

اشاره:

یکی از موانع توسعه در کشورهای روبه‌رشد، کمبود سرمایه و سرمایه‌گذاری است. این مشکل سبب می‌شود که رونق فعالیت‌های اقتصادی در این جوامع همواره با کندی روبه‌رو باشد و تلاش‌های دولت‌مداران برای تجهیز بازار سرمایه به‌علت ناآشنایی مردم و بی‌اعتمادی آنها به امر سرمایه‌گذاری و بازده آن، به نتیجه مطلوب نرسد.

در کشورهای روبه‌رشد با وجود میزان اندک پس‌انداز ملی (در قیاس با تولید ناخالص داخلی)، این منابع به‌سوی سرمایه‌گذاری در امور مولد اقتصادی هدایت نمی‌شود و برعکس به خرید منزل، خودرو، طلا و زیورآلات و... سوق پیدا می‌کند. این گرایش حاکم در جوامع روبه‌رشد، ضعف بازار سرمایه را دوچندان می‌سازد تا جایی که برنامه‌ریزان اقتصادی را نسبت به هدایت منابع داخلی به امر سرمایه‌گذاری ناامید می‌سازد.

روی آوردن سیاست‌گزاران و برنامه‌ریزان اقتصادی به بازارهای جهانی سرمایه برای جذب منابع (به‌صورت استقراض یا سرمایه‌گذاری) نه تنها با بازده مورد انتظار در سال‌های اخیر روبه‌رو نبوده، بلکه در بسیاری از کشورها مشکلات تراز پرداخت‌ها و بدهی‌های سنگین خارجی را به‌وجود آورده است.

با این وصف توجه و اتکاء به منابع داخلی و ایجاد انگیزه‌های مناسب برای انتقال منابع از بخش ثروت‌های فاقد بازده مولد اقتصادی به بخش سرمایه‌گذاری، بهترین و مؤثرترین شیوه تجهیز بازار سرمایه است. در این گزارش به شیوه‌های تجهیز بازار سرمایه در ایران و موانع توسعه آن می‌پردازیم.

## موانع تجهیز بازار سرمایه ملی

○ در شرایطی که غرب به سوی سرمایه‌گذاری صنعتی حرکت می‌کرد و سرمایه‌گذاران با اطلاع از نقش بهبود تولید صنعتی در گردش چرخ‌های اقتصادی، گام‌های اساسی برای توسعه صنعتی را برمی‌داشتند، جوامع روبه‌رشد کنونی هنوز در مرحله تولید کشاورزی و نظام ارباب و رعیتی بود.

تولید صنعتی، تجهیز بازار سرمایه را طلب می‌کرد و به همین جهت استفاده از منابع بازار سرمایه در غرب به سرعت رشد پیدا کرد.

در قرون وسطی، بازرگانان در میدان‌های مخصوصی دور هم جمع می‌شدند و به دادوستد می‌پرداختند و به تدریج بازارهای مکاره برای کالاهای مختلف در غرب پیدا شد که این بازارها بر مبنای مقرراتی به صورت عرف تجاری و بورسی عمل می‌کرد. مبادله چندجانبه پول و کالا در بازارهای مکاره در قرون وسطی و دریافت وام در ازای برات‌های تجاری و قیوض اقساطی در پیدایش بورس، نقش بسزایی داشت، زیرا که این معاملات به زمان و مکان بازارهای مکاره محدود نمی‌شد و به تدریج توسعه پیدا کرد.

در سال ۱۴۰۹ میلادی، میدان‌های مبادله کالا، پول و سایر وسایل پرداخت در «بورژ» مرکز فلاندر در شمال غربی بلژیک به وجود آمد. صرافان هر روز در میدان «توبرئرس» در مقابل خانواده بازرگانان معروف «وان در بورس» برای دادوستد پول و بروات جمع می‌شدند و به همین جهت به این گروه‌ها به اختصار نام «بورس» را دادند.

پس از آنکه عده زیادی از بازرگانان «بورژ» به بندر «آنورس» کوچ کردند، اولین بورس واقعی را در سال ۱۴۶۰ میلادی در این شهر با نام «بورس» به وجود آوردند و به تدریج نیز بورس‌های محلی در نقاط دیگر تشکیل شد.

نام «بورس» ابتدا به اجتماع بازرگانان و صرافان اطلاق می‌شد که در نقاط غیرمسقف دور هم جمع می‌شدند، اما در قرون ۱۶ و ۱۷ میلادی به سایر ساختمان‌های مربوط به معاملات بورسی نیز «بورس» اطلاق کردند.

