

پیشگفتار:

ایران با دشواری‌های اقتصادی چندی روبروست: تورم، رکود در آمد سرانه، رشد نیروی کار - که نیازمند اشتغال و برخورداری از امکانات رفاهی زندگی است - سطح پایین سرمایه‌گذاری، و نابرابری در آمدی میان فقیر و غنی. ایران نیازمند منابع سرمایه‌گذاری (هم داخلی و هم خارجی)، و به کارگیری تکنولوژی‌های تازه است تا بتواند اقتصاد به گل نشسته خود را به جنبش وادارد. از آن رو که مسائل اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و حتی فرهنگی در هم تنیده شده، نمی‌توان اولویتی به یکی از آنها داد، روشن است که در نبود منابع اقتصادی، پیشرفت در حوزه‌های دیگر اگر نه غیر ممکن، که بسیار دشوار خواهد بود.^۱ دولت ایران به این نکات پی برده و سالها سیاستگذاری‌های گوناگون را آزموده است. تازه‌ترین تلاش، با عنوان برنامه ساماندهی اقتصاد، اخیراً اعلام شده است.^۲

با توجه به این تلاش‌ها، بر سه نکته باید تأکید کرد. نخست اینکه از کجا باید آغاز کرد؟ و چه راهکارهایی اولویت دارد؟ بی‌گمان امور اقتصادی به هم گره خورده است و نمی‌توان در هر مورد به گونه مستقل و جدا از دیگر مسائل تصمیم گرفت. با وجود این، مهم‌ترین مسئله پیش روی دولت، هدایت منابع به سوی سرمایه‌گذاری و بهره‌گیری از تازه‌ترین تکنولوژی‌ها در اقتصاد است. از این رو، گرجه منابع داخلی - دولتی و خصوصی - جای خود را دارند، ولی نقش اساسی را می‌توان به عهده سرمایه‌گذاری خارجی گذاشت. دوم اینکه، دولت رهنمودهای کلی ارائه می‌دهد، ولی خطر اساسی در جزئیات کارهاست. در واقع موضوع این است که کدام سیاستها، مقررات، و اقدامات موجب حرکت به سوی يك هدف اقتصادی می‌شود. بویژه آنکه معمولاً کشورهای اهدافی را اعلام می‌کنند که یا ذاتاً متناقض هستند یا دستکم به علت مشخص بودن چارچوب زمانی و محدود بودن منابع، با یکدیگر در تضاد قرار می‌گیرند. و سرانجام آنکه، اگر برنامه‌ای باشد، و حتی آن برنامه برخورد را از انسجام درونی و در چارچوب امکانات اقتصادی باشد، تضمینی برای اجرای آن وجود ندارد. اراده اجرائی يك

اقتصاد ایران نیازمند ورود سرمایه و تکنولوژی است. اگر چه منابع داخلی - دولت و بخش خصوصی - حجم کلانی از منابع مالی را تأمین می‌کنند ولی نقش سرمایه‌ خارجی از اهمیت اساسی برخوردار است. هر روز نزدیک به يك هزار میلیارد دلار میان کشورهای جابه‌جا می‌شود که نشانگر اهمیت منابع در بازارهای مالی جهانی است. ایران از این منبع مالی بهره‌مند نشده است. هدف مقاله حاضر ترسیم تصویری کلی از گزینه‌های ایران در بازارهای مالی بین‌المللی است. در این نوشتار نقاط ضعف و توان نهادهای مالی ایران تحلیل شده و برای بهر موری مطلوب از منابع بین‌المللی راهکارهایی پیشنهاد می‌شود. نشان داده شده است که از میان گزینه‌های تأمین مالی (Finance)، وام گرفتن از منابع خارجی سودی در بر ندارد و تنها به مشکلات اقتصادی می‌افزاید. تلاشهای سیاستگذاران باید بر تقویت نهادها، قوانین و روشهایی متمرکز باشد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری از راه بازار سهام تهران را افزایش دهد. نخستین گام در راهکارهای اقتصادی باید تأمین شفافیت و امنیت مالکیت خصوصی سرمایه‌ مالی و رسیدن به برخی تفاهم‌ها با دیگر کشورها باشد تا شرکتهای خارجی و سرمایه‌گذاران منفرد در خصوص پیامدهای تصمیمات خود نگران نباشند، گذشته از آن، سرمایه‌گذاران کوچک باید در برابر اقدامات سازمان‌های بزرگ داخلی - دولتی و نیمه دولتی - که در قبال سود و زیان خود احساس مسئولیت نمی‌کنند، پشتیبانی شوند. ولی، برای جذب سرمایه‌ خارجی و نیز عملکرد مؤثر بازارهای سرمایه داخلی همه این گامها لازم است ولی کافی نیست. میانجی‌گری مالی هیچ‌گاه در ایران، رخ نداده است. در بازار پول، بانکها ابزار میانجی‌گری نیستند. بازار سهام تهران هم نقش خود را در هدایت اندوخته‌ها به سرمایه‌گذاری بازی نمی‌کند. کوتاه سخن، دلایل این ناکارآمدی چنین است: تورم، ناکافی بودن ابزارهای مالی (بویژه اوراق قرضه) و کاهش شدید ارزش ریال در برابر ارزهای خارجی. مسائل فوق در این مقاله مورد تحلیل قرار گرفته مضامین آنها برای سیاستگذاری مورد گفتگو قرار می‌گیرد.

بیشتر به آمریکا نزدیک است تا ژاپن. گذشته از آن، همه این پس اندازها برای سرمایه گذاری به کار نمی رود. پس اندازهای دولتی که از درآمد نفت است، منبع اصلی سرمایه گذاری در ایران است. حتی بخش بزرگی از فعالیتهای بخش خصوصی با پس اندازهای دولتی و از راه بانکهای صنعتی و کشاورزی تأمین مالی شده است. جدا از گردآوری منابع خصوصی، بسیاری از بانکهای تخصصی سرمایه دولتی را به آسانی در اختیار سرمایه گذاران می گذارند. ولی منابع دولتی در دهه های گذشته رو به کاهش بوده است. این امر تنها به کاهش اخیر بهای نفت باز نمی گردد. همان گونه که جدول ۵-۱ نشان می دهد، پس از شکوفایی دهه ۱۹۷۰ و گذشته از چند دوره کوتاه افزایش چشمگیر، بهای نفت در حال کاهش بوده است. برای پی بردن به اهمیت مسئله باید دانست یک بشکه نفتی که امروز ۱۲ دلار به فروش برسد، همان توان خرید ۷/۱۰ دلار در اوایل ۱۹۷۹ را دارد که نفت ایران به بهای ۱۷/۱۵ دلار در هر بشکه فروخته می شد.

اگر بخش خصوصی به اندازه لازم پس انداز نکند و اگر درآمد دولت از فروش نفت پایه پای نرخ بین المللی تورم پیش نرود، آنگاه سرمایه خارجی باید بعنوان برانگیزنده رشد در نظر گرفته شود. اما در این مورد، اهمیت سرمایه گذاری خارجی بیش از

برنامه به اندازه داشتن برنامه مهم است. دولت باید اراده استوار خود را نشان دهد و در راه اجرای برنامه گام بردارد. افزون بر این، دولت باید بتواند شهروندان را در مورد جدی بودن هدف، متقاعد کند. در جهان انتظارات منطقی و در درون یک نظام دموکراتیک، شهروندان باید برنامه را بفهمند و به آن باور داشته و آماده یاری رسانی به اجرای آن باشند.

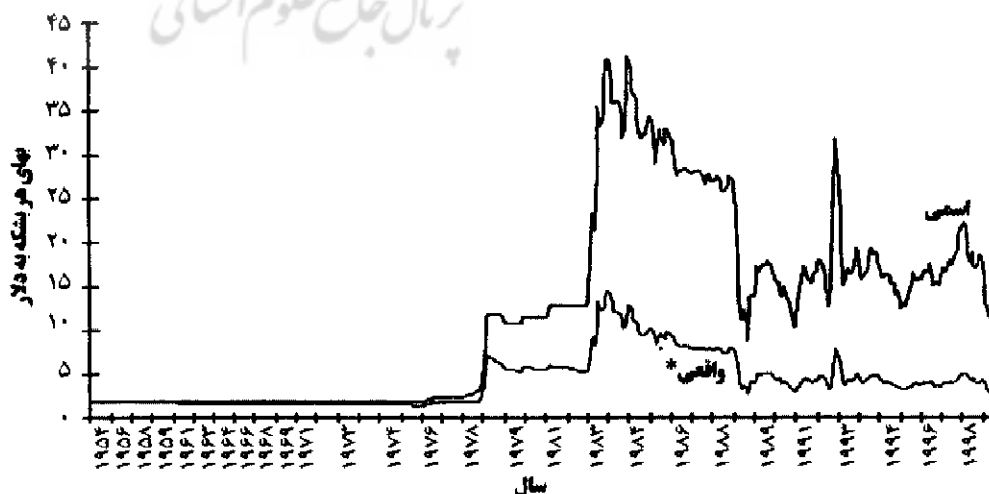
در این بخش، به نقشی که بازارهای مالی بین المللی می توانند در افزایش رشد اقتصاد ایران بازی کنند و سیاستهایی که دولت ایران می تواند برای تسهیل این فرایند در پیش گیرد، پرداخته می شود.

اهمیت منابع خارجی

از ماهیت اساسی درآمد ملی*، می دانیم که سرمایه گذاری باید از سه منبع تأمین مالی شود: پس اندازهای خصوصی، اندوخته های دولتی، و جریان سرمایه خارجی. بی گمان، بخش بزرگی از منابع سرمایه گذاری ریشه داخلی دارد. با این حال، دلایل زیادی در دست است که باور کنیم رشد آینده اقتصاد ایران به منابع خارجی وابسته است. نخست اینکه، در مقاله دیگری هم یادآور شده ام که به اعتقاد من، ایرانیان بخشی بسیار اندک از درآمد خود را پس انداز می کنند. گسایش به پس انداز در ایران،

○ ثابت شده است که از میان گزینه های تأمین مالی (finance)، وام گرفتن از خارج سودی در بر ندارد و تنها به مشکلات اقتصادی می افزاید. تلاشهای سیاستگذاران باید بر تقویت نهادها، قوانین و روشهایی متمرکز باشد که سرمایه گذاری مستقیم خارجی و سرمایه گذاری در بازار سهام تهران را افزایش دهد.

نمودار ۵-۱ بهای ماهانه نفت سبک ایران ۱۹۵۵-۹۷



* Deflated by the U.S. wholesale price index (1955=100).

