مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی
شماره‌های ۱ و ۲، فروردین و اردیبهشت ۱۳۹۰، صفحات ۲۱۴- ۱۷۹

میز گرد

شرکت‌های تأمین سرمایه

ورود به بحث: نجار فیروزجائی

یکی از مشکلات اساسی اقتصاد ما در اوایل انقلاب به ویژه در دوران جنگ تحمیلی، محدودیت‌های ارزی و کمبود منابع مالی بوده است. در دوران بعد از جنگ هر چند دسترسی به منابع ارزی از طریق منابع مالی[1] خارجی میسرتر شد اما همچنان مشکل کمبود منابع مالی به دلیل محدودیت‌ها و تحریم‌ها به قوت خود باقی است. کمبود منابع مالی در تئوری‌های اقتصاد کلان از جمله نظریات اقتصاد کینزین جدید همواره به عنوان یکی از عوامل محدودکننده بهره وری از ظرفیت بالقوه اقتصاد مطرح می‌باشد. براساس پیش‌بینی‌ها طی برنامه پنجم توسعه، ۲/۴ درصد رشد از محل بهره وری کل عوامل تولید عاید اقتصاد ما خواهد شد. همچنین براساس برآوردهای دیگر باید حدود ۲۴۰ میلیارد دلار تأمین سرمایه به منظور سرمایه‌گذاری صورت پذیرد لذا توجه به برنامه‌های وزارت اقتصاد و اولویت‌هایی که در طرح تحول اقتصادی در زمینه نظام بانکی و به طور مشخص بر تأمین مالی تعیین شده است ما را بر آن داشت که جلساتی در خصوص موضوع تأمین منابع مالی در معاونت اقتصادی برگزار نماییم. نخستین جلسه از ۱۰ جلسه‌ای که قرار است به بررسی موضوع بپردازد در خصوص *شرکت‌های تأمین سرمایه* می‌باشد. در ابتدا، اظهارات جناب آقای عظیمی مدیر کل دفتر تحقیقات و سیاست‌های پولی معاونت اقتصادی مطرح می‌گردد و سپس آقای میری مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه نوین به ارائه مطالبی در خصوص بازار سرمایه و شرکت‌های تأمین سرمایه می‌پردازد و در ادامه جناب آقای زال‌پور عضو شورای عالی بورس اوراق بهادار و مدیر عامل و عضو هیأت مدیره شرکت سرمایه‌گذاری صنایع بهشهر مطالب خود را در خصوص فعالیت‌های شرکت‌های تأمین سرمایه و ساختار نظام تأمین مالی ارائه می‌نمایند و در پایان سؤالات حضار و پاسخ‌های ارائه شده مطرح می‌گردد.

عظیمی:

قرار است در ارتباط با اینکه چرا موضوع جلسه را به بحث تأمین‌های مالی اختصاص دادیم به صورت اعم و اینکه چرا در این جلسه سراغ شرکت‌های تأمین سرمایه رفته‌ایم، صحبت شود. می‌دانیم که تأمین مالی یکی از اولویت‌های اصلی وزارت اقتصاد در سال ۱۳۹۰ است و شاید این اولویت در سال‌های بعد نیز تداوم یابد. طبیعتاً یک نگرش و یک گرایش به این سمت وجود دارد که وزارت اقتصاد به نوعی در طرح موضوعات و برطرف کردن مشکلات در زمینه تأمین مالی

1. Finance

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

ایفای نقش کند. اگر بخواهیم به موضوع به صورت نظری بنگریم طبیعتاً رشد اقتصاد جزء اهداف اصلی تمام اقتصادها محسوب می‌شود. در تمام کشورها و دولت‌ها یکی از هدف‌گذاری‌های اصلی، افزایش رشد اقتصادی و ارتقاء نرخ رشد بلندمدت می‌باشد. کشورهایی که رشد بالاتری دارند سریع‌تر می‌توانند در چرخه اقتصادی پیشرفت کنند و نسبت به سایر کشورها در وضعیت مطلوب‌تری قرار گیرند و رفاه داخلی جامعه را هم از طریق ایجاد درآمد و هم از طریق کاهش بیکاری بالا ببرند.

همچنین در برنامه پنجم یک هدفگذاری را با توجه به ضروریات اقتصادی کشور در نظر گرفتیم. نرخ رشد اقتصادی کشور در برنامه پنجم، ۸ درصد در نظر گرفته شده و به نظر می‌آید که دستیابی به چنین رشدی مستلزم برنامه‌ریزی‌هایی فراتر از وضعیتی است که در سال‌های گذشته با آن مواجه بودیم. طبیعتاً می‌دانیم که رشد اقتصادی سه منشأ اصلی دارد. در واقع، عامل رشد را یا نیروی‌کار تلقی می‌کنیم یا عامل سرمایه ویا عامل بهره‌وری در کشورهای پیشرفته که انباشت سرمایه در آن وجود دارد شاید نقش نیروی‌کار بیشتر باشد و عامل اصلی رشد و عامل اصلی محدودکننده رشد به سرمایه برنگردد، اما کشورهای در حال توسعه برای رسیدن به نرخ رشد بالاتر نیازمند توجه بیشتری به عامل سرمایه می‌باشند.

برای کشور ما در برنامه پنجم طبق محاسباتی که انجام گرفته ۵۲ درصد از رشد به عامل سرمایه موکول شده یعنی از رشد ۸ درصدی حدود ۴/۲ درصد می‌بایست توسط عامل سرمایه و از طریق انباشت سرمایه ایجاد شود. این در حالی است که محاسبات نشان می‌دهند که به طور متوسط در طول برنامه پنجم سالانه حدود ۲۴۰ هزار میلیارد تومان تا ۳۰۰ هزار میلیارد تومان با مفروضات مختلف نیاز به منابع مالی برای ایجاد سرمایه‌گذاری داریم. بخشی از منابع مالی برای پشتیبانی سرمایه‌گذاری‌ها و بخشی از آنها بابت بهره‌برداری از ظرفیت‌های سرمایه‌گذاری هستند. طبیعتاً تمام اینها به مبلغ ارائه شده اضافه می‌شود اما برای سرمایه‌گذاری‌ها، تجهیزات، ماشین‌آلات و ساختمان به ۲۴۰ الی ۳۰۰ هزار میلیارد تومان منابع مالی نیاز است. این در شرایطی است که در کشور ما برآوردها نشان می‌دهند که شاید با وضعیت فعلی نیمی از این منابع مالی را می‌توانیم تأمین کنیم. به همین خاطر به یک برنامه‌ریزی منسجم و تلاشی مضاعفی جهت افزایش این منابع سرمایه‌گذاری و متنوع کردن آنها نیاز داریم. طبیعتاً مشکلات دیگری نیز در خصوص تأمین هزینه مالی وجود دارد. شاید توسط بخش تولید این موضوع مطرح شود که تأمین مالی در کشور ما پرهزینه است و این نیز

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

مشکل دیگری است که علاوه بر حجم سرمایه با آن روبرو هستیم و به برنامه‌هایی در آن حوزه‌ها نیاز داریم.

تمام مشکلاتی که در این حوزه‌ها وجود داشت و اهدافی که کشور مدنظر دارد و باید در آن مسیر تلاش کند باعث شد که یک کارگروه ارتقاء نظام تأمین‌مالی در آذرماه سال ۱۳۸۹ با دستور مشخص وزیر اقتصاد تشکیل شود که در این کارگروه مجموعه‌ای از متخصصین حضور دارند و قرار است که برنامه‌هایی در خصوص رفع مشکلات و تعیین مسیر برای رسیدن به آن اهداف در نظر گرفته شود. البته اقداماتی نیز در معاونت اقتصادی آغاز شد و دبیرخانه آن کارگروه به معاونت اقتصادی واگذار شده است.

عمدتاً برای تأمین مالی ۵ حوزه داریم که شامل: ۱. بانک‌ها که در سال‌های گذشته بار اصلی تأمین مالی کشور بر عهده داشتند، ۲. بازار سرمایه که از سال ۱۳۷۰ به بعد بازار سرمایه ما غیر از مقاطع خاصی رو به رشد بوده است، ۳. حوزه‌های دیگر بازار بیمه که بازار بیمه هم از طریق ایجاد منابع بلندمدت از طریق بیمه‌های عمر و پس‌انداز و هم از طریق کاهش ریسک به تأمین‌مالی کمک می‌کند، ۴. سرمایه‌گذاری خارجی که به تأمین منابع از خارج اختصاص دارد، ۵. خزانه دولت که به تأمین مالی از طریق بودجه‌های دولتی اختصاص می‌یابد. این حوزه‌های اصولی هستند که باید تلاش شود تا از ظرفیت تمام آن‌ها استفاده شود. اما نکته‌ای که وجود دارد این است که از لحاظ مالی در گذشته شاهد یک سیستم بانک محور بودیم یعنی بار عمده تأمین‌مالی بر دوش نظام بانکی بوده، مانده تسهیلات اعطایی بانک‌ها طبق آخرین اطلاعاتی که داشتیم، ۱۷۰ هزار میلیارد تومان بود که اگر این را با اصلی‌ترین جایگزین یعنی بازار سرمایه مقایسه کنیم میزان تأمین مالی صورت گرفته از طریق بازار سرمایه حدود ۸۰۰۰ میلیارد تومان بوده است که این موضوع شکاف عمده‌ای را نشان می‌دهد. هر چند در دنیا هر دو نظام وجود دارد یعنی در برخی کشورها نظام بانکی پیشرو در تأمین‌مالی است و در برخی کشورهای دیگر بازار سرمایه اما به نظر می‌رسد که نظام بانکی ما ظرفیت لازم برای اهدافی که داریم را کمتر داشته باشد و لازم باشد که به بازار سرمایه توجه بیشتری شود. در بازار سرمایه با دو نوع معاملات روبه رو هستیم، یکی معاملات ثانویه که شرکتی از قبل سهامی را منتشر کرده و این سهام در بازار گردش پیدا می‌کند که عمده ساختاری که در بازار ما وجود دارد از این نوع می‌باشد. اما بخش بسیار مهمی که در تأمین مالی حائز اهمیت است، معاملات دست اول یا معاملات اولیه هستند. معاملات اولیه می‌توانند مستقیماً به تأمین‌مالی کمک کنند مانند افزایش سرمایه‌ای که شرکت‌های بورس انجام می‌دهند و یا عرضه‌های اولیه در بورس و سایر

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

اشکالی که وجود دارد. شرکت‌های تأمین سرمایه شاید کمک عمده‌ای که می‌توانند در راستای این اهداف داشته باشند این است که کارکرد اصلی خود یا یکی از کارکردهای مهم خود را کمک به تأمین‌مالی از طریق بازار سرمایه قرار دهند و خوشبختانه در سال‌های اخیر، چند شرکت در بازار سرمایه مشغول به فعالیت شدند اما لازم است که ما در این مقطع عملکرد آنها را در مقایسه با سایر شرکت‌ها و چالش‌ها یا راهکارهایی که وجود دارد بررسی کنیم. به هر حال این جلسه به این موضوع اختصاص یافته است و امیدواریم که مباحث این جلسه به معاونت اقتصادی در راستای برنامه‌های تأمین منابع مالی کمک کند.

میری:

شرکت‌های تأمین سرمایه[1] شرکت‌هایی هستند که به عنوان واسطه بین ناشر اوراق بهادار و عامه سرمایه‌گذاران فعالیت می‌کنند و می‌توانند فعالیت‌های دیگری از قبیل کارگزاری، معامله‌گری بازارگردانی، مشاوره، سبدگردانی، پذیره نویسی و تعهد پذیره‌نویسی و فعالیت‌های مشابه را با اخذ مجوز از نهاد نظارتی که سبا[2] نامیده می‌شود انجام دهد. در این تعریف، هسته اصلی یا نقش شرکت‌های تأمین سرمایه این است که به نهادهای اقتصادی، شرکت‌ها، مؤسسات و حتی اشخاصی که نیاز به منابع مالی دارند از طریق ابزارهای متناسب در بازار سرمایه کمک نمایند تا سرمایه مورد نیاز خود را تأمین کنند. با مقایسه شرکت‌های تأمین سرمایه یا بانک‌های تجاری[3] ملاحظه می‌گردد که بانک‌های تجاری سپرده می‌گیرند سپس سپرده‌ها را در قالب وام در اختیار استفاده‌کنندگان قرار می‌دهند اما در شرکت‌های تأمین سرمایه، سپرده‌گذاری صورت نمی‌پذیرد.

در بانک‌های تجاری، تأمین مالی افراد و شرکت‌ها مدنظر است اما در شرکت‌های تأمین سرمایه عمدتاً تأمین مالی شرکت‌ها مورد توجه است. عمده فعالیت بانک‌ها در بازار پول است، در حالی که شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه فعالیت می‌کنند. درآمد بانک‌های تجاری از محل تفاوت نرخ سپرده‌ای است که به مردم می‌دهند و همچنین از طریق درآمدی که از محل وام‌ها به عنوان نرخ سود می‌گیرند، می‌باشد در حالی که در این شرکت‌ها عمده درآمد از محل کارمزد مشاوره‌هایی است که ارائه می‌کنند و آخرین مورد اینکه بانک‌های تجاری تحت نظارت شدید قرار دارند البته این جمله را باید اصلاح کرد. اخیراً با اقدامات سازمان بورس ما نیز تحت نظارت شدید

---

1. Investnent Bank

۲. سازمان بورس و اوراق بهادار

3. Commercial Bank

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

هستیم و شاید این نظر به پیش از این برمی‌گردد. در حال حاضر سبا تحت کنترل شدید است و به صورت روزانه و هفتگی به ارائه اطلاعات می‌پردازد و مرتب فعالیت‌های ما را کنترل می‌کند.

در یک نگاه ساختاری شرکت‌های تأمین سرمایه در دنیا به سه دسته تقسیم می‌شود. در گروه اول، بانک‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌های تجاری با یکدیگر فعالیت‌های مشترکی در یک جا در قالب یک شخصیت حقوقی انجام می‌دهند که نمونه‌ای از آن را نیز ارائه کردیم مانند JP Morgan، Citigroup و Credit Suiss که اینها نهادهایی هستند که هم فعالیت بانک‌های تجاری را انجام می‌دهند و هم فعالیت این شرکت‌ها را. گروه دوم، شرکت‌های تأمین سرمایه هستند که شخصیت حقوقی مستقل دارند و تنها فعالیت‌های مربوط به تأمین سرمایه را انجام می‌دهند که نمونه آن را ارائه کردیم و گروه سوم به لحاظ ساختاری بانک‌هایی هستند که در قالب هلدینگ[1] فعالیت می‌کنند به عبارتی که یک هلدینگ (شرکت مادر) در بالا قرار دارد و زیرمجموعه اینها دو شخصیت حقوقی مستقل می‌باشند که یکی فعالیت بانکداری تجاری را انجام می‌دهد و دیگری کار بانکداری سرمایه‌گذاری و یا شرکت‌های تأمین سرمایه را انجام می‌دهد.

