر چند آگهی‌ها در این مرحله ساده‌تر و کوتاه‌تر از آگهی‌های مرحله اول هستند. دولت و شرکت دولتی سابق، باید با بهره‌گیری از مشاوران مالی و عوامل فروش، در تهیه آنها کمک کنند.
- تهیه آگهی‌های خیابانی.

- ایجاد دفاتر.

- تعیین قیمت سهام، در این مرحله به طور معمول برای فروش سهام، تخفیفی نسبت به قیمت بازار در نظر گرفته می‌شود.

زمانی که دولت قیمت را تأیید کرد، کارگزاران سهام را می‌فروشند و معامله به پایان می‌رسد. گاهی می‌توان سهام را مستقیماً در بازار فروخت، و مبالغ اندکی را در طول زمان مشخص آزاد کرد. اما این جریان فاقد شفافیت است و می‌تواند قیمت سهام را کاهش دهد.

فروش تجاری (به شخص ثالث)

دو نوع فروش تجاری برای واگذاری شرکت وجود دارد: مزایده

و فروش مذاکره‌ای (نمودار ۴).

مزایده

فروش از طریق مزایده، شفاف‌تر و رایج‌تر از فروش مذاکره‌ای است. ابتدا مشاوران مالی یا عوامل فروش، که با مدیران شرکت دولتی کار می‌کنند، گزارشی تهیه می‌کنند که حاوی اطلاعات کلی برای سرمایه‌گذاران بالقوه است. این گزارش برای افراد و گروه‌هایی فرستاده می‌شود که علاقمند به سرمایه‌گذاری هستند. در بیشتر موارد، مشاوران مالی یا عوامل فروش فهرستی از سرمایه‌گذاران بالقوه تهیه می‌کنند و پیش از به کارگیری این فهرست، درباره آن با دولت به بحث می‌پردازند.

سپس خریداران، تمایل خود را به خرید اعلام می‌کنند اما تعهدی برای آن نمی‌دهند. بر اساس این اعلام تمایل‌ها و با بررسی ظرفیت مالی پیشنهاد دهندگان، فهرست کوتاهی از خریداران بالقوه تهیه می‌شود. این پیشنهاد دهندگان وارد مرحله دوم جریان فروش می‌شوند.

در مرحله دوم، دولت با پیشنهاد دهندگان موجود در فهرست کوتاه دوم، قراردادهای محرمانه‌ای امضاء می‌کند، اطلاعات مفصلی از شرکت دولتی در اختیار آنها قرار می‌دهد و به آنها امکان می‌دهد به مدیران شرکت دسترسی داشته باشند. پیش نویس قرارداد فروش نیز در اختیار پیشنهاد دهندگان قرار می‌گیرد. در این مرحله، پیشنهاد دهندگانی که مایل به ادامه کار هستند موظفند تعهد خرید را

به عهده بگیرند و پیش پرداخت نیز ارائه کنند. در نهایت، دولت و مشاوران، بهترین پیشنهاد را انتخاب می‌کنند و بحث فروش با پرداخت قیمت سهام (در موارد خاص، دارائی‌ها) شرکت دولتی به پایان می‌رسد.

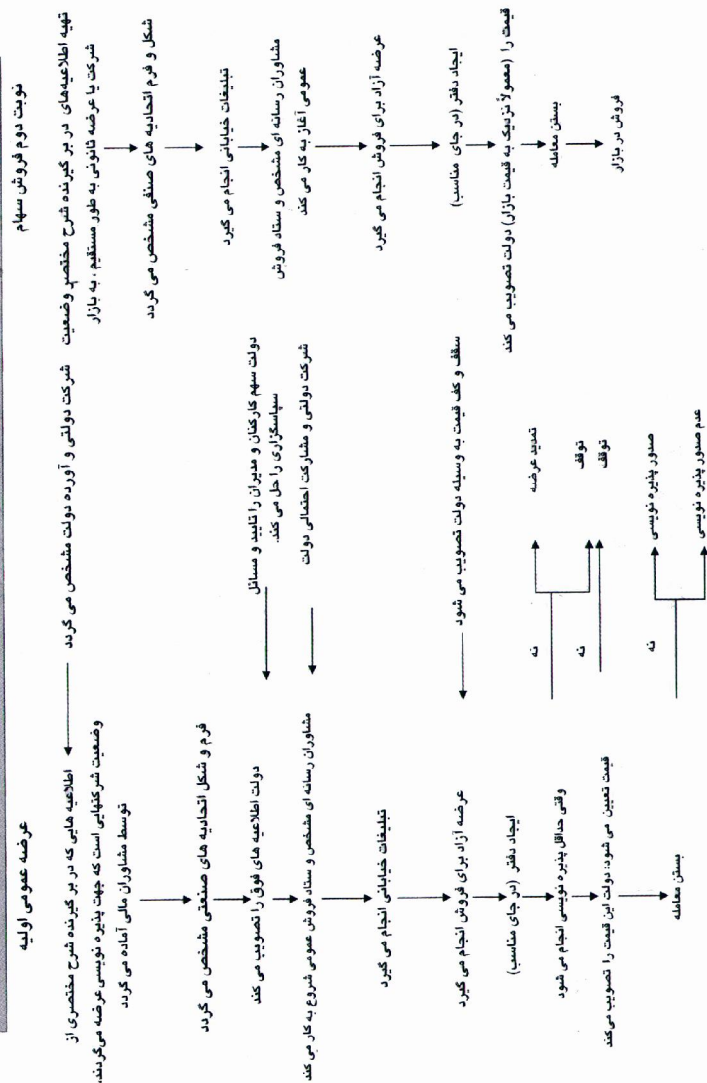
روش فروش از طریق مزایده، برای رفع نگرانی‌های دولت درباره خریداران دارایی‌های خصوصی شده شکل گرفته است. دولت‌ها از مفت‌خرها خسته هستند و نگران این هستند که مالکان جدید تعداد زیادی از کارکنان شرکت را اخراج کنند. بنابراین، دولت‌ها به دنبال خریدارانی هستند که منابع کافی برای سرمایه‌گذاری در شرکت داشته باشند، موجب انتقال دانش و کاردانی جدید شوند و استخدام کارکنان را افزایش دهند.

برای رسیدن به این اهداف، برخی دولت‌ها از فرآیند مزایده‌های دو مرحله‌ای استفاده می‌کنند. مزایده فنی و مزایده مالی. چنانچه مزایده فنی عوامل مورد نیاز مزایده را برآورده نکند، ارزیابی مزایده مالی ممکن نخواهد بود. مزایده فنی، پیشنهاددهندگان را ملزم می‌کند که به مدت پنج سال در شرکت سرمایه‌گذاری کنند و برنامه‌ای را برای نیروی کار دارند مشخص کنند. اگر مزایده فنی رضایت‌بخش باشد، میانگین وزنی قیمت‌های پیشنهادی مزایده‌های فنی و مالی هر یک از شرکت‌کنندگان باقیمانده در مزایده محاسبه می‌شود تا قیمت برنده تعیین شود.

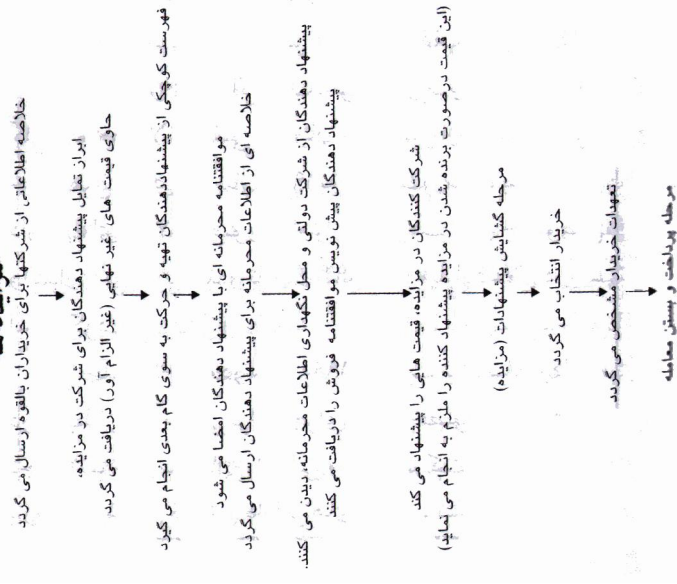
بازار شناور

فرآیند مرحله به مرحله

نمودار ۳



مزایده ها



موافقتنامه محرمانه با خریدار امضا می شود

خلاصه ای از اطلاعات محرمانه برای پیشنهاد دهندگان ارسال می گردد

تعهدات خریدار مشخص می گردد

قیمت و شرایط مذاکره معلوم می گردد

قیمت و شرایط، مورد موافقت قرار گرفته و به وسیله دولت تصویب می شود

مشخص شدن تعهدات خریدار نهایی و هر گونه ضمانت

مرحله پرداخت و بستن معامله

کادر ۵

عرضه عمومی سهام شرکت نفت در آرژانتین

دولت آرژانتین در اوایل قرن حاضر، شرکت تولید کننده نفت YPF^۱ را تأسیس کرد. در سال ۱۹۹۱، YPF بزرگترین شرکت آرژانتینی بود که در سال بیش از ۴ میلیارد دلار فروش داشت و ۱۳ درصد از کل نیروی کار کشور را در استخدام داشت. تا سال ۱۹۸۹، YPF صاحب یک انحصار تقریباً کامل در صنعت نفت بود. دولت تصمیم گرفت YPF را خصوصی کند تا به یک تولید کننده نفت و گاز طبیعی رقابتی و پربازده تبدیل شود.