بازارهای بورس اگرچه در ابتدا برای امور بازرگانی و صرافی بود، اما به تدریج گسترش پیدا کرد و به کالاهای مختلف

در ایران نیز مانند بسیاری از جوامع روبه‌رشد، بازار سرمایه از کارایی و تحرک کافی برخوردار نیست. علت چنین رخدادی را باید جست‌وجو کرد و راهکاری مناسب برای تغییر این روند را یافت.

فرهنگ ایرانی از دیرباز پس‌اندازهای شخصی را به مسکن و ملک، طلا و نظایر آن سوق می‌داد. این گونه اموال نه تنها پشتوانه خانواده تلقی می‌شد، بلکه کمابیش از امنیت نیز برخوردار بود و به همین جهت مردم، حاصل دسترنج خود را به این گونه اموال تبدیل می‌کردند تا از سرانجام آن برای خود و خانواده‌شان آسوده‌خاطر باشند.

از سویی میزان دارایی‌های ملکی در نظام ارباب‌رعیتی (فئودالیزم) نه تنها منبع کسب درآمد، بلکه تشخیص خانوادگی نیز محسوب می‌شده است.

○ بررسی علل فقدان کارایی بازار سرمایه و یافتن راهکارهای مناسب برای غلبه بر این معضل ضروری است.

عقب‌ماندگی نظام اقتصادی در ایران و دیگر جوامع در حال توسعه کنونی نسبت به غرب که دوران فئودالیزم را با انقلاب صنعتی (رنسانس) به تدریج ترک کرد، خود از عوامل قابل توجه و تعمق می‌باشد. در شرایطی که غرب به سوی سرمایه‌گذاری در صنعت حرکت می‌کرد و سرمایه‌گذاران با آگاهی از رشد اقتصادی در اثر بهبود تولید صنعتی، چرخ‌های اقتصاد را به حرکت درمی‌آوردند، در جوامع روبه‌رشد کنونی هنوز نظام فئودالیزم (ارباب و رعیتی) و تولید کشاورزی مدنظر بود. تفاوت زمانی میان تغییر رژیم اقتصادی در شرق و غرب به حدود ۲ قرن می‌رسد که این زمان طولانی است و خود عامل تفاوت چشمگیر میان سطح توسعه‌یافتگی و صنعتی شدن در این جوامع می‌باشد.

از آن گذشته، سرمایه‌گذاران در غرب با ارزیابی بازده سرمایه‌گذاری در بخش صنعت و کشاورزی و مقایسه آنها، خودبه‌خود به این نتیجه می‌رسیدند که سرمایه‌گذاری در صنعت ارجح است. این در حالی است که با پیشرفت علوم و فن‌آوری و نوین‌سازی بخش کشاورزی، این بخش نیز از بازده قابل توجهی نسبت به کشاورزی جوامع عقب‌مانده، برخوردار بود.

ناشی از صادرات کمابیش وجود نداشت.

با این حال به عنوان اصلی‌ترین مانع توسعه در جوامع، همواره اصل کمبود سرمایه و سرمایه‌گذاری مطرح می‌شود. در اختیار نداشتن ابزار مناسب برای تجهیز بازار سرمایه و یا استفاده نادرست از ابزار موجود، سبب شده که هنوز کشورهای درحال توسعه همین معضل را در مجامع بین‌المللی مطرح سازند.

در حال حاضر بخشی از الگوی تثبیت اقتصادی را خصوصی‌سازی تشکیل می‌دهد که در واقع به تجهیز بازار سرمایه ملی توجه دارد.