اگر مروری بر تاریخچه شرکت‌های تأمین سرمایه در جهان داشته باشیم ملاحظه می‌شود که اوج بانکداری سرمایه‌گذاری در انگلیس طی سال‌های (۱۸۳۰-۱۸۲۰) بوده است. در سال ۱۸۷۰ اولین پذیره‌نویسی رسمی در آمریکا برای این شرکت‌ها انجام گردید. اوایل قرن ۲۰ فعالیت‌های بانکداری سرمایه‌گذاری به صورت غیررسمی توسط متخصصان مالی انجام شد. در سال ۱۹۲۹ بزرگترین و معروف‌ترین سقوط بازار سهام و رکود اقتصادی و ورشکستگی بانک‌ها به وقوع پیوست و از آن زمان بود که عملیات بانکی از بازار سرمایه جدا شد. در سال ۱۹۸۷ با سقوط بازار لندن، ورود شرکت‌های تأمین سرمایه آمریکایی به بازار انگلیس صورت پذیرفت. سال ۲۰۰۰ اوج رونق فعالیت‌های شرکت‌های تأمین سرمایه بوده و ادغام‌های بزرگ عمدتاً در این سال انجام گرفت. فعالیت بانکداری اختصاصی طی سال‌های (۲۰۰۷-۲۰۰۱) گسترش یافت و در سال‌های (۲۰۰۸-۲۰۰۷) بحران بزرگ مالی رخ داد و بخشی از شرکت‌های تأمین سرمایه که در دنیا فعالیت می‌کردند، ورشکست و یا ادغام شدند. از سال ۲۰۰۹ تاکنون شرایط اقتصادی دنیا بهبود یافت و فعالیت بانکداری اختصاصی نیز جایگاه خود را پیدا کرده و در حال فعالیت است.

اگر بخواهیم مروری به فعالیت‌های بانکداری سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های تأمین سرمایه در ایران داشته باشیم لازم است فعالیت‌ها را به دو بخش تقسیم‌بندی نماییم. پیش از انقلاب ما نهادی به

1. Holding

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

نام شرکت تأمین سرمایه نداشتیم، اما بخشی از کارکردها و وظایف اینها در قالب بخشی از مؤسسات یا بانک‌های توسعه بوده است که نمونه‌هایی از آن را ارائه کردیم که عبارتند از بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران، بانک توسعه و سرمایه‌گذاری ایران، شرکت خدمات مالی ایران، شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران. اینها به گونه‌ای در کنار فعالیت‌های خود کارهای شرکت‌های تأمین سرمایه را نیز انجام می‌دادند.

پس از انقلاب می‌توان مجدداً زمان را به دو بخش تقسیم کرد. یکی از آغاز انقلاب تا سال ۱۳۸۴ و دیگری بعد از سال ۱۳۸۴. تا سال ۱۳۸۴ جو جامعه به گونه‌ای بود که شاید نیازی به جمع‌آوری سرمایه از بازار و از دست مردم خارج از سیستم بانکی احساس نمی‌شد. پروژه‌ها عمدتاً از محل بودجه‌های دولتی یا از محل منابع بازار پول بانک‌ها تأمین مالی می‌شدند و در نتیجه توجهی به فعالیت‌های شرکت‌های تأمین سرمایه یا بانکداری اختصاصی نمی‌شد. تا اینکه در سال ۱۳۸۴ اتفاقاتی باعث شد تا دیدگاه‌ها تغییر کنند و فضای کاری شرکت‌های تأمین سرمایه نیز تغییر یابد. از جمله این اتفاقات از سال ۱۳۸۴ به بعد، ابلاغ قانون اصل ۴۴ در سال ۱۳۸۷ و واگذاری شرکت‌های دولتی و از همه مهم‌تر تصویب قانون بازار اوراق بهادار در آذرماه ۱۳۸۴ است که اولین بار به شرکت‌های تأمین سرمایه و ایجاد آنها در قانون سال ۱۳۸۴ اشاره شد. در همین سال به ایجاد نهاد ناظر بازار سرمایه و ایجاد نهادهای مالی و به ویژه شرکت‌های تأمین سرمایه در قانون سال ۱۳۸۴ به صراحت اشاره شد و به موضوع فعالیت‌هاشان نیز اشاره گردید.

پس از سال ۱۳۸۴ یعنی در سال ۱۳۸۶ و اوایل ۱۳۸۷ دو شرکت تأمین سرمایه با یک فاصله زمانی کوتاه تأسیس شدند. یکی شرکت تأمین سرمایه نوین بود و دیگری شرکت تأمین سرمایه امین و اخیراً در سال گذشته دو یا سه شرکت تأمین سرمایه نیز به این جمع پیوستند که شاهد فعالیت‌های آنها نیز خواهیم بود. تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ در آذر ماه سال ۱۳۸۸ نیز از جمله مواردی است که بر فعالیت‌ها و ایجاد شرکت‌های تأمین سرمایه تأثیرگذار بوده است.

در خصوص ضرورت‌های ایجاد یک شرکت تأمین سرمایه به موارد ذیل اشاره می‌گردد. اولین نیاز شرکت‌ها به استفاده از شرکت‌های تأمین سرمایه نیاز به تأمین مالی است. اما این سؤال مطرح است که چگونه باید این پول را تهیه کند؟ آیا باید به سراغ ابزار مالکیتی مانند انتشار سهام و یا افزایش سرمایه رفت؟ آیا می‌توان از منابع داخلی دیگر مانند سود انباشته استفاده کرد و یا اینکه باید

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

سراغ ابزارهای بدهی رفت؟ آیا باید اوراق مشارکت منتشر کرد؟ و اینکه آیا باید سپرده خاص منتشر کرد؟

اخیراً بحث صکوک مطرح شده است و اینکه از کدام ابزار باید استفاده کرد. این یک سؤال تخصصی است که در خیلی از موارد نیاز به مشاوره دارد حتی در آغاز کار و اینکه کدام یک از ابزارها استفاده شود و اینکه از این ابزارها چگونه استفاده شود مرحله بعدی است. در اینجا نقش شرکت‌های تأمین سرمایه نمود پیدا می‌کند و در واقع شرکت‌های تأمین سرمایه، ساختار سرمایه شرکت‌ها را بررسی می‌کنند. همچنین شرایط بازار و اینکه چه اوراقی با چه نرخی می‌تواند منتشر شود که نیاز آنها را تأمین کند نیز بررسی می‌گردد. نیاز شرکت به لحاظ زمانی چند سال است و اوراق و یا ابزاری که قصد تأمین مالی آن را داریم به همراه دوره زمانی تأمین سرمایه بررسی می‌گردد. تمام این بررسی‌ها در مجموعه تخصصی شرکت‌های تأمین سرمایه بررسی می‌شود و در نهایت ابزار شرکت نیازمند منابع مالی معرفی می‌شود و سپس در کنار شرکت به عنوان مشاور، ابزار را منتشر می‌کنیم و منابع مالی را نیز تأمین می‌نماییم. لازم به ذکر است که در فرایند انتشار، نقش‌های مهمی ایفا می‌گردند.

شرکت‌های تأمین سرمایه کالا که پیش از این در رابطه با آنها بحث گردید به عنوان مثال شرکتی به منظور طرح توسعه درصدد انتشار اوراق مشارکت است. یکی از نگرانی‌هایی که همیشه برای شرکت‌ها وجود دارد این است که اگر اوراق منتشر گردید و به هر دلیلی در بازار با استقبال مواجه نشد و پول مورد نیاز به طور کامل جمع نشد تکلیف چیست؟

فرض کنید پروژه‌ای ۱۰۰ میلیارد تومان پول می‌خواهد، اوراق منتشر شده و ۵۰ میلیارد تومان جمع شد. از یک سو نه نیاز شرکت برآورده می‌شود و از سوی دیگر، عده‌ای از سرمایه‌گذاران و سپرده‌گذاران و مردم پول گذاشتند و موضوع بلاتکلیف می‌ماند. در اینجاست که یکی از کارکردهای تأمین سرمایه مطرح می‌شود و این مشکل را برطرف می‌سازد. ما می‌توانیم تعهد پذیره‌نویسی[1] کنیم و به عبارتی این شرکتی که نیاز مالی به ناشر دارد می‌گوییم که ما تعهد می‌کنیم که اگر اوراق فروش نرفت پول را در اختیار شما خواهیم گذاشت و ۱۰۰ میلیارد را فراهم خواهیم کرد تا پروژه را انجام دهد. در این وضعیت شرکت‌های تأمین سرمایه را در یک دوره زمانی بازاریابی می‌کنیم و کسانی را پیدا می‌کنیم که می‌خواهند اوراق خریداری کنند و به تدریج این اوراق را به آنها واگذار می‌کنیم.

1. Underwriting

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

مورد دوم، بهبود مدیریت مالی از طریق ارائه خدمات مشاوره است. در حال حاضر بسیاری از شرکت‌ها وجود دارند که در زمینه‌های مختلف به آنها مشاوره می‌دهیم. از جمله مشاوره‌ها در خصوص بحث‌های مالیاتی و ادغام و موارد مختلف دیگر همچون تسهیل واگذاری فعالیت‌های اقتصادی به بخش خصوصی در غالب اصل ۴۴، قیمت‌گذاری مناسب به سهام وقتی ما در سال‌های اخیر به سازمان خصوصی‌سازی کمک کردیم و به نهادهای دیگری که بحث ارزشگذاری سهام دارند خدمات مشاوره‌ای ارائه نموده‌ایم. سهام موضوعی پیچیده و در عین حال حساسی است و در تشکیلات تأمین سرمایه نیروهای متخصص فراوانی داریم و با کمک آنها قیمت‌گذاری می‌کنیم و بالطبع اعتقاد داریم که به دلیل بافت کارشناسی قیمت‌گذاری مناسب‌تری ارائه می‌نماییم.

موضوع کلی دیگری که قصد بررسی آن را داریم، نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در اقتصاد است. مسلم است که همیشه تخصیص بهینه منابع مالی که در جامعه وجود دارد یکی از دغدغه‌های اصلی بخش اقتصاد ماست. ما به عنوان شرکت‌های تأمین سرمایه به تخصیص بهینه و کارا در بازار کمک می‌کنیم و به عبارتی مؤسساتی که به تأمین مالی نیاز دارند را شناسایی می‌کنیم یا به ما مراجعه می‌کنند و با طراحی ابزارهای مناسب در بازار سعی می‌کنیم که منابع مالی که در بازار وجود دارد را به صورت سازمان‌یافته به محل مورد نیاز و فعالیت‌های مولد اقتصادی و مؤثر اقتصادی به آن سمت سوق دهیم و این بزرگترین نقشی است که در اقتصاد ایفا می‌کنیم.

ضرورت تأسیس شرکت‌های تأمین سرمایه در ایران را به لحاظ قانونی مرور کردیم که اجمالاً به آن می‌پردازم. در قانون اصل ۴۴ به حضور شرکت‌های تأمین سرمایه و کمک به آنها در واگذاری‌ها اشاره شده است. قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ که ایجاد شرکت‌های تأمین سرمایه در آنجا تعریف شده موارد دیگری همچون آیین‌نامه شرایط عرضه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری در بورس و فرابورس، ضوابط استفاده از خدمات مشاوران عرضه اوراق بهادار ماده ۲ آن به استفاده از خدمات شکست‌های تأمین مالی اشاره کرده است، ماده ۶ دستور عمل پذیرش کالا در بورس کالا، همچنین قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی و استفاده از خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توان اشاره کرد. حال به موارد فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه اشاره می‌گردد.

نخستین مورد، پذیره‌نویسی و توزیع اوراق بهادار جدید است. ما به پذیره‌نویسی و ارائه خدمات کارگزاری به عموم و سرمایه‌گذاران نهادی همچنین ارائه مشورت‌های مالی که در بحث‌های قبلی به آن اشاره شد در ارتباط با انتشار اوراق بهادار، ساختار مالی شرکت‌ها، نحوه تأمین

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

مالی آنها، انجام مطالعات اقتصادی، امکان‌سنجی پروژه‌ها کمک می‌کنیم. همچنین از ابزارهای جدیدی که اخیراً درگیر آن هستیم بحث صندوق‌هاست از جمله صندوق‌های ساختمانی.

در بحث صندوق‌ها اولین بحث این است که می‌بایست مطالعات اقتصادی انجام شود و اینکه آیا پروژه‌ای را که می‌خواهیم برای آن صندوق ایجاد کنیم امکان‌پذیر است یا خیر؟ و همچنین اقتصادی است یا خیر؟ در خیلی از موارد انجام این مطالعات توسط ما انجام می‌شود و بازارسازی در حوزه اوراق بهادار انجام می‌دهیم. اما علاوه بر خدماتی که به صورت سنتی شرکت‌های تأمین سرمایه انجام می‌دهند یکسری فعالیت‌ها نیز تقریباً جدید است که در شرکت‌های تأمین سرمایه انجام می‌شود که چند مورد از آن را در اینجا ارائه کردیم. اولین مورد، مدیریت دارایی‌هاست که شاید در ابتدای تأسیس این بحث مطرح نبود اما اخیراً بحث مدیریت دارایی‌ها[1] نقش خود را یافته است. به عنوان مثال، در شرکت تأمین سرمایه نوین بخشی را به عنوان بانکداری اختصاصی دادیم که برای مشتریان خاصی است که منابع خاصی دارند. پول‌هایشان را با همکاری یکی از بانک‌ها جمع‌آوری می‌کنیم و سپس پول آنها را مدیریت می‌کنیم و برای آنها پرتفویی تشکیل می‌دهیم و در بازار پول و سرمایه برای آنها سرمایه‌گذاری می‌کنیم و در دوره‌های مختلف با بازدهی به آنها برمی‌گردانیم. بازسازی یا بازارگردانی اوراق بهادار در بازارهای خارجی از جمله فعالیت‌هایی است که همچنان درگیر آن نشدیم. مدیریت ریسک نیز از جمله مواردی است که به شرکت‌ها برای کنترل ریسکشان با استفاده از ابزارهای جدیدی که در بازار وجود دارد کمک می‌کند. در زمینه ادغام و تملک نیز پروژه‌های مختلفی اجرا شده است که این کار تقریباً به لحاظ تئوریک و هم به لحاظ قوانین و مقرراتی که در کشور داریم پیچیده است.

تأمین مالی بنگاه‌های جدید و ارائه خدمات مشاوره‌ای مدیریتی همچنین بازارسازی و بازارگردانی اوراق بهادار داخل کشور و سبدگردانی و در نهایت کمک به مؤسسات برای اخذ وام از بازار پول و یا صکوک که اخیراً مجوز آن صادر شده است از دیگر فعالیت‌های شرکت در تأمین سرمایه است.

شیوه‌های تأمین مالی در یک تقسیم‌بندی به دو دسته تقسیم می‌شوند. شیوه‌های مبتنی بر بدهی و دیگری شیوه‌های تأمین مالی مبتنی بر سرمایه است. شیوه‌های مبتنی بر بدهی شامل وام‌های بانکی و صکوک است و همان طور که بیان شد اوراق صکوک به چند نوع تقسیم می‌شوند. اما مطابق مقرراتی که در حال حاضر اجرا شده، صکوک اجاره در کشور ما اجرایی شده است. در سال ۱۳۸۹

1. Asset Managment

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

اولین صکوک در بازار سرمایه منتشر شد به نام صکوک اجاره هواپیمایی ماهان که مشاوره آن با شرکت تأمین سرمایه نوین بود و تعهد پذیره‌نویسی نیز شرکت تأمین سرمایه نوین بوده است. شیوه‌های مبتنی بر بدهی شامل منابع بانکی خارجی و تسهیلات تجاری است که در قالب تعاملاتی که مؤسسات با یکدیگر دارند از اعتبارات تجاری آن استفاده می‌کنند.

