

به نام خدا



عنوان مستند: شیوه‌نامه رتبه‌بندی اعتباری شرکت مادر

شماره ویرایش: صفر

تاریخ تصویب: ۱۳۹۹/۰۲/۰۶ در کمیته تدوین ضوابط و ۱۳۹۹/۰۲/۰۸ هیات مدیره

مرجع تصویب: کمیته تدوین ضوابط و هیات مدیره

مقدمه

شرکت های مادر/هلدینگ، از قدیمی ترین و با سابقه ترین نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه کشور محسوب می شوند که بعضاً سابقه آن ها در اقتصاد کشور به نیم قرن می رسد. این شرکت ها - که بعضاً از زیرمجموعه های بانک های تجاری و تخصصی فعال در کشور به شمار می روند- طیف وسیعی از فعالیت ها و خدمات مالی شامل سرمایه گذاری در پروژه های اختصاصی، تأمین مالی بخش خصوصی و عرضه و انتشار اوراق بهادار را برعهده داشته اند. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ و متعاقباً تصویب آیین نامه اجرایی آن در سال ۱۳۸۶، برای اولین بار در مقررات بازار سرمایه، شرکت های مادر به عنوان نهادی مالی به رسمیت شناخته شدند. از این رو فضای مناسبی برای توسعه کمی و کیفی این نوع از نهادهای مالی در بازار سرمایه فراهم شد. این شیوه نامه به دنبال ارائه روش شناسی رتبه بندی اعتباری شرکت های مادر است.

هدف برهان از رتبه بندی اعتباری یک شرکت مادر، ارزیابی توانایی و تمایل آن شرکت در پرداخت بموقع تعهداتش می باشد. برهان، ارزیابی یکپارچه ای از تحلیل عملکرد اخیر مالی و عملیاتی شرکت مادر به همراه ارزیابی شرکت های تابعه انجام داده و یک رتبه اعتباری آینده نگر را تخصیص می دهد.

در این متن عبارت "شرکت مادر" و "شرکت هلدینگ"، به یک معنی بکار می روند.

محیط قانونی حاکم بر فعالیت شرکت های هلدینگ

در بند ۲۲ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۸۴، شرکت مادر (هلدینگ) به عنوان شرکتی تعریف شده است که با سرمایه گذاری در شرکت سرمایه پذیر جهت کسب انتفاع، میزانی از حق رأی را کسب کند که به منظور کنترل عملیات شرکت، توانایی انتخاب هیئت مدیره را داشته باشد و یا در انتخاب اعضای هیئت مدیره مؤثر باشد. بر اساس ماده چهار آیین نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۶ هیئت وزیران، شرکت های هلدینگ و سرمایه گذاری از مصادیق نهادهای مالی محسوب می شوند.

مطابق دستورالعمل شناسایی و ثبت نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادار نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، مصوب ۱۳۹۰/۰۸/۲۱ سازمان بورس، یک شرکت سهامی عام که بیش از ۵۰ درصد از دارایی های خود را به سرمایه گذاری در اوراق بهادار اختصاص دهد یا در طول یک سال مالی، بیش از ۵۰ درصد از درآمد عملیاتی خود را از محل سرمایه گذاری در اوراق بهادار (اعم از سود تخصیصی یا افزایش قیمت اوراق بهادار) بدست آورده باشد، به عنوان شرکت سرمایه گذاری یا مادر (هلدینگ)، محسوب می شود. اگر شخص حقوقی از نوع شرکت سهامی عام نباشد، به شرطی شرکت سرمایه گذاری یا مادر (هلدینگ) محسوب می شود که بیش از ۵۰ درصد از دارایی های خود را به سرمایه گذاری در سهام شرکت های سهامی عام یا اوراق بهادار عرضه شده در عرضه های عمومی، اختصاص دهد یا در طول یک سال مالی، بیش از ۵۰ درصد از درآمد عملیاتی خود را از محل سرمایه گذاری در سهام یا اوراق بهادار یاد شده (اعم از سود تخصیصی یا افزایش قیمت اوراق بهادار) بدست آورده باشد. طبق همین مقررات، در محاسبه نسبت های یاد شده، ارزش های

دفتری ملاک عمل بوده و مطالبات از اشخاص وابسته (در صورتی که فعالیت اصلی شخص وابسته، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار باشد) و همچنین مطالبات سود سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، پیش‌پرداخت سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار و سپرده‌تودیع شده برای انجام معاملات اوراق بهادار، به‌عنوان سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار محسوب می‌شود. در بخش دیگری از دستورالعمل شناسایی و ثبت نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادار نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، معیارهایی برای تفکیک شرکت سرمایه‌گذاری از شرکت مادر (هلدینگ)، تعیین شده است. بر آن اساس، پس از اینکه شرکت به‌عنوان شرکت سرمایه‌گذاری یا مادر (هلدینگ) شناسایی شد، در صورتی که بیش از ۵۰ درصد از آن بخش از دارایی‌های خود را که به اوراق بهادار اختصاص داده است، در سهام، سهم‌الشرکه یا واحدهای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، مؤسسات یا صندوق‌ها، سرمایه‌گذاری کرده باشد که به‌موجب این سرمایه‌گذاری، به تنهایی یا به همراه اشخاص تحت کنترل خود در شرکت، مؤسسه یا صندوق سرمایه‌پذیر نفوذ قابل ملاحظه یافته یا کنترل آن را به دست آورده باشد، آنگاه شخص حقوقی به‌عنوان یک شرکت مادر (هلدینگ) و در غیر این صورت به‌عنوان یک شرکت سرمایه‌گذاری محسوب خواهد شد.

مطابق ماده هفت دستورالعمل فوق‌الذکر، هر شخص حقوقی که به‌عنوان شرکت سرمایه‌گذاری یا شرکت مادر (هلدینگ) نزد سازمان بورس به ثبت می‌رسد، ملزم است در ترکیب دارایی‌های خود، موارد زیر را رعایت نماید:

- حداقل ۸۰ درصد از دارایی‌های خود را به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار اختصاص دهد؛
- شرکت مادر (هلدینگ) باید حداقل ۷۰ درصد از دارایی‌های خود را به سرمایه‌گذاری در سهام یا سهم‌الشرکه یا واحدهای سرمایه‌گذاری دارای حق رأی شرکت‌ها، مؤسسات یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری دیگر اختصاص دهد به‌طوری‌که در شرکت‌ها، مؤسسات یا صندوق‌های سرمایه‌پذیر، به تنهایی یا به همراه اشخاص تحت کنترل خود نفوذ قابل ملاحظه یافته یا کنترل آن‌ها را به دست آورد؛
- شرکت سرمایه‌گذاری باید حداقل ۷۰ درصد از دارایی‌های خود را به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار اختصاص دهد که در اثر سرمایه‌گذاری در این اوراق بهادار، به تنهایی یا به همراه اشخاص تحت کنترل خود در شرکت ناشر اوراق بهادار یادشده، نفوذ قابل ملاحظه پیدا نکند یا کنترل آن را به دست نیورد.

در قسمت‌های بعد خواهیم دید که تعریف برهان از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مادر (هلدینگ)، متفاوت با تعریف مذکور در مقررات است.

مطابق بند هـ ماده ۹۹ قانون برنامه پنج ساله پنجم، نهادهای مالی (از جمله شرکت‌های هلدینگ و سرمایه‌گذاری) می‌بایست نزد سازمان بورس و اوراق بهادار به ثبت برسند و سازمان ثبت اسناد و املاک کشور مکلف است این نهادهای مالی را فقط با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار ثبت نماید. همچنین بر اساس همین ماده، ماده ۲۹ قانون بازار اوراق بهادار و ماده ۱۳ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید و آئین‌نامه آن، صلاحیت حرفه‌ای اعضای هیئت‌مدیره و مدیران نهادهای مالی (از جمله شرکت‌های

هلدینگ و سرمایه‌گذاری)، باید به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار برسد. منظور از صلاحیت حرفه‌ای، دارا بودن سوابق علمی، تحصیلی و حرفه‌ای و حسن سابقه فعالیت مرتبط با مدیریت از سوی مدیر تعریف شده است.

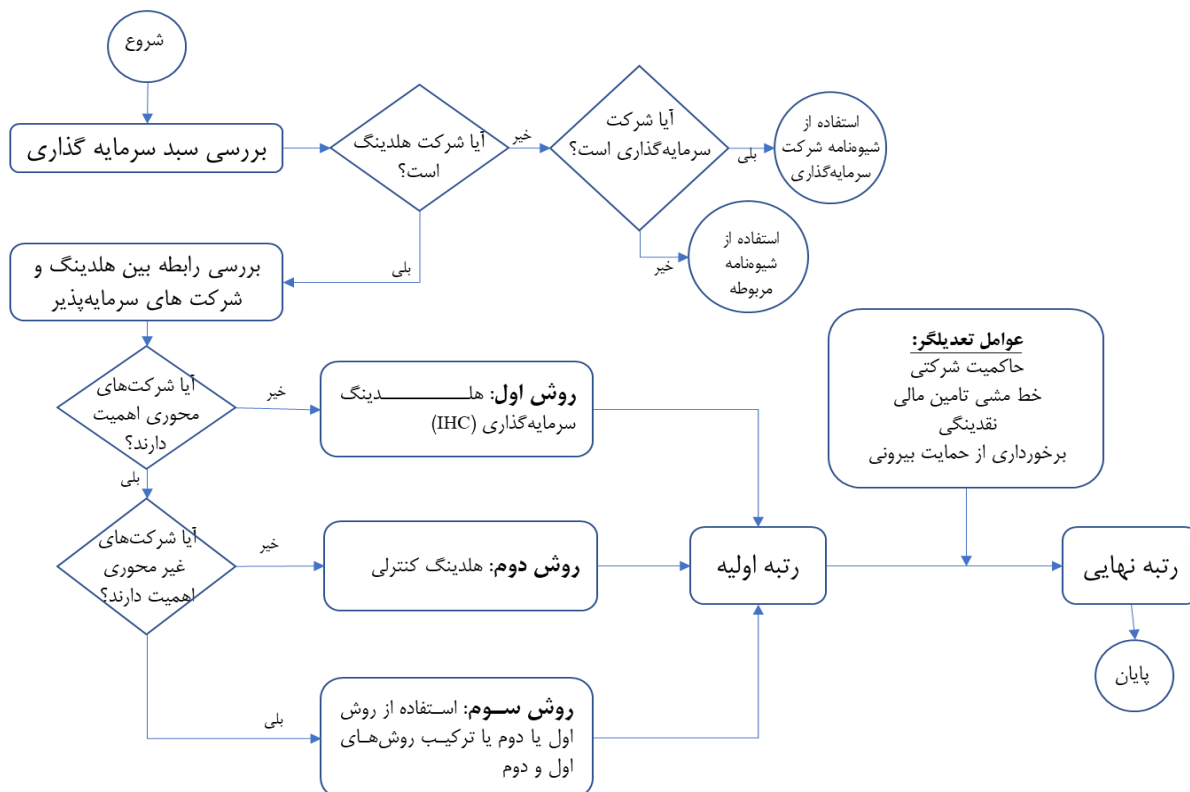
مطابق ماده ۲۹ قانون بازار اوراق بهادار، حداقل سرمایه، موضوع فعالیت در اساسنامه، نحوه گزارش‌دهی و نوع گزارش‌های ویژه حسابرسی نهادهای مالی از جمله هلدینگ‌ها باید به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار برسد. در اجرای این ماده، هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در تاریخ ۱۳۹۱/۰۶/۲۵، حداقل سرمایه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مادر (هلدینگ) را مبلغ یکصد (۱۰۰) میلیارد ریال تعیین نموده است. البته این مصوبه شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مادر که قبلاً تاسیس شده‌اند، نمی‌شود.