از سال ۱۹۸۹ تا ۱۹۹۱، دولت رقابت در صنعت هیدروکربن را مطرح کرد، نظارت بر آن را متوقف کرد و کلیه محدودیت‌ها را برای اکتشاف، توسعه و فروش نفت خام، گاز و محصولات نفتی از میان برد. پس از این که قانون خصوصی سازی در سال ۱۹۹۲ به تصویب رسید، بسیاری از دارایی‌های YPF، به صورت امتیاز به شرکت‌های خصوصی واگذار یا فروخته شد و تا سال ۱۹۹۴، ۱/۴ میلیارد دلار درآمد ایجاد کرد. مدیر جدید YPF که در سال ۱۹۹۰ منصوب شد.

۱. Yacimientos Petroliferos Fiscales

برای رقابت در محیط آزاد و آمادگی برای اجرای برنامه خصوصی‌سازی، به تجدید ساختار سازمانی، انسانی و مالی شرکت پرداخت. این بازسازی شامل فروش دارایی‌های فرعی، تشکیل دو واحد تجاری استراتژیک (برای فعالیت‌های بالادستی و پایین‌دستی نفت) و برنامه‌ای برای کاهش هزینه‌ها بود که تعداد کارکنان را از ۵۱۰۰۰ نفر در سال ۱۹۹۰، به ۸۰۰۰ نفر در سال ۱۹۹۳ رساند، بازسازی مالی، شامل پاکسازی ترازنامه YPF حذف زیان انباشته به صورتی که دولت بدهی‌های شرکت را بر عهده گیرد، بود. به منظور جذاب‌تر شدن سهام شرکت YPF به سهامداران سود ویژه پرداخت. ارزش‌گذاری و بازاریابی دارایی‌های شرکت نیز پیش از فروش انجام گرفت. قیمت ۱۹ دلار برای هر سهم در نوبت اول عرضه عمومی، بر اساس میزان عرضه و تقاضا، داده‌های عملیاتی و قیمت بازار سهام شرکت‌های خارجی با دارایی‌ها و فعالیت‌های مشابه، توسط وزارت اقتصاد و مدیران YPF تعیین شد. بازاریابی فعالیت‌ها و دارایی‌های YPF به صورت تبلیغاتی مانند مجموعه‌ای از سخنرانی‌ها و تبلیغات خیابانی به مدت ۴ هفته، در ۲۹ مرکز مالی جهان بود. این تبلیغات، اعتماد بازار سرمایه آرژانتین را جلب کرد و سرمایه‌گذاران نهادی بین‌المللی

را به سرمایه گذاری در آرژانتین تشویق کرد. حتی سرمایه گذاران جزء شکاک آرژانتینی هم از این تبلیغات مناسب و سهام جایزه برای حفظ سرمایه اصلی به مدت دو سال، متأثر شدند.

عرضه جهانی و چند مرحله ای سهام YPF که در ژوئیه ۱۹۹۳ به پایان رسید، گسترده ترین برنامه خصوصی سازی انجام شده در آمریکای لاتین، تا آن تاریخ بود. درآمد نقدی این جریان به بیش از ۳ میلیارد دلار رسید. از ۱۶۰ میلیون سهم فروخته شده ۴۰ میلیون در آرژانتین، ۷۴ میلیون در ایالات متحده و ۴۶ میلیون در بقیه نقاط جهان به فروش رسید.

ساختار نوبت اول عرضه عمومی به شدت تأثیرگذار بود. به دلیل عرضه کمتر از تقاضا، دولت مجبور به افزایش حجم انتشار تا ۱۶۰ میلیون سهم بیش از ۱۱۰ میلیون سهم اولیه شد. در مدت سه ماه سهام YPF به بهای ۲۷ دلار، ۵۰ درصد بیش از تمایل اولیه سرمایه گذاران، به فروش رسید.

خصوصی سازی YPF، ۵/۱ میلیارد دلار پول نقد ایجاد کرد و ۱۳/۵ میلیون دلار هزینه دربرداشت. سرمایه گذاری های مشترک و فروش شرکت فعال در فعالیت های بالادستی نفت، ۱/۸ میلیارد دلار و فروش مستقیم

شرکت‌های فعال در فعالیتهای پایین دستی استراتژیک، ۲۷۲ میلیون دلار ایجاد کرد. YPF جدید در سال ۱۹۹۳، ۱۰۹ میلیون دلار و در سال ۱۹۹۴، ۹۹ میلیون دلار مالیات پرداخت. سود سهام از ۲۳۹ میلیون دلار در سال ۱۹۹۲ به ۵۸۷ میلیون دلار در ۱۹۹۴ رسید. سوددهی بیش از دو برابر شد و بهره‌وری توسعه یافت.

منبع: موضوعات مختلف بین‌المللی
خصوصی‌سازی، شماره‌های مختلف، بانک جهانی.

در جهان بسیاری از خریداران شرکت‌های خصوصی شده در انجام تعهدات قرارداد ناموفق بوده‌اند. هنگامی که چنین اتفاقی می‌افتد، راه‌های موجود برای دولت محدود است. بهتر است خریداران بر اساس حسن شهرت و به دقت انتخاب شوند و پیش از آغاز مزایده نهایی، صلاحیت فنی آنها بررسی شود. اگر شرکت‌ها دارای شرایط اولیه لازم باشند، قضاوت نهایی تنها بر اساس قیمت پیشنهادی صورت می‌گیرد.

فروش مذاکره‌ای

فروش مذاکره‌ای شکل متفاوتی با فروش از طریق مزایده دارد (نمودار ۴). زمانی که دولت خریدار را انتخاب می‌کند درباره قراردادی که هم برای خریدار جذاب باشد و هم از منافع دولت

حفاظت کند با او مذاکره می کند. روش فروش مذاکره ای زمانی استفاده می شود که تنها یک خریدار وجود داشته باشد و یا یکی از خریداران از نظر دولت برتری قابل توجهی نسبت به بقیه داشته باشد. اما در این حالت فروش به بالاترین قیمت، دشوار است و شفافیت مسائل کمتر از فروش از طریق مزایده است (کادر ۶).

فروش ترکیبی: ترکیب فروش تجاری و عرضه عمومی

در روش فروش ترکیبی برای انتقال سهام دولتی به بخش خصوصی، دو یا سه روش فروش، با هم ترکیب می شوند. این شکل از فروش، به انواع سرمایه گذاران مختلف فرصت می دهد تا در اجرای برنامه خصوصی سازی شرکت کنند.

به طور معمول اگر شرکت به یک سرمایه گذار استراتژیک فروخته شود که برای شرکت خصوصی شده، سرمایه، دانش و روابط بازاری فراهم آورد، فروش تجاری انجام می شود. بسته به اهداف دولت و درخواست سرمایه گذاران، میزان کنترل بر فروش می تواند از فوق اکثریت (۶۶ درصد آرا)، تا اکثریت مطلق (۵۱ درصد آرا)، یا اکثریت نسبی (سرمایه گذار استراتژیک، با ۳۵ درصد سهام، سهامدار اصلی می شود) متغیر باشد.

نوبت اول عرضه عمومی اغلب برای این است که به عموم مردم و سرمایه گذاران نهادی بین المللی یا داخلی، فرصت داده شود تا در برنامه خصوصی سازی شرکت کنند. بسته به ظرفیت جذب بازارهای داخلی و بین المللی در زمان عرضه، می توان سهامی را که در بورس

نگاه داشته می‌شود، در چند مرحله به فروش رسانند. علاوه بر این، در بازارهای توسعه یافته، قیمت سهام عرضه شده به سرمایه‌گذاران جزء، اغلب کمی پایین‌تر از قیمت پیشنهاد شده به سرمایه‌گذاران نهادی است که آن نیز از قیمت پرداخت شده توسط سرمایه‌گذار استراتژیک، کمتر است.

فروش مذاکره‌ای، برای انتقال سهام به کارکنان شرکت خصوصی شده نیز استفاده می‌شود. این افراد شامل بازنشستگان و کارکنان سابق شرکت نیز می‌شوند. به این شرط که حداقل پنج سال پی در پی در آن شرکت کار کرده باشند. در مرحله اول عرضه عمومی، سهام حفظ شده برای کارکنان، اغلب با تخفیف فروخته می‌شود. به این شرط که مرحله دوم عرضه سهام، ۱۸ ماه تا سه سال بعد انجام شود.

این سه روش فروش را می‌توان به گونه‌های متفاوت با هم ترکیب کرد. با این حال، تجربه جهانی نشان می‌دهد که بهترین شکل فروش این است که ابتدا فروش تجاری به سرمایه‌گذار استراتژیک و سپس نوبت اول عرضه عمومی سهام یا فروش مذاکره‌ای به کارکنان انجام شود. در واقع، چنانچه ابتدا نوبت اول عرضه عمومی انجام شود، ارزش بازاری سهام در مرحله دوم بالاتر از قیمتی خواهد شد که سرمایه‌گذاران استراتژیک مایل به پرداخت آن هستند. بدتر از آن سرمایه‌گذار استراتژیک ممکن است مایل به پرداخت قیمتی که در نوبت اول، سهام بر اساس آن به سرمایه‌گذاران خرد فروخته شده است نباشد. از نظر سیاسی برای شرکت دشوار است که سهم کنترل-

کننده‌ای را به بهایی پایین‌تر از بهای عرضه شده به عموم مردم، بفروشد. با توجه به این مسأله، سرمایه‌گذار استراتژیک ممکن است از این موقعیت برای کسب امتیازاتی استفاده کند که در موقعیت دیگر، دولت هرگز آنها را نمی‌پذیرفت.

کادر ۶

فروش کارخانه خودروسازی اشکودا

به یک خریدار استراتژیک

تا سال ۱۹۹۰، صنعت خودروسازی چکسلواکی غیر رقابتی و در همراهی با توسعه تکنولوژیک صنعت جهانی خودرو ناتوان بود. یک شرکت دولتی به نام اشکودا، پاسخگوی تولید کل ۲۰۰۰۰۰ خودروی این کشور در سال بود. اما در سال ۱۹۹۰، اشکودا با فولکس واگن به توافقی رسید که به موجب آن فولکس واگن به تدریج مالکیت اشکودا را در دست گرفت.

قیمت پیشنهادی فولکس واگن و برنامه سرمایه‌گذاری ده ساله برای اشکودا در مجموع به ۶/۵ میلیارد دلار رسید.

فولکس واگن در ابتدا ۵۰۰ میلیون مارک برای ۳۱ درصد اشکودا پیشنهاد کرد که پس از دو تزریق سرمایه جداگانه ۳۵۰ میلیون مارکی در سال‌های ۱۹۹۳ و ۱۹۹۵،

به ۷۰ درصد افزایش یافت. فولکس واگن همچنین موافقت کرد ۲۰۰ میلیون مارک به دولت چکسلواکی بپردازد. در نهایت فولکس واگن متعهد شد که ظرفیت تولید سالانه اشکودا را از ۲۰۰۰۰۰ خودرو به ۴۵۰۰۰۰ خودرو برساند و اشکودا را جداگانه، به عنوان یکی از اعضای خانواده خودروسازی فولکس واگن اداره کند. در عوض، دولت نیز قبول کرد که سهام این شرکت را به عنوان یک سرمایه‌گذار اداره کند و در مدیریت شرکت دخالتی نداشته باشد.

در سال ۱۹۹۳، فولکس واگن به منظور کاهش هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری در آلمان و کشورهای خارجی، برنامه سرمایه‌گذاری در اشکودا را مورد بازنگری قرار داد به این ترتیب، سرمایه‌گذاری برنامه‌ریزی شده تا پایان دهه، از ۸/۲ میلیارد مارک به ۳/۷ میلیارد مارک، یعنی کمتر از نصف رسید. افزایش برنامه‌ریزی شده تولید نیز از ۴۵۰۰۰۰ خودرو به ۳۰۰۰۰۰ خودرو کاهش یافت. پس از مذاکرات طولانی، دولت با این تغییرات موافقت کرد و در سال ۱۹۹۴، فولکس واگن اجازه داد سهام این شرکت در اشکودا را به ۶۰ درصد افزایش دهد. یک سال بعد فولکس واگن سهم خود را به ۷۰ درصد رساند. ۳۰ درصد سهام باقیمانده دولت، در

نهایت به صورت سهام بدون حق رأی، از طریق برنامه کوپنی و در نوبت اول یک عرضه عمومی به فروش رسید.

تجربه اشکودا، درس مهمی از فروش شرکت های دولتی به سرمایه گذاران استراتژیک است. تغییر شرایط کاری به این معنی است که دولت نباید از خریداران هر چند خوش نام، انتظار داشته باشد که به تمام تعهدات خود در زمینه بازسازی و سرمایه گذاری عمل کنند؛ به ویژه اگر قرار باشد این خریداران برای مدت طولانی به کار پردازند. بنابراین، دولت ها نباید خود را برای مذاکره دوباره به صورت جدی اما واقع گرایانه، آماده کنند.

منبع: راج.ام.دسای، سازماندهی بازارها، پایان نامه دکتری دانشگاه هاروارد، ۱۹۹۶.

فروش ترکیبی، به خصوص برای کشورهای در حال توسعه با سیستم مدیریت تجاری نوپا مفید است (کادر ۷). در حقیقت، فروش تجاری به سرمایه گذاران استراتژیک، آینده شرکت خصوصی شده را، با تحکیم مدیریت آن به وسیله انتقال سیستم تجاری استفاده شده توسط یک مجری بین المللی به این شرکت، تضمین می کند. در صورتی که در داخل، نسبت به خریداران خارجی، حساسیت وجود داشته باشد، برخی دولت ها، کنسرسیومی از

خریداران داخلی و خارجی تشکیل می‌دهند (مانند برنامه خصوصی‌سازی مخابرات آرژانتین و مکزیک). اگر مجری خارجی، تنها کنترل نسبی شرکت را در دست گیرد، سهام اصلی را می‌توان به صورت مشترک، به سرمایه‌گذاران نهادی داخلی فروخت، تا به این ترتیب اداره یکپارچه شرکت به نحو بهتری انجام شود. علاوه بر این، اگر سهام فروخته شده به این شکل، از ۵۱ درصد کل حق رأی تجاوز کند، دولت می‌تواند انتظار به حداکثر رسیدن درآمد را داشته باشد. زیرا در این شرایط، پیشنهاددهندگان به احتمال زیاد، برای به دست آوردن بلوک سهام، حاضر به پرداخت قیمت بالا خواهند بود. فروش ترکیبی، به دولت فرصت می‌دهد تا مالکیت سهام را افزایش دهد و اطمینان یابد که سرمایه‌گذاران خارجی اختیار خصوصی‌سازی را در دست نمی‌گیرد.

تعیین شروط برای خصوصی‌سازی

دولت اغلب شرایط ویژه‌ای را برای فروش شرکت‌ها تعیین می‌کند و یک سهم خاص یا طلایی را برای خود نگه می‌دارد تا شرکت را از افرادی که سهام آن را به منظور کنترل آن تصاحب می‌کنند (به ویژه افراد خارجی)، حفظ کند، یا به نفوذ دولت در مسائلی که از اهمیت ملی برخوردار است، ادامه دهد. سهام طلایی اغلب حق تأیید فعالیت‌های اصلی شرکت، مانند فروش اکثریت سهام به شخص ثالث، فروش دارایی‌های اصلی و انحلال یا سازماندهی مجدد را به

دولت می دهد. در تعدادی از کشورها، مانند زلاندنو و انگلستان، دولت از سهام طلایی استفاده می کند تا شرکت های خدمات عمومی پراهمیت - مانند مخابرات - را خصوصی کند. در فرانسه دولت می - تواند یک سهم طلایی برای خود نگه دارد. این سهم به دولت اجازه تأیید یا رد هرگونه مشارکت، در بیش از ۱۰ درصد سهام شرکت خصوصی شده را می دهد. در اصل، شرایط دولت برای واگذاری شرکت، از ارزش شرکت می کاهد. زیرا این شرایط موجب افزایش عدم اطمینان می شود و آزادی عمل تجاری شرکت خصوصی شده را محدود می کند (کادر ۸).

نقش سرمایه گذاران خارجی

در بسیاری از کشورهایی که دارای اقتصاد در حال گذار هستند، دولت مشارکت خارجی را در خصوصی سازی تشویق می کند و از سرمایه گذاران خارجی می خواهد که سرمایه جدید، قابلیت مدیریتی، فناوری جدید، روابط بین المللی و دسترسی به بازارهای خارجی را برای شرکت فراهم آورند. مشارکت خارجی در فروش تجاری، فروش ترکیبی یا عرضه عمومی، موجب اطمینان دولت از دریافت قیمت بهتر می شود. دلیل این امر، رقابت روزافزون برای دستیابی به دارایی ها یا سهام است. همچنین به موجب این مشارکت، شرکت در دست مالک قدرتمندی قرار می گیرد که می تواند آن را بازسازی کند. نقش سرمایه گذاران خارجی در بازسازی شرکت دولتی پیشین،

نباید دست کم گرفته شود. بازاریابی و محصولات در سطح جهانی که سرمایه‌گذاران خارجی با خود به همراه می‌آورند، به ویژه برای شرکت‌هایی که در کشورهای دارای اقتصاد در حال گذار هستند و محصولات آنها مطابق استانداردهای بین‌المللی نیست یا منسوخ شده است یا از نظر فنی قدیمی شده است و هیچ گونه آگاهی بین‌المللی از مسایل روز ندارند، مفید است. روابط استراتژیک، همچنین در صنایع تکنولوژیک (مانند مخابرات) که رقابت جهانی در آن شدید است و هزینه‌های توسعه محصولات و تحقیق برای یک فرد بسیار بالاست، حائز اهمیت هستند.

برنامه‌های خصوصی‌سازی می‌تواند برای سرمایه‌گذاران خارجی که ترجیح می‌دهند شرکتی یا سهم بازاری معین را بخرند تا بر پایه آن ظرفیت فعال تجاری یا صنعتی جدیدی را برای کسب سهم بیشتر از بازار، ایجاد کنند جذاب باشد. در برخی موارد سرمایه‌گذاران خارجی در بخش وسیعی از برنامه فروش شرکت دولتی، شرکت می‌کنند. در آرژانتین، سرمایه‌گذاران خارجی ۶۰ درصد دارایی‌های فروخته شده در سال ۱۹۹۴ را خریدند. اما سایر کشورها مشارکت خارجی را در این امر محدود کرده‌اند. روسیه، با وجود اظهار تمایل به خلاف این موضوع، مشارکت سرمایه‌گذاران استراتژیک خارجی را در فروش سهام شرکت‌های نفتی اصلی دولت ممنوع کرده است. فروش Svyazinvest، شرکت دولتی مخابرات، جریانی بود که در آن سرمایه‌گذاران خارجی به همراه بانک‌های بزرگ روسی، برای

دریافت ۲۵ درصد سهام، پیشنهاد قیمت دادند. بانک‌ها، بدون این سرمایه‌گذاران قادر نبودند حداقل قیمت پیشنهادی را بپردازند. برای جذب سرمایه‌گذاران خارجی، به ثبات اقتصاد کلان و محیط مطلوب نیاز است. افزون بر این، محدودیت‌های غیرضروری در سرمایه‌گذاری خارجی و تبعیض بین سرمایه‌گذار داخلی و خارجی باید از میان برداشته شود.^۱

کادر ۷

خصوصی سازی بانک تجارت خارجی مراکش

از طریق فروش ترکیبی

بانک تجارت خارجی مراکش^۱ (BMCE) در زمانی که در جریان واگذاری قرار گرفت، دومین بانک بزرگ مراکش به شمار می‌رفت. ترازنامه این بانک در آن زمان، نمایشگر ۱۹ درصد اعتبار بانکی کشور و ۱۷ درصد سپرده‌ها بود. ۱۷۶ شعبه و ۲۷۷۸ کارمند این بانک در سراسر کشور گسترده بودند. دولت مالک ۵۰/۱۰ درصد، بانک‌های تجاری خارجی مالک ۱۲/۵۵ و سرمایه‌گذاران خصوصی مغربی مالک ۳۷/۴۴ درصد آن بودند و رئیس بانک، یک کارمند دولتی بود. سود خالص بانک در سال ۱۹۹۴، به ۲۹/۵ میلیون دلار رسید.

۱. Banque Marocaine du Commerce Exterieur (BMCE)

برنامه واگذاری این بانک به صورت فروش ترکیبی انجام شد. ۲۶ درصد سرمایه سهمی و مدیریت بانک در جریان مزایده عمومی، ۱۴ درصد سهام در نوبت دوم عرضه عمومی^۱ در بورس اوراق بهادار و ۳ درصد سهام به صورت فروش خصوصی به کارکنان عرضه شد. دولت ۷ درصد سهام بانک را از طریق شرکت دولتی ناظر بر سیستم امنیت اجتماعی مراکش^۲، برای خود نگه داشت. مزایده عمومی خرید در دسامبر ۱۹۹۴ آغاز شد و قرار بود در پایان فوریه ۱۹۹۵ به پایان برسد. سرمایه‌گذاران نهادی داخلی تمایل شدیدی به مشارکت در این امر داشتند. به همین دلیل، وزارت خصوصی‌سازی، نوبت دوم عرضه عمومی را پیش از پایان پیشنهاد عمومی خرید، آغاز کرد و به پایان رساند. در فاصله ۱۶ تا ۲۰ ژانویه ۱۹۹۵، هر سهم به قیمت ۳۸/۳۵ دلار، به مردم عرضه شد. عرضه سهام بیش از ۶/۱ بار کمتر از تقاضا بود و بیش از ۵۱۰۰۰ نفر در این امر پذیرهنوبسی کردند. در فروش خصوصی به کارکنان بانک، سهام با ۱۵ درصد تخفیف ارائه شد. BMCE همچنین برای کمک به کارکنان خود در خرید سهام، به آنها وام اعطا کرد.

۱. Secondary public offering
2. Caisse de Depot et de Gestion

مبنای حداقل قیمت برای ۲۶ درصد سهام عرضه شده در مزایده عمومی، قیمت سهام در عرضه عمومی بود. عرضه سهام در دو مرحله انجام شد.

۱۳ درصد از سرمایه سهامی بانک برای سرمایه گذاران مغربی نگه داشته شد. بانک ها و سرمایه گذارانی که ۲۰ درصد یا بیشتر از سرمایه یک بانک مغربی را در اختیار داشتند، یا ۲۰ درصد یا بیشتر از سهام آنها تحت مالکیت یک شرکت مشابه بود، از این جریان حذف شدند. علاوه بر این، تنها یک شرکت بیمه مغربی مجاز به حضور در هر کنسرسیوم بود؛ که همین یک شرکت نیز اجازه مالکیت سهام BMCE را، پیش از آغاز مزایده عمومی نداشت. ۱۳ درصد سهام باقیمانده نیز، قابل فروش به سرمایه گذاران داخلی و خارجی بود. در ماده ۴ قوانین مزایده عمومی آمده است که باید در هر کنسرسیوم، حداقل یک بانک خارجی حضور داشته باشد و این بانک باید خرید حداقل ۵ درصد سرمایه سهامی BMCE را متعهد شود. این بانک باید از کشوری باشد که قبلاً از سرمایه سهامی BMCE، سهمی نخریده باشد. در پایان فوریه ۱۹۹۵، دو کنسرسیوم اصلی، رقیبان اصلی این جریان بودند. هر دوی آنها در یافتن یک بانک تجاری خارجی که بیشتر

در BMCE سهم نداشته باشد و بخواهد ۵ درصد سهام را خریداری کند دچار مشکل بودند. در نتیجه، دوره مزایده عمومی تا آخر ماه مارس ۱۹۹۵ تمدید شد و راه‌های گوناگونی برای توقف اجرای کار، مورد بررسی قرار گرفت. در نهایت به جای تلاش برای ترغیب بانک‌های تجاری خارجی برای خرید ۵ درصد سهام برای خود یا به وکالت از یک داوطلب خرید، مورگان گرمفل^۱ با یک کنسرسیوم و سیتی بانک^۲ نیز با کنسرسیوم دیگر متحد شد. مزایده، در پایان مارس ۱۹۹۵، با موفقیت به پایان رسید. رهبر کنسرسیوم برنده، یک کارخانه دار مغربی متحد با مورگان گرمفل بود. بهای پرداخت شده برای ۲۶ درصد سهام، ۴۷ درصد بیش از بهای سهام در نوبت دوم بود. تجربه BMCE درس مهمی برای کشورهایی است که قصد دارند فروش ترکیبی انجام دهند. مسئولان خصوصی‌سازی از تهیه و اجرای قوانین بیش از حد طولانی برای این امر، خسته‌اند. سادگی همیشه ارجح است زیرا به بازار اجازه می‌دهد تا خود را پیدا کند و به مسئولان خصوصی‌سازی هم برای نشان دادن واکنش مناسب در برابر علامت‌های بازار، اختیار عمل می‌دهد.

۱. Morgan Gremfell

2. Citibank

این که تصور کنیم اختیار عمل مسئولان خصوصی سازی، شفافیت فروش را به خطر می اندازد، اشتباه است. اگر قوانین مربوط به انتخاب پیشنهاد کننده برنده برای عموم مردم واضح باشد و توسط دولت با دقت نظارت شود، شفافیت فروش به خطر نمی افتد. سخت گیری در انتخاب خریداران بالقوه یا استفاده ای که از سرمایه گذاری در نظر دارند، شفافیت جریان را بیشتر نمی کند و حتی مانع آن می شود.

منبع: بانک جهانی

کادر ۸

نقش سهم طلایی در ادغام رنو و ولوو

در ماه سپتامبر ۱۹۹۳ پس از سه سال شراکت در بخش های مختلف، صنعت خودروسازی دولتی فرانسه، رنو، برنامه خود را برای ادغام با ولوو سوئد اعلام کرد. زمان ادغام، ۱ ژانویه ۱۹۹۴ تعیین شد. اما تا نوامبر ۱۹۹۳، تعداد زیادی از سرمایه گذاران نهادی سوئدی، مخالفت خود را با این مسأله اعلام کردند و همین امر موجب به عقب افتادن مجمع عمومی سهامداران شد. مخالفان سوئدی، دو شکایت عمده داشتند. یکی از این موارد، عدم توانایی فرانسه در تعیین تاریخ آغاز خصوصی سازی رنو و دیگری مسأله سهم طلایی بود که

دولت فرانسه در نظر داشت حتی پس از واگذاری، برای خود نگه دارند و کنترل ۳۵ درصد سهام باقیمانده به عهده یک شرکت سهامدار به نام RVC قرار گیرد که ۵۱ درصد سهام آن متعلق به دولت فرانسه بود. در نتیجه، به طور مستقیم و غیرمستقیم کنترل ۳۵ درصد خودروسازی جدید به ولوو و بقیه به دولت فرانسه می‌رسید. اما اگر رنو تصمیم به فسخ قرارداد سرمایه‌گذار می‌گرفت، دولت فرانسه با سهم طلایی که در اختیار داشت می‌توانست حق رأی سرمایه‌گذار - از جمله ولوو - را به تنها یک پنجم تقلیل دهد. به این ترتیب سوئدی‌ها از این می‌ترسیدند که دولت فرانسه، همیشه منافع فرانسه را مدنظر قرار دهد.

تعدیل نیروی کار در ایر فرانس^۱ نیز که توسط دولت انجام شده، به این ترس سوئدی‌ها افزود. آنها نگران این شدند که اگر زمانی که نوبت به کاهش هزینه‌های رنو - ولوو برسد، همان طور که در ایر فرانس اتفاق افتاده بود، به جای فرانسوی‌ها، سوئدی‌ها بیکار شوند. با این حال، فرانسه اصرار داشت که ثابت کند سهم طلایی، تنها زمانی به عنوان سلاح دفاعی مورد استفاده قرار خواهد گرفت که یکی از خودروسازان قدرتمند ژاپنی با آمریکایی بخواند اختیار امور را در دست بگیرد.

۱. Air France

پس از مذاکرات طولانی، با خودداری فرانسه از چشم پوشیدن از سهم طلایی، قرارداد ادغام متفی اعلام شد.

منبع: موضوعات مختلف بین المللی خصوصی سازی^۱

خصوصی سازی انحصارات طبیعی

اقتصاددانان فعالیت ها و خدمات اقتصادی را که در آن تنها یک شرکت تأمین کننده اصلی است، انحصار طبیعی می دانند. مانند شرکت های مخابراتی، شرکت برق، سیستم های آب شهری و حمل و نقل عمومی شهری؛ با این وجود، باز بودن بسیاری از کشورها برای ورود رقبای خارجی و تغییرات ایجاد شده در فناوری - مانند مخابرات - دامنه مفهوم انحصار را محدود کرده است.

دولت اغلب مالک یا ناظر بر انحصارات طبیعی است. در گذشته، این نظارت نرخی را برای بازگشت سرمایه تضمین می کرد و از انگیزه افراد برای عملکرد پربازده می کاست. در اقتصادهایی که انحصارات متعلق به دولت بوده اند، قوانین نظارتی باید پیش از آغاز به اجرای برنامه خصوصی سازی تهیه شوند. این قوانین باید موجب تشویق کارایی شوند و بازگشت سرمایه سرمایه گذاران را به حد معقولی برسانند. ناظران باید تا حد ممکن، مستقل عمل کنند و تحت تأثیر مسائل سیاسی نباشند. قوانین بی پایه و سیاست زده از ارزش شرکتی که در حال خصوصی شدن است می کاهد و حتی

۱. Air France

فصل چهارم: روش‌های فروش و نگرانی‌های خاص ۹۱

می‌تواند اجرای برنامه را غیر ممکن کند.

فصل پنجم

سازماندهی دولت برای خصوصی سازی

سازماندهی دولت برای خصوصی سازی

یک برنامه خصوصی سازی موفق، باید در قانون توجه دولت قرار گیرد، از جانب بالاترین مقام های دولتی حمایت شود، اهداف آن به روشنی تعریف شده باشد، تجربه و شایستگی سازمانی را گسترش دهد و مشکلات مربوط به تعهدات را حل کند.

حفظ موقعیت قانونی و حمایت از جانب مقامات بالا

بیشتر برنامه های خصوصی سازی در قانون توجه دولت قرار دارند و به طور مستقیم مربوط به دفتر نخست وزیر، وزارت دارایی یا خزانه، یا سایر وزارتخانه ها و بخش های مرکزی و قدرتمند هستند. چند دلیل برای این امر وجود دارد:

- رویارویی برنامه خصوصی سازی با مخالفت اداری و مقاومت سیاسی، امری اجتناب ناپذیر است. زیرا خصوصی سازی باعث تغییر دستگاه های دولتی می شود. با قراردادادن گروه مسئول خصوصی سازی در نزدیکی مرکز قدرت دولت، می توان مخالفت اداری را از میان برد و مسائل سیاسی را به خوبی کنترل کرد.

- برنامه های خصوصی سازی به طور معمول قسمتی از یک برنامه تطبیقی ساختاری یا نتیجه نیاز دولت به ایجاد درآمد هستند. وزارتخانه های مربوط مسئول چنین اقداماتی هستند و بنابراین برای کمک به موفقیت خصوصی سازی، قوی ترین انگیزه را دارند.
- از آنجا که اجرای برنامه خصوصی سازی، تعداد زیادی از احزاب و گروه های داخل و خارج از دولت را تحت تأثیر قرار می دهد؛ از جمله وزارتخانه های مربوطه، شرکت های خصوصی شده، اتحادیه های کارگری، سیاستمداران منطقه ای و کارکنان، مراجعان و کارپردازان شرکت ها؛ می تواند موجب درگیری شدیدی شود. بنابراین، اغلب مقامات ارشد دولت باید برای حل مسائل و پیشرفت جریان کار مداخله کنند.

تعیین اهداف روشن

اهداف برنامه خصوصی سازی باید به روشنی تعریف شود. دولت می تواند این اهداف را به صورت قانون، تصویب نامه یا دستور برای مسئولان اجرایی مشخص کند. بدون وجود این گونه قوانین، افراد نسبت به ادامه برنامه خصوصی سازی دچار سردرگمی می شوند. با توجه به تأثیر گسترده برنامه خصوصی سازی بر منافع افراد، باید میان سود و ضرر دولت و هر یک از سرمایه گذاران موازنه برقرار شود. برای ایجاد این موازنه و برای جلوگیری از فرو رفتن برنامه در باتلاق مسائل حل نشده، به قوانینی نیاز است که به روشنی تعریف

شده باشند.

از جمله اینکه دولت باید در میزان منافع وزارتخانه‌هایی که بیش از نیاز دولت برای بازسازی اقتصاد و کسب درآمد به تأثیر اجرای برنامه بر سیاست‌ها و اختیارات خود می‌اندیشند، موازنه ایجاد کند.

گسترش تجربه و شایستگی نهادی

سازمان‌های دولتی مسئول اجرای برنامه باید تجربه و شایستگی لازم را برای این جریان کسب کنند. واگذاری شرکت‌های دولتی دشوار است و اغلب نیازمند مهارت‌های تجاری است که مسئولان امر در کشورهای دارای اقتصاد در حال گذار و در حال توسعه فاقد آن هستند. برای کسب این تخصص باید یک سازمان خصوصی-سازی ایجاد شود که با گذشت زمان تجربه لازم را به دست آورد. توزیع مسئولیت‌های مربوط به اجرای برنامه در وزارتخانه‌ها و سازمان‌های متعدد اشتباه است و در کنار پدید آوردن اختلاف نظر، ظرفیت بنیادی لازم برای خصوصی سازی را تحلیل می‌برد.

علاوه بر این، باید بودجه کافی در اختیار سازمان خصوصی سازی قرار گیرد تا این سازمان بتواند بنا بر نیاز، به استخدام مشاوران مالی، قانونی و غیره اقدام کند.

در بسیاری از کشورها، تلاش برای تمرکز قدرت، دستیابی به حمایت از جانب مقامات بالا و تمرکز ظرفیت بنیادی، تقویت کننده برنامه خصوصی سازی بوده است. برای مثال، برنامه موفق خصوصی-

سازی کانادا با کمک وزارت دارایی این کشور انجام شد. آرژانتین، مکزیک، زلاندنو و انگلستان نیز در این جریان بر قدرت وزارت دارایی تکیه داشتند.

غلبه بر مشکلات مربوط به تعهد

ممکن است با گذشت زمان، دولت وسوسه شود از برنامه های تعیین شده منحرف شود یا سیاست اقتصادی کشور را تغییر دهد. شرکت ها برای جلوگیری از این امر قدرت لازم را ندارند. همین مسأله، مشکل تعهد را پدید می آورد. مشکل تعهد خطر سلب مالکیت را افزایش می دهد. برای مثال، در دوره پس از کمونیسم، دولت ها به دلیل نفوذ عمیق شرکت های دولتی - ائتلاف قدرتمند افراد ذینفع با امتیاز دسترسی به منابع عمومی - دچار این مشکل شدید شدند. در کشورهای دارای اقتصاد در حال توسعه نیز، دولت ها با مشکل مخالفت نسبت به فروش دارایی های عمومی رو به رو شده اند.

در بسیاری از کشورها، مؤسسات دارای حق و تو، می توانند مانع فروش نقدی شرکت های دولتی شوند. اگر دولت واقع بین باشد، دلایل بسیاری برای ترجیح سیاست صلاح دیتی نسبت به اجرای قوانین وجود دارد. سیاست صلاح دیت، برخلاف اجرای قوانین، انعطاف پذیر است. با این سیاست می توان شرکت ها را زیر حمایت وزارتخانه ای قرار داد که از نفوذ خود برای کمک به احزاب دارای آینده سیاسی نامشخص، استفاده کند. علاوه بر این، سیاست

صلاحدید تحت نظارت ناظران و دادگاه قرار نمی گیرد. با وجود این که شرکت ها نمی توانند تعداد زیادی از صاحبان حق و تو را حذف کنند، اما می توانند آنها را اصلاح کنند. در طراحی یک شرکت باید به استقلال و عقلانی بودن آن توجه ویژه مبذول داشت. منظور از استقلال شرکت، میزان جدایی آن از دخالت های خارجی و بنابراین، از سیاستمداران و گروه های اجتماعی دارای حق و توسست. عقلانی بودن شرکت نیز بستگی به این دارد که عملکرد شرکت تا چه اندازه بر اساس قوانین تجاری است.

فصل ششم

روش‌های ارزش‌گذاری

روش‌های ارزش‌گذاری

ارزش یک شرکت بسته به این است که مردم حاضر باشند چقدر برای آن پول بپردازند. منظور از ارزش‌گذاری، برآورد این ارزش است. برخلاف خصوصی‌سازی انبوه که در آن قیمت دقیق دارایی‌ها معلوم نیست و اهمیت زیادی هم ندارد، در خصوصی‌سازی مرحله به مرحله، ارزش دارایی‌ها برای خریدار و فروشنده (دولت) اهمیت زیادی دارد.

خریدارانی که قیمت بیشتری برای یک دارایی می‌پردازند نمی‌توانند بازده مناسبی از این خرید دریافت کنند و در این حالت ارزش سهام کاهش می‌یابد. دولت نیز به هنگام واگذاری دارایی‌ها، امانت‌دار مردم است و برای فروش دارایی‌ها به قیمتی معادل یا بالای قیمت بازار، مورد اعتماد آنها قرار گرفته است. بنابراین، لازم است پیش‌بینی‌هایی برای تحقیق این امر انجام شود. توافق بر سر فروش اموال دولتی به زیر قیمت بازار، مورد پسند خریدار است اما دولت را از منابع مالی مورد نیاز محروم می‌کند. این حالت گاهی از نظر سیاسی در مورد کارکنان شرکت‌های خصوصی شده مطلوب است؛ اما

۱۰۲ خصوصی سازی مرحله به مرحله

شفافیت مسائل نیز بسیار مهم است. بنابراین، میزان تحفیف ارائه شده باید تعیین و به عموم مردم اعلام شود.

ارزش بسته به نظر افراد است

ارزش دارایی های بسیار مهم است اما در عین حال یک مفهوم نسبی است. ارزش گذاری بیش از آن که علم باشد، هنر است. خریدار بسته به نقاط مشترکی که بین شرکت خود و دارایی های ارائه شده برای فروش می یابد، ارزش این دارایی ها را به صورت متفاوت اعلام می کند. هر چه تعداد این نقاط مشترک بیشتر باشد. خریدار تمایل به پرداخت قیمت بالاتری خواهد داشت.

به همین ترتیب، بسته به روش دولت در واگذاری، ارزش دارایی ها تغییر می کند. برای مثال، در شرایط یکسان، اگر دولت شرکتی را از طریق مزایده به فروش برساند، عواید فروش بسیار بیشتر از زمانی خواهد بود که آن را در نوبت اول عرضه عمومی بفروشد. منافع سیاسی دولت در سرمایه گذاری مورد پسند مردم، هزینه های مالی به همراه خواهد داشت.

مراحل

ارزش گذاری با حسابرسی مالی و روش فروش آغاز می شود. حسابرسی از آن جهت اهمیت دارد که محاسبات خاص ارزش گذاری بدون آن تکمیل نمی شود. سطح و وزن ورود به جزئیات

شیوه ارزش‌گذاری، بسته به روش فروش تعیین می‌شود.

مرحله بعد انتخاب مشاور مالی است که کار ارزش‌گذاری را انجام می‌دهد و مشاور مالی باید به صورت رقابتی از میان چندین شرکت خوش نام و مستقل، بسته به قوانین شرکت‌ها برای روش‌های ارزش‌گذاری انتخاب شود. مشاور مالی را باید پیش از حسابرسی انتخاب کرد تا قوانین حسابرسی را تعیین کند. این امر شامل بررسی مسائل مالی، قانونی و عملکرد شرکت است.

هنگامی که مشاور مالی انتخاب شد، کار خود را آغاز می‌کند، که متفاوت از حسابرسی است، اما آن را کامل می‌کند. کار مشاور مالی عبارت است از جمع‌آوری و ممیزی اطلاعات درباره شرکت نامزد واگذاری، سازمان شرکت، دارایی و ترازنامه‌های آن، موقعیت ملی و بین‌المللی آن و هر گونه اطلاعات دیگر که مربوط به ارزش‌گذاری باشد. عملکرد مالی شرکت در گذشته و طرح‌های تهیه شده توسط گروه مدیران فعلی، باید روشن شود. سرمایه‌گذاری‌های آتی نیز باید مشخص و ارزیابی شوند. در طول این مدت، مشاور مالی برای یافتن روش‌های مختلف واگذاری، با دولت همکاری می‌کند.

در پایان این دوره، مشاور مالی باید گزارش اولیه ارزشیابی را به دولت ارائه دهد. بعد از بررسی این گزارش اولیه، دولت می‌تواند خواستار تحلیل سیاست دقیق‌تری شود. در پایان، تنها دولت مسئول تعیین حداقل قیمت مزایده یا قیمت ثابت برای عرضه عمومی است. اما تصمیم دولت باید بر اساس داده‌های عینی ارائه شده در گزارش

ارزش گذاری باشد.

گزارش ارزش گذاری بسیار محرمانه است. این گزارش برای استفاده فروشنده (یا خریدار) تهیه می شود و در هیچ شرایطی نباید نزد افراد دیگر فاش شود. آگاهی خریداران از این گزارش می تواند نتایج بسیار بدی برای واگذاری شرکت به بار آورد. چرا که افراد (کارمندان داخلی یک شرکت) در این صورت از حساس ترین معیارهای ارزش گذاری فروشنده آگاه می شوند و می توانند از این اطلاعات در جهت کاهش قیمت فروش استفاده کنند.

روش ها

تمام روش های ارزش گذاری، ارزش بازار را محاسبه می کنند. برخی از این روش ها در صورت عرضه شرکت در نوبت اول عرضه عمومی مناسب هستند. برخی نیز در صورت فروش به یک سرمایه گذار استراتژیک مورد استفاده قرار می گیرند. روش فروش هر چه باشد، ارزش گذاری مصون از خطا نخواهد بود. با ترکیب شش روش ارزش گذاری، ارزش بازار یک شرکت به بهترین وجه محاسبه می شود. روش دارایی های خالص تعدیل شده، روش جریان نقدی تنزیل شده، روش شرکت های قابل مقایسه، روش معاملات قابل مقایسه، روش دفترسازی و روش ارزش جایگزینی، ترکیب این روش ها به تعیین تمام ارزش های ممکن کمک می کند.

روش دارایی‌های خالص تعدیل شده

در این روش، با برآورد ارزش بازاری دارایی‌ها (دارایی‌های ثابت و دارایی‌های جاری) و کسر بدهی‌های ترازنامه‌ای، قیمت بازار شرکت تعیین می‌شود. خریداران زیاد به این روش اعتماد ندارند. زیرا در این روش ظرفیت دارایی‌ها در ایجاد درآمد، در نظر گرفته نمی‌شود. تنها به هزینه خرید آنها و سپس عامل استهلاک آنها توجه می‌شود. روش یاد شده این واقعیت را که فروشنده ممکن است در ابتدا بهای زیادی برای دارایی‌ها پرداخته باشد، در نظر نمی‌گیرد. به هر حال دارایی‌های مولد باید بهای خود را بپردازند و درآمدهای اضافه تولید کنند، در غیر این صورت خرید آنها توجیه اقتصادی نخواهد داشت.

درک این مسأله که چرا بیشتر فروشندگان، برخلاف خریداران، این روش ارزش‌گذاری را ترجیح می‌دهند، ساده است. چرا که تحت این روش فروشنده قیمتی را برای دارایی‌هایش دریافت می‌کند که با لحاظ میزان استفاده‌اش از آنها همان قیمت اولیه خرید خواهد بود. این روش اغلب سبب تضادهایی غیر قابل اصلاح بین فروشنده و خریدار می‌شود.

روش جریان نقدی تنزیل شده

اگر از روش فروش به سرمایه‌گذار استراتژیک استفاده شود تا مدیریت نقدینگی شرکت را در دست گیرد، این روش بهترین روش ارزش‌گذاری خواهد بود. این روش از برآورد جریان‌ات

نقدینگی آزاد شرکت در یک افق زمانی تقریباً طولانی تشکیل شده است که تغییرات سرمایه مورد استفاده در حال و آینده را در نظر می گیرد. یک نرخ تنزیل نقدینگی مورد انتظار در نظر گرفته می شود تا ارزش فعلی آن مشخص شود. نرخ تنزیل، میزان سرمایه متوسط شرکت و خطر سیاسی کشور در رابطه با آن را نشان می دهد. سپس جمع ارزش حال محاسبه می شود، گاهی قیمت تحویل نیز به این قیمت اضافه می شود. در نهایت بدهی موجود در ترازنامه شرکت در زمان اجرای برنامه، از عدد به دست آمده کسر می شود تا ارزش خالص فعلی شرکت محاسبه شود.