در شیوه‌های تأمین مالی مبتنی بر سرمایه، افزایش سرمایه امکان پذیر است و سهام برای پروژه‌ها نیز منتشر می‌شود. شرکت تأمین سرمایه نوین در چند پروژه مشارکت داشته است و عمدتاً در مشهد اجرا شده است به این معنا که یک پروژه تعریف می‌شود (پروژه موقت) و مردم سهام آن را خریداری می‌کنند البته اوراق مشارکت نیز جزء شیوه‌های تأمین مالی مبتنی بر سرمایه است که با مکانیزم آن آشنا هستیم. گواهی سپرده و صندوق‌های تخصصی نیز از این نوع می‌باشد.

اطلاعات موجود در تأمین‌مالی شرکت‌ها نشان می‌دهد که وام ۴۰ درصد در تأمین مالی نقش داشته است. اوراق بدهی نیز حدود ۴۰ درصد و تأمین از طریق سهام ۲۵ درصد نقش داشته است.

حجم اوراق بین‌المللی منتشر شده در سال ۲۰۱۰ نمایانگر انتشار حدود ۵۲ میلیارد دلار اوراق صکوک و ۶۵۶۰ میلیارد دلار حجم کل اوراق منتشر شده می‌باشد. نسبت حجم کل این اوراق به کل GDP در سال‌های ۲۰۰۸، ۲۰۰۹ و ۲۰۱۰ به ترتیب ۹/۷ درصد، ۸/۹ درصد و در سال ۲۰۱۰، ۸/۵ درصد می‌باشد. این نسبت در کشور ما حدود ۴ درصد است یعنی در سال قبل که ما بهترین شرایط را داشتیم حدود ۸ درصد مجموع این اوراق بوده به این معنا که همچنان فرصت‌های بیشماری برای تأمین‌مالی از محل اوراق وجود دارد و از آنجایی که در چارچوب قوانین و مقررات، این اوراق می‌بایست با کمک شرکت‌های تأمین سرمایه منتشر شود حوزه وسیعی برای فعالیت‌های شرکت تأمین سرمایه است.

در ارتباط با درآمدهای شرکت‌های تأمین سرمایه بزرگ لازم به ذکر است که حدود ۸۲ میلیارد دلار درآمد این شرکت‌ها از محل خدماتی بوده که در حوزه تأمین مالی ارائه شده است اما در ایران ابزارهایی که برای تأمین مالی در اختیار داریم، افزایش سرمایه و انتشار سهام است برای شرکت‌های جدید و همچنین اوراق مشارکت و صکوک اجاره گواهی سپرده خاص است که امسال در بسته سیاستی، نظارتی وضعیت آن از سوی بانک مرکزی مشخص نشده است. اما در سال قبل از سپرده خاص در موارد متعددی استفاده کردیم. حجم ابزارهای مالی منتشر شده در ایران در سال ۱۳۸۹ براساس اطلاعاتی که در دسترس است از محل افزایش سرمایه حدود ۹۵۰ هزار میلیارد است، از محل انتشار سهام جدید حدود ۷ هزار میلیارد، از محل انتشار اوراق مشارکت در بازار

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

سرمایه ۱۴ هزار میلیارد و صکوک متعلق به شرکت ماهان که حدود ۳۰ میلیارد تومان بوده است و شرکت تأمین سرمایه نوین مشاور آن بوده است.

زال‌پور:

پیرو فرمایش‌های آقای میری در خصوص کارکردهای شرکت‌های تأمین سرمایه قدری کلان‌تر به ماجرا می‌نگریم و رابطه فعالیت‌های شرکت‌های تأمین سرمایه را با برخی از حوزه‌های کلان به ویژه ساختار نظام تأمین مالی مورد بررسی قرار می‌دهیم. سپس براساس همین بحث چند رویکرد سیاستی استخراج خواهد شد.

بانک‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توانند (بانک‌های سرمایه‌گذاری را در ایران شرکت‌های تأمین سرمایه ترجمه کردند) وظایف متعددی داشته باشند که از جمله تعهد پذیره‌نویسی است. به عنوان مثال، تعهد پذیره‌نویسی شاید به عنوان یکی از حوزه‌های اصلی کارکرد شرکت‌های تأمین سرمایه قابل تلقی باشد که عرضه و تقاضای منابع مالی را از طریق بانک سرمایه‌گذاری به یکدیگر مرتبط می‌کند. بانک سرمایه‌گذاری حلقه مکمل و بسیار مهمی در زنجیره تأمین مالی در اقتصاد ملی است و اگر یک سو عرضه داشته باشیم و سوی دیگر فروش و یک سو نیز خرید و یک سو تقاضا همیشه با افراد یا اشخاصی (حقیقی و حقوقی) در اقتصاد سروکار خواهیم داشت که مازاد منابع مالی دارند و در کنار اینها تعداد زیادی بنگاه‌های کوچک و بزرگ و نهادهای دولتی و عمومی وجود دارند که همیشه برای ادامه فعالیتشان نیازمند منابع مالی می‌باشند. این بنگاه‌ها می‌توانند شرکت‌های سهامی عام یا شرکت‌های سهامی خاص و یا شرکت‌های زیرپله‌ای[1] و کوچک باشند که فعالیت خود را با سرمایه‌ای که از بدو امر تأمین می‌کنند آغاز کنند.

طیف وسیعی از نیازمندان منابع مالی در اقتصاد وجود دارند که اگر بخواهیم به اتکاء بازار اوراق بهادار منابع موردنیاز آنها را تأمین کنیم نقش بازارهای سرمایه‌گذاری بسیار حساس و حیاتی خواهد بود و شاید میزان اهمیت این بازارها با بورس اوراق بهادار برابر باشند و البته در اهمیت این نوع شرکت‌ها بیان این نکته ضروری است که اگر در حال حاضر تأمین مالی حدود ۷۰ تا ۸۰ درصد GDP باشد در صورتی که شرکت‌های تأمین سرمایه بتوانند به خوبی در اقتصاد ایفای نقش کنند حجم تجهیز و تأمین مالی را در اقتصاد می‌توانند به چندین برابر GDP افزایش دهند و علت اینکه در دنیا تأمین مالی اقتصادهای توسعه‌یافته چند برابر GDP می‌باشد و اتکاء به بانک‌ها نقش چندانی در تأمین مالی ندارد به واسطه حضور همین نهادهایی است که سال‌های سال به عنوان حلقه گمشده

1. Start up

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

زنجیره تأمین مالی در اقتصاد ایران به شمار می‌آمدند و چند سالی است که آغاز به کار کردند، البته در حال حاضر دو شرکت فعال داریم که یکی شرکت تأمین سرمایه نوین است و دیگری تأمین سرمایه امین و البته به تازگی شرکت تأمین سرمایه ملل نیز تأسیس شده و دو شرکت دیگر نیز در شورای بورس مجوز گرفتند که البته این سه شرکت هنوز فعالیت خود را به صورت رسمی آغاز نکردند.

چند شرکت دیگر نیز برای گرفتن مجوز از شورای عالی بورس در صف قرار گرفته‌اند. اما به نظر می‌رسد این فعالیت در اقتصاد ایران در حال معرفی و رو به رشد است. همان طور که ذکر گردید، تعهد پذیره‌نویسی به عنوان کارکرد اصلی شرکت‌ها و مدیریت دارایی معمولاً برای نهادهای مالی انجام می‌شود و به همین ترتیب مدیریت ثروت برای اشخاص همان طور که اشاره شد در قالب بانکداری اختصاصی[1] دسته‌بندی می‌شود هر چند این بانکداری بیشتر بانکداری شرکتی است و نیازهای شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی را بانک‌های سرمایه‌گذاری تأمین می‌کنند. از دیگر کارکردها، داد و ستد املاک و تأمین مالی ساختار یافته است که این بحث تأمین مالی ساختار یافته در نظام تأمین مالی بحث بسیار مهمی است که می‌توان به تفضیل در یک جلسه در خصوص آن صحبت کرد.

بخش فروش بیشتر به کارهای بازارسازی مربوط می‌شود. M & A که بحث ادغام، تملک و مشاوره سرمایه‌گذاری است عمده فعالیت‌هایی است که یک شرکت تأمین سرمایه می‌تواند انجام دهد اما تمام شرکت‌ها این کار را انجام نمی‌دهند. اگر بخواهیم یک دسته بندی داشته باشیم علاوه بر دسته‌بندی آقای میری بانک‌های سرمایه‌گذاری در یک تقسیم‌بندی کلی در دو دسته قابل تقسیم‌بندی هستند. نخست بانک‌هایی هستند که خدمات کامل ارائه می‌کنند و تمام خدماتی که اشاره شد را عرضه می‌کنند، بنابراین دامنه گسترده‌ای از خدمات و محصولات مالی را می‌توانند برای دو طرف عرضه و تقاضای منابع مالی ارائه کنند و معمولاً اینها خود بخشی از گروه مالی بزرگ هستند یعنی معمولاً اینها را کمتر به صورت مستقل کمتر می‌بینیم. عمدتاً آنها وابسته و یا شرکت دختر یا هم‌ارز شرکت مادر به شمار می‌آیند. از جمله شرکت‌هایی که در همین حوزه می‌توان مثال زد: شرکت‌های Goldman Sachs، JPMorgan Chase، Credit Suisse، Citigroup، HSBC می‌باشند که یک بانک انگلیسی به شمار می‌آیند. دو مورد اول آمریکایی هستند و سومی و چهارمی سوئیسی است و پنجمی آمریکایی است.

1. Private Banking

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

دسته دوم، شرکت‌های تأمین مالی و بانک‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های بوتیک[1] هستند که بوتیک به معنای مغازه و دکان است و اینها در خدمات خاصی تخصص پیدا می‌کنند و معمولاً هم به شرکت‌های بزرگتر و یا شرکت‌های مادر تعلق ندارند. به عنوان مثال، دو شرکت معروفی که می‌توان مثال زد Green Gill & Co است که مدیر شرکت گلدمن ساش[2] بود که در دهه ۹۰ یک بانک سرمایه‌گذاری تأسیس کرد اما این بانک سرمایه‌گذاری که آمریکایی است و در تمام دنیا شعبه دارد و فعالیت می‌کند صرفاً کارهای اصلاح ساختار مالی برای شرکت‌ها را انجام می‌دهد و مشاوره‌ها و خدمات مربوط به ادغام و تملک شرکت‌ها همین طور کارهای بانکی شرکتی را انجام می‌دهد اما مستقل است یعنی به صورت مستقل و کاملاً تخصصی این خدمات را ارائه می‌کند.

لازارد[3] یک بانک سرمایه‌گذاری آمریکایی است که سابقه‌اش به قرن ۱۹ برمی‌گردد و از آن زمان تاکنون فعالیت می‌کند و بانک بسیار معتبری است و در حدود ۲۶ کشور دنیا در حال فعالیت است و در بیشتر از ۴۰ یا ۵۰ شهر بزرگ دنیا شعبه دارد اما تنها کارهای مشاوره مالی و خدمات مدیریت دارایی ارائه می‌کند. بنابراین، اینها شرکت‌هایی هستند که خاص محسوب می‌شوند. به طور کلی اگر بخواهیم به فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه و بانک‌های سرمایه‌گذاری بنگریم اغلب عضوی از یک گروه بزرگتر به شمار می‌آیند و بخشی از درآمد آن گروه مالی را تأمین می‌کنند. دلیل اینکه گروه‌های مالی به استفاده از خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه روی آوردند به گوناگون‌سازی درآمد این شرکت‌ها بر می‌گردد، زیرا به هر حال نوسان‌های اداری کسب و کار[4] باعث می‌شوند که بانک‌ها یا فعالیت‌های مالی به تنهایی برای مثال بانکداری تجارتی صرف یا بیمه صرف و یا بانکداری سرمایه‌گذاری صرف نتوانند خود را در برابر نوسان‌های ادواری کسب و کار ایمن کنند و جریان‌های درآمدی قابل دوامی را شکل بدهند. اما گوناگون‌سازی ترکیب درآمدها کمک می‌کند که صرف نظر از رونق و رکودهایی که دامن‌گیر اقتصادهای مختلف حتی اقتصادهای توسعه‌یافته است و گاه و بیگاه اینها را با خطرات جدی همچون خطرات بیکارکردن کارکنان و از دست دادن سود و درآمد مواجه می‌کنند خودشان را ایمن می‌کنند.

اگر به عنوان مثال ترکیب درآمدی یکی از شرکت‌های سرمایه را بنگریم در سال ۲۰۰۸ این اطلاعات به دست آمده که طبق آن ترکیب درآمدی GPMorgan Chase بانکداری سرمایه‌گذاری

1. Boutique
2. Goldman Sachs
3. Lazard
4. Business Cycle

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

در آن ۲۷ درصد کل درآمدهای این گروه را تأمین می‌کرده، خدمات مالی خرد ۲۴ درصد خدمات کارت مانند مسترکارت ۲۴ درصد، مدیریت دارایی ۱۰ درصد و بانکداری تجاری ۸ درصد درآمدهای آنها را تأمین کرده است. اصولاً اقبال عمومی به فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری به ۲ یا ۳ دهه قبل بازگردد که همان طور که اشاره شد یک روند رو به رشدی از ادغام و تملک در بازارهای مالی دنیا اتفاق افتاد و در عین حال رونق بی‌سابقه‌ای در بازار مسکن و اصولاً همان بخش مربوط به تأمین مالی بوجود آمد و اینها باعث شد بانک‌های سرمایه‌گذاری در دنیا از رشد بی‌سابقه‌ای برخوردار نشوند اما اتفاقاتی که در بستر اقتصاد کلان رخ داد نیز بی‌تأثیر نبود. به عنوان مثال، ادوار تجاری همراه با کاهش حاشیه سود فعالیت سنتی بانکداری باعث شد این شرکت‌ها به حوزه‌های جدید درآمدی فکر کنند. در نتیجه رقابت برای ایجاد حوزه‌های جدید درآمدی بین این بانک‌ها بسیار شدت گرفت و اگر بخواهیم رفتار و واکنش اینها را در برابر کاهش حاشیه سود ناشی از رکودهای پیاپی‌ای که دامن‌گیر کشورهای توسعه‌یافته شد را دسته‌بندی کنیم شاید سه واکنش از همه مهمتر باشد یکی اینکه بانک‌ها همان طور که بیان شد تلاش کردند فعالیت‌های دیگر و خدمات مالی دیگری را به جریان درآمدی‌شان اضافه کنند. اگر بتوانیم سه حوزه اصلی را در بازارهای مالی بشماریم یکی بانکداری تجاری، دومی فعالیت‌های بیمه‌گری و سومی فعالیت‌های مربوط به بانک‌های سرمایه‌گذاری است و اینها در کنار هم می‌توانند جریان درآمدی قابل دوامی را ایجاد کنند. به دلیل اینکه این امر نوعی مدیریت ریسک محسوب می‌شود و بانک‌ها تلاش کردند که این حوزه‌ها را در خود ادغام کنند یا در فعالیت‌های آنها ادغام شوند و در نتیجه خدمات Single Window /One – Stop Shop را ایجاد کنند و در عین حال محصولات و خدمات دیگری را به محصولات و خدمات بانکی خود اضافه کنند که اصطلاحاً فروش متقاطع[1] نامیده می‌شود.

