

بازار سرمایه ایران: گذشته، حال و آینده

رویکردی به نقش بازار سرمایه در تدوین برنامه سوم توسعه

(بخش اول)

مرکز تحقیقات اقتصادی بورس تهران

۱- نقش و اهمیت بازار سرمایه در اقتصاد ملی

بازار سرمایه، در کنار بازارهای پول و بیمه، بر روی هم، بخش مالی اقتصاد ملی را تشکیل می‌دهند که کارکرد اصلی آنها به عنوان بخش روینایی اقتصاد، همترازی با بخش واقعی (Real Sector) و تنظیم جریان منابع مالی متناسب با میزان فعالیت‌های اقتصادی است. برهم خوردن این همترازی، اغلب به صورت عارضه‌هایی مانند ناسازگاری نقدینگی با حجم تولید، کسری بودجه دولت و کسری تراز پرداخت‌های خارجی در اقتصاد ملی نمود می‌یابد. نقش اساسی نهادهای فعال در بازارهای مالی به طور عام، و در بازار سرمایه به طور خاص، فراهم آوردن سازوکاری مناسب برای تجهیز منابع مالی موجود در گستره اقتصاد ملی و هدایت آنها به سوی مصارف سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های اقتصادی است. رویکرد گردآوری و هدایت منابع مالی در اقتصاد ملی، نقش و کارکردهای بازار سرمایه و به‌ویژه بورس اوراق بهادار را به عنوان مهمترین ابزار تأمین مالی درازمدت فرآیند پیش می‌کشد. در واقع، از نظر سررسید تعهدات مالی، بازارهای تجهیز منابع مالی را اغلب می‌توان به دو گروه کوتاه‌مدت و درازمدت بخش‌بندی کرد که بازار سرمایه به عنوان منبع تأمین مالی درازمدت - یعنی بدهی‌های با سررسید بیش از یک سال یا بدون سررسید - در شمار گروه اخیر جای می‌گیرد. نهادهای فعال در بازار سرمایه به کمک ابزارهایی مانند گونه‌های مختلف سهام، اوراق قرضه، و سایر انواع اوراق بدهی درازمدت، منابع پس‌اندازی موجود را در مسیر نیازهای سرمایه‌گذاری درازمدت به جریان می‌اندازند. از سوی دیگر، بازار سرمایه می‌تواند از نقدکردن پیش از سررسید سرمایه شرکت‌های سهامی

جلوگیری کند. بنابراین، ضربه‌های کمبود نقدینگی تأثیر محدودتری بر واحدهای سرمایه‌گذار خواهد داشت و افرادی که به پول نقد نیاز داشته باشند، می‌توانند با فروش سهام و به طور کلی، اوراق بهادارشان در بورس، نیاز خود را تأمین کنند. بدین ترتیب، افزایش درجه مصونیت شرکت‌ها در برابر ضربه‌های کمبود نقدینگی، امکان سرمایه‌گذاری درازمدت را در اقتصاد ملی افزایش می‌دهد؛ وانگهی، نهادهای فعال در این بازار، زمینه لازم برای مقابله با خطرات تجاری و نوسان‌های قیمتی را نیز فراهم می‌آورند. در

اگر بازارهای مالی و به‌ویژه بازار سرمایه درست عمل کنند، نه تنها سرمایه‌گذاری‌ها افزایش می‌یابد، بلکه جریان سرمایه از روایی بیشتری هم برخوردار خواهد بود.

نهایت، در اقتصادی که بازارهای مالی و به‌ویژه بازار سرمایه‌اش درست عمل کند، ضمن افزایش حجم سرمایه‌گذاری‌ها، کیفیت آنها نیز از روایی بیشتری برخوردار خواهد شد. در چنین وضعیتی، امکان افزایش رشد درون‌زا و قابل دوام اقتصادی فراهم‌تر خواهد بود. از همین روست که در متن‌های اقتصادی مربوط به رشد درون‌زای اقتصادی، توجه به بخش مالی و به‌ویژه نقش بازار سرمایه اهمیت بسیار یافته است.

روی دیگر اهمیت بازار سرمایه، امکان مشارکت همگانی در فرایند توسعه اقتصاد ملی است. در واقع، با فرض ثابت‌بودن سایر شرایط، برانزنگی سیاست‌های توسعه‌ای بسته به آن است که برانگیزنده مشارکت ملی باشد. یکی از

نخستین کارکردهای سیاستگذاران اقتصادی، فراهم آوردن زمینه‌های روی آوردن متقاضیان منابع مالی به بازار متشکل سرمایه در اقتصاد ملی است. این نکته به‌ویژه با توجه به محدودیت سنتی فعالیت در بازار سرمایه ایران بر اثر تمرکز تقاضا در بازار پول (شبکه بانکی) بسیار اهمیت دارد. نکته دیگری که در این باره می‌تواند مورد توجه باشد، فراهم آوردن بستر مناسبی برای کاستن از کسری بودجه دولت و تنظیم آن به گونه‌ای است که اقتصاد ملی بتواند در مسیری پویا و پایدار حرکت کند. در این راستا، شناسایی گستره مجاز دخالت دولت در اقتصاد برای محدودکردن رشد و اندازه بخش دولتی از راه واگذاری فعالیت‌های اقتصادی به بخش خصوصی، کارایی استفاده از نیروی انسانی و منابع سرمایه‌ای و به طور کلی، ظرفیت‌های تولیدی اقتصاد ملی را افزایش می‌دهد. بر روی هم، عملکرد درست بازار سرمایه در اقتصاد ملی می‌تواند کمابیش به دستاوردهای کلان اقتصادی زیر بینجامد:

- ۱- افزایش انگیزه برای پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در سطح کلان اقتصادی.
- ۲- فراهم آوردن منابع مالی مورد نیاز فرایند رشد درون‌زا و قابل دوام اقتصادی.
- ۳- فراهم آوردن ابزارها و سازوکار مناسب برای جلب مشارکت مردمی در تأمین منابع مالی طرح‌های آبادانی ملی.
- ۴- کمک به همترازی جریان‌های واقعی و پولی در اقتصاد ملی.
- ۵- جلوگیری از فرار سرمایه و تشویق انتقال منابع پس‌اندازی فعال در بخش غیررسمی، به سوی مصارف مولد در بخش رسمی.
- ۶- کاستن از بار مالی و فشار کسری بودجه دولت.
- ۷- جذب سرمایه‌های خارجی.

در فاصله سال‌های ۱۳۶۷ تا ۱۳۷۶ تعداد بستگاه‌های اقتصادی پذیرفته‌شده در بورس تهران، از ۵۶ شرکت به ۲۶۳ شرکت افزایش یافت و میانگین ارزش معاملات سالانه در حدود ۱۸۰ درصد بیشتر شد.

مزبور، نسبت حجم معاملات بورس به تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در حدود ۲/۴ درصد بوده است که موقعیت ضعیف بورس را در آن دوره به خوبی نشان می‌دهد. با وجود این، در همین دوره، ۷ بانک تخصصی، ۱۷ بانک تجاری، ۶ شرکت سیمان، ۱۱ شرکت تولید مواد

(میلیارد ریال)

| سال | ارزش سهام مبادله‌شده | ارزش اوراق قرضه مبادله‌شده | ارزش کل سهام و اوراق قرضه |
|------|----------------------|----------------------------|---------------------------|
| ۱۳۴۶ | ۰/۰۱۵ | - | ۰/۰۱۵ |
| ۱۳۴۷ | ۰/۰۳ | ۰/۰۹ | ۰/۱۲ |
| ۱۳۴۸ | ۰/۰۹ | ۰/۰۴ | ۰/۱۳ |
| ۱۳۴۹ | ۰/۱۰ | ۰/۰۲ | ۰/۱۲ |
| ۱۳۵۰ | ۰/۱۴ | ۰/۲۵ | ۰/۳۹ |
| ۱۳۵۱ | ۰/۳۳ | ۰/۸۶ | ۱/۱۹ |
| ۱۳۵۲ | ۱/۳۲ | ۱/۴۵ | ۲/۷۷ |
| ۱۳۵۳ | ۶/۵ | ۴/۴۶ | ۱۰/۹۶ |
| ۱۳۵۴ | ۱۰/۷ | ۷/۳ | ۱۸ |
| ۱۳۵۵ | ۲۱/۱ | ۱۷/۲ | ۳۸/۳ |
| ۱۳۵۶ | ۱۹/۵ | ۲۴/۹ | ۴۴/۴ |
| ۱۳۵۷ | ۲۳/۴ | ۱۰/۸ | ۳۴/۲ |
| جمع | ۸۳/۲۲ | ۶۷/۳۷ | ۱۵۰/۵۹ |

غذایی، ۱۳ شرکت تولید وسایل خانگی و محصولات ساختمانی، ۱۰ شرکت تولید محصولات صنعتی، ۱۱ شرکت تولید مواد شیمیایی، ۵ شرکت سرمایه‌گذاری، ۵ شرکت تولید وسایل حمل‌ونقل، ۱۱ شرکت نساجی، ۵ شرکت خدماتی و ۴ شرکت تولید محصولات کاغذی از جمله فعال‌ترین بنگاه‌های اقتصادی کشور بودند که سهام آنها در بورس دادوستد می‌شد و در رونق اقتصاد و بازرگانی کشور تأثیری مثبت برجا می‌گذاشت. در سال‌های پس از انقلاب اسلامی و تا پیش

پی آن، سهام شرکت نفت پارس، اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه، اوراق قرضه سازمان گسترش مالکیت صنعتی و اوراق قرضه عباس‌آباد به بورس تهران راه یافتند. در این میان، اعطای معافیت‌های مالیاتی به شرکت‌ها و مؤسسات پذیرفته‌شده در بورس در ایجاد انگیزه برای عرضه سهام آنها نقش مهمی داشته است. علاوه بر این، در رابطه با سیر تکمیلی بورس می‌توان به تصویب قانون گسترش مالکیت سهام واحدهای تولیدی در اردیبهشت ۱۳۵۴ اشاره کرد که به موجب آن، مؤسسات خصوصی و دولتی مکلف شدند که به ترتیب ۴۹ و ۹۹ درصد سهام خود را به مردم عرضه کنند. در طی یازده سال فعالیت بورس تا پیش از انقلاب اسلامی در ایران، تعداد شرکت‌ها، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده از ۶ بنگاه اقتصادی با ۲/۶

۸- گسترش و تعمیق بنیان‌های مالکیت مردمی و پیشبرد عدالت اجتماعی. در کنار آثار مثبت کلان اقتصادی برشمرده، کارکرد نظارتی بازار سرمایه بر فعالیت و عملکرد سرمایه‌گذاران و ناشران اوراق بهادار نیز می‌تواند به افزایش نظم و انضباط اقتصادی از راه بهینه‌سازی اداره واحدهای پذیرفته‌شده، بهبود وضعیت ساختار و صورت‌های مالی آنها و نظارت بر شیوه عملکرد و فعالیت واحدهای مزبور بینجامد.

۲- پیشینه، وضع موجود و مسیریابی حرکت بازار سرمایه در ایران

ریشه‌های ایجاد بورس در ایران به سال ۱۳۱۵ بازمی‌گردد که یک بلژیکی به نام وان لوترفلد (Van Luther Feld) درباره تأسیس بورس اوراق بهادار در تهران بررسی‌هایی را انجام داد و طرح قانون، اساسنامه و آیین‌نامه داخلی آن را نیز تهیه کرد. گرچه در همان زمان، بانک ملی ایران به عنوان سازمان متولی امور پولی کشور نیز مطالعاتی را در این باره انجام داده بود، اما تمام کارهای انجام‌شده با آغاز جنگ جهانی دوم متوقف شد. سپس، در فاصله سال‌های ۱۳۳۳ تا ۱۳۴۴ بررسی‌های مختلفی درباره تأسیس بورس اوراق بهادار و مسایل مربوط به آن انجام شد و در نتیجه، نحوه تأسیس و اداره بورس، تشکیلات و سازمان آن و کیفیت تصدی دولت کمابیش مشخص شد. در اردیبهشت ۱۳۴۵ لایحه قانون تشکیل بورس اوراق بهادار توسط مجلس شورای ملی به تصویب رسید. این قانون از سوی وزارت اقتصاد

مشارکت همگانی در فرایند توسعه اقتصاد ملی از طریق بازار سرمایه کارا تحقق خواهد یافت.

به بانک مرکزی ایران ابلاغ شد و از این بانک خواسته شد تا نسبت به اجرای مفاد قانون مزبور اقدام کند، اما در عمل، به دلیل ناآمادگی بخش صنعتی و بازرگانی کشور، بورس اوراق بهادار تهران در بهمن ۱۳۴۶ با انجام چند معامله بر روی سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران، به‌عنوان بزرگترین مجتمع واحدهای تولیدی و اقتصادی آن زمان، فعالیت خود را آغاز کرد و در

حدود ۱۸۰ درصد افزایش یافت که در نهایت، به فراهم آوردن ۵۳۹۱ میلیارد ریال برای تأمین منابع مالی مورد نیاز فعالیت‌های اقتصادی مولد در اقتصاد ایران انجامیده است.

۹ بررسی عملکرد بورس اوراق بهادار در ایران نشان می‌دهد که بازار متشکل سرمایه‌نشانسته است جایگاه واقعی و شایسته خود را در اقتصاد ملی به دست آورد.

با وجود این، بررسی عملکرد بورس اوراق بهادار در ایران نشان می‌دهد که بازار متشکل سرمایه، در عمل، جایگاه واقعی و شایسته خود را در اقتصاد ملی به دست نیاورده است، به گونه‌ای که سهم منابع تأمین‌شده توسط این نهاد،

سیاست خصوصی‌سازی مورد توجه قرار گرفت. در واقع، بورس اوراق بهادار به عنوان مهمترین سازوکار اجرایی فراروی سیاستگذاران اقتصادی، با انتقال پاره‌ای از وظایف تصدی‌های دولتی به بخش خصوصی، جذب نقدینگی را کدوگردآوری منابع پس‌اندازی سرگردان و هدایت آنها به سوی مصارف سرمایه‌گذاری، می‌توانست در تجهیز منابع مالی توسعه اقتصادی و انگیزش مؤثر بخش خصوصی برای مشارکت فعالانه در فعالیت‌های اقتصادی نقش مهم و اساسی داشته باشد.

در هر حال، گرایش سیاستگذاری‌های کلان اقتصادی به سوی استفاده از سازوکار بورس، افزایش چشمگیر تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده و افزایش حجم فعالیت بورس اوراق بهادار تهران را در پی داشت. طی سال‌های ۱۳۶۷ تا ۱۳۷۶، تعداد بنگاه‌های اقتصادی پذیرفته‌شده در بورس تهران از ۵۶ به ۲۶۳ شرکت افزایش یافت. در همین دوره، میانگین ارزش معاملات سالانه در

از برنامه پنج‌ساله اول توسعه اقتصادی، دگرگونی‌های چشمگیری در اقتصاد ملی پدید آمد که بورس اوراق بهادار را نیز در پرتو خود می‌گرفت. از این دیدگاه، نخستین رویداد، تصویب لایحه قانونی اداره امور بانک‌ها در خرداد ۱۳۵۸ توسط شورای انقلاب بود که به موجب آن، ۳۶ بانک تجاری و تخصصی کشور در چارچوب ۹ بانک (شامل ۶ بانک تجاری و ۳ بانک تخصصی) ادغام و ملی شدند. چندی بعد و در پی آن، شرکت‌های بیمه نیز در یکدیگر ادغام و ملی شدند. رویداد مهم دیگر، تصویب قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران در تیر ۱۳۵۸ بود که به موجب آن، صنایع کشور در چهار گروه دسته‌بندی شدند و سازمان صنایع ملی ایران نیز برای انجام مأموریت حفاظت از آنها پدید آمد. بدین ترتیب، برآثر ملی‌شدن بانک‌ها، بیمه‌ها و صنایع کشور تعداد زیادی از بنگاه‌های اقتصادی پذیرفته‌شده در بورس از آن خارج شدند، به گونه‌ای که تعداد آنها از ۱۰۵ شرکت و مؤسسه اقتصادی در سال ۱۳۵۷، به ۵۶ شرکت در پایان سال ۱۳۶۷ کاهش یافت. همچنین، در سال ۱۳۶۲ دادوستد اوراق قرضه به دلیل داشتن بهره مشخص، ربوی تشخیص داده شد و به این ترتیب، بورس اوراق بهادار در ایران که از اوایل دهه ۱۳۶۰ بر روی اوراق سهام شرکت‌ها نیز فعالیتی نداشت، دوره فترتی را آغاز کرد که تا پایان سال ۱۳۶۷ همچنان ادامه یافت.

| سال | ارزش سهام مبادله‌شده | درصد تغییرات |
|------|----------------------|--------------|
| ۱۳۵۸ | ۴/۱ | - |
| ۱۳۵۹ | ۰/۵ | (۸۸) |
| ۱۳۶۰ | ۰/۰۴ | (۹۲) |
| ۱۳۶۱ | ۰/۰۵ | ۲۵ |
| ۱۳۶۲ | ۰/۰۰۹ | (۸۲) |
| ۱۳۶۳ | ۱/۱ | ۱۲۱۲۲ |
| ۱۳۶۴ | ۱/۲ | ۹ |
| ۱۳۶۵ | ۱/۷ | ۴۱ |
| ۱۳۶۶ | ۱/۶ | (۶) |
| ۱۳۶۷ | ۹/۹ | ۵۱۹ |
| جمع | ۲۰/۱۹۹ | - |

از سال ۱۳۶۸، در چارچوب برنامه پنج‌ساله اول توسعه اقتصادی، تجدید فعالیت بورس اوراق بهادار به عنوان بستری برای اجرای

| سال | شرکت‌های پذیرفته‌شده | | ارزش سهام مبادله‌شده | | منابع مالی تأمین‌شده | |
|------|----------------------|----------|----------------------|--------------|----------------------|--------------|
| | تعداد | درصد رشد | مبلغ | درصد تغییرات | مبلغ | درصد تغییرات |
| ۱۳۶۸ | ۶۷ | - | ۱۱/۱ | - | - | - |
| ۱۳۶۹ | ۷۹ | ۱۸ | ۶۴/۹ | ۴۵۸ | ۱۷/۲۲ | - |
| ۱۳۷۰ | ۱۰۸ | ۳۷ | ۲۷۸/۳ | ۶۲۷ | ۵۸/۱ | ۲۳۷ |
| ۱۳۷۱ | ۱۴۰ | ۳۰ | ۳۵۲ | ۲۶ | ۶۸/۷ | ۱۸ |
| ۱۳۷۲ | ۱۵۱ | ۸ | ۵۱۵/۷ | ۴۶ | ۸۲/۴ | ۲۰ |
| ۱۳۷۳ | ۱۶۳ | ۸ | ۷۹۳/۴ | ۵۴ | ۲۵۸/۵ | ۲۴۶ |
| ۱۳۷۴ | ۲۰۱ | ۲۳ | ۱۸۸۰/۶ | ۱۳۷ | ۱۹۲۴/۲ | ۵۷۴ |
| ۱۳۷۵ | ۲۴۹ | ۲۴ | ۴۳۸۱/۶ | ۱۳۳ | ۲۵۱۱/۲ | ۳۰ |

(میلیارد ریال)

| سال | تشکیل سرمایه ثابت ناخالص | حجم مبادلات بورس به تشکیل سرمایه ثابت (درصد) | نسبت منابع مالی تأمین‌شده در بورس به تشکیل سرمایه ثابت (درصد) |
|------|--------------------------|--|---|
| ۱۳۶۹ | ۵۶۶۲/۶ | ۱/۱ | ۰/۳ |
| ۱۳۷۰ | ۱۰۸۴۴ | ۴/۴ | ۰/۵ |
| ۱۳۷۱ | ۱۴۶۴۰/۳ | ۲/۴ | ۰/۵ |
| ۱۳۷۲ | ۲۰۶۵۷/۳ | ۲/۵ | ۰/۴ |
| ۱۳۷۳ | ۲۹۸۵۳/۱ | ۲/۷ | ۰/۹ |
| ۱۳۷۴ | ۴۱۵۱۱ | ۴/۵ | ۴/۶ |
| ۱۳۷۵ | ۵۹۴۷۳/۷ | ۷/۴ | ۴/۲ |

در سنجش پانچگانه سرمایه ثابت ناخالص داخلی، به طور میانگین از مرز ۱/۶ درصد فزونی نرفته است.

از سوی دیگر، روند پرنوسان فعالیت بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۵، به ویژه نوسان‌های شدید و یک سویه قیمت‌ها در سال‌های ۱۳۷۰، ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴، افت و خیزهای دوره‌ای قابل توجهی را در پی داشته که برآیند آنها به انتظارات نامتعارف سرمایه‌گذاران و بی‌اطمینانی نسبی حاکم بر این بازار انجامیده است. وانگهی، طی دو سال اخیر، بازده انتظاری بورس اوراق بهادار تهران به دلیل تأثیرپذیری از وضعیت حکمفرما بر اقتصاد ملی با ویژگی‌هایی مانند پیگیری سیاست‌های تثبیت اقتصادی، گرایش شرکت‌ها به سوی تأمین منابع مالی از محل آورده‌های نقدی و مطالبات

نخواسته، بسا ساخت انتظارات پدیدآمده از عملکرد سال‌های پیش از آن چندان سازگاری نداشته است.

بررسی روند برخی متغیرهای اساسی کلان اقتصادی طی یکی دو دهه اخیر در کنار توجه به واقعیت‌های حکمفرما بر بازار سرمایه ایران - با فرض ثابت بودن سایر شرایط - تا حدود زیادی به مسیریابی روند حرکت بخش مالی اقتصاد ملی کمک می‌کند. در واقع، طی دو دهه اخیر، ستانده ملی در اقتصاد ایران روندی کاهشی را تجربه کرده، که تا حدود زیادی از افت منابع پس‌اندازی و کاهش مخارج سرمایه‌گذاری سرچشمه گرفته است. محصول ناخالص داخلی سمرانه به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۶۱، از ۲۹۴/۴ هزار ریال در سال ۱۳۵۱، به ۲۶۷/۹ هزار ریال در سال ۱۳۷۵ کاهش یافته، و مقدار بیشینه این متغیر، به

محصول ناخالص داخلی از ۳۰/۸ درصد در سال ۱۳۵۱، به ۶۰ درصد در سال ۱۳۷۵ افزایش یافته است. به عبارت دیگر، مردم برای حفظ سطح متعارف زندگی، به ناچار بخش بزرگتری از درآمد قابل تصرف خود را به مصرف اختصاص داده‌اند. از این رو، نسبت پس‌انداز به مصرف، از ۶۵/۲ درصد در سال ۱۳۵۱، به ۱۶/۳ درصد در سال ۱۳۷۵ کاهش یافته است. به همین ترتیب، نسبت پس‌انداز سمرانه خصوصی به محصول ناخالص داخلی، طی دوره مزبور، از ۲۰/۱ درصد، به ۹/۸ درصد کاهش یافته است.

پس‌انداز است که طی دو دهه اخیر، منابع پس‌اندازی واقعی در اقتصاد ملی رفته‌رفته کوچکتر شده است، به گونه‌ای که پس‌انداز سمرانه واقعی خصوصی در ابتدای دوره مزبور، از ۵۹/۱ هزار ریال، به ۲۶/۱ هزار ریال در پایان دوره کاهش یافته است. بدین ترتیب، کاهش منابع پس‌اندازی واقعی در اقتصاد ملی به خودی خود به کاهش مخارج سرمایه‌گذاری انجامیده است، تا به آنجا که نسبت کل مخارج سرمایه‌گذاری به GDP، از ۲۴/۴ درصد در سال ۱۳۵۶، به ۱۳/۷ درصد در سال ۱۳۷۵ کاهش یافته است. وانگهی، پدیده چیرگی شبکه بانکی بر بازار سرمایه در اقتصاد ایران، به خودی خود ناکارایی شبکه تجهیز منابع پس‌اندازی را شدت داده است. در واقع، کمابیش در تمامی سال‌های مورد بررسی، بخشی از منابع پس‌اندازی موجود در اقتصاد ملی، امکان راه‌یابی به مسیر فعالیت‌های مولد اقتصادی را از دست داده و این

| شرح | ۱۳۷۰ | ۱۳۷۱ | ۱۳۷۲ | ۱۳۷۳ | ۱۳۷۴ | ۱۳۷۵ | ۱۳۷۶ |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| شاخص قیمت سهام | ۴۷۲/۱ | ۴۳۵/۱۲ | ۴۰۳/۵ | ۶۹۴/۳۸ | ۱۵۴۹/۴۴ | ۱۹۳۶/۷۵ | ۱۶۵۳/۰۶ |
| درصد تغییرات | +۱۲۲ | (۷/۸) | (۷/۳) | ۷۲/۱ | ۱۳۳/۱ | ۲۵ | -۱۲/۶ |
| ارزش جاری سهام (میلیارد ریال) | ۲۴۵۸/۵ | ۲۲۰۷/۲ | ۲۸۹۱/۶ | ۶۶۶۳/۷ | ۲۱۴۳۵ | ۳۱۱۶۴/۴ | ۲۷۱۲۸/۸ |
| درصد تغییرات | - | (۱۰/۲) | ۳۱ | ۱۳۰/۵ | ۲۲۱/۷ | ۴۵/۴ | -۱۲/۹ |
| نسبت فعالیت | ۲۴/۸ | ۱۵ | ۲۲/۱ | ۱۸/۸ | ۱۴/۵ | ۱۴/۸ | ۷/۲۲ |

میزان ۳۸۱/۶ هزار ریال در پایان برنامه عمرانی پنجم به دست آمده است. برآثر کاهش درآمد سمرانه واقعی، نسبت مصرف خصوصی به

به‌روز شده سهامداران، کاهش حاشیه سود سهام شرکت‌های فعال در بخش صنعت و پذیره‌نویسی تعداد زیادی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری

(به قیمت ثابت سال ۱۳۶۱ هزار ریال)

| دوره | مصرف خصوصی سمرانه | GDP سمرانه | پس‌انداز خصوصی سمرانه | پس‌انداز دولتی سمرانه | پس‌انداز کل سمرانه | مخارج سرمایه‌گذاری خصوصی سمرانه | مخارج سرمایه‌گذاری دولتی سمرانه | کل مخارج سرمایه‌گذاری سمرانه |
|----------------------------------|-------------------|------------|-----------------------|-----------------------|--------------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------|
| پایان برنامه عمرانی چهارم (۱۳۵۱) | ۹۰/۶ | ۲۹۴/۴ | ۵۹/۱ | ۴/۸ | ۶۳/۹ | ۲۱/۱ | ۲۰/۳ | ۴۱/۴ |
| پایان برنامه عمرانی پنجم (۱۳۵۶) | ۱۵۳/۲ | ۳۸۱/۶ | ۶۵/۷ | ۳۲/۵ | ۹۸/۲ | ۴۱/۷ | ۵۱/۳ | ۹۳ |
| ۱۳۶۱ | ۱۳۸/۹ | ۲۴۶/۳ | ۴۰/۸ | ۹/۵ | ۵۰/۳ | ۱۸/۳ | ۲۴/۷ | ۴۳ |
| ۱۳۶۷ | ۱۱۸/۹ | ۲۰۴/۱ | ۲۹/۲ | -۵/۵ | ۲۳/۷ | ۱۳/۱ | ۸/۹ | ۲۲ |
| پایان برنامه اول توسعه (۱۳۷۲) | ۱۵۵/۳ | ۲۵۶/۷ | ۲۹ | ۱۶/۷ | ۴۵/۶ | ۲۱/۶ | ۱۵/۵ | ۳۷/۱ |
| ۱۳۷۵ | ۱۶۰/۶ | ۲۶۷/۹ | ۲۶/۱ | ۲۰/۱ | ۴۶/۳ | ۲۳/۶ | ۱۷/۲ | ۳۶/۷ |

(درصد)

| دوره | پس انداز خصوصی | | مصرف خصوصی | | پس انداز خصوصی | | سرمايه گذاري | |
|----------------------------------|----------------|----------------|------------|-------|----------------|-------|--------------|--------------|
| | مصرف خصوصی | پس انداز خصوصی | GDP | خصوصی | GDP | دولتی | دولتی | سرمايه گذاري |
| پایان برنامه عمرانی چهارم (۱۳۵۱) | ۶۵/۲ | ۳۰/۸ | ۲۰/۱ | ۷/۲ | ۱/۶ | ۶/۹ | ۲۱/۷ | ۱۴/۱ |
| پایان برنامه عمرانی پنجم (۱۳۵۶) | ۴۲/۹ | ۴۰/۲ | ۱۷/۲ | ۱۰/۹ | ۸/۵ | ۱۳/۴ | ۲۵/۷ | ۲۴/۴ |
| ۱۳۶۱ | ۲۹/۳ | ۵۶/۴ | ۱۶/۵ | ۷/۴ | ۳/۹ | ۱۰ | ۲۰/۴ | ۱۷/۵ |
| ۱۳۶۷ | ۲۴/۶ | ۵۸/۳ | ۱۴/۳ | ۶/۴ | -۲/۷ | ۴/۴ | ۱۱/۶ | ۱۰/۸ |
| پایان برنامه اول توسعه (۱۳۷۲) | ۱۸/۶ | ۶۰/۵ | ۱۱/۳ | ۸/۴ | ۶/۵ | ۶ | ۱۷/۸ | ۱۴/۵ |
| ۱۳۷۵ | ۱۶/۳ | ۶۰ | ۹/۸ | ۸/۸ | ۷/۵ | ۶/۴ | ۱۷/۳ | ۱۳/۷ |

(میلیارد ریال)

| دوره | (۱) | (۲) | (۳) | (۴) | (۵) | (۶) | (۷) | (۸) | (۹) |
|----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------|------------------------|--------------------------|----------------------------------|----------------------------|------------------------------|-----------------|-------------|
| | خالص بدهی بخش دولتی به شبکه بانکی | بدهی بخش خصوصی به شبکه بانکی | نسبت ستون (۲) به (۱) % | $\frac{(۱)+(۲)}{GDP} \%$ | ارزش داد و ستد سهام و اوراق قرضه | تأمین منابع مالی توسط بورس | ارزش جاری سهام در بورس تهران | نسبت (۷) به GDP | نسبت فعالیت |
| پایان برنامه عمرانی چهارم (۱۳۵۱) | ۸۸/۹ | ۳۶۴/۷ | ۴۱۰/۲ | ۳۸/۱ | ۱/۱۹ | * | * | - | * |
| پایان برنامه عمرانی پنجم (۱۳۵۶) | ۳۳۷/۹ | ۱۸۶۸/۸ | ۵۵۳/۱ | ۴۲/۴ | ۴۴/۲ | * | * | - | * |
| پایان سال ۱۳۶۱ | ۳۴۷۱/۷ | ۳۴۸۴/۹ | ۱۰۰/۴ | ۶۵/۵ | ۰/۰۵ | - | * | - | * |
| پایان سال ۱۳۶۷ | ۱۱۳۰۰/۴ | ۷۴۷۹/۲ | ۶۶/۴ | ۶۹/۵ | ۹/۹ | - | * | - | * |
| پایان برنامه اول توسعه (۱۳۷۲) | ۲۶۴۱۶/۹ | ۳۰۵۷۴/۸ | ۱۱۵/۷ | ۶۰/۹ | ۵۱۵/۷ | ۸۲/۴ | ۲۸۹۱/۶ | ۳/۱ | ۲۲/۱ |
| پایان سال ۱۳۷۵ | ۵۳۳۴۹ | ۶۱۴۳۹ | ۱۱۵/۲ | ۴۹/۱ | ۴۳۸۱/۶ | ۲۵۱۱/۲ | ۳۱۱۶۴/۴ | ۱۳/۳ | ۱۴/۸ |

* در دسترس نیست.

عنوان مهمترین ابزار تأمین مالی درازمدت - بستگی می‌یابد؛ ضمن آنکه فراهم آوردن زمینه‌های افزایش منابع پس‌اندازی واقعی و نیز شناسایی بهترین فرصت‌های سرمايه‌گذاري در سطح اقتصاد ملی به‌عنوان حلقه‌های ارتباطی پیشین و پسین بازار سرمايه از اهمیت اساسی برخوردار است.

در شماره بعد به موضوع چالش‌های کنونی و ضرورت اصلاح ساخت بازار سرمايه ایران و هم‌چنین، جهت‌گیری برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی در زمینه بازار سرمايه خواهیم پرداخت.

■ ادامه دارد

به بانک‌ها به صورت انواع تسهیلات اعطایی یا تبصره‌های تکلیفی بودجه به بخش دولتی اختصاص یافته و در عمل، بخش خصوصی حتی از دسترسی به منابع پس‌اندازی خود محروم مانده است.

بر روی هم، می‌توان گفت که اقتصاد ایران برای دستیابی به رشدی درون‌زا و قابل دوام، پیش از هر چیز نیازمند گسترش منابع پس‌اندازی واقعی است. در واقع، فراهم آمدن سازوکاری مناسب برای تجهیز منابع موجود در سطح اقتصاد ملی و به‌کارگیری آن در فعالیت‌های اقتصادی، پیش از هر چیز به سامان‌یافتگی بازار سرمايه - به ویژه سازوکار بورس اوراق بهادار، به

شکاف طی دوره مزبور به‌طور مرتب گسترده‌تر شده است؛ به گونه‌ای که از ۱/۳ درصد محصول ناخالص داخلی در سال ۱۳۵۶، به ۳/۶ درصد در سال ۱۳۷۵ افزایش یافته است.

ناگفته نماند که شکاف مزبور با در نظر گرفتن منابع پس‌اندازی هزرتفته در بخش غیررسمی اقتصاد، به مراتب گسترده‌تر خواهد بود. این واقعیت، نبود سازوکار مناسبی برای گردآوری و هدایت منابع پس‌اندازی کوچک و بزرگ موجود در اقتصاد ملی را به خوبی نشان می‌دهد. از سوی دیگر، به دلیل کوچک بودن اندازه بازار سرمايه ایران در سنجش با شبکه بانکی، همواره بخش عمده منابع پس‌اندازی خصوصی راه‌یافته