



## رتبه‌بندی سازوکارهای عملیاتی و مقرراتی ارتقا نقش و جایگاه شرکت‌های تامین سرمایه در بازار سرمایه کشور

حامد تاجمیر ریاحی<sup>۱</sup>  
سعید اخوندی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۲/۰۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۲۰

### چکیده

در حال حاضر مهم‌ترین نهاد رسمی تأمین مالی در بازار سرمایه شرکت‌های تأمین سرمایه بوده که از آغاز فعالیت آن‌ها یک دهه می‌گذرد؛ اما این شرکت‌ها با چالش‌هایی در بعدهای مالی، عملیاتی و مقرراتی مواجه هستند. شناخت دقیق این مشکلات و آسیب‌ها می‌تواند به افزایش بازدهی و رشد و توسعه بیشتر نظام مالی و اقتصادی کشور ایران کمک بسیاری نماید و در پیاده‌سازی سیاست‌های مالی و اقتصادی با تمرکز بر افزایش رشد و ارتقای ثبات اقتصادی مؤثر واقع شود. در این پژوهش پس از انجام مطالعات کتابخانه‌ای و از طریق مصاحبه با خبرگان این حوزه و با استفاده از روش تحلیل مضمون داده، ۴۹ راهکار عملیاتی و مقرراتی شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه ایران حاصل شد و در آخر با روش Topsis این راهکارها رتبه‌بندی شدند. بر اساس نتایج این پژوهش، سازوکارها در ۷ رسته دسته‌بندی شدند: ۱. عدم انگیزه و رقابت‌پذیری ۲. ضعف قوانین و موانع مقرراتی ۳. خود مدیریتی و تحمیل خواسته به بانی ۴. نظارت حاکمیتی ناکارآمد ۵. فرهنگ، چرخه و نظام مالی معیوب ۶. آسیب ساختاری و مدیریت ۷. عوامل زمینه‌ای. به نهادهای ناظر در بازار سرمایه و همچنین بازار پول توصیه می‌شود در جهت ارتقا و رشد بازار سرمایه و ارتقا نقش و جایگاه شرکت‌های تأمین سرمایه نتایج حاصل را به کار گیرند.

**واژه‌های کلیدی:** شرکت تأمین سرمایه، آسیب‌شناسی، تأمین مالی، بازار سرمایه.

طبقه بندی JEL: G18, G21, G24, G28, G34, G38

۱ گروه آموزشی اقتصاد و بانکداری اسلامی، دانشکده اقتصاد، دانشگاه خوارزمی تهران، ایران، (نویسنده مسئول) h.tajmir@khu.ac.ir

۲ گروه معارف اسلامی و مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران، Akhoundi.sd@gmail.com



## ۱- مقدمه

هدف بازارهای مالی در عالی‌ترین سطح، تسهیل حرکت و انتقال وجوه از پس‌انداز کنندگان و دارندگان مازاد وجوه به سرمایه پذیران و نیازمندان وجوه است. هر چه سرمایه در بازارهای مالی سریع‌تر، کارتر و با هزینه کم‌تری حرکت کند، بازار مالی به هدف خود نزدیک‌تر می‌شود. یکی از ابتکارات بازارهای مالی برای تحقق این امر، ایجاد و توسعه واسطه‌های مالی است که هر یک به نحوی این فرآیند را انجام می‌دهند. یکی از این واسطه‌های مالی، شرکت‌های تأمین سرمایه است که در جهان به «بانکداری سرمایه‌گذاری» معروف هستند. به‌طور کلی «بانکداری سرمایه‌گذاری»<sup>۱</sup> را می‌توان عنصری در راستای کمک به بازار سرمایه دانست. کارکرد اصلی بانکداری سرمایه‌گذاری در واسطه‌گری وجوه برای کمک به بازار سرمایه است (ال براسی، ۲۰۲۰: ۸). به عبارت ساده‌تر کار ویژه اصلی بانکداری سرمایه‌گذاری انتقال منابع مالی صاحبان سرمایه به تولیدکنندگان نیازمند سرمایه است.

مؤسسات مالی، یکی از ارکان اساسی بازارهای مالی هستند که با قرار گرفتن در نقش واسطه بین دارندگان منابع مالی مازاد و نیازمندان به منابع مالی، انتقال وجوه و دارایی‌های مالی را تسهیل و ریسک‌های بازار را کاهش می‌دهند. واسطه‌های مالی، در بازار توسعه‌یافته اوراق بهادار، به‌عنوان نهادهای اجرایی و عملیاتی بازار و با برخورداری از کارکردی چندمنظوره، نقش مهمی را در مجموعه وظایف و فعالیت‌های بازار بر عهده‌دارند. واسطه‌های مالی با ایجاد تسهیلات مختلف و متعدد، استفاده از دانش و تخصص حرفه‌ای و نیز استفاده از توان عملیاتی بالایی که دارند، تشکیل پس‌انداز، تأمین منابع مالی و تخصیص آن‌ها به کسب‌وکارهای مولد و اقتصادی را بهینه می‌سازند و با این کارکرد، کارایی بازار را ارتقاء می‌دهند. (غلامی جمکرانی و همکاران، ۱۴۰۱)

تهیه و تنظیم فعالیت‌های واسطه‌های مالی، در حوزه‌های مختلفی مانند اعطا یا لغو مجوز ثبت، تأسیس، فعالیت و تداوم فعالیت آن‌ها مستلزم وجود معیارهایی درباره صلاحیت، برخورداری از دانش، منابع و مهارت‌های لازم و کفایت سرمایه واسطه موردنظر، تضمین رفتار منصفانه، صادقانه و حرفه‌ای با مشتریان، رعایت قوانین و مقررات، تفکیک صحیح وظایف و مسئولیت‌ها، نحوه نگهداری حساب‌ها و وجوه مشتریان و مواردی از این قبیل است. شرکت‌های تأمین سرمایه، در گروه شرکت‌های اوراق بهادار طبقه‌بندی می‌شوند که خود شامل کارگزاری‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه است. بنگاه‌های اقتصادی امکان انتشار و عرضه عمومی اوراق بهادار بدون کمک شرکت‌های تأمین سرمایه را دارند اما در عمل، بیشتر این شرکت‌ها از خدمات این‌گونه شرکت‌ها استفاده می‌کنند. (مگینسون، ۲۰۰۸)

شرکت‌های تأمین سرمایه، سرمایه‌گذار یا بانک نیستند یعنی نه مانند بانک‌های تجاری و صندوق‌های پس‌انداز، سپرده دیگران را جمع می‌کنند و نه وجوه خود را برای سرمایه‌گذاری اختصاص می‌دهند. (لانوتا، ۲۰۱۰)

---

<sup>۱</sup>بانکداری سرمایه‌گذاری ترجمه Investment Banking است که در ایران با عنوان شرکت‌های تأمین سرمایه شناخته می‌شوند. مترادف این واژه بانکداری مرچنت، Merchant Banking است که در گذشته در انگلستان برای تمییز بانکداری سرمایه‌گذاری از بانکداری تجاری به کار گرفته می‌شد. با ورود بانکداری سرمایه‌گذاری آمریکا به اروپا و به ویژه انگلستان در حال حاضر در تمام دنیا بانکداری سرمایه‌گذاری با عنوان Investment Banking شناخته می‌شود در برخی از متون مرتبط این تعریف با اشاره به شاخه‌ای از بانکداری سرمایه‌گذاری به کار رفته که در آن بانکداران سرمایه‌گذاری با سرمایه خود و بدون واسطه به و با خود خدمات بانکداری سرمایه‌گذاری به ویژه تأمین مالی ساختاردهی مجدد و به ویژه M & A در سطح بین‌الملل ارائه می‌دهند.

این صنعت، بسیار رقابتی است و تغییرات قانونی، آزادسازی‌ها، جهانی‌شدن و پیشرفت‌های فناوری، روزبه‌روز آن را دگرگون می‌سازد. فعالیت عمده شرکت‌های تأمین سرمایه، در بازار اولیه است؛ در حالی که کارگزاری‌ها، عمدتاً به فعالیت در بازار ثانویه اشتغال دارند. البته امروزه مرز بین فعالیت‌های کارگزاری و شرکت‌های تأمین سرمایه در حال از بین رفتن است و مؤسسات مالی بزرگ، هر دو فعالیت‌ها را ارائه می‌نمایند. امروزه، صنعت خدمات مالی، تلفیق و هم‌گرایی بسیار بالایی را تجربه می‌کند و مؤسسات خدمات مالی طیف بسیار گسترده‌ای از خدمات و محصولات مالی را ارائه می‌نمایند که این پدیده خود، شدت رقابت را در دنیای خدمات مالی افزایش داده است. (کاباران زاد قدیم و همکاران، ۱۴۰۱)

شرکت‌های تأمین سرمایه در دنیا «بانک‌های سرمایه‌گذاری» نامیده می‌شوند و مهم‌ترین فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری عبارت است از پذیرهنویسی و عرضه عمومی سهام، اوراق قرضه و سایر اوراق بهادار. (فلوریت، ۲۰۰۸)

مقررات شرکت‌ها به معنی مجموعه‌ای از قوانین (دائمی یا موقت) است که اشکال و حدود فعالیت و سازمان داخلی و خارجی شرکت و همچنین وضعیت قانونی نمایندگان را تنظیم می‌کند. مقررات توسط نهادهای ناظر مطابق با اصول و مقررات مندرج در قانون اساسی و سایر قوانین تعیین می‌شود؛ بنابراین، مقررات می‌تواند بدون نظارت قانون اساسی لغو شود. این مفهوم همچنین به معنی مجموعه‌ای از قوانینی است که روش برای فعالیت‌های سازمان‌های دولتی، سازمان‌ها و مؤسسات را تعیین می‌کند.

نیاز بنگاه‌های اقتصادی فعال به منابع مالی، توسط دو بازار پول و سرمایه به سهم‌های متفاوت، پاسخ داده می‌شود. در حال حاضر مهم‌ترین نهاد رسمی تأمین مالی در بازار سرمایه شرکت‌های تأمین سرمایه بوده که از آغاز فعالیت آن‌ها یک دهه می‌گذرد؛ اما این شرکت‌ها با چالش‌هایی در بعدها مالی، عملیاتی و مقرراتی مواجه هستند. شناخت دقیق این مشکلات و همچنین ارائه راهکارهای عملیاتی و مقرراتی در این خصوص می‌تواند به افزایش بازدهی و رشد و توسعه بیشتر نظام مالی و اقتصادی کشور ایران کمک بسیاری نماید و در پیاده‌سازی سیاست‌های مالی و اقتصادی با تمرکز بر افزایش رشد و ارتقای ثبات اقتصادی مؤثر واقع شود.

### ادبیات پژوهش

در بازار سرمایه ایران درحالی‌که ایرادهایی در زمینه‌های سیاست‌گذاری و همچنین قوانین و مقررات بالادستی شرکت‌های تأمین سرمایه وارد می‌شود، تا به حال پژوهش‌های مدونی در رابطه با آسیب‌شناسی و حل مشکلات عملیاتی و مقرراتی شرکت‌های تأمین سرمایه انجام نشده است و به‌صورت چندین پژوهش در سازمان بورس و اوراق بهادار، دبیرخانه کمیته‌های تخصصی اتاق ایران و همچنین مصاحبه‌های رسانه‌ای مورد توجه قرار گرفته بوده است. با این وجود یافتن و ارائه راهکار برای این رکن از نظام مالی و اقتصادی ایران نیازمند پژوهش‌ها و مباحثات گسترده علمی و عملی و ارائه راه‌حل‌های عملیاتی به دستگاه‌های ذی‌صلاح است. در این پژوهش نظرات خبرگان دریافت شده است سپس با مطالعات کتابخانه‌ای سعی گردیده است تحلیل کامل و شاملی از راهکارهای عملیاتی و مقرراتی به مراجع ذی‌ربط ارائه شود.