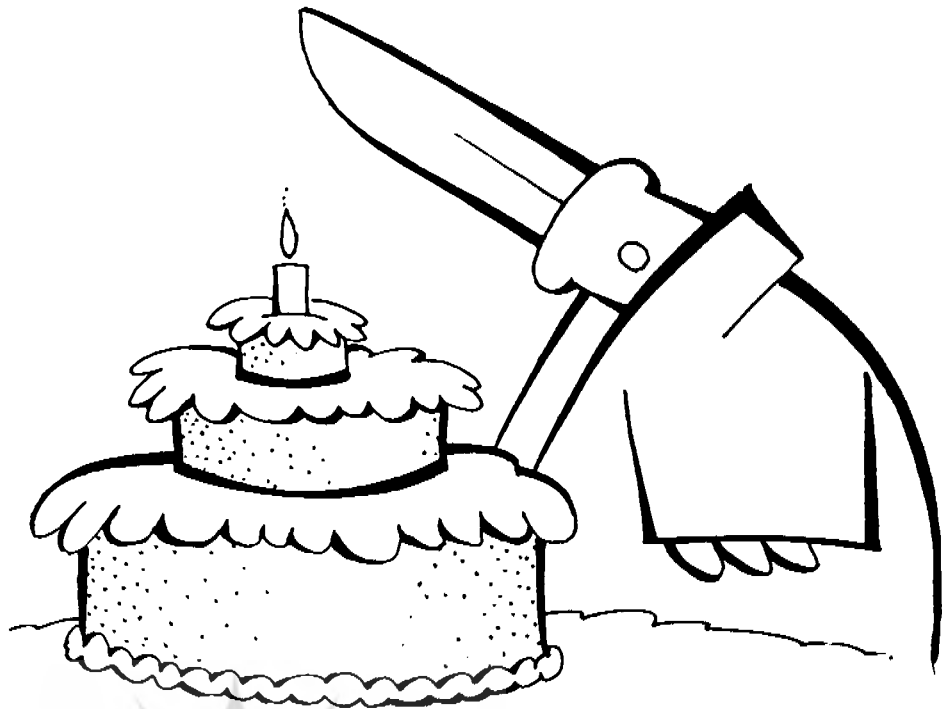
در دوران سازندگی، تجهیز بازار

سرمایه داخلی به‌منظور رشد سرمایه‌گذاری‌های مولد اقتصادی و هدایت جریان نقدینگی از معاملات واسطه‌گری و دلالی، مدنظر قرار گرفت.

**تجهیز بازار سرمایه در ایران به ویژه در دوران سازندگی به‌منظور تقویت سرمایه‌گذاری‌های مولد اقتصادی و هدایت جریان نقدینگی از معاملات واسطه‌گری به فعالیت‌های مولد، مدنظر مسؤولان قرار گرفت.**

به همین منظور بخش قابل‌توجهی از سهام واحدهای دولتی از طریق عرضه در بازار اوراق بهادار تهران، مذاکره و مزایده به بخش خصوصی واگذار شد. توجه سرمایه‌گذاران به بازار سهام منجر به آن شد که تا سال ۷۲ شاخص کل قیمت سهام در بورس تهران به سرعت رشد کند. از سوی دیگر با تغییرات حاصله در نرخ ارز، واحدهای تولیدی که با کمبود نقدینگی مواجه شدند، به عرضه سهام در بازار بورس و افزایش سرمایه روی آوردند.

در حال حاضر ابزار مختلفی در بازار سرمایه برای تجهیز منابع موردنیاز سرمایه‌گذاری مورد استفاده می‌باشد. از آن جمله عرضه حق تقدم و سهام واحدهای تولیدی - صنعتی، در



نیز سرایت کرد. با رشد صنعتی شدن جوامع غربی، بازارهای بورس سهام نیز شکل گرفت که نقش قابل‌توجهی در گسترش و تجهیز بازار سرمایه داشت. با این وصف، فاصله زمانی از یک طرف و فرهنگ اجتماعی از سوی دیگر، تأثیر بزرگی در توسعه‌نیافتگی بازارهای سرمایه در کشورهای روبه‌رشد داشت.

**بازارهای بورس نقش قابل‌توجهی در گسترش و تجهیز بازار سرمایه داشتند. این بازارها به رشد صنعتی جوامع غربی کمک به‌سزایی کردند.**

از اوایل قرن بیستم، تلاش برای شکستن حلقه عقب‌ماندگی در بسیاری از جوامع آغاز شد. الگوهای توسعه اقتصادی که بر مبنای جایگزینی واردات به ویژه در شرق آسیا و آمریکای لاتین مدنظر سیاست‌گذاران و برنامه‌ریزان اقتصادی بود، بازده مناسبی نداشت و به همین جهت ملل شرق آسیا زودتر از دیگر کشورها متوجه کارایی نداشتن این الگو شدند و آن را رها نمودند و به الگوی توسعه صادرات روی آوردند. جوامع آمریکای لاتین که بیش از دیگران به این الگو توجه داشته و تمسک کردند، نیز با بدهی‌های سنگین خارجی مواجه شدند که امکان بازپرداخت آنها با توجه به سطح اندک درآمد ارزی

بورس تهران صورت گرفت، به این مهم اشاره می‌کنند که ادامه فعالیت بورس تهران و گسترش آن با محدودیت‌های موجود، امکان‌پذیر نیست و باید چاره‌آسافی اندیشیده شود.