منبع: OPEC Bulletin, different issues. (API = ۳۳/۹)

○ ایران بادشواری های اقتصادی چندی روبه روست : تورم، رکود درآمد سرانه، رشد نیروی کار - که نیازمند اشتغال و برخورداری از امکانات رفاهی زندگی است -، سطح پایین سرمایه گذاری، و نابرابری درآمدی میان فقیر و غنی. ایران نیازمند منابع سرمایه گذاری (داخلی و خارجی) و به کارگیری تکنولوژی های تازه است تا بتواند اقتصاد خود را به جنبش وادارد.

صرف تأمین منابع مالی است؛ و انتظار این است که سرمایه خارجی، همراه با تکنولوژی به کشور وارد شود. یکی از خوبی های پیشتاز نبودن در عرصه تکنولوژی این است که کشور برای زمانی دراز می تواند به سادگی از نوآوری های تکنولوژیک که دیگر کشورها هزینه پذیرفتن آن را پرداخته اند، بهره گیرد. این بدان معنا نیست که انتقال تکنولوژی فرایندی مکانیکی است. پژوهش در زمینه شیوه های برگزین تکنولوژی های نو و ابزارهای به کار بستن آن در اقتصاد ایران باید بالاترین اولویت را داشته باشد. به هر روی این مسئله، موضوع این نوشتار نیست.

چند گزینه تأمین مالی فراروی مشارکت جوان در بازارهای مالی بین المللی است. بطور کلی، این گزینه ها در برگیرنده استقرای و سرمایه گذاری است. وام گیری می تواند کوتاه مدت و برای اهداف تجاری باشد. برای نمونه، معمولاً همه شرکت کنندگان در بازار برای صادرات و واردات از اعتبارنامه سود می جویند. وام درازمدت برای تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری و در مواقع اضطراری به کار گرفته می شود. بعنوان نمونه، عراق در دهه ۱۹۸۰ برای تأمین مالی خریدهای تسلیحاتی، وام گرفت. استقرای درازمدت ممکن است از سوی بخش خصوصی یا دولت صورت گیرد. وام خصوصی، تازمانی که نیازمند تضمین های دولتی برای بازپرداخت بهره و اصل وام نباشد، و نرخ های مبادله را بازار تعیین کند، اندکی با وام گرفتن یک بنگاه از یک بانک داخلی تفاوت خواهد داشت. ولی دولتها در کشورهای در حال توسعه مانند ایران مبالغ کلانی وام می گیرند و معمولاً وام هایی را نیز که شرکتهای خصوصی می گیرند تضمین می کنند.

سرمایه گذاری بین المللی به دو گونه می تواند انجام گیرد: سرمایه گذاری مستقیم در یک کشور از سوی شرکتهای چند ملیتی یا خرید سهام شرکتهای گوناگون در آن کشور از سوی سرمایه گذاران بین المللی. مورد دوم شیوه ای بسیار مهم برای افزایش سرمایه است و در این خصوص بازار سهام تهران در هدایت منابع داخلی و خارجی به سوی سرمایه گذاری در ایران نقشی بنیادین دارد. بازار سهام می تواند و باید در گردآوری

سرمایه های داخلی و خارجی برای سرمایه گذاری در ایران نقشی مهم بازی کند. ولی بازارهای مالی ایران نوپا و ابتدایی است. هر چند بازار سهام تهران در سالهای اخیر رشدی چشمگیر داشته ولی در انداختن پس اندازها به مسیر سرمایه گذاری نقش چندانی بازی نکرده است. در ۱۹۹۶، ارزش کل سهام معامله شده کمتر از دو درصد GDP بود. در ایران هیچگاه بازار واقعی اوراق قرضه وجود نداشته است. اما از سال ۱۹۸۴ بدین سو، با اجرای قانون عملیات بانکداری بدون بهره جلوگیری از فروش اوراق قرضه دولتی به بخش خصوصی، بازار فرعی اوراق قرضه دولتی از میان رفته است. شاید با پدید آوردن بازاری فرعی برای «اوراق قرضه مشارکت ملی» بتوان این نارسایی را تا اندازه ای در مان کرد. دیگر بازارهای مالی نیز عملکرد بهتری نداشته اند. بازار ارزهای خارجی، فارغ از نظارت دولت، در دست بورس بازاری است که از اقدامات تنبیهی دولت در هر اسند.

بازار سهامی خوب سازمان یافته و دلاری عملکرد مؤثر، بازارهای اوراق قرضه و ارز خارجی که باشبکه بازارهای مالی جهانی در پیوند بوده و به روی سرمایه گذاران سراسر جهان گشوده باشد، برای گردآوری وجوه مالی به منظور سرمایه گذاری در ایران اهمیت بنیادین دارد. این بازارها راهی برای ارزیابی مداوم دارایی های مالی به وجود می آورد و جذب سرمایه خارجی را آسان می سازد. این بازارها نیاز به تضمین های دست و پاگیر دولتی برای سرمایه گذاران را با فراهم آوردن امکان جابه جایی آرام و منظم سرمایه و بازگشت سود سهام، برطرف می کند. گذشته از آن، این بازارها اقتصاد را در برابر شوک های برخاسته از جابه جایی رقم های بالا به کشور و برعکس مصون می دارد. همچنین این امکان را برای ایرانیان فراهم می آورد که پس اندازهای خود را به جای آنکه پنهانی به خارج روانه کنند یا در فعالیت های غیر موکد داخلی به کار اندازند، در امور تولیدی به کار گیرند.

استقرای بین المللی

جنول ۵۱. بدهی خارجی ایران را از ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۷ نشان می دهد. گفتنی است که با وجود نیازهای تبلیغاتی دوران جنگ، حجم بدهی خارجی ثابت مانده و بدهی بلندمدت کاهش یافته

سال	کل بدهی	بدهی دوازده ماهه	بدهی دولتی یا تضمین شده از سوی دولت
۱۹۸۰	۴/۵	۴/۵	۴/۵
۱۹۸۱	۳/۹	۳/۸	۳/۸
۱۹۸۲	۸/۲	۳/۵	۳/۵
۱۹۸۳	۷/۱	۳/۰	۳/۰
۱۹۸۴	۵/۲	۲/۵	۲/۵
۱۹۸۵	۶/۱	۲/۴	۲/۴
۱۹۸۶	۵/۸	۲/۴	۲/۴
۱۹۸۷	۶/۱	۲/۳	۲/۳
۱۹۸۸	۵/۸	۲/۱	۲/۱
۱۹۸۹	۶/۵	۱/۹	۱/۹
۱۹۹۰	۹/۷	۱/۸	۱/۸
۱۹۹۱	۱۱/۳	۲/۱	۲/۱
۱۹۹۲	۱۶/۰	۱/۷	۱/۷
۱۹۹۳	۲۳/۴	۵/۸	۵/۸
۱۹۹۴	۲۲/۷	۱۶/۰	۱۵/۶
۱۹۹۵	۲۱/۹	۱۷/۴	۱۷/۱
۱۹۹۶	۱۶/۸*	n/a	n/a
۱۹۹۷	۱۱/۶*	n/a	n/a

منبع: بانک جهانی، جدولهای مربوط به بدهی جهانی
* واحد اطلاعات اکونومیست، تابستان ۱۹۹۸.

○ اگر بخش خصوصی به اندازه لازم پس انداز نکند و اگر درآمد دولت از فروش نفت پایه پای نرخ جهانی تورم پیش نرود، آنگاه سرمایه‌های خارجی باید بعنوان برانگیزنده رشد در نظر گرفته شود. ولی در این مورد، اهمیت سرمایه‌های خارجی بیش از صرف تأمین منابع مالی است؛ انتظار این است که سرمایه‌های خارجی، همراه تکنولوژی به کشور وارد شود.

است. این امر در تلاشهای نظامی ایران عاملی بازدارنده بود ولی در درازمدت راهکاری دوراندیشانه به شمار آمد. ایران از جنگ به سختی آسیب دید ولی در زمینه تعهدات مالی از خود پیشینه خوبی برجا گذاشت؛ درست برخلاف عراق که میلیاردها دلار به پشتیبانان عرب خود، کویت و عربستان سعودی، و به غرب بدهکار شد. در واقع، شاید بار بدهی‌ها علت عمده ماجراجویی بدفرجام عراق در کویت بوده است. با این حال در آغاز ۱۹۹۰، ایران وام گرفتن از بازارهای مالی بین‌المللی را به گونه‌ای چشمگیر آغاز کرد. کل بدهی از ۶/۵ میلیارد در ۱۹۸۹ به ۲۳/۴ میلیارد دلار در ۱۹۹۳ رسید. در آغاز بیشتر بدهی‌ها کوتاه مدت بود ولی بویژه پس از استمهال بدهی در ۱۹۹۳ و ۱۹۹۴، این بدهی‌ها به بدهی بلندمدت تبدیل شد. نکته‌ای به همین اندازه مهم این است که حجم عمده این بدهی‌های بلندمدت به دوش دولت بود یا دولت آنها را تضمین می‌کرد.

سیر افزایش بدهی خارجی ایران در جدول ۵۲ نشان داده شده است. بدهی خارجی کشور از ۴۸ درصد در ۱۹۸۰ به بیش از ۵۸ درصد GNP بالغ گردید. شاید روشن تر از همه، نسبت بدهی به صادرات است که از ۳۲ درصد در ۱۹۸۰ به بیش از ۱۱۴ درصد در ۱۹۹۵ افزایش یافت. فشار این بدهی را می‌توان در نسبت بدهی به خدمات مشاهده کرد. جدول ۵۲ نشان می‌دهد که این نسبت به بیش از ۲۱ درصد افزایش یافته است. به سخن دیگر، کشور در هر سال متعهد به هزینه کردن ۱/۵ درآمدهای به دست آمده از مبادلات خارجی برای تأمین بهره بدهی خارجی بوده است. گذشته از آن، نیازهای نظامی، خوراکی و صنعتی کشور جای اندکی برای هر گونه هزینه دیگر در مبادلات خارجی باقی می‌گذاشت.

این وضع هشدار دهنده بود بویژه از آن رو که نفت بخش عمده صادرات ایران را در بر می‌گیرد. وابستگی به اقتصاد تک محصولی وضع اقتصادی ایران را در برابر نوسانهای بازار جهانی نفت

سال	کل بدهی بعنوان درصدی از GNP	کل بدهی بعنوان درصدی از صادرات	خدمات بدهی بعنوان درصدی از صادرات
۱۹۸۰	۴/۸	۳۲٪	۶/۸
۱۹۸۱	۳/۷*	۲۹/۴+	n/a
۱۹۸۲	۶/۲	۳۸/۲	۵/۴
۱۹۸۳	۳/۰*	۳۱/۱+	n/a
۱۹۸۴	۲/۰*	۲۸/۶+	n/a
۱۹۸۵	۳/۲	۴۰/۵	۴/۱
۱۹۸۶	۲/۷	۷۴/۹	۷/۳
۱۹۸۷	۴/۵	۴۹/۷	۳/۶
۱۹۸۸	۴/۶	۵۲/۲	۵/۶
۱۹۸۹	۵/۳	۴۷٪	۳/۳
۱۹۹۰	۷/۶	۴۴/۷	۳/۲
۱۹۹۱	۹/۴	۵۸٪	۴/۱
۱۹۹۲	۱۴/۷	۷۷/۴	۵/۲
۱۹۹۳	۳۷/۵*	۱۲۱٪	۹/۳
۱۹۹۴	۴۲/۸*	۱۱۳/۵	۲۱/۶
۱۹۹۵	۵۸/۲*	۱۱۴/۶	n/a
۱۹۹۶	۲۶/۷*	/a	n/a
۱۹۹۷	۱۲/۸*	n/a	n/a

منبع: بانک جهانی، جدولهای مربوط به بدهی جهانی
* محاسبه با بهره‌گیری از نرخ‌های رسمی ارز
* محاسبه با بهره‌گیری از جمع صادرات کالاها و خدمات و درآمد.

○ سرمایه‌گذاری بین‌المللی
به دو گونه می‌تواند انجام
گیرد: سرمایه‌گذاری
مستقیم در یک کشور از
سوی شرکتهای
چندملیتی، یا خرید سهام
شرکتهای گوناگون در آن
کشور از سوی
سرمایه‌گذاران بین‌المللی.
مورد دوم، روشی بسیار مهم
در افزایش سرمایه‌است و در
این خصوص بازار سهام
تهران در هدایت منابع داخلی
و خارجی به سوی
سرمایه‌گذاری در ایران
نقشی بنیادین دارد.

شاید این نسبت کمتر از اندازه برآورده شده باشد. با وجود این باید یکبار و برای همیشه این انگاره نادرست را کنار بگذاریم که استقرار خارج‌جی می‌تواند به رشد اقتصادی بینجامد. دلایل امر، به کوتاهی چنین است:

مهمترین نکته آن است که بازپرداخت هر وام خارجی باید با بهره‌گیری از ارز خارجی به دست آمده از صدور فرآورده‌های پروژه‌های تأمین مالی شده از سوی همان وام انجام گیرد. فرض کنید که کشوری از خارج وام می‌گیرد، کارخانه‌ای برپا می‌کند، کالاهایی که بازار بین‌المللی دارد تولید می‌کند و ارز خارجی کافی برای بازپرداخت بهره و اصل وام اصلی به دست می‌آورد. استدلال من این است که چنین پروژه‌ای اگر هم وجود داشته باشد، نادر خواهد بود.

فرض کنید این پروژه ۲۰۰ میلیون دلار هزینه دارد که نیمی از آن بایک وام ده ساله خارجی با بهره ۸ درصد تأمین مالی می‌شود. این وام مهلتی سه

آسیب‌پذیر می‌سازد - و هنگامی که ایران به بخش عمده درآمد نفت برای بازپرداخت بدهی‌های خود نیاز پیدا می‌کند، این آسیب‌پذیری حتی وخیم‌تر نیز می‌شود. شاید این آسیب‌پذیری پیامدهای گسترده اقتصادی و سیاسی داشته باشد، زیرا چنین وضعی را در دیگر کشورها نیز شاهد بوده‌ایم. و سرانجام، روشن است که صدور نفت، به معنی فروش سرمایه و مواهب خدادادی ایران است؛ و فروش این مواهب برای جبران بدهی خارجی تنها در حالی پذیرفتنی است که مبالغ استقرار شده در پروژه‌هایی با تولید بسیار چشمگیر به کار افتد. ولی وجود چنین پروژه‌هایی در ایران قابل تأمل است.

دولت از چنین تهدیدی آگاه بود و از ۱۹۹۵ تاکنون به مقدار چشمگیری از حجم بدهی خارجی خود کاسته است. در ۱۹۹۷، کل بدهی خارجی به ۱۱/۶ میلیارد دلار رسید و نسبت آن با GDP به ۱۲/۸ درصد کاهش یافت؛ اگر چه به علت کاربرد نرخ رسمی پایین و کاذب ارز خارجی

می‌پذیرد. اما در استقراض خارجی، دولت بعنوان وام گیرنده یا تضمین کننده، ریسک را به گردن می‌گیرد، چرا که قرارداد وام خارجی بر پایه ارزش خارجی بسته می‌شود. از این رو، کاهش ارزش ریال اثری بر مقدار بهره یا اصل وامی که باید به ارز خارجی بازپرداخت شود، ندارد.

نتیجه‌اموردی که می‌توان از استقراض دفاع کرد، برای بهره‌برداری از منابع طبیعی کشور است. اگر تکنولوژی شناخته شده باشد و بازار فروش آن فرآورده مطمئن باشد، می‌توان از استقراض دفاع کرد. اما از آنجا که نمی‌توان به بازار اعتماد داشت و گزینش تکنولوژی همواره کاملاً آگاهانه نیست، حتی در این موارد نیز سرمایه‌گذاری مشترک پیشنهاد می‌شود.

برخی ممکن است تردیدهایی نسبت به استدلال بالا داشته باشند. بر پایه مقایسه وضع مالی ایران با وضع دیگر کشورها، گفته می‌شود که ایران کشوری با زیاد بدهکار نبوده و می‌تواند برای مدتی دست به استقراض زند. در واقع، به هیچ روی این گفته درست نیست و مانند این است که بگوییم اگر کشوری یا دولتی بار مالیاتی کمتر از میانگین دیگر کشورها یا دولت‌ها دارد، باید مالیات‌های خود را افزایش دهد. در دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ این گونه تحلیل‌ها در خصوص لهستان و مکزیک انجام گرفت که پیامدهای فاجعه‌باری داشت. گذشته از آن، ایران با دیگر کشورها که می‌توانند بر بازارهای مالی جهانی اثرگذار باشند، روابط چندان دوستانه‌ای ندارد و هنگامی که بحران فرا برسد به دشواری می‌تواند امیدوار به دریافت کمک از نوع کمکی باشید که مکزیک دریافت کرد.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دو امتیاز اساسی دارد. نخست اینکه، ریسک را سرمایه‌گذار و نه دولت میزبان می‌پذیرد. به دشواری می‌توان تصور کرد که تصمیم‌گیران دولتی، بتوانند به درستی میزان خطرپذیری در پروژه‌های گوناگون سرمایه‌گذاری را ارزیابی کنند، خواه این پروژه‌ها زیر نظارت مستقیم دولت باشند، خواه دولت بخش خصوصی را برای پذیرش این گونه پروژه‌ها راهنمایی کند. دیگر اینکه یکی از مسائل مهم

ساله دارد که در این مدت بهره به آن تعلق می‌گیرد ولی هیچ پرداختی لازم نیست. به سخن دیگر، پرداخت بهره و اصل از پایان سال سوم آغاز می‌شود و تا پایان سال دهم ادامه می‌یابد. همچنین فرض کنید که بهره، سالانه محاسبه می‌شود و پرداخت‌ها هر سال یکبار صورت می‌گیرد. این وام نیازمند آن است که کشور با آغاز سال سوم بیش از ۲۰ میلیون دلار کالا صادر کند تا بهره و اصل وام را بپردازد. پرسش این است: آیا چنین پروژه‌هایی وجود خارجی دارد؟

پیش از هر پاسخ، يك احتمال را باید کنار گذاشت. در مورد کشورهای تولیدکننده نفت مانند ایران، گاه يك پروژه تنها به این دلیل سودآور و نامرود می‌شود که نفت به شرکت مورد نظر به بهای توافقی فروخته می‌شود. پروژه‌های پتروشیمی نمونه خوبی است. اما اگر هر دروندادی (input) به بهای بازار آن ارزش‌گذاری شود به دشواری می‌توان پروژه‌ای را که در اینجا در پی یافتن آن هستیم، پیدا کرد.

گمان نادر بودن این گونه پروژه‌ها را می‌توان با روش رده‌بندی (Taxonomic) نشان داد. برای آنکه کشوری در چنین مجال اندکی کالاهای صادراتی تولید کند یا باید در تولید يك فرآورده مزیت نسبی داشته باشد یا آن را با ورود تکنولوژی نو یا با کشف يك منبع تازه به دست آورد. احتمال نخست را می‌توان رد کرد زیرا اگر کشور تاکنون در تولید فرآورده‌ای مزیت نسبی داشته است نیازی به مداخله دولت نخواهد بود و بخش خصوصی از این امکان سود برده است. یا اگر شرکت‌های خصوصی نیازمند وام گرفتن از خارج می‌شوند نیازی به تضمین این وام از سوی دولت نخواهد بود. اگر لازم باشد که مزیت نسبی با انتقال تکنولوژی به وجود آید، این ضرورت دلیلی به سود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. بی‌گمان سرمایه‌گذاری خارجی از سوی شرکت‌های چند ملیتی بر وام گرفتن دولت میزبان از خارج برتری دارد. شرکت‌های خارجی انگیزه زیادی دارند تا اطمینان یابند که تکنولوژی مناسب انتقال داده می‌شود و سرمایه‌گذاری شانس موفقیت زیادی دارد؛ از این رو به هر تلاشی برای ایجاد مزیت نسبی دست می‌زنند و شرکت ریسک آن پروژه را

○ بازار سهام می‌تواند در گردآوری سرمایه‌های داخلی و خارجی برای سرمایه‌گذاری در ایران نقشی مهم بازی کند. ولی بازارهای مالی ایران نوپا و ابتدایی است. هر چند بازار سهام تهران در سالهای اخیر رشدی چشمگیر داشته ولی در انداختن پس اندازها به راه سرمایه‌گذاری، نقش چندانی بازی نکرده است.

تحریم ایالات متحده بیمناک باشند ایران باید در گذر زمان نشان دهد که در داخل و در سطح بین المللی به قواعد وفادار است و اینکه قواعدبازی تغییر نخواهد کرد.

از دیگر موانع بر سر راه سرمایه گذاری خارجی، ناکارآمدی بازارهای مالی داخلی است. در نبود يك بازار سهام کارآمد در ایران، سرمایه گذاری مستقیم خارجی باید بوسیله يك شرکت چند ملیتی با همکاری دولت ایران یا شرکتی داخلی انجام پذیرد. این گونه سرمایه گذار بیهای مشترک تنها در توان شرکت های چند ملیتی بزرگ است. گذشته از آن، از همان آغاز، چنین پروژهای در حکم همه یا هیچ است. نه ابزارهای آماده ای برای ارزشیابی کار بنگاه وجود دارد، نه سرمایه گذاران برای مصون ماندن در برابر دگرگونیهای نرخ ارز در آینده به بازارهای پیش خرید دسترسی دارند. يك بازار سهام پر رونق، افزون بر آنکه تسهیل کننده ارتباطات مالی خارجی در بازار سرمایه داخلی است، در جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی نیز سودمند خواهد بود.

نقش بازار سهام در نظام اقتصادی

اهمیت وجود بازار بورس در عملکرد کارآمد نظام اقتصادی برای سیاستگذاران، بازرگانان، عامه مردم در کشورهای پیشرفته روشن است. اگر چه برخی سیاستگذاران ایرانی به فواید بازار سهام در يك اقتصاد بویا آگاهند، ولی جای تردید است که عامه مردم، بسیاری از بازرگانان، و برخی سیاستگذاران اقتصادی ارزش آن را شناخته یا به آن امید داشته باشند. آموزش دادن همگان و اعتمادسازی از راه برپایی نهادهای تنظیمی و تصویب قوانین و مقررات، تنها شرایط لازم برای شکوفایی و پذیرش گسترده بازار سهام است.

هدف این بخش، بررسی جامع نقش بازار سهام در يك اقتصاد در حال توسعه نیست. نه جای بحث طولانی در این زمینه است، نه چنین کاری ضرورت دارد. در مقابل، در اینجا به کوتاهی وظایف اساسی بازار سهام را بعنوان پیش درآمدی برای پرداختن به نارسایی های بازار بورس تهران و پیشنهاد راهکارهایی برای از میان برداشتن آنها بررسی

کشورهای در حال توسعه انتقال تکنولوژی است. سرمایه گذاری مستقیم خارجی ماهیتاً نیازمند انتقال تکنولوژی است. در واقع، بر پایه اصول ساده علم اقتصاد، شرکت خارجی مناسب ترین تکنولوژی را برمیگزیند و اگر در این کار موفق نشود، سرمایه گذاری اش به خطر خواهد افتاد. با وجود این، دولت میزبان دلیلی برای نگرانی ندارد.

یکی از جنبه های فرضیه خطرپذیری از سوی شرکت خارجی به ارز خارجی مربوط می شود. در ۱۹۷۱، دوران نرخ های ثابت برابری به پایان رسید. چندان توجهی ندارد که باور کنیم ایران یا هر کشور دیگری می تواند برای زمانی دراز همچنان نرخ ثابت ارز را حفظ کند. گواه این مدعا، ناموفق بودن همه راهکارهای دولت، از پیروزی انقلاب تا کنون، در تشبیت نرخ برابری ریال است. در خصوص سرمایه گذاری خارجی، هزینه ریسک ارز خارجی که برخاسته از نوسان های بازار است بر دوش شرکت خارجی خواهد بود. البته این پیش فرض وجود دارد که نرخ ارز از سوی بازار تعیین می شود و نسبتاً ثابت است.

دولت ایران به نیاز اقتصاد به سرمایه گذاری بی برده است و برای تشویق سرمایه گذاری خارجی در کشور گامهایی از جمله ایجاد مناطق آزاد تجاری برداشته است. اما با وجود همه تلاشها، میزان سرمایه گذاری خارجی ناچیز بوده و گذشته از آن، در برخی موارد، زمینه سازی های دولت نتیجه معکوس به بار آورده است.

اگر این نکته در دست باشد که ایران همه کارهای ممکن را انجام داده ولی شرکت های خارجی همچنان از ایران روی گردانند و از سرمایه گذاری در این کشور خودداری می ورزند، می توان گفت که ایران ناگزیر است در چارچوب توان منابع داخلی خود سرمایه گذاری کند. این امر مانع رشد اقتصادی می شود، اما باز هم نسبت به استقراض گزینه بهتری خواهد بود. به هر روی جای تردید است که دولت هر کار ممکن برای تشویق سرمایه گذاری خارجی انجام داده باشد. اگر چه دولت تضمینهای گوناگون مربوط به بازگشت سود و حل اختلافات را پیشنهاد کرده است، ولی مشکل اساسی سرمایه گذاران، بی اعتمادی است. گذشته از آن، ممکن است بسیاری از سرمایه گذاران از

○ يك بازار سهام خوب سازمان یافته و دارای عملکرد مؤثر، بازارهای اوراق قرضه و ارز خارجی که باشبکه بازارهای مالی جهانی در پیوند بوده و به روی سرمایه گذاران سراسر جهان گشوده باشند، برای گردآوری وجوه مالی به منظور سرمایه گذاری در ایران اهمیت بنیادین دارد. این بازارها راهی برای ارزیابی مداوم دارایی های مالی به وجود می آورد و جذب سرمایه خارجی را آسان می سازد.

بازار بورس، فروشندگان و خریداران سهام شرکت‌های گوناگون را گرد هم می‌آورد. با تلاقی عرضه و تقاضا در این بازار، قیمت‌های متوازن برای سهام مورد معامله به وجود می‌آید. برخلاف بازارهای مسکن و کار، معاملات در بازارهای مالی بسیار سریع انجام می‌گیرد. از این رو، در هر لحظه، بویژه چنانچه بازار را کد نباشد، بهای اوراق بهادار نمایانگر ارزش گذاری سرمایه‌های مورد معامله از سوی سرمایه‌گذاران است. این ارزش گذاری بسیار مهم است زیرا جابه‌جایی یا تغییر کاربری کالاها سرمایه‌ای - به شکل ساختمان و کارخانه - به علت ماهیت خاص آنها بسیار پرهزینه است. از این رو، عدم مطلوبیت یک سرمایه گذاری که غیر سود آور شده است، در کاهش بهای سهام آن بازتاب می‌یابد. خریداران تازه که برای آن کارخانه یا ساختمان پول بسیار کمتری می‌پردازند، ممکن است بازده آنرا پذیرفتنی ببینند. عکس این جریان برای سهام یک شرکت رو به ورشکستگی پیش می‌آید که بخت به آن رو می‌کند و پروژه‌هایش سود آور می‌شود. کسانی که درست تصمیم‌گیری می‌کنند پاداش می‌گیرند.

بازار به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد از شرکتی به شرکت دیگر روی آورند. بدین سان، کارخانه و ساختمان‌ها جابه‌جا نمی‌شوند، ولی سرمایه‌گذاران تحرک دارند. این امر چند پیامد دارد. نخست آنکه، شرکت‌کنندگان در بازار نگران نخواهند بود که اگر زمانی تصمیمی گرفتند و بعد دریافتند که سرمایه گذاری نامطلوبی انجام داده‌اند، باقی عمر را ناگزیر باید با آن سر کنند. در این خصوص جریمه می‌پردازند و خارج می‌شوند. دوم، منابع مالی به سوی پروژه‌هایی که سودآوری بیشتری دارند رانده می‌شود. ولی از همه مهم‌تر اینکه بازار، سرمایه خارجی را جذب می‌کند. اگر بازار سهام در کار نباشد، کشور تنها می‌تواند امیدوار باشد که کارآفرینان و شرکت‌های چند ملیتی در آن سرمایه‌گذاری کنند. بازار سهامی که به روی سرمایه‌های بین‌المللی گشوده باشد، می‌تواند سپرده‌های خارجی را در اختیار کارآفرینان و شرکت‌های داخلی بگذارد.

تخصیص منابع سرمایه‌گذاری، یکی از وظایف

مهم نظام اقتصادی است؛ کاری است که با آینده پیوند دارد. سرمایه‌گذاری در صنایع خوش آینه و هموار ساختن راه تکنولوژی‌های آینده، در عین حال از دور خارج کردن بنگاه‌های قدیمی و ناکارآمد از وظایف مهم و بسیار حیاتی یک اقتصاد به‌شمار می‌آید. آزموده‌ها گویای آن است که دولتها بدترین صاحب‌نظر در قبال چنین تصمیماتی هستند. یک بازار سهام همواره در پیش‌بینی بهترین پروژه‌های سرمایه‌گذاری درست کار نمی‌کند. ولی با فرایند آزمون و خطا بهترین راهنمای اقتصاد برای گرفتن چنین تصمیماتی است. باید یادآور شد که این وظیفه بازار سهام مستلزم آن نیست که کل سرمایه‌گذاری یا حتی بخش کلان آن از راه بورس مبادله شود. کافی است که مبادله نمایانگر ارزیابی آزاد بسیاری از خریداران و فروشندگان از پتانسیل‌های گوناگون سرمایه‌گذاری باشد.

بازار سهام فرایند سرازیر شدن سپرده‌ها، بویژه سپرده‌های اندک را به سوی سرمایه‌گذاری آسان می‌کند. این درجای خود مشوق سرمایه‌گذاری است. کارآفرینان و شرکت‌ها نه برای تأمین مالی پروژه‌های خود به ثروت و دارایی شخصی یا وام وابسته‌اند، نه سپرده‌گذارانی به‌شمار می‌آیند که برای پاسداری از سپرده‌های خود محدود به گزینه‌های خویش باشند.

همه این کارها نیازمند آن است که شرکت‌کنندگان در یک بازار سهام به عملکردهای آن اعتماد داشته باشند. بیشتر مردمان از جمله در ایران با بازارهای سهام و کارکردهای آنها آشنا نیستند و روی هم رفته به بازار اعتماد ندارند. در اینجا وظیفه دولت مطرح می‌شود: دخالت نکردن در کارکردهای بازار و در عین حال ایجاد قواعد و تضمین اینکه آن قواعد تنها به گونه دموکراتیک و از راه فرایندهای درست تغییر یابد. گذشته از آن، تغییر قواعد نباید عطف به‌ماسبق شود. دولت باید دانشگاهیان و روزنامه‌نگاران را تشویق کند که توده مردم را با بازار سهام آشنا کنند. نیازی به گفتن نیست که نه ایجاد اعتماد و نه آموزش مردمان کاری نیست که یک شبه انجام گیرد.

مسئولان بازار سهام تهران و دولت ایران از این

○ وابستگی به اقتصاد تک‌محصولی، وضع اقتصادی ایران را در برابر نوسان‌های بازار جهانی نفت آسیب‌پذیر می‌سازد و هنگامی که ایران به بخش عمده درآمد نفت برای بازپرداخت بدهی‌های خود نیاز پیدا می‌کند، این آسیب‌پذیری حتی وخیم‌تر نیز می‌شود.

راه بود. تا ۱۹۷۸ و آغاز انقلاب، شمار شرکتها به ۱۰۵ شرکت رسیده بود. رشد ارزش سهام معامله شده نیز بسیار چشمگیر بود. این مقدار از زیر ۳۲ میلیون ریال در ۱۹۶۸ به بیش از ۲۳ میلیارد ریال در ۱۹۷۸ افزایش یافت (جدول ۵.۳).

مسائل به خوبی آگاهی دارند. با این حال، اجرای سیاستهای مناسب و پدید آوردن دستگاه لازم برای کارکرد مؤثر بازار سهام، نیازمند یکپارچگی دیدگاههای سیاسی است.

بازار اوراق بهادار تهران

در طول دهه ۱۹۷۰، دلارهای نفتی به ایران سرازیر و درآمد ملی، چه به گونه واقعی و چه به ظاهر در حال افزایش بود. اما با وجود افزایش فعالیتهای بازار اوراق بهادار تهران، نقش آن در اقتصاد بی‌اهمیت باقی ماند. همان گونه که جدول ۵.۴ نشان می‌دهد، نسبت ارزش کلی سهام معامله

معاملات در بازار اوراق بهادار تهران از اوایل سال ۱۹۶۸ آغاز شد. کارکرد این بازار در سنجش با بازارهای جا افتاده در کشورهای پیشرفته، بسیار ضعیف بود. در پنج سال نخست، کمتر از ۵۰ شرکت برای دادوستد پذیرفته شدند؛ هر چند این، برای یک اقتصاد در حال توسعه، آغاز

روشن است که صدور نفت، به معنی فروش سرمایه و مواهب خدادادی ایران است. فروش این سرمایه برای جبران بدهی خارجی، تنهادر حالی پذیرفتنی است که مبالغ استقراض شده در پروژه‌هایی با تولید بسیار چشمگیر به کار افتد.

جدول ۵.۳ فعالیتهای بورس اوراق بهادار تهران ۱۹۶۷-۱۹۹۶

سال	شمار شرکت‌های پذیرفته شده	شمار سهام معامله شده (۱۰۰۰ سهام)	ارزش سهام معامله شده (میلیون ریال)	بهای شاخص سهام
۱۹۶۷	۲		۱۵	
۱۹۶۸	۶		۳۲	
۱۹۶۹	۹		۸۹	
۱۹۷۰	۱۲		۱۰۷	
۱۹۷۱	۱۷		۱۳۴	
۱۹۷۲	۲۳		۳۳۴	
۱۹۷۳	۳۴		۱۳۲۲/۷	
۱۹۷۴	۴۳		۶۵۰۵/۶	
۱۹۷۵	۵۹		۱۰۷۲۱/۸	
۱۹۷۶	۸۰	۱۶۴۱/۰	۲۱۰۶۴/۱	
۱۹۷۷	۱۰۲		۱۹۴۸۷/۹	
۱۹۷۸	۱۰۵		۲۳۳۸۰/۰۶	
۱۹۷۹			۳۰/۲	
۱۹۸۰	۷۰		۰/۰	
۱۹۸۱	۷۱		۰/۰	
۱۹۸۲			۲/۱	
۱۹۸۳	۵۹		۶/۶	
۱۹۸۴	۵۶	۹۸۲/۹	۱۱۶۷/۹	
۱۹۸۵	۵۶		۱۲۱۱/۵	
۱۹۸۶	۵۵		۱۷۳۵/۸	
۱۹۸۷	۵۶	۵۱۴/۳	۱۶۹۶۳	
۱۹۸۸	۵۶	۱۸۳۰/۲	۹۹۳۵/۷	
۱۹۸۹	۶۷	۳۹۸۴/۱	۱۱۱۳۹/۷	۱۰۰/۰
۱۹۹۰	۹۵	۱۳۳۱۴/۳	۶۴۶۸۷/۳	۱۸۴/۳
۱۹۹۱	۱۰۸	۶۲۵۹۴/۳	۴۸۷۲۵۸/۱	۴۷۲/۱
۱۹۹۲	۱۲۱	۴۹۷۵۵/۸	۳۵۲۰۷۲/۱	۴۳۵/۱
۱۹۹۳	۱۳۷	۹۷۳۲۸/۵	۵۱۵۶۱۳/۰	۴۰۳/۵
۱۹۹۴	۱۶۳	۱۴۹۲۳۷/۲	۷۹۳۴۰۱/۸	۶۹۴/۳
۱۹۹۵	۱۹۸	۴۳۲۱۳۸/۴	۱۸۸۰۵۶۴/۴	۱۵۴۹/۴
۱۹۹۶		۹۰۱۷۰۰/۰	۴۳۸۱۶۰۰/۰	

**جدول ۴-۵- ارزش سهام معامله شده
در بورس اوراق بهادار تهران و کل سرمایه گذاری
به عنوان درصدی از GDP، ۹۶-۱۹۶۷**

سال	درصدی از GDP ارزش سهام معامله شده	کل سرمایه گذاری
۱۹۶۷	۰/۰۰	۲۱/۵۱
۱۹۶۸	۰/۰۱	۲۲/۰۷
۱۹۶۹	۰/۰۱	۲۳/۲۷
۱۹۷۰	۰/۰۱	۲۳/۹۲
۱۹۷۱	۰/۰۱	۲۲/۸۰
۱۹۷۲	۰/۰۳	۲۳/۹۵
۱۹۷۳	۰/۰۷	۲۱/۸۱
۱۹۷۴	۰/۲۱	۱۷/۹۰
۱۹۷۵	۰/۳۲	۲۸/۰۷
۱۹۷۶	۰/۴۶	۳۲/۸۳
۱۹۷۷	۰/۳۶	۳۳/۲۶
۱۹۷۸	۰/۴۴	۲۹/۶۸
۱۹۷۹	۰/۰۰	۱۹/۰۹
۱۹۸۰	۰/۰۰	۲۱/۷۴
۱۹۸۱	۰/۰۰	۱۹/۰۸
۱۹۸۲	۰/۰۰	۱۷/۴۷
۱۹۸۳	۰/۰۰	۲۱/۴۵
۱۹۸۴	۰/۰۱	۲۰/۹۱
۱۹۸۵	۰/۰۱	۱۷/۴۹
۱۹۸۶	۰/۰۱	۱۵/۳۷
۱۹۸۷	۰/۰۱	۱۳/۳۵
۱۹۸۸	۰/۰۴	۱۳/۲۶
۱۹۸۹	۰/۰۴	۱۳/۳۵
۱۹۹۰	۰/۱۸	۱۵/۴۵
۱۹۹۱	۰/۹۵	۲۱/۶۴
۱۹۹۲	۰/۵۳	۲۲/۰۳
۱۹۹۳	۰/۵۵	۲۲/۰۷
۱۹۹۴	۰/۶۲	۲۳/۲۵
۱۹۹۵	۰/۰۲	۲۳/۶۹
۱۹۹۶	۱/۸۳	۲۶/۴۸

نرخ بهره دولتی می برداختند. با این حال، چون برخی پیمانکاران که با دولت سروکار داشتند اوراق قرضه را می خریدند، حجم معاملات در ۱۹۷۷ به ۲۵ میلیارد ریال نزدیک شد. (جدول ۵-۵). انقلاب، نقطه پایان بر رشد بازار اوراق بهادار گذاشت. در طول سالهای ۱۹۷۹ تا ۱۹۸۳ ارزش اوراق بهادار مورد معامله پیوسته کاهش می یافت. در دسامبر ۱۹۸۳، قانون بانکداری اسلامی نقطه پایانی بر معاملات اوراق قرضه در بازار بورس تهران نهاد.

در خصوص سهام، در سالهای ۱۹۷۹ تا ۱۹۸۳، ارزش سهام معامله شده تقریباً هیچ بود. در سالهای ۱۹۸۴ تا ۱۹۸۷ گرچه معاملاتی انجام می شد ولی با گرفتن دوباره بازار بورس تا ۱۹۸۸ به تأخیر افتاد.^۶

در ۱۹۸۸ جنگ با عراق پایان یافت و در همان سال نخستین برنامه توسعه (۱۹۸۸-۹۳) جمهوری اسلامی ایران به اجرا گذاشته شد. این برنامه، خصوصی سازی بنگاه های زیر پوشش مالکیت دولت را اجازه می داد.^۷ انتخابات ریاست جمهوری ۱۹۸۹ به معنای به اجرا درآمدن راهکارهای پیش بینی شده در برنامه بود. در ۱۹۹۰، سهام شرکتهای دولتی به ارزش ۱۰/۸ میلیارد ریال در بازار بورس تهران عرضه شد. این رقم در ۱۹۹۳ به ۱۶۶/۶ میلیارد ریال افزایش یافت.^۸ در واقع، به نوشته مجله اکونومیست، «ایران داوطلبانه اصل قواعد بازسازی صندوق بین المللی پول را پذیرفت، البته بی آنکه در برابر، از صندوق درخواست وام کند.»^۹

همه سهام معامله شده در بازار بورس از سوی بخش خصوصی خریداری نمی شد. سهم خریدهای بخش خصوصی از کل ارزش سهام معامله شده در سالهای ۱۹۸۹ و ۱۹۹۰ صد درصد بود ولی در ۱۹۹۱ این سهم به ۷۹/۳ درصد، در ۱۹۹۲ به ۵۳/۲ درصد و در ۱۹۹۳ به ۶۵ درصد کاهش یافت.^{۱۰}

رونق بازار در ۱۹۹۲ به علت تغییر سیاست دولت در مورد ارزش خارجی دچار وقفه شد^{۱۱} ولی در ۱۹۹۳، بازار رونق خود را بازیافت که تاکنون نیز ادامه دارد.

شده به GDP در ۱۹۶۸ که ۰/۰۱ درصد بود، تا ۱۹۷۸ به ۰/۴۴ درصد رسیده بود.