سابقه پژوهش در این موضوع با توجه به جدید بودن آن بسیار کم هست و بیشتر به صورت مصاحبه و گزارش‌های کوتاه در دسترس است که همین امر دلالت بر اهمیت این پژوهش و نوآور بودن آن دارد. مواردی از سابقه پژوهش‌های سایر پژوهشگران در این حوزه تقدیم می‌گردد.

مرزبان و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی عملکرد بانک‌های سرمایه‌گذاری در جهان و مقایسه آن با بانک‌های سرمایه‌گذاری در ایران در راستای توسعه تأمین مالی در بازار سرمایه پرداختند. پژوهشگران در این پژوهش به این نکته اشاره دارند که نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در انتقال منابع مالی به بنگاه‌های اقتصادی با بالاترین سطح کارایی تخصیصی و عملیاتی را می‌توان مورد توجه قرار داد و باید یادآور شد که بانک‌ها به دلیل نوع منابع جذب شده در قالب سپرده‌های خود باید متولی سرمایه در گردش باشند، درگیر مطالبات بلندمدتی شده‌اند که حدود ۲۰ درصد آن‌ها نیز مشکوک الوصول برآورد شده است؛ بنابراین باید تقویت جایگاه و نقش تأمین سرمایه‌ها هم در دستور کار متولیان بازار قرار گیرد.

عالی پناه و ناصری (۱۳۹۸) در پژوهشی به نظام بازرسی در شرکت‌های تأمین سرمایه پرداختند. در این پژوهش عنوان شده است می‌بایست نظام بازرسی حاکم بر شرکت‌های تجاری را بر اساس قواعد کلی شرکت‌های تجاری مندرج در قانون تجارت، لایحه اصلاحی و سایر قوانین و مقررات مربوطه به حقوق بازار سرمایه بررسی و مورد تحلیل قرار داد.

قدرتیان و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به طراحی نقشه استراتژی شرکت‌های تأمین سرمایه پرداختند. در این پژوهش که از نظرات خبرگان استفاده شده بوده است، بر اساس یک تحلیل ده هدفی، اهداف استراتژیکی که بیشترین اثرگذاری را از دید خبرگان به خود اختصاص دادند عبارت بودند از: رشد سودآوری کل شرکت؛ بهبود بازدهی نهایی سرمایه‌گذاری؛ رشد درآمد هر سهم شرکت؛ بهبود گردش دارایی‌ها؛ بهبود توانگری مالی؛ بهبود ساختار سرمایه؛ اتوماسیونی کردن فرایندهای شرکت؛ رشد سهم بازار شرکت تعداد مشتریان؛ نوآوری در خدمات و رشد سود حاصل از هر یک از خدمات شرکت.

شهبازی (۱۳۹۵) در گزارش پژوهشی تحت عنوان «آسیب‌شناسی شکل‌گیری و عملکرد شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه ایران» ابتدا به بررسی بحران‌های مالی آمریکا و ضرورت تأسیس بانک‌های سرمایه‌گذاری (تأمین سرمایه) پرداخته است و همچنین به تفاوت‌های بین بانک‌های تجاری و بانک‌های سرمایه‌گذاری (تأمین سرمایه) در ایالات متحده آمریکا اشاره می‌نماید. در ادامه، تفاوت قانون‌گذاری در بازل ۲ و ۳ در مورد محدوده و نحوه فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه مطابق با این قوانین مقایسه می‌شوند. سپس به مقایسه آماری سهم از بازار این شرکت‌ها در بازار مالی پرداخته است.

مافی و فلاح (۱۳۹۵) در مقاله پژوهشی خود تحت عنوان «ساختار شرکت‌های تأمین سرمایه و الزامات حقوقی حاکم بر آن‌ها» تهیه نمونه اساسنامه شرکت‌های تأمین سرمایه در قالب شرکت سهامی عام و همچنین تعاونی سهامی عام با ایجاد تغییراتی جهت نظارت و هماهنگی بین دستگاه‌های ناظر را ضروری می‌دانند. فراهم آوردن این بستر امکان تأمین مالی پروژه‌های کلان با نیاز کمتر به تشکیل کنسرسیوم شرکت‌های تأمین سرمایه را فراهم می‌آورد. با این اقدام نسبت به تأمین سرمایه‌های خصوصی با عرضه سهام و تأمین مالی از این طریق نسبت کفایت

سرمایه‌ای لازم برای تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی را دارند؛ و مزیت دیگر با حضور سهامداران خرد امکان نظارت داخلی به نسبت شرکت‌های با ساختار خصوصی است. ایشان در پایان به پیشنهاد اجماع فعالیت بانک‌های تجاری و سرمایه‌ای اشاره می‌کند که البته با فلسفه پیدایش شرکت‌های تأمین سرمایه در تناقض است.

زارع و سرزعیم (۱۳۹۴) در پژوهشی به آسیب‌شناسی تأمین مالی در بازار سرمایه پرداختند. در این پژوهش ضمن بررسی وضعیت موجود تأمین مالی در بازار سرمایه، به محدودیت‌های قوانینی و مقرراتی، محدودیت ابزارها و شیوه‌های تأمین مالی، محدودیت‌های نرخ، اعتبارسنجی و تضمین، محدودیت‌های ناشی از شیوه عرضه اولیه و بازار ثانویه اوراق بهادار اشاره داشتند.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، با توجه به پژوهش صورت گرفته، تاکنون پژوهشی که به‌صورت خبرگانی، راهکارهای عملیاتی و مقرراتی شرکت‌های تأمین سرمایه را مورد پژوهش قرار بدهند، صورت نگرفته است و این پژوهش برای اولین بار به این موضوع پرداخته است. پژوهش‌های تاکنون صورت گرفته عمدتاً یا با محوریت موضوعی خاص یا عمدتاً اسنادی کتابخانه‌ای بوده است این در حالی است که این پژوهش به‌صورت خبرگانی و برای تمام موضوعات مرتبط با راهکارهای عملیاتی و مقرراتی شرکت‌های تأمین سرمایه است.

از آنجا که سپرده‌های مالی و بازار سرمایه را می‌توان به‌عنوان عناصر اصلی و مبنایی واسطه‌گری نهادی جریان‌های سرمایه به حساب آورد بر این اساس باید گفت بانکداری سرمایه‌گذاری، یک نهاد هم‌عرض با بانک‌ها در بازار سرمایه در حوزه واسطه‌گری در تخصیص منابع است. البته باید توجه داشت که این انگاشت بانکداری سرمایه‌گذاری را به حوزه بسیار محدودی از فعالیت‌های آن در فضای نوین تأمین سرمایه‌های کلان محدود می‌کند. بانکداری سرمایه‌گذاری در طول سال‌های گذشته همواره ماهیتی دستخوش تغییر داشته است. این ماهیت متغیر یک ضرورت برای بانکداری سرمایه‌گذاری بوده است چراکه این نهاد می‌بایست خود را با نیازهای متغیر بازارهای مالی هماهنگ سازد (کولونلو، ۲۰۲۰: ۲۵).

در همین راستا باید خاطر نشان ساخت که بانکداری سرمایه‌گذاری یکی از پویاترین بخش‌های خدمات مالی نوین به حساب می‌آید. بانکداران سرمایه‌گذار همواره از موقعیت بسیار خوبی بهره‌مند بوده‌اند، اما گاهی بهای بلندپروازی‌های بیش‌ازحد خود را هم پرداخت کرده‌اند (سابرا مانیان، ۲۰۰۶: ۶۶). باید توجه داشت در برخی از کشورها از جمله انگلستان فعالیت‌های بانکداری سرمایه‌گذاری محدود به بازار سرمایه است حال آنکه در بازارهای بزرگی مثل آمریکا فعالیت این نوع بانک‌ها بسیار گسترده‌تر و متنوع‌تر است (دیواندری، ۱۳۹۲: ۵۵).

این مؤسسات در دنیا، «بانک‌های سرمایه‌گذاری» نام‌گذاری شده‌اند و دلیل انتخاب این نام فعالیت اصلی آن‌ها در پیدا کردن، گردآوری و جوجه صاحبان پس‌اندازها و سرمایه‌گذاران، تأمین و اختصاص آن‌ها به تأمین مالی پروژه‌های مولد اقتصادی است. ترجمه تحت‌اللفظی «بانک سرمایه‌گذاری» برای خواننده گمراه‌کننده است؛ زیرا شرکت‌های تأمین سرمایه، سرمایه‌گذار یا بانکدار نبوده؛ بدین معنی است که مانند بانک‌های تجاری و صندوق‌های پس‌انداز، سپرده دیگران را گردآوری نمی‌کنند و جوجه خود را به‌طور دائمی برای سرمایه‌گذاری تخصیص نمی‌دهند (جهانخانی، ۱۳۷۹: ۱۳۱)؛ بنابراین در این پژوهش منظور از بانک سرمایه‌گذاری، «شرکت تأمین سرمایه» است.

مجموعه فعالیت‌های بانکداری سرمایه‌گذاری در قالب سه دسته ذیل قابل‌ارائه است. دسته اول فعالیت‌های بانکداری سرمایه‌گذاری سنتی است. این عرصه خود به دو بخش تقسیم می‌گردد: الف) خدمات تعهد پذیرهنویسی که شامل کمک به بنگاه‌ها برای تأمین مالی در بازارهای مالی است. ب) خدمات مشاوره که کمک به بنگاه‌ها در معاملاتی مانند ادغام، تملک، ساختاردهی مجدد بدهی و ... را در خود در بر گرفته است. دسته دوم فعالیت‌های مرتبط با معامله‌گری و کارگزاری است. این فعالیت‌ها شامل خریدوفروش اوراق بهادار با استفاده از منابع بانک یا منابع تأمین‌شده از سوی مشتریان (کارگزاری) است. در نهایت دسته سوم فعالیت‌های مرتبط با مدیریت دارایی است. این عرصه نیز به دو حوزه اصلی تقسیم می‌گردد: الف) روش‌های سنتی (صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک) و ب) روش‌های نوین که شامل صندوق‌های زمین و ساختمان، صندوق‌های پوششی و صندوق‌های سهام یا هر نهاد دیگر برای سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌ها است (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۱: ۱۷).

نخستین رویدادهای مرتبط با این بحث به اواخر دوران جنگ جهانی اول برمی‌گردد که در آن بانک‌های تجاری در ایالات‌متحده آمریکا خود را برای ترمیم اقتصادی و به دنبال آن پاسخگویی به تقاضای فزاینده موجود برای تأمین مالی شرکتی، آماده می‌کردند. انتظار می‌رفت شرکت‌های آمریکایی وابستگی خود را از بانک‌های تجاری به بازارهای سهام و قرضه تغییر دهند که در آن‌ها منابع مالی با قیمت پایین‌تر و برای دوره‌های زمانی طولانی‌تر در دسترس بودند. بانک‌های تجاری باهدف آماده‌سازی خود برای رونق به وجود آمده در بازارهای سرمایه در دهه ۱۹۲۰، شروع به تملیک بنگاه‌های کارگزاری سهام کردند تا حضور خود را در چنین بازارهایی تقویت کنند. اولین نمونه از چنین تملیک‌هایی، زمانی اتفاق افتاد که NCB، «هالسی استوارت و کامپانیک» را در سال ۱۹۱۶ به تملک خود درآورد. در سراسر دهه ۱۹۲۰ مانند دوره قبل از آن، بانکداری سرمایه‌گذاری تنها به معنای تعهد پذیرهنویسی و عرضه اوراق بهادار بود. (سوری و همکاران، ۱۴۰۱)

رونق بازار اوراق قرضه و سهام در دهه ۱۹۲۰ فرصتی بود که امکان نداشت بانک‌ها آن را دیده بگیرند، اما از آنجاکه قادر نبودند به‌طور مستقیم امر تعهد پذیرهنویسی و عرضه اوراق بهادار را انجام دهند، از راه شرکت‌های هلدینگ، شرکت‌های وابسته حوزه اوراق بهادار را به تملک خود درآوردند. باوجوداین، مرزهای متمایزکننده و مشخصی وجود نداشتند. شرکت‌های تابعه به‌طور پراکنده‌ای از جانب شرکت‌های مادر برای تعهدات مربوط به تعهد پذیرهنویسی و سایر فعالیت‌ها، تأمین مالی می‌شدند. با تداوم رونق این بازار، شرکت‌های تابعه بانکداری سرمایه‌گذاری، سود کلانی را در قالب کارمزدهای پذیرهنویسی کسب کردند. این سود به‌ویژه در بخشی با عنوان «اوراق قرضه یانکی» حاصل شد که ناشران خارجی در بازار ایالات‌متحده آمریکا منتشر می‌کردند. در بازار سهام، بانک‌ها بیشتر عملیات کارگزاری را از راه شرکت‌های تابعه خود انجام می‌دادند و به‌صورت پول اعتبار به مشتریان وام می‌دادند، اما با تصویب قانون مکفادنه در سال ۱۹۲۷، شرکت‌های تابعه بانک‌ها هم شروع به تعهد پذیرهنویسی عرضه سهام کردند. بانک‌های NCB، بانک چیس مورگان و بانک آمریکا از جمله فعال‌ترین بانک‌ها در آن دوران بودند.