آنها می‌گویند: شمار سرمایه‌گذاران در بورس تهران از دو میلیون نفر فراتر رفته است و لذا سرمایه‌گذاران در بورس دیگر به این تشکیلات به عنوان یک نهاد ویژه طبقه خاص نگاه نمی‌کنند، بلکه بورس را بخشی از مجموعه ساختار اقتصاد کشور تلقی می‌کنند که باید متناسب با شرایط حاکم بر فعالیت‌های اقتصادی توسعه پیدا کند.



کارشناسان اعتقاد دارند که نبود قانون بازار سرمایه در ایران و نقص مقررات حاکم بر بورس، سبب شده که نظارتی بر بازار سرمایه وجود نداشته باشد. بنابراین تشکیل شورای عالی نظارت بر بازار سرمایه از ارکان کار است که باید مورد توجه مسئولان و سیاست‌گذاران اقتصاد کشور باشد.

این کارشناسان می‌گویند با ایجاد نظم در بازار سرمایه و تدوین و اعمال قانون فراگیر بازار سرمایه، ضمن حفظ منافع سرمایه‌گذاران، می‌توان به رونق سرمایه‌گذاری‌های آتی امیدوار شد. با وجود محدودیت درآمد حاصل از صادرات نفت و ضرورت پیگیری و اجرای الگوی اقتصاد بدون نفت، تجهیز بازار سرمایه از نخستین گام‌های حساس می‌باشد که باید هر

بورس اوراق بهادار تهران و در خارج از بورس و نیز عرضه اوراق مشارکت سرمایه‌گذاری و... هر یک از این اوراق، سرمایه‌گذاران خاصی را جلب کرده و تا حدودی به تأمین نیازمندی‌های مالی پروژه‌های اقتصادی در خارج از نظام بانکی کمک کرده است.

با این وجود بازار سرمایه هنوز کشش کافی برای ایجاد تحرک سریع در سرمایه‌گذاری‌های کلان ندارد که علل مختلفی دارد که بررسی آنها به یافتن راهبردهای مناسب کمک می‌کند.

### موانع توسعه بازار سرمایه در ایران

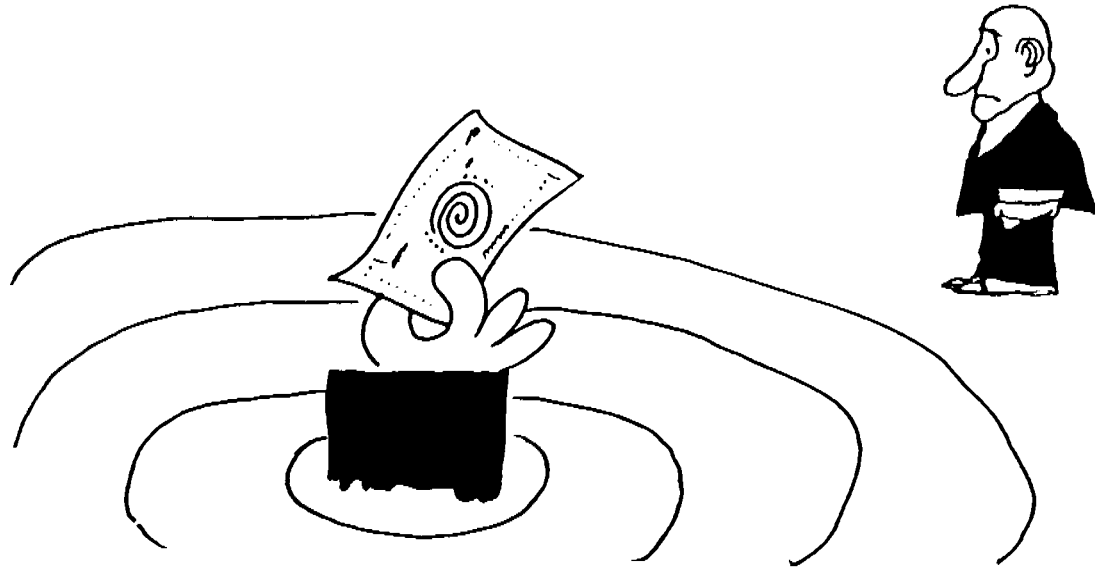
تجهیز بازار سرمایه و جذب منابع سرمایه‌گذاری برای اجرای طرح‌های بزرگ نیازمند قانونمندی‌های جدیدی است. قانونمندی‌هایی که ضمن تأمین یک فعالیت اقتصادی سودآور و قابل توجیه، امنیت سرمایه‌گذاری را نیز تضمین کند.

