

دکتر سیدعلیرضا کازرونی*

نقش بازار مالی در تجهیز منابع لازم برای توسعه

چکیده:

این مقاله به تحلیل کارکردهای بازار مالی، نقش آنها در تجهیز پس اندازها در جهت توسعه اقتصادی و طرح توصیه‌های سیاستگذاری در جهت گسترش بازار مالی ایران می‌پردازد.

بدین منظور ابتدا کارکردهای بازار مالی، خصوصاً تجهیز پس اندازها و تخصیص منابع را به بحث می‌گذاریم و سپس از طریق یک مدل رشد درونزا، نشان می‌دهیم که چگونه کارکردهای مالی از دو طریق میزان انباشت سرمایه و ابداعات تکنولوژی بر سرعت بلندمدت اقتصادی تأثیر می‌گذارد و می‌تواند میزان رشد را تسریع کند. بعد از آن چند تحقیق مربوط به رابطه علی بین رشد اقتصادی و توسعه مالی را مورد توجه قرار می‌دهیم. نتیجه گیری کلی این است

* عضو هیأت علمی گروه اقتصاد دانشگاه تبریز

که توسعه بازار مالی جزء لاینفک هر فرایند رشد اقتصادی است. روند سرمایه‌گذاری و پس‌انداز در ایران را بررسی نموده آنرا با کشورهای در حال توسعه و بویژه کشورهای شرق آسیا مقایسه می‌کنیم. میزان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری ایران که ناشی از اثرهای القایی دلارهای نفتی است، به مراتب پایین‌تر است. به سخن دیگر هنوز نتوانسته‌ایم از درآمد نفتی پس‌انداز کافی برای تشکیل سرمایه ایجاد کنیم. در بحث بعدی چالش‌های توسعه بازار مالی و رکود بازار اوراق بهادار تشریح می‌شود. قسمت پایانی حاوی پیشنهادهایی راجع به سیاست‌گذاری است که عمدتاً بر مشارکت بخش خصوصی در بازار مالی و چگونگی تأمین مالی پروژه‌ها توسط بانکها تأکید می‌ورزد. ضمن اینکه امنیت سرمایه‌گذاری باید در نظر گرفت و بازدهی آن را تضمین نمود و در نهایت به منظور جلب اعتماد سرمایه‌گذاران، بازار سرمایه را باید قانونمند نمود.

مقدمه:

هدف اصلی این مقاله، تحلیل کارکردهای بازار مالی و نقش آنها در تأمین منابع مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری در جهت توسعه اقتصادی و ارائه پیشنهادهایی راجع به سیاست‌گذاری در جهت گسترش بازار مالی ایران است. اقتصاد ایران مراحل حساسی را می‌گذراند. از یک سو پایین آمدن قیمت نفت و زوال منابع نفتی به منزله تنزل پس‌انداز بخش دولتی است. در نتیجه طرح توسعه یک سیستم مالی مبتنی بر پس‌اندازهای خصوصی و فارغ از درآمدهای نفتی، نیاز به یک بازار مالی فعال دارد. مقایسه پس‌اندازها در ایران با کشورهای جنوب شرقی آسیا دلالت می‌کند بر اینکه میزان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری ایران که تحت تأثیر درآمدهای القایی نفت است به مراتب

پایین تر است، به عبارت دیگر هنوز نتوانسته‌ایم از درآمد نفت، پس‌انداز کافی برای تشکیل سرمایه ایجاد کنیم.

از سوی دیگر ورود گسترده نیروی انسانی به بازار کار که خود ناشی از دوره رشد ناگهانی زاد و ولد (baby boom) بعد از انقلاب می‌باشد، اشتغال را در صدر مسائل مهم اقتصادی قرار می‌دهد. درصد بیکاری در حال حاضر ۹/۱ است که اگر تا سال ۱۳۸۵ دوام پیدا کند، باید سالانه ۸۳۸ هزار شغل ایجاد شود.^۱ و نرخ رشد اقتصادی بین ۷ تا ۸ درصد را طلب می‌کند که حجم اندک سرمایه‌گذاری کنونی (۱۷/۳ درصد) کفایت نمی‌کند و برای رسیدن به این منظور، نرخ پس‌انداز باید حداقل به ۳۰ درصد تولید ناخالص داخلی برسد.^۲

تجهیز پس‌انداز و جهت دادن آن به طرف سرمایه‌گذاری موثر از طریق سیستم بانکی و یا از طریق نهادهای مالی همانند بورس اوراق بهادار امکان‌پذیر است. در مورد ایران چیرگی شبکه بانکی بر بازار سرمایه، بازار مالی را در حاشیه قرار داده و مانع گسترش بازار سرمایه شده است.

