

بررسی تأثیر اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران بر توسعه مالی با تأکید بر بازار سرمایه

احمد شعبانی^۱ / علی صالح‌آبادی^۲ / علی راه‌نشین^۳

چکیده

بر اساس سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی اهدافی همچون ارتقاء کارایی بنگاه‌های اقتصادی و بهره‌وری منابع مادی و انسانی و فناوری و همچنین تغییر نقش دولت از مالکیت و مدیریت مستقیم بنگاه‌ها به سیاست‌گذاری و هدایت و نظارت مد نظر مسئولین کشور قرار گرفت. هدف این تحقیق بررسی وجود تأثیر اجرای این سیاست‌ها بر سطح توسعه مالی در بازار سرمایه ایران است. از این رو ابتدا برای پاسخ به سوال تحقیق اقدام به طراحی شاخصی کمی، مرکب از شاخص‌های زیرمجموعه موضوع توسعه مالی در بازار سرمایه گردیده است. توسعه مالی در تعریفی جامع به صورت «فاکتورها، سیاست‌ها و نهادهایی که به بازارها و واسطه‌های مالی اثربخش و همچنین دسترسی گسترده و عمیق به سرمایه و خدمات مالی منجر می‌شوند» تعریف گردیده است. طراحی شاخص توسعه مالی بازار سرمایه ایران برای اولین بار با بهره‌گیری از تحقیقات مشابه داخلی و خارجی و همچنین اصلاح و تایید آن توسط خبرگان صورت گرفته است. بر اساس شاخص بدست آمده توسعه مالی، تأثیر اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ برای دو دوره قبل از اجرای این سیاست‌ها (دوره ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۴) و دوره بعد از آن (دوره ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۸) سنجیده می‌شود. نتایج تحقیق حاکی از وجود تأثیر مثبت و محسوس بین اجرای این سیاست‌ها و سطح توسعه مالی در بازار سرمایه ایران است.

واژگان کلیدی: سیاست‌های اصل ۴۴، توسعه مالی، بازار سرمایه

طبقه‌بندی موضوعی: G18, O16, O47

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

۱. استادیار دانشگاه امام صادق (ع)

۲. استادیار دانشگاه امام صادق (ع)

۳. دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع)

۱- مقدمه

یکی از مهمترین بخش‌های اقتصاد هر کشور، بازار سرمایه است. رشد اقتصادی می‌تواند توسعه و رونق بازار سرمایه را سبب شود. از سوی دیگر، رسیدن به رشد و توسعه اقتصادی مطلوب، بدون وجود نهادهای مالی کارا و تجهیز مناسب منابع مالی، غیر ممکن است. در این راستا سیستم‌های مالی کارآمد می‌توانند از طریق کسب اطلاعات در باره فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تجمیع و تجهیز پس اندازها، نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها و اعمال حاکمیت شرکتی، تسهیل مبادله کالاها و خدمات و توزیع و مدیریت ریسک، با کاهش هزینه‌های مبادله و کسب و تحلیل اطلاعات، موجب تخصیص بهتر منابع و در نهایت، افزایش رشد اقتصادی شوند. همچنین سیستم‌های مالی کارآمدتر، موانع تامین مالی خارجی را کاهش داده و با تسهیل شرایط دسترسی واحدهای تولیدی و صنعتی به سرمایه‌های خارجی، زمینه گسترش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی بیشتر را فراهم می‌سازند (دادگر و نظری، ۱۳۸۸: ۷).

رویکرد نظام مقدس جمهوری اسلامی به اقتصاد با ابلاغ سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی تحولی بنیادین یافت. بر اساس این سیاست‌ها اهدافی همچون ارتقاء کارایی بنگاه‌های اقتصادی و بهره‌وری منابع مادی و انسانی و فناوری و همچنین تغییر نقش دولت از مالکیت و مدیریت مستقیم بنگاه‌ها به سیاست‌گذاری و هدایت و نظارت مد نظر مسئولین کشور قرار گرفت.

ابلاغ سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی در راستای دستیابی به این حقیقت بود که بخش دولتی در اقتصاد ملی از کارایی لازم برخوردار نبوده و در عین حال بسیار بیشتر از حد لازم گسترش پیدا کرده است (نقیبی، ۱۳۸۸، ۷).

هدف این تحقیق بررسی وجود تاثیر اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ بر سطح توسعه مالی در بازار سرمایه ایران است. از این رو ابتدا برای پاسخ به سوال تحقیق اقدام به طراحی شاخصی کمی، مرکب از شاخص‌های زیرمجموعه موضوع توسعه مالی در بازار سرمایه گردیده است. طراحی شاخص توسعه مالی بازار سرمایه ایران برای اولین بار با بهره‌گیری از تحقیقات مشابه داخلی و خارجی و همچنین اصلاح و تایید آن توسط خبرگان صورت گرفته است.

۲- ادبیات موضوع

ادبیات این تحقیق در سه حیطه سیاست‌های اصل ۴۴، ابعاد و اهداف آن، مفهوم توسعه مالی، اجزا و شاخص‌های آن و در نهایت شاخص‌های ترکیبی و نحوه ایجاد و محاسبه آنها می‌باشد.

۲-۱- اهداف ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴

سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران در چند مرحله توسط مقام معظم رهبری ابلاغ گردید. این سیاست‌ها با توجه به ذیل اصل ۴۴ قانون اساسی و مفاد اصل ۴۳ و به منظور شتاب بخشیدن به رشد اقتصاد ملی، گسترش مالکیت در سطح عموم مردم به منظور تأمین عدالت اجتماعی، ارتقاء کارایی بنگاه‌های اقتصادی و بهره‌وری منابع مادی و انسانی و فناوری، افزایش رقابت‌پذیری در اقتصاد ملی، افزایش سهم بخش‌های خصوصی و تعاونی در اقتصاد ملی، کاستن از بار مالی و مدیریتی دولت در تصدی فعالیت‌های اقتصادی، افزایش سطح عمومی اشتغال، تشویق اقشار مردم به پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و بهبود درآمد خانوارها تنظیم گردیده‌اند (طباطبایی یزدی، ۱۳۸۷: ۲۸).

طبق بند الف این سیاست‌ها دولت حق فعالیت اقتصادی جدید خارج از موارد صدر اصل ۴۴ را نداشته و موظف است هرگونه فعالیت را که مشمول عناوین صدر اصل ۴۴ نباشد، حداکثر تا پایان برنامه پنج‌ساله چهارم به بخش‌های تعاونی و خصوصی و عمومی غیردولتی واگذار کند. همچنین طبق همین بند به بنگاه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی و بخش‌های تعاونی و خصوصی اجازه داده شده تا در زمینه‌های مذکور در صدر اصل ۴۴ قانون اساسی سرمایه‌گذاری، مالکیت و مدیریت داشته باشند.

در تاریخ ۱۳۸۵/۰۴/۱۲ بند ج این سیاست‌ها با هدف تغییر نقش دولت از مالکیت و مدیریت مستقیم بنگاه‌ها به سیاست‌گذاری و هدایت و نظارت با واگذاری ۸۰٪ از سهام بنگاه‌های دولتی مشمول صدر اصل ۴۴ به بخش‌های خصوصی شرکت‌های تعاونی سهامی عام و بنگاه‌های عمومی غیر دولتی موافقت شد.

همچنین بند د این سیاست‌ها به موضوع واگذاری و نحوه انتقال بنگاه‌ها به بخش خصوصی، تعاونی و عمومی غیردولتی توجه می‌کند. بطور کلی در این سیاست‌ها شیوه اصلی مشارکت دیگر بخش‌ها در اقتصاد از طریق خصوصی‌سازی و واگذاری کامل دیده شده است.

به نظر می‌رسد نگاه خاص قانونگذار در بند ب این سیاست‌ها به بخش تعاونی در راستای گسترش عدالت اجتماعی و رسیدگی به طبقات محروم بوده است. در این راستا توجه خاص به بخش عمومی غیردولتی و توسعه زیرساخت‌های عمومی نیز می‌تواند بسیار مفید و سازنده باشد.