بند هـ ماده ۹۹ قانون برنامه پنج ساله پنجم بیان می‌دارد: هرگونه تغییرات در اساسنامه و سرمایه نهادهای مالی (از جمله شرکت‌های هلدینگ و سرمایه‌گذاری)، منوط به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار طبق ضوابط مربوطه است. همچنین مطابق ماده ۲۸ قانون بازار اوراق بهادار، تأسیس نهادهای مالی (از جمله شرکت‌های هلدینگ و سرمایه‌گذاری)، منوط به ثبت نزد سازمان بورس است و فعالیت آن‌ها تحت نظارت این سازمان انجام می‌شود.

مرور کلی شیوه‌نامه

معیارهای برهان برای شناسایی یک شرکت مادر و تفکیک آن از شرکت سرمایه‌گذاری یا بقیه شرکت‌ها، متفاوت از تعاریف ارائه شده در مقررات است. وقتی با بررسی اجمالی سید سرمایه‌گذاری‌های یک شرکت، برهان به این نتیجه برسد که سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، سهم قابل توجهی از دارایی‌های آن شرکت را تشکیل می‌دهد، آن شرکت مورد بررسی بیشتر قرار خواهد گرفت تا ماهیت آن، دقیقاً تعیین شود. در صورتی که بررسی‌های بیشتر نشان دهد که شرکت از نوع شرکت مادر نیست، برهان از این شیوه‌نامه برای رتبه‌بندی آن استفاده نخواهد کرد و شیوه‌نامه رتبه‌بندی مناسب مربوطه از جمله شیوه‌نامه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، تولیدی/خدماتی، بیمه، بانک، نهادهای غیربانکی و غیره را بکار خواهد گرفت. در بخش معیارهای شناسایی شرکت مادر، معیارهای برهان در این زمینه توضیح داده شده است.

در صورتی که شرکت موضوع رتبه‌بندی از نوع شرکت مادر تشخیص داده شد، برهان از شیوه‌نامه حاضر برای رتبه‌بندی آن استفاده خواهد کرد. در این صورت، ابتدا بر اساس توضیحات ارائه شده در پیوست این شیوه‌نامه، شرکت‌های سرمایه‌پذیر، به دو دسته محوری و غیرمحوری تقسیم می‌شوند. سپس اهمیت هر دسته از شرکت‌های محوری و غیرمحوری با توجه به توضیحات بخش معیارهای شناسایی شرکت مادر، مشخص می‌شود. با توجه به میزان اهمیت شرکت‌های محوری و غیرمحوری، یکی از روش‌های اول، دوم یا سوم این شیوه‌نامه برای رتبه‌بندی شرکت مادر به کار رفته و رتبه اعتباری اولیه به دست می‌آید. در ادامه با بررسی عوامل تعدیل‌گر، رتبه اعتباری نهایی مشخص می‌شود. شکل صفحه بعد، مراحل توضیح داده شده را نمایش می‌دهد.



شکل ۱- چارچوب رتبه‌بندی اعتباری شرکت هلدینگ

معیارهای شناسایی شرکت مادر

برای تشخیص ماهیت شرکت موضوع رتبه‌بندی، ابتدا دو نسبت به شرح زیر محاسبه می‌شود:

- **نسبت ارزش سرمایه‌گذاری‌ها:** حاصل تقسیم ارزش روز سبد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با ضمام دریافتی‌های تجاری و غیرتجاری از شرکت‌های سرمایه‌پذیر بر ارزش روز کل دارایی‌های شرکت.
- **نسبت درآمد سرمایه‌گذاری‌ها:** حاصل تقسیم درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها در اوراق بهادار بر کل درآمد تکرار شونده شرکت.

برای برآورد ارزش روز سرمایه‌گذاری در یک ورقه بهادار، در صورتی که آن ورقه بهادار دارای بازاری نقد شونده و قابل اتکاء باشد، ارزش روز بر اساس قیمت‌های بازار تعیین می‌شود و در غیر این صورت با به‌کارگیری سایر روش‌های برآورد ارزش ذاتی همانند تنزیل جریانات نقدی آتی، ارزش جایگزینی یا ضرایب بازار، ارزش جاری آن به شکل اجمالی محاسبه و استفاده خواهد شد. این رویکرد در بازارهایی که فاقد شاخص‌های معیار صنعت بوده و از شفافیت پایین اطلاعاتی برخوردار هستند، مناسب نیست. در این صورت ممکن

است از ارزش دفتری دارایی‌ها، منعکس در صورت‌های مالی حسابرسی شده استفاده شود. ارزش دفتری در برخی مواقع، ارزش سرمایه‌گذاری‌های پذیرفته نشده را به‌خصوص وقتی مدت زمان زیادی آن را نگهداری کرده‌اند، کمتر نشان نمی‌دهد. اتکا به ارزش اسمی در جایی که سبد سرمایه‌گذاری بر تعداد محدودی از سرمایه‌گذاری‌های پذیرفته نشده متمرکز شده، صحیح نیست و لازم است تجزیه و تحلیلی هر چند اجمالی، از شرکت‌های سرمایه‌پذیر صورت گیرد. در هنگامی که به باور برهان، ارزش دفتری دارایی‌ها کمتر یا بیشتر از ارزش واقعی است، احتمال دارد که ارزش دفتری به سمت مثبت یا منفی، تعدیل شود. تعدیل ارزش به سمت منفی، میزان عدم اطمینان در خصوص ارزش دارایی و چالش‌های موجود در ارزشگذاری را نیز نشان می‌دهد.

پس از محاسبه نسبت‌های فوق‌الذکر، کمیته رتبه‌بندی با توجه به توضیحات ارائه شده در بندهای زیر، ماهیت شرکت موضوع رتبه‌بندی را مشخص می‌کند:

- در صورتی که هر دو نسبت کمتر از ۳۰ درصد باشند، شرکت در گروه شرکت سرمایه‌گذاری یا هلدینگ قرار نخواهد گرفت و برای رتبه‌بندی اعتباری آن از شیوه‌نامه مناسب مربوطه استفاده می‌گردد.
- در صورتی که هر دو نسبت یادشده بیش از ۵۰ درصد باشد، آن‌گاه شرکت در گروه شرکت‌های مادر یا سرمایه‌گذاری است و باید تعیین شود که کدامیک از دو نوع شرکت مذکور محسوب می‌شود. در صورتی که بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاری‌های شرکت در اوراق بهادار و از نوع سهام، سهم‌الشرکه و یا واحدهای سرمایه‌گذاری باشد که به واسطه تملک آن‌ها، شرکت موضوع رتبه‌بندی در انتخاب لاقابل یک عضو از هیات‌مدیره شرکت سرمایه‌پذیر نقش داشته باشد، آن‌گاه شرکت از نوع شرکت مادر محسوب شده و رتبه‌بندی اعتباری آن بر اساس شیوه‌نامه حاضر صورت می‌پذیرد. در غیر این صورت شرکت، از نوع سرمایه‌گذاری قلمداد شده و شیوه‌نامه شرکت سرمایه‌گذاری برای رتبه‌بندی آن مناسب خواهد بود.
- در غیر از دو حالت فوق، تصمیم‌گیری پیرامون ماهیت شرکت و شیوه‌نامه مناسب به عهده کمیته رتبه‌بندی است.

انتخاب روش رتبه‌بندی

در صورتی که بر اساس بخش قبل، شرکت موضوع رتبه‌بندی از نوع شرکت مادر تشخیص داده شد، نوبت به آن می‌رسد که روش رتبه‌بندی آن را مشخص کنیم. در این شیوه‌نامه بسته به اینکه رابطه بین شرکت مادر و شرکت‌های سرمایه‌پذیر چگونه باشد، سه روش برای رتبه‌بندی یک شرکت مادر ارائه شده است که در بخش بعدی به آن‌ها خواهیم پرداخت. بنابراین گام بعدی برای رتبه‌بندی شرکت مادر، تعیین روابط بین شرکت مادر و شرکت‌های سرمایه‌پذیر است.