در این شرایط، تجهیز پس‌اندازهای اندک در مسیر تشکیل سرمایه، مستلزم توسعه بازار مالی است. نسبت سرمایه‌گذاریها در بورس اوراق بهادار به GNP در ایران به ۲/۶ درصد می‌رسد^۳ که در مقایسه با سایر کشورها در سطح پایینی قرار دارد که نشانگر عدم مشارکت کافی بخش خصوصی است. به علاوه، عدم امنیت سرمایه‌گذاری و درآمد حاصل از آن، و قانونمند نبودن بازار سرمایه نیز در این عدم مشارکت سهمی دارد.

در این تحلیل، ابتدا کارکردهای بازار مالی، خصوصاً تجهیز پس‌اندازها و تخصیص منابع را مورد بحث قرار می‌دهیم؛ و سپس با یک مدل رشد درون‌زا رابطه بین رشد اقتصادی و توسعه مالی را مورد توجه قرار می‌دهیم.

آنگاه رابطه علی بین رشد اقتصادی و توسعه مالی را به اجمال بررسی می‌کنیم. روند سرمایه‌گذاری و پس‌انداز در ایران را تجزیه و تحلیل نموده، آن را با کشورهای در حال توسعه و بویژه کشورهای جنوب شرقی آسیا مقایسه می‌کنیم. در بحث بعدی موانع توسعه بازار سرمایه و رکود بازار اوراق بهادار را به بحث می‌گذاریم و قسمت پایانی را به پیشنهادها، مربوط به سیاست‌گذاری اختصاص می‌دهیم.

کارکردهای سیستم مالی در تجهیز منابع مالی

از آنجا که کسب اطلاعات و انجام معاملات مستلزم هزینه است، نظام مالی که روی هم رفته شامل بازارها (بورس اوراق بهادار) نهادها (بانکها به عنوان واسطه‌های مالی) و ابزارهای مالی (سهام و اوراق قرضه) است، پدید آمده است؛ بدین معنی که بازارها و نهادهای مالی به منظور کاستن از هزینه‌های اطلاعاتی و معاملاتی به وجود آمده‌اند. کارکرد اولیه یک نظام مالی تسهیل در تخصیص منابع در طول زمان و مکان و در فضایی نامطمئن می‌باشد. این کارکرد اولیه در قالب پنج کارکرد اساسی تجزیه شده که به صورت زیر خلاصه می‌شوند:^۴

۱. تجهیز پس‌اندازها
 ۲. تخصیص منابع
 ۳. سهولت بخشیدن به مبادله، محفوظ ماندن، متنوع کردن و تجمیع ریسک.
 ۴. نظارت بر عملکرد مدیران و اعمال کنترل بر شرکتها
 ۵. تسهیل مبادله کالا و خدمات
- این پنج کارکرد اساسی از طریق دو کانال انباشت سرمایه و ابداعات

تکنولوژی بر رشد اقتصادی تأثیر می‌گذارند.

از لحاظ انباشت سرمایه، در یک طبقه از مدل‌های رشد کلاسیک‌های جدید با کاربرد اثرات برونزای سرمایه و یا کالاهای سرمایه‌ای تولید شده - تحت شرایط بازدهی ثابت به مقیاس - بدون استفاده از عوامل غیرقابل تولید مجدد، کارکردهای سیستم مالی از طریق تحت تأثیر قرار دادن نرخ تشکیل سرمایه روی وضعیت رشد پایدار تأثیر می‌گذارند.

سیستم مالی با تغییر دادن میزان پس‌انداز و یا تخصیص مجدد پس‌انداز، میان تکنولوژیهای مختلف سرمایه بر تولید، بر سرعت رشد انباشت سرمایه تأثیر می‌گذارد. دوّمین گروه از مدل‌های رشد بر نوع آوری در عرصه تولید و کالاهای جدید تأثیر می‌کند. در این مدل‌ها، کارکردهای سیستم مالی با تغییر سرعت ابداعات تکنولوژی بر رشد پایدار تأثیر می‌گذارند.

چنانکه گفته شد، یکی از کارکردهای بازار مالی تسهیل در امر مبادله و ایجاد تنوع در ریسک است. نوع عمده ریسک مربوط به قدرت نقدینگی است. نقدینگی عبارت از سهولت و سرعتی است که عاملها می‌توانند دارایی‌ها را به قدرت خرید بر طبق قیمت‌های مورد توافق تبدیل کنند. ریسک نقدینگی به علت عدم اطمینان در تبدیل دارایی‌ها به پول نقد به وجود می‌آید. هزینه‌های نامتناسب اطلاعات و معاملات، ممکن است مانع ایجاد نقدینگی شده، ریسک نقدینگی را تشدید کند. این گونه اصطکاکها، انگیزه‌هایی برای ظهور بازارها و نهادهای مالی به وجود می‌آورد که قدرت نقد شوندگی را افزایش دهند.

بازارهای نقد سرمایه (همانند بازار سهام) به بازارهایی گفