



آسیب شناسی شکل گیری و عملکرد

شرکت های تامین سرمایه

در بازار سرمایه ایران

کمیسیون بازار پول و سرمایه

دبیرخانه کمیسیون های تخصصی

عنوان گزارش: آسیب شناسی شکل گیری و عملکرد شرکت های تامین سرمایه در بازار سرمایه ایران
کمیسیون: بازار پول و سرمایه
تهیه کننده: موسی شهبازی غیاثی
انتشار: دبیرخانه کمیسیون های تخصصی اتاق ایران
شماره گزارش: ۰۴۹۵۷۹
بهمن ۹۵

فهرست

فهرست	۲
چکیده	۳
مقدمه و بیان مسئله	۴
سابقه و جایگاه بانکداری سرمایه گذاری در نظام مالی بین الملل	۴
شرکتهای تامین سرمایه در ایران	۶
ترکیب سهامداران شرکتهای تامین سرمایه	۷
بستر حقوقی فعالیت	۸
فعالیتهای شرکتهای تامین سرمایه	۸
الف. مدیریت دارایی:	۸
ب. منابع درآمدی:	۹
جایگاه شرکتهای تامین سرمایه در بازار سرمایه	۱۰
الف. توزیع پراکندگی تامین مالی بوسیله اوراق بهادار	۱۰
ب. سهم شرکتهای تأمین سرمایه در تعهد پذیرهنویسی	۱۱
ج. سهم شرکتهای تأمین سرمایه در تعهدات بازارگردانی	۱۳
ریسک پذیری شرکتهای تامین سرمایه	۱۳
صورت سود و زیان شرکتهای تامین سرمایه	۱۵
اثربرداری شرکتهای تامین سرمایه از بازار پول	۱۶
جمع بندی و ارائه پیشنهادها	۱۷

چکیده

بررسی مسائل بنگاه‌های اقتصادی فعال، حاکی از اهمیت فراوان منابع مالی و تامین آن دارد. این نیاز توسط دو بازار پول و سرمایه با سهم‌های متفاوتی پاسخ داده می‌شود. مهمترین نهاد رسمی تامین مالی در بازار سرمایه شرکت‌های تامین سرمایه بوده که کم‌تر از یک دهه از آغاز فعالیت آنها گذشته است. عدم رشد چشم گیر سهم این شرکت‌ها از حجم کلی تامین مالی در کشور، حاکی از وجود چالش‌ها و آسیب‌هایی در این نهاد است. این مطالعه به دنبال بررسی و تبیین این چالش‌ها و آسیب‌ها بوده که با بررسی آمار، اطلاعات و تحلیلی وضعیت عملکرد این شرکت‌ها مهمترین چالش‌ها عبارتند از: اثرات جانبی منفی بازار پول، حاکمیت سهامداران کلان، وابستگی بالا به حقوق صاحبان سهام، ریسک‌گریزی، آسیب پذیری و نقصان قانون‌گذاری، وابستگی به بازار پول و بانکها، نابسامانی عملکرد و عدم شفافیت. پرواضح است که اصلاح این امور نیازمند عزم و اقدام جدی نهاد ناظر و شرکت‌های تامین سرمایه بوده که پیشنهاد‌های مربوطه در بخش نتایج مطالعه تبیین شده است.

مقدمه و بیان مسئله

تامین مالی از مهمترین نیازهای اساسی راهاندازی و استمرار فعالیت بنگاههای اقتصادی است. این نیاز اساسی توسط بازار پول (شبکه بانکی) و بازار سرمایه تامین می‌شود. هرچند تاکنون بار اصلی این امر بر دوش نظام بانکی بوده اما بازار سرمایه نیز با هدف شکل‌دهی نهادهای تامین کننده منابع مالی، به بازار پول پیوسته و اقدام به طراحی و ایجاد نهادهای مالی متعددی در این راستا نموده است.

کمتر از یک‌دهه از آغاز فعالیت شرکت‌های تامین سرمایه در ایران می‌گذرد. با تاسیس شرکت‌های نوین و امین اولین فعالیتهای رسمی این حوزه آغاز شد و اکنون به نهاد شناخته شده‌ای تبدیل شده است. بنظر می‌رسد گذشت بیش از ۸ سال از شروع بکار این نهاد مدت زمان مناسبی برای بررسی و تحلیل جایگاه و نقش این نهاد در بازار سرمایه باشد. این مطالعه در پی آنست تا با بررسی تاریخچه شکل‌گیری این نهاد به بررسی ابعاد مختلف این نهاد در شرایط کنونی بازار سرمایه بپردازد.

غالباً واژه بانک با مفهوم سپرده‌پذیری و تسهیلات دهی همراه است، اما این نحوه استفاده خالی از استثناء نبوده و وجود اشتراک لفظی "بانک" موجب تشابه نام یکی از نهادهای بازار سرمایه با بازار پول شده است. "بانکداری سرمایه‌گذاری"^۱ علی‌رغم دربرداشتن واژه بانک کار ویژه مذکور بانک را بعهده ندارد. فعالیت بانک سرمایه‌گذاری عبارت است از خرید یا تعهد خرید اوراق بهادار از قبیل اوراق قرضه و سهام از طرف یک سازمان مالی که این اوراق را دوباره به دسته‌های کوچک تقسیم کرده و به امید نفع به فروش می‌رساند. از نظر جان^۲ بانک سرمایه‌گذاری یک نوع واسطه مالی است که وظیفه ارائه خدمات مشاوره‌ای به شرکت‌ها درباره انتخاب ابزارهای تامین مالی و ارائه مشورت در انتخاب سیاست‌های مالی را به عهده دارد. خدمات مشورتی بانک سرمایه‌گذاری باید ارزش سهام شرکت ناشر و هر شرکت دریافت کننده خدمات را حداکثر کند. در تعریف دیگری آمده است: بانک‌های سرمایه‌گذاری موسساتی هستند که به عنوان پذیره‌نویس یا نماینده شرکت‌ها و شهرداری‌ها اقدام به انتشار اوراق بهادار می‌کنند. این موسسات وظایف کارگزار یا معامله‌گر را انجام داده، خدمات مشاوره‌ای به شرکت ناشر ارائه می‌دهند و برای اوراق بهادار ناشر بازارسازی می‌کنند. این موسسات به تسهیل ادغام و تصاحب شرکت‌ها، عرضه خصوصی اوراق بهادار و تجدید ساختار شرکت‌ها کمک می‌کنند. از این رو برخلاف بانک‌های تجاری این موسسات سپرده‌پذیر نیستند و به افراد وام و اعتبار پرداخت نمی‌کنند.

سابقه و جایگاه بانکداری سرمایه‌گذاری در نظام مالی بین الملل

در آمریکا به "بانک‌های سرمایه‌گذاری" و در انگلستان به "موسسه پذیره نویسی"، "بنگاه انتشار اوراق بهادار" یا "موسسه ناشر" معروف هستند.^۳

تا سال ۱۹۲۹ بانک‌های تجاری و بانک‌های سرمایه‌گذاری از یکدیگر تفکیک نشده بودند. وقوع بحران ۱۹۲۹ ورشکستگی بانکها را به دنبال داشت. در آمریکا تا قبل از بحران ۱۹۲۹-۱۹۳۳ بانک‌های تجاری نقش مهمی در انجام وظایف بانک‌های سرمایه‌گذاری داشتند. اما بعد از وقوع بحران که ابتدا در آمریکا رخ داد سوء استفاده‌های ناشی از تبانی بین بانکداری سرمایه‌گذاری و مشتریانی که از موقعیت مالی نامناسبی برخوردار بودند باعث شد کنگره آمریکا در سال ۱۹۳۳ قانون بانکداری گلاس - استیگل را برای محدود کردن فعالیت بانکداری تجاری در انجام وظایف بانک‌های سرمایه‌گذاری تدوین و تصویب کند. با این قانون، انجام فعالیتهایی مانند پذیره نویسی اوراق بهادار، انجام معاملات در بازار اوراق بهادار (به جز اوراق قرضه و قرضه‌های دولتی و شهرداری‌ها) و نیز برقراری ارتباط با موسسات اوراق بهادار برای بانک‌های تجاری ممنوع شد. طبق این قانون این دو بانک حق مداخله در وظایف یکدیگر را نداشتند. این قانون عملاً نهادهای بازار پول و بازار سرمایه را تفکیک کرد. در نتیجه برکارایی

Investment Banking^۱

ر.ک. ضرورت بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت‌های تامین سرمایه) در بازار سرمایه کشور، ابراهیم عباسی، مرکز پژوهشهای مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات اقتصادی، ۱۳۸۷، مسلسل ۹۲۳۱

در ایران برای جلوگیری از اشتباه در نام و وظایف این موسسات با بانک‌ها از عبارت بانک سرمایه‌گذاری در قانون استفاده نشده است. زیرا مبتنی بر تعاریف و قوانین موجود اولاً عبارت بانک سرمایه‌گذاری اصطلاحی نامفهوم است و بانک سرمایه‌گذاری نقش یک بانک را عهده دار نیست. یعنی کار آنها مانند بانک‌ها جذب انواع سپرده‌ها و پرداخت انواع تسهیلات اعتباری نیست. ثانیاً کار اصلی و اولیه آنها سرمایه‌گذاری مانند یک "شرکت سرمایه‌گذاری" نیز نیست. بانک سرمایه‌گذاری یک فعالیت مالی غیربانکی انجام می‌دهد. همان.

و سودآوری بانکهای تجاری آمریکا اثر منفی داشت. اما بعداً متخصصان پولی و مالی متوجه شدند که عامل ورشکستگی بانکها در بحران مذکور به تداخل وظایف بانکهای تجاری و بانکهای سرمایه گذاری مربوط نبوده است. از این رو با وضع قوانین جدیدی از اواخر دهه ۱۹۵۰ به بانکهای تجاری بزرگ اجازه داده شد تا با تأسیس موسسات وابسته خود وظایف بانکداری سرمایه گذاری را در چارچوب محدودی انجام دهند. همچنین به بانکهای سرمایه گذاری نیز اجازه فعالیت محدود در قلمرو وظایف بانکهای تجاری داده شد.

با تصویب قانون گرام لیچ بیلی در سال ۱۹۹۹ مقررات قانون گلاس - استیگل لغو شد. طبق قانون جدید شرکتهای هلدینگ مالی مجاز به عقد قرارداد تعهد خرید و فروش اوراق بهادار شدند. از تبعات اجرای این قانون، توسعه صنعت خدمات مالی بدنبال ادغامهای بزرگ در بین بانکها و موسسات بیمه و شرکتهای سرمایه گذاری بود. بدین ترتیب هلدینگهای مالی و بانکی بوجود آمدند.

بررسیهای قبل از بحران مالی ۲۰۰۹ حاکی از آنست که مدلهای شکل گیری بانکهای سرمایه گذاری در دنیا^۴ به طور کلی در سه قالب وجود داشته اند:

۱- بانکهای سرمایه گذاری مستقل^۵: این مدل بعد از قانون گلاس - استیگل در آمریکا شکل گرفت که در آن بانکهای تابعه این قانون فقط به فعالیت بانکداری سرمایه گذاری می پرداختند و انجام وظایف بانکهای تجاری برایشان ممنوع بود. مانند: مریل لینچ و مورگان استنلی

۲- بانک هلدینگ^۶: این مدل قبل از تصویب قانون گلاس - استیگل و بعد از تصویب قانون گرام لیچ بیلی در آمریکا شکل گرفت که بانک هلدینگ به عنوان یک شرکت مادر تخصصی مدیریت و مالکیت بخش بانک تجاری و بخش بانک سرمایه گذاری را عهده دار بود. مانند HSBC

۳- مجتمعهای مالی^۷: در این مدل یک مجموعه مالی فعالیتهای بانکهای تجاری و سرمایه گذاری را توأماً انجام می دهند. این مدل غالباً در اروپا و آمریکا رایج بوده است. مانند سی تی گروپ و جی پی مورگان در آمریکا و کردیت سوئیس در اروپا

تجربه بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۸ و مشکلات پیش آمده دستمایه اقدام برای مقررات گذاری برای فرآیند اوراق بهادار سازی در بانکداری سرمایه گذاری شد به گونه ای که از یک طرف از انتشار بیش از اندازه اوراق بهادار جلوگیری شود و از طرف دیگر به اندازه کافی فضای قانونی برای استفاده از مزیت های این روش در اقتصاد باقی بماند. یکی از قوانین مصوب در این باره در سال ۲۰۱۲ از سوی کمیته بازل تعیین شد که بانکهای سرمایه گذاری را موظف می کرد برای محاسبه مقدار ریسکی که از جانب اوراق بهادار در ترازنامه خود متحمل می شوند از روشهای مورد تایید این کمیته استفاده کنند. به خاطر اشتباه موسسات اعتبارسنجی در بحران اخیر، در این مقررات تاکید شده است که محاسبه مقدار سرمایه مورد نیاز برای پوشش ریسک اوراق بهادار باید به صورت داخلی و تحت نظر مقام ناظر صورت بگیرد و از استفاده از اعتبارسنجی موسسات خارج از بانک اجتناب شود. (Sogoviano et al 2013).

یکی از تغییرات مقررات مربوط به اوراق بهادار سازی، تغییر نسبت های مجاز کفایت سرمایه برای اوراق بهادار سازی در بازل ۳ است. چارچوب مقرراتی بازل ۲ به خاطر تفاوت زیادی که در الزامات سرمایه های طبقات مختلف دارایی قایل بود، امکان استفاده از اهرم مالی بالا از طریق اوراق بهادار سازی را به بانکها می داد. در بازل ۳ سعی شد تا با بازنگری در این الزامات استفاده از اوراق بهادار سازی توسط بانکها محدودتر شود. (Sogoviano et al 2013)

الزامات مقرراتی بانکداری سرمایه گذاری تنها به مبادلات و نوآوری های مالی آن محدود نمی شود. به خاطر پیچیدگی ساختار و فعالیت های بانکهای سرمایه گذاری، یکی از مهمترین محل های شکست این مدل در ارایه عملکرد مناسب در بازارهای مالی حاکمیت شرکتی^۸ است.

^۴ همان

^۵ Independent investment banks

^۶ Holding banks

^۷ Financial conglomerates

^۸ Corporate Governance

حاکمیت شرکتی به قواعدی گفته می‌شود که بر روابط میان تمامی کسانی که یک بنگاه اقتصادی را مدیریت می‌کنند (افراد درون شرکت)^۹ و تمام افراد دیگری که از فعالیتهای بنگاه اقتصادی منتفع می‌شوند^{۱۰} (افراد خارج از شرکت) حاکم است. ضعف حاکمیت شرکتی در بانکداری سرمایه‌گذاری می‌تواند خطر فریب عمومی و انتشار اطلاعات غلط را در بازارهای مالی ایجاد کند.

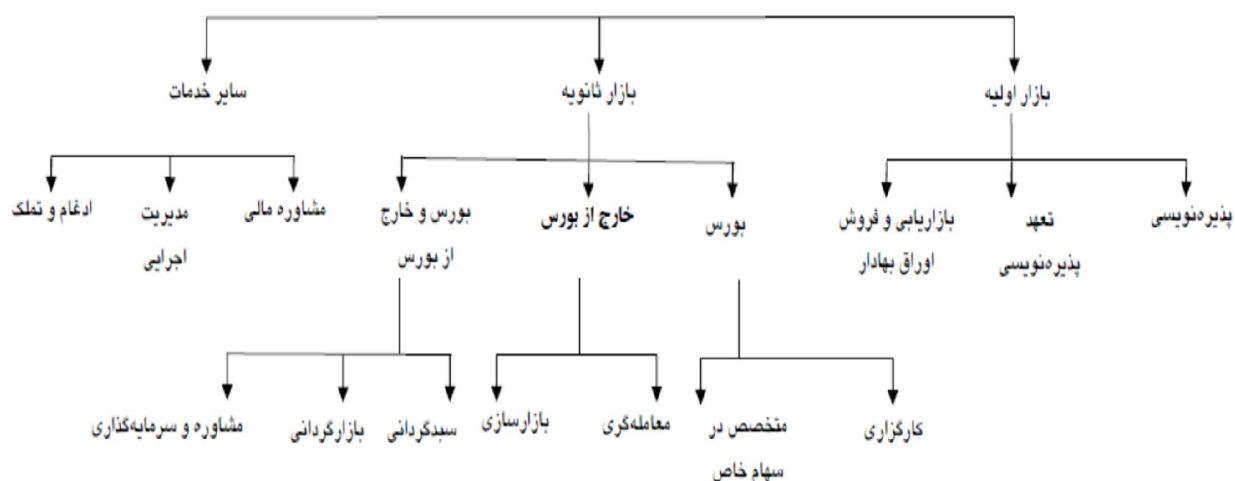
شرکتهای تامین سرمایه در ایران

در ایران قبل از انقلاب اسلامی تعدادی بانک توسعه ای در کنار بانکهای تجاری و برخی از وظایف بانکهای سرمایه گذاری را انجام می‌دادند. مانند بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران تاسیس ۱۳۳۸، بانک توسعه و سرمایه گذاری ایران تاسیس ۱۳۵۲، شرکت خدمات مالی ایران تاسیس ۱۳۵۲ و شرکت سرمایه گذاری ملی ایران تاسیس ۱۳۵۴. بعد از انقلاب اسلامی و ملی شدن بانکها و صنایع و رکود بازار سهام فعالیت تامین سرمایه این موسسات متوقف شد. همچنین حاکمیت اقتصاد دولتی و تامین منابع پروژه‌ها از اعتبارات دولتی انگیزه سرمایه گذاری در سهام را در بخش خصوصی تضعیف کرد، اما بعد از ابلاغ سیاست‌های اجرایی اصل ۴۴ قانون اساسی توسط مقام معظم رهبری ضرورت فعالیت شرکت‌های تامین سرمایه احساس شده و بستر فعالیت این نهادهای مالی فراهم گردید.

طبق بند "۱۸" ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ مجلس شورای اسلامی، شرکت تامین سرمایه شرکتی است که به عنوان واسطه بین ناشر اوراق بهادار و عامه سرمایه گذاران فعالیت می‌کند و می‌تواند فعالیت‌های کارگزاری، معامله گری، بازارگردانی، مشاوره، سبدگردانی، پذیره نویسی، تعهدپذیره نویسی و فعالیت‌های مشابه را با اخذ مجوز از "سازمان" انجام دهد.

در قانون بازار اوراق بهادار این واسطه مالی در بازار سرمایه ایران به "شرکت تامین سرمایه" معروف است. بند "۵" ماده ۴ قانون اوراق بهادار صدور، تعلیق و لغو مجوز فعالیت شرکت‌های تامین سرمایه را از جمله وظایف شورای عالی بورس و اوراق بهادار شمرده است. مبتنی بر این قانون و پس از تصویب ضوابط فعالیت شرکت‌های تامین سرمایه، در نیمه دوم سال ۱۳۸۶ اولین شرکت‌ای تامین سرمایه موفق به اخذ مجوز تاسیس شدند. در نمودار وظایف شرکت‌های مذکور مبتنی بر قوانین و مقررات کشور مشاهده می‌شود.^{۱۱}

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



شرکت‌های تامین سرمایه امین و نوین در سال ۱۳۸۷ تاسیس و ۷ شرکت دیگر به شرح جدول ذیل طی سال‌های بعد تشکیل شدند.

^۹ Corporate Insiders

^{۱۰} Stakeholders

^{۱۱} ر.ک. ضرورت بانک‌های سرمایه گذاری (شرکت‌های تامین سرمایه) در بازار سرمایه کشور، ابراهیم عباسی، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی،

دفتر مطالعات اقتصادی، ۱۳۸۷، مسلسل ۹۳۳۱

جدول (۱) شرکت‌های تامین سرمایه دارای مجوز فعالیت از سازمان بورس و اوراق بهادار

ردیف	نام شرکت	نوع مجوز صادره	تاریخ اعطای مجوز
۱	تأمین سرمایه‌آمین	مجوز فعالیت	۱۳۸۷/۱/۱۸
۲	تأمین سرمایه‌نوین	مجوز فعالیت	۱۳۸۷/۱/۱۸
۳	تأمین سرمایه‌بانک ملت	مجوز فعالیت	۱۳۸۹/۱۱/۱۸
۴	تأمین سرمایه‌امید	مجوز فعالیت	۰۹/۰۹/۱۳۹۰
۵	تامین سرمایه سپهر	مجوز فعالیت	۰۲/۱۰/۱۳۹۰
۶	تامین سرمایه آرمان	مجوز فعالیت	۲۷/۱۲/۱۳۹۰
۷	تامین سرمایه لوتوس پارسیان	مجوز فعالیت	۲۷/۱۲/۱۳۹۰
۸	تامین سرمایه کاردان	مجوز فعالیت	۱۳۹۲/۱۱/۰۴
۹	تامین سرمایه بانک مسکن	مجوز فعالیت	۱۳۹۴/۰۴/۰۱

(منبع: خلاصه گزارش تأمین مالی در بازار پول و سرمایه ایران و نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در آن (سال ۱۳۹۲)، اداره بازرسی نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار)

ترکیب سهامداران شرکت‌های تامین سرمایه

آخرین اطلاعات منتشر شده بخش نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار پیرامون ترکیب سهامداری شرکت‌های تامین سرمایه مربوط به سال ۱۳۹۲^{۱۲} بوده است. لذا در این نسبت‌ها آخرین شرکتی که مجوز گرفته در نظر گرفته نشده است. در سال ۱۳۹۲ سهامداران غیربانکی تنها ۳۶ درصد از حجم کل را دارا بوده و ۶۴ درصد از حجم بطور مستقیم یا غیرمستقیم متعلق به بانک‌هاست. ضمناً اگر آخرین شرکت تامین سرمایه که متعلق به بانک مسکن است اضافه شود، به سهم سهامداری بانک‌ها افزوده خواهد شد.

سهامداری عمده بانک‌ها علاوه بر اینکه پتانسیل خوبی برای این شرکت‌ها به منظور استفاده از فرصت‌های سیستم بانکی به وجود می‌آورد؛ موجب گردیده تا شرکت‌های تأمین سرمایه به سمت تأمین مالی از طریق بازار پول گرایش بیشتری داشته و البته انگیزه کافی برای خلاقیت در استفاده از سایر ظرفیتهای موجود در بازار مالی از بین برود.

جدول (۲) نشان می‌دهد بانک‌ها به صورت مستقیم و غیر مستقیم حدود ۶۴ درصد از سهام شرکت‌های تامین سرمایه را در مالکیت خود دارند. این موضوع نشان دهنده آن است که شرکت‌های تامین سرمایه در ایجاد درآمد به سهامداران خود وابسته بوده و قسمتی از درآمدهای خود را به واسطه انعقاد قرارداد با اشخاص وابسته کسب می‌نمایند (حدود ۳۳٪ درآمدها در نتیجه معامله با اشخاص وابسته می‌باشد)^{۱۳}.

^{۱۲} همانطور که اشاره شد، علی‌رغم اهمیت فراوان شفاف بودن این نسبت‌ها و تبیین آن در گزارش‌های نظارتی سازمان بورس اما از سال ۱۳۹۲ این شاخص از سرفصل‌های این گزارشات خارج شده است.

^{۱۳} <http://www.yjc.ir/fa/news/5031908>

جدول (۲) ترکیب سهامداری شرکت های تامین سرمایه	
سهامداران	میانگین (درصد)
بانکی	۳۴
غیر مستقیم بانکی	۳۰
غیر بانکی	۳۶
جمع	۱۰۰

بستر حقوقی فعالیت

همانطور که ذکر شد شرکت های تامین سرمایه امکان انجام فعالیت های متعددی در بازار سرمایه را دارا می باشند. فارغ از شدت فعالیت ها در هریک از زمینه های ممکن، اخذ مجوز رسمی آن ها اولین گام در راستای شروع بکار بوده اما اقدامی جهت اخذ مجوز برای برخی از این موارد از جمله "مشاور سرمایه گذاری" صورت نگرفته است. از تاریخ ۱۳۹۴/۰۱/۳۱ طی بخشنامه ای، مجوز های فعالیت مشاور پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران، فرابورس ایران، بورس کالا و بورس انرژی با هم ادغام شده و فقط یک مجوز تحت عنوان مجوز مشاور پذیرش صادر می شود و کلیه نهادهای مالی ثبت شده نزد سازمان با دریافت این مجوز می توانند در تمامی بورس ها به عنوان مشاور پذیرش فعالیت نمایند. همچنین تاریخ اعتبار آخرین مجوز جدول ذیل وضعیت شرکت های تامین سرمایه را در اخذ سایر مجوز های فعالیت نشان می دهد:

جدول (۳) مجوز هایی که هر یک از شرکت های تامین سرمایه به تفکیک از سازمان اخذ نموده اند

نام شرکت تامین سرمایه	امین	نوین	ملت	امید	سپهر	آرمان	لوتوس پارسیان	کاردان	آباد مسکن
سبدگردانی	*	*	*	*	*	*	*	*	-
مشاور سرمایه گذاری	-	-	-	-	-	-	-	*	-
مشاور عرضه	*	*	*	*	*	*	*	*	*
مشاور پذیرش	*	*	*	*	*	*	*	*	*

(منبع: گزارش بازرسی سازمان بورس)

فعالیت های شرکت های تامین سرمایه

شرکت های تامین سرمایه مجوز فعالیت های متنوعی را دارند، اما این فعالیت ها از حجم یکسانی برخوردار نمی باشند. یکی از مهم ترین ابزارهای مورد استفاده، صندوق های سرمایه گذاری می باشد. در ذیل به تبیین جایگاه انواع این صندوق ها در ذیل شرکت های تامین سرمایه اشاره می شود.

الف. مدیریت دارایی:

شرکت های تامین سرمایه مدیریت تعداد ۳۶ صندوق سرمایه گذاری را بر عهده دارند که جدول (۳) تعداد و مجموع دارایی تحت مدیریت هر یک از آنها را نشان می دهد. همانطور که مشاهده می شود بیش از ۵۵ درصد از تعداد صندوق ها، صندوق با درآمد ثابت می باشد. جایگاه پرنسب صندوق های با درآمد ثابت تنها از حیث تعداد نبوده بلکه بیش از ۹۸ درصد از ارزش خالص دارایی های صندوق های سرمایه گذاری را بخود اختصاص داده است. از این رو کل ارزش خالص دارایی های صندوق های مختلف، در سهام، بازارگردانی و قابل معامله تحت مدیریت شرکت های تامین سرمایه کمتر از ۲ درصد از حجم کل را دارا می باشند. کیفیت پراکندگی دارایی ها حاکی از ریسک گریزی و البته تعامل قابل تامل صندوق ها با شرکت های تامین سرمایه و بانک ها می باشد.

جدول (۴) میزان سرمایه گذاری شرکت های تامین سرمایه در اوراق بهادار با درآمد ثابت را نشان می دهد. عمده سرمایه گذاری صندوق های سرمایه گذاری با مدیریت شرکت های تامین سرمایه، سرمایه گذاری در اوراق بهادار دارای مجوز از سازمان بورس می باشد. میزان سرمایه گذاری شرکت های تامین سرمایه در اوراق بهادار با درآمد ثابتی که خود آنها وظیفه بازارگردانی اوراق بهادار را برعهده دارند بعضاً رقم قابل توجهی است. بعضی از شرکت های تامین سرمایه در اوراق بهاداری سرمایه گذاری کرده اند که خود بازارگردان آنها نیز می باشند و در واقع شرکت های تامین سرمایه این صندوق ها را به منظور پوشش ریسک ناشی از بازارگردانی اوراق بهادار مدیریت می نمایند.

جدول (۳) صندوق‌های سرمایه‌گذاری تحت مدیریت شرکت‌های تامین سرمایه

ارزش خالص دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری											
ETF		بازارگردانی		مختلط		با درآمد ثابت		در سهام		کل	
تعداد	(میلیارد ریال)	تعداد	(میلیارد ریال)	تعداد	(میلیارد ریال)	تعداد	(میلیارد ریال)	تعداد	(میلیارد ریال)	تعداد	(میلیارد ریال)
۴	۴۰۱۸	۴	۷۰۶	۱	۱۱۰	۲۰	۲۸۷,۹۵۷	۷	۳۸۹	۳۶	۲۹۳,۱۸۰

(منبع: همان)

جدول (۴) میزان سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری تحت مدیریت شرکت‌های تامین سرمایه در اوراق بهادار با درآمد ثابت در پایان

اسفند ۱۳۹۴ - (ارقام به میلیارد ریال)

نسبت ستون ۲ به ۱	سرمایه‌گذاری صندوق‌های تحت مدیریت بازارگردان در اوراق مذکور	مبلغ اوراق بهادار با درآمد ثابت بازارگردانی شده توسط شرکت‌های تامین سرمایه
%۴۰	۳۵,۷۹۹	۸۸,۸۹۸

(منبع: همان)

ب. منابع درآمدی:

شرکت‌های تامین سرمایه فعالیت‌های متنوع و متعددی را انجام می‌دهند اما در عین حال معمولاً دارای یک فعالیت استراتژیک هستند که مزیت رقابتی آنها محسوب می‌گردد و بر روی آن تمرکز می‌کنند. به‌طور کلی درآمدهای عمده این شرکت‌ها عبارتند از:

۱. درآمد تعهد پذیرهنویسی

۲. درآمدهای مربوط به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار و سپرده بانکی

۳. درآمدهای مربوط به خدمات بازارگردانی اوراق بهادار

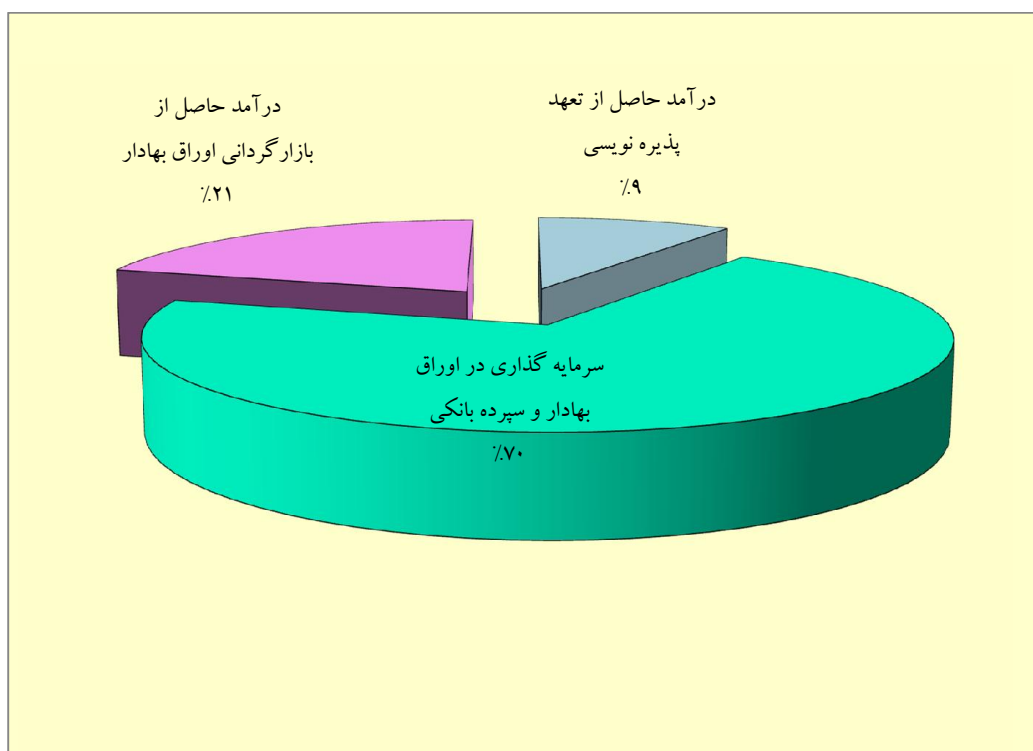
تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار به عنوان مهمترین فعالیت شرکت‌های تامین سرمایه و به‌عنوان فعالیت منحصر به فرد در بین نهادهای مالی محسوب می‌گردد. جدول ذیل وضعیت درآمدهای اصلی شرکت‌های تامین سرمایه در سنوات اخیر را نشان می‌دهد. همانطور که مشهود است سهم این بخش از درآمدهای شرکت‌های تامین سرمایه که می‌توان خاص‌ترین کارویژه این نهاد دانست، روند کاهشی داشته و به کمتر از ده درصد رسیده است.

جدول (۵) درآمدهای شرکت‌های تامین سرمایه از فعالیت‌های اصلی (ارقام به میلیون ریال):

شرح	۱۳۸۹	درصد	۱۳۹۰	درصد	۱۳۹۱	درصد	۱۳۹۲	درصد	۱۳۹۳	درصد	۱۳۹۴	درصد
درآمد حاصل از تعهد پذیرهنویسی	۱۱۹,۲۵۷	%۱۹	۱۸۳,۷۸۲	%۱۹	۶۴۱,۸۸۲	%۲۲	۱,۰۲۸,۸۱۸	%۲۶	۸۲۵,۵۰۱	%۱۴	۷۹۵,۰۰۸	%۹
سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار و سپرده بانکی	۵۱۲,۸۹۳	%۸۰	۷۳۰,۵۵۶	%۷۵	۱,۸۵۴,۰۲۵	%۶۳	۲,۶۵۰,۶۴۷	%۶۷	۳,۷۱۷,۱۳۴	%۶۳	۵,۹۶۳,۰۰۵	%۷۰
درآمد حاصل از بازارگردانی اوراق بهادار	۹,۳۰۶	%۱	۵۴,۳۴۲	%۵	۴۵۷,۲۸۰	%۱۵	۲۷۷,۵۳۳	%۷	۱,۳۸۱,۷۹۳	%۲۳	۱,۷۴۱,۲۲۷	%۲۱
جمع	۶۴۱,۴۵۶	%۱۰۰	۹۶۸,۶۸۰	%۹۹	۲,۹۵۳,۱۸۷	%۱۰۰	۳,۹۵۶,۹۹۸	%۱۰۰	۵,۹۲۴,۴۲۸	%۱۰۰	۸,۴۹۹,۲۴۰	%۱۰۰

(منبع: همان)

نمودار (۲) سهم انواع درآمدهای شرکت‌های تامین سرمایه از درآمدهای اصلی کسب شده در سال