بر اساس معیارهای برشمرده در پیوست، شرکت‌های سرمایه‌پذیر به دو دسته محوری^۱ و غیرمحوری تقسیم شده و شرکت‌های غیرمحوری نیز خود شامل دو دسته راهبردی^۲ و غیرراهبردی می‌گردند. نسبت ارزش سرمایه‌گذاری‌ها و نسبت درآمد سرمایه‌گذاری‌ها (مطابق تعریف ارائه شده در بخش قبل)، برای هر دسته از شرکت‌های محوری و غیرمحوری به‌طور جداگانه محاسبه می‌شوند تا سهم

^۱ Core

^۲ Strategic

هر یک از این دو دسته شرکت‌ها در تشکیل این دو نسبت بدست آید. با توجه به میزان اهمیت شرکت‌های محوری و غیرمحوری بر اساس معیارهای زیر، یکی از راهکارهای سه‌گانه که هر کدام در بخش بعدی توضیح داده خواهد شد، به منظور رتبه‌بندی اعتباری شرکت هلدینگ موضوع رتبه‌بندی به کار گرفته خواهد شد.

- اگر هر دو نسبت یادشده برای شرکت‌های محوری کمتر از ۳۰ درصد باشد، شرکت از نوع هلدینگ سرمایه‌گذاری محسوب شده و از روش اول برای تعیین رتبه اعتباری اولیه شرکت هلدینگ استفاده می‌کنیم.
 - در صورتی که هر دو نسبت یادشده برای شرکت‌های محوری بیش از ۷۰ درصد باشد، آن‌گاه شرکت از نوع هلدینگ کنترلی محسوب شده و تعیین رتبه اعتباری اولیه آن، بر اساس روش دوم صورت می‌پذیرد.
 - در غیر از دو حالت فوق، کمیته رتبه‌بندی مختار است برای تعیین رتبه اعتباری اولیه، هر یک از روش‌های اول یا دوم را برگزیند یا روش سوم را که به نوعی ترکیب دو روش اول و دوم است، برای این منظور در نظر بگیرد.
- همانطور که گفته شد، رتبه اعتباری اولیه به دست آمده با توجه به عوامل تعدیلگر، تعدیل و رتبه اعتباری نهایی ساخته می‌شود که توضیحات آن در بخش مربوطه ارائه خواهد شد.

روش‌های تعیین رتبه اعتباری اولیه در شرکت‌های هلدینگ

روش اول: رتبه‌بندی شرکت هلدینگ سرمایه‌گذاری

این راهکار در مورد شرکت‌های هلدینگ سرمایه‌گذاری^۳ که شرکت‌های سرمایه‌پذیر محوری آن کم‌اهمیت هستند، کاربرد دارد. در مورد این شرکت‌ها، صورت‌های مالی شرکت اصلی بهتر از تلفیقی وضعیت را نشان می‌دهد.

افق زمانی سرمایه‌گذاری هلدینگ سرمایه‌گذاری، میان مدت تا بلندمدت است و در این مدت شرکت قصد دارد که شرکت‌های سرمایه‌پذیر را ارتقاء داده و واگذار کند و به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دیگر روی آورد. تصدی مستقیم هلدینگ سرمایه‌گذاری به یک فعالیت عملیاتی نادر است و اگر هم مستقیماً عملیاتی انجام می‌دهد، نسبت ارزش دارایی‌های مربوط به آن به ارزش کل سبدی از سهام شرکت‌هایی که کنترل یا تاثیر در مدیریت آن‌ها دارد، کمتر از ۲۵ درصد است.

هلدینگ سرمایه‌گذاری برای پرداخت هزینه‌های عملیاتی، هزینه‌های بهره و سود تقسیمی، متکی به جریان نقدی حاصل از سود تقسیمی شرکت‌های زیرمجموعه است. هلدینگ سرمایه‌گذاری معمولاً از طریق دریافت مجدد تسهیلات مالی، تسهیلات قبلی را بازپرداخت می‌کند، ولی در شرایط حاد، از نقد کردن سرمایه‌گذاری‌های خود ابایی ندارد.

شرکت‌های سرمایه‌پذیر در یک هلدینگ سرمایه‌گذاری، تیم مدیریتی جداگانه‌ای دارند، از نظر تامین مالی به هلدینگ وابسته نیستند و در نتیجه معمولاً اخذ وام توسط هلدینگ و توزیع آن بین شرکت‌های زیرمجموعه یا تضمین وام از طرف هلدینگ،

^۳ Investment Holding Company (IHC)

مشاهده نمی‌شود. زیر ساخت‌های شرکت‌های سرمایه‌پذیر جدا از شرکت مادر است، معاملات درونی کمی با یکدیگر و با شرکت مادر دارند و معمولاً از نام مشترک استفاده نمی‌کنند.

شرکت‌های هلدینگ سرمایه‌گذاری معمولاً دارایی دیگران را در مقابل کارمزد، مدیریت نمی‌کنند و اگر هم این کار را انجام دهند، جریان نقدی حاصل از این کارمزد، کمتر از ۲۵ درصد جریان نقدی حاصل از عملیات هلدینگ است.

هدف از رتبه‌بندی شرکت هلدینگ سرمایه‌گذاری، ارزیابی آن است که ارزش روز سرمایه‌گذاری‌ها تا چه حد می‌تواند پشتوانه بدهی‌های شرکت هلدینگ باشد. برای بدست آوردن رتبه اولیه یک هلدینگ سرمایه‌گذاری، ریسک صنعت و ریسک سرمایه‌گذاری بررسی شده و با ریسک مالی (با استفاده از صورت‌های مالی شرکت اصلی)، ترکیب می‌شوند. در ادامه، به نحوه بررسی هر یک از این موارد می‌پردازیم:

۱- ریسک صنعت

غالباً ریسک صنعت در هلدینگ سرمایه‌گذاری به ریسک صنایع شرکت‌های سرمایه‌پذیر ارتباط ندارد، بلکه به توانایی بازپرداخت بدهی‌های از محل جریانات نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها وابسته است؛ مگر آن که شرکت هلدینگ از نوع هلدینگ تخصصی در یک یا چند صنعت فعال باشد که در این صورت علاوه بر ریسک‌های صنعت هلدینگ، ریسک صنایع موضوع فعالیت نیز اضافه می‌شود.

یک هلدینگ سرمایه‌گذاری تسهیلات مالی را صرف سرمایه‌گذاری در شرکت‌های زیرمجموعه می‌کند. اولویت‌بندی بدهی‌ها و تعهدات شرکت اصلی و شرکت‌های سرمایه‌پذیر در ارزیابی‌های برهان از ریسک صنعت هلدینگ موثر است. از نظر حقوقی، بدهی شرکت هلدینگ در اولویت بعدی نسبت به بدهی شرکت سرمایه‌پذیر قرار دارد. یعنی تا زمانی که شرکت سرمایه‌پذیر تعهدات سررسید شده خود را ایفا نکرده باشد، هیچ گونه جریان نقدی که شرکت اصلی بتواند از محل آن، بدهی‌های خود را پرداخت کند، به شرکت اصلی جریان نخواهد یافت. شرکت‌های سرمایه‌پذیر ابتدا باید هزینه و بدهی‌های خود را پرداخت کنند و بنابراین پرداخت سود به هلدینگ در اولویت بعدی قرار گرفته و وابسته به تصمیم سهامداران است.

هر چه شرکت هلدینگ نفوذ بیش‌تری در شرکت‌های سرمایه‌پذیر داشته باشد، از قابلیت بیش‌تری در دسترسی به منابع نقد شرکت‌های سرمایه‌پذیر، برای تامین نیازهای خود برخوردار خواهد بود. این موضوع می‌تواند از طریق تغییر در خط‌مشی تقسیم سود شرکت‌های سرمایه‌پذیر یا اعطای وام‌های درون گروهی محقق شود. به صورت هم‌زمان، آن دسته از شرکت‌های هلدینگ که تمایل دارند از طریق تملک درصد بالاتری از شرکت‌های سرمایه‌پذیر نفوذ خود را افزایش دهند، از تمرکز بالایی در دارایی و در نتیجه تنوع کم در سبد سرمایه‌گذاری برخوردار خواهند شد. وجود تعادل میان این دو عامل به عنوان امری مهم تلقی می‌شود؛ چراکه برخورداری از نفوذ قابل ملاحظه می‌تواند منجر به وجود رابطه اعتباری میان شرکت هلدینگ و سرمایه‌گذاری‌های کلیدی آن شود.

مبلغ سود تقسیمی در بیشتر مواقع نمی‌تواند اصل بدهی شرکت هلدینگ را پوشش دهد. بنابراین، یک هلدینگ سرمایه‌گذاری امیدوار است که در سررسید بدهی‌ها بتواند آن را تجدید کند. اگر تجدید تسهیلات مالی امکان‌پذیر نباشد، هلدینگ سرمایه‌گذاری مجبور خواهد بود که بخشی از سرمایه‌گذاری‌های خود را نقد کند که این بستگی به میزان نقدشوندگی سرمایه‌گذاری‌ها دارد. اگر شرکت‌های سرمایه‌پذیر در بورس پذیرفته شده باشند، نقدشوندگی بالاتری دارند، لکن ریسک نوسان قیمت آن‌ها همچنان پابرجاست. یک راه حل دیگر آن است که مدت زمان بازپرداخت تسهیلات را طولانی‌تر کرده و آن را در مدت بیشتری پخش کند.

در ادامه، ریسک سبد سرمایه‌گذاری، ظرفیت سرمایه‌گذاری راهبردی و اهرم مالی، به منظور التیام ریسک صنعت هلدینگ (که همانا عدم هماهنگی بین اندازه و زمان‌بندی جریان‌ات نقد ورودی ناشی از سود تقسیمی شرکت‌های سرمایه‌پذیر با اندازه و زمان‌بندی جریان‌ات نقدی خروجی بابت بازپرداخت اصل و فرع تسهیلات مالی و همچنین عدم اطمینان نسبت به جریان‌ات نقدی ورودی در مقایسه با قطعی بودن جریان‌ات نقدی خروجی است)، ارزیابی می‌شوند. امکان اخذ مجدد تسهیلات مالی، آسان بودن فروش سرمایه‌گذاری‌ها، میزان نوسان پذیری قیمت سرمایه‌گذاری‌ها و میزان وابستگی هلدینگ به دریافت سود تقسیمی از شرکت‌های سرمایه‌پذیر، نقاط مورد ارزیابی هستند.

۲- ریسک سرمایه‌گذاری

ریسک سرمایه‌گذاری به معنای نوسانات ناشی از کیفیت دارایی‌ها یا راهبرد سرمایه‌گذاری بر کیفیت اعتباری است. در بررسی ریسک سرمایه‌گذاری، ابتدا ریسک دارایی‌ها در ابعاد نقدشوندگی، تنوع و کیفیت اعتباری مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. پس از آن سیاست‌ها و توانمندی‌های فرآیندی شرکت مادر در عملیات سرمایه‌گذاری به منظور حصول اطمینان از کیفیت و ریسک سبد سرمایه‌گذاری در آینده بررسی و تحلیل می‌شود. در نهایت با ترکیب ریسک فعلی و آتی سبد سرمایه‌گذاری، ریسک سرمایه‌گذاری استخراج می‌شود. در ادامه به توضیح چگونگی بررسی ریسک دارایی‌ها و سیاست سرمایه‌گذاری، می‌پردازیم.

۲-۱- **ریسک دارایی‌ها:** ریسک دارایی‌ها را می‌توان شامل سه زیرعامل اصلی تنوع دارایی‌ها، نقدشوندگی دارایی‌ها و کیفیت اعتباری دارایی‌ها دانست.

تنوع دارایی‌ها، هم در سطح شرکت و هم در سطح کسب‌وکار اندازه‌گیری می‌شود. برای این منظور، ارزش روز دارایی‌ها و توزیع سرمایه‌گذاری‌ها شامل اندازه سبد، توزیع درصد مالکیت هر یک از دارایی‌ها، ارزش بازار سه سرمایه‌گذاری بزرگ (بدون در نظر گرفتن منابع نقد) به عنوان درصدی از ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری (با در نظر گرفتن منابع نقدی) و همچنین تنوع کسب‌وکار، توزیع صنایع و تنوع جغرافیایی مورد ارزیابی قرار می‌گیرند. برهان این موضوع را نیز مدنظر دارد که برخی از شرکت‌های هلدینگ، منابع نقدی قابل ملاحظه‌ای را برای استفاده آتی یا پوشش ریسک سبد سرمایه‌گذاری نگه‌داری می‌کنند، از این رو منابع نقدی را در ارزش کل سبد سرمایه‌گذاری لحاظ می‌کند اما در زمان محاسبه سه سرمایه‌گذاری بزرگتر آن را مدنظر قرار نمی‌دهد.

در ارزیابی تنوع کسب‌وکار، برهان از طبقه‌بندی خود از صنایع بهره می‌برد و در این راستا ممکن است از یادداشت‌های صورت‌های مالی حسابرسی شده نیز برای کشف موضوع فعالیتی که شرکت عملاً به آن اشتغال دارد، استفاده نماید. از آنجایی که امتیاز این عامل به کسب‌وکارهای موضوع فعالیت شرکت مبتنی است، لذا تحلیلگر در تحلیل خود، وزن سرمایه‌گذاری در هر کسب‌وکار را در نظر گرفته و همچنین بررسی می‌کند که میزان ریسک کسب‌وکارهای اصلی تا چه حد از طریق سرمایه‌گذاری در سایر کسب‌وکارهای غیرهمبسته، تعدیل شده است. برهان، همچنین تنوع بخش‌های کسب‌وکار را در سطح صنایع و سرمایه‌گذاری‌ها نیز ارزیابی می‌کند؛ چراکه این امر می‌تواند به ثبات بالاتر درآمد سرمایه‌گذاری و ثبات بیش‌تر ارزش‌های بازار و درآمدهای ناشی از سودهای تقسیمی منجر شود. البته این عامل برای هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری تخصصی از وزن کمتری برخوردار خواهد بود.

در ارزیابی ریسک تمرکز، تنوع جغرافیایی که در میزان هم‌بستگی بازده سرمایه‌گذاری‌ها تأثیر دارد نیز مورد توجه قرار می‌گیرد. برای این منظور، محل استقرار سرمایه‌گذاری‌های محوری و راهبردی، در کشورها یا مناطق جغرافیایی مختلف بررسی می‌شود. هر سرمایه‌گذار به ناچار تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی کشور و یا منطقه محل استقرار خود نیز می‌باشد. مثلاً سرمایه‌گذاری در کشور و یا منطقه‌ای با وضعیت اقتصادی مناسب در مقایسه با سرمایه‌گذاری در کشور یا منطقه‌ای با شاخص‌های اقتصادی نامناسب‌تر، ریسک کمتر و در نتیجه ثبات بیشتری در درآمد، ارزش و جریان نقدی بوجود می‌آورد.

نقدشوندگی بالاتر در سبد سرمایه‌گذاری، به معنی امکان فروش آسان و نزدیک به ارزش منصفانه است که از امتیاز مثبتی برخوردار خواهد بود؛ چرا که در مواقعی که شرکت هلدینگ سرمایه‌گذاری نیاز فوری به پول نقد دارد، می‌تواند دارایی‌های خود را با هزینه‌ای به نسبت جزیی (صرف نقدشوندگی پایین) به سرعت، به پول نقد تبدیل کند. در ارزیابی نقدشوندگی، میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و اوراق بهاداری که از طریق پذیرش یا از هر طریق دیگر، قابلیت معامله در بازارهای متشکل سرمایه را دارند، در نظر قرار می‌گیرند. شرکت‌هایی که در بازارهای متشکل، جافتاده و تحت نظارت پذیرفته شده‌اند، نوعاً ملزم‌اند تا سطح خوبی از افشای اطلاعات را رعایت کرده و اطلاعات مربوط به خود را با کیفیت قابل قبول، به صورت دوره‌ای منتشر کنند. پذیرفته‌شدن در بازار متشکل، به ارزش‌گذاری سرمایه‌گذاری‌ها نیز کمک می‌کند و برهان را قادر می‌سازد تا اهرم مبتنی بر ارزش روز را به‌طور مستمر و صحیح، محاسبه نماید. شفافیت، سرعت نقدشوندگی بیشتری را نیز به دنبال خواهد داشت.

فروش سرمایه‌گذاری‌هایی که شرکت هلدینگ سرمایه‌گذاری، درصد مالکیت عمده‌ای در آن‌ها دارد - آن‌هم در مدت زمانی خیلی کوتاه - دشوار است. از طرفی دیگر، مدیریت نیز ممکن است تمایلی به از دست دادن منافع کنترلی خود در این شرکت‌ها نداشته باشد.

تاکید بر پذیرش در بازارهای متشکل سرمایه، به این معنا نیست که برهان در ارزیابی‌های خود در خصوص کیفیت سبد سرمایه‌گذاری شرکت هلدینگ، منافع قابل توجهی که ممکن است از تملک سرمایه‌گذاری‌های پذیرفته‌نشده، عاید شرکت مادر شود را در نظر نمی‌گیرد. برخی شرکت‌های هلدینگ عامدانه بخشی از سبد سرمایه‌گذاری خود را به فروش می‌رسانند تا به تعادل بهتری بین دارایی‌های با تملک خصوصی و دارایی‌های پذیرفته شده برسند. این موضوع در بلندمدت به افزایش جریانات نقدی دارایی‌های تحت تملک و هدفگذاری رشد بالاتر می‌انجامد. شرکت‌های با مالکیت خصوصی به خصوص اگر تحت تملک کامل شرکت مادر باشند، در معرض ارزیابی‌های موشکافانه عمومی و اهداف کوتاه‌مدت نیستند و این موضوع سهامداران را قادر می‌سازد تا نسبت به توسعه این شرکت‌ها، همگام با سرعت خود اقدام نمایند؛ گرچه ممکن است عرضه عمومی و فروش آتی آن را نیز در نظر داشته باشند.

سرمایه‌گذاری در سهام غیرنقدشونده یا پرنوسان بخصوص در بازارهای نوظهور به دلیل ریسک بالاتری که به شرکت‌های هلدینگ تحمیل می‌کند، سرمایه‌گذاری با ریسک بالا تلقی می‌شود. کاهش شدید در قیمت سهام این گونه شرکت‌ها، ممکن است خیلی سریع باعث کاهش پوشش بدهی‌ها شود. عدم نقدشوندگی این سرمایه‌گذاری‌ها، می‌تواند محدودیت‌های بیشتری را در زمینه توان شرکت هلدینگ جهت تبدیل سرمایه‌گذاری‌هایش در مواقع لزوم ایجاد کند. شرایط اقتصادی و جغرافیای سیاسی در کشورهایی که سرمایه‌گذاری‌های مورد نظر در آن‌جا انجام شده است، به عنوان شاخص‌های معناداری در زمینه اشتباهی ریسک شرکت هلدینگ به شمار می‌آید.

موضوع دیگری که برهان در ارزیابی کیفیت دارایی‌ها مورد بررسی قرار می‌دهد، کیفیت اعتباری سرمایه‌گذاری‌های شرکت مادر است. کیفیت اعتباری شرکت‌های سرمایه‌پذیر، بیانگر توانمندی آن‌ها در بازپرداخت بدهی‌های بهره‌دار خود است. کیفیت اعتباری شرکت‌های سرمایه‌پذیر از دو جنبه بر رتبه اعتباری شرکت مادر تاثیر دارد. جنبه اول آن که ریسک اعتباری عاملی موثر بر ثبات قیمت سهام شرکت‌ها در بازار مالی است. از جنبه دیگر، پایین بودن رتبه اعتباری شرکت سرمایه‌پذیر، احتمال نیاز به مداخله شرکت مادر برای حمایت از وی در صورت ورشکستگی و نکول را بالا می‌برد.