سرمایه گذاران استراتژیک بالقوه، این روش را ترجیح می دهند. چرا که آنها می توانند صحت و سقم این محاسبات را از طریق مقایسه با ارزش بازاری شرکت هایی که قابل مقایسه با آنها اعلام شده اند تشخیص دهند. همچنین در این امر از قیمت پرداخت شده برای موارد مشابه توسط خریداران دیگر کمک می گیرند. ارزش تنزیل شده جریان نقدینگی معمولاً بخش اصلی پیشنهاد خریداران را تشکیل می دهد.

این روش ارزش گذاری نیازمند ایجاد الگوی گزارش حساب-های شرکت است. این الگو زمانی بسیار مفید است که حاوی متغیرهایی باشد که بتوان برای تهیه تحلیل حساسیت، آنها را تعدیل کرد. این الگوها به هنگام مذاکرات مورد استفاده قرار می گیرند. یک الگوی خوب سؤال ها و مسائل گوناگون خریدار را برمی انگیزد و

پاسخ او را در زمینه ارزش‌دارایی‌ها، در صورت وجود شرایط خاص فروش، ارائه می‌کند؛ شرایطی همچون مدت زمان معافیت پرداخت مالیات یا میزان آن برای کالاهای وارداتی.

سرمایه‌گذاران اغلب برای تصمیم‌گیری به ادامه یا توقف سرمایه‌گذاری از نرخ ثابتی برای بازگشت سرمایه استفاده می‌کنند. چنانچه بازگشت سرمایه بیش از این نرخ باشد، سرمایه‌گذاری را ادامه می‌دهند و در غیر این صورت آن را متوقف می‌کنند. برخی سرمایه‌گذاران نیز برای این کار از نرخ داخلی بازگشت سرمایه استفاده می‌کنند. نرخ داخلی بازگشت سرمایه یک شرکت، نرخ است که در آن حاصل جمع نقدینگی آینده شرکت و قیمت خرید مساوی صفر می‌شود.

روش شرکت‌های قابل مقایسه و معاملات قابل مقایسه

این روش‌ها زمانی مناسب هستند که کل شرکت یا بخشی از آن از طریق ارائه در بورس اوراق بهادار خصوصی شود. در هر دو روش، ارزش‌بازاری شرکت به وسیله اعمال مجموعه‌ای از ضرایب ارزش‌گذاری که به صورت تجربی به دست می‌آیند بر آخرین نتایج مالی شرکت محاسبه می‌شود. از جمله مهمترین ضرایب ضریب گردش مالی، ضریب درآمد عملیاتی ناخالص و ضریب عملکرد درآمد خالص هم می‌باشد. ضریب ارزش‌گذاری با تقسیم سرمایه شرکت‌های هم اندازه واقع در یک بخش و در نواحی مختلف، بر ضریب گردش مالی، درآمد عملیاتی و درآمد خالص آنها محاسبه

می شود. به این ترتیب، مجموعه ای از ضرایب به دست می آید، طبقه بندی می شود و برای تعیین یک دامنه (میانگین حداقل، حداکثر و حسابی) که در مورد نتایج مالی شرکت هایی که قرار است ارزش گذاری شوند به کار می رود، مورد استفاده قرار می گیرد. افزون بر این، در صنایع سرمایه بر مانند سیمان، نفت و گاز، نسبت عملکرد (مانند قیمت هر تن از ظرفیت یا هر بشکه از ذخایر زیرزمینی به دلار) می تواند در برآورد ارزش بازار مورد استفاده قرار گیرد. برخلاف ضرایب درآمد عملیاتی، که ارزش بازاری کلیه دارایی ها را محاسبه می کند، ضریب درآمد خالص تنها به محاسبه ارزش دارایی های خالص می پردازد. برای محاسبه این ارزش، بدهی خالص ترازنامه ای شرکت از ارزش تخمینی کل دارایی ها کم می شود. البته هر شرکت ویژگی های خاص خود را دارد. بازارها نیز از یک کشور به کشور دیگر متفاوتند. بنابراین، مضرب های ارزش گذاری باید با توجه و دقت لازم مورد استفاده قرار گیرند. اگر در این روش ها دقت لازم رعایت شود، ارزش بازاری شرکت مورد نظر به بهترین وجه محاسبه می شود.

روش دفترسازی

این روش در عرضه عمومی و فروش خصوصی اوراق بهادار مورد استفاده قرار می گیرد و تفاوت آن با روش های قبلی این است که شامل محاسبات به وسیله فرمول های ثابت نیست. به عکس، محاسبات در این روش پیش از عملیات دفترسازی انجام می شود.

در این روش، دفتری از سفارش‌های سرمایه‌گذاران نهادی تهیه می‌شود که مبنای آن، قیمت‌های مختلف سهام است. در بیشتر موارد، دفتر به مدت تقریباً دو هفته باز می‌ماند. در طول این مدت اعضای اتحادیه با سرمایه‌گذاران نهادی تماس می‌گیرند و از آنها می‌خواهند که سهام دارای قیمت‌های پیشنهادی مختلف را بدون پرداخت قیمت، با ارائه تعهد سفارش دهند. برای مثال، محاسبه می‌شود که اگر قیمت هر سهم ۱۸ دلار باشد، سرمایه‌گذار نهادی چند سهم خواهد خرید و اگر هر سهم ۲۰ دلار باشد، چند سهم خواهد خرید. هر یک از اعضای اتحادیه یک دفتر سفارش تهیه می‌کند. هر دو روز یک بار دفاتر به مدیر گروه ارائه می‌شود و او این دفاتر را یکی می‌کند. در پایان دوره دفترسازی، روندهای موجود در دفتر نهایی شکلی شبیه شکل ۵ خواهد داشت. در این مرحله می‌توان تعیین کرد که با چه قیمتی کل سهام عرضه شده جذب خواهد شد. برای مثال طبق نمودار ۵ قیمت بین ۱۹/۴ و ۲۰ دلار برای هر سهم خواهد بود. سفارش‌های موجود در دفاتر اغلب چندین بار کمتر از میزان تقاضا هستند؛ زیرا سرمایه‌گذاران بیش از آنچه به واقع می‌خواهند سفارش می‌دهند، چون فکر می‌کنند به اندازه تقاضاهایشان به آنها سهام واگذار نخواهد شد. با این حال، باید برخی تقاضاها را برای بازار دوم نگه داشت تا قیمت سهام همچنین بالا رود. به طور کلی، روش دفترسازی، در عرضه جهانی سهام استفاده می‌شود. زیرا در این روش به حداقل تعداد سرمایه‌گذاران نهادی

مستقل نیاز است که نتوانند با هم تبانی کنند. با این حال، سهام داخلی نیز گاهی به این روش ارزش گذاری می شود. در این حالت، دولت اغلب قیمت پرداخت شده توسط سرمایه گذاران نهادی بین-المللی را در نظر می گیرد و سپس برای عرضه سهام در داخل کشور، تخفیفی بر آن قائل می شود.

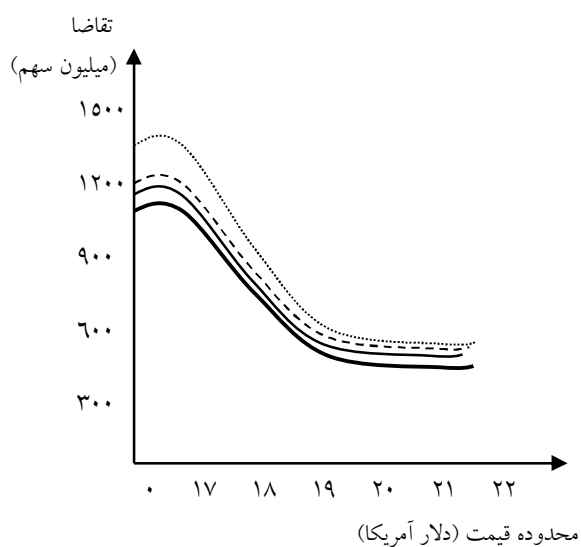
روش ارزش جایگزینی

در این روش محاسبه می شود که اگر دارایی های یک شرکت در اثر بلایای طبیعی از بین بروند، چه هزینه ای برای جایگزینی آنها لازم است. این هزینه شامل دارایی های ثابت (کارخانه ها و تجهیزات)، دارایی های جاری (مانند وسائل نقلیه) و هزینه شروع دوباره کار است. در این روش، اغلب ارزش محاسبه شده بسیار بیشتر از زمانی است که از سایر روش ها استفاده می شود زیرا تصمیم برای ایجاد یک صنعت، تنها از نظر اقتصادی ایجاد نمی شود و به ویژه اگر تصمیم گیرنده دولت باشد، مسائل سیاسی و اجتماعی نیز مدنظر قرار می گیرند. برای مثال ایجاد پالایشگاه نفت در یک کشور کوچک در حال توسعه، از نظر سیاسی مطلوب است. اما از دیدگاه اقتصادی واردات محصولات نفتی به صرفه تر و عاقلانه تر است.