۲-۲- تعریف توسعه مالی

یکی از عواملی که در جهت دستیابی به هدف رشد پرشتاب و مستمر اقتصادی می‌تواند نقش اساسی ایفا کند، توسعه بخش مالی کشور است. بخش مالی از بازارهای گوناگونی شامل بازار پول و سرمایه تشکیل شده است. اهمیت توسعه بخش مالی کشور از آنجا نشأت می‌گیرد که بخش مالی کارآمد، نقشی اساسی در تجهیز منابع مالی برای سرمایه‌گذاری، تشویق ورود و تجهیز سرمایه خارجی و بهینه‌سازی ساز و کار تخصیص منابع ایفا می‌کند (دادگر و نظری، ۱۳۸۸: ۷).

سیستم مالی یک کشور از بازارها، ابزارها و نهادهای مالی تشکیل شده است. بر این اساس، توسعه مالی یک مفهوم چند وجهی است که توسعه بخش بانکی، بخش غیربانکی، سیاستگذاری پولی، مقررات و نظارت بانکی، باز بودن بخش مالی و محیط نهادی را در برمی‌گیرد.

از عوامل تعیین کننده سطح توسعه مالی در کشورها می‌توان به عوامل تاریخی شامل مولفه‌های قانونی، سیاسی، فرهنگی، اخلاقی و جغرافیایی و عوامل سیاستی شامل محیط سیاسی و اقتصاد کلان، زیرساخت‌های نهادی، قانونی و اطلاعاتی، مقررات و نظارت، رقابت و کارایی، آزادسازی مالی و تسهیل دسترسی به خدمات مالی اشاره کرد (همان منبع، ۴).

گزارش مجمع جهانی اقتصاد توسعه مالی را به عنوان «فاکتورها، سیاست‌ها، و نهادهایی که به بازارها و واسطه‌های مالی اثربخش همچنین دسترسی گسترده و عمیق به سرمایه و خدمات مالی منجر می‌شوند» تعریف می‌نماید (مجمع جهانی اقتصاد، ۲۰۰۹: ۳۷)^۱.

۲-۲-۱- نقش توسعه مالی در توسعه

بدون شک توسعه مالی باعث ارتقای سطح زندگی فقرا از طریق افزایش رشد اقتصادی و افزایش فرصت‌های زندگی می‌گردد. بصورت غیرمستقیم ایجاد شغل و ارتقای سطح دستمزدها به همراه کمک مستقیم به مردم در دریافت وام برای تهیه ابزارهای تولید یا ایجاد یک کسب و کار نیز از مزایای توسعه مالی است. توسعه مالی همچنین به مردم امکان حفاظت از پولشان به عنوان مثال از طریق حساب‌های سپرده را می‌دهد و آنها را در برابر ضربه‌های درآمدی مثلا از طریق بیمه‌ها حفظ می‌کند.

از آنجا که سیستم‌های مالی در معرض ریسک بحران‌های مالی هستند می‌تواند بر مردم آسیب‌پذیر در تمامی دنیا اثر بگذارد. یک بحران مالی اثرات مختلفی بر فقرا دارد اما ضعیف‌ترین قشر جامعه همیشه در معرض بیشترین ریسک فقر بر اثر بیکاری، افزایش قیمت غذا، مصرف پس‌اندازها و

1. World Economic Forum, 2009: 37

از دست دادن خدمات عمومی همچون تامین اجتماعی، خدمات درمانی و تحصیل می‌باشند. از این رو بایستی اثر توسعه مالی را بر جامعه از دو جنبه روشن و تاریک بررسی کرد (همان منبع، ۳۷). بسیاری از سیاست‌ها در مسیر اهداف توسعه همچون توسعه زیرساخت‌ها، محیط کسب و کار و خدمات عمومی تحت تاثیر بخش مالی برای تامین سرمایه هستند. اما توسعه مالی از طرق دیگری نیز باعث رسیدن به اهداف توسعه می‌گردد (همان منبع، ۲۰۰۹، ۳۶). توسعه مالی تاثیر غیر مستقیمی بر رشد اقتصادی از طریق تجهیز پس اندازهای مردم برای حمایت از فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد. همچنین بهتر می‌تواند به مدیریت و توزیع ریسک‌ها پردازند (Levine, 2005). از سوی دیگر جنبه تاریک مالی در هنگام بحران‌هاست که سیستم‌های مالی تاثیر منفی بیشتری بر قشر ضعیف جامعه می‌گذارند، سطح اشتغال و درآمدها خانوارها کاهش یافته و هزینه‌ها افزایش می‌یابد (مجمع جهانی اقتصاد، ۲۰۰۹، ۳۷).

۲-۲-۲- بررسی تحقیقات مختلف در مورد توسعه مالی

ساختار مالی یک کشور از بازارها و محصولات مالی مختلف تشکیل شده است و چند معیار محدود نمی‌تواند تمام جنبه‌های لازم توسعه مالی را در برگیرد. در تحقیقات مختلف با توجه به موضوع خاص مورد نظر محقق، جامعه اقتصادی انتخاب شده در تحقیق و شیوه تحقیق مقوله‌ها و شاخص‌های مختلفی مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

صندوق بین‌المللی پول در یک گزارش تحقیقاتی به بررسی مقایسه‌ای شاخص‌های توسعه مالی ۲۰ کشور خاورمیانه و شمال آفریقا (کشورهای سینا یا منا) شامل ایران پرداخته است. صندوق بین‌المللی پول در مقدمه این گزارش، اصلاحات بخش مالی در کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا را یکی از ضروریات و لوازم این کشورها برای رسیدن به نرخ رشد اقتصادی بالا ارزیابی کرد. تئوری‌های اقتصادی نشان می‌دهند، سیاست‌هایی که در جهت تقویت بخش مالی به کار گرفته می‌شود، موجب کاهش هزینه‌های اطلاعات، مبادلات و نظارت می‌شود و در نتیجه با بهبود بهره‌وری موجب افزایش تولید می‌گردد.

در این ارزیابی توسعه مالی کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا در شش جنبه مورد ارزیابی قرار گرفته است که شامل توسعه بخش پولی و سیاست‌گذاری پولی، توسعه بخش بانکی، توسعه بخش مالی غیربانکی، نظارت و تنظیم مقررات، باز بودن مالی و کیفیت نهادی می‌باشد (Creane, et al., 2003). دادگر و نظری با تکیه بر گزارش صندوق بین‌المللی پول از توسعه اقتصادی در منطقه منا در مقاله- ای به بررسی شاخص‌های توسعه اقتصادی در ایران پرداخته‌اند. آنها ابتدا با بررسی و تشریح گزارش

صندوق بین المللی پول و نتایج بدست آمده از آن به بررسی وضعیت توسعه مالی در ایران و دیگر کشورهای منطقه پرداخته‌اند.

در ادامه آنها با مینا قرار دادن جنبه‌های شش گانه شاخص‌های توسعه مالی در گزارش صندوق بین المللی پول با انتخاب سه جنبه (توسعه بخش پولی و سیاستگذاری پولی، توسعه بخش بانکی، توسعه بخش مالی غیربانکی) به بررسی توسعه مالی در ایران از طریق جمع‌آوری داده‌ها و محاسبه تغییرات صورت گرفته در دو دوره برنامه سوم و چهارم توسعه پرداخته‌اند (دادگر و نظری، ۱۳۸۸، ۱۸ الی ۳۰). دادگر و نظری با محاسبه رشد هر یک از شاخص‌ها در سال‌های دو دوره اقدام به بررسی تک تک هر یک از شاخص‌های منتخب نموده‌اند و اقدامی برای محاسبه شاخص ترکیبی توسعه مالی در ایران ننموده‌اند. همچنین با اینکه این شاخص‌ها به عنوان شاخص‌های توسعه مالی در ایران بصورت کلی معرفی گشته‌اند از بررسی مقولات مهمی همچون تنظیم مقررات و نظارت، باز بودن و آزادسازی مالی و محیط نهادی صرف نظر شده است.