زمانی که بانک‌های سرمایه‌گذار از بانک‌های مادر پول قرض گرفتند تا در سهام بانک بیشتر برای فروش استقراری سهام بورس‌بازی کنند، بازار سهام بیش‌ازحد داغ شد. با پیوستن عموم به این بازار ملتهب، نسبت‌های

پی به ای P/E به مرزهایی غیرمعمول رسید و این حساب سرانجام در اکتبر ۱۹۲۹ شکست و موجب از دست رفتن میلیون‌ها دلار از وجوه سپرده‌گذاران بانک و ورشکست شدن بانک‌هایی مانند بانک ایالات‌متحده آمریکا شد. برای بازیابی اعتماد عمومی به‌نظام مالی و بانکداری، اقدامات قانونی متعددی پیشنهاد شد که درنهایت به تصویب قانون بانکداری سال ۱۹۳۳ یا قانون گلس استیگال انجامید و بانک‌های تجاری را از اقدام به تعهد پذیره‌نویسی اوراق بهادار و مشارکت به‌عنوان کننده دیگران در معاملات اوراق بهادار منع کرد. این فعالیت‌ها به‌عنوان حوزه انحصاری بانک‌های سرمایه‌گذار تفکیک شدند. از سوی دیگر، بانک‌های سرمایه‌گذار هم از سپرده‌پذیری و وام‌دهی شرکتی که حوزه انحصاری بانک‌های تجاری محسوب می‌شد، منع شدند. پس این قانون، مرزهای مشخصی ایجاد کرد که پیشتر وجود نداشتند. از زمان تصویب قانون مذکور، بانکداری سرمایه‌گذاری به‌طور مشخص‌تری با عنوان سبد خدمات مالی مرتبط با انتشار جدید اوراق بهادار شرکتی (یعنی ایجاد بازار اولیه برای اوراق بهادار) تعریف می‌شود. این تعریف بسط داده‌شده و اکنون سطح ثانویه، بازار سازی ثانویه از راه معامله اوراق بهادار را هم در برمی‌گیرد.

در سال ۱۹۳۵ بانکداری سرمایه‌گذاری در آمریکا یکی از صنایعی بود که بیشترین قانون‌ها و مقررات برای روی فعالیت‌های آن وضع شد. قانون اوراق بهادار در سال ۱۹۳۳ برای نخستین بار آماده‌سازی مدارک عرضه و ثبت اوراق بهادار جدید در دولت فدرال را الزام کرد. قانون بورس اوراق بهادار در سال ۱۹۳۴ به تشکیل کمیسیون بورس اوراق بهادار منجر شد و قانون مالونی در سال ۱۹۳۸ به شکل‌گیری بورس نزدک انجامید. «قانون شرکت سرمایه‌گذاری» در سال ۱۹۴۰ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را وارد حوزه نظارتی کرد و «قانون مشاوران سرمایه‌گذاری» در سال ۱۹۴۰ بر فعالیت‌های مشاوران سرمایه‌گذاری و مدیران ثروت حاکم شد.

پس از تصویب قانون گلس استیگال در دهه ۱۹۳۰ تا شروع سده بیست و یکم، بانکداری سرمایه‌گذاری شاهد مراحل مختلفی از تغییر و تحول بوده که مرزهای مشخص ایجادشده را تا حد زیادی گسترش داده است. به دلیل تحریم نفت کشورهای عربی در سال ۱۹۷۳، اقتصادهای جهان دچار فشار و تورم شدیدی شدند و نوسان‌پذیری در نرخ بهره، مشکلات زیادی را به همراه آورد. در این زمان بود که سرمایه‌گذاران نهادی، به بازارهای اوراق بهادار روی آوردند. همچنین این دوران آغاز توسعه و جهانی‌شدن بخش‌های خدمات صنعتی و مالی بود. به دلیل این پیشرفت‌ها، بانکداری سرمایه‌گذاری و بانکداری تجاری یک‌بار دیگر از جانب قانونی که در دهه ۱۹۳۰ برای نظام‌مند کردن نظام تصویب‌شده بود، محدود شدند. این اقدام به رفع برخی از محدودیت‌ها در طول سال‌های پس‌از آن منجر شد. (به‌طور مثال، اصلاحات قانون اوراق بهادار در سال ۱۹۷۵ که به بانک‌های تجاری اجازه می‌داد که شرکت‌های تابعه‌ای در اختیار داشته باشند) شرکت‌های تابعه بخش ۲۰ تا از راه آن‌ها قادر به تعهد پذیره‌نویسی و معامله اوراق بهادار باشند. در سال ۱۹۹۰ جی پی مورگان نخستین بانکی بود که یک شرکت تابعه بخش ۲۰ را افتتاح کرد. از آنجاکه قانون گلس استیگال شرکت‌های تابعه بانک‌های ایالت متحده آمریکا را در خارج از آن کشور شامل نمی‌شد، آن‌ها به تعهد پذیره‌نویسی در بازار اوراق قرضه اروپایی پرداختند و در سال ۱۹۸۴ این شرکت‌ها ۵۲ درصد از سهم بازار را در این حوزه در اختیار گرفتند؛ اما از سوی بانک‌های ژاپنی در این بازار، رقابت فشرده‌ای صورت می‌گرفت و در سال ۱۹۸۷، آن‌ها ۲۵ درصد از عرضه اوراق قرضه اروپایی را در اختیار داشتند.

در دهه ۱۹۸۰، در طول رشد اقتصادی و جهانی‌شدن، بانکداری سرمایه‌گذاری فعالیت خود را به حوزه‌ها و خدماتی توسعه داد که معامله ارز، زمین و ساختمان، قراردادهای آتی مالی، وام‌های کوتاه‌مدت، اوراق بهادار با پشتوانه رهنی و چندین فعالیت دیگر را شامل می‌شد؛ اما سقوط بازار سهام در سال ۱۹۸۷ بار دیگر کانون توجه آن‌ها را به حوزه‌های اصلی تخصصی معطوف کرد. به راهی مشابه، توسعه بلند پروازانه‌ای که در سطحی جهانی اتفاق افتاد تا حدی با محدودیت روبه‌رو شد. با وجود این، به دلیل پیشرفت‌های فناوری در دهه ۱۹۹۰ و قابلیت دسترسی جهانی از راه انقلاب صورت گرفته در فناوری‌های ارتباطات، رشد جهانی دوباره از سر گرفته شد و این بار بانک‌های سرمایه‌گذار تنها به تعهد پذیرهنویسی عرضه‌های جدید و معامله اوراق بهادار محدود نبودند. این تغییر بیشتر در برای ارائه محصولات جدید و تکنیک‌های پیشرفته مدیریت ریسک و انجام معاملات مالی ساختاریافته بود. علاوه بر این فعالیت‌ها، بانکداری سرمایه‌گذاری طیف جالب‌توجهی از خدمات مشاوره در حوزه‌های ساختاریافته مجدد شرکتی، ادغام و تملیک و خرید کنترلی اهرمی، تأمین مالی و سهام اختصاصی را هم در بر گرفت.

در حوزه معامله‌گری، بانک‌های سرمایه‌گذار در بازار مشتقه، آربیتراژ و سفته‌بازی فعالیت می‌کنند و در حوزه تأمین مالی ساختاریافته، از راه معاملات بهادار سازی و ابزارهای مشتقه، خدمات مهندسی مالی خود را ارائه می‌دهند. (دیوانداری، ۱۳۹۲: ۱۲۰-۱۲۳).

کسب‌وکار بانکداری سرمایه‌گذاری بسیار رقابتی است. تغییرات نظارتی، جهانی‌شدن و پیشرفت فناوری، در حال ایجاد تغییر شکل در این صنعت هستند. مقررات زدایی در بسیاری از کشورها به شرکت‌های مالی بزرگ امکان داده است ضمن فعالیت در سطح جهانی، خدمات و محصولات متفاوتی را به سبد خود اضافه کنند. با وجود این، رسوایی‌هایی مانند انرون ۱ و ورلدکام ۲ مقامات نظارتی را بر آن داشته تا برای جلب مجدد اعتماد عمومی، الزامات سخت‌گیرانه‌ای نظیر قانون ساربانس اکسلی را بر عملکرد شرکت‌ها وضع کنند. بر اساس این مقررات، مؤسسات وال‌استریت مجاز به توصیه سهام مشتریان بانکداری سرمایه‌گذاری به‌وسیله تحلیلگران بخش تحقیقات نیستند. تحلیلگران باید توصیه‌های مستقلی درباره ارزیابی خود از چشم‌انداز کاری مشتری ارائه دهند. علاوه بر این، پیشرفت‌های فناوری، مشتریان را قادر ساخته تا در هر زمان و مکانی، به خدمات مالی عرضه‌شده به‌وسیله بانک‌های سرمایه‌گذار، دسترسی داشته باشند. فناوری همچنین به بانک‌های سرمایه‌گذار امکان می‌دهد اوراق بهادار پیچیده‌ای طراحی و قیمت‌گذاری کنند. به همین دلیل، مسیر شغلی بانکداری سرمایه‌گذاری، مسیر چالش‌برانگیز ولی جذابی است. (دیوانداری، ۱۳۹۲: ۲۲۰)

بانک‌های سرمایه‌گذاری در معاملات عمومی و خصوصی بازار برای شرکت‌ها، دولت‌ها و سرمایه‌گذاران فعالیت می‌کنند. این معاملات، مواردی چون ادغام، تملیک، فروش بخشی از شرکت‌ها و انتشار اوراق بهادار بدهی یا سرمایه‌ای یا ترکیبی از این دو را در برمی‌گیرند. بانک‌های سرمایه‌گذاری با دارا بودن تخصص در این صنعت، به مشتریان خود مشاوره ارائه و به آن‌ها کمک می‌کنند. گروه‌بندی‌های صنعت یا بخش، شامل موارد زیر است: نهادهای مالی، صنعتی، مصرفی، مراقبت‌های بهداشتی، زمین و ساختمان، فناوری، رسانه‌ها و مخابرات و غیره.

<sup>1</sup> Enron  
<sup>2</sup> WorldCom



بانک‌های سرمایه‌گذار امروزه همچنین فعالیت‌های مربوط به اوراق بهادار مانند معامله‌گری، تبدیل به اوراق بهادار سازی، مهندسی مالی، مدیریت سرمایه‌گذاری و خدمات اوراق بهادار را پوشش می‌دهند. برای این فعالیت‌ها، بانک‌های سرمایه‌گذار کارمزد و کمیسیون اخذ و از انجام معاملات با سرمایه خود کسب درآمد می‌کنند. بانکداری سرمایه‌گذاری شامل تأمین مالی و خدمات مشاوره ادغام و تملیک است. بانک‌های سرمایه‌گذاری در تأمین مالی از راه تعهد پذیرهنویسی (که در آن بانک‌های سرمایه‌گذار اوراق بهادار جدید را از ناشر خریداری و بین سرمایه‌گذاران نهادی و خرد توزیع می‌کنند)، به مشتریان خود کمک می‌کنند. برای این خدمت، بانک‌های سرمایه‌گذار درآمدی از محل تعهد پذیرهنویسی (تفاوت بین قیمتی که از سرمایه‌گذاران دریافت می‌کنند و مبلغی که به بنگاه ناشر می‌پردازند) دریافت می‌کنند. این درآمد تعهد پذیرهنویسی بین ۲ تا ۷ درصد از کل عایدات حاصل از عرضه سهام تعیین شده است. فشار رقابتی، بانکداران را مجبور کرده است تا کارمزد کمتری مطالبه کنند، به‌ویژه برای معاملات بزرگ، این میزان شاید به ۳ درصد هم کاهش یابد. در عرضه بدهی، این سود بسیار پایین‌تر و اغلب کمتر از صدم درصد است.

یکی دیگر از حوزه‌های اصلی در بانکداری سرمایه‌گذاری، مشاوره راهبردی در مورد ادغام و تملیک است. خدمات قابل‌ارائه ساختاردهی و اجرای معاملات داخلی و بین‌المللی در تملیک‌ها، واگذاری‌ها، ادغام‌ها، سرمایه‌گذاری‌های مشترک، ساختاردهی مجدد و تصمیم‌گیری در خرید کنترلی ناخواسته را شامل می‌شوند. کارمزدها اغلب به‌صورت توافقی تعیین می‌شوند. با افزایش مبلغ معاملات، کارمزدهای مشاوره ادغام و تملیک اغلب کمتر از صدم درصد و بسیار کمتر از آن هستند. با بالا رفتن سالیانه حجم معاملات به تریلیون‌ها دلار، بانکداران سرمایه‌گذار از راه مشاوره ادغام و تملیک باوجود این مسائل میلیاردها دلار درآمد کسب می‌کنند. این حوزه از کسب‌وکار به آن دلیل جذابیت بالایی دارد که بانکداران بدون توجه به نتیجه (برد، باخت یا مساوی)، درآمد کارمزد خود را دریافت می‌کنند (دیواندری، ۱۳۹۲: ۲۳۰-۲۳۱).

### روش‌های ارزیابی بانک‌های سرمایه‌گذاری در جهان

بانک‌های سرمایه‌گذاری دو عملیات اصلی و پایه را برای بازارهای جهانی اجرا می‌کنند. اول، بانک‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان واسطه بین متقاضیان سرمایه و عرضه‌کنندگان سرمایه هستند که این از طریق بدهی یا سهام به شرکت‌ها ارائه می‌شود. دوم، بانک‌های سرمایه‌گذاری به شرکت‌ها در ادغام و تملک، تجدید ساختار و دیگر اقدامات عمده شرکتی مشاوره می‌دهند. در ارائه این خدمات بانک‌های سرمایه‌گذاری باید ارزش شرکت را تعیین کند. لذا آن‌ها از چهار فن ارزیابی اولیه استفاده می‌کنند. این فن‌ها بیشتر به‌صورت جهانی، صرف‌نظر از صنعت، شرکت و یا شرایط اعمال می‌شود. تقریباً همه روش‌های ارزیابی تمرکزشان یا روی ارزش سازمانی با ارزش بازاری است. (روزنباون و پیرل، ۲۰۰۹)

### روش شرکت‌های قابل مقایسه

یک روش ارزیابی است که برای پیدا کردن ارزش شرکت بر اساس ارزش دادوستد شرکت‌های مشابه استفاده می‌شود. تجزیه و تحلیل مبتنی بر بازار با تکیه بر قیمت‌های بازاری برای شرکت‌های دادوستد کننده عمومی است.

این ارزیابی می‌تواند پیرامون ارزش سازمانی و با ارزش بازاری شرکت بسته به مضربی که مورد استفاده قرار می‌دهد بچرخد

### روش جریان نقدی تنزیل شده

گام‌های اصلی برای ارزیابی جریان نقدی تنزیل شده: ۱- پیش‌بینی جریان نقدی رایگان شرکت‌ها برای ۱۰-۵ سال؛ ۲- محاسبه میانگین وزنی هزینه سرمایه ۳- محاسبه ارزش نهایی شرکت‌ها و یا ارزش آتی با فرض نرخ رشد بلندمدت ثابت؛ ۴- تنزیل ۵ سال جریان نقدی رایگان به‌علاوه ارزش نهایی به سال پایه برای استخراج ارزش سازمانی شرکت‌ها

### روش پیشینه معاملات

این روش معاملات قابل مقایسه هم نامیده می‌شود؛ که به نظر می‌رسد گذشته اخیر معاملات ادغام و تملک شرکت‌های مشابه برای دریافت طیف وسیعی از مضرب‌های ارزیابی مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این روش گام اول شناسایی شرکت‌های دادوستد کننده عمومی با ویژگی‌های مشابه است. گام دوم گسترش تجزیه و تحلیل شرکت‌های قابل مقایسه با مضرب‌های تجاری و در گام آخر اختصاص مضرب‌ها به آمار و ارقام شرکت برای تعیین محدوده ارزیابی است.

### روش تملک اهرمی

هرگاه شرکتی سهام عمده یا دارایی‌های شرکت دیگر را از طریق دریافت وام و استقراض، تصاحب کند و برای بازپرداخت وام‌های گرفته شده، دارایی‌های تصاحب شده را، در گرو یا رهن قرار دهد. در این روش شرکت سرمایه‌گذار تمام سهام عادی یک واحد انتفاعی دیگر را تصاحب می‌کند. پس از تحصیل، کل دارایی شرکت قدیم به شرکت جدید واگذار می‌شود و بخش اعظم سرمایه شرکت جدید نوعی بدهی است. سرمایه اندک شرکت جدید توسط گروه کوچکی از سهام‌داران قبلی شرکت قدیم که معمولاً مدیران بوده‌اند، تأمین می‌شود.

### بانکداری سرمایه‌گذاری در ایران

با فراهم شدن بسترهای لازم، به‌ویژه تصویب قانون اوراق بهادار در اواخر سال ۱۳۸۴ و تعریف نهادهای مالی در بند ۱۸ و ۲۱ ماده یک این قانون که در آن به‌صراحت شرکت‌های تأمین سرمایه را تعریف کرده و از آن‌ها به‌عنوان نهاد مالی نام‌برده بود، بسترهای لازم برای ظهور این نهادهای مالی در کشور فراهم شد. تدوین اساسنامه این نهادها و ضوابط فعالیت آن‌ها آغاز فعالیت این نهادهای اثرگذار را تسریع کرد. به‌پشتوانه این بسترسازی‌ها، این نهادها فعالیت خود را به‌طور رسمی از اواخر سال ۱۳۸۶ آغاز کردند. از آن‌پس با توجه به نیاز بازارهای مالی کشور به خدمات این شرکت‌ها، به‌تدریج بر شمار آن‌ها افزوده شد، به‌طوری‌که در حال حاضر تعداد این شرکت‌ها به شرح جدول ۱ به یازده شرکت رسیده است و کماکان انتظار می‌رود برشمار آن‌ها افزوده شود.

### جدول شرکت‌های تأمین سرمایه در ایران

ردیف	نام شرکت	تاریخ اعطای مجوز
۱	تأمین سرمایه امین	۱۳۸۷/۰۱/۱۸
۲	تأمین سرمایه نوین	۱۳۸۷/۰۱/۱۸
۳	تأمین سرمایه بانک ملت	۱۳۸۹/۱۱/۱۸
۴	تأمین سرمایه امید	۱۳۹۰/۰۹/۰۹
۵	تأمین سرمایه سپهر	۱۳۹۰/۱۰/۰۲
۶	تأمین سرمایه تمدن	۱۳۹۰/۱۲/۲۷
۷	تأمین سرمایه لوتوس پارسبان	۱۳۹۰/۱۲/۲۷
۸	تأمین سرمایه کاردان	۱۳۹۲/۱۱/۰۴
۹	تأمین سرمایه بانک مسکن	۱۳۹۴/۰۱/۰۱
۱۰	تأمین سرمایه دماوند	۱۳۹۸/۱۲/۲۸
۱۱	تأمین سرمایه خلیج فارس	۱۴۰۱/۰۲/۱۰

منبع ۱: یافته‌های پژوهشگر

### خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه در ایران

مشابه بانک‌های سرمایه‌گذاری فعال در سطح بین‌الملل، بر اساس اساسنامه، فعالیت اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه در ایران هم پذیرهنویسی، تعهد پذیرهنویسی و تعهد خرید اوراق بهادار در عرصه‌های ثانویه است. علاوه بر این بر مبنای اساسنامه، این شرکت‌ها فعالیت‌های متنوع دیگری را هم انجام می‌دهند. با مروری بر ساختار فعالیت این شرکت‌ها در بازار کشور، می‌توان خدمات آن‌ها را به شرح زیر طبقه‌بندی کرد.

#### تعهد پذیرهنویسی

بر اساس بند ۲۹ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، تعهد پذیرهنویسی عبارت است از تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری که ظرف مهلت پذیرهنویسی به فروش نرسد. به بیان دیگر، در صورتی که ناشر از شرکت تأمین سرمایه عرضه اوراق به صورت تعهد پذیرهنویسی را درخواست کند، اطمینان می‌یابد که پس از مدت مشخصی، تمامی اوراق بهادار وی به فروش می‌رسد. ولی در صورتی که پذیرهنویسی به صورت بهترین تلاش باشد، شرکت تأمین سرمایه، اوراق بهادار را قیمت‌گذاری می‌کند و آن‌ها را به فروش می‌رساند. از آنجایی که در صورت استفاده از این روش شرکت تأمین سرمایه، فاقد تعهد کامل است، شاید تعدادی از اوراق به اصطلاح روی میز باقی بمانند و به فروش نرسند.

### تأمین مالی از راه انتشار سهام:

- ۱) انتشار سهام در زمان تبدیل شرکت‌های سهامی خاص به عام؛
- ۲) انتشار سهام به قیمت اسمی در زمان افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام پذیرفته‌شده در بورس که آخرین سرمایه ثبت‌شده آن‌ها مساوی با بیش از ۵۰ میلیارد ریال و مساوی یا کمتر از ۱۵۰ میلیارد ریال است؛
- ۳) انتشار سهام به قیمت اسمی در زمان افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام ثبت‌شده نزد سازمان، به استثنای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس که آخرین سرمایه آن‌ها مساوی با بیش از ۱۰۰ میلیارد ریال است؛
- ۴) افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام ثبت‌شده نزد سازمان، با قیمتی بیشتر از قیمت اسمی سهام؛
- ۵) افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام ثبت‌شده نزد سازمان، با سلب حق تقدم و عرضه عمومی سهام جدید؛
- ۶) انتشار آن دسته از اوراق مشارکتی که نیاز به مجوز سازمان دارد و
- ۷) انتشار هرگونه اوراق بهادار به‌غیر از سهام و اوراق مشارکت که نیاز به مجوز سازمان دارد.

### تأمین مالی از راه بدهی

شرکت‌های تأمین سرمایه از راه انتشار اوراق با درآمد ثابت و علی‌الحساب زیر به ارائه خدمات تأمین مالی به متقاضیان می‌پردازند:

- ۱) اوراق مشارکت
- ۲) اوراق صکوک

شرکت تأمین سرمایه با بررسی طرح و تعیین احراز شرایط آن، به ارائه مشاوره عرضه در انتشار اوراق مشارکت و صکوک اقدام می‌کند. علاوه بر مشاوره عرضه، شرکت تأمین سرمایه به‌عنوان رکن متعهد پذیره‌نویس، ضامن، عامل فروش، امین طرح و بازار گردان، سمت قبول می‌کند.

### مشاوره عرضه در حوزه تأسیس شرکت‌ها

شرکت‌های تأمین سرمایه بر اساس دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۸/۱۰/۲۵ شورای عالی بورس و ضوابط استفاده از خدمات مشاوران عرضه اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۷/۰۴/۲۵ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، به متقاضیان خدمت ارائه می‌کند.