۲-۲- راهبرد سرمایه‌گذاری: هدف برهان از بررسی راهبرد سرمایه‌گذاری شرکت هلدینگ سرمایه‌گذاری، درک

میزان تغییر سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت در بلندمدت است. برای دستیابی به این هدف، خط‌مشی‌ها و دستورالعمل‌های سرمایه‌گذاری شرکت و عملکرد گذشته مدیران آن، مورد ارزیابی قرار می‌گیرند. وجود برنامه‌هایی در زمینه سرمایه‌گذاری‌های آتی، به خصوص اگر به صورت عمومی اطلاع‌رسانی شده باشند و میزان پای‌بندی و موفقیت در اجرای این برنامه‌ها از طریق بررسی سوابق گذشته، سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت هلدینگ را نمایان می‌سازند.

در بسیاری از موارد، سبد سرمایه‌گذاری کنونی شرکت هلدینگ سرمایه‌گذاری، بیانگر موفقیت یا عدم موفقیت راهبرد سرمایه‌گذاری آن است. سرمایه‌گذاری در شرکت‌های جاافتاده، پذیرفته شده و بالغ با جریان‌های درآمدی مثبت، نشان از رویکردی با ریسک پایین و سرمایه‌گذاری در صندوق‌های اختصاصی، پروژه‌های نوپا با ریسک‌های اجرایی بالا و خرید اهرمی، نشان‌دهنده سیاستی جسورانه است.

بررسی رویه‌ها و فرآیندهای مدیریت ریسک، مدیریت سرمایه‌گذاری و دوره چرخش سبد سرمایه‌گذاری، کمک بسزایی به ارزیابی ظرفیت سرمایه‌گذاری شرکت هلدینگ می‌کند. ظرفیت سرمایه‌گذاری عبارت از توانایی سرمایه‌گذاری سودآور، اکتساب به موقع سرمایه‌گذاری‌ها و فروش به موقع آن‌ها در شرایط مناسب بازار است. وجود شرایط زیر، به معنی ظرفیت سرمایه‌گذاری بالا در شرکت هلدینگ تلقی می‌شود:

- **استانداردهای معین سرمایه‌گذاری:** میزان اهرم مالی قابل قبول در سطح هلدینگ با رعایت اصل احتیاط مشخص شده و رعایت آن کنترل می‌شود. در مواقع ضروری برای رعایت حداکثر اهرم مالی، فروش برخی از سرمایه‌گذاری‌ها برنامه ریزی شده است. اکثر شرکت‌های زیرمجموعه، انعطاف مالی و توان تامین مالی خود را دارند و از این نظر به هلدینگ وابستگی چندانی ندارند.
- **تحلیل ریسک:** سیاست‌ها و رویه‌های مشخصی برای ارزیابی ریسک سبد فعلی و هر سرمایه‌گذاری جدید وجود داشته و نهادینه شده است. حداکثر ریسک تمرکز قابل تحمل در سطوح شرکتی، جغرافیایی و کسب‌وکار، مشخص است. کنترل داخلی مناسب برای نظارت بر رعایت این سیاست‌ها و رویه‌ها در عمل وجود دارد.
- **تحلیل بازدهی:** بازدهی مورد انتظار از سبد سرمایه‌گذاری معین شده و بازدهی سبد مرتباً اندازه‌گیری می‌شود. فروش‌های اخیر سرمایه‌گذاری‌ها همواره با سود سرمایه‌ای همراه بوده است.
- **گردش سبد:** سبد از طریق فروش به موقع سرمایه‌گذاری‌ها، گردش مناسبی دارد. وجوه حاصل از فروش بلافاصله مجدداً سرمایه‌گذاری می‌شوند.
- **ایجاد ارزش:** خالص ارزش دارایی‌های شرکت در چند سال اخیر رو به رشد بوده و از رشد شاخص قابل قیاس، بیشتر بوده است.

۳- ریسک مالی

۳-۱- **اهرم مبتنی بر ارزش بازار:** بخش عمده ای از دارایی های شرکت هلدینگ به سرمایه گذاری در شرکت های تابعه و وابسته اختصاص دارد. زمانی که شرکت هلدینگ تصمیم بگیرد سرمایه گذاری های خود در سهام شرکت های تابعه را از محل بدهی تأمین مالی کند، ریسک اعتباری این بدهی تا حد زیادی تحت تأثیر ارزش سرمایه گذاری ها قرار می گیرد. اهرم مبتنی بر ارزش بازار، تا حدی می تواند ملاکی برای ارزیابی این موضوع تلقی شود.

برای محاسبه اهرم مبتنی بر ارزش بازار، مبلغ بدهی خالص بر ارزش سبد سرمایه گذاری ها تقسیم می شود. در صورتی که ارزش بازار سرمایه گذاری ها در دسترس نباشد، از ارزش برآوردی و در صورتی که ارزش اسمی منصفانه باشد، از ارزش اسمی استفاده می شود. در محاسبه این شاخص، ارزش سبد سرمایه گذاری، بدون منابع مالی نقدی مدنظر قرار گرفته می شود؛ چراکه در محاسبه خالص بدهی، منابع نقدی موجود لحاظ شده است. علاوه بر این، تضمین بدهی های شرکت های سرمایه پذیر توسط شرکت هلدینگ، به بدهی های شرکت هلدینگ اضافه می شود.

۳-۲- **پوشش بدهی:** جریانات نقدی عملیاتی که بتواند بصورت منظم هزینه های مالی را پوشش دهد به عنوان عاملی مثبت در ارزیابی انعطاف پذیری مالی و توجیه پذیری بلندمدت شرکت هلدینگ مطرح است. آن دسته از شرکت های هلدینگ که از یک سبد سرمایه گذاری بالغ و جافاده ای که بتواند سطح مناسبی از سود تقسیمی را برای پوشش بهره و پرداخت های بدهی ارائه نماید، برخوردار نیستند، تا حد زیادی به وجوه نقدی و منابع اعتباری وابسته بوده و ذخیره کافی برای مواجهه با شرایط نزول بازار در اختیار ندارند. زمان بندی پرداخت های مرتبط با بدهی ها، نقش مهمی را در وضعیت اعتباری یک شرکت هلدینگ، ایفا می نماید. تمرکز سررسید بدهی ها می تواند برای نقدینگی چالش بوجود آورده و ریسک تأمین مالی مجدد را افزایش دهد. با ثابت در نظر گرفتن سایر عوامل، هر چه سررسید بدهی ها بلندمدت تر باشد، انعطاف پذیری شرکت بالاتر است، چراکه از زمان و اختیارات بیش تری جهت بازپرداخت یا تأمین مالی مجدد بدهی برخوردار خواهد بود. با افزایش میزان وجوه نقد در دسترس تا زمان سررسید بدهی ها، این انعطاف پذیری افزایش می یابد.

نسبت پوشش هزینه بهره توسط منابع مالی عملیاتی، به منظور ارزیابی توان یک شرکت هلدینگ در پرداخت هزینه های بهره از طریق منابع مالی عملیاتی، مورد استفاده قرار می گیرد. درآمد نقدی تکرارشونده یک شرکت هلدینگ تا حد زیادی از طریق سودهای تقسیمی و منافع نقدی دریافتی به دست می آید، اما می تواند منابع دیگری از جمله هزینه های بهره دریافتی بابت وام های درون گروهی اعطاشده یا کارمزدهای مدیریتی دریافتی بابت خدمات ارائه شده را نیز در بر بگیرد. جریانات نقدی استثنایی یا غیرمعمول از جمله بازده ناشی

از فروش دارایی یا هزینه های موردی تعدیل ساختار مالی از این محاسبات خارج می شوند، اما در ارزیابی کلی رتبه بندی در بخش ارزیابی های عوامل کیفی، مدنظر قرار می گیرند. هزینه های تکرارشونده شامل هزینه های مالی، هزینه های عملیاتی (مثل حقوق و دستمزد کارکنان و اجاره بهای دفتر کار) و هزینه های مالیاتی می شوند. سودهای تقسیمی پرداختی توسط شرکت هلدینگ به سهامداران خود، به عنوان بخشی از منابع مالی عملیاتی در نظر گرفته نشده و از نظر ماهیت برای محاسبه جریان نقدی احتیاطی لحاظ می شوند.

روش دوم: رتبه بندی شرکت هلدینگ کنترلی

در صورتی که در شرکت مادر، شرکت های سرمایه پذیر محوری با اهمیت و غیرمحوری کم اهمیت باشند، شرکت از نوع هلدینگ کنترلی محسوب شده و از این بخش برای تعیین رتبه اعتباری اولیه استفاده می شود. یک هلدینگ کنترلی همانند یک واحد عمل می کند و ممکن است خود وام بگیرد و بین اعضا تقسیم کند. نبود مانع برای تخصیص مجدد منابع بین اعضای گروه، الزام می کند که به هلدینگ کنترلی به صورت یک مجموعه (تلفیق شده) از نظر مدیریت، استراتژی، حاکمیت شرکتی و سیاست تامین مالی نگاه کرد. هلدینگ، خدماتی نظیر مشاوره حقوقی، مدیریت متمرکز وجوه و سایر خدمات اداری را به شرکت های زیرمجموعه ارائه می دهد. اگر در شرکت سرمایه پذیر، سهامدار اقلیت وجود داشته باشد، سود تقسیمی برای سهامدار اقلیت نباید جزو جریانات نقدی شرکت هلدینگ کنترلی محسوب گردد. برای این منظور، صورتهای مالی تلفیق شده بر اساس روش ارزش ویژه، مبنای مناسب تری ارائه می دهد.

هلدینگ کنترلی، ممکن است خود نیز به عملیات اجرایی بپردازد، ولی عمدتاً در شرکت های سرمایه پذیر، کل سهام یا سهام کنترلی را در اختیار دارد که در یک کسب و کار یا در چند کسب و کار جداگانه فعالیت می کنند. در تعدادی از هلدینگ ها، یک کسب و کار، کسب و کار اصلی است و در برخی دیگر هیچ کدام از کسب و کارها نسبت به دیگری اصلی محسوب نمی شود.