گزارش توسعه مالی در سال ۲۰۰۹ و شاخص توسعه مالی^۱ (FDI) نمره و رتبه ۵۵ کشور را در سطح توسعه مالی آنها نشان می‌دهد. این گزارش محرک‌های توسعه مالی را که از رشد اقتصادی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه حمایت می‌کند تحلیل می‌نماید که می‌تواند به عنوان یک ابزار برای محک بخش‌های مزیتی برای اصلاح و تجدید ساختار در یک کشور بکار آید.

برای فهم درجه توسعه مالی ابتدا بایستی به همه فاکتورها که درجه عمق و کارایی خدمات مالی را تعیین می‌کنند توجه کرد. در این گزارش جنبه‌های مختلف توسعه مالی در ۷ رکن که در سه دسته کلی می‌توانند تقسیم شوند گردآوری شده‌اند:

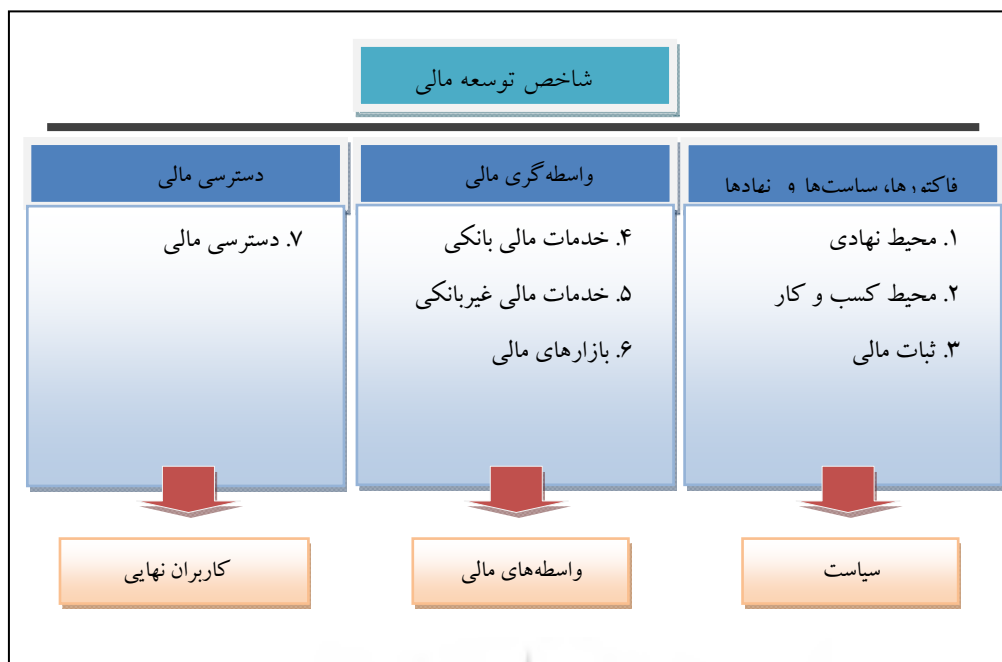
فاکتورها، سیاست‌ها و نهادها: ویژگی‌های بنیانی که توسعه مالی واسطه‌ها، بازارها، ابزارها و خدمات را منجر می‌شوند.

واسطه‌گری مالی: تنوع، اندازه، عمق و کارایی بازارها و واسطه‌های مالی که خدمات مالی را ارائه می‌نمایند.

دسترسی مالی: دسترسی اشخاص و کسب و کارها به انواع مختلف سرمایه و خدمات مالی (مجمع جهانی اقتصاد، ۲۰۰۹: ۴).

1. Financial Development Index

شکل (۱): ساختار شاخص توسعه مالی جهانی



(مجمع جهانی اقتصاد، ۲۰۰۹: ۵)

۲-۲-۳- بررسی مقوله‌های مختلف توسعه مالی

محیط نهادی: شامل قانون‌ها، نظارت‌ها و تنظیم مقررات است که توسعه عمیق و کارایی واسطه‌ها، بازارها و خدمات مالی را منجر می‌شود و نگاهی از بالا به سیستم مالی است. این بخش علاوه بر موارد بالا شامل کیفیت اجرای قراردادها و حاکمیت شرکتی نیز می‌شود (مجمع جهانی اقتصاد، ۲۰۰۹، ۵).
ثبات مالی^۱: ثبات مالی در سیستم‌های مالی از مفاهیم جدیدی است که پس از بحران مالی اخیر به عنوان رکن سوم در گزارش توسعه مالی به آن توجه شده است. جنبه‌هایی منفی از بی‌ثباتی مالی در رشد اقتصادی بخوبی در بحران مالی اخیر همچون بحران‌های گذشته دیده می‌شود. این بی‌ثباتی ممکن است به زیان‌های مشخص برای سرمایه‌گذار در، بحران‌های سیستمی بانکی، بحران‌های سیستمی شرکتی، بحران‌های ارزی و بحران‌های بدهی خارجی منجر شود (همان منبع، ۷).
خدمات مالی بانکی: بانک‌ها نقشی حیاتی در پشتیبانی رشد اقتصادی بازی می‌کنند. سیستم‌های مالی مبتنی بر بانک بر استفاده از اطلاعات مالی و هزینه‌های تراکنش کمتر تمرکز می‌کنند که منجر به

1. Financial Stability

تخصیص کارا تر اعتبار می‌شود. این نقش بخصوص در کشورهای در حال توسعه مهم است (همان منبع، ۸). در اکثر نظام‌های اقتصادی، بانک‌ها مرکز سیستم مالی و پرداخت‌ها بوده و نقش مهمی در فرایند تجهیز پس انداز، شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و متنوع‌سازی ریسک ایفا می‌کنند. از این رو اندازه، ساختار و کارآیی بخش بانکی به عنوان یک بعد مستقل توسعه مالی مورد توجه است. سوددهی بانک‌ها، اعتبارات پرداختی و دسترسی آسان بخش خصوصی به اعتبارات بانکی از این بعد مورد بررسی قرار می‌گیرد (دادگر و نظری، ۱۳۸۸).

خدمات مالی غیربانکی: تحولات بخش مالی غیربانکی، توسعه منابع سرمایه‌ای و خدمات مالی جایگزین را مورد بررسی قرار می‌دهد. این بخش بازارهای سهام، موسسه‌های مالی رهنی و اجاره‌ای، بازارهای اوراق بهادار، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی را در بر می‌گیرد. تنوع محصولات و بازارهای متنوع در این بخش ضمن ایجاد زمینه تحول در وظایف سیستم، نگاه‌ها و خانوارها را قادر می‌سازد تا تامین مالی خود را از نظر هزینه به گونه‌ای کارا بهبود بخشند؛ منابع مالی را تجهیز کنند؛ بر مدیریت بخش مالی نظارت داشته باشند و ریسک‌ها را توزیع نمایند (دادگر و نظری، ۱۳۸۸).

بازارهای مالی: بازارهای مالی را می‌توان به طرق گوناگون طبقه‌بندی کرد. یک روش طبقه‌بندی بر حسب حق مالی است، مثل بازارهای بدهی (اوراق قرضه) و بازارهای سهام. روش دیگر طبقه‌بندی بر حسب سررسید حق مالی است. برای مثال بازار ابزار بدهی کوتاه مدت را بازار پول می‌نامند و بازار دارایی مالی با سررسید طولانی تر را بازار سرمایه می‌گویند. بازارهای مالی را می‌توان به گونه‌ای دیگر نیز طبقه‌بندی کرد. بازار اولیه که با اوراق تازه منتشر شده سرو کار دارد و بازار ثانویه که معاملات دست دوم اوراق را انجام می‌دهد. از سوی دیگر بازارهای مالی یا بازار نقد هستند و یا بازار ابزارهای مشتقه. بازار را می‌توان بر اساس ساختار سازمانی آن نیز طبقه‌بندی کرد که ممکن است بازار بورس، بازار خارج از بورس یا بازار از طریق واسطه باشد (زنجیرانی، ۱۳۸۶، ۴). در گزارش توسعه مالی مجمع جهانی اقتصاد بازارهای مالی به چهار نوع مهم، شامل بازارهای اوراق قرضه (دولتی و شرکتی)، بازارهای سهام، بازارهای ارز خارجی و بازارهای مشتقه تقسیم بندی شده‌اند (مجمع جهانی اقتصاد، ۲۰۰۹: ۹).