واکنش دوم این بود که بانک‌ها (البته این امر در اقتصاد ایران به دلیل ساختار قانونی و مقرراتی تنظیم فعالیت‌های بانکی امکان‌پذیر نیست) در دنیا نوعی نرخ‌گذاری ریسک محور را مبنا قرار دادند به این معنا که تصمیم گرفتند براساس ریسک اعتباری مشتری نرخ خدمات مالی که به مشتریان ارائه می‌کنند را تغییر دهند یا میزان خدمات قابل ارائه به مشتریان را تغییر دهند. به عنوان مثال، به تمام افراد ۵ میلیون تومان وام قرض‌الحسنه می‌دهند یا ۱۰۰ میلیون تومان وام مسکن به هر مشتری می‌دهند

1. Cross Selling

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

اما بانک می‌تواند با توجه به ساختار نرخ‌گذاری ریسک محور و بسته به ریسک اعتباری فرد ۱۰۰ میلیون را به ۲۰ میلیون تومان برساند و یا نرخ بهره آن را کم یا زیاد کند (مثلاً ۳۰ یا ۷ درصد).

واکنش سوم، توسعه روش پرداخت غیرنقدی بود که از طریق کارت‌های پلاستیکی اتفاق می‌افتاد و در دنیای غرب تقریباً زندگی کردن بدون این کارت‌ها غیرممکن است. این امر منافع بیشماری برای بانک‌ها در پی دارد و می‌تواند به درآمد غیر بهره‌ای برای بانک‌ها منجر شود، زیرا همان طور که اشاره شد درآمد بانک‌های تجاری از تفاوت نرخ بهره[1] است اما بانک‌ها با این سه واکنش ذکر شده عمدتاً سعی کردند درآمدهای غیربهره‌ای را به جریان درآمدی خود اضافه کنند و در نتیجه چون درآمد غیربهره‌ای همبستگی کمتری نسبت به نوسان‌های ادواری کسب و کار دارد، به این دلیل که همیشه مشتریانی وجود دارند که می‌خواهند پول خرج کنند و می خواهند کارت داشته باشند و می‌بایست کارمزد کارت به بانک پرداخت کنند و سایر خدمات مالی که اصولاً با انسان‌های زنده و نوسان‌های ادواری کسب و کار سر و کار دارند، بنابراین اینها جریان درآمدی قابل دوام‌تری محسوب می‌شوند.

بنابراین حاصل تمام این اتفاقات که با پیشرفت‌های فناوری همراه شد منجر به ساختار جدیدی شد که در نظام تأمین مالی شرکت‌ها شکل گرفت. این امر با یکپارچگی بیشتر بازارهای مالی در دنیا همراه شد و مسئله بعدی که بسیار مهم است و از طریق مقایسه با وضع موجود می‌توان آنرا بهتر تشخیص داد این است که تعداد خدمات و محصولات قابل ارائه در بازارهای مالی به شدت افزایش یافت. به عنوان مثال در اوایل دهه ۱۹۸۰، ۳۰ نوع محصول وجود داشته است که این امر تا اواخر دهه ۸۰ به حدود ۲۰۰ نوع افزایش یافته و این امر را با چهار یا پنج نوع محصول و یا خدمتی که حوزه بانکداری سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران وجود دارد مشاهده می‌گردد. ۹۶ یا ۹۷ درصد این امر به افزایش سرمایه شرکت‌ها مربوط می‌شود یعنی در تجهیز منابع مالی برای مثال با انتشار اوراق مشارکت و یا صکوک و موارد دیگر شاید به میزان ۶ یا ۷ درصد می‌توانیم در اقتصاد تأمین مالی کنیم.

نکته مورد توجه این است که همین تعداد ۲۰۰ نوع تا میانه دهه ۲۰۰۰ میلادی وجود داشته و امروزه تعداد این محصولات بیشتر است. نکته‌ای را که می‌توان استنباط کرد این است که اصولاً فعالیت‌های مالی به ویژه فعالیت بانکداری سرمایه‌گذاری بسیار تحت تأثیر نوآوری است و نوآوری در پیشرفت این فعالیت‌ها اهمیت دارد. اصولاً بانک‌های سرمایه‌گذاری به درآمدشان بسیار حساس

1. Spread

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

هستند، بنابراین دائم سعی در تعریف ابزارهای مالی و مهندسی مالی و ارائه خدمات مالی جدید دارند تا بتوانند حاشیه سود بالاتری از راه ارائه این خدمات کسب کنند، اما متأسفانه و شاید هم خوشبختانه واقعیت دیگری که بر محیط فعالیت این نوع بانک‌ها حکم فرماست این است که رقابت خیلی زیاد است و هیچ حق مالکیت معنوی[1] یا حق اختراعی برای این ابزارها که یک شرکت معرفی می‌کند، وجود ندارد.

فرض کنید که شرکت تأمین سرمایه نوین از طریق بخش مهندسی مالی یک خدمت یا محصول مالی جدیدی را تعریف می‌کند و بلافاصله شرکت‌های رقیب می‌توانند از این خدمات یا محصول کپی‌برداری کنند و رقابت سنگینی بین اینها آغاز می‌شود. بنابراین یک شرکت در ابتدای کار با تعریف یک ابزار مالی جدید می‌تواند حاشیه سود بالاتری داشته باشد اما در مدت کوتاهی بر اثر رقابتی که بین اینها وجود دارد این حاشیه سود به دلیل کپی‌کاری شرکت‌های رقیب کم می‌شود و مجدداً این شرکت‌ها می‌بایست به دنبال ابزارهای جدید باشند.

اتفاقی که در دهه‌های اخیر رخ داده این است که فعالیت‌های بانکی و غیربانکی برای دستیابی به سود قابل دوام بالاتر و رشد درآمد با ثبات و بالاتر با یکدیگر ادغام شدند که این امر مدل‌های مختلفی را در کشورهای مختلف به وجود آورده که با نام‌های مختلفی نیز شناخته می‌شوند. به عنوان مثال، یک حالت کلی یا بانک‌های فراگیر[2] هستند که فعالیت‌های بانکی را در یک شخصیت حقوقی مستقل با یکدیگر ادغام کردند. در آمریکا، ژاپن و اتحادیه اروپا می‌توانیم اسامی مختلفی برای اینها ببینیم.

در قوانین اتحادیه اروپا اینها را به عنوان شرکت‌های مالی چند رشته‌ای[3] می‌شناسیم، آمریکا و ژاپن از لحاظ ساختار قانونی بسیار شبیه‌اند. در واقع ژاپن سعی کرده ساختار مقرراتی و قانونی آمریکا را تقلید کند و همیشه دنبال رو آمریکا بوده است که اینها به عنوان هلدینگ مالی[4] شناخته می‌شوند. اما در هر حال اگر در همین سه رشته اصلی که بیان شد، بانکداری تجاری، بیمه و بانکداری سرمایه‌گذاری تمرکز داشته باشیم یا به طور معمول اگر در یک گروه مالی یا یک بنگاه اقتصادی در دو رشته از این سه رشته تمرکز داشته باشیم، فعالیت‌های آنها را به عنوان گروه‌های

1. Copyright
2. Universal Banks
3. Financial Conglomerates
4. Financial Holdings

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

مالی یا شرکت‌های چند رشته‌ای مالی و یا در تعریف عام‌تر به عنوان بانک فراگیر می‌شناسیم. براین اساس بانک فراگیر مؤسسه یا بنگاه مالی است که دو رشته از این سه رشته را پوشش می‌دهد.

الگوهای بانکداری فراگیر در سه دسته کلی قابل تقسیم‌بندی هستند که عبارتند از الگوی آلمانی، الگوی بریتانیایی و الگوی آمریکایی. الگوی آلمانی نمونه سنتی بانک‌های فراگیر می‌باشد یعنی در واقع بانک‌های سرمایه‌گذاری که البته در اینجا فعالیت‌های بانکی و غیربانکی در یک شخصیت حقوقی مستقل قرار می‌گیرند، اما در آلمان به دلیل قانون و مقرراتی که از قبل از قرن ۱۹ به بعد وجود داشته است فعالیت بیمه‌ها نمی‌تواند با بانک‌ها یکی باشد و بنابراین الگوی آلمانی معمولاً از تلفیق بانکداری تجاری و بانکداری سرمایه‌گذاری به وجود می‌آید یعنی این فعالیت غیربانکی در قالب یک شخصیت حقوقی مستقل صرفاً خدمات بانکداری سرمایه‌گذاری است، اما بیمه به صورت یک شرکت دختر در کنار اینها قرار می‌گیرند. نمونه معروف این حالت Deutscke Bank است که در آلمان فعالیت می‌کند یا بانک BNP در فرانسه، Societe Grenrale در فرانسه، UBS و Credit Swiss در سوئیس که اینها معمولاً ساختار شبیه به هم دارند یعنی ساختار اصلی متعلق به Deutscke Bank است اما ساختار این شرکت‌ها به این الگو بسیار شبیه است. یک الگوی دیگر، الگوی بریتانیایی است که نمونه بارز آن در بانک Barclays است که بانک معروفی در انگلستان است. اصولاً این ساختار در آنجا بسیار بارز است و به این صورت است که معمولاً به عنوان یک شرکت هلدینگ در کنار فعالیت‌های بانکی خود در نظر گرفته می‌شود که تعدادی شرکت دختر دارد که این شرکت‌های دختر می‌توانند بیمه یا بانک سرمایه‌گذاری یا سایر فعالیت‌های دیگر باشند مانند کارگزاری و ABN AMRO در هلند، Royal Bank Of Scotland در انگلستان و Royal Bank Of Canada در کانادا و HBOS که یک بانک انگلیسی است که اینها ساختاری شبیه به این الگو دارند. در واقع، این ساختار شبیه ساختاری است که در ایران نیز وجود دارد چرا که در ایران نیز این ساختار به مرور در حال شکل‌گیری است. به دلیل اینکه ساختار قانونی و مقرراتی تقریباً اجازه می‌دهد یا اینکه اگر هم اجازه ندهد بانک‌ها اجازه دورزدن این قانون و مقررات را دارند که ساختاری را نیز شکل دهند.

الگوی آمریکایی به دلیل دورزدن قانونی بود که در اوایل دهه ۱۹۳۰ پس از بحران وجود داشته است که در آن زمان ادغام فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری و تجاری را در آمریکا ممنوع کردند که به آن قانون Glass Stiga گفته می‌شود. این قانون سال‌های سال وجود داشته است و همچنان نیز وجود دارد. شرکت‌ها و بانک‌های آمریکایی برای اینکه از این قانون فرار کنند و

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

فعالیت‌های بانکی و غیربانکی را با یکدیگر ادغام کنند یک شرکت مادر ایجاد کردند که خود اینها شرکت‌های دختر آن محسوب می‌شوند و برای مثال Citigroup, Bank of America و JPMorgan Chase و Mizuho Financial Group در ژاپن است.

ساختار Sumitomo Mitsui که در ژاپن قرار دارد و HSBC که انگلیسی است به الگوی آمریکایی نزدیک است و از این ساختار پیروی می‌کنند. بنابراین یک شرکت مادر یا شرکت هلدینگ وجود دارد که صرفاً مالک است و معمولاً عملیات مالی و تجاری انجام نمی‌دهد اما شرکت‌های دختر به صورت موازی هر یک فعالیت‌های مختلفی را انجام می‌دهند.

معمولاً اگر بخواهیم به صرفه‌های اقتصادی بنگریم، سه صرفه اقتصادی بسیار مهم وجود دارد که در واقع شامل صرفه اقتصادی مقیاس و صرفه اقتصادی ناشی از قلمرو فعالیت و صرفه اقتصادی ناشی از گروه تخصصی تولید می‌باشد. هر سه نوع صرفه را در مدل آلمانی می‌بینیم به دلیل اینکه این فعالیت‌ها در یک ساختار حقوقی شکل گرفته‌اند و یکپارچه شده‌اند، اما الگوی آمریکایی در مقابل کمترین صرفه‌های اقتصادی را به دست می‌دهد و حالت میانی الگوی بریتانیایی است که تا حدودی معایب الگوی آمریکایی را ندارد و مزایای الگوی آلمانی را تا حدود زیادی دارد و شاید الگوی مناسبی که می‌تواند در اقتصاد ایران پیگیری شود همین الگو باشد.

اگر میانگین عملکرد کل بانک‌ها را طی سال‌های (۲۰۰۹-۱۹۹۶) بنگریم و درآمدهای بهره‌ای و غیربهره‌ای و سایر موارد از جمله سود اینها را به نسبت درآمدشان بسنجیم به نظر می‌رسد الگوهایی که به سمت بانکداری فراگیر روی آوردند موفق بودند. به عنوان مثال، در فرانسه ۶۳ درصد کل درآمدهای تمام بانک‌ها ناشی از درآمدهای غیربهره‌ای بوده یعنی فعالیت‌های بانک‌های غیرتجاری بوده صرفاً ۳۷ درصد از آن را تأمین کرده و این ۶۳ درصد می‌تواند ناشی از فعالیت‌های بیمه و بانکداری سرمایه‌گذاری باشد لذا اهمیت بانکداری سرمایه‌گذاری در اینجا مشخص می‌شود و اتفاقاً بالاترین حاشیه سود که ۲۲ درصد بود به این موارد تعلق داشت یا در سوییس ۵۹ درصد یعنی حدود $\frac{۲}{۳}$ درآمدهای بانک ناشی از درآمدهای غیربهره‌ای بوده و حاشیه سود ۱۷ درصدی نیز حاشیه سود ایده‌آلی برای کشور است. در آمریکا ۳۹ درصد، در انگلستان ۴۰ درصد و در آلمان ۲۵ درصد. جالب است با اینکه آلمان مهد بانکداری فراگیر بوده است اما درآمدهای غیربهره‌ای در این کشور ۲۵ درصد کل درآمد بانک‌ها را تشکیل می‌دهد و حاشیه سود کمی دارد. بنابراین می‌توان گفت که نتیجه چنین اتفاقاتی که شاید طی سه دهه در نظام تأمین مالی کشور رخ داده منجر به

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

هموارسازی جریان درآمدی بانک‌ها شده و همچنین موفقیت نظام‌ها در تأمین منابع مالی مورد نیاز در اقتصادشان را در پی داشته است.

در کنار آمارهایی که آقای میری ارائه کردند که عمدتاً به میلیارد دلار بود چند معیار درصدی را بیان می‌کنیم. به عنوان مثال، اگر بخواهیم ترکیب کل درآمدهای حاصل از فعالیت بانکداری در کل دنیا را درصدگیری کنیم، به عنوان مثال کارمزد ناشی از خدمات ارائه شده ۱۷/۸ درصد بوده یا درآمدهای حاصل از پذیره‌نویسی ۱۰ درصد و درآمدهای حاصل از پذیره‌نوسی سهام ۲/۶ درصد بوده است که نشان‌دهنده این است که عمده روش‌های تأمین مالی به اوراق قرضه یا تأمین مالی سازمان‌یافته بازمی‌گردد یا درآمد خدمات ۰/۲ درصد بوده است، درآمد مدیریت دارایی ۸ درصد در کل درآمدهای این فعالیت در دنیا می‌تواند جهت‌گیری فعالیت دنیا یا وزنی برای میزان چیرگی یک فعالیت یا کارکرد بر فعالیت دیگر را در شرکت‌های تأمین سرمایه نشان دهد.

طبق آمار سال ۲۰۰۴ که برای مثال در سال ۲۰۰۴، ۱۵۳۳ میلیارد دلار سرمایه تحت مدیریت شرکت UBS بوده است البته سرمایه تحت مدیریت بانک آمریکا، ۱۱۱۰ میلیارد دلار بوده که در حال حاضر بیش از ۲۰۰۰ میلیارد دلار دارایی تحت مدیریت دارد.

توزیع جغرافیایی بانک‌های سرمایه‌گذاری نیز به سال ۲۰۰۶ بر می‌گردد که ۴۳ درصد این فعالیت‌ها در حوزه آمریکای شمالی یعنی آمریکا و کانادا و بخشی از آن مربوط به آمریکا جنوبی است. ۳۶ درصد در حوزه اروپا، خاورمیانه و شمال آفریقا و ۲۱ درصد در آسیا و اقیانوسیه است که البته از لحاظ درآمدی طبق نمودارها اصولاً تأمین مالی شرکتی در مقابل فعالیت‌های مربوط به بازارسازی نقش کمتری دارد یعنی فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا بانک‌های سرمایه‌گذاری بر آن قسمت‌ها تمرکز بیشتری دارد.

به عنوان جمع‌بندی، فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری جزء لاینفکی از فعالیت در بازارهای مالی و بنگاه‌های مالی هستند و به ویژه در دو، سه دهه اخیر این یکپارچگی مالی به توسعه تجهیز منابع مالی و تأمین نیازهای مالی در اقتصادهای پیشرفته کمک کرده است و احتمالاً برای اینکه این موفقیت را تجربه کنیم راهی جز استفاده از تجربیات جهانی نداریم و به نظر می‌رسد که می‌توان تجربه بانک‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی را که حاصل دانش بشری و اجماع عقل بشری است در روندهای جهانی مشاهده کرد. بر این اساس می‌بایست از تجارت جهانی استفاده کنیم و از آن بهره‌مند شویم. به نظر می‌رسد که اگر بتوانیم الگوهای موجود در دنیا را بومی‌سازی کنیم که منطبق بر قوانین و مقررات در اقتصاد ایران و مبتنی بر پایه‌های شرعی مورد نیاز برای تدوین قوانین و

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

مقررات باشد می‌توانیم موفق باشیم و مشکلات تأمین مالی را در ایران سریعتر و در مدت زمان کوتاه‌تری حل کنیم.

اگر به بانکداری اسلامی بنگریم بانکداری اسلامی سازگار با ساختار فراگیر است و می‌توانیم با استفاده از همین مدل‌های بانکداری اسلامی ساختارهای بانکداری فراگیر را در اقتصاد ایران پیاده‌سازی کنیم و این امر به یکپارچگی بازار اوراق بهادار و بازار سرمایه با بازار پول کمک می‌کند. مشکل ما در حال حاضر این است که بازارهای ما جدا از یکدیگر هستند یعنی بازار سرمایه یا بازار بورس اوراق بهادار راه خود را می‌رود و بانک‌های ما نیز راه خود را می‌روند و اگر بتوانیم از این مدل‌ها استفاده کنیم، در واقع می‌توانیم از شعب گسترده بانکی در کشور و همچنین از اعتمادی که سال‌های سال به شبکه بانکی وجود داشته و از امکانات نیروی انسانی که در این حوزه‌ها داریم می‌توانیم استفاده کنیم و بنیان‌های تأمین مالی مثبتی بر بازار را در اقتصاد ایران گسترش دهیم. شاید اگر شعب مالی خود را به سوپر مارکت مالی تبدیل کنیم این امر کمک کند که بازار سرمایه در اقتصاد ایران از نقش بالاتری برخوردار شود. همان طور که اشاره شد در حال حاضر بازار پول بیشتر از ۸۵ یا ۸۶ درصد از تأمین مالی را در اقتصاد ایران بر عهده دارد و بازار سرمایه ۵ یا ۶ درصد و بازار ابزارهای بدهی و اوراق مشارکت نیز به همین میزان و بازار بیمه از لحاظ تجهیزات مالی چیزی کمتر از ۲ درصد تأمین مالی را بر عهده دارد. اگر می‌خواهیم به رشدی که آقای عظیمی اشاره فرمودند و نیاز تأمین مالی در اقتصاد ایران برای دست کم ۵ سال تا ۱۰ سال آینده دست یابیم نیاز داریم از این مدل‌ها و خدمات بانک‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های تأمین سرمایه در اقتصاد ایران بیشتر و کارامدتر استفاده کنیم.

سؤالات مطرح‌شده در این نشست با توجه به موضوعات مورد بحث بشرح ذیل می‌باشد:

پرسش: در مباحث اقتصادی، سرمایه‌گذاری به مثابه کبوتری است که زمانی که احساس خطر کند، فرار می‌کند. طی ۵۰ سال اخیر در ایران شاهد چنین موضوعی بوده‌ایم به طوری که سرمایه‌گذاران بزرگ ما حتی در نظام بانکی هم سرمایه‌گذاری نمی‌کنند و نگاهی به بیرون داشته‌اند. سرمایه‌گذار متوسط و خرد ما تمایل به منابع بانکی دارند چرا که طی ۳۰-۴۰ سال اخیر مدام ریسک گریز شده‌اند. به اعتقاد من با توجه به تمام این بحث‌ها واقعیت این است که نظام‌های تأمین مالی بجز نظام بانک و شرکت‌های سرمایه‌گذاری آینده خوبی ندارند بر این اساس چند سؤال مطرح می‌شود. اگر

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

سهم شرکت نوین و امین در نظام تأمین مالی ۱ درصد باشد که به نظر من کمتر از ۱ درصد است چگونه این شرکت‌ها می‌توانند در بحث تأمین مالی وارد شوند؟ نکته دیگر این است که سهامداران این دو شرکت چه کسانی هستند؟ اگر از اشخاص حقوقی هستند چه نیازی به تجمیع پولشان در شرکت شما دارند؟ اینها می‌توانند تنها از مشاوره شما استفاده کنند. اگر این دو مورد صحت داشته باشد شرکت‌های تأمین سرمایه رقیب شرکت‌های کارگزاری هستند که در بورس خرید و فروش می‌کنند.

پاسخ: طبق آمار سازمان بورس حجم تأمین مالی که در کل بازار سرمایه اتفاق افتاده حدود ۲۶ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۸۹ است که حدود ۱۱۴۰۰ میلیارد تومان از طریق بازار سهام است و مابقی در بازار بورس کالا می‌باشد. در سال گذشته به دلیل افزایش اعتبارات بانکی یعنی تأمین مالی از محل اعتبارات بانکی رقمی در حدود ۷۳ هزار میلیارد تومان بود ۲۶ هزار میلیارد تومان نیز از طریق بازار سرمایه و حدود ۵۰ هزار میلیارد تومان منابع دیگر (همچون منابع ارزی، منابع تزریقی دولت) تأمین گردید. برنامه‌ای که بازار سرمایه دارد این است که این ۲۶ هزار میلیارد تومان را حداقل به ۴۰ هزار یا ۵۰ هزار میلیارد تومان برساند. در ارتباط با نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در تأمین مالی می‌توان بیان نمود که از ۱۱۴۰۰ میلیارد تومانی که در بازار سهام تأمین مالی شده است حدود ۴۰ درصد را ما دو شرکت ما از طریق مشاوره تأمین نموده است. در همین بازار حدود ۶۰ درصد از طریق دیگر تأمین شده است و این بخشی از بازاری است که امسال با آن روبه رو هستیم ضمن اینکه هر چه این کیک بزرگتر شود نقش تأمین مالی بازار سرمایه در کل اقتصاد کشور مشخص‌تر می‌شود. بخش دوم سؤال در خصوص سهامداران شرکت‌های تأمین سرمایه از جمله نوین بود که عمدتاً سهامداران ما بانک‌ها و نهادهای مالی بزرگ هستند. هم شرکت تأمین سرمایه نوین و هم امین و شرکت‌هایی که جدیداً تأسیس شده‌اند از سویی یک کارکرد قانونی دارند و از سوی دیگر، کارهای تخصصی انجام می‌دهند که از آن جمله ارزیابی پروژه، کنترل پروژه، بحث مدیریت ریسک و ... را می‌توان نام برد.

پرسش: شرکت‌های تأمین سرمایه اگر در اقتصاد نقش داشته باشند چگونه بر تورم و نرخ بهره تأثیر می‌گذارند؟ به نظر می‌رسد که اگر ساز و کار درستی در این شرکت‌ها اعمال نگردد می‌توانند از بانک‌ها خطرناک‌تر باشند.

پاسخ: این سؤال خوبی است چرا که به تأثیرگذاری تأمین مالی از طریق نظام بازار و تفاوت آن با نظام بانکی و همچنین تأثیر آن بر شاخص‌های کلان اقتصادی بر می‌گردد. با توجه به نماگرهای

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

کلان اقتصادی مشاهده می‌شود که در سال‌های گذشته اتکاء نظام تأمین مالی در اقتصاد ایران به فعالیت‌های بانکی بوده است به طوری که دولت نیز مجبور بود کارهای توسعه‌ای و امور مربوط به بودجه‌های جاری و عمرانی خود را از طریق اتکاء بیشتر به شبکه بانکی پیش ببرد و این باعث گردید تأمین مالی تورمی اصولاً در دوره‌هایی از اقتصاد ایران رخ دهد و بر افزایش فشار تورمی بیفزاید. به هر حال تأمین مالی در دوره‌هایی بر اقتصاد ایران اثر داشته و لازم به ذکر است که در دنیا کمتر شاهد کشورهایی بوده‌ایم که نظام بازار در تأمین مالی آنها دخالت داشته است و دچار تأمین مالی تورمی شده‌اند. البته، در اقتصاد عملیات بازار باز که توسط بانک مرکزی اعمال می‌گردد نوعی تأمین مالی غیرتورمی تلقی می‌شود و همین امر اگر توسط مکانیزم بازار یعنی بانک مرکزی انجام شود یعنی بانک خود را درگیر تأمین مالی نکند و اوراق مشارکت منتشر نکند و تنها به خرید و فروش اوراق که توسط خزانه دولت در بازار دست دوم منتشر می‌شود اکتفا کند در عین حال که می‌تواند به شکل‌گیری بازار دست دوم کمک نماید تأمین مالی تورمی را در پی نخواهد داشت. نکته دیگر این است که اوراق مشارکت ابزار مطمئنی برای تأمین مالی محسوب نمی‌شود چرا که امکان بازخرید پیش از سررسید آن منجر می‌شود که ناشر این اوراق نتوانند بر منابعی که تجهیز کردند حساب کنند. از سوی دیگر، هزینه انتشار نیز در اقتصاد ایران بالاست و این یک نقص است. بنابراین اگر بازار سرمایه و بازار اوراق بهادار به خوبی عمل کند شاید تنها همین بخش بتواند بخش مهم و قابل توجهی از نیازهای اقتصاد ایران را برآورده سازد (یعنی تنها اوراق مشارکت) و در عین حال به تنظیم جریان منابع و مصارف مالی دولت کمک کند که این امر خود منجر به کاهش نرخ تورم و نرخ بهره می‌شود و موج‌های نقدینگی کمتری به وجود می‌آید. البته موج‌های نقدینگی همواره مانند دسته‌های ملخ به این سو و آن سو حرکت می‌کنند و در اقتصاد، بی‌ثباتی مالی ایجاد می‌کند. در صورتی که در یک نظام مالی با ثبات اصولاً اتکا به بخش تولید است که منجر به رشد اقتصاد می‌شود به جای اینکه صرف سفته‌بازی[1] کردن در اقتصاد شود. این موضوع از جمله نقایص موجود در نظام تأمین مالی در اقتصاد ایران است و نیازمند تأمل بیشتری است.

پرسش: عملکرد بورس در کشورهایی مانند فرانسه و آلمان چگونه است؟ آیا بازار تأمین مالی در این کشورها متکی به سیستم بانکی است؟ ساختار کشور ما به کدام یک از این کشورها نزدیکتر است؟

1. Speculate

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

پاسخ: واقعیت این است که تأمین مالی اگر بانک محور باشد یا بـازار محـور باشـد عیـب محـسوب نمی‌شود و این امر در اقتصاد یک ویژگی است. بنابراین می‌بایست از ظرفیت‌های موجود در اقتـصاد استفاده کنیم و همان طور که اشاره شد آلمان، فرانسه و ژاپن بانک محور محسوب می‌شوند و رفتـار بانک‌های آنها با شیوه رفتاری بانک‌های ما متفاوت است و البته تسهیلات تکلیفی بر عهده بانـک‌هـا نمی‌باشد. در واقع در سـاختار تـأمین مـالی هـر کـارکردی جایگـاه خـود را دارد و از طریـق محمـل مناسبش به وجود می‌آید. به عنوان مثال، بازار اوراق قرضه بازار قابل تـوجهی اسـت و لازم بـه ذکـر است در ارتباط با نظام بانکی در این کشورها نظام بانکی نظام کارامدی است و بانک‌ها بـه صـورت بانک‌های فراگیر هستند و بانک تجاری نیستند.

پرسش: چگونه بنگاه‌های کوچک از طریق بانک‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند تأمین مالی شوند؟
پاسخ: منظور از بنگاه کوچک چیست؟

پرسش: کمتر از ۱۰ نفر به عنوان بنگاه کوچک تلقی می‌شود.
پاسخ: ابزارهایی که در اختیار شرکت‌های تأمین سرمایه است و در بازار سرمایه وجود دارد. برخـی از این ابزارها شخص محور نیز هستند و می‌توانیم گاهی ابزارهـا را بـرای شـخص نیـز طراحـی کنـیم الزاماً برای شرکت‌ها و تنها شرکت‌های بزرگ نمی‌باشند. به عنوان مثال، صندوق سـاختمانی کـه در حال تأسیس است. این صندوق می‌تواند برای شخص و یا یک شرکت بورسی یا غیربورسـی باشـد، البته در خصوص انتشار اوراق مشارکت مسلماً شرکت‌هـای کوچـک حـائز شـرایط لازم نیـستند. در واقع این شرکت‌ها می‌بایست در بورس پذیرفته شده باشند و ساختار سرمایه آنها نیز باید بـه گونـه‌ای باشد که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهامش بیشتر از ۷۰ درصد نباشد و همچنین شرایط دیگـری که شرکت باید دارا باشد تا بتواند اوراق مشارکت منتشر کند.

پرسش: در خصوص انتشار اوراق مشارکت شرکت‌ها باید حقوقی باشند یا اینکه شـرکت شخـصی نیز می‌تواند به این امر مبادرت نماید؟
پاسخ: در برخی موارد شخص نیز می‌تواند به این امر مبـادرت نمایـد بـه عنـوان مثـال، در خـصوص صکوک و صندوق‌های ساختمانی چنین امری امکان‌پذیر است.

پرسش: پوشش شما در سطح کشور چگونه است؟

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

پاسخ: به لحاظ پوشش محدودیتی نداریم و ما بر حسب میزان شناختی که مردم از ما در بازار دارند و به طبع آن مراجعاتی که به ما می‌شود عمده درخواست‌ها را رسیدگی می‌کنیم. اما توجه داشته باشید که در تمام ابزارهایی که در اختیار داریم باید مجوز از نهاد نظارتی بازار سرمایه یعنی سازمان بورس اوراق بهادار گرفته شود تشریفاتی دارد که زمان خاص خود را می‌برد اما به لحاظ مراجعه هر کس که به ما مراجعه کند پاسخ می‌دهیم.

پرسش: الویت شما بنگاه‌های کوچک است یا بنگاه‌های بزرگ؟
پاسخ: الویت ما برحسب نوع شرکت نیست بلکه بر حسب امکان‌پذیر بودن پروژه است و ریسک هم در کنار آن است یعنی در گام اول لازم است که پروژه خوب باشد. اگر یک پروژه ساختمانی به ما معرفی شد که اقتصادی نبود ما ادامه نمی‌دهیم. اما اگر پروژه اقتصادی بود بحث‌های دیگر مطرح می‌شود.

پرسش: بین هزینه تأمین سرمایه از طریق این شرکت‌ها و سیستم بانکی و سایر بخش‌ها مقایسه‌ای ارائه دهید و اینکه چه بخش‌هایی تمایل دارند از این محل تأمین سرمایه شوند؟ به عنوان مثال بخش صنعت یا کشاورزی کدام گروه‌ها بیشتر تمایل دارند از این محل تأمین مالی گردند؟
پاسخ: به طور تقریبی در سال گذشته نرخ‌هایی که در بازار پول داشتیم از طریق بانک‌های دولتی حدود ۱۴، ۱۶ و ۱۷ درصد نرخ رسمی بود، اما بیشتر بر قراردادهای مشارکتی متمرکز شده بود که نرخ حدود ۱۹ تا ۲۱ درصد بود. عمده بانک‌ها از قرارداد عقود مشارکتی استفاده می‌کردند که حدود ۱۹ تا ۲۰ درصد بود. در بانک‌های خصوصی نیز نرخ‌هایی که آنها در سال گذشته داشتند باز هم به سمت عقود مشارکتی رفته بودند. نرخ آنها از ۲۳ – ۲۴ درصد شروع می‌شد تا ۲۵ – ۲۶ درصد که نرخ مؤثری بود که افزایش می‌یافت. اما در سال گذشته اوراقی که از طریق بازار سرمایه منتشر شد، نرخ هزینه‌ای را به ناشرین تحمیل نمود که ۲ بخش داشت. یک بخش نرخ سودی است که به خریداران اوراق پرداخت می‌گردید یعنی کسانی که این اوراق را می‌خریدند که بین ۱۶/۵ – ۱۸ درصد بوده و البته ۱۸ درصد بسیار نادر بود. یکی و دو اوراق در برگیرنده نرخ ۱۸ درصد بودند و عمدتاً روی ۱۷ درصد متمرکز بود و حدود ۱/۵ – ۲ درصد نیز از طریق اجرای پروژه هزینه تحمیل گردید. اوراقی که منتشر می‌شود ارکانی دارند یعنی نرخ تمام شده اوراق منتشر شده بین ۱۹ – ۲۰ و ۲۰/۵ درصد می‌باشد. بخش دوم سؤال در مورد اینکه کدام بخش‌ها را تأمین کردیم عمدتاً در یکی

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

دو سال گذشته محور صنعت بوده‌ایم و بخش ساختمان رتبه سوم و بخش بازرگانی رتبه چهارم و بعد از آن خدمات کشاورزی قرار می‌گیرد.

پرسش: برای تفکیک این نرخ‌ها تفاوتی نیز قائل هستید؟

پاسخ: خیر. در تعیین نرخ تأمین مالی ۲ پارامتر وجود دارد: یکی اینکه سوددهی پروژه چه میزان است و آیا نرخ را پر می‌کند یا خیر؟ به طور کلی براساس نرخ سوددهی پروژه نرخ تعیین می‌شود البته استقبال بازار نیز مهم است. به عنوان مثال، در سال گذشته اوراقی داریم که با نرخ ۱۶/۵ درصد منتشر شده و اوراقی هم داریم مانند اوراق پتروشیمی زنجان که نرخ آنها ۱۸ درصد است. نکته دوم اینکه بازار در فضایی که اوراق را منتشر می‌کنیم از چه نرخی استقبال می‌کند؟

پرسش: چالش‌های شرکت‌های تأمین سرمایه را بیان نمایید و همچنین موضع شرکت‌های تأمین سرمایه در ارتباط با اطلاعات نهانی چیست؟

پاسخ: در رابطه با چالش‌های شرکت‌های تأمین سرمایه یکی از بزرگترین مشکلات بحث ارزیابی ریسک شرکت‌ها است که به ما مراجعه می‌کنند. اگر موضوع ارزیابی ریسک را کنار بگذاریم می‌توان گفت که چون در ابتدای فعالیت این صنعت فعالیت سرمایه‌گذاری است و با توجه به بازار وسیعی که در اختیار ما قرار دارد و از سویی بسته امسال که تمرکز بسیار زیادی بر بازار سرمایه و تأمین مالی از طریق بازار سرمایه دارد به نظر می‌رسد که مشکل خاصی برای ما وجود ندارد و قانون از ما حمایت کرده و مشکلی نیست. اما در مورد اطلاعات نهانی ما نیز مانند حرفه‌های دیگر ملزم هستیم یکسری اخلاق‌های حرفه‌ای را رعایت کنیم. به عنوان مثال در حرفه حسابرسی یا بانکداری قاعدتاً کسی که حسابرسی می‌کند تمام اطلاعات مشتریان را دارد اما طبق اصول حرفه‌ای مگر در چارچوب ضوابطی اجازه انتشار آنها را ندارد. در بانکداری هم وقتی اطلاعات مشتری در شعب است قاعدتاً اجازه انتشار آن را ندارد. ما هم خیلی از اوقات اطلاعات مشتریان را داریم اما اجازه نداریم آنها را نشر دهیم و یا از آنها در تصمیم‌گیری‌هایمان استفاده کنیم و این مسئله حرفه‌ای است که ما ملزم به رعایت آن هستیم.

پرسش: فرمودید بخشی از کار شما برآورد ریسک است، این کار را چگونه انجام می‌دهید؟ زمانی که در سازمان حسابرسی بودم این امر بسیار سخت بود و اتفاق نظری بر این مسئله وجود ندارد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

پاسخ: زمانی که ریسک شرکتی را ارزیابی می‌کنیم غیر از پارامترهای کمی که مسائل خاص خود را دارد اولین کاری که انجام می‌دهیم تحلیل است.نخستین ابزار تحلیلی هم صورت‌های مالی است. روند فعالیت را در سال‌های گذشته و آینده تحلیل می‌کنیم و اینکه آیا وضعیت صنعت خوب است؟ آیا صنعت خوبی است؟ فضا خوب است یا بد؟ آیا ممکن است دچار مشکل شود؟ تمام این ارزیابی‌ها انجام می‌شود که بگوییم آیا ما ریسک آن را می‌پذیریم یا خیر؟ یک نکته قابل توجه این است که بازار ما به صورت سنتی عادت کرده اوراقی را بخرد که در کنارش تضمین باشد. اگر به صندوق‌های سرمایه‌گذاری توجه کنید که در حال حاضر ۵۷ صندوق در بازار سرمایه داریم، صندوق‌هایی که خرید و فروش سهم می‌کنند و اصطلاحاً به آنها صندوق سرمایه‌گذاری مشترک[1] می‌گوییم اگر بخواهید در این صندوق‌ها سرمایه‌گذاری کنید اولین نکته مورد نظرتان این است که آیا تضمین دارد یا خیر؟ در این صندوق‌ها حدود ۲۰ - ۳۰ درصد سودشان با تضمین است و بقیه بدون تضمین است. جالب اینجاست صندوقی که تضمین دارد و نرخ آن پایین‌تر است و برای خرید آن صف وجود دارد. به عنوان مثال، صندوق یکم ایرانیان بازدهی ۳۳ درصد داشته اما تضمین ندارد یا صندوق سرمایه‌گذاری آگاه در سال گذشته ۸۹ درصد سوددهی داشته اما خالی است یعنی این ترس در مردم ما وجود دارد و همه ما به طور سنتی سراغ اوراقی می‌رویم که تضمین بر آن وجود دارد این گونه است که مقوله ریسک برای ما بسیار حیاتی است. همچنین می‌بایست تمام این ریسک‌ها ارزیابی شوند و در حال حاضر اوراقی داریم که تنها به دلیل ضمانت منتشر نشده‌اند.

پرسش: برآورد ریسک شما کیفی است یا کمی است؟ امتیاز می‌دهید یا خیر؟

پاسخ: اگر بخواهیم امتیاز بدهیم وارد بحث رتبه‌بندی می‌شویم. اینکه بخواهیم شرکتی را رتبه‌بندی بکنیم یا خیر هنوز وارد این مباحث نشده‌ایم. رتبه‌بندی شرکت‌ها در بورس هنوز راه‌اندازی نشده‌اند اما در قانون وجود دارد.

پرسش: در واقع همان بد و خوب و یا کم و ضعیف و متوسط می‌شود؟

پاسخ: بله.

1. Mutual Fund

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

پرسش: در مواقعی که شرکت‌ها با حبس نقدینگی مواجه هستند یعنی در ارکان ترازنامه و صورت سود و زیان با حبس نقدینگی روبه رو هستند آیا شما برای استفاده از منابع داخلی شرکت‌ها و تضمین اینها راهکاری دارید یا خیر؟

پاسخ: بخشی از فعالیت‌های ما که جزء فعالیت‌های اصلی می‌باشد، مدیریت دارایی‌هاست. یکی از این دارایی‌ها، پول نقد است. در حال حاضر برای آن فرمولی مشخص کردیم. فعالیت‌هایی را برای بانک‌های تجاری انجام داده‌ایم که به طور عمده مدیریت دارایی بوده است.

پرسش: در ادبیات کلاسیک مالی ابزارهایی از دل صورت‌های مالی بیرون آمده مانند پیش فروش که در ایران استفاده می‌شود و استفاده از ظرفیت حساب‌های دریافتنی و ظرفیت انبارها آیا شما به صورت Pilot از اینها استفاده کرده‌اید؟

پاسخ: اینها در قالب اعتبارات تجاری[1] می‌باشند که برای آن ابزارهایی طراحی کرده‌ایم اما به نظر می‌رسد اینکه ما به اعتبارات تجاری کمک نماییم در حال حاضر این امر امکان‌پذیر نیست.

پرسش: اگر یک شرکت زیان‌ده باشد آیا تأمین مالی می‌کنید یا خیر؟

پاسخ: این سؤال را به گونه‌ای دیگر مطرح می‌کنیم. اگر شرکتی مراجعه کند و نیاز مالی داشته باشد و در ساختار مالی سود و زیانش زیان داشته باشد آیا ما تأمین مالی می‌کنیم یا خیر؟ پاسخ مثبت است ما دو نوع ابزار داریم. یک سری ابزارهایی که مبتنی بر ساختار صورت‌های مالی است مانند اوراق مشارکت و اگر چنین فردی به ما مراجعه کند قاعدتاً ما از طریق اوراق مشارکت نمی‌توانیم تأمین مالی کنیم اما از طریق صکوک می‌توانیم در بحث صکوک تضمین، محور تأمین مالی از محل صکوک بر مبنای دارایی است که بر اساس آن اوراق منتشر می‌گردد.

پرسش: این صندوق‌های سرمایه‌گذاری به چه صورت هستند؟ آیا در بخش دولتی تأمین مالی داشتند و طرح‌های عمرانی دولت را تأمین کردند یا خیر؟ یا اینکه بیشتر فعالیتشان برای تأمین مالی بخش دولتی است؟ سؤال دیگر اینکه ساختار این دو مؤسسه جای ابهام دارد. اینکه ساختار حقوقی آنها به چه صورت است؟ شما فرمودید که سهامدار آنها سیستم بانکی و نهادهای خاصی است. اگر بخواهیم دسته‌بندی کنیم با توجه به اینکه سه بخش خصوصی، دولتی، تعاونی در اقتصاد داریم اینها در کدام بخش قرار می‌گیرند. تعاونی و خصوصی که نیستند. مورد دیگر در خصوص بحث دارایی‌های دولت است. در حال حاضر دولت یکسری اموال مازاد دارد اعم از ساختمان، تجهیزات

1. Trade Finance

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

منقول و غیرمنقول. آیا این دو شرکت می‌توانند به عنوان واسطه مالی فروش این اموال تملیکی را بر عهده بگیرند و از این طریق هم برای بخش دولتی تأمین سرمایه شود؟

پاسخ: در بخش اول سؤال، صندوق‌هایی وجود دارد که در یک تقسیم‌بندی کلی دو کارکرد دارند. یکی صندوق‌هایی که نقش واسطه‌ای دارند به این معنا که مثلاً برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام سرمایه‌گذاری می‌شود و کارکرد اصلی اینها کمک به دارندگان پس‌اندازهایی است که تخصص ندارند. فرض کنیم که اگر من امروز بخواهم در بورس خرید و فروش کنم بدون اینکه تجربه و اطلاعات لازم را داشته باشم حتماً با مشکل مواجه می‌شوم. نهادهایی ایجاد شده‌اند که یک نرخ تضمین هم مشخص کرده‌اند و پول را از افراد بدون تجربه می‌گیرند و بعد با گروهی از مدیران متخصص خرید و فروش سهم می‌کنند و یک نرخ تضمین هم دارد. سود این فعالیت بین کسانی که در این صندوق پول ریخته‌اند توزیع می‌شود و اینها در واقع همان صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هستند، پس این نوع صندوق‌ها منابع را در بازار سرمایه جمع می‌کنند و به سرمایه‌گذار به این شکل کمک می‌کنند. بخش دیگری از صندوق‌های ما صندوق‌هایی هستند که تأمین مالی پروژه‌ها را بر عهده دارد. مانند صندوق‌های ساختمانی[1] که در این گروه فرض می‌گیریم که فردی زمین و جواز دارد اما پول برای ساخت ندارد، لذا یک شخصیت حقوقی ایجاد می‌کنیم به نام صندوق زمین و ساختمان، فرد زمین و پروانه‌اش را می‌آورد و یک ضامن هم یک نرخ تضمین روی آن می‌گذارد و بعد از مردم برای ساخت پول جمع می‌کند و بعد از کار سود نهایی را بین همه تقسیم می‌کنیم.

بخش دوم سؤال در خصوص ساختار قانونی ما می‌باشد. نوع شرکت ما سهامی خاص است اما اینکه سهامداران ما چه کسانی هستند تا به امروز بخش خصوصی و شبه‌خصوصی از این امر استقبال کرده‌اند یعنی در تأمین سرمایه نوین و امین هم سهامدار شخصی داریم و هم سهامدار حقوقی مانند بانک داریم و هم نهادهای عمومی مانند صندوق ذخیره فرهنگیان، اما تا به حال بخش دولتی وارد نشده است. شورای عالی بورس مجوز شرکت تأمین سرمایه را صادر کرده است.