جایگاه شرکت‌های تامین سرمایه در بازار سرمایه

پیوستگی و بهم تنیدگی نهادهای بازار سرمایه تفکیک نقش و جایگاه خاص هریک از نهادها را دشوار نموده است. با این حال این امر مانع از تحلیل نبوده و سه مولفه توزیع پراکندگی تامین مالی، سهم شرکت‌ها در تعهدپذیره نویسی و تعهد بازگانی در این بخش بررسی شده است:

الف. توزیع پراکندگی تامین مالی بوسیله اوراق بهادار

تأمین مالی صورت پذیرفته در بازار سرمایه طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ عمدتاً به صورت افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی و غیر بورسی بوده است و اوراق با درآمد ثابت منتشره (اوراق مشارکت شرکتی و اوراق اجاره) در ابتدای دوره مزبور سهمی از تأمین مالی شرکت‌ها و صنایع بورسی و غیربورسی نداشته است، ولی در سال‌های اخیر با طراحی و بکارگیری ابزارهای جدید در این حوزه، این اوراق نیز سهمی از تأمین مالی شرکت‌ها را تشکیل داده اند. همانطور که در جدول ذیل مشهود است، انتشار اوراق اجاره و مراحه در سال‌های گذشته و افزایش سرمایه سایر شرکت‌های ثبت شده نزد بورس بدون عملکرد بوده اند. انتشار سهام شرکت‌های سهامی عام در شرف تاسیس و با کاهش ۹۰ درصدی نسبت خود و با انتشار اوراق مشارکت شرکتی با کاهش ۷۵ درصدی نسبت خود حکایت از کاهش شدید سهم این اوراق در بازار دارد. در برابر این کاهش‌ها افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس با رشد ۴ ساله متوالی ۹۵ درصد از سهم بازار را تصاحب نموده است. در جدول (۶) ۱۴ تأمین مالی در بازار سرمایه به تفکیک تأمین مالی از محل انتشار سهام و انتشار اوراق بدهی آمده است:

۱۴ ر.ک. خلاصه گزارش تأمین مالی در بازار پول و سرمایه ایران و نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در آن (سال ۱۳۹۲)، اداره بازرسی نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار

جدول (۶) اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار (ارقام به میلیارد ریال)*														
سال ۱۳۹۲		سال ۱۳۹۱		سال ۱۳۹۰		سال ۱۳۸۹		سال ۱۳۸۸		سال ۱۳۸۷		سال ۱۳۸۶		شرح
درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	
۹۵	۲۴۳,۹۲۱	۸۳	۱۱۳,۹۵۰	۷۸	۸۲,۲۰۵	۴۲	۴۹,۵۵۳	۳۴	۱۱,۶۰۱	۸۹	۳۲,۱۰۰	۷۳	۱۵,۸۸۸	افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس
-	-	-	-	۱۵	۱۶,۱۱۸	۴۰	۴۵,۸۷۷	۱۲	۴,۱۵۸	۷	۲,۴۹۰	۱۲	۲,۷۱۰	افزایش سرمایه سایر شرکتهای ثبت شده نزد سازمان
۱	۳,۰۰۰	۱۰	۱۳,۹۰۰	۲	۲,۶۳۰	۶	۷,۳۲۰	۳۲	۱۱,۰۵۶	۴	۱,۶۰۰	۱۵	۳,۲۴۰	انتشار سهام شرکت های سهامی عام در شرف تأسیس
۹۶	۲۴۶,۹۲۱	۹۳	۱۲۷,۸۵۰	۹۵	۱۰۰,۹۵۳	۸۷	۱۰۲,۷۵۰	۷۸	۲۶,۸۱۵	۹۹	۳۶,۱۹۰	۱۰۰	۲۱,۸۳۸	جمع سهام منتشر شده
۱	۳,۲۰۰	۴	۵,۹۵۰	۱	۱,۰۰۰	۱۳	۱۴,۴۵۰	۲۲	۷,۵۰۰	۱	۴۰۰	-	-	انتشار اوراق مشارکت شرکتي
۳	8.913	۳	۳,۶۰۵	۴	۳,۴۱۶	۰	۲۹۱	-	-	-	-	-	-	انتشار اوراق اجاره
۰	۲۰۰	۰	۳۰۱	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	انتشار اوراق مریحه
۴	12.313	۷	۹,۸۵۶	۵	۴,۴۱۶	۱۳	۱۴,۷۴۱	۲۲	۷,۵۰۰	۱	۴۰۰	-	-	جمع اوراق بدهی منتشر شده
۱۰۰	259.234	۱۰۰	۱۳۷,۷۰۶	۱۰۰	۱۰۵,۳۶۹	۱۰۰	۱۱۷,۴۹۱	۱۰۰	۳۴,۳۱۵	۱۰۰	۳۶,۵۹۰	۱۰۰	۲۱,۸۳۸	جمع کل

(منبع: همان)

ب. سهم شرکت‌های تأمین سرمایه در تعهد پذیرهنویسی

یکی از وظایف اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه، تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار می‌باشد. در جدول (۷) سهم شرکت‌های تأمین سرمایه از تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار منتشره دارای مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۹۴ نشان داده شده است. به جز سهم پایین شرکت‌های تأمین سرمایه در تعهد پذیرهنویسی افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس که عمدتاً توسط سهامداران عمده آن شرکت‌ها انجام پذیرفته است، در سایر اوراق بهادار منتشره توسط سازمان شرکت‌های تأمین سرمایه عمدتاً سمت متعهد پذیره نویس را به خود اختصاص داده‌اند.

جدول (۷) سهم شرکت‌های تأمین سرمایه در تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار دارای مجوز از سازمان بورس (ارقام به میلیارد ریال):

نوع تأمین مالی	مبلغ اوراق بهادار منتشر شده با مجوز از سازمان	تعداد کل شرکت‌ها	سهم مبلغ تعهدپذیرهنویسی توسط شرکت‌های تأمین سرمایه از کل مبلغ منتشر شده		سهم تعداد شرکت‌هایی که شرکت‌های تأمین سرمایه متعهد پذیر نویس بوده اند از کل شرکت‌ها	
			مبلغ	درصد	تعداد	درصد
افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس از محل مطالبات و آورده نقدی	۱۹۵,۳۰۲	۱۰۴	۳۳,۷۲۶	۱۷	۱۰	۱۰
انتشار سهام شرکت‌های سهامی عام در شرف تأسیس	۳,۷۰۰	۲	۱,۷۵۰	۴۷	۱	۵۰
انتشار اوراق مشارکت	۵۲,۳۳۱	۳	۲,۳۳۱	۴,۵	۲	۶۷
انتشار اوراق اجاره	۱۰,۱۵۰	۳	۵,۱۵۰	۵۱	۲	۶۷
انتشار اوراق مرابحه	۵۰۰	۱	۵۰۰	۱۰۰	۱	۱۰۰
انتشار اوراق سلف	۱۳,۳۲۷	۱۳	۱۳,۳۲۷	۱۰۰	۱۳	۱۰۰
انتشار اوراق سفارش ساخت	۱,۶۲۹	۱	۱,۶۲۹	۱۰۰	۱	۱۰۰
جمع	۲۷۶,۹۳۹	۱۲۷	۵۸,۴۱۳	۲۱	۳۰	۲۴

* کل مبلغ افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی و فرابورسی ۳۱۱,۲۶۱ میلیارد ریال می‌باشد که از این مبلغ فقط ۱۹۵,۳۰۲ میلیارد ریال آن از محل مطالبات و آورده نقدی می‌باشد که نیاز به متعهد پذیرهنویسی دارد.

(منبع: همان)

همانطور که اشاره گردید از کارویژه‌های اساسی شرکت‌های تأمین سرمایه تعهد پذیرهنویسی و تعهد خرید اوراق بهادار در عرضه‌های ثانویه می‌باشد. این شرکت‌ها علاوه بر تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار منتشره با مجوز سازمان، تعهد اوراق منتشره با مجوز بانک مرکزی را نیز بر عهده می‌گیرند. جدول (۸) میزان اوراق بهادار (اعم از اوراق بدهی و سرمایه‌ای) که در بازار پول و بازار سرمایه منتشر شده و شرکت‌های تأمین سرمایه تعهد پذیرهنویسی آن اوراق را به عهده گرفته‌اند، تفکیک هر شرکت نشان می‌دهد. همانطور که مشهود است در سال ۱۳۹۴، حدود ۲۶ درصد از توان تعهد پذیرهنویسی شرکت‌های تأمین سرمایه، مصروف اوراق مشارکت منتشر شده از سوی بانک مرکزی گردیده است. سهامداری حداکثری بانک‌ها در این شرکت‌ها و به تبع آن اثرپذیری قابل توجه این شرکت‌ها از آنها، فرضیه اثرگذاری مستقیم این روابط بر کیفیت پراکندگی تعهدات شرکت‌های تأمین سرمایه را تقویت می‌کند. پرواضح است موقعیت نهادهای مذکور، بر منطق اقتصادی تصمیم‌گیری موثر خواهد بود. فارغ از تبعات اقتصادی این روابط، دفاع از حقوق سهامداران خرد امری غیرقابل چشم پوشی است، که باید توسط نهاد ناظر بازار پیگیری شود.