دسترس‌ی مالی^۱: به دلیل اهمیت این شاخص اخیراً در شاخص توسعه مالی مجمع جهانی اقتصاد گنجانده شده و شاخص‌های دسترس‌ی به سرمایه و خدمات مالی را ارائه می‌کند. دسترس‌ی مالی در کنار اندازه و عمق یک سیستم مالی می‌تواند تأثیر معنی‌داری بر فعالیت‌های واقعی اقتصاد یک کشور، رشد اقتصادی و رفاه کلی آن داشته باشد (همان منبع، ۹).

آزادسازی مالی^۲: آزادسازی به معنای اقداماتی است که از سوی دولت‌ها با هدف رونق بخشیدن به رقابت در بین شرکت‌ها در بازار صورت می‌گیرد. آزادسازی می‌تواند به اشکال مختلفی انجام شود و طیفی از ابزارهای ضد تراست تا حذف یارانه‌ها و طراحی ابتکاراتی برای رونق بخشیدن به رقابت بین بازیگران خصوصی را در بر بگیرد. گرچه خصوصی‌سازی، مقررات زدایی و آزادسازی پدیده‌هایی جداگانه هستند، اما غالباً در کنار یکدیگر می‌آیند (فن‌وایزشر و همکاران، ۱۳۸۶: ۲۸). بسیاری از محققین برای تعریف معیار شاخص آزادسازی مالی به شاخصه‌های اصلی بازارهای مالی توجه دارند به طور مثال کامینسکی برای ساختن شاخص آزادسازی به قوانین و مقررات مربوط به حساب سرمایه، بخش پولی (عمدتاً بانکداری) و بخش بازار سرمایه (بازار سهام) توجه دارد. از مهمترین محدودیتهای بازار سرمایه کشورهای در حال توسعه محدودیتهای قانونی، محدودیتهای غیر مستقیم (نامتقارنی اطلاعات، عدم وجود استانداردهای حسابداری و قوانین حمایتی از سرمایه‌گذاران) و ریسکهای نقدشوندگی، سیاسی، اقتصادی و ارزی است (Kaminsky, 2002).

در این تحقیق ما تمامی راهکارهای آزادسازی اقتصادی از جمله مقررات زدایی، انحصار زدایی دولت از بخش‌های اقتصاد، باز بودن اقتصاد نسبت به سرمایه‌گذاری خارجی و خصوصی سازی را زیرمجموعه مقوله آزاد سازی در نظر می‌گیریم.

باز بودن بخش مالی: باز بودن مالی^۳ رتبه و جایگاه نظام مالی داخلی در جا به جایی فرامرزی منابع مالی است. باز بودن بازارهای مالی بر روی ورود و خروج سرمایه، رژیم‌های ارزی مناسب و محدودیتهای مبادلات دارایی‌های مالی یا ابزارهای ارزی خارجیان و افراد مقیم در این بعد مورد بررسی قرار می‌گیرد (دادگر و نظری، ۱۳۸۸: ۱۷). از این حیث باز بودن مالی جزئی از مقوله کلی آزادسازی مالی به شمار می‌رود.

تنظیم مقررات و نظارت: به دلیل وجود اطلاعات نامتقارن و همچنین شکست بازار در مبادلات مالی، کنترل و نظارت مناسب از جنبه‌های مهم توسعه مالی به شمار می‌آیند. مقامات مالی برای اطمینان از

1. Financial Access
2. Financial Liberalization
3. Financial Openness

منافع سپرده‌گذاران در نظام بانکی از فساد جلوگیری می‌کنند. نظارت دقیق بانک‌ها، میزان استقلال بانک مرکزی و نهاد ناظر و شفافیت اطلاعات مالی و پولی در این بعد از توسعه مالی اندازه‌گیری می‌شود (همان منبع، ۱۷).

۲-۳- شاخص‌های ترکیبی

شاخص‌های ترکیبی^۱ (CI) که عملکرد کشور را مقایسه می‌کنند به صورت فزاینده‌ای به عنوان یک ابزار مفید در تحلیل سیاست‌ها و ارتباطات عمومی شناخته می‌شود. در معنای عام، یک شاخص ترکیبی یک مقیاس کیفی یا کمی مشتق شده از یک سری از واقعیت‌های مشاهده شده است که می‌تواند وضعیت‌های مرتبط (به عنوان مثال از یک کشور) را در یک محدوده داده شده آشکار کند (سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه^۲، ۲۰۰۸: ۱۳).

۲-۳-۱- مراحل ایجاد شاخص ترکیبی

سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه (OECD)، با توجه به نیازمندی خود در تهیه گزارشات مختلف تحلیلی که از شاخص‌های ترکیبی بهره می‌برند، اقدام به نگارش راهنمایی برای ایجاد شاخص‌های ترکیبی نموده است. آخرین نگارش این راهنما با عنوان راهنمای ایجاد شاخص‌های ترکیبی، روش شناسی و راهنمای کاربر ۳ در سال ۲۰۰۸ منتشر شده است و به تشریح مراحل مختلف ایجاد شاخص‌های ترکیبی و رویکردهای آن و همچنین ذکر مثال‌های مختلف پرداخته است.

(۱) چارچوب نظری: برای مبنا قرار گرفتن انتخاب و ترکیب شاخص‌های واحد در یک شاخص ترکیبی معنی‌دار بایستی یک چارچوب نظری تحت اصل سازگاری با هدف توسعه داده شود.

(۲) انتخاب داده: شاخص‌ها بایستی بر مبنای صحت تحلیلی، قابلیت اندازه‌گیری، پوشش کلی، ارتباط با موضوع اندازه‌گیری شده و ارتباط با دیگری انتخاب شوند. استفاده از متغیرهای جایگزین بایستی فقط هنگامی که داده نایاب است مد نظر قرار گیرد.

(۳) برآورد داده‌های مفقود: بایستی به رویکردهای مختلف در جاگذاری داده‌های مفقود توجه لازم شود. داده‌های بحرانی باید از لحاظ تصادفی بودن مورد آزمایش قرار گیرند.

(۴) تحلیل چند متغیری: یک تحلیل اکتشافی بایستی ساختار کلی شاخص‌ها را بررسی کند، مناسب بودن مجموعه داده‌ها را ارزیابی کند و انتخاب‌های روش شناسی همچون وزن‌دهی را تشریح کند.

1. Composite Indicators
2. Organisation for Economic Co-operation and Development
3. Handbook on Constructing Composite Indicators Methodology and User Guide

- (۵) **نرمال‌سازی:** شاخص‌ها بایستی نرمال شوند تا قابل مقایسه گردند. بایستی به مقادیر بحرانی توجه گردد زیرا ممکن است در مراحل بعدی بر فرایند ایجاد شاخص تأثیر بگذارند. داده‌های اریب^۱ نیز بایستی پیدا شده و بررسی شوند.
- (۶) **وزن دهی ۲ و تجمیع ۳:** شاخص‌ها بایستی بر اساس چارچوب نظری پایه تجمیع و وزن دهی شوند. مسائل جبرانی و همبستگی در میان شاخص‌ها بایستی مورد توجه قرار گرفته و یا تصحیح شده و یا به عنوان ویژگی پدیده که بایستی در تحقیق حفظ شود بحث گردد.
- (۷) **تحلیل توان ۴ و حساسیت ۵:** توان شاخص ترکیبی بایستی در موضوعات مکانیزم وجود یا عدم وجود یک شاخص خاص، روش نرمال‌سازی، وارد کردن داده‌های مفقود، انتخاب وزن‌ها و روش تجمیع مورد تحلیل قرار گیرد.
- (۸) **بازگشت به داده واقعی:** شاخص‌های ترکیبی بایستی شفاف و مناسب برای تفکیک به شاخص‌ها و داده مقادیر پایه باشد.
- (۹) **ارتباط با دیگر متغیرها:** بایستی برای یافتن ارتباط شاخص ترکیبی با دیگر شاخص‌های منتشره همچون یافتن رابطه از طریق رگرسیون تلاش صورت گیرد.
- (۱۰) **ارائه و نمایش:** شاخص‌های ترکیبی می‌توانند توسط روش‌های مختلف نمایش داده شده و ارائه شوند که می‌تواند بر نحوه تفسیر آنها موثر باشد (همان منبع، ۲۱-۲۰).

۳- روش تحقیق

برای بررسی سطح توسعه مالی در بازار سرمایه ایران در این تحقیق اقدام به طراحی و محاسبه شاخص ترکیبی کمی، مرکب از شاخص‌های مرتبط در بازار سرمایه می‌شود. مراحل طراحی و محاسبه شاخص ترکیبی توسعه مالی مبتنی بر مراحل اعلام شده برای دستیابی به شاخص‌های ترکیبی توسط سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه اجرا می‌شود. هر چند که به تناسب موضوع تحقیق ممکن است همخوانی کاملی بین روش این تحقیق و مراحل ایجاد یک شاخص ترکیبی نباشد. جامعه تحقیق، بازار سرمایه ایران در طول دوره سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸ است. شاخص‌های زیرمجموعه نیز با استفاده از

1. Skewed Data
2. Weighting
3. Aggregation
4. Uncertainty
5. Sensitivity

مطالعات کتابخانه‌ای در بررسی و الگو برداری از تحقیقات متناظر خارجی و داخلی انتخاب گردیده و مدل اولیه شاخص به نظر و تایید خبرگان می‌رسد.

با بررسی تحقیقات مختلف در زمینه توسعه مالی و شاخص‌های آن مفاهیم متعددی در این زمینه یافت گردید. برای رسیدن به یک چارچوب کلی پس از بررسی گزارشات و تحقیقات بین‌المللی در مورد توسعه مالی گزارش توسعه مالی ۲۰۰۹ تهیه شده توسط مجمع جهانی اقتصاد به عنوان مبنا در نظر گرفته شد و توسط دیگر تحقیقات مشابه همچون گزارش‌های صندوق بین‌المللی پول و محدودیت‌های تحقیق مورد اصلاح قرار گرفت.

معیارها و محدودیت‌های تحقیق که در گزینش مقوله‌ها و شاخص‌های موردی توسعه مالی مورد استفاده قرار گرفتند شامل ارتباط با بازار سرمایه، ارتباط با سیاست‌های اصل ۴۴، تعریف عملیاتی و وجود داده معتبر برای شاخص‌های آن مقوله در ایران بوده است.

بر این اساس مدلی اولیه از شاخص توسعه مالی در بازار سرمایه ایران شامل مقولات زیر مجموعه، شاخص‌های کمی و وزن هر کدام تهیه گردید و برای تایید و تصحیح در اختیار خبرگان قرار گرفت. خبرگان مشارکت کننده در این امر اساتید مطرح مالی و همچنین کارشناسان و مدیران سطح عالی سازمان بورس و اوراق بهادار بودند.

۳-۱- مدل نهایی شاخص توسعه مالی در بازار سرمایه ایران

مدل نهایی به دست آمده برای شاخص توسعه مالی در بازار سرمایه ایران مدلی است در سه سطح طبقه‌بندی مقولات مالی، که سطح ۱ این مدل به سه دسته فاکتورها، سیاست‌ها و نهادها، واسطه‌گری مالی و دسترسی مالی تقسیم گردیده است. در سطح ۲ با تقسیم دسته «فاکتورها، سیاست‌ها و نهادها» به محیط نهادی و آزاد سازی مالی و همچنین با تقسیم دسته واسطه‌گری مالی به خدمات مالی غیر بانکی و بازارهای مالی تعداد دسته‌ها به ۵ دسته افزایش یافته است. در سطح ۳ نیز دسته محیط نهادی به مسائل نظارتی و ساختار بازار تقسیم شده و دسته آزادسازی مالی و باز بودن مالی تفکیک شده است. در نهایت شاخص توسعه مالی در سطح ۳ به ۷ مقوله جزئی تقسیم گردیده است. هر چه از سطح ۱ به سطح ۳ حرکت می‌کنیم مقولات جزئی‌تر، عینی‌تر و با قابلیت سنجش بالاتر می‌گردند. در نهایت نیز هر یک از مقولات هفتگانه سطح ۳ توسط چندین شاخص مورد سنجش قرار می‌گیرند.

شکل (۲): ساختار شاخص توسعه مالی در بازار سرمایه ایران



در این تحقیق از ۲۰ شاخص موردی متفاوت با واحدهای مختلف برای ایجاد شاخص ترکیبی توسعه مالی بهره برده شده است. از این رو ناگزیر به نرمال‌سازی داده‌ها برای ایجاد امکان جمع نمودن (شاخص‌های مختلف جهت ایجاد شاخص ترکیبی) و مقایسه (مقدار شاخص ترکیبی در سال‌های مختلف) بوده‌ایم.

در محاسبات دو روش نرم خطی و نرم نسبت فاصله به داده مرجع برای نرمال‌سازی داده‌ها مورد استفاده قرار گرفته است.

استفاده از نرم خطی نرمال‌سازی علاوه بر حذف مقیاس، باعث حذف اندازه شاخص‌های مختلف نیز می‌گردد. از این رو اندازه یک شاخص و تغییرات آن نمی‌تواند بر شاخص کلی تأثیر نامتعارف بگذارد. اشکال این روش عدم مقایسه نتایج بدست آمده با نتایج بدست آمده از سال‌های است. یعنی برای مقایسه سال‌های جدید بایستی مقادیر دوباره محاسبه گردند. در نتیجه مقادیر شاخص ترکیبی برای هر سال با محاسبه در سال جدید تغییر می‌کند (آذر، ۱۳۸۸: ۵۵).

جدول (۱): ساختار شاخص توسعه مالی بازار سرمایه ایران به همراه مقولات و وزن هر یک

وزن	شاخص‌ها	وزن	مقوله‌های سطح ۳	وزن	مقوله‌های سطح ۲				
٪۲۵	تعداد اطلاعیه‌های منتشره ناشران در بازار	٪۵۰	مسائل نظارتی	٪۲۰	محیط نهادی	فاکتورها سیاست‌ها و نهادها	شاخص توسعه مالی		
٪۲۵	تعداد مقررات مصوب								
٪۲۵	تعداد احکام انضباطی صادره								
٪۲۵	تعداد بررسی صلاحیت مدیران								
٪۱۰۰									
٪۳۰	انواع نهادهای مالی موجود	٪۵۰	ساختار بازار	٪۲۰	آزادسازی مالی				
٪۲۰	تعداد شرکت‌های لیست شده بورس و فرابورس								
٪۲۰	تعداد اشخاص دارای گواهی‌نامه حرفه‌ای								
٪۳۰	تنوع ابزارهای مالی قابل معامله	٪۱۰۰							
٪۲۵	بودجه شرکت‌های دولتی به GDP	٪۸۰	آزادسازی مالی	٪۲۰	آزادسازی مالی				
٪۵۰	ارزش شرکت‌های واگذار شده								
٪۲۵	ارزش معاملات بورس کالا								
٪۱۰۰									
٪۳۰	ارزش سرمایه گذاری خارجی به GDP	٪۲۰	باز بودن مالی	٪۲۰	آزادسازی مالی				
٪۷۰	حجم صادرات و واردات								
٪۱۰۰		٪۱۰۰							
٪۱۰۰	تامین مالی از طریق بازار سرمایه	٪۱۰۰	تامین مالی از طریق بازار سرمایه	٪۲۰	خدمات مالی غیر بانکی	واسطه گری مالی			
٪۳۳	نسب گردش سهام	٪۱۰۰	بازارهای اوراق بهادار	٪۲۰	بازارهای مالی				
٪۳۳	ارزش بازار سهام به GDP								
٪۳۳	ارزش معاملات به GDP								
٪۱۰۰									
٪۳۳	تعداد ایستگاه‌های معاملاتی کارگزاری‌ها	٪۱۰۰	دسترسی به بازار سرمایه	٪۲۰	دسترسی مالی	دسترسی مالی			
٪۳۳	تعداد سهامداران								
٪۳۳	تعداد دفعات معاملات								
٪۱۰۰									