در حال حاضر از نظر اقشار مختلف سرمایه‌گذاران، بورس تهران مأمنی برای سرمایه‌گذاری است که وجوه سرمایه‌گذاری را تضمین می‌کند، اما از آنجا که فعالیت‌های اقتصادی به‌ویژه در یک سال اخیر با رکود نسبی مواجه شده، شاخص کل سهام بورس به میزان چشمگیری کاهش یافته و بسیاری از سرمایه‌گذاران جدید که در این مدت اقدام به خرید سهام کرده‌اند، متضرر شده‌اند. چنانچه چاره‌جویی اساسی صورت نگیرد، ضرر و زیان ناشی از خرید سهام، موجب خواهد شد که اعتماد سرمایه‌گذاران به اوراق سهام کاهش یابد و بازار سرمایه آسیب ببیند.

○ بازار سرمایه در ایران، هنوز کشش کافی برای ایجاد تحرک سریع در سرمایه‌گذاری‌های کلان ندارد. بررسی علل آن می‌تواند در انتخاب راهکارهای ضروری مؤثر باشد.

فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار در گزارشی اعلام کرد که در سال ۱۹۹۵ بورس تهران از نظر رشد ارزش جاری سهام در مقام دوم جهانی قرار داشت. با این حال روند اقتصادی سال ۱۹۹۶ و پس از آن سبب شده است که اینک بورس تهران با رکود عمیقی روبه‌رو شود.

کارشناسان اقتصادی با اشاره به این مطلب که در سال ۱۳۷۴ حدود ۴ درصد تشکیل سرمایه ملی در ایران از طریق



حدودی در جامعه جا باز کرده است. البته چنانچه ضرر و زیان سرمایه‌گذاران ادامه یابد، اعتماد مردمی که به تازگی وارد فعالیت بورس شده‌اند، سلب خواهد شد و همین امر ضربه‌ای به فعالیت نوپای بورس و بازار سهام در ایران است.

با وجود آنکه برخی عوامل گسترش بازار سرمایه در سال‌های اخیر به وجود آمده‌اند، مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری، اما هنوز نهادهای مهم دیگر کارگزاران تخصصی، بازار سازها، مؤسسه‌های پذیره‌نویسی، شرکت‌های بزرگ کارگزاری و... جای خود را در بازار سرمایه نیافته‌اند، در حالی که نیاز به آنها به شدت احساس می‌شود.

**○ تشکیل شورای عالی نظارت بر بازار سرمایه، تدوین قوانین فراگیر بازار سرمایه و ایجاد نظم و نسق کافی در فعالیت بورس ضروری است.**

برای آنکه موانع توسعه بازار سرمایه از پیش روی برداشته شود، باید بورس تهران به عنوان مرکز فعالیت مورد توجه باشد و تمام ابزارهای موردنیاز آن در کوتاه‌مدت تعبیه گردد.

چه سریع‌تر از طریق قانونمند شدن بازار سرمایه، برداشته شود.

این کارشناسان به کندی روند خصوصی‌سازی در کشور و محدودیت عرضه سهام واحدهای تحت پوشش دولت در بورس اوراق بهادار تهران، اشاره دارند و می‌گویند: چنانچه بازار سرمایه قانونمند تحریک نشود، نمی‌توان امیدوار بود که روند سرمایه‌گذاری به‌ویژه در بخش صنعت از رشد مطلوب و موردنیاز در آینده برخوردار خواهد شد. آنها معتقد هستند که با افزایش هزینه‌های سرمایه‌گذاری در ایران و بازده ناچیز سرمایه‌گذاری، میل به این اقدام روزبه‌روز کمتر و انگیزه سرمایه‌گذاری ضعیف‌تر خواهد شد. چنانچه دولت بخواهد در جهت اجرای سیاست تثبیت ساختار اقتصادی، نقش خود را در امور اقتصادی کاهش دهد، رشد سرمایه‌گذاری کند خواهد شد. لطمه چنین روندی در کاهش نرخ رشد اقتصادی مشاهده خواهد شد. این در حالی است که تا سال ۱۴۰۰ شمسی، اقتصاد ایران به رشد سریع یا دست‌کم معتدل (۵ تا ۶ درصد) نیاز دارد. ایجاد عوامل بازار سرمایه نیز از مواردی است که سیاست‌گزاران و برنامه‌ریزان اقتصادی باید به آن توجه کنند. بازار سرمایه که مشخصه اصلی آن بورس اوراق بهادار است، در سال‌های اخیر با گسترش فعالیت خود تا حدودی جایگاه خود را در میان سرمایه‌گذاران به‌ویژه اقشار مختلف مردم باز کرده است. فرهنگ سرمایه‌گذاری در بورس تا