بخش سوم سؤال در مورد املاک تملیکی است بخشی از وظایف ما مدیریت دارایی‌ها است. که این دارایی‌ها می‌توانند پول باشند که می‌توانیم آن را در جاهای مختلف سرمایه‌گذاری کنیم. گاهی این دارایی می‌تواند ملک باشد که می‌توانیم روی آن کار کنیم و اینها جزء وظایف ما است اما تاکنون درگیر آن نشده‌ایم.

1. Construction Funds

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

پرسش: مؤسسات تأمین مالی بعد از اجرای برنامه خصوصی‌سازی و عمدتاً برای کمک به اجرای این برنامه تشکیل شده‌اند. نقش آنها در برنامه خصوصی‌سازی چگونه است. زیرا قرار بود که مؤسسات تأمین سرمایه بر قیمت‌گذاری حتی سهام برنامه خصوصی‌سازی هم شرکت کنند. آیا آنها در این امر مشارکت داشتند یا کنار گذاشته شده‌اند؟ به نظر می‌رسد مؤسسات تأمین سرمایه در قیمت‌گذاری سهام دخالتی ندارند آیا بدین صورت است؟ سؤال دوم اینکه آیا مؤسسات تأمین سرمایه کشورهای دیگر مانند کشورهای همسایه ارتباطی با ما دارند؟ و آیا ما از دانش آنها استفاده می‌کنیم یا خیر؟

پاسخ: اینکه نقش ما در خصوصی‌سازی چگونه است باید عنوان شود که در بخش ارزشیابی سهام نیز نقش داریم. بسیاری از ارزشیابی‌های سهام در سال‌های قبل را ما و امین انجام دادیم. اما نکته‌ای که وجود دارد، طبق قانون واگذاری سهام آنها به صورت مزایده و حراج بوده است و لذا از ارزشیابی ما برای تعیین قیمت پایه استفاده کرده‌اند. اما هیچ جا قانون آنها را ملزم نکرده که اگر کارشناس قیمت را تعیین کرد، شما هم باید به همان قیمت بفروشید. قیمت ما برای تعیین کف قیمت است و به این صورت وارد بازار می‌شویم. برای مثال، اگر بخاطر داشته باشید در خصوص بیمه دانا قیمتی که تأمین سرمایه برای سهامش تعیین کرده بوده ۷۰۰ تومان بود اما در بازار بورس تا حدود ۲۰۰۰ تومان هم خرید و فروش شد و بعد مشکل پیش آمد که چرا این اتفاق افتاد. سازمان بورس استدلال خود را دارد و مردمی که می‌خرند باید تحلیل کنند. اگر قیمت سهم ۷۰۰ تومان است نباید ۲۰۰۰ تومان بخرد اما نکته‌ای که وجود دارد این است که گزارش ما منتشر نشده بود. اگر گزارش ما منتشر می‌شد شما به عنوان خریدار در بازار می‌دانستید که قیمت این سهم بیشتر از ۷۰۰ تومان نیست.

پرسش: چرا بخش مالی ما به مؤسسات تأمین سرمایه اعتماد نمی‌کند؟

پاسخ: بعد از مشکل بیمه دانا سازمان خصوصی‌سازی موظف شد زمانی که سهام عرضه می‌کند گزارش ارزیابی سهام را روی سایت در دسترس عموم قرار دهد.

پرسش: اکنون مشکلی وجود ندارد؟

پاسخ: خیر. در خصوص بخش دوم سؤال به دو صورت می‌توانیم با خارج همکاری کنیم. همکاری با مؤسسات تأمین سرمایه خارج از کشور قاعدتاً تابع شرایط سیاسی و ارتباط ما با خارج از کشور است. در فضای کلی هنوز این امر محقق نشده است اما اخیراً پروژه‌ای را با کمک گروهی از

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

آلمانی‌ها انجام داده‌ایم و قرار است صندوقی در لوکزامبورگ تأسیس کنیم و پول را در آنجا جمع کنیم و سپس در اینجا سرمایه‌گذاری کنیم در این حد شروع کرده‌ایم و امیدواریم ادامه یابد.

پرسش: آیا پیش‌بینی شده که کدام گروه از فعالیت‌های اقتصادی در رأس استفاده از فعالیت‌های تأمین سرمایه قرار دارند؟ آیا بخش ساختمان و صنعت در اولویت هستند؟

پاسخ: به منظور تأمین مالی برای بنگاه‌ها دو پارامتر کلی برای دریافت پول وجود دارد: یکی اینکه این بنگاه که نیاز به پول دارد چه قدر در دسترس است و آیا اصلاً می‌تواند پول بگیرد یا خیر؟ در مرحله بعد اگر اختیارگرفتن پول را داشت باید بررسی شود آیا از آن پول به لحاظ نرخ و زمان می‌تواند استفاده کند یا خیر؟ منابع مالی از بازار پول محدود است هر شرکتی به هر میزان پول که از بانک بخواهد نمی‌تواند دریافت کند. قاعدتاً باید سراغ بازار سرمایه بیاید و بخشی از آن را از محل بازار سرمایه تأمین مالی کند. بنابراین در پاسخ به سؤال شما کسانی سراغ ما می‌آیند که نرخ‌های ترجیحی از بازار پول ندارد، اگر نرخ‌های ترجیحی داشته باشند مانند بخش کشاورزی که وام ۷ درصد، ۵ درصد، ۶ درصد و ۴ درصد دارد ابزارهای ما نمی‌تواند به آنها کمکی نماید چرا که ما ترجیحی در اینجا نداریم. اما بخش‌هایی که نرخ ترجیحی ندارند با توجه دو پارامتر یعنی چه قدر می‌توانند از ما و بازار پول، پول جمع کنند و نرخ ما چه قدر جذاب است به سراغ ما می‌آیند. تجربه نشان داده است که بیشتر بخش صنعت، ساختمان و بازرگانی و تا حدی خدمات به سراغ ما می‌آیند اما کشاورزی خیلی کم به ما مراجعه می‌کنند.

پرسش: تعهد پذیره‌نویسی را متوجه نمی‌شوم. شما در ابتدا گفتید که تفاوت بانک‌های تجاری با شرکت‌های تأمین سرمایه این است که شرکت‌های تأمین سرمایه تعهد پذیره‌نویسی ندارند اما آنها دارند، در صورتی که آقای زال‌پور در مورد رونق تعهدپذیره‌نویسی صحبت کردند.

پاسخ: وقتی ما می‌خواهیم اوراقی را برای تأمین مالی منتشر کنیم، یکی از اشکالات موجود آن است که بانک مرکزی در صورتی مجوز می‌دهد که الزام قانونی داشته باشد. شما فرض کنید شرکت سایپا در کاشان برای این پروژه ۲۰۰ میلیارد تومان پول می‌خواهد و ۵۰ میلیارد خودش آورده و ۱۵۰ میلیارد ما اوراق منتشر می‌کنیم. پس برای اجرای پروژه در کل به ۲۰۰ میلیارد تومان پول نیاز دارد، حال اگر ۱۵۰ میلیارد تومان اوراق منتشر کردیم و مردم ۵۰ میلیارد تومان بیشتر نخریدند یعنی پروژه قابل انجام نیست. پس باید اطمینانی حاصل شود که کل این پول برای پروژه جمع شود، نهادی به عنوان واسطه وارد عمل می‌شود و می‌گوید مابه التفاوت باقی مانده را می‌خرم و

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

شما پروژه خود را اجرا کنید و این اوراقی را که خریدیم بعداً در بازار بازاریابی می‌شود و این اوراق فروخته و از مردم کارمزد گرفته می‌شود این کار را تعهد پذیره‌نویسی می‌گویند، این فعالیت کاری است که شرکت‌های تأمین سرمایه انجام می‌دهند و کار بانک‌های تجاری نیست.

پرسش: سؤال اول این است که اصولاً بانک‌های سرمایه‌گذاری مشابه شرکت‌های سرمایه‌گذاری در سرمایه‌های خطرپذیر[1] و ایده‌های نو وارد می‌شوند و سؤال دیگر راجع به تفاوت‌هایی که این شرکت‌ها با بانک‌ها دارند و مزیتی که می‌توانند برای مراجعه‌کنندگان داشته باشند مثلاً در رابطه وثایق و تضامینی که می‌گیرند آیا مقدم‌تر هستند.

پاسخ: واژه انگلیسی شرکت‌های تأمین سرمایه، Investmant Bank است و در کتاب‌های قدیمی ما به عنوان بانک‌های سرمایه‌گذاری ترجمه شده بود، این واژه با کارکرد این شرکت‌ها همخوانی ندارد و ترجمه مفهومی آن شرکت تأمین سرمایه است. اما در خصوص فرمایش شما در مورد ورود ما به پروژه‌های خطرپذیر می‌دانید که ابزار آن هم در دنیا طراحی شده است و ما هم در این زمینه کار کردیم و سازمان بورس هم روی آن کار کرده است، فردی که کارآفرین است و می‌خواهد ایده جدیدی را اعمال کند اما پول ندارد، اگر بخواهد طرح خود را اجرا کند نیازمند آن است که نهاد واسطه او را تضمین کند. مسلماً بهای سهامی با بازده بالا ریسک‌پذیر است. هر چه بازده بالاتر باید ریسک آن را هم باید بپذیریم. اما واقعیت این است که این امر اجرایی نشده و ما علیرغم اینکه کار نظری و تئوریک زیاد انجام داده‌ایم و در برنامه‌هایمان نیز وجود دارد، اما هنوز این بخش اجرا نشده است. شاید یکی از دلایل این است که ما تازه راه افتادیم و بازار، بازاری است که در آن فعالیت‌های جذاب‌تر دیگری وجود دارد که سراغ این مسئله نرفتیم اما در برنامه کاریمان قرار دارد. نکته دیگر اینکه ابزارهای تأمین مالی مبتنی بر انتشار اوراق چه مزیتی بر بانک‌ها دارد. گفته شد اگر شرکتی مانند ایران خودرو که ۱۰ هزار یا ۱۲ هزار میلیارد تومان پول نیاز دارد با توجه به محدودیتی که بانک‌ها دارند همچون محدودیت سرمایه نمی‌تواند تمام این منبع را از بازار پول با فرض اینکه نرخ آن خوب باشد تأمین نماید. پس آنها باید از بازارهای دیگر نیز تأمین مالی کنند.

نکته دومی که در ایران برای شرکت‌های تولیدی وجود دارد بجزء بحث طرح‌ها که وام‌های تکلیفی دارند، با مشکلی در سال‌های گذشته در شرکت‌ها روبرو بودیم و مشکل آن عدم انطباق در تأمین مالی بود یعنی فرض کنید اگر در شرکتی پروژه‌ای اجرا کنیم که دوره اجرایش سه سال باشد و بعد

1. Venture Capital

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

از سه سال به بهره‌برداری برسد و مشخص نیست که چه موقع سود می دهد که ما بخواهیم وام و فرع آن را پرداخت کنیم. در حالی که در بازار پول وام را به ما شش یا نه ماهه می‌دهند یعنی منبع مالی کوتاه‌مدت و مصرف مالی بلندمدت است که با هم هماهنگ نبود، اما در بازار این انعطاف‌پذیری در اختیار ماست یعنی شما می‌گویید از چه زمانی می‌توانید بازپرداخت کنید و اوراق را براساس آن منتشر کنیم و به طور کلی نرخ اوراق نسبت به وام‌های بانک‌های خصوصی بهتر بوده و هست.

پرسش: آقای زال‌پور فرمودند که بهتر است ما شعب مالی خود را به سوپرمارکت‌های مالی تبدیل کنیم راهکار اجرایی و عملی چگونه است؟

پاسخ: یکی از بحث‌هایی که مطرح بود در رابطه با این بود که کجای کشور سرویس می‌دهید؟ این اواخر طرحی را با یکی از بانک‌ها مطرح کردیم که در شعب اگر مشتری مراجعه کرد در کنار سرویس بازار پولی سرویس بازار سرمایه ارائه بدهید. حساب باز می‌کنیم، LC باز می‌کنیم و وام می‌دهیم و در کنارش اگر پروژه‌ای دارید که از این محل تأمین مالی نمی‌شود از طریق شرکت تأمین سرمایه یعنی از طریق انتشار اوراق مشارکت و صکوک این امر صورت می‌پذیرد. به عبارتی شعبه بانک را به سوپرمارکتی تبدیل کردیم که تمام خدمات مالی را به مشتری در یک نقطه بدهیم و مشتری برای ابزارهای سرمایه به تهران مراجعه نکند و برای بازار پول به شعبه شهر خود مراجعه کند که ما در حال کارکردن بر این مسئله هستیم و امیدواریم در آینده توسعه یابد.

پرسش: در مورد اینکه بخش کشاورزی در حال حاضر از نرخ ترجیحی تسهیلات در بازار استفاده می‌کند و کمتر به سراغ شما می‌آید. اگر فرض کنیم این نرخ ترجیحی برداشته شود و بخش کشاورزی نرخ سود مشابه با سایر بخش‌ها داشته باشد، آیا فکر می‌کنید ساختاری که بخش کشاورزی دارد می‌تواند از خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه بهره‌مند شود؟ برای اینکه فرایندهای تولید بخش کشاورزی با سایر بخش‌ها فرق می‌کند، مثلاً در بخش صنعت یا مسکن با حبس نقدینگی رو به رو هستیم اما در بخش کشاورزی اساساً کمبود سرمایه وجود دارد. از سوی دیگر، به دلیل ویژگی‌هایی که نیروی انسانی بخش کشاورزی دارد و اینکه بیش از ۸۰ درصد آن کم‌سواد و یا بی‌سواد هستند و به شدت پراکنده هستند به ویژه اینکه شرکت شما عمدتاً از اشخاص حقوقی حمایت می‌کند. شما تا چه اندازه فکر می‌کنید که بخش کشاورزی بتواند از امکانات شما استفاده کند و اگر که در حال حاضر این امکان نیست بسترهایی که لازم است در بخش کشاورزی فراهم شود تا این اتفاق بیفتد چیست؟ و دیگر اینکه نهادهای مالی که در حال حاضر در بخش کشاورزی

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

فعال هستند مانند صندوق حمایت توسعه سرمایه‌گذاری بخش کشاورزی به عنوان یک نهاد مالی و اعتباری مردم نهاد به چه شکل می‌توانند با شما همکاری داشته باشند و حداقل به طور غیرمستقیم در تأمین نیازهای مالی بخش کشاورزی کمک کنند؟

پاسخ: در حالت کلی پاسخ به سؤال شما مثبت است. اگر نرخ ترجیحی وجود نداشته باشد، بخش کشاورزی نیز می‌تواند از این ابزارها استفاده کند. اما بخش دوم سؤال اینکه به عنوان مثال، صنعت با بافتی که دارد چقدر می‌تواند موفق شود جواب منفی است. همان طور که فرمودید بخش کشاورزی ساختار سازمان نیافته دارد و پراکندگی زیاد است و قاعدتاً آن ضریب موفقیت که در بخش صنعت و ساختمان به ویژه ساختمان داریم نخواهیم داشت. اما در مورد بخش آخر سؤال شما اینکه تشکیلات چه نقشی می‌توانند داشته باشند می‌بایست تحلیل اقتصادی انجام شود و پروژه‌های کشاورزی که خوب است شناسایی شود و در مرحله دوم اگر جایی نیاز به تضمین وجود دارد فعالیت‌ها آنها را تضمین نمود تا بتوان برای آنها از طریق انتشار اوراق تأمین مالی نمود.