جدول (۸) تعهدات پذیره نویسی شرکت‌های تامین سرمایه در سال ۱۳۹۴ به تفکیک بازار پول و سرمایه (میلیارد ریال):

شرح	جمع	درصد
تعهدات پذیره نویسی اوراق بهادار منتشره با مجوز سازمان	۵۸,۴۱۵	٪۷۴
تعهدات اوراق بهادار با مجوز از بانک مرکزی	۲۱,۲۵۸	٪۲۶
کل تعهدات پذیره نویسی شده در سال ۱۳۹۴	۷۹,۶۷۳	٪۱۰۰
تعداد تعهدات پذیره نویسی شده در سال ۱۳۹۴	۴۱	

(منبع: همان)

ج. سهم شرکت‌های تأمین سرمایه در تعهدات بازارگردانی

تعهدات بازارگردانی اوراق بهادار نیز یکی دیگر از وظایف اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه می‌باشد که در جدول (۹) تعهدات بازارگردانی اوراق بهادار شرکت‌های تأمین سرمایه به تفکیک بازار پول و سرمایه نشان داده شده است. همانطور که در جدول پایین ملاحظه می‌گردد، ۴۶ درصد از توان بازارگردانی شرکت‌های تأمین سرمایه مصروف بازارگردانی اوراق بهادار با مجوز بانک مرکزی گردیده است.

جدول (۹) تعهدات بازارگردانی شرکت‌های تأمین سرمایه در پایان سال ۱۳۹۴ به تفکیک بازار پول و سرمایه (میلیارد ریال):

شرح	جمع	درصد
تعهدات بازارگردانی اوراق بهادار منتشره با مجوز سازمان	۸۹۶,۴۷	٪۵۴
تعهدات بازارگردانی اوراق بهادار با مجوز از بانک مرکزی	۴۱,۰۰۱	٪۴۶
جمع کل تعهدات بازارگردانی	۸۸,۸۹۸	٪۱۰۰
تعداد کل تعهدات بازارگردانی	۷۲	

(منبع: همان)

ریسک‌پذیری شرکت‌های تأمین سرمایه^{۱۵}

در کنار بازدهی سهام، یکی از مهمترین مولفه‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه از نگاه سرمایه‌گذاران میزان ریسک نهادهای مالی است. از دیدگاه موسسه Poor's & Standard^{۱۶}، شاخصه‌های ریسک در صنعت بانکداری سرمایه‌گذاری بسیار متفاوت از نهادهای سنتی وام‌دهنده است؛ بطوریکه بانکداری سرمایه‌گذاری عموماً در معرض ریسک و نوسان‌پذیری 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 باشند و ممکن است اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به آنها از بین برود و از این رو شرکت‌های این صنعت در معرض ورشکستگی بالاتری قرار دارند. در حقیقت عملکرد مالی شرکت‌های تأمین سرمایه به موقعیت و چرخه تجاری بازار سرمایه وابسته است که از لحاظ حجم عملیات و فرآیند کشف قیمت ذاتاً از چرخه تجاری برخوردار است. چشم‌انداز نامطمئن اقتصادی نسبت به بازارهای مالی و گستردگی میزان ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در نوسان فعالیت بانکهای سرمایه‌گذاری نقش عمده‌ای ایفا می‌کند. علاوه بر این، بانک‌های تأمین سرمایه بزرگ با اهرم مالی بالا، در معرض ریسک‌های اعتباری و بازار قرار دارند که منجر به کاهش ارزش بسیار سریع دارایی آنها می‌شود. بانک‌های سرمایه‌گذاری با جوهی سروکار دارند که برخلاف سپرده در بانک‌های تجاری، تضمین نشده‌اند و در نتیجه موجب به‌وجود آمدن اهرم مالی بسیار بالا و زیان‌های احتمالی ناشی از شرایط بازار شده و در نهایت این شرکت‌ها را در شرایط عدم ثبات بیشتری نسبت به بانک‌های سنتی قرار می‌دهد.

^{۱۵} خلاصه گزارش تأمین مالی در بازار پول و سرمایه ایران و نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در آن، ۱۳۹۲

^{۱۶} این مطالعه پس از بحران مالی اخیر و در سال ۲۰۱۱ توسط موسسه مذکور انتشار یافته است، بخشی از ترجمه این گزارش در لینک زیر قابل دسترسی است:

بحران مالی اخیر موجب شد تا موسسه "S & P" برای رتبه‌بندی بانک‌ها معیارهای دیگری را نیز در نظر بگیرد به طوریکه ریسک بالاتری برای خدمات بانکداری سرمایه‌گذاری نسبت به خدمات بانک‌های تجاری، متصور است. در مقایسه با فعالیت بانک‌های تجاری، موسسات تأمین سرمایه نوسان بیشتر در درآمد، انعطاف‌پذیری کمتر در هزینه‌های عملیاتی و پیچیدگی و ابهام بیشتری دارند. این عوامل به نظر موسسه "اس اند پی" موجب اختصاص امتیاز جداگانه‌ای به ریسک این صنعت می‌شود.

علاوه بر این بانک‌های سرمایه‌گذاری پیشگام در نوآوری‌ها و ارائه محصولات و ساختارهای جدید مالی هستند که فرآیند مدیریت ریسک را دشوارتر می‌سازد؛ زیرا در این فرآیند از مدل‌های ریاضی و مفروضاتی استفاده می‌شود که مبتنی بر داده‌های تاریخی با فراوانی اندک هستند و حتی ممکن است دارای همبستگی باشند. لذا این پیچیدگی بوجود آمده، همراه با معاملات انجام گرفته بی‌شمار در این شرکت‌ها و نیاز به اخذ استراتژی‌های لازم در این زمینه، موجب کاهش شفافیت مالی از جانب سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران می‌شود که در نهایت به عکس‌العمل منفی در بازار منجر خواهد شد.

فاصله مشهودی بین مقررات‌گذاری حوزه ریسک بین نهادهای ناظر داخلی و نهادهای بازارهای مالی پیشرفته دنیا مشهود است. فارغ از توانایی و تجربه، حجم و گستردگی بازار، سابقه طولانی، اثرگذاری در نظام تأمین مالی و ... را می‌توان از دلایل این اختلاف برشمرد. پرواضح است وجود این شکاف، ابزارهای بررسی و تحلیل را محدودتر می‌سازد. نسبت میزان تعهدات و بدهی‌های این شرکت‌ها در دسترس‌ترین اطلاعات مرتبط در این زمینه است که می‌تواند یکی از معیارهای این بررسی باشد.

به دلیل ماهیت خاص شرکت‌های تأمین سرمایه که نیاز به دارایی‌هایی با نقدشوندگی بالا دارند، بررسی ترازنامه تجمیعی شرکت‌های تأمین سرمایه در ایران به روشنی نشان می‌دهد که دارایی جاری بخش عمده دارایی‌های آنها را تشکیل می‌دهد. همچنین بیش از ۵۷ درصد از دارایی‌های شرکت از محل حقوق صاحبان سهام تأمین مالی شده است که نشان دهنده ریسک مالی پایین آنها می‌باشد.

با توجه به اینکه شرکت‌های تأمین سرمایه در راستای اجرای موضوع فعالیت خود، تعهدات مختلفی را می‌پذیرند. جدول (۱۰) تعهدات و بدهی‌های احتمالی شرکت‌های تأمین سرمایه در سال ۱۳۹۲ را نشان می‌دهد.

جدول (۱۰) تعهدات و بدهی‌های احتمالی شرکت‌های تأمین سرمایه - (ارقام به میلیون ریال)

میزان تعهد بازار گردانی اوراق بهادار با درآمد ثابت	میزان سرمایه	نسبت تعهد به سرمایه
22,202,471	10,310,000	%۲۱۵

(منبع: همان)

نسبت کل تعهدات و بدهی‌های احتمالی به سرمایه ثابت و پرداخت شده شرکت‌های تأمین سرمایه ۲۱۵٪ می‌باشد. که بدان معنی است که در ازای هر یک ریال سرمایه ۲,۱۵ ریال تعهدات و بدهی‌های خارج از ترازنامه برای این شرکت‌ها وجود دارد.