سرمایه گذاران هرگز از این روش برای ارزش گذاری شرکت ها استفاده نمی کنند، چه این روش بازگشت سرمایه را محاسبه نمی کند. بنابراین فروشندگان نباید برای تعیین ارزش دارایی ها از آن استفاده کنند. با این حال، ارزش جایگزینی باید محاسبه شود و دلیل

عدم استفاده از آن در رزش‌گذاری دارایی‌ها نیز باید مشخص شود. در غیر این صورت مخالفان خصوصی‌سازی ممکن است از این روش استفاده کنند تا به اثبات این امر بپردازند که ارزش شرکت دولتی بسیار بیشتر از قیمت فروش آن بوده است.

نمودار ۵ - دفتر سازی - وضعیت تقاضا



روز ۱۰ — ، روز ۸ - - - - ، روز ۴ ، روز ۲

فصل هفتم

استخدام مشاوران مالی و سایر مشاوران

استخدام مشاوران مالی و سایر مشاوران

در برنامه خصوصی سازی مرحله به مرحله، بانک های سرمایه - گذاری یا بانک های تجاری نقش مشاور مالی را در زمینه فروش و توضیح های مربوط به فروش به عهده دارند. دولت ممکن است تنها از یک مشاور مالی یا از کنسرسیوم مشاوران مالی و سایر مشاوران بهره گیرد. اگر دولت بخواهد سرمایه گذاران داخلی و خارجی را جذب کند باید از مشاوران داخلی و خارجی استفاده کند.

انتخاب مشاوران مالی

در برنامه خصوصی سازی مرحله به مرحله دولت به مشاوران مالی نیاز دارد تا ارزش شرکت ها را تعیین کنند، بهترین روش فروش و زمان بندی را پیشنهاد کنند و با خریداران بالقوه تماس بگیرند. مشاوران حدود قیمتی را که دولت می تواند برای شرکت دریافت کند و ارزش شرکت را در روش های مختلف فروش تعیین می کنند. همچنین تعیین می کنند که آیا شرکت قابل فروش هست یا خیر و آیا زمان فروش مناسب هست یا خیر و این که کدام یک از روش های

فروزی امکان پذیر است و چه هزینه ای در بردارد.

هنگامی که دولت تصمیم می گیرد چگونه و در چه زمانی اجرای برنامه را در دستور کار خود قرار دهد، مشاور مالی موظف است برنامه فروش را انجام دهد. او به طراحی برنامه فروش کمک می کند و با همکاری مسئولان دولتی، برنامه را به انجام می رساند. در صورتی که خصوصی سازی از طریق عرضه عمومی سهام باشد، اتحادیه ای از بانک های سرمایه گذاری و تجاری تشکیل می شود تا شرکت را به فروش برساند. چنانچه خصوصی سازی از طریق فروش تجاری انجام می شود عامل فروش مسئول آماده سازی مدارک فروش، تماس با خریداران بالقوه و تشویق افراد علاقه مند به ارائه پیشنهاد خرید شرکت خواهد بود.

چنانچه یک شرکت کوچک واگذار می شود که قادر به جذب سرمایه بین المللی نیست، شرکت های حسابداری و مشاور مالی برای آن کافی خواهند بود. اما اگر شرکت بزرگتر و دارای ابعاد بین المللی باشد، ارزش گذاری باید توسط یک بانک سرمایه گذاری یا تجاری انجام شود زیرا ارزش گذاری علاوه بر مهارت های فنی، آگاهی نسبت به وضعیت بازار را می طلبد. در صورتی که مشاور مالی در خرید و فروش شرکت ها در همان بخش فعال نباشد، نتیجه ارزش گذاری ها، قیمتی را که بازار برای اموال می پردازد نشان نخواهد داد. همچنین بانک سرمایه گذاری احتمالاً بیشتر می تواند اطلاعات بازار در ارتباط با استراتژی همکاری و تعامل خریداران بالقوه را به موقع در اختیار

دولت قرار می‌دهد، اما شرکت‌های حسابداری ارتباطی با خریداران ندارند تا بتوانند چنین اطلاعاتی را تهیه کنند.

به همین دلیل بسیاری از تحلیل‌گران بر این باورند که اختیار ارزش‌گذاری باید با اختیار ارائه‌داری‌ها همراه شود تا به این ترتیب بانک سرمایه‌گذاری بتواند مسئولیت ارزش‌گذاری‌داری‌ها و شناسایی خریداران را به خوبی ایفاء نماید. این رویکرد تضمین می‌کند که گزارش ارزش‌گذاری بر اساس واقعیت‌های بازار خواهد بود. سایر افراد معتقدند که اختیار ارزش‌گذاری و اختیار ارائه‌داری‌ها باید از هم جدا شوند زیرا احتمال دارد منافع این دو با هم در تضاد قرار گیرد. در واقع، بانک سرمایه‌گذاری مسئول ارائه‌داری‌ها ممکن است برای تسهیل کار خود قیمت را پایین‌تر بخواهد و وسوسه شود ارزش اموال را پایین‌تر از آنچه هست اعلام کند. البته افرادی که چنین اعتقادی دارند به این مسأله توجه نکرده‌اند که هر چه قیمت بالاتر باشد پاداش بانک نیز بیشتر می‌شود. بنابراین، با ایجاد دستمزد صحیح برای مشاوران مالی و اطمینان دادن به آنها درباره اینکه افزایش درآمد فروش به نفع آنان است، می‌توان از ایجاد چنین تضادی جلوگیری کرد.

انتخاب سایر مشاوران

در طول اجرای برنامه خصوصی‌سازی به مشاوران حرفه‌ای دیگر نیز نیاز است. حضور وکلا لازم است تا فعالیت‌های خریداران

را کنترل کنند، درباره ابعاد قانونی خصوصی سازی دولت را راهنمایی کنند و پیش نویس قرارداد فروش و توافق نامه های مجرمانه را تهیه کنند. حسابداران و حسابرسان باید پیش از مرحله فروش، اقدامات مربوط به حسابرسی را انجام دهند. به متخصصان فنی با مهارت و دانش صنعتی تخصصی نیز نیاز است. دولت ممکن است ترجیح دهد این مشاوران را از طریق مناقصه و به صورت گروهی یا تک تک استخدام کند.

آیا باید در هر دو مرحله خصوصی سازی از یک مشاور مالی استفاده شود؟

یکی از سؤال های موجود در اجرای برنامه خصوصی سازی این است که آیا همان مشاورانی که در مراحل اولیه برنامه همراه دولت بودند، باید فروش شرکت را انجام دهند یا خیر؟ دلیلی که علیه استفاده از همان مشاوران وجود دارد این است که نظر دادن درباره نیاز به واگذاری یک شرکت با کمک به فروش آن متفاوت است. با این حال، بهترین شرکت های مشاوره اگر نتوانند در مرحله دوم خصوصی سازی شرکت کنند (که معمولاً سودده تر است). تمایلی به شرکت در بخش اول را ندارند.

یک راه حل این مسأله این است که برای دریافت مشاوره در هر یک از مراحل، اعلام مناقصه شود. با این شرط که برنده مرحله اول از شرکت یا برد مرحله دوم محروم نخواهد بود. در همین حال، می توان برای هر دو مرحله از یک مشاور استفاده کرد اما دولت باید

مجاز باشد که در صورت عدم رضایت از عملکرد مشاور، در پایان مرحله اول قرارداد را فسخ کند.

مشاوران خارجی

دولت در کشورهای دارای اقتصاد در حال توسعه یا در حال گذار باید از کمک مشاوران داخلی و خارجی بهره گیرد. چنانچه دولت مشارکت سرمایه‌گذاران خارجی یا تزریق سرمایه خارجی را انتظار داشته باشد یا بخواهد سهام را در بازارهای بین‌المللی عرضه کند، حضور مشاوران مالی خارجی ضروری خواهد بود. این مشاوران باید با مشاوران داخلی که بیشتر با مسائل منطقه‌ای آشنا هستند، کار کنند.

مناقضه برای استخدام مشاوران مالی

دولت باید مشاوران مالی را از طریق ایجاد یک جریان رقابتی استخدام کند اما ممکن است مسئولان دولتی پس از درک طبیعت ویژه مشاوره مالی، مایل باشند فهرست کوتاهی از شرکت‌هایی که تجربه و ظرفیت بازاری لازم برای خصوصی‌سازی را در اختیار دارند، در اختیار داشته باشند. برای این که در صورت ائتلاف شرکت‌ها برای پیشنهاد یا بی‌علاقه بودن تعداد زیادی از آنها تعداد پیشنهاددهندگان کم نشود، این فهرست باید حداقل شامل ۱۰ شرکت باشد. شرکت‌های علاقمند باید پیشنهادهای خود را علیه موارد تهیه شده توسط دولت به صورت کتبی ارائه کنند. مصاحبه با مسئولان اصلی بهترین شرکت‌ها، باید پس از انجام این مراحل انجام شود.