اوراق قرضه دولتی نیز در بازار اوراق بهادار تهران معامله می شد. پیش از انقلاب، اوراق قرضه دولتی هیچگاه در اقتصاد ایران مورد اقبال نبود. علت آن بود که بهره برداخت شده از سوی دولت به سختی تورم را جبران می کرد در حالی که سرمایه گذار به سادگی می توانست وام گیرندگانی در بخش خصوصی بیابد که چند برابر

○ تنها موردی که می توان از
استقرار دفاع کرد، برای
بهره برداری از منابع طبیعی
کشور است. اگر تکنولوژی
شناخته شده باشد و بازار
فروش آن فرآورده مطمئن
باشد می توان از استقرار
دفاع کرد. اما از آنجا که
نمی توان به بازار اعتماد
داشت و گزینش تکنولوژی
همواره کاملاً آگاهانه
نیست، حتی در این موارد
نیز سرمایه گذاری مشترک
پیشنهاد می شود.

ارزش اوراق قرضه معامله شده

سال	ارزش اوراق قرضه معامله شده
۱۹۶۸	۹۲
۱۹۶۹	۲۴
۱۹۷۰	۱۵
۱۹۷۱	۲۵۴
۱۹۷۲	۸۶۵
۱۹۷۳	۱۴۵۱/۲
۱۹۷۴	۴۴۵۶/۶
۱۹۷۵	۷۳۴۲/۹
۱۹۷۶	۱۷/۱۹۱/۹
۱۹۷۷	۲۴/۹۲۹/۳
۱۹۷۸	۱۰/۸۲۴/۷
۱۹۷۹	۴۰۷۵/۹
۱۹۸۰	۵۳۸
۱۹۸۱	۴۹/۱
۱۹۸۲	۴۸/۲
۱۹۸۳	۲/۶
۱۹۸۴	
۱۹۸۵	

○ دولت ایران به نیاز اقتصاد به سرمایه گذاری پی برده است و برای تشویق سرمایه گذاری خارجی در کشور گامهایی از جمله ایجاد مناطق آزاد تجاری برداشته است، اما با وجود همه تلاشها، میزان سرمایه گذاری خارجی ناچیز بوده است.

۱۲۶۴ و پایین ترین ۱۱۸) بوده است. در اینجا بی ثباتی تعداد کل و ارزش کل سهام معامله شده شایان توجه است (نمودارهای ۵.۴ و ۵.۵). برای نمونه، در سه روز پیاپی (۲۹ ژوئیه، ۱ اوت، و ۲ اوت) ارزش سهام معامله شده به ترتیب ۱/۲ میلیارد، ۱۰۶/۳ میلیارد و ۱/۰ میلیارد ریال بوده که ممکن است این بی ثباتی برخاسته از رکود بازار یا وجود چند بازیگر بزرگ در بازار بوده باشد. به هر روی، این وضع به اعتماد سرمایه گذاران کوچک به سهام یا بازار بورس نمی افزاید.

سرچشمه این نوسانهای بزرگ نیازمند بررسی است. در ایران شماری سازمانهای بزرگ نیمه دولتی وجود دارند که هر یک در برگیرنده چند شرکت است. این سازمانها کنترل منابع مالی بزرگ را در دست دارند و معمولاً در برابر مقامات دولتی پاسخگو نیستند. اگر سازمانهای یاد شده مسئول ناپایداری بازار بورس باشند، انگیزه دیگری برای از میان برداشتن آنها به وجود می آید.

پیشتر یاد آور شدیم که مسئولان بازار بورس تهران و دولت ایران به اهمیت بازار بورس و پیش نیازهای کارکرد مؤثر آن به خوبی آگاهند. این آگاهی در اقدامات انجام شده برای تجهیز بازار بورس به تکنولوژی مدرن، جلب توجه سرمایه گذاران خارجی به آن و ایجاد اعتماد در سرمایه گذاران نمود می یابد.

بازار بورس تهران کارهای خود را رایانه ای کرده و در پی گسترش فعالیتش به استانهای کشور است. در سپتامبر ۱۹۹۰ بازار بورس به فدراسیون بین المللی بازار بورس پیوست. از ۱۹۹۶ تاکنون فعالیت های روزانه آن در اینترنت گزارش شده است. گذشته از آن بازار بورس به لزوم ایجاد اعتماد در سرمایه گذاران کوچک و پشتیبانی از آنان آگاه است.^{۱۳}

پیش نیازهای واسطه گری مالی مؤثر

مطالبی کلی پیرامون فعالیت بازار بورس تهران و موضوعاتی در ارتباط با ایستار دولت ایران در جامعه بین المللی بیان شد. در ادامه به چند نکته مهم در پیوند با اقتصاد کلان و سیاستهای پولی می پردازیم که اگر قرار باشد بازار بورس نقش سازنده ای در اقتصاد ایران بازی کند فوریت بسیار

با سنجش ارزش سهام معامله شده با GDP کشور (جدول ۵.۴) می توان ارزیابی بهتری از رشد بازار بورس تهران و رابطه آن با اقتصاد کشور انجام داد. در ۱۹۹۶، نسبت ارزش سهام معامله شده به GDP تنها ۱/۸۳ درصد بود. در ایالات متحده در سال ۱۹۹۵ این رقم به ۴۸ درصد GDP می رسید.^{۱۲} داده علوم انسانی و مطالعات فریبی در جدول ۵.۴، همچنین نسبت کل سرمایه گذاری به GDP آمده است. این نسبت از بالای ۳۳ درصد در دوره افزایش بهای نفت در سالهای ۱۹۷۶-۷ و زیر ۱۳ درصد در سالهای پایانی جنگ در نوسان بوده است. روشن است که بازار سهام نقش ناچیزی در گردآوری سپرده ها و تخصیص منابع سرمایه گذاری به فعالیت های گوناگون بازی می کند (نمودار ۵.۲).

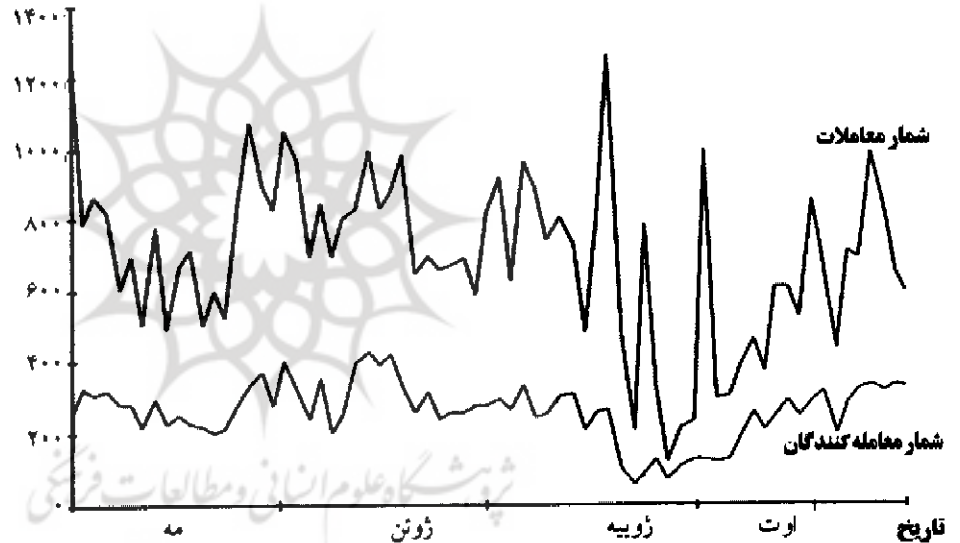
فعالیت های روزانه بازار بورس تهران در ماههای مه-اوت ۱۹۹۸ در نمودارهای ۵.۳ و ۵.۵ نشان داده شده است. چند ویژگی در خور یادآوری است. شمار معامله کنندگان از ۵۵ نفر تا ۴۲۶ نفر در نوسان و میانگین آن ۲۶۰ نفر بوده است. میانگین شمار معاملات روزانه ۶۹۳ (بالاترین

نمودار ۲- ارزش سهام معامله شده در بورس اوراق بهادار تهران و کل سرمایه‌گذاری بعنوان درصدی از GDP، ۱۹۶۷-۱۹۹۵

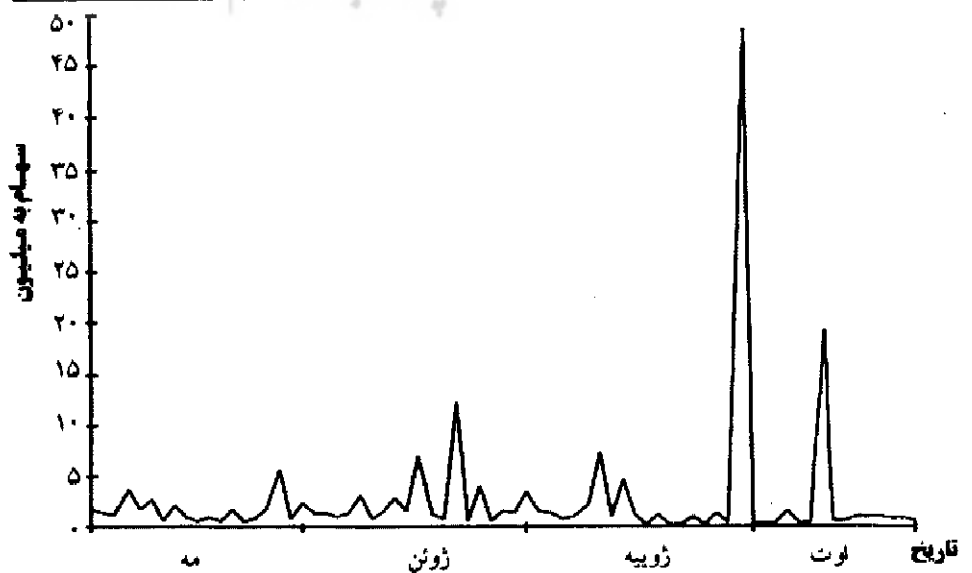


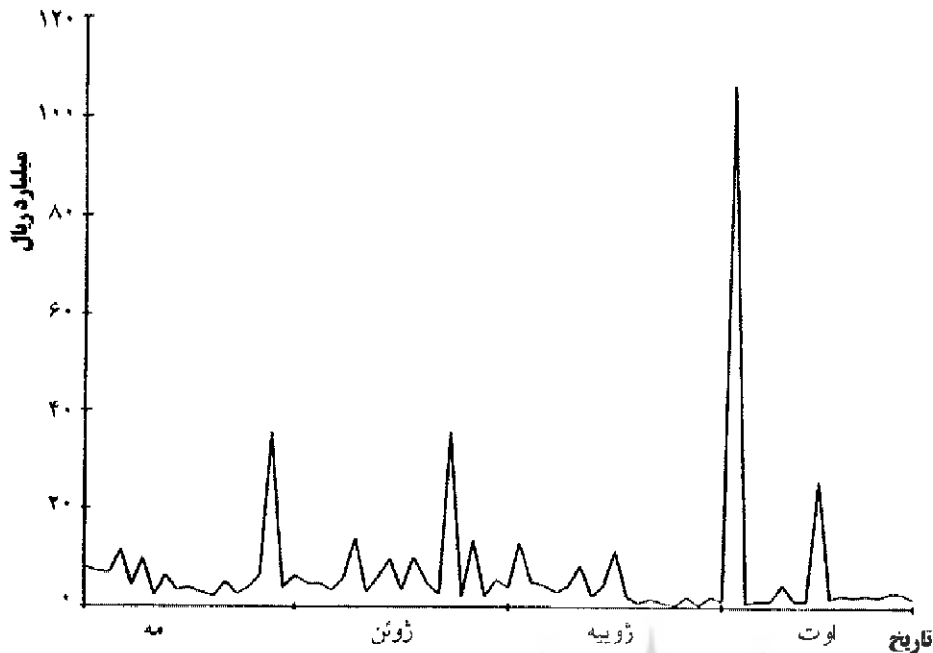
○ گـرچه برخی سیاستگذاران ایرانی به فواید بازار سهام در یک اقتصاد پویا آگاهند، ولی جای تردید است که عامه مردم، بسیاری از بازرگانان، و برخی سیاستگذاران اقتصادی ارزش آنرا شناخته یا به آن امید داشته باشند.