صورت سود و زیان شرکت‌های تامین سرمایه

میزان سود و زیان شرکت‌ها و بالاخص خالص سود دریافتی، عینی ترین شاخص مدنظر سهامداران در تصمیمات اقتصادی شان است. هرچند که فعالان بازار سرمایه امکان دسترسی به صورت‌های مالی غالب شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار را دارند، اما شرکت تامین سرمایه مانند محدود نهاد‌های دیگر بازار سرمایه از این امر مستثنی هستند. این محدودیت موجب شده است تا اطلاعات تجمیعی ارائه شده توسط بخش نظارت سازمان بورس مبنای تحلیل قرار گیرد.

بررسی صورت سود و زیان شرکت‌های مذکور حاکی از سهم حداکثری سرمایه گذاری این شرکت‌ها در کم ریسک ترین دارایی هاست. علی‌رغم اینکه انتظار می‌رود شرکت‌های تامین سرمایه نقش پررنگی در مهمترین کارویژه خود؛ تعهد پذیره نویسی فعالیت نمایند، اما متأسفانه این کارویژه کمترین میزان را در بین سایر شئون داشته است. بنظر می‌رسد خرید اوراق بهادار و سپرده گذاری در بانک‌ها ساده‌ترین و دورازنظرترین فعالیتی است که از بانک‌های سرمایه‌گذاری می‌توان انتظار داشت.

بازده حقوق صاحبان سهام، از جمله مهمترین مولفه‌های مورد رصد توسط سهامداران شرکت‌هاست. صورت سود و زیان شرکت‌های تأمین سرمایه نشان می‌دهد که بازده حقوق صاحبان سهام شرکت های تأمین سرمایه پایین بوده است (بطور متوسط ۲۴٪). جدول ذیل وضعیت مقایسه‌ای صورت سود و زیان این شرکت‌ها را نشان می‌دهد:

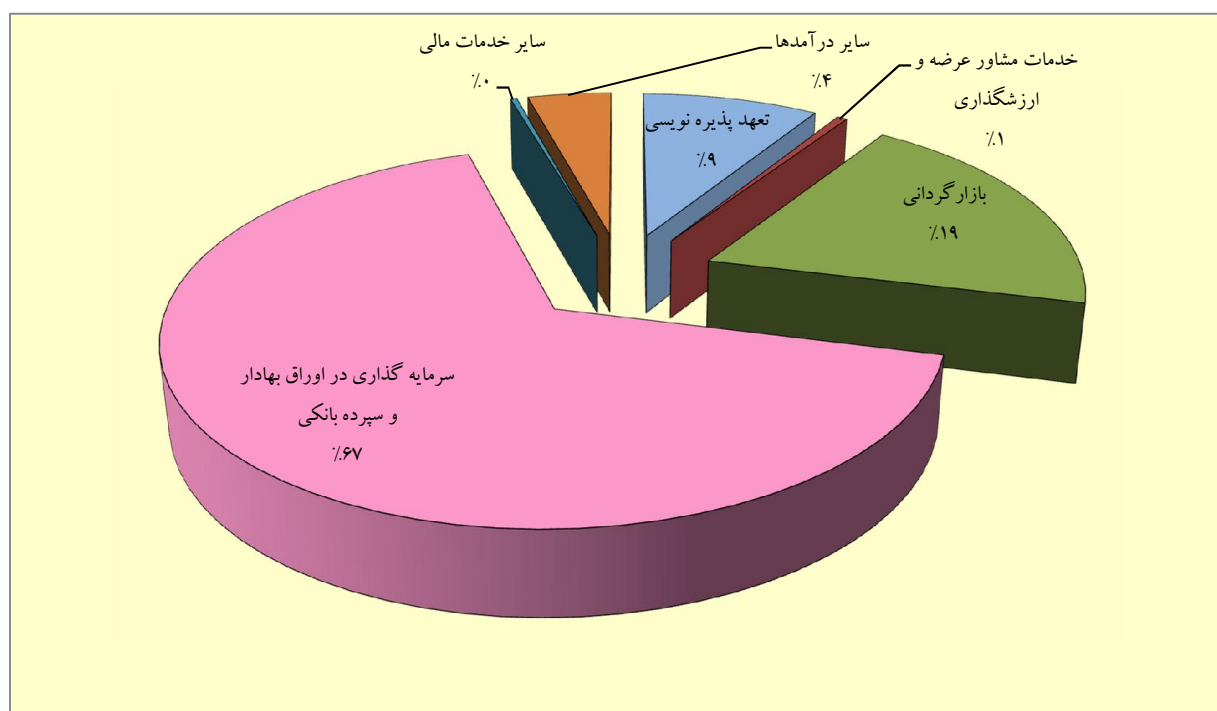
جدول (۱۱) صورت سود و زیان تجمیعی - شرکت‌های تامین سرمایه در سال ۱۳۹۴ (ارقام به میلیون ریال)

شرح	جمع	درصد نسبت به درآمد کل
تعهد پذیره نویسی	۷۹۵,۰۰۸	۹٪
بازارگردانی	۱,۷۴۱,۲۲۷	۱۹٪
سرمایه گذاری در اوراق بهادار و سپرده بانکی	۵,۹۶۳,۰۰۵	۶۷٪
سایر درآمدها*	۴۵۰,۰۴۳	۵٪
جمع درآمدها	۸,۹۴۹,۲۸۳	۱۰۰٪
هزینه های عمومی و اداری	(۶۰۹,۳۳۷)	۷٪-
هزینه های مالی	(۵۴۱,۵۹۵)	۶٪-
خالص سایر درآمدها و هزینه ها	(۷۶۶,۸۶۲)	۹٪-
سود قبل از مالیات	۷,۰۳۱,۴۸۹	۷۶٪
مالیات بر درآمد	(۲۴۲,۶۲۶)	۳٪-
سود خالص	۶,۷۸۸,۸۶۳	۷۶٪
بازده حقوق صاحبان سهام	۲۴٪	-

*سایر درآمدها شامل، خدمات مشاور عرضه و ارزشگذاری و سایر خدمات مالی می‌باشد.

(منبع: همان)

نمودار (۳) ترکیب درآمدی شرکت‌های تامین سرمایه از کل درآمدها در سال ۱۳۹۴



(منبع: همان)

اثربخشی شرکت‌های تامین سرمایه از بازار پول

در شرایط کنونی بازارهای پول و سرمایه غالب بنگاه‌های اقتصادی به سمت استفاده از منابع بانکی سوق یافته اند. به این معنی که به عنوان مثال کمتر بنگاه اقتصادی وجود دارد که با انتشار اوراق مشارکت اقدام به تأمین مالی کند. این بنگاه‌ها این تفکر را دارند که این روش پر هزینه و پر دردسر بوده و علاوه بر آن امکان عدم بازپرداخت آن وجود ندارد و اکثر بنگاه‌های امکان ادعای پرداخت فصلی سود اوراق مشارکت را ندارند، زیرا این موضوع وضعیت اسمی بنگاه در بازار را متاثر می‌سازد. حال آنکه همان بنگاه به راحتی منابعی را از بانک اخذ نموده و بستر عدم بازپرداخت تسهیلات هم مهیاتر می‌باشد. چراکه بعد از گذشت چند سال و با مذاکره آنها را استمهال می‌کند. در واقع مشکلاتی که در بازار پول وجود دارد و عزم جدی برای حل آنها وجود ندارد بر روشهای تأمین مالی در بازار سرمایه و انگیزه متقاضیان سایه انداخته است.

در سالهای ابتدایی انتشار اولین اوراق مشارکت با گواهی‌های سپرده و انواع صکوک این اوراق در فضای رقابتی بسیار شدید و ظرف مدت کوتاهی به فروش می‌رسید و وقتی به مطالعه آمار فروش پرداخته میشد تعداد خریداران خرد بسیار زیاد بود اما سابقه عملکرد اخیر این اوراق حاکی از آنست که در صورت عرضه صرفاً توسط متعهدان پذیره نویس خریداری میشوند و پس از آن با نرخهای ترجیحی بسیار بالا به مشتریان فروخته می‌شوند. نکته قابل تأمل اینکه از جمله مشتریان ثانویه این اوراق بانکها یا شرکتهای بزرگ هستند که غالباً باهدف بلند مدت اقدام به خرید نمی‌کنند و نرخ مورد انتظار آنها نیز با نرخ بین‌بانکی و نرخ سودسپرده‌های روزشمار مقایسه می‌شود. این موضوع باعث افزایش نرخ موثر این روش‌های تامین مالی و فشار به ناشران/بانیان و بازارگردانان این اوراق شده است.^{۱۷}

^{۱۷} تأمین مالی مدرن همگام با تقویت تأمین سرمایه ها، سولماز وزیرزاده، بورس، شماره ۱۱۶، مهر ۱۳۹۳