### مشاوره پذیرش در بورس اوراق بهادار

ارائه مشاوره به‌منظور پذیرش در بورس بر اساس دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۶/۱۰/۰۱ هیئت‌مدیره سازمان بورس انجام می‌شود. بر اساس ماده ۲۲ دستورالعمل مذکور تمامی درخواست‌های پذیرش اوراق بهادار، به همراه مدارک و مستندات موضوع ماده ۲۵ دستورالعمل، لزوماً باید به‌وسیله مشاور پذیرش (شرکت تأمین سرمایه یا سایر نهادهای مالی دارای مجوز مشاور پذیرش) به بورس ارائه و پس از احراز تکمیل مدارک در بورس ثبت شوند.

### ارزش‌گذاری و مشاوره مالی

خدمات ارزش‌گذاری یکی دیگر از خدماتی است که به‌وسیله شرکت‌های تأمین سرمایه ارائه می‌شود. ارزش‌گذاری فرآیندی است که در آن ارزش جاری یک دارایی یا شرکت بر اساس مقایسه آن دارایی با دارایی‌های مشابه یا بر اساس ارزش فعلی متغیرهایی که بازده آتی دارایی به آن بستگی دارد، تعیین می‌شود؛

### خدمات مهندسی مالی و مدیریت ریسک

خدمات مهندسی مالی و مدیریت ریسک باهدف ارائه ابزارهای متعارف نظیر ابزارهای مالکیت، بدهی، مشتقه و ترکیبی و اصلاح و به‌روزرسانی آن‌ها و نیز طراحی، توسعه و به‌کارگیری ابزارها و فرآیندهای نوین مالی و ارائه راه‌حل‌های مبتکرانه برای حل مسائل و مشکلات مالی بازار هدف، سازمان‌دهی شده‌اند. به‌کارگیری این ابزارها در مدیریت ریسک‌های کسب‌وکار و ریسک‌های مالی ذینفعان کلیدی خود، هدف نهایی این بخش از خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه است.

حوزه‌های فعالیت این واحد به‌طور عام مواردی چون نوآوری در مهندسی ابزارهای مالی، نوآوری در مدیریت ریسک، ارائه راه‌حل‌های مبتکرانه برای مشکلات مالی شرکت‌ها را در برمی‌گیرد.

(۱) ارائه خدمات مشورتی به شرکت‌های مختلف در زمینه روش‌های مصون‌سازی شرکت در مقابل ریسک‌های

مالی؛

(۲) طراحی ابزارهای مصون‌سازی در مقابل ریسک‌های مالی؛

(۳) اجرای انواع روش‌های تأمین مالی پروژه‌های ساختاریافته؛

(۴) اجرای فرآیند مدیریت ریسک شامل شناسایی، طبقه‌بندی، ارزیابی و کنترل ریسک‌های پروژه‌های مختلف؛

(۵) آماده‌سازی شرکت‌ها برای رتبه‌بندی اعتباری؛

(۶) مدل‌سازی رفتارهای بازارهای پولی و مالی؛

(۷) سرمایه‌گذاری خطرپذیر و

(۸) انجام فعالیت‌های علمی ترویجی و توسعه‌ای در زمینه بانکداری سرمایه‌گذاری به‌طور اعم و مهندسی مالی

و مدیریت ریسک به‌طور اخص؛

### خدمات تحقیق و توسعه

واحد مطالعات و پروژه‌ها در تهیه گزارش‌های توجیهی و برنامه کسب‌وکار بر مبنای چارچوب‌های معین، خدمت ارائه می‌دهد. هدف آن است که با شناسایی و تحلیل گزینه فنی، اجرایی و ارزیابی‌های اقتصادی و مالی گزینه‌ها و ملاحظات اجتماعی سرمایه‌گذاری، مناسب‌ترین گزینه برآورنده نیاز، تحلیل و ارائه شود؛

### خدمات مدیریت دارایی‌ها و صندوق‌ها

در این قسمت از کسب‌وکار شرکت‌های تأمین سرمایه خدمات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های نوین شامل انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ارائه می‌شوند. بر اساس بند ۲۰ و ۲۱ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار (مصوب آذرماه ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی) صندوق‌های سرمایه‌گذاری ازجمله نهادهای مالی هستند که فعالیت اصلی

آن‌ها سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود در سود و زیان صندوق شریک هستند؛ تشکیل و مدیریت

### خدمات بانکداری اختصاصی

مجموعه خدمات و محصولات که به‌وسیله شرکت تأمین سرمایه و با مشارکت بانک اصلی به طیف خاصی از مشتریان بانک ارائه می‌شود، در قالب بانکداری اختصاصی صورت می‌گیرند. خدماتی مانند خدمات بیمه‌ای، لیزینگ، صرافی و... از جمله این موارد هستند. باید توجه کرد که این خدمات به‌صورت منحصربه‌فرد و بسیار منعطف به مشتریان بانکداری اختصاصی ارائه می‌شوند. بانک‌های مطرح دنیا وارد تمامی حوزه‌های مالی مشتریان خود شده‌اند. این خدمات، طیف وسیعی از پیچیده‌ترین مشاوره‌های حقوقی و مالیاتی تا خدمات مربوط به تسهیل فرآیندهای کاری و مالی مشتریان را در برمی‌گیرد. انجام معاملات املاک و مستغلات مشتریان، خرید اتومبیل، انجام امور مربوط به کارت‌های اعتباری و... تنها چند مثال ساده از خدمات قابل ارائه در بانکداری اختصاصی است که امروزه در دنیا به این مشتریان عرضه می‌شود. در این بخش خدمات ویژه زیر ارائه می‌شوند.

### ارائه خدمات سبذگردانی

بر اساس بند ۴ ماده ۱ دستورالعمل فعالیت سبذگردانی و به‌موجب بند ۱ ماده ۴۹ قانون بازار اوراق بهادار، سبذگردانی تصمیم به خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها به نام سرمایه‌گذار معین به‌وسیله شرکت تأمین سرمایه در قالب قراردادی مشخص، به‌منظور کسب انتفاع سرمایه‌گذار است.

### ارائه خدمات تحلیل گری

کالا در سطح داخلی و بین‌المللی و ارائه آن به مشتریان است. این نوع تحلیل گری در حوزه‌های مختلف بازارهای مالی و بازارهای واقعی صورت می‌گیرد که شامل تهیه و تدوین برنامه‌های راهبرد مالی، تهیه و تدوین گزارش‌های امکان‌سنجی، تهیه و تدوین طرح‌های کسب‌وکار، تحلیل تکنیکال و بنیادی اوراق بهادار، ارزش‌گذاری دارایی‌های مالی و فیزیکی و... است. با توجه به اهمیت در اختیار داشتن تحلیل از وضعیت آتی قیمت کالاها به‌منظور آماده‌سازی مشتریان برای حضور موفقیت‌آمیز در بازار آتی، ارائه گزارش‌های تحلیلی و پیش‌بینی قیمت کالاها از جمله دیگر خدمات بانکداری اختصاصی محسوب می‌شود. (دیواندری، ۱۳۹۲: ۲۸۰-۲۸۷)

### روش‌شناسی پژوهش

با توجه به مبانی نظری گفته شده پیرامون شرکت‌های تامین سرمایه و معرفی تنوع خدماتی که در بازار مالی ارائه می‌کنند، در این پژوهش در ابتدا از طریق مصاحبه با خبرگان فعال و مطالعه پژوهش‌های پیشین، راهکارهای عملیاتی و مقرراتی برای حل چالش‌ها و آسیب‌های شرکت‌های تامین سرمایه در بازار سرمایه ایران با روش تحلیل مضمون شناسایی و طبقه‌بندی شدند و سپس راهکارها با استفاده از روش Topsis و بر اساس ۳ معیار: ۱. مالی؛ ۲. عملیاتی؛ ۳. مقرراتی، رتبه‌بندی شده است.

### روش تحلیل مضمون

در این پژوهش جهت تحلیل داده‌ها از روش تحلیل مضمون استفاده شده است. تحلیل مضمون، یکی از مهارت‌های عام و مشترک در تحلیل‌های کیفی است؛ بدین ترتیب، بویاتزیس (۱۹۹۸: ۴) آن را نه روشی خاص بلکه ابزاری مناسب جهت روش‌های مختلف، بیان می‌کند. ریان و برنارد (۲۰۰۰) نیز کدگذاری مضامین را فرآیند پیش‌نیاز تحلیل‌های اصلی و رایج کیفی بیان کرده؛ اما به عقیده براون و کلارک (۲۰۰۶)، تحلیل مضمون را باید روش خاصی دانست که یکی از مزایای آن، انعطاف‌پذیری این روش است (عابدی جعفری و همکاران، ۱۳۹۰).

تحلیل مضمون، روشی جهت شناسایی و یافتن، تحلیل و گزارش الگوهای موجود در داده‌های کیفی بوده است. بر این اساس این روش، فرایندی برای تحلیل داده‌های متنی بوده و داده‌های پراکنده و متنوع را به داده‌هایی غنی و تفصیلی مبدل کرده (Braun & Clarke, ۲۰۰۶). تحلیل مضمون، نه تنها روش کیفی خاصی نیست بلکه فرایندی است که می‌تواند در بسیاری از روش‌های کیفی به کار گرفته شود.

با توجه به ماهیت و هدف پژوهش، گردآوری اطلاعات از طریق مطالعات کتابخانه‌ای و نظرخواهی از خبرگان و اساتید حوزه‌ی اقتصادی و مالی در قالب مصاحبه و پرسشنامه صورت گرفت و راهکارهای عملیاتی و مقرراتی شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه ایران با روش تحلیل مضمون شناسایی و طبقه‌بندی شدند. بدین طریق که (با استفاده از نرم افزار maxqda) ابتدا مضامین پایه استخراج گردید و بعد از آن احصا مضامین سازمان‌دهنده صورت گرفته و در آخر مضامین فراگیر استخراج شد.

### روش TOPSIS

در این پژوهش جهت رتبه‌بندی داده‌ها، از روش Topsis استفاده شده است. اساس این روش انتخاب گزینه‌ای است که دارای کمترین فاصله از ایدئال مثبت و دارای بیشترین فاصله از ایدئال منفی باشد (اصغر پور، ۱۳۷۷). واژه Topsis مخفف Technique for Order Preference by Simharity to Ideal Solution به معنی روش‌های ترجیح بر اساس مشابهت به راه‌حل ایدئال است. این مدل قوی‌ترین و مطمئن‌ترین تکنیک‌هایی است که در پژوهش‌ها کاربرد بسیار دارد (سهرابی، ۱۳۹۵: ۵۸).

روش Topsis یک روش وزنی خطی است که در میان تکنیک‌های تصمیم‌گیری چند معیاره، منحصر به فرد است. در این روش در مورد هر گزینه، بیشترین فاصله از گزینه ایدئال بت و کمترین فاصله از گزینه ایدئال متنی را معیار برتری در رتبه قرار می‌دهیم روش Topsis شهودی است و به سادگی قابل فهم و قابل اجراست و رتبه‌بندی آن از اعتبار بالایی برخوردار است. در روش Topsis، فاصله یک گزینه از گزینه ایدئال مثبت و منفی اندازه‌گیری شده و سپس گزینه‌ای که دارای کمترین فاصله از ایدئال مثبت و دارای بیشترین فاصله از ایدئال منفی باشد، مقام اول را کسب کرده و سایر گزینه‌ها بر همین اساس مرتب می‌شوند (اصغر پور، ۱۳۷۷).