نمودار ۳- شمار روزانه معاملات و معامله‌کنندگان در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۹۹۸



نمودار ۴- شمار روزانه سهام معامله شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۹۹۸





○ مسئولان بازار بورس تهران و دولت ایران به اهمیت بازار بورس و پیش‌نیازهای کارکرد مؤثر آن به خوبی آگاهند. این آگاهی در کارهای انجام شده برای تجهیز بازار بورس به تکنولوژی مدرن، جلب توجه سرمایه‌گذاران خارجی به آن و ایجاد اعتماد در سرمایه‌گذاران نمود می‌یابد.

کاهش می‌یابد. ولی از آنجا که مسائل مالی از دید سیاست‌گذاران اولویت دارد، سیاست پولی بعنوان یکی از نتایج فرعی برنامه‌های مالی برگزیده می‌شود. همچنین، هرگونه کاهش هزینه از سوی دولت در افزایش عرضه پول بازتاب می‌یابد.

انتشار اوراق قرضه مشارکت ملی باید راه درازی بییماید تا این خلأ را پر کند. به هر روی لازم است که این اوراق به گونه فراگیر پذیرفته شود و مهمتر آنکه بازار دیگری برای آنها به وجود آید.

یکی از مسائل کاربردی در خصوص انتشار قرضه دولتی، نرخ بالای تورم در ایران است. برای تشویق سرمایه‌گذاران به خرید اوراق قرضه، دولت ناگزیر به پرداخت نرخ بهره‌ای است که برابر یا نرخ تورم یا بیشتر از آن باشد. این درجای خود به کسری بودجه می‌افزاید. راه‌حل، مهار کردن تورم است.

مزایای این هدف چندان نیاز به توضیح ندارد. اما برخی بر این باورند که در یک فضای تورم‌زا ممکن است سرمایه‌گذاران بعنوان پناهگاهی امن به بازار بورس بازگردند. گرچه این نکته در مورد کشورهایی که نرخ تورم نه چندان بالا داشته‌اند اما بهای باثبات کالاها را آزموده‌اند صادق است، ولی در مورد کشوری با قیمت‌های نجومی کاربرد

خواهد داشت. از ویژگیهای این سیاستها این که خودبه‌خود و بی‌توجه به اثرگذاری‌شان بر بازار بورس درخور دفاع هستند. این واقعیت که سیاستهای یاد شده گردآوری سرمایه را از راه بازار بورس آسان می‌کند، امتیاز دیگری است. ولی نکته مهم، ارزش برابری ریال در برابر دلار است که در بخش بعدی به آن پرداخته می‌شود.

نخستین موضوع، عرضه شدن دوباره اوراق قرضه دولتی در اقتصاد ایران است. اوراق قرضه برای متوازن کردن مجموعه اوراق بهادار و نگه داشتن سرمایه‌گذاران هنگامی که احساس می‌کنند باید از بازار سهام دور بمانند، ضرورت می‌یابد. اگر اوراق قرضه دولتی مورد اقبال جهانی قرار گیرد، بعد تازه‌ای به سیاست پولی ایران افزوده می‌شود. امروزه فعالیت‌های بازار آزاد ناممکن است، کمالینکه پیش از انقلاب نیز چنین بود. از این رو سیاستهای پولی و سیاستهای مالی بسیار به یکدیگر وابسته‌اند. راه افزایش پول گردش وام دادن به دولت است و کاهش عرضه پول نیازمند کاهش اعتبارات دولتی است. زمانی که دولت در قالب وام تازه‌ای هزینه می‌کند، پول اضافی به اقتصاد راه می‌یابد. از سوی دیگر، هنگامی که دولت به علت کاهش اعتبارات خود از برخی هزینه‌ها خودداری می‌ورزد، عرضه پول

ندارد. این استدلال به سود تورم پذیرفتنی نیست.

زیرا این نکته را نادیده می‌گیرد که تورم پدید آورنده بی‌اعتمادی است. اگر قیمت‌ها با این شتاب در حال افزایش باشد، چه هنگام باید خرید و چه هنگام باید فروخت؟ اگر سرمایه‌ای مالی فروخته شود، پس از آن چه باید کرد؟ آیا بهتر نخواهد بود که سهام با یک پول باثبات، مسانند دلار، ارزش گذاری شود؟

تا آنجا که به سرمایه‌گذاران خارجی مربوط می‌شود، دلیلی بهتر از نرخ بالای تورم برای دوری گزیدن از بازار سهام یک کشور نمی‌تواند وجود داشته باشد. از ۱۹۷۹ تا ۱۹۹۷ ارزش دلار از ۷۰/۴۸ به ۳۰۰۰ ریال (نرخ رسمی) و ۵۵۰۰ ریال (نرخ بازار سیاه) افزایش یافته است. به سخن دیگر، ریال به‌طور رسمی بیش از ۴۱۰۰ درصد و به‌طور غیررسمی نزدیک به ۷۷۰۰ درصد کاهش ارزش داشته است. هر سرمایه‌گذار خارجی برای ورود به بازار حتی با وجود تورم به‌طور رسمی به نرخ سود با میانگین سالانه ۲۱/۸ درصد و به‌طور غیررسمی ۲۵/۸ درصد نیاز خواهد داشت. با در نظر گرفتن خطرپذیری کشور و سودهای عادی در کشورهای پیشرفته، تقاضای ۱۵ درصد سود سالانه بیش از نرخ تورم غیرمنطقی نیست. از این رو، سهام در ایران باید از ۲۷ تا ۴۱ درصد سودآوری داشته باشد تا بتواند با سهام در دیگر کشورها برابری کند.

در جای دیگر استدلال کرده‌ام که تورم در ایران پدیده‌ای پولی است. ۱۴ دولت باید عرضه پول را مهار کند و اجازه ندهد به چند درصد بالاتر از نرخ رشد اقتصادی افزایش یابد. با توجه به شرایط کنونی اقتصاد ایران ممکن است چنین کاری دشوار به‌نظر برسد، ولی دولت به اهمیت آن آگاه است. از ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۰ تورم به‌گونه‌ای چشمگیر کاهش یافت. گام اساسی در این خصوص، تحویل بانک مرکزی به نهادی مستقل است که وظیفه تثبیت ارزش داخلی و خارجی ریال را بر دوش گیرد.

اگر تورم مهار شود، ناگزیر نرخ برابری دیگر ارزها نسبت به ریال تثبیت خواهد شد. با وجود قیمت‌ها و نرخ‌های برابری باثبات، بازار بورس تهران امکان زیادی برای شکوفایی خواهد

داشت.

ارزش واقعی ریال در برابر دلار

مسئله تاریخی اقتصاد ایران، تقویت ارزش ریال بوده است. ولی هرگاه این مسئله مطرح شده، زنگ خطرهای اقتصادی و سیاسی، نابجا به صدا درآمده است. از دید سیاسی، چنین پنداشته می‌شود که کاهش ارزش ریال، مایه سرفاکنندگی ملی است. از دید اقتصادی هم ادعا می‌شود که کاهش ارزش ریال باعث افزایش قیمت‌ها می‌شود و باز سنگینی به دوش طبقات کم درآمد می‌گذارد. در اینجا به تشریح و توضیح نادرست بودن این گفته‌ها نمی‌پردازیم و به این نکته بسنده می‌کنیم که در واقع، تنها کسانی که دارای توان اقتصادی و سیاسی کافی برای بهره‌گیری از ارزش خارجی به نرخ دولتی هستند، با کاهش ارزش ریال زیان خواهند دید.

برای فهم مسئله، لحظه‌ای ببینداید که ایران نفتی برای صدور نداشته باشد. ارزش برابری ریال به دلار چه خواهد بود؟ این نرخ خیالی، همان نرخ برابری است که توان تولیدی اقتصاد ایران می‌تواند پشتوانه آن باشد. به همان اندازه که دلار به بهای پایین‌تر فروخته شود، ایرانیان به نرخی مصرف می‌کنند که تنها با فروش ثروت ملی بتوانند از پس آن برآیند. تقویت ارزش ریال چیزی بیش از یارانه دادن به نسل کنونی به زیان نسل‌های آینده و پایمال کردن ثروت ملی نیست. وضعی را در نظر بگیرید که به کالایی یارانه داده می‌شود. تقاضا برای چنین کالایی افزایش می‌یابد و بیشتر وقتها در مصرف آن زیاده‌روی می‌شود. همین وضع در خصوص ارز خارجی به‌دست آمده از راه فروش نفت صادق است.

زیان، به اتلاف منابع محدود نمی‌شود. ارزش بین‌المللی ریال به نوسان‌های بازار بین‌المللی نفت بستگی خواهد داشت. تنها راه حفظ ثبات نرخ ارز خارجی برای ایران، داشتن اندوخته‌های کلان خارجی است. ایران در حال حاضر نه چنین اندوخته‌ای دارد و نه می‌تواند چنین اندوخته‌ای پدید آورد. بالا بودن غیر واقعی ارزش ریال و نگرانی از بی‌ثباتی، مساع روی آوردن سرمایه‌گذاران خارجی به ایران است. روی هم

○ سرمایه‌گذاری در صنایع خوش‌آیند و هموار ساختن راه تکنولوژی‌های آینده، در عین حال از دور خارج کردن بنگاه‌های کهنه و ناکارآمد، از وظایف مهم بسیار حیاتی یک اقتصاد به‌شمار می‌آید.