برهان بر اساس یکی از دو روش زیر و با نظر کمیته رتبه بندی اقدام به رتبه بندی یک شرکت هلدینگ کنترلی می کند:

(۱) ریسک مالی شرکت مادر بر اساس صورت های مالی تلفیقی آن و ریسک کسب و کار بر اساس میانگین موزون ریسک کسب و کارهای اصلی با تعدیل نسبت به ریسک کسب و کارهای غیر اصلی به دست می آیند. در بیشتر اوقات، در نظر گرفتن میانگین وزنی ریسک های دو تا سه کسب و کار مهم کافی است. وزن ها بر اساس میزان راهبردی بودن کسب و کار، میزان جریانات نقدی تولیدی هر کسب و کار و سهم هر کسب و کار از ارزش روز سبد سرمایه گذاری شرکت مادر، تنظیم خواهد شد.

(۲) رتبه اعتباری هر یک از کسب و کارهای زیر مجموعه با اختصاص بدهی شرکت هلدینگ به آن ها، بر اساس شیوه نامه مربوطه به دست آورده و از میانگین موزون آن ها با برخی تعدیلات، رتبه اعتباری شرکت مادر تعیین می شود. برای تعیین ریسک مالی هر کسب و کار، اصل استفاده از صورت های مالی تلفیقی آن کسب و کار است که در صورت نبود صورتهای مالی تلفیقی، لاجرم باید ریسک مالی شرکت های فعال در هر کسب و کار را بر اساس صورت های مالی هر

شرکت بدست آورده و میانگین موزون آن‌ها را به عنوان ریسک مالی آن کسب‌وکار، لحاظ نمود. برای تخصیص بدهی شرکت مادر به کسب‌وکارها، باید ظرفیت وام‌گیری شرکت‌های هر کسب‌وکار لحاظ شود که عمدتاً بر اساس میزان توانایی آن‌ها برای تولید جریان نقدی است. بنابراین یک معیار مناسب، تقسیم بدهی بر اساس سود قبل از کسر بهره، مالیات و استهلاک (EBITDA) است؛ گرچه کمیته رتبه‌بندی در صورت لزوم می‌تواند معیارهای دیگری نظیر جمع دارایی‌ها یا سود عملیاتی را به کار برد.

فرآیند پیش‌گفته، رتبه اولیه را بدست خواهد داد که باید توسط سایر معیارها به شرح زیر تعدیل شود:

- **ثبات راهبرد سرمایه‌گذاری:** وجود یک استراتژی معین و شفاف برای ترکیب سبد سرمایه‌گذاری که مشخص‌کننده میزان سرمایه‌گذاری در هر کسب‌وکار و اینکه در هر کدام چه مقدار به شرکت‌های نوپا و پروژه‌ها اختصاص خواهد یافت و چه مقدار به شرکت‌های جا افتاده و ثبات این استراتژی در طول زمان، رتبه را افزایش خواهد داد. البته نباید انتظار داشت که یک هلدینگ کنترلی، به هیچ‌وجه سبد سرمایه‌گذاری خود را تغییر ندهد.
- **حمایت اعضا از یکدیگر:** ممکن است هلدینگ کنترلی، منابع را از یک کسب‌وکار به یک کسب‌وکار دیگر منتقل کند. این انتقال ممکن است از طریق وام بین شرکتی، معافیت از پرداخت به موقع بدهی‌های بین شرکتی، انتقال دارایی یا تضمین وام باشد. عملکرد هلدینگ در گذشته می‌تواند نشان از سیاست آن در این زمینه باشد. موانع قانونی و سایر موانع موجود برای این حمایت نیز باید در نظر گرفته شوند.
- **ساختار مالکیت:** ساختار قوی مالکیت هلدینگ و ثبات آن، مثلاً مالکیت یک خانواده بر هلدینگ، می‌تواند یک نقطه قوت تلقی شود.
- **تنوع:** تنوع در سرمایه‌گذاری‌هایی که همبستگی کمی با همدیگر دارند، نیز نقطه قوت دیگری محسوب می‌شود.
- **درجه نقدشوندگی دارایی‌ها:** پرداخت بموقع بدهی‌ها، از طرفی به این بستگی دارد که هلدینگ با چه سرعتی می‌تواند، دارایی‌های خود را با قیمت منصفانه، تبدیل به نقد کند. این موضوع مخصوصاً در رتبه اعتباری کوتاه‌مدت، اهمیت بیشتری دارد.
- **کیفیت مدیریت ریسک:** نظام مدیریت ریسک و وجود واحد جداگانه برای این منظور با نیروی انسانی کافی و صاحب صلاحیت، بر رتبه اولیه هلدینگ کنترلی، تاثیرگذار است.
- **عایق‌بندی^۴:** عایق‌بندی به معنای آن است که شرکت مادر به دلایلی هم‌چون قوانین و مقررات یا حضور سهامدار اقلیت، نمی‌تواند به صورت آزاد به منابع مالی شرکت زیرمجموعه دسترسی داشته باشد. این موضوع

^۴ Ring Fence or Insulation.

در تعیین رتبه نهایی شرکت مادر تاثیر بسزایی دارد. به طور مثال در صورتی که رتبه شرکت مادر کمتر از شرکت عایق بندی شده باشد، رتبه شرکت مادر به سمت پایین تعدیل خواهد شد، چرا که در بررسی صورت های مالی تلفیقی شرکت مادر، منابع شرکت عایق بندی شده (که رتبه اعتباری بالاتری داشته است) لحاظ شده در حالی که شرکت مادر نمی تواند به راحتی به منابع این شرکت دسترسی داشته باشد.

روش سوم: رتبه بندی ترکیبی از هلدینگ سرمایه گذاری و هلدینگ کنترلی

در مواردی که شرکت دارای زیرمجموعه های محوری و راهبردی با اهمیت باشد، سه گزینه برای تعیین رتبه اعتباری اولیه پیش رو خواهد بود. گزینه اول استفاده از روش اول، گزینه دوم استفاده از روش دوم و گزینه سوم ترکیب رتبه های به دست آمده از دو روش اول و دوم است. کمیته رتبه بندی برهان، گزینه مورد عمل را انتخاب خواهد کرد.

عوامل تعدیل گر

رتبه اعتباری اولیه به دست آمده از یکی از روش های اول تا سوم به وسیله عواملی که در ادامه ذکر شده است، تعدیل می شود.

۱- مدیریت و حاکمیت شرکتی

مدیریت و حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از عوامل تعدیل گر رتبه اعتباری اولیه شرکت مادر عمل می کند. اولین موضوع مورد بررسی در این زمینه ساختار هیأت مدیره است. کافی بودن تعداد اعضای هیأت مدیره، وجود اعضای مستقل، تفکیک رییس هیأت مدیره از مدیرعامل و موظف نبودن رییس هیأت مدیره و همچنین تعداد، ترکیب و میزان فعالیت کمیته های هیأت مدیره، مورد ارزیابی قرار می گیرند.

صلاحیت اعضای هیأت مدیره از نظر تخصص و تجربه و تناسب آن ها با فعالیت ها و اهداف هلدینگ موضوع بعدی مورد بررسی است. مدیران باید از تیزهوشی و شم مدیریتی مناسبی برخوردار باشند. دوره های آموزشی طی شده توسط هیأت مدیره و آموزش هایی که شرکت برای آن ها تدارک دیده است، لحاظ می گردد. جانشین پروری نیز اهمیت خود را دارد.

موثر بودن هیأت مدیره، عامل دیگری در ارزیابی نقش هیأت مدیره است. اینکه هیأت مدیره تا چه حد در ارزیابی مدیران اجرایی و فعالیت های هلدینگ نقش دارد و این عمل را در چه دوره های زمانی انجام می دهد، بررسی می شود. حضور جدی و مداوم اعضا در جلسات هیأت مدیره، کیفیت، میزان و دوره های اطلاعات و گزارش هایی که برای هیأت مدیره یا کمیته های آن تهیه و در آن طرح می شود، تناسب تعداد جلسات هیأت مدیره با نیاز شرکت و طرح مسائل راهبردی و مهم شرکت های سرمایه پذیر در هیأت مدیره، نشان می دهد که هیأت مدیره نقش خود را به خوبی ایفا می کند. مدیرعامل هلدینگ باید روی تنظیم راهبردها و تصمیم گیری های کلان تمرکز داشته باشد و عملیات اجرایی را به مدیران عامل شرکت های سرمایه پذیر واگذار کند. مناسب است که برای هماهنگی بیشتر، کمیته هایی در شرکت هلدینگ مرکب از مدیران اجرایی شرکت های سرمایه پذیر تشکیل شده باشد. از نظر برهان، حضور اعضای هیأت مدیره هلدینگ در هیأت مدیره شرکت های سرمایه پذیر، راهبرد مناسبی محسوب می شود، چرا که ضمن ایجاد جریان

اطلاعات، سازوکاری برای طرح و حل و فصل مسائل راهبردی شرکت های زیرمجموعه، در هیات مدیره شرکت هلدینگ بوجود می آورد.

شفافیت مالی، بعد دیگری از حاکمیت شرکتی است. تعداد و کیفیت گزارش های مالی تهیه شده و اینکه این گزارش ها در اختیار سهامداران و دیگر ذینفعان قرار داده شود، گوشه ای از شفافیت مالی را نشان می دهد. در این زمینه، نقش کمیته و مدیریت حسابرسی داخلی و صلاحیت آن ها و همچنین صلاحیت و نقش حسابرسان مستقل و سایر ناظران بیرونی و نحوه تعامل شرکت با آن ها ارزیابی می گردد. وجود نکات با اهمیت متعدد در گزارش حسابرسان به صورت های مالی، تجدید ارائه صورت های مالی و اهمیت و دلایل آن و تأخیرهای غیرمعمول در ارائه صورت های مالی، می تواند ناشی از ضعف در کنترل های داخلی و نشانه های عدم شفافیت باشد. عواملی دیگری همچون نظام انگیزشی مدیران، تشریفات معاملات با اشخاص وابسته و ساختار مالکیت نیز در ارزیابی حاکمیت شرکتی در یک شرکت مادر، مورد توجه قرار می گیرند.

۲- خط مشی تامین مالی

در این بخش، به ارزیابی ساختار سرمایه، ترکیب بدهی ها و سیاست تامین مالی، ریسک نرخ ارز و واحد پولی، وضعیت تضامین شرکت هلدینگ در قبال شرکت های تابعه و در نهایت پیچیدگی ساختار مالی و مالکیتی گروه پرداخته می شود. در این بررسی عملکرد مدیریت و استفاده از جریانات نقدی در مراحل مختلف چرخه های اقتصادی و صنعت نیز توجه می شود. از جمله زمینه های مورد بررسی مشتمل بر عکس العمل مدیریت در مقابل رخدادهای کلیدی از جمله تغییرات در بازارهای اعتباری و بازار سرمایه، اقدامات قانونی، چالش های رقابتی و فشارهای مقرراتی است. تعهد مدیریت شرکت به عدم نقض اهداف اهرمی مبتنی بر ارزش بازار، به عنوان عاملی مثبت تلقی می شود؛ چراکه این موضوع برهان را قادر می سازد تا اهرم شرکت در بازه زمانی بلندمدت و تمایل شرکت در خرید یا فروش دارایی ها و میزان پذیرش ریسک در بازار سهام را با صحت بیشتری، ارزیابی کند. وجود سوابقی دال بر انجام تملک هایی مبتنی بر استفاده از بدهی یا بصورت اعتباری، موجب تخصیص امتیاز کمتری به این عامل می شود.

سوابق پیشین شرکت و مالکان آن در زمینه ایجاد تعامل میان بازده سهامداران و منافع وام دهندگان نیز مورد توجه قرار می گیرد. وجود سوابقی مبنی بر پرداخت سود سهامداران با هزینه وام دهندگان تأثیری منفی بر امتیاز این بخش می گذارد. همچنین، هر چه گروه از پیچیدگی بیش تری برخوردار باشد کمتر می توان شرکت هلدینگ را از سایر اعضای گروه یا سهامداران آن تفکیک کرد. بنابراین به احتمال زیاد شرکت هلدینگ به صورت بالقوه تحت تأثیر عواملی خواهد بود که تأثیر منفی بر بخشی از گروه خواهد داشت. در ارزیابی این عامل، به بررسی موارد زیر پرداخته می شود:

- مالکیت مستقیم و غیرمستقیم سهام شرکت هلدینگ توسط اعضا،
- معاملات درون گروهی میان اعضا یا میان اعضا و شرکت هلدینگ،
- معاملات با اشخاص وابسته به سهامداران شرکت هلدینگ،
- وام دهی چندجانبه و متقابل بین اعضای گروه.

۳- نقدینگی

نقدینگی به عنوان یکی از ملاحظات مهم در رتبه بندی شرکت های هلدینگ بوده و به عنوان عاملی مهم در شرایط بحران تلقی می شود. برهان در این زمینه تطابق جریانات نقدی ورودی و خروجی کوتاه مدت را بررسی می کند. جریانات نقدی ورودی کوتاه مدت شامل

موجودی نقد، سرمایه گذاری های کوتاه مدت سریع معامله، کارمزد مدیریت و سود تقسیمی شرکت های زیرمجموعه که پیش بینی می شود ظرف یک سال آتی به حیطه وصول در آیند، وجوه حاصل از برنامه های قطعی فروش دارایی ها در کوتاه مدت، بخش استفاده نشده از اعتبارات کوتاه مدت تخصیصی بانکی و افزایش سرمایه قریب الوقوع از محل آورده نقدی سهامداران، می شوند. در تخمین جریانات نقدی خروجی کوتاه مدت، بدهی های سررسید شده، مالیات و بهره پرداختنی، هزینه های عملیاتی قابل پرداخت در آینده کوتاه مدت، تعهدات کوتاه مدت تزریق سرمایه در شرکت های سرمایه پذیر، سود پرداختنی یا سود تقسیمی پیش بینی شده و تعهد خرید دارایی ها، در نظر گرفته خواهند شد.

۴- برخورداری از حمایت بیرونی

هرگونه پشتیبانی مالی و عملیاتی که منجر به ارتقاء شاخص های مالی شرکت موضوع رتبه بندی شود، در این دسته از بررسی ها قرار می گیرد. در این خصوص سوابق حمایت های پیشین یا هر گونه تعهدی برای اعمال حمایت آتی با در نظر گرفتن فاکتورهایی نظیر توانایی و تمایل اشخاص حامی و نوع و ماهیت این دسته اشخاص همچون نهادهای حاکمیتی، عمومی، دولتی یا سهامداران مورد بررسی و مذاقه قرار می گیرد.

در ارزیابی حمایت شرکت اصلی، برهان به بررسی این موضوع می پردازد که آیا شرکت حمایت کننده از ظرفیت مالی و انگیزه های راهبردی برای حمایت از شرکت هلدینگ در زمان های مواجهه با بحران یا نیازهای مالی (یا یک سرمایه گذاری عمده در آن) برخوردار است یا آیا سابقه انجام چنین حمایتی را در گذشته داشته است. در نقطه مقابل، در صورتی که شرکت صاحب سهم هلدینگ، مسئولیت سنگینی را در تقسیم سود بر عهده هلدینگ بگذارد، این موضوع باعث کاهش انعطاف آن شده و ریسک مربوطه در رتبه منعکس می شود. در برخی از کشورها، با توجه به اهمیت برخی از شرکت های بزرگ، شرکت های هلدینگ می توانند از حمایت های دولتی یا بانکی در زمان های مواجهه با مشکلات مالی برخوردار شوند که در صورت وجود، توسط برهان بررسی می شود.

پیوست: نحوه دسته بندی شرکت های سرمایه پذیر

در این پیوست نحوه دسته بندی شرکت های سرمایه پذیر یک شرکت مادر بر اساس میزان ارتباط و حمایت شرکت مادر از این شرکت ها تشریح می شود. هر چه شرکتی از ارتباط بیشتری با شرکت مادر برخوردار باشد بدین معناست که احتمال فروش این شرکت توسط شرکت مادر کمتر بوده، احتمال حمایت شرکت مادر از این شرکت بیشتر و این شرکت از اهمیت راهبردی بیشتری برای شرکت مادر برخوردار است. در واقع این دسته بندی نشان دهنده میزان حمایت انتظاری شرکت مادر از شرکت های سرمایه پذیر است.

بسته به ارتباط بین یک شرکت هلدینگ با شرکت های سرمایه پذیر خود، شرکت های سرمایه پذیر به دو دسته شرکت های محوری و غیرمحوری و شرکت های غیرمحوری نیز به دو بخش راهبردی و غیرراهبردی دسته بندی می شوند. در این پیوست نحوه تقسیم شرکت های سرمایه پذیر در دسته های یاد شده را بیان می کنیم.

معیارهایی که برای تشخیص میزان رابطه بین شرکت مادر و شرکت های سرمایه پذیر استفاده می کنیم شامل: عوامل حقوقی، عوامل عملیاتی و عوامل راهبردی است که در هر کدام موضوعات مختلفی بررسی می شوند. اهمیت هر یک از عوامل، به شرایط پیرامون آن وابسته است و ممکن است یک عامل در شرایطی مهمتر از عامل دیگر باشد ولی به طور معمول عوامل قانونی و حقوقی مثل وجود ضمانت یا مانع حقوقی برای دسترسی به منابع نقد شرکت تابعه توسط شرکت مادر، اهمیت بیشتری دارند.

عوامل حقوقی:

می توان ادعا نمود که جنبه حقوقی نسبت به عوامل عملیاتی و راهبردی اهمیت بالاتری دارد، چراکه رابطه ویژه و مشهود میان شرکت مادر و شرکت سرمایه پذیر را تبیین می کند. در نتیجه وجود رابطه حقوقی قوی می تواند باعث جبران کمبود روابط عملیاتی و راهبردی شده و در نتیجه موجب ارتباط نزدیک میان رتبه ها شود. در این بخش برخی از معیارهای روابط قانونی ارزیابی می شوند:

- **تضمین:** تضمین به معنی آن است که یکی از دو طرف، تعهدات طرف مقابل را ضمانت نموده باشد. این ضمانت می تواند بصورت قطعی و بدون قید و شرط باشد. در برخی موارد، برهان به نظرات حقوقی مربوط به اعتبار و ضمانت اجرای تضمین اتکا خواهد نمود. این موضوع که تضمین ارائه شده بصورت مشترک یا جداگانه فراهم شده است، نیز مورد ارزیابی قرار می گیرد. برخی مکتوبات و توافقاتنامه های حمایتی به عنوان تضمین قانونی محسوب نمی شوند. برهان سرمایه در تعهد و همچنین تعهد به افزایش سرمایه را نوعی تعهد تأمین منابع مالی می کند.
- **محدودیت های تقسیم سود یا وام درون شرکتی:** وجود محدودیت هایی در دسترسی به جریانات نقدی میان یک شرکت هلدینگ و شرکت های سرمایه پذیر آن (به عنوان یکی از مصادیق عایق بندی)، رابطه بین این شرکت ها را تضعیف می کند. عایق بندی می تواند در قالب توافقی هایی در زمینه محدودیت در تقسیم سود یا رعایت نسبت های مالی حداقلی قبل از پرداخت وام های درون شرکتی، نمود پیدا کند. مثلاً ممکن است شرکت سرمایه پذیر با محدودیت تقسیم سود مواجه باشد، مثلاً تا بازپرداخت بدهی های خود، از تقسیم سود منع شده باشد یا مجبور باشد نسبت بدهی ها یا نسبت جاری خود را در حد معینی حفظ کند. در این شرایط، وجوه نقد جریان یافته از شرکت سرمایه پذیر به مادر، محدود به سود تقسیمی خواهد بود که نسبت به بدهی های شرکت سرمایه پذیر در اولویت بعدی قرارداد و نوسان و نااطمینانی بیشتری بر آن حاکم است. اگر محدودیت های تقسیم سود، به صورت عمومی اعلام شده باشند و مخصوصاً در قراردادهای انتشار اوراق بدهی قید شده باشند، قوی تر از محدودیت های قید شده در قراردادهای خصوصی مثلاً بین بانک و شرکت سرمایه پذیر، محسوب می شوند. همچنین ممکن است شرکت سرمایه پذیر بدهکار، با تجدید قرارداد بدهی (یا حتی انتشار اوراق جدید و بازخرید قبلی) محدودیت ها را از خود بردارد. در این صورت برای تعیین میزان عملی بودن آن، به بزرگی مبلغ

بدهی و تمایل اعلام شده مدیریت برای این کار توجه می‌شود. برهان سوابق قبلی و هدف از ارتباط میان شرکت مادر و شرکت سرمایه‌پذیر آن را نیز در حدودی که به حرکت جریانات نقدی میان شرکت‌ها مربوط می‌شود، بررسی می‌کند.