تصمیم‌گیری در برخی روش‌های چند معیاره بر مبنای میزان نزدیکی به راه‌حل ایدئال است، در این روش‌ها گزینه‌ای ارج خواهد بود که نزدیک‌ترین فاصله را در فضای بعدی به راه‌حل ایدئال داشته باشد. این قبیل روش‌ها با از نوع ایدئال مثبت (+A) یا از نوع راه‌حل ایدئال منفی (A) یا از نوع ترکیبی هستند. تکنیک Topsis یک تکنیک

ترکیبی است. در این تکنیک در فضای اقلیدسی راه‌حل ایدئال مثبت و راه‌حل ایدئال منفی تعریف شده است و سپس فاصله گزینه  $i$  ام از راه‌حل ایدئال منفی ( $-di$ ) و از راه‌حل ایدئال مثبت ( $+di$ ) محاسبه می‌شود، سپس بر مبنای رتبه‌بندی گزینه‌ها، میزان دوری از  $-A$  و میزان نزدیکی به  $+A$  خواهد بود. همچنین در تشخیص راه‌حل ایدئال مثبت و منفی این نکته حائز اهمیت است که مطلوبیت هر شاخص باید به‌طور یکنواخت افزایشی (با کاهش) باشد (اصغرپور، ۱۳۷۷) و (آذر و رجب‌زاده، ۱۳۸۱)

بیان شد که هر روش اولویت‌بندی، به دنبال انتخاب مهم‌ترین گزینه از بین چند گزینه است. طبیعتاً ابتدا باید مشخص نمود ملاک مهم بودن چیست تا گزینه‌ها بر اساس آن اولویت‌بندی شوند، لذا نیازمند ملاک‌هایی برای اولویت‌بندی گزینه‌ها هستیم. از سوی دیگر وزن این ملاک‌ها نیز باید مشخص باشد. در ارزیابی اوزان برای ملاک‌های اولویت‌بندی یک تصمیم‌گیری، چهار روش قابل ذکر است: روش آنتروپی شانون، روش Linmap روش کمترین مجذورات وزین شده و روش بردار ویژه.

وقتی که داده‌های یک ماتریس تصمیم‌گیری به‌طور کامل مشخص شده باشد، روش آنتروپی می‌تواند برای ارزیابی وزن‌ها به کار رود. آنتروپی یک مفهوم بسیار با اهمیت در علوم اجتماعی و فیزیکی و نیز در کشوری اطلاعات است (اصغرپور، ۱۳۷۷: ۱۹۵ و ۱۹۶). بر اساس توضیحات فوق در فرایند انجام این پژوهش، ۳ مورد را باید مشخص نماییم.

(۱) گزینه‌ها

(۲) ملاک‌ها

(۳) اوزان ملاک‌ها

در این پژوهش گزینه‌ها در حقیقت همان راهکارهای عملیاتی و مقرراتی شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه ایران هستند که به دنبال اولویت‌بندی آن هستیم. در جدول ۲ گزینه‌های شناسایی شده معرفی شده است:

جدول ۲ گزینه‌های شناسایی شده راهکارهای عملیاتی و مقرراتی شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه

#### ایران

ردیف	دسته	شاخص
1	عدم انگیزه و رقابت‌پذیری	افزایش رقابت با بالا بردن حجم تأمین مالی
2		عدم امکان سرمایه‌گذاری مستقیم شرکت تأمین سرمایه در بازار سرمایه (+)
3		ارزشمند نبودن ارزش‌گذاری حرفه‌ای سهم
4		رانت و افزایش کارمزد شرکت تأمین سرمایه نه افزایش کیفیت
5		الزام خرید اوراق فروش نرفته توسط متعهد پذیرهنویس با نرخ ثابت،
6		عدم انگیزه برای شرکت تأمین سرمایه به دلیل نرخ دستوری
7		شناور نبودن نرخ سود برای شرکت تأمین سرمایه
8		گزارش‌های ضعیف شرکت‌های تأمین سرمایه و عدم رقابت



ردیف	دسته	شاخص
9		عدم وابستگی سود با ریسک اعتباری
10	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	موانع مقرراتی برای ایجاد تحول و توسعه صندوق‌ها
11		تغییرات ناگهانی قوانین و مقررات
12		خلأهای قانونی، سازش و تغافل قانون‌گذار
13		لزوم درگیر کردن سرمایه زیاد توسط شرکت‌های تأمین سرمایه
14		لزوم درگیری انواع وثیقه و اخذ مجوز
15		تضاد در قوانین و دستورالعمل‌های سازمان
16		عدم امکان انتشار آزاد اوراق
17		دستورالعمل‌های اجباری وزارت برای شرکت‌های تأمین سرمایه
18		شکل‌گیری بازار ثانویه و از بین رفتن نقدشوندگی
19		عدم ارتباط میان سود و تعهد اوراق به دلیل منع قانونی
20		نرخ اوراق باید متناسب با ریسک اعتباری گردد
21		هزینه‌ساز بودن تأمین مالی جهت وثایق بانکی برای ضمانت بانک‌ها
22		طولانی بودن دریافت مجوزها از بانک مرکزی
23	مشکل دستوری بودن نرخ سود (+) (+)	
24	خود مدیریتی و تحمیل خواسته به بانی	جولان سرمایه‌گذار به واسطه تأمین پول شرکت‌ها از بازار پول
25		انتظار برای ارائه خدمات مالی جامع و چندوجهی نه تک‌بعدی
26		تحمیل بازار گردانی شرکت تأمین سرمایه، برای جبران کسری نرخ سود
27	نظارت حاکمیتی ناکارآمد	تعیین کف قیمت توسط شرکت تأمین سرمایه به دلیل بازار گردانی
28		عدم نظارت صحیح سازمان و عدم ورود بانک مرکزی به وصول مطالبات
29		انباشتگی وصول مطالبات توسط بانک‌ها
30		قیمت‌گذاری غیرواقعی برای مدیریت بازار
31		شبه بانکی شدن شرکت‌های تأمین سرمایه
32		ذی‌نفع بودن دولت
33		رتبه‌بندی صوری شرکت‌ها مبتنی بر ریسک اعتباری
34	فرهنگ، چرخه و نظام مالی معیوب	دخالت بانک‌ها در نظام تأمین مالی (+)
35		عدم گرایش به رفع بدهی از طریق تأمین سرمایه
36		فرهنگ سرمایه‌گذاری بر سهام نه اوراق، توسط جامعه
37	آسیب ساختاری و مدیریت	فرهنگ سرمایه‌گذاری غلط
38		تناقض در ساختار اقتصادی بازار سرمایه و پول
39		نفوذ بانک‌ها و سهامدار عمده در شرکت تأمین سرمایه
40		عدم بهره‌گیری از کفایت سرمایه عالی شرکت‌های تأمین سرمایه

ردیف	دسته	شاخص
41		عدم ارزیابی و رتبه‌بندی تامین سرمایه
42		عدم انعطاف‌پذیری بازار مالی
43		محافظه‌کاری بازار مالی
44	عوامل زمینه‌ای	تداخل و تضاد منافع بانک مرکزی و سازمان بورس
45		عقب‌ماندگی و عدم توسعه و استفاده ابزار جدید
46		عدم زیرساخت برای توسعه و اخذ پروژه خارجی
47		کاهش بازارگردانی و قیمت کارمزدها با توسعه شرکت تامین سرمایه
48		لزوم حمایت سیاست‌گذار برافزایش شرکت تامین سرمایه
49		عدم نیروی خبره در تامین سرمایه

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در خصوص ملاک‌ها نیز از طریق مشاوره با خبرگان به ملاک‌های سه‌گانه‌ای دست یافتیم. در جدول ۳ ملاک‌های شناسایی شده به همراه وزن به‌دست‌آمده برای هرکدام از آن‌ها که به روش آنتروپی شانون مشخص گردیده است آورده شده است:

جدول ۳ ملاک‌های شناسایی شده به همراه وزن آن‌ها بر مبنای نظر خبرگان

ردیف	ملاک	وزن
۱	مالی	۰.۴۲
۲	عملیاتی	۰.۲۴
۳	مقرراتی	۰.۳۴

منبع: ۲: یافته‌های پژوهشگر

به‌منظور اولویت‌بندی گزینه‌ها (که در حقیقت همان راهکارهای عملیاتی و مقرراتی شرکت‌های تامین سرمایه می‌باشند)، از پرسش‌نامه‌هایی که بین خبرگان حوزه مالی و سرمایه‌گذاری توزیع کردیم، استفاده شد. این پرسشنامه در میان خبرگان و فعالان حوزه مذکور در مراکز مالی و اقتصادی کشور توزیع شد. به تعداد ۱۰ نفر پرسشنامه توزیع شد که تحلیل جمعیت‌شناختی پاسخ‌دهندگان و توزیع پراکندگی آن‌ها به شرح جدول ۴ و ۵ است.

در این پرسش‌نامه از خبرگان خواسته شده بود گزینه‌ها (راهکارهای عملیاتی و مقرراتی شرکت‌های تامین سرمایه) را بر اساس معیارهایی در یک طیف خیلی کم تا خیلی زیاد (از ۱ تا ۹) ارزیابی نمایند؛ همچنین از خبرگان خواسته شد تا علاوه بر ارزیابی گزینه‌ها، وزن هرکدام از شاخص‌ها را نیز مشخص نمایند. لازم به ذکر است در هر روش

اولویت‌بندی، حداقل ۳ موضوع باید وجود داشته باشد: ۱. گزینه‌هایی که قرار است اولویت‌بندی شوند؛ ۲. شاخص‌هایی که بر اساس آن گزینه‌ها رتبه‌بندی می‌شوند؛ ۳. وزن هر یک از شاخص‌ها.

جدول ۴ وضعیت پاسخ‌دهندگان از نظر تحصیلی

ردیف	مقطع تحصیلی	تعداد	درصد
۱	دکتری	۶	۰.۶۰
۲	دانشجوی دکتری	۲	۰.۲۰
۳	ارشد	۲	۰.۲
جمع کل		۱۰	۱۰۰ درصد

منبع ۳: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۵ وضعیت پاسخ‌دهندگان از نظر نوع تخصص

ردیف	نوع تخصص	تعداد	درصد
۱	دارای پست مدیریتی در شرکت‌ها	۵	۰.۵۰
۲	دارای پست کارشناسی در شرکت‌ها	۳	۰.۳۰
۳	فعال در سایر نهادهای مالی مرتبط	۲	۰.۲۰
جمع کل		۳۳	۱۰۰ درصد

منبع ۴: یافته‌های پژوهشگر

## روایی و پایایی

مقصود از روایی (اعتبار این است که ابزار اندازه‌گیری مورد نظر در اینجا پرسش‌نامه) تا چه اندازه می‌تواند پاسخ‌گوی سؤالات و فرضیات ما باشد؛ به عبارت دیگر مفهوم روایی به این سؤال پاسخ می‌دهد که پرسش‌نامه طراحی شده تا چه حد موضوعات و اهداف مورد نظر را مورد ارزیابی و آزمون قرار می‌دهد (نوبخت، ۱۳۹۳: ۹۲). روایی عبارت است از میزانی که ابزار مورد نظر، آنچه را برای اندازه‌گیری آن تخصیص یافته است، اندازه‌گیری کند. در واقع روایی به معنی دار بودن تفسیر نتایج آزمون یا پرسش‌نامه مربوط است و به کاربرد مورد نظر آزمون اختصاص دارد (خوبی نژاد، ۱۳۸۵).

این روایی بیان می‌کند آیا ابزار اندازه‌گیری یعنی پرسش‌نامه تهیه شده می‌تواند متغیر مورد نظر را اندازه‌گیری کند (نوبخت، ۱۳۹۳: ۹۲).

در این پژوهش برای سنجش روایی پرسش‌نامه، روایی صوری از طریق ارائه آن به خبرگان و دریافت نظرات مثبت آن‌ها مورد بررسی قرار گرفت و تأیید شد.

پایایی (اعتماد) به معنای آن است که این ابزار اندازه‌گیری (پرسش‌نامه) تا چه اندازه نتایج یکسانی را می‌دهد؛ یعنی اگر پرسش‌نامه را در یک فاصله زمانی، چندین بار به گروه واحدی بدهیم، نتایج حاصل تا چه اندازه می‌تواند مشابه باشد (نوبخت، ۱۳۹۳: ۹۳).

یک آزمون زمانی دارای پایایی است که نمره‌های مشاهده و نمره‌های واقعی آن دارای همبستگی بالایی باشند (خاکی، ۱۳۷۸: ۲۹۲). برای سنجش پایایی پرسش‌نامه، با استفاده از نرم‌افزار SPSS ضریب آلفای کرونباخ برای آن محاسبه گردید و پایایی پرسشنامه تأیید شد.