تجارت جهانی یعنی رابطه سنتی میان کشورها، رو به گسترش است. در عین حال، رابطه تازه و نیرومندتری از راه بازارهای مالی در سراسر جهان شکل می‌گیرد. اگر ایران می‌خواهد بیش از یک فروشنده نفت، جایی در نقشه اقتصادی بین‌المللی داشته باشد، باید بازارهای مالی خود را برپا کند و گسترش دهد و آنها را با بازارهای بین‌المللی سرمایه مرتبط سازد.

این استدلال را می‌توان به همه بازارهای مالی - سهام، اوراق قرضه، ارزهای خارجی، و کالا - گسترش داد. هدف مقاله حاضر بررسی مسئله سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نقش بازار بورس تهران بود که گامهایی به سوی تحقق آن برداشته است. پیشرفت بازار بورس تا این زمان فاصله زیادی با وضع مطلوب داشته است. نشان داده شد که نقش بازار بورس در اقتصاد ایران تقریباً ناچیز است و نقش چشمگیری در گردآوری سپرده‌ها، تخصیص سرمایه، یا جذب سرمایه خارجی بازی نمی‌کند.

همه شواهد گویای آن است که تصمیم‌گیران ایرانی از ضرورت برپایی یک بازار سهام کارآمد که با اقتصاد جهانی پیوند داشته باشد، آگاهند. با این حال به نظر می‌رسد که آنان دچار بیگانه‌هراسی بوده و مالکیت دولتی را ترجیح می‌دهند. تمرکز قدرت اقتصادی در چند سازمان بزرگ که مدیریت بسیاری از بنگاه‌های دولتی را در دست دارند وضع را پیچیده می‌کند. گرچه چارچوب فعالیت اقتصادی در ایران نیازمند بازاندیشی است و دگرگونی بنیادین قوانین و نگرشها ضرورت دارد، ولی سیاستهای میان مدت از دید اقتصاد کلان نیز باید مورد توجه باشد. بویژه، در پیش گرفتن سیاست پولی انقباضی با هدف مهار کردن تورم و تثبیت ارزش بین‌المللی ریال پیشنهاد می‌شود. عرضه دوباره اوراق قرضه دولتی، ابزار اجرای این سیاست را در اختیار مسئولان پولی کشور قرار می‌دهد. گذشته از آن، اوراق قرضه ابزار تازه‌ای در اختیار بازار سهام می‌گذارد و سرمایه‌گذاران را در متوازن کردن مجموعه اوراق بهادار خود کمک خواهد کرد. مهمتر آنکه، باید اجازه داد که ریال ارزش برابری خود را در برابر ارزهای خارجی بیابد؛ ارزشی که با

رفته، تعیین بهای دلار کمتر از ارزش واقعی آن، تولید داخلی و همچنین صادرات ایران را در برابر تولیدات خارجی و واردات تضعیف می‌کند.

گاهی گفته می‌شود که اگر ایران نفت نداشت وضع بهتری می‌داشت. این گفته نادرست است. اگر ایران نفت نداشت، سرنوشتی مانند سرنوشت برخی کشورهای همسایه پیدا می‌کرد. مسئله این است که این ثروت، از دید اقتصادی، درست به کار گرفته نشده است.

نخستین گام در راه ایجاد ارزش خارجی واقع‌بینانه برای ریال، پدید آوردن بازاری سازمان یافته برای ارزهای خارجی است. برخی تصمیم‌های اخیر دولت در این راستا قابل ستایش است. از جمله این تصمیم‌ها می‌توان به تمدید مهلت فروش ارز خارجی کسب شده از سوی صادرکنندگان به بانک مرکزی و اجازه یافتن بانکها به گشایش حساب با پول‌های خارجی اشاره کرد. هنگامی که چنین بازاری به کار افتاد دولت باید مقدار محدودی ارز خارجی خود را در این بازار بفروشد. آنگاه باید از نرخ ارز متعادلی که به دست می‌آید بعنوان مبنایی برای ارزیابی نیازهای سازمانهای گوناگون دولتی و نیمه دولتی به ارز خارجی و ارزیابی پروژه‌های بخش عمومی و خصوصی بهره گرفت. با تعیین بودجه یک سازمان به ریال، دولت ارز مورد نیاز را به بهای بازار خواهد فروخت.

تخصیص منابع می‌تواند یا بر پایه کارکرد عینی و با تعیین مقادیر بهینه صورت پذیرد یا آنکه قیمت‌های بهینه به دست آید و برای ارزیابی فعالیت‌های گوناگون به کار گرفته شود. تاکنون، تخصیص ارز خارجی به دست آمده از راه صدور نفت، مبتنی بر راهکارهای گذشته و چانه‌زنی‌های سیاسی بوده است. پیشنهاد می‌شود این منبع کمیاب بر پایه قیمت‌های بهینه تعیین شده در بازار آزاد تخصیص یابد.

نتیجه‌گیری:

سده بیست و یکم پیشروی ماست و کشورها در سراسر جهان هر چه بیشتر به یکدیگر بستگی پیدا می‌کنند. اقتصادی که خواهان پیشرفت است، باید خود را به شبکه جهانی اقتصاد پیوند زند.

○ دولت باید دانشگاهیان و روزنامه‌نگاران را تشویق کند که توده مردم را با بازار سهام آشنا کنند. نیازی به گفتن نیست که نه ایجاد اعتماد و نه آموزش مردمان کاری نیست که یک شبه انجام گیرد. اجرای سیاستهای مناسب و پدید آوردن دستگاه لازم برای کارکرد مؤثر بازار سهام، نیازمند یکپارچگی دیدگاههای سیاسی است.

فعالیت خود را در اوایل ۱۹۶۸ آغاز کرد. چون سال ایرانی در ۲۱ مارس آغاز می‌شود تاریخ ۱۹۶۸ به ۲۱ مارس، ۱۹۶۸ به ۲۰ مارس ۱۹۶۹ برمی‌گردد که با سال ۱۳۷۴ خورشیدی همخوانی دارد. آمارهای ۱۹۶۷ به ماه‌های پایانی سال ایرانی ۱۳۴۶ بازمی‌گردد.

۶. از دید دبیر کل سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نخستین موج فعالیت بازار نتیجه تصویب قانون تازه مالیاتی در ۱۹۸۶ بود. سهام‌داران مقداری از سهام خود را برای نپرداختن مالیات، به فرزندان و بستگان خود انتقال دادند.

۷. نخستین گزارش عملکرد برنامه لوکل توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران ۱۳۷۳-۱۳۶۸ (مقدماتی)، اسناد برنامه دوم توسعه، جلد ۱۱، سازمان برنامه و بودجه (۱۳۷۴) صص ۱۴-۱۶.

۸. همان، جدول ۱۵.

9. *The Economist*, op. cit., pp. 12-13.

۱۰. گزارش عملکرد، همان، جدول ۱۶.

۱۱. مصاحبه با دبیر کل TSEO، همان.

۱۲. در ۱۹۹۵، ارزش بازاری سهام معامله شده در مجموع مبادلات ۳۵۰۷ میلیارد دلار (چکیده آمارهای ایالات متحده (۱۹۹۷)، ص ۵۲۷ بود) و GDP به قیمت‌های جاری ۷۲۶۵/۴ میلیارد دلار بود (گزارش اقتصادی رئیس جمهور (۱۹۹۸)، جدول BI).

۱۳. نگاه کنید به مصاحبه با دبیر کل TSEO، همان.

14. Kamran Dadkhah, "The inflationary process of Iranian economy: 1970-1980" *International Journal of Middle East Studies*, 17 August 1985, pp. 365-81, and "The inflationary process of Iranian Economy: a rejoinder", 19 August 1987, pp. 388-91.

* Basic National Income Identity مفهومی اساسی در اقتصاد کلان و فرمول آن به صورت زیر است: $y = C + G + I + (-M)$ که y درآمد، C مصرف بخش خصوصی، G هزینه‌های دولت، I خالص سرمایه‌گذاری و M خالص صادرات است. (م)

توانمندبهای تولیدی اقتصاد منهای نفت همخوانی داشته باشد.

پی‌نوشت‌ها:

۱. آقای خاتمی در نخستین گزارش خود به مردم ایران دربارهٔ موضوع اقتصادی کشور گفت که: «مسائل اقتصادی ملموس‌ترین و فوری‌ترین مسائل در هر جامعه است... بدون قابلیت‌های اقتصادی نمی‌توانیم پیشرفت مهمی در عرصه‌های سیاسی و فرهنگی داشته باشیم.» او افزود که «بیش از یک سوم جلسات کابینه را صرف بحث پیرامون مسائل اقتصادی کرده‌ایم.»

Ettela'at International, 16 March 1998, p. 3.

2. *Ettela'at International*, 4 and 5 August 1998.

۳. خواننده علاقمند می‌تواند به منابع زیر رجوع کند: William Boumeol, *The Stock Market and Economic Efficiency* (New York: Fordham University Press, 1965) and James Tobin, "Financial intermediaries", in J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman (eds), *Finance, The New Palgrave*, (New York: w.w. Norton, 1989), pp. 35-52.

۴. مصاحبه با دبیر کل سازمان بورس اوراق بهادار تهران (TSEO).

Payam - e Safir, May - June 1995, pp. 87-92.

۵. منبع داده‌های سالهای ۱۹۷۳ تا ۱۹۹۵، بازار بورس اوراق بهادار تهران است و برای سالهای ۱۹۶۷-۷۲ عبارتست از

Firouzeh Khalatbari, "The Tehran Stock Exchange and Privatization of Public Sector enterprises in Iran: a Study of obstacles to the Private Sector development" in Thierry Colville (eds.), *The Economy of Islamic Iran: Between State and Market* (Tehran: Institut Français de Recherche en Iran, 1973), pp. 177-208.

همان‌گونه که در متن مقاله یادآور شدیم، بازار بورس تهران

○ معاملات بازار اوراق
بهادار تهران از اوایل سال
۱۹۶۸ آغاز شد. کارکرد این
بازار در سنجش با بازارهای
جافتاده در کشورهای
پیشرفته، بسیار ضعیف
بود. در پنج سال نخست،
کمتر از ۵۰ شرکت برای
دادوستد پذیرفته شدند؛
هرچند این، برای یک کشور
در حال توسعه، آغاز راه بود.
تا ۱۹۷۸ و آغاز انقلاب،
شمار شرکتها به ۱۰۵
شرکت رسیده بود.