جمع‌بندی و ارائه پیشنهادها

آسیب‌شناسی و تحلیل جایگاه شرکت‌های تامین سرمایه در بازار سرمایه ایران دارای ابعاد متعددی از جمله؛ عوامل بیرونی، سهامداران، عملکرد، ریسک و شفافیت می‌باشد. در این مطالعه پس از ترسیم نقشه زمانی و موقعیتی این شرکت‌ها در بازار سرمایه به ارائه آمار و اطلاعات و مطالعه مهمترین آسیب‌های آن‌ها پرداخته شد. اهم مشکلات بازار به صورت خلاصه عبارتند از:

- اثرات جانبی منفی بازار پول: وجود مشکلات متعدد در بازار پول، و عدم وجود عزم جدی برای حل آنها بر روشهای تامین مالی در بازار سرمایه و انگیزه متقاضیان سایه انداخته است. فعالین اقتصادی تامین مالی از طریق اوراق را پر هزینه و پر دردسر و بازپرداخت فصلی سود اوراق را غیرممکن می‌دانند، این مساله در کنار سابقه وجود بستر عدم بازپرداخت معوقات بانکی (که بنگاه با کمترین دشواری قانونی می‌تواند تسهیلاتی اخذ نموده و مدتها بازپرداخت آن را به تعویق بیندازد) انگیزه سهامداران را در بکارگیری این نهاد کاسته است.
- حاکمیت سهامداران کلان: سهامداری عمده بانک‌ها (سهم ۶۴ درصدی) علاوه بر اینکه پتانسیل خوبی برای این شرکت‌ها به منظور استفاده از فرصت‌های سیستم بانکی به وجود می‌آورد؛ موجب گردیده تا شرکت‌های تامین سرمایه به سمت تامین مالی از طریق بازار پول گرایش بیشتری داشته و البته انگیزه کافی برای خلاقیت در استفاده از سایر ظرفیتهای موجود در بازار مالی از بین برود. سهامداری حداکثری بانک‌ها در این شرکت‌ها و به تبع آن اثرپذیر قابل توجه این شرکت‌ها، فرضیه اثرگذاری مستقیم این روابط بر کیفیت پراکندگی تعهدات شرکت‌های تامین سرمایه را تقویت می‌کند.
- وابستگی به سهامداران: بانک‌ها به صورت مستقیم و غیر مستقیم حدود ۶۴ درصد از سهام شرکت‌های تامین سرمایه را در مالکیت خود دارند. این موضوع نشان دهنده آن است که شرکت‌های تامین سرمایه در ایجاد درآمد به سهامداران خود وابسته بوده و قسمتی از درآمدهای خود را به واسطه انعقاد قرارداد با اشخاص وابسته کسب می‌نمایند (حدود ۳۳٪ درآمدها در نتیجه معامله با اشخاص وابسته می‌باشد)
- ریسک‌گریزی شرکت‌های تامین سرمایه: جایگاه پررنگ صندوق‌های با درآمد ثابت تنها از حیث تعداد نبوده بلکه بیش از ۹۸ درصد از ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری را به خود اختصاص داده است. از این رو کل ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌های مختلط، درسهم، بازارگردانی و قابل معامله تحت مدیریت شرکت‌های تامین سرمایه کمتر از ۲ درصد از حجم کل را دارا می‌باشند. کیفیت پراکندگی دارایی‌ها حاکی از ریسک‌گریزی و البته تعامل قابل تامل صندوق‌ها با شرکت‌های تامین سرمایه و بانک‌ها می‌باشد.
- نابسامانی عملکرد (شرکت تامین سرمایه و اجزاء تحت مدیریت): بازده حقوق صاحبان سهام، از جمله مهمترین مولفه‌های مورد رصد توسط سهامداران شرکت‌هاست. صورت سود و زیان شرکت‌های تامین سرمایه نشان می‌دهد که بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های تامین سرمایه پایین بوده است (بطور متوسط ۲۴٪). تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار به عنوان مهمترین فعالیت شرکت‌های تامین سرمایه و به عنوان فعالیت منحصر به فرد در بین نهادهای مالی محسوب می‌گردد. سهم این بخش از درآمدهای شرکت‌های تامین سرمایه که می‌توان خاص‌ترین کارویژه این نهاد دانست، روند کاهشی داشته و به کمتر از ده درصد رسیده است.
- عمده سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری با مدیریت شرکت‌های تامین سرمایه، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دارای مجوز از سازمان بورس می‌باشد. میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های تامین سرمایه در اوراق بهادار با درآمد ثابتی که خود آنها وظیفه بازارگردانی اوراق بهادار را برعهده دارند بعضاً رقم قابل توجهی است. بعضی از شرکت‌های تامین سرمایه در اوراق بهاداری سرمایه‌گذاری کرده‌اند که خود بازارگردان آنها نیز می‌باشند و در واقع شرکت‌های تامین سرمایه این صندوق‌ها را به منظور پوشش ریسک ناشی از بازارگردانی اوراق بهادار مدیریت می‌نمایند.
- آسیب‌پذیری و نقصان قانون‌گذاری: به دلیل ماهیت خاص شرکت‌های تامین سرمایه که نیاز به دارایی‌هایی با نقدشوندگی بالا دارند، بررسی ترازنامه تجمیعی شرکت‌های تامین سرمایه در ایران به روشنی نشان می‌دهد که دارایی جاری بخش عمده دارایی‌های آنها را تشکیل می‌دهد. همچنین بیش از ۵۷ درصد از دارایی‌های شرکت از محل حقوق صاحبان سهام تامین مالی شده است. هرچند که این

نسبت نشان دهنده ریسک مالی پایین آنها می‌باشد، اما وقوع بحران مالی اخیر در جهان، و مقررات گذاری‌های بعد از آن بیانگر نقصان رویکردهای تقنینی، نظارتی و مدیریتی بر اجزاء بازارهای مالی توسعه یافته می‌باشد، اما متأسفانه اصلاحات ساختاری معادل در بازار سرمایه ایران مشاهده نشده است.

- ریسک‌گریزی؛ مقدم بر وظایف نهاد ناظر بر شرکت‌های تامین سرمایه در کنترل میزان ریسک این شرکت‌ها، ریسک‌پذیری و خلاقیت بخشی از ذات نهادهای بازار سرمایه محسوب می‌شود. بررسی صورت سود و زیان شرکت‌های مذکور حاکی از سهم حداکثری سرمایه گذاری این شرکت‌ها در کم ریسک‌ترین دارایی‌هاست. علی‌رغم اینکه انتظار می‌رود شرکت‌های تامین سرمایه نقش پررنگی در مهمترین کارویژه خود؛ تعهد پذیره نویسی داشته باشند، اما متأسفانه این کارویژه کمترین میزان را در بین سایر شئون داشته است. به نظر می‌رسد خرید اوراق بهادار و سپرده‌گذاری در بانک‌ها ساده‌ترین و دوزخ نظرترین فعالیتی است که از بانک‌های سرمایه‌گذاری می‌توان انتظار داشت.
- شفافیت ناقص: میزان سود و زیان شرکت‌ها و بالخصوص خالص سود دریافتی، عینی‌ترین شاخص مدنظر سهامداران در تصمیمات اقتصادی شان است. هرچند که فعالان بازار سرمایه امکان دسترسی به صورت‌های مالی غالب شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار را دارند، اما شرکت تامین سرمایه مانند معدود نهادهای دیگر بازار سرمایه از این امر مستثنی هستند. این محدودیت موجب شده است تا اطلاعات تجمیعی ارائه شده توسط بخش نظارت سازمان بورس مبنای تحلیل قرار گیرد.

پیشنهادهای:

تحلیل آسیب‌های موجود بیانگر نقش مهم و تاثیرگذار شرکت‌های تامین سرمایه و نهاد قانونگذار و ناظر در اصلاح نقاط ضعف موجود است. برداشتن موانع شفافیت، به‌روز شدن مقررات نظارت، مدیریت سهامداری بانک‌ها و سرمایه‌گذاران کلان از مهمترین وظایف نهاد ناظر در این حوزه است. شرکت‌های تامین سرمایه نیز می‌توانند با فراهم نمودن مقدمات رشد، خلاقیت و بهره‌وری و مدیریت اجزاء ذیل خود، زمینه جذب سرمایه‌گذاران بیشتری را فراهم سازند.

منابع و مأخذ

- ضرورت بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت‌های تأمین سرمایه) در بازار سرمایه کشور، ابراهیم عباسی، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات اقتصادی، ۱۳۸۷، مسلسل ۹۲۳۱
- خلاصه گزارش تأمین مالی در بازار پول و سرمایه ایران و نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در آن (سال ۱۳۹۲)، اداره بازرسی نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار
- تأمین مالی مدرن همگام با تقویت تأمین سرمایه‌ها، سولماز وزیرزاده، بورس، شماره ۱۱۶، مهر ۱۳۹۳
- <http://www.yjc.ir/fa/news/5031908>
- <http://www.boursenews.ir/fa/news/46515>