### یافته‌های پژوهش

با عنایت به مطالب که در قسمت‌های پیشین این پژوهش مطرح گردید پس از جمع‌آوری پرسشنامه‌ها، اطلاعات موجود در آن‌ها در نرم‌افزار اکسل بارگذاری گردید و با روش Topsis مورد تحلیل و بررسی قرار گرفت که در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶ نتایج اولویت‌بندی راهکارهای عملیاتی و مقرراتی شرکت‌های تامین سرمایه با روش تاپسیس

رتبه	نمره	دسته	شاخص
1	۰.۹۱۲۵	فرهنگ، چرخه و نظام مالی معیوب	عدم گرایش به رفع بدهی از طریق تأمین سرمایه
2	۰.۹۰۱۲	عدم انگیزه و رقابت‌پذیری	رانت و افزایش کارمزد شرکت تأمین سرمایه نه افزایش کیفیت
3	۰.۸۹۸۵	فرهنگ، چرخه و نظام مالی معیوب	فرهنگ سرمایه‌گذاری بر سهام نه اوراق، توسط جامعه
4	۰.۸۹۵۰	عوامل زمینه‌ای	عدم نیروی خبره در تأمین سرمایه
5	۰.۸۹۰۱	فرهنگ، چرخه و نظام مالی معیوب	دخالت بانک‌ها در نظام تأمین مالی (+)
6	۰.۷۸۱۷	فرهنگ، چرخه و نظام مالی معیوب	فرهنگ سرمایه‌گذاری غلط
7	۰.۷۷۸۹	عوامل زمینه‌ای	کاهش بازار گردانی و قیمت کارمزدها با توسعه شرکت تأمین سرمایه
8	۰.۷۷۷۹	عدم انگیزه و رقابت‌پذیری	افزایش رقابت با بالا بردن حجم تأمین مالی
9	۰.۷۷۴۷	عدم انگیزه و رقابت‌پذیری	عدم امکان سرمایه‌گذاری مستقیم شرکت تأمین سرمایه در بازار سرمایه
10	۰.۷۷۳۵	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	طولانی بودن دریافت مجوزها از بانک مرکزی
11	۰.۷۷۱۵	خود مدیریتی و تحمیل خواسته به بانی	تعیین کف قیمت توسط شرکت تأمین سرمایه به دلیل بازار گردانی
12	۰.۷۶۶۱	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	تغییرات ناگهانی قوانین و مقررات

رتبه	نمره	دسته	شاخص
13	۰.۶۲۶۰	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	عدم امکان انتشار آزاد اوراق
14	۰.۶۲۴۷	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	هزینه‌ساز بودن تأمین مالی جهت وثایق بانکی برای ضمانت بانک‌ها
15	۰.۶۲۳۴	عدم انگیزه و رقابت‌پذیری	شناور نبودن نرخ سود برای شرکت تأمین سرمایه
16	۰.۶۲۳۴	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	لزوم درگیری انواع وثیقه و اخذ مجوز
17	۰.۶۲۲۹	آسیب ساختاری و مدیریت	عدم ارزیابی و رتبه‌بندی تأمین سرمایه
18	۰.۶۱۸۷	عدم انگیزه و رقابت‌پذیری	الزام خرید اوراق فروش نرفته توسط متعهد پذیرهنویس با نرخ ثابت،
19	۰.۶۱۸۷	نظارت حاکمیتی ناکارآمد	ذی‌نفع بودن دولت
20	۰.۶۱۸۷	نظارت حاکمیتی ناکارآمد	رتبه‌بندی صوری شرکت‌ها مبتنی بر ریسک اعتباری
21	۰.۶۱۸۷	عوامل زمینه‌ای	لزوم حمایت سیاست‌گذار برافزایش شرکت تأمین سرمایه
22	۰.۶۱۸۴	عدم انگیزه و رقابت‌پذیری	ارزشمند نبودن ارزش‌گذاری حرفه‌ای سهم
23	۰.۶۱۸۴	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	مشکل دستوری بودن نرخ سود (+) (+)
24	۰.۶۱۶۰	آسیب ساختاری و مدیریت	عدم انعطاف‌پذیری بازار مالی
25	۰.۶۱۲۸	نظارت حاکمیتی ناکارآمد	عدم نظارت صحیح سازمان و عدم ورود بانک مرکزی به وصول مطالبات
26	۰.۴۴۶۳	نظارت حاکمیتی ناکارآمد	قیمت‌گذاری غیرواقعی برای مدیریت بازار
27	۰.۴۴۵۲	نظارت حاکمیتی ناکارآمد	شبه بانکی شدن شرکت‌های تأمین سرمایه
28	۰.۴۴۰۹	عوامل زمینه‌ای	عقب‌ماندگی و عدم توسعه و استفاده ابزار جدید
29	۰.۴۳۹۶	خودمدیریتی و تحمیل خواسته به بانی	جولان سرمایه‌گذار به‌واسطه تأمین پول شرکت‌ها از بازار پول
30	۰.۴۳۸۰	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	موانع مقرراتی برای ایجاد تحول و توسعه صندوق‌ها
31	۰.۴۳۸۰	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	لزوم درگیرکردن سرمایه زیاد توسط شرکت‌های تأمین سرمایه
32	۰.۴۳۸۰	نظارت حاکمیتی ناکارآمد	انباشتگی وصول مطالبات توسط بانک‌ها
33	۰.۴۳۵۴	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	شکل‌گیری بازار ثانویه و از بین رفتن نقدشوندگی

رتبه	نمره	دسته	شاخص
34	۰.۴۳۵۴	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	عدم ارتباط میان سود و تعهد اوراق به دلیل منع قانونی
35	۰.۲۴۴۴	آسیب ساختاری و مدیریت	عدم بهره‌گیری از کفایت سرمایه عالی شرکت‌های تامین سرمایه
36	۰.۲۴۲۸	عوامل زمینه‌ای	تداخل و تضاد منافع بانک مرکزی و سازمان بورس
37	۰.۲۴۲۳	آسیب ساختاری و مدیریت	نفوذ بانک‌ها و سهامدار عمده در شرکت تامین سرمایه
38	۰.۲۴۰۳	عوامل زمینه‌ای	عدم زیرساخت برای توسعه و اخذ پروژه خارجی
39	۰.۲۳۸۵	عدم انگیزه و رقابت‌پذیری	گزارش‌های ضعیف شرکت‌های تامین سرمایه و عدم رقابت
40	۰.۲۳۶۵	آسیب ساختاری و مدیریت	تناقض در ساختار اقتصادی بازار سرمایه و پول
41	۰.۲۳۵۷	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	نرخ اوراق باید متناسب با ریسک اعتباری گردد
42	۰.۲۳۵۲	خود مدیریتی و تحمیل خواسته به بانی	تحمیل بازار گردانی شرکت تامین سرمایه، برای جبران کسری نرخ سود
43	۰.۲۳۲۹	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	تضاد در قوانین و دستورالعمل‌های سازمان
44	۰.۲۲۹۷	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	دستورالعمل‌های اجباری وزارت برای شرکت‌های تامین سرمایه
45	۰.۰۰۵۴	عدم انگیزه و رقابت‌پذیری	عدم وابستگی سود با ریسک اعتباری
46	۰.۰۰۳۰	ضعف قوانین و موانع مقرراتی	خلأهای قانونی، سازش و تغافل قانون‌گذار
47	۰.۰۰۳۰	آسیب ساختاری و مدیریت	محافظه‌کاری بازار مالی
48	۰.۰۰۲۰	عدم انگیزه و رقابت‌پذیری	عدم انگیزه برای شرکت تامین سرمایه به دلیل نرخ دستوری
49	۰.۰۰۲۰	خود مدیریتی و تحمیل خواسته به بانی	انتظار برای ارائه خدمات مالی جامع و چندوجهی نه تک‌بعدی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌طور که از جدول ۶ مشخص است بیشترین نمرات به ترتیب مربوط به شاخص‌های: عدم گرایش به رفع بدهی از طریق تامین سرمایه (۰.۹۱۲۵)، رانت و افزایش کارمزد شرکت تامین سرمایه نه افزایش کیفیت (۰.۹۰۱۲) و فرهنگ سرمایه‌گذاری بر سهام نه اوراق، توسط جامعه (۰.۸۹۸۵) است.

از سوی دیگر بررسی جدول نشان می‌دهد شاخص‌هایی که کمترین نمره را کسب نموده‌اند عبارت است از: محافظه‌کاری بازار مالی (۰.۰۰۳۰)، عدم انگیزه برای شرکت تأمین سرمایه به دلیل نرخ دستوری (۰.۰۰۲۰) و انتظار برای ارائه خدمات مالی جامع و چندوجهی نه تک‌بعدی (۰.۰۰۲۰). در این روش بررسی اولویت هر یک از دسته‌ها نشان می‌دهد که دسته‌ی فرهنگ، چرخه و نظام مالی معیوب دارای بیشترین اولویت و دسته آسیب ساختاری و مدیریت دارای کمترین اولویت است؛ که البته میزان اهمیت دسته‌ها نسبت به یکدیگر بسیار نزدیک است. این موارد در جدول ۷ قابل مشاهده است.

جدول ۷ میانگین نمرات هر دسته از شاخص‌ها به روش Topsis

میانگین	دسته
0.8706	فرهنگ، چرخه و نظام مالی معیوب
0.5360	عوامل زمینه‌ای
0.5299	نظارت حاکمیتی ناکارآمد
0.5066	عدم انگیزه و رقابت‌پذیری
0.4628	ضعف قوانین و موانع مقرراتی
0.3620	خودمدیریتی و تحمیل خواسته به بانی
0.3275	آسیب ساختاری و مدیریت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر در راستای شناسایی راهکارهای عملیاتی و مقرراتی شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه ایران از نگاه متولیان عملیات و مقررات، اقتصاددانان و ارکان مختلف شرکت‌های تأمین سرمایه و بازار سرمایه انجام پذیرفته است. در پاسخ به سوالات اصلی پژوهش پس از تشخیص مسئله پژوهش که عبارتند از ۱. چالش‌ها و راهکارهای عملیاتی و مقرراتی مربوط به شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه ایران چیست؟ ۲. هر یک از راهکارهای عملیاتی و مقرراتی مربوط به شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه ایران از نظر رتبه در چه جایگاهی قرار دارند؟ روش پژوهش را در سه مرحله، ابتدا داده‌یابی، سپس داده‌کاوی و در نهایت اعتبار‌یابی شد. در مرحله اول که همان داده‌یابی است از روش کتابخانه‌ای و مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته استفاده شده است. در این مرحله از روش نمونه‌گیری گلوله برفی بهره برده شده است. در قسمت تجزیه و تحلیل اطلاعات، از روش تحلیل مضمون استفاده شده است و نکات استخراج شده از مصاحبه‌ها در سه قالب مضمون پایه، مضمون سازمان دهنده و مضمون فراگیر دسته‌بندی شده است؛ و در مرحله آخر با روش Topsis راهکارهای عملیاتی و مقرراتی شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه ایران رتبه‌بندی شدند.

نتایج نشان داد که بیشترین نمرات به ترتیب مربوط به شاخص‌های: عدم گرایش به رفع بدهی از طریق تأمین سرمایه (۰.۹۱۲۵)، رانت و افزایش کارمزد شرکت تأمین سرمایه نه افزایش کیفیت (۰.۹۰۱۲) و فرهنگ سرمایه‌گذاری بر سهام نه اوراق، توسط جامعه (۰.۸۹۸۵) است. از سوی دیگر شاخص‌هایی که کمترین نمره را کسب نموده‌اند عبارت است از: محافظه‌کاری بازار مالی (۰.۰۰۳۰)، عدم انگیزه برای شرکت تأمین سرمایه به دلیل نرخ دستوری (۰.۰۰۲۰) و انتظار برای ارائه خدمات مالی جامع و چندوجهی نه تک‌بعدی (۰.۰۰۲۰). همچنین در این روش، بررسی اولویت هر یک از دسته‌ها نشان می‌دهد که دسته‌ی فرهنگ، چرخه و نظام مالی معیوب دارای بیشترین اولویت و دسته آسیب‌ساختاری و مدیریت دارای کمترین اولویت است؛ که البته میزان اهمیت دسته‌ها نسبت به یکدیگر بسیار نزدیک است.