فرمول‌های استفاده شده در نرم خطی بدین شرح هستند:

$$n_{tj} = \frac{r_{tj}}{\max_t (r_{tj})}; \forall j; j \in j^+ \quad (1)$$

$$n_{tj} = \frac{\min_t (r_{tj})}{r_{tj}}; \forall j; j \in j^- \quad (2)$$

r_{tj} = مقدار خام شاخص j در سال t

n_{tj} = مقدار شاخص j ام در سال t پس از نرمال سازی

$\max_t (r_{tj})$ = بیشترین مقدار شاخص j در دوره تحقیق

$\min_t (r_{tj})$ = کمترین مقدار شاخص j در دوره تحقیق

t : عضو دوره تحقیق سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸

j : عضو شاخص‌های موردی تحقیق

فرمول (۱) برای شاخص‌های افزایشنده و فرمول (۲) برای شاخص‌های کاهشنده بکار می‌رود. در این

تحقیق تنها شاخص کاهشنده شاخص «بودجه شرکت‌های دولتی به GDP» می‌باشد.

در نهایت نیز مقادیر بدست آمده از طریق فرمول ذیل به مقیاس طیف لیکرت (دامنه ۱ تا ۷)

برده شده است.

$$n_{tj} = 6 \times n_{tj} + 1$$

هر چند که این روش برای آزمون فرضیه این تحقیق مناسب و کافی می‌باشد اما برای طراحی شاخص توسعه مالی مناسب نیست. از این رو در این تحقیق برای محاسبه شاخص توسعه مالی از روش نرمال سازی نسبت فاصله از داده مرجع به شرح ذیل نیز استفاده می‌شود.

در روش نرمال سازی از طریق نرم نسبت فاصله از داده مرجع نسبت تغییر داده هر سال به سال مرجع سنجیده می‌شود و از این رو میزان رشد آن نسبت به سال مرجع محاسبه می‌گردد. (سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه، ۲۰۰۸: ۸۵). اشکال این روش عدم حذف تأثیر تغییر نامتعارف بعضی از شاخص‌ها بر شاخص کلی می‌باشد که ممکن است روند شاخص را تحت تأثیر قرار دهد.

فرمول‌های استفاده شده در نرم نسبت فاصله از داده مرجع بدین شرح هستند:

$$c_{tj} = \frac{r_{tj}}{r_{toj}}$$

r_{ij} = مقدار خام شاخص j در سال t

r_{toj} = مقدار خام شاخص j در سال مرجع (t_0)

n_{ij} = مقدار شاخص مورد نظر در سال t پس از نرمال سازی

با استفاده از این روش می توان مقدار سالانه شاخص توسعه مالی ایران را نسبت به سال مرجع محاسبه کرد. سال مرجع در این تحقیق توسط خبرگان سال ۱۳۸۵ به عنوان اولین سال اجرای سیاست های اصل ۴۴ انتخاب شده است. این شاخص میتواند به عنوان شاخص استاندارد توسعه مالی در بازار سرمایه ایران بکار رود. مقدار شاخص در سال ۱۳۸۵ برابر با ۱۰۰ می باشد. در صورتی که بخواهیم رشد سالانه هر یک از شاخص ها و شاخص توسعه مالی را محاسبه کنیم فرمول اینگونه تغییر می کند:

$$n_{ij} = \frac{r_{ij} - r_{t-1,j}}{r_{t-1,j}}$$

۳-۳- محاسبه شاخص

در مرحله نهایی شاخص نهایی با دو روش نرمال سازی بر مبنای وزن های هر شاخص و هر مقوله برای هر سال محاسبه گردیده است.

نتایج بدست آمده برای شاخص توسعه مالی در این تحقیق به سه روش ذکر گردیده است. نتایج بدست آمده از نرم خطی در (جدول ۲)، نتایج بدست آمده از نرم نسبت فاصله از داده مرجع در (جدول ۳) و همچنین نتایج بدست آمده از محاسبه درصد رشد سالانه شاخص و هر یک از مقوله ها در (جدول ۴) تشریح گردیده اند. در (جدول ۴) همچنین درصد رشد شاخص و مقولات آن برای دو دوره قبل از اجرای سیاست های اصل ۴۴ (سال های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۴) و بعد از اجرای سیاست های اصل ۴۴ (سال های ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۸) محاسبه شده است.

همانطور که در نمودارهای مختلف مشاهده می گردد شاخص تنها در سال ۱۳۸۴ یک کاهش ۲۲٪ را مشاهده می کند که می تواند متأثر از بحران و ترکیدن حباب بورس تهران در آن سال باشد.

جدول (۲): محاسبه شاخص توسعه مالی از طریق نرم خطی برای هر یک از مقوله‌ها و شاخص کلی

۱۳۸۸	۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	
۷,۰۰	۵,۷۶	۴,۱۹	۳,۱۱	۲,۱۹	۱,۷۹	۲,۰۳	۱,۹۷	۱,۷۸	مسائل نظارتی
۶,۷۶	۶,۴۶	۵,۲۲	۴,۷۵	۴,۶۹	۳,۹۵	۳,۶۲	۳,۴۴	۳,۳۴	ساختار بازار
۶,۸۸	۶,۱۱	۴,۷۰	۳,۹۳	۳,۴۴	۲,۸۷	۲,۸۲	۲,۷۰	۲,۵۶	محیط نهادی
۵,۸۳	۶,۰۳	۶,۱۳	۳,۱۵	۲,۶۰	۲,۹۲	۲,۶۳	۲,۹۵	۳,۰۰	آزادسازی مالی (مقوله سطح سه)
۶,۸۱	۶,۸۶	۴,۶۱	۴,۷۴	۴,۱۲	۴,۳۷	۳,۵۵	۳,۱۱		باز بودن مالی
۶,۰۲	۶,۲۰	۵,۸۳	۳,۴۷	۲,۹۰	۳,۲۱	۲,۸۱	۲,۹۸	۳,۰۰	آزادسازی مالی (مقوله سطح دو)
۷,۰۰	۵,۳۲	۳,۷۳	۲,۹۳	۱,۹۲	۲,۵۳	۱,۷۹			تامین مالی از طریق بازار سرمایه
۵,۷۳	۵,۱۴	۳,۹۰	۳,۸۸	۴,۲۶	۶,۶۸	۶,۰۸	۳,۹۰	۲,۸۵	بازارهای اوراق بهادار
۷,۰۰	۵,۴۴	۵,۷۶	۵,۴۹	۵,۴۸	۵,۲۱	۴,۰۹	۳,۳۱	۲,۹۱	دسترسی به بازار سرمایه
۶,۵۳	۵,۶۴	۴,۷۸	۳,۹۴	۳,۶۰	۴,۱۰	۳,۵۲	۳,۲۲	۲,۸۳	شاخص توسعه مالی

جدول (۳): محاسبه شاخص توسعه مالی از طریق نرم نسبت فاصله از داده مرجع برای هر یک از مقوله‌ها و شاخص کلی