- **سرایت نکول (Cross Default):** سرایت نکول در ایران موضوع مبتلا به نیست. طبق شرایط سرایت نکول، اگر شرکت سرمایه‌پذیر یا مادر نکول کند، وام دهنده می‌تواند مطالبات خود از دیگری را فی الحال مطالبه کند. اگر بدهی و وامی که دارای این شرط است، مهم باشد، باعث ارتباط قوی بین دو شرکت می‌شود.

- **استقرار در دو حوزه حقوقی:** اگر شرکت تابعه در کشور دیگری قرار داشته باشد، ممکن است حتی تضمین وی یا وجود شرط سرایت نکول، به لحاظ حقوقی عملی نباشد، بخصوص اگر در کشوری قرار داشته باشد که سیستم قضایی آن برای اجرای قراردادهای تعهدات، ضعیف باشد. همچنین ممکن است موقع اجرای این تعهدات، نقل و انتقال وجوه بین دو کشور با محدودیت و موانعی همراه شود.

- **درصد مالکیت:** درصد مالکیت یک شرکت هلدینگ از شرکت سرمایه‌پذیر تا حدی می‌تواند متضمن این معنا باشد که شرکت هلدینگ تمایل دارد در میان مدت و بلندمدت سرمایه‌پذیر را به فروش برساند یا خیر. معمولاً اگر هلدینگ سهامدار عمده سرمایه‌پذیر با قابلیت کنترل بالا باشد، به احتمال زیاد، سرمایه‌پذیر می‌تواند شرکت محوری قلمداد شود.

- **پیچیدگی ساختار مالکیتی:** این عامل بدین معناست که شرکت‌های گروه در همدیگر به صورت ضربدری مالکیت دارند.

عوامل عملیاتی:

جنبه عملیاتی مشتمل بر کنترل مدیریتی، خزانه مرکزی و یکپارچگی عملیاتی با گروه می‌باشد. میزان تأثیرات عوامل عملیاتی به این بستگی دارد که شرکت مادر از نظر رتبه اعتباری، قوی‌تر یا ضعیف‌تر از سرمایه‌پذیر است. به عنوان مثال مدیریت یا تصمیم‌گیری مشترک از اهمیت بالایی در ارزیابی رابطه موجود در زمانی که شرکت مادر ضعیف‌تر است برخوردار است چراکه شرکت مادر ضعیف‌تر ممکن است بدلیل بهره‌گیری از جریانات نقدی سرمایه‌پذیر، علاقه کم‌تری برای ایجاد هم‌افزایی با آن شرکت داشته باشد.

- **کنترل مدیریت و مشترک بودن مدیران:** زمانی که اعضای هیأت‌مدیره، مدیرعامل، مدیران اجرایی، مالی و بازاریابی بین شرکت‌های مادر و سرمایه‌پذیر مشترک باشند و شرکت مادر انتخاب اعضای هیأت‌مدیره شرکت سرمایه‌پذیر را به صورت ضمنی و یا عینی در اختیار داشته باشد، آنگاه بین شرکت مادر و شرکت سرمایه‌پذیر وابستگی وجود خواهد داشت. در این شرایط، شرکت مادر می‌تواند با بهره‌گیری از نفوذ خود، وجوه نقد شرکت سرمایه‌پذیر را به سمت خود سوق دهد.

- **خزانه مرکزی:** در صورتی که شرکت مادر به عنوان خزانه‌دار مرکزی سرمایه‌پذیر عمل کند، مثلاً اگر تمام وام‌ها و تامین مالی خارجی به نام شرکت مادر بوده و بین شرکت‌های سرمایه‌پذیر تسهیم شود، ارتباط بین دو شرکت بیشتر می‌شود. در غیر این صورت اگر هر شرکت مستقلاً در مورد تامین مالی خارجی (حتی تامین سرمایه در گردش)، تصمیم گرفته و خزانه‌داری مستقلی داشته باشد، ارتباط شرکت مادر و شرکت سرمایه‌پذیر کاهش می‌یابد.

- **تداخل یا یکپارچگی عملیاتی:** اشتراک و کنترل مدیریتی و همچنین تمرکز خزانه‌داری، در زمانی که شرکت مادر رتبه پایین‌تری داشته باشد، اهمیت بیشتری پیدا می‌کند. درهم تنیدگی عملیاتی برعکس وقتی مهم است که شرکت مادر قوی‌تر است. اگر شرکت مادر ضعیف‌تر باشد، آن‌وقت هم‌افزایی دو شرکت برای شرکت مادر اهمیت کمتری در مقایسه با امکان دست‌اندازی به جریانات نقدی شرکت سرمایه‌پذیر برای پرداخت بدهی‌های خود، پیدا می‌کند.

وقتی عملیات شرکت سرمایه‌پذیر بخشی یا ادامه عملیات شرکت مادر است، این درهم تنیدگی قوی تر است. مثلاً یک شرکت سرمایه‌پذیر در بخش پایین دستی نفت (مثلاً پتروشیمی)، به عنوان ادامه فعالیت شرکت اصلی در استخراج نفت تلقی می‌شود، چرا که تولیدات شرکت مادر به شرکت سرمایه‌پذیر فروخته می‌شود و مخصوصاً زمانی که قرارداد بلندمدت فروش بین طرفین منعقد شده یا پیدا کردن خریدار جایگزین مشکل باشد، این درهم تنیدگی بیشتر خواهد بود. اگر امکان جایگزینی ظرف یک سال با تحمل هزینه معقول وجود داشته باشد، درهم تنیدگی کم یا متوسط ارزیابی می‌شود.

عوامل راهبردی:

وجود رابطه راهبردی، موقعی که شرکت مادر قوی تر از سرمایه‌پذیر است، اهمیت می‌یابد. این مسئله را با دو عامل: اهمیت راهبردی و سابقه حمایت، ارزیابی می‌کنیم.

- **اهمیت راهبردی:** زمانی که بقا یا موفقیت شرکت مادر به موفقیت سرمایه‌پذیر وابسته است، شرکت سرمایه‌پذیر برای مادر اهمیت راهبری پیدا می‌کند. در طرف دیگر طیف، شرکت سرمایه‌پذیر اهمیت راهبردی برای مادر ندارد وقتی که در فعالیت اصلی شرکت مادر کار نمی‌کند و در صورت‌بندی مالی و بازار شرکت مادر در آینده نقش چندانی نداشته باشد. در این صورت اگر شرکت سرمایه‌پذیر از پس تعهدات خود برنیاید و از نظر اقتصادی عدم دخالت شرکت مادر برای پی‌گیری از ور شکستگی آن، منطقی بنظر آید، یا احتمال فروش آن از طرف شرکت مادر در این شرایط دور از ذهن نباشد، آنگاه وابستگی شرکت‌های مادر و سرمایه‌پذیر، ضعیف خواهد بود. روابط شرکت مادر و تابعه، گاهی بین این دو سر طیف قرار می‌گیرد به قسمی که شرکت سرمایه‌پذیر برای مادر تا حدی اهمیت راهبردی دارد، ولی نه در آن حد که شرکت مادر بخواهد برای عدم بروز مشکل، بدهی‌های شرکت سرمایه‌پذیر را پرداخت کند.
 - **سابقه حمایت:** هر چه در گذشته، شرکت مادر عملاً از شرکت سرمایه‌پذیر حمایت کرده باشد، ارتباط بین آن دو بیشتر خواهد بود. مثلاً اگر شرکت مادر در گذشته به طور مرتب نسبت به تزریق سرمایه از طریق افزایش سرمایه یا اعطای وام درونی اقدام کرده باشد، نشان می‌دهد که شرکت سرمایه‌پذیر از حمایت عملی شرکت مادر برخوردار است. به عنوان مثالی دیگر، اعطای زمین بدون دریافت هزینه اجاره از طرف دولت به شرکت توسعه دهنده یک منطقه آزاد اقتصادی، نشان دهنده حمایت استراتژیک دولت از آن شرکت محسوب می‌شود. باید توجه داشت که گاهی شرکت مادر یک کسب‌وکار پر ریسک را از خود جدا کرده و در یک شرکت تابعه ساماندهی می‌کند تا شکست آن لطمه‌ای به وی وارد نکند. این موضوع نشانه‌ای از عدم حمایت عملی است.
- کمیت رتبه‌بندی با بررسی عوامل بالا، شرکت‌های زیر مجموعه را به سه دسته زیر تقسیم می‌کند.

- **شرکت‌های محوری:** شرکت‌هایی که تمام یا بخش با اهمیتی از ویژگی‌های ذکر شده از روابط بالا را با هلدینگ داشته باشند.
- **شرکت‌های غیر محوری شامل:**
 - **شرکت‌های راهبردی:** شرکت‌هایی که بخش مهمی از روابط بالا را با هلدینگ داشته باشند، اما نه در حدی که محوری تلقی شوند.
 - **شرکت‌های غیر راهبردی:** شرکت‌هایی که جزء دو طبقه بالا قرار نگرفته باشند.