با توجه به نتایج حاصله، راهکارهای زیر پیشنهاد می‌گردد:

- بالا بردن حجم تأمین مالی راهکاری جهت افزایش رقابت در این صنعت و کارایی بهتر شرکت‌های تأمین سرمایه است.
- عدم امکان سرمایه‌گذاری مستقیم شرکت تأمین سرمایه در بازار سرمایه از تأثیرگذاری این شرکت‌ها کاسته است که می‌بایست در قانون مرتبط با سهامدار عمده (بانک‌ها) اصلاحاتی لحاظ گردد.
- با توجه به عدم رقابت بین شرکت‌های تأمین سرمایه، افزایش کیفیت گزارش‌ها از جمله گزارش ارزش‌گذاری شرکت‌ها با استفاده از نیروهای متخصص می‌بایست مدنظر مدیران شرکت‌های تأمین سرمایه قرار گیرد.
- می‌بایست به‌وسیله اعطای مجوز تأسیس شرکت‌های جدید با رانت و افزایش کارمزد شرکت تأمین سرمایه‌ها که باعث درآمدزایی صرف این شرکت‌ها گردیده است نه افزایش کیفیت، جلوگیری شود.
- الزام خرید اوراق فروش نرفته توسط متعهد پذیرهنویس با نرخ ثابت توسط این شرکت‌ها بر عملکرد آن‌ها اثرگذار است که می‌بایست توسط نهاد ناظر اصلاح گردد.
- شرکت‌های تأمین سرمایه به دلیل نرخ دستوری اوراق در فضای اقتصادی کشور و شناور نبودن نرخ سود برای شرکت تأمین سرمایه دچار رکود در فعالیت و عدم انگیزه ناشی از آن می‌شوند که می‌بایست این مشکل بنیادین در اقتصاد به‌وسیله برنامه‌های مدون بانک مرکزی به‌درستی اصلاح گردد.
- با توجه به عدم وابستگی سود با ریسک اعتباری، نهاد ناظر می‌بایست به رتبه‌بندی شرکت‌های بانی جهت انتشار اوراق و نرخ متناسب با رتبه اعتباری آنان اهتمام ورزد.
- نفوذ بانک‌ها و سهامدار عمده در شرکت تأمین سرمایه از جهتی باعث استفاده از ظرفیت بالقوه مشتریان‌شان است اما این نفوذ باعث می‌شود تا منابع شرکت‌های تأمین سرمایه در اختیار بانک‌ها باشد و هیچ‌گونه استقلالی نداشته باشند که می‌بایست نظام حاکمیت شرکتی در اعطای مجوز شرکت‌های جدید موردتوجه سازمان بورس قرار گیرد.



- عدم بهره‌گیری از کیفیت سرمایه عالی شرکت‌های تأمین سرمایه و استفاده از فرمول‌های قدیمی جهت محاسبه آن از دیگر مواردی است که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار مطابق بازل ۳ اصلاح و ابلاغ گردد.
- عدم ارزیابی و رتبه‌بندی تأمین سرمایه‌ها در ایران هیچ‌گونه رقابتی را برای جلب رضایت مشتریان و همچنین تنوع در خدمات و نرخ خدمات این شرکت‌ها ایجاد نکرده است که بایستی شرکت‌های رتبه‌بندی هرچه سریع‌تر به این حوزه ورود کنند و سازمان بورس نیز به‌عنوان نهاد ناظر طی گزارشات فعالیت آنان را رصد و به عموم گزارش کند.
- عدم انعطاف‌پذیری بازار مالی و محافظه‌کاری بازار مالی از جمله مواردی است که از تغییرات و رشد سریع این شرکت‌ها جلوگیری می‌کند که می‌بایست فرهنگ‌سازی متناسب با آن در فضای مالی و مدیریتی کشور ایجاد شود.
- عقب‌ماندگی و عدم توسعه و استفاده ابزار جدید از جمله مواردی است که اهمیت تمرکز شرکت‌های تأمین سرمایه و برنامه‌ریزی بلندمدت برای پیشرفت فناوری مورد استفاده ایشان را بیان می‌کند.
- با توجه عدم وجود زیرساخت برای توسعه و اخذ پروژه خارجی می‌بایست شرکت‌های تأمین سرمایه آینده جهانی خود را نیز پیگیری کنند و برای آن از تمامی ابزارهای نوین بهره‌مند شوند.
- توسعه شرکت‌های تأمین سرمایه به کاهش بازار گردانی و قیمت کارمزدها و شکستن انحصار در این صنعت کمک می‌کند.
- عدم تربیت نیروی خبره متناسب با نیاز شرکت‌های تأمین سرمایه و همچنین با توجه به بزرگ شدن بازار سرمایه ایران این نیاز روزبه‌روز بیشتر می‌شود که متولیان امر آموزش بایستی بدین امر اهتمام ورزند.

#### فهرست منابع

- جهانخانی، علی؛ پارسائیان، علی، (۱۳۷۹)، مدیریت مالی، تهران، انتشارات سمت.
- خدادوست، حسین، (۱۳۸۴)، بررسی نحوه فعالیت کارگزاران در حوزه مشاوره و سبد گردانی، سایت مدیریت، پژوهش و توسعه مدیریت اسلامی.
- دیواندری، علی، (۱۳۹۲)، بانکداری سرمایه‌گذاری نظریه‌ها و کاربردها، انتشارات دانشگاه تهران.
- دیواندری، علی، قاسمی ارمکی، علی و گودرزی، حجت‌اله، (۱۳۹۲)، لزوم تحول در مدل کسب‌وکار نظام بانکداری، مقاله ارائه ده در همایش بیست و سوم سیاست‌های پولی و ارزی، ۱۳۹۲.
- زارع، بهروز و سرزعی، علی (۱۳۹۴) آسیب‌شناسی تأمین مالی در بازار سرمایه، شبکه مطالعات سیاست‌گذاری عمومی، شماره مسلسل ۱۲۳-۲۲۰۰.
- سازمان بورس و اوراق بهادار، (۱۳۸۹)، نهادهای مالی، راهنمای قانون بازار اوراق بهادار، انتشارات بورس.
- سوری، علی، میرزایی بادیزی، وحید، ناجی، مهدی و بهرام‌مهر، مهدی، (۱۴۰۱)، ساز و کار سرایت ریسک سیستمی در نظام مالی ایران: بازار پول و سرمایه، فصلنامه اقتصاد مالی، شماره ۶۲، صص ۴۹-۷۰.

- شهبازی، موسی، (۱۳۹۵) آسیب‌شناسی شکل‌گیری و عملکرد شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه ایران، شماره گزارش ۰۴۹۵۷۹.
- عالی پناه، علیرضا، ناصری، حمید، (۱۳۹۸) نظام بازرسی در شرکت‌های تأمین سرمایه، فصلنامه آموزه‌های حقوقی، شماره ۸، صص ۹۹-۱۲۵.
- غلامی جمکرانی، رضا، مومیوند، بهزاد، ملکی، محمد حسن و جهانگیرنیا، حسین، (۱۴۰۱) ارائه چارچوبی برای شناسایی پیشران‌های موثر روی آینده صنعت بانکداری با تاکید بر نقش فناوری مالی، فصلنامه اقتصاد مالی، شماره ۶۱، صص ۱۷۵-۱۹۴.
- قدرتیان، سید عبدالجابر، فرهادیان، علی و محمودی، مرضیه، (۱۳۹۷) طراحی نقشه استراتژی شرکت‌های تأمین سرمایه، فصلنامه چشم‌انداز مدیریت مالی، شماره ۲۳، صص ۱۲۷-۱۵۱.
- کاباران زاد قدیم، محمدرضا، نیلچیان، مزده، حقیقت منفرد، جلال و عدالتیان شهریاری، جمشید، (۱۴۰۱)، عوامل مؤثر بر بین‌المللی‌سازی بانک‌ها، فصلنامه اقتصاد مالی، شماره ۶۰، صص ۱۴۳-۱۷۰.
- مافی، همایون و فلاح، زینب (۱۳۹۵)، ساختار شرکت‌های تأمین سرمایه و الزامات حقوقی حاکم بر آن، فصلنامه حقوقی دادگستری، شماره ۹۴، صص ۱۶۱-۱۹۱.
- مرزبان، حسین، خواجوی، شکراله و کاروانی، راضیه، (۱۳۹۹) بررسی عملکرد بانک‌های سرمایه‌گذاری در جهان و مقایسه آن با بانک‌های سرمایه‌گذاری در ایران در راستای توسعه تأمین مالی در بازار سرمایه، مجله اقتصادی، سال بیستم - شماره ۹ و ۱۰، صص ۵-۳۰.
- Colonnello, S. (2020). The Real Effects of Universal Banking: Does Access to the Public Debt Market Matter?. *Journal of Financial Services Research*, 1-34.
- El-Brassi, M. A. A., Alhabshi, S. M., & Othman, A. H. A. (2020). Exploring the knowledge of Islamic banking among Libyan bankers. *International Journal of Islamic Economics and Finance (IJIEF)*, 3(1), 1-20.
- Fleuriet, Michel. (2008). *Investment Banking Explained*, Mcgraw-Hill, p. 13.
- Iannotta, Giuliano, (2010). *Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services*, Berlin, Springer, p. 6
- Megginson, William, and Scott Smart. (2008). *Introduction to Corporate Finance*, p.203.
- Subramanian S, et al. (2006). An Essential Endoplasmic Reticulum Membrane Protein Required For Protein Processing In The Endoplasmic Reticulum Of Budding Yeast, *journal of PNAS*; 4: 939-944.
- Thomas, T. Wakita, and S. M. Lemon, (2006). Production of infectious genotype 1a hepatitis C virus, *journal of PNAS*, 103, 2310-2315.
- Zhang, Y., & Zhu, B. (2021). Stock price contagion effects through investment banks. *Applied Economics*, 1-19.

**Rating Operation and Regulatory Mechanisms for Promoting  
the Role and Position of Investment Banks in the Capital  
Market of the Islamic Republic of Iran**

Hamed Tajmir Riyahi<sup>1</sup>  
Saeid Akhoundi<sup>2</sup>

Received: 28 / April / 2024      Accepted: 09 / June / 2024

**Abstract**

Currently, the most important official financing institution in the capital market is the capital financing companies, which have been operating for a decade; but these companies face financial, operational and regulatory challenges. Accurate knowledge of these problems as well as providing operational and regulatory solutions in this regard can help a lot to increase efficiency and further growth and development of Iran's financial and economic system and be effective in implementing fiscal and economic policies with a focus on increasing growth and promoting economic stability. In this research, after conducting library studies and through interviews with experts in this field and using data analysis method, 49 operational and regulatory solutions were obtained to solve the regulatory and operational challenges and damages of financing companies in the capital market of the Islamic Republic of Iran. Based on the results of this study, the solutions corresponding to each of the injuries are listed in the results section of this study: 1. Lack of motivation and competitiveness 2. Weakness of laws and regulatory barriers 3. Self-management and imposition of demands on the founder 4. Inefficient governance oversight 5. Defective culture, cycle and financial system 6. Structural damage and management 7. Underlying factors. Supervisors in the capital market as well as the money market are advised to use the results in order to promote and grow the capital market and the role and position of financing companies.

**Key words:** investment bank, pathology, financing, capital market

**JEL:** G18, G21, G24, G28, G34, G38

---

<sup>1</sup> Department of Economics and Islamic Banking, Faculty of Economics, Khwarazmi University, Tehran, Iran, (corresponding author) h.tajmir@khu.ac.ir

<sup>2</sup> Department of Islamic Education and Financial Management, Imam Sadiq University (AS), Tehran, Iran, Akhoundi.sd@gmail.com