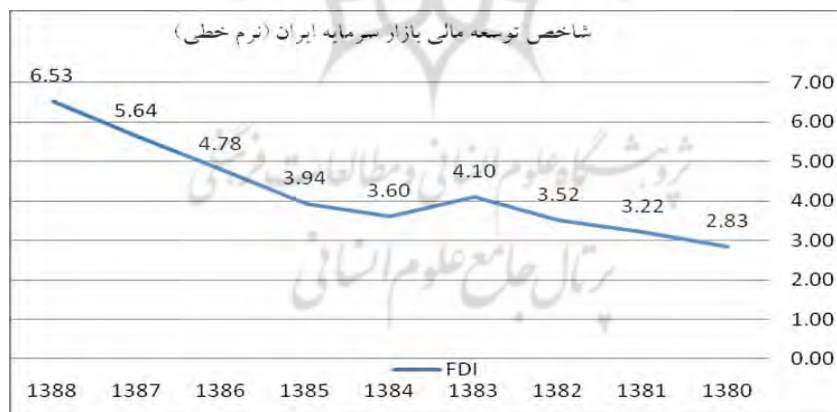
۱۳۸۸	۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	
%۱۰۳۰	%۷۹۵	%۴۱۸	%۱۰۰	%۳۵	%۱۸	%۲۱	%۲۰	%۱۶	مسائل نظارتی
%۱۷۹	%۱۶۶	%۱۱۹	%۱۰۰	%۹۸	%۷۵	%۶۵	%۶۱	%۵۸	ساختار بازار
%۶۰۴	%۴۸۱	%۲۶۹	%۱۰۰	%۶۶	%۴۷	%۴۳	%۴۰	%۳۷	محیط نهادی
%۴۳۲	%۴۹۴	%۵۵۲	%۱۰۰	%۴۳	%۶۰	%۵۵	%۵۳	%۴۷	آزادسازی مالی (مقوله سطح سه)
%۱۷۷	%۱۸۴	%۹۱	%۱۰۰	%۷۹	%۵۲	%۴۰	%۳۳		باز بودن مالی
%۳۸۱	%۴۳۲	%۴۶۰	%۱۰۰	%۵۰	%۵۹	%۵۲	%۴۹	%۴۷	آزادسازی مالی (مقوله سطح دو)
%۳۱۱	%۲۲۴	%۱۴۲	%۱۰۰	%۴۸	%۷۹	%۴۱			تامین مالی از طریق بازار سرمایه
%۱۷۶	%۱۵۴	%۱۰۲	%۱۰۰	%۱۱۶	%۲۱۰	%۱۸۴	%۱۰۴	%۶۲	بازارهای اوراق بهادار
%۱۳۹	%۹۹	%۱۰۷	%۱۰۰	%۱۰۰	%۹۴	%۶۶	%۴۸		دسترسی به بازار سرمایه
%۳۲۲	%۲۷۸	%۲۱۶	%۱۰۰	%۷۶	%۹۸	%۷۷	%۶۰	%۴۶	شاخص توسعه مالی

جدول (۴): درصد تغییرات سالانه هر یک از مقوله‌های هفت‌گانه و شاخص کلی به همراه درصد رشد متوسط در دو

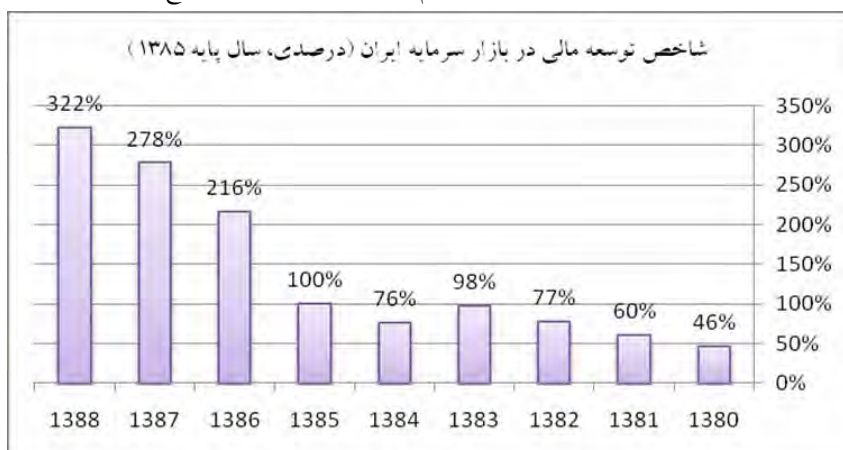
دوره قبل و بعد از اجرای سیاست‌های اصل ۴۴

	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	قبل از اجرای اصل ۴۴ دوره (۱۳۸۱-۱۳۸۴)	بعد از اجرای اصل دوره ۴۴ (۱۳۸۵-۱۳۸۸)
مسائل نظارتی	٪۲۳	٪۷	-٪۱۴	٪۹۴	٪۱۸۶	٪۳۱۸	٪۹۰	٪۳۰	٪۲۱	٪۱۳۳
ساختار بازار	٪۵	٪۷	٪۱۶	٪۳۰	٪۲	٪۱۹	٪۳۹	٪۷	٪۱۴	٪۱۶
محیط نهادی	٪۱۴	٪۷	٪۱	٪۶۲	٪۹۴	٪۱۶۹	٪۶۵	٪۱۸	٪۱۸	٪۷۵
آزادسازی مالی (سطح سه)	٪۱۲	٪۵	٪۱۰	-٪۲۹	٪۱۳۴	٪۴۵۲	-٪۱۰	-٪۱۳	-٪۲	٪۷۸
باز بودن مالی		٪۲۱	٪۳۲	٪۵۲	٪۲۷	٪۹-	٪۱۰۲	-٪۴	٪۳۴	٪۲۲
آزادسازی مالی (سطح دو)	٪۱۲	٪۸	٪۱۴	-٪۱۳	٪۱۱۳	٪۳۶۰	٪۱۲	-٪۱۱	٪۵	٪۶۷
تامین مالی از طریق بازار سرمایه			٪۹۵	-٪۴۰	٪۱۰۹	٪۴۲	٪۵۸	٪۳۹	٪۸	٪۶۰
بازارهای اوراق بهادار	٪۶۸	٪۷۷	٪۱۴	-٪۴۵	٪۱۴-	٪۲	٪۵۱	٪۱۴	٪۱۷	٪۱۱
دسترسی به بازار سرمایه	٪۲۵	٪۳۸	٪۴۲	٪۶	٪۰	٪۷	-٪۸	٪۴۱	٪۲۷	٪۹
شاخص توسعه مالی	٪۳۱	٪۲۸	٪۲۷	-٪۲۲	٪۳۲	٪۱۱۶	٪۲۹	٪۱۶	٪۱۳	٪۴۴

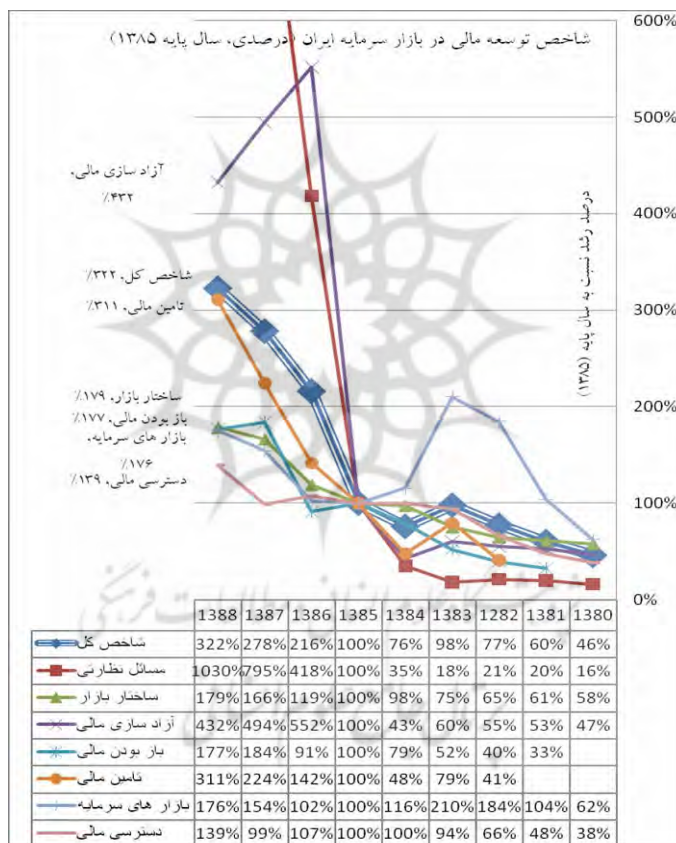
نمودار ۱: شاخص توسعه مالی بازار سرمایه ایران (فرم خطی)



نمودار (۲): شاخص توسعه مالی بازار سرمایه ایران (نرم نسبت فاصله نسبت به داده مرجع (سال پایه ۱۳۸۵))

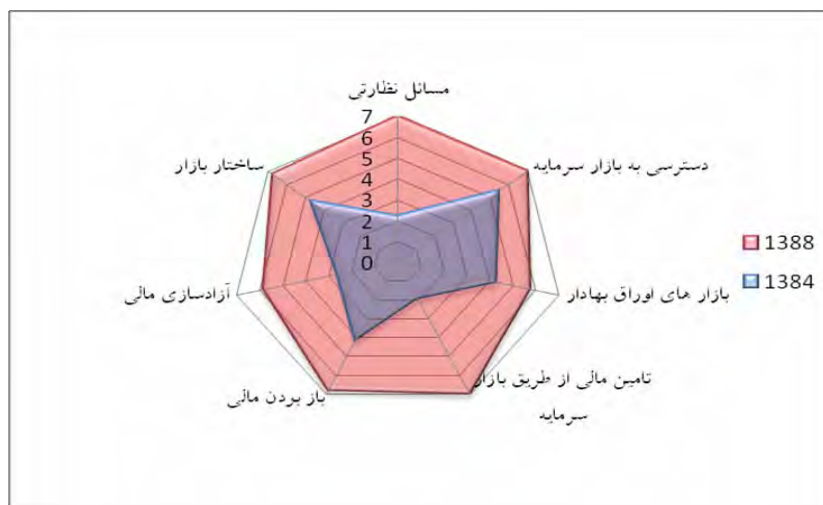


نمودار (۴): درصد تغییرات شاخص توسعه مالی بازار سرمایه ایران و هر یک از مقولات آن نسبت به سال پایه



نمودار (۵): مقادیر هر یک از مقولات شاخص توسعه مالی بازار سرمایه ایران (نرم خطی) و تغییرات آنها در

سالهای ۸۴ و ۸۸



نمودار ۳ نشان دهنده درصد تغییرات مقولات هفت گانه توسعه مالی در سالهای مختلف نسبت به سال ۱۳۸۵ می باشد. نمودار ۴ نیز سطح مقولات هفت گانه را در سالهای ۱۳۸۴ و ۱۳۸۸ نشان می دهد که بیانگر میزان متفاوت تغییرات در مقولات هفت گانه در طول سالهای پس از اجرای سیاستهای اصل ۴۴ می باشد.

۴- تجزیه و تحلیل داده ها

پاسخ به سوال تحقیق مبنی بر وجود تاثیر اجرای سیاستهای اصل ۴۴ بر توسعه مالی در بازار سرمایه از طریق بررسی اختلاف معنی دار شاخص توسعه مالی در دو دوره قبل از اجرای سیاستهای اصل ۴۴ (دوره ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۴) و دوره بعد از آن (دوره ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۸) سنجیده می شود.

همانطور که در جداول ۲، ۳ و ۴ و نمودارهای ۱ و ۲ مشاهده می گردد شاخص توسعه مالی بازار سرمایه ایران رشد قابل ملاحظه ای را در طی سالهای اخیر تجربه کرده است. نمودارهای ۱ و ۲ تغییرات پیش آمده در این شاخص را در طی سالهای ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸ و همچنین دو دوره قبل و بعد از اجرای سیاستهای اصل ۴۴ به خوبی نشان می دهد. میانگین نمره این شاخص در سالهای دوره قبل از اجرای سیاستهای اصل ۴۴ برابر با ۳,۴۵ و برای سالهای پس از اجرای این سیاستها ۵,۲۲ می باشد.

همچنین مبتنی بر جدول ۴ روند رشد شاخص توسعه مالی در بازار سرمایه ایران پس از اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ دستخوش تغییرات مثبت قابل ملاحظه‌ای شده است و از رشد متوسط سالانه ۱۳٪ به رشد متوسط سالانه ۴۴٪ رسیده است.

۵- نتیجه‌گیری

بر اساس یافته‌های تحقیق نمایش داده شده در نمودارهای ۱ و ۲ بر اساس دو روش محاسبه، سال‌های پس از اجرای این سیاست‌ها نسبت به سال‌های قبل از اجرای این سیاست‌ها دارای سطح بالاتری در شاخص توسعه مالی در بازار سرمایه ایران بوده‌اند. همچنین میزان رشد متوسط سالانه در این دوره به نسبت دوره قبل نیز افزایش مثبت معنی‌داری داشته است که نشان از تأثیر محسوس اجرای این سیاست‌ها بر روند رشد توسعه مالی در بازار سرمایه ایران می‌باشد. از این رو وجود تأثیر اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ بر روند توسعه مالی در بخش بازار سرمایه ایران پذیرفته می‌شود.



منابع و مأخذ:

۱. آذر، عادل. رجب زاده. (۱۳۸۸). تصمیم‌گیری کاربردی (رویکرد MADM).
۲. دادگر، یدالله. نظری، روح‌الله. (۱۳۸۸). «ارزیابی شاخص‌های توسعه مالی در ایران»، کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
۳. زنجیرانی فراهانی، نسیمه. (۱۳۸۶). ملزومات رشد و توسعه بازار سرمایه ایران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
۴. طباطبایی یزدی، رویا. مافی، فرزانه. (۱۳۸۷). روش‌های اجرایی شدن سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، معاونت پژوهشی دانشگاه آزاد اسلامی.
۵. عباسی، منصوره. (۱۳۸۸). چالش‌ها و الزامات خصوصی سازی و اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، تهران، موسسه تحقیقاتی تدبیر اقتصاد.
۶. فن‌وایزشرک، ارنست اولریش. یونگ، اوران. فینگر، ماتیاس. (۱۳۸۶). محدودیت‌های خصوصی سازی، صفار محمد، نشر رسانش (سازمان خصوصی سازی).
۷. فهیم یحیایی، فریبا. «اثرات سیاست‌های پولی و مالی بر بخش صنعت در ۲۵ سال گذشته»، فصل نامه پژوهشنامه اقتصادی، ۱۹۹-۲۱۵.
۸. میرمطهری، سید احمد. «آزمون رابطه میان رشد اقتصادی و ساختار مالی ایران»، فصل نامه پژوهشنامه اقتصادی، ۱۰۳-۱۱۶.
۹. میر جرال، استیگلیتز، جوزف. پیشگامان اقتصاد توسعه آینده در چشم انداز، نشر نی.
۱۰. نظیفی، فاطمه. «توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران»، فصل نامه پژوهشنامه اقتصادی، ۹۷-۱۲۹.
۱۱. نقیبی، سید حسین. (۱۳۸۸). مجموعه مقررات اصل ۴۴ قانون اساسی تحلیلی محشی کاربردی، انتشارات اتاق بازرگانی و صنایع و معادن جمهوری اسلامی ایران.
۱۲. پایگاه اطلاعات آماری بانک مرکزی (www.cbi.ir)
۱۳. پایگاه اطلاع رسانی سهام عدالت (www.vase.ir)
۱۴. سایت سازمان بورس و اوراق بهادار (www.seo.ir)
۱۵. آمار و اطلاعات شرکت بورس و اوراق بهادار تهران (www.irbourse.ir)
۱۶. پایگاه اطلاع رسانی اصل ۴۴ (www.asl44.mefa.gov.ir)
17. Creane, S. Rishi, G, A (2004), Mobarak, Mushfiq. And Randa Sab1, "Financial Sector Development in the Middle East and North Africa", IMF Working Paper, WP/04/201.

18. Kaminsky, G (2002), "Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization", George Washington University, Washington, DC, August.
19. Levine, R (2005), "Finance and Growth: Theory and Evidence." In Handbook of Economic Growth, ed. P. Aghion and S. Durlauf. The Netherlands: Elsevier Science.
20. Organisation for Economic Co-operation and Development. Handbook on Constructing Composite Indicators: METHODOLOGY AND USER GUIDE, (2008).
21. World Economic Forum, The Financial Development Report 2009, New York, USA, (2009).