پرسش: اگر یک شرکت بخواهد از طریق شرکت شما تأمین مالی شود چه مراحلی را باید طی کند و این از لحاظ زمانی چه مقدار طول می‌کشد؟

پاسخ: برای تأمین مالی دو بخش تعریف شده است. یکی مقدمات کار و دیگری مجوز قانونی است. یعنی قانون چارچوبی را تعیین کرده است که ابتدا باید شرایط لازم برای درخواست را داشته باشند. مدارک خود را یک دوره زمانی یک ماه به سازمان بورس ارائه داده و به شرکت مربوط پاسخ داده می‌شود. به عنوان مثال، صکوک ماهان حدود ۴۰ روز زمان برد.

در پروژه کوچک بحث تحلیل هزینه- فایده[1] مطرح است. اگر کسی ۵۰۰ میلیون تومان یا یک میلیارد تومان بخواهد شاید خیلی درگیر نشویم، زیرا ارکانی داریم که برای رقم‌های پایین اقتصادی نیست. فرض کنید برای انتشار اوراق، یک ناشر، یک ضامن، یک عامل و یک متولی داریم که اگر تمام اینها برای ۵۰۰ میلیون تومان جمع شوند قاعدتاً غیراقتصادی است. معمولاً پروژه‌های ۵ میلیارد تومان به بالا را در نظر می‌گیریم.

پرسش: پیشنهادی در بحث بودجه دولت داشتیم در راستای رفع مشکل نقدینگی پیمانکاران طرح‌های عمرانی به طوری که بسیاری از پیمانکاران طرح‌های عمرانی دولت بعضاً از بخش

1. Cost and Benefit

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

خصوصی هستند که مطالباتی از دولت دارند. آیا به پشتوانه این مطالبات شرکت‌های تأمین مالی می‌توانند ابزارهای مالی را در راستای رفع معضل نقدینگی تعبیه کنند؟

پاسخ: ما نوعی ابزار برای تأمین مالی داریم به نام اوراق بهاداری که به پشتوانه دارایی‌هاست[1] و این مسئله در این مقوله می‌گنجد و اتفاقاً بحث هم شده است اما نکته‌ای که وجود دارد این است که ما به اتکاء مطالبات پیمانکاران اوراق منتشر کنیم و پول آنها را در صورتی پرداخت می‌کنیم تا به فعالیت خود بپردازند و بعداً از دولت می‌گیریم.

پرسش: در خصوص کارمزدهای تأمین سرمایه این امر به چه صورت است و آیا ضوابط خاصی دارید؟ شما چقدر به هزینه‌های تأمین سرمایه اضافه می‌کنید؟

پاسخ: اوراق منتشر می‌کنیم اگر نرخی که به مردم می‌دهیم ۱۷ درصد است و چون بازار ما سنتی است سود را سه ماهه می‌دهیم. این ۱۷ درصد، ۱۷/۶ و ۱۷/۷ درصد نیز می‌شود. موضوع دیگر این است که این نرخ تقریباً به ۱۷/۶ و ۱۹ درصد می‌رسد یعنی ۱/۵ یا ۲ درصد سالانه به هزینه اضافه می‌شود اما حال چه کسانی این هزینه را دریافت می‌کنند. برای عمده اوراقی که منتشر می‌شود چند رکن در آن نقش دارند. اول بانک عاملی که در شعب آن خرید و فروش می‌شود مثلاً اوراق مشارکت که در این حالت خود بانک کارمزد عاملیت را بر می دارد، دوم کسی که اوراق را ضمانت کرده نیز کارمزد می‌گیرد و سوم کارمزدی که حسابرس طرح برداشته است و هر سال حسابرسی می‌کند و حساب‌ها را به مردم گزارش می‌دهد. یک کارمزد هم امین برمی‌دارد که امین به کار مدیر و همه نظارت می‌کند و در کنار همه اینها تأمین سرمایه قرار دارد. در واقع، تمام این ارکان حدود ۲ درصد می‌گیرند. البته این امر چارچوب دارد و در اختیار ما نیست، سازمان سبا برای هر یک سقف و کف کارمزد تعیین می‌کند. اما اگر ما تنها راجع به انتشار اوراق مشاوره دهیم رقم‌ها پایین است. مگر اینکه تعهد پذیره‌نویسی کنیم در ضمن حق‌الوکاله‌ای که نظام بانکی دریافت می‌کند معمولاً ۲/۵ درصد است.

پرسش: در بحث نظارت‌ها به نظر می‌رسد بر شرکت‌های تأمین نسبت به بانک‌ها کنترل‌های کمتری اعمال می‌شود. سؤال این است که در حال حاضر شرکت‌های تأمین سرمایه که در کشور ایجاد می‌شوند چه مقررات احتیاطی برای آنها پیش‌بینی شده است؟ مسلماً قبل از ایجاد این شرکت‌ها از طریق اساسنامه محدودیت‌هایی ایجاد شده است بعد از فعالیت وضعیت چگونه است؟در واقع این

1. Asset Back Securities

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

شرکت‌ها در دنیا به شکلی تحت نظارت هستند و چه مقرراتی بر آنها جاری است و در ایران چگونه است؟

پاسخ: در سیستم بانکی اگر کسی خطای مقرراتی مرتکب شود مشکلی برایش ایجاد نمی‌شود اما در بورس آن قدر نظارت بالاست که اگر من دچار مشکل شوم از کارکردن با ۷۰۰ شرکت محروم می‌شویم. در ایران میزان نظارتی که سبا اعمال می‌کند بسیار قابل توجه است. البته لازم به ذکر است که در بازار پول نهاد نظارتی بانک مرکزی است که بانک‌ها زیرمجموعه آن هستند مانند بازار پول، بازار سرمایه را داریم که معادل بانک مرکزی سبا است که خود زیر نظر شورای عالی بورس است. نظارتش از همه دنیا بیشتر است و ما کوچکترین حرکتی خارج از مقررات آنها انجام نمی‌دهیم برای تمام ابزارهایی که داریم دستورالعمل طراحی شده است یعنی هر ابزاری که بخواهیم معرفی کنیم باید دوره زمانی، ضابطه و چارچوب از قبل تدوین شده باشد حتی کارمزد هم تعیین شده و بر قراردادها سبا کنترل می‌کند و هر ابزاری هم بخواهیم منتشر کنیم پیش از انتشار باید مجوز آن را گرفته باشیم. بعد از انتشار نیز مرتب سازمان بورس و ارکانش بر ما نظارت دارد. کفایت سرمایه ما کنترل می‌شود و ما هر تعهد جدیدی را که می‌پذیریم و بازگردانی می‌کنیم بر آن نظارت اعمال می‌شود و مسیر فعالیت‌های ما کنترل می‌گردد که در چارچوب ضوابط باشد. صورت‌های مالی ما هر هفته کنترل می‌شود. البته این کنترل‌ها صحیح است چرا که اگر این کنترل‌ها نباشد و یکی از ابزارها دچار خطا شود آنگاه نظر جامعه نسبت به کل ابزارها تغییر می‌کند.

پرسش: در واقع، یکی از مهم‌ترین کارهای شرکت‌های سرمایه در دنیا طراحی ابزار جدید است و روشی که بتواند نوآوری کنند اما اجازه طراحی هر نوع ابزاری را هم ندارید؟

پاسخ: اگر ابزارهایی طراحی کنیم باید اجازه آن را بگیریم و بعد منتشر کنیم.

پرسش: وضعیت تأمین مالی توسط شرکت‌های تأمین سرمایه در سال ۱۳۹۰ چگونه است؟

پاسخ: کل تأمین مالی در سال ۱۳۸۹، ۱۵۰۰۰۰ میلیارد است که نقش بازار سرمایه ۲۶ هزار میلیارد تومان بوده است و با پیش‌بینی که برای نرخ رشد اقتصادی شده است که بخشی از آن از محل تأمین مالی باید تهیه شود رقمی که پیش‌بینی شده است ۳۰۰ میلیارد تومان است که باید منابع مالی جدید در سال جدید تزریق شود، به نظر می‌رسد هدف‌گذاری حدود ۴۰ یا ۵۰ هزار میلیارد تومان است یعنی اگر ۱۱ هزار میلیارد در بازار بورس سهام و ۲۶ هزار میلیارد کل بازار سهام باشد امسال باید دو برابر شود و نقش ما این است که کمک کنیم تا این هدف محقق شود.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

فراخوان پذیرش مقاله جهت مجله اقتصادی (ماهنامه بررسی مسائل و سیاستهای اقتصادی)

۱. معرفی و اهداف

مجله اقتصادی، ماهنامه بررسی مسائل و سیاستهای اقتصادی از سال۱۳۶۴ با هدف انتشار مقالات کارشناسان وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمانهای تابعه، اساتید دانشگاهها و سایر کارشناسان در زمینه موضوعات اقتصادی در دست بررسی محافل سیاستگذاری کشور منتشر می شود. به منظور اثربخشی مقالات در سیاستگذاریهای اقتصادی استفاده از آخرین اطلاعات و آمار با رویکرد کاربردی و ترویجی مورد تأکید است.

۲. شرایط پذیرش مقاله ها و نحوه ارسال آن

الف)مقالات از لحاظ محتوی شرایط زیر را داشته باشند:

۱. موضوع مقاله مرتبط با رشته اقتصاد باشد و متن آن دقیقاً به موضوع مقاله محدود شود.
۲. مقالات جنبه **کاربردی – ترویجی** داشته باشد.
۳. در مقالات از آخرین آمارها و اطلاعات که متناسب با عنوان مقاله باشد، استفاده شود.

ب) راهنمای تدوین مقالات

۱.ارسال یک نسخه از مقاله تایپ شده همراه با فایل آن در لوح فشرده با برنامه word-xp، به انضمام فایل pdf آن و ارسال یک نسخه از خروجی کامپیوتری مدل‌های ارائه شده در مقاله و فایل آن.

۲ .تهیه چکیده با حداکثر **۲۰۰** کلمه به زبان فارسی و انگلیسی به همراه حداکثر ۵ واژه کلیدی.

۳ .صفحه آرایی مقاله با حاشیه مناسب و شماره گذاری پیاپی صفحات آن.

۴ .عنوان‌ها و زیر نویس‌ها کوتاه باشند و منابع در صفحه مستقل و در انتهای مقاله ذکر شوند.

۵ .ارائه کامل مأخذ داده‌های مقاله که شامل مطالعات تجربی است ضرورت دارد، به طوری که خواننده بتواند نتایج مقاله را دوباره تولید کند. داده هایی که به سهولت قابل تهیه نیستند نیز در ضمیمه مقاله ارائه شود. در صورت افزایش حجم مقاله، نویسنده کپی از داده‌ها را در صورت لزوم به دفتر نشریه ارسال نماید.

۶ .فرمول‌ها و معادلات مقاله به صورت پیاپی در سمت راست آن به فارسی شماره‌گذاری شوند. در صورتی که استخراج روابط ریاضی خلاصه می‌شود، روابط کامل آنها جهت تسریع روند داوری در صفحه مجزا ارائه شود.

۷ .ذکر معادل انگلیسی واژه‌های تخصصی مورد استفاده در مقاله در پانوشت همان صفحه ارائه شود. علاوه بر این، ذکر انگلیسی اسامی غیر فارسی در پانوشت نیز ضرورت دارد.

۸ .در آخرین پاراگراف مقدمه، نحوه سازماندهی مقاله برای معرفی بخش‌های آتی مقاله ارائه شود.

۹.ضرورت دارد فایل جداول و نمودارها به گونه‌ای ارائه شوند تا امکان اصلاحات جزئی و تغییر اندازه آن امکان پذیر باشد. یادآوری می‌شود جداول راست چین، فارسی و دارای عناوین و مأخذ باشند. مقیاس‌ها در بالای جدول و در سمت چپ آن قید شود. در صورت تنوع مقیاس ها، پیشنهاد می شود هر کدام از آنها در بالای ستون مربوط ذکر شود. علاوه بر این، عنوان نمودارها در زیر آنها قید شود و واحدها مشخص باشند.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]

۱۰.متن فارسی مقاله با قلم زر(ZAR) فونت ۱۳ و فاصله سطر یک سانت در برنامه word xp تایپ شود. معادلات و نماد متغیرها و زیرنویس‌های انگلیسی با قلمTimes New Roman و با فونت ۱۰ تایپ شوند.

۱۱.منابع مقاله اعم از کتاب یا مقاله، به ترتیب الفبایی بر حسب نام خانوادگی نویسندگان مطابق مثال‌های زیر تنظیم شود.

نمونه کتاب:
رضویان، تقی (۱۳۸۳)، *تمرکززدایی مالی در کشورهای در حال توسعه و ایران*، تهران: انتشارات شروین، چاپ دوم.

نمونه مقاله:
فرج‌زاده، زکریا و بهاء الدین نجفی (۱۳۸۳)، "آثار کاهش یارانه مواد غذایی بر شاخصهای فقر"، *فصلنامه بانک و کشاورزی*، شماره ۳، صص ۱۹۰-۱۷۷.

نمونه مجموعه مقاله :
نوری، کیومرث و سعید یزدانی (۱۳۷۹)"جهانی شدن اقتصاد و آثار آن بر بخش کشاورزی ایران (مطالعه موردی برنج و خرما)"، *مجموعه مقالات سومین کنفرانس اقتصاد کشاورزی ایران*، دانشگاه فردوسی مشهد.

نمونه انگلیسی کتاب:
Gramlich, Edward (1998), *Is It Time to Reform Social Security*? New York, University of Michigan Press.

نمونه انگلیسی مجموعه مقاله:
Diamond, Peter A.(2000), "Administrative Costs and Equilibrium Charges with Individual Accounts", in *Administrative Costs and Social Security Privatization*. John Shoven, ed. Chicago: University of Chicago Press, Chapter 4.

نمونه انگلیسی مقاله در مجله:
Erosa, Andres and Mattin Gervais (2002),"Optimal Taxation in Life-Cycle Economies", *Journal of Economic Theory,* Vol. 105, No. 2, PP.338-369.

یادآوری ۱. چنانچه مقالات در چارچوب پیشنهادی تنظیم نشود، پیش از بررسی و داوری جهت اصلاح عودت داده می‌شود.
۲. مقاله حداقل توسط سه نفر داوری می‌شود و در نهایت پس از تایید هیئت تحریریه، چاپ خواهد شد.
۳. پس از چاپ مقالات، ۵ نسخه نشریه برای نویسنده مقاله ارسال می‌شود.

نشانی ارسال مقاله:
تهران، پاسداران، خیابان شهید حجت سوری، میدان احتشامیه، شماره ۳۱، معاونت امور اقتصادی، کد پستی ۴۴۱-۴۱-۱۹۴۴۸، **دفتر مجلات و نشریات**
تلفکس:۲۲۷۷۱۸۹۷

Email: EJ@Econo.ir

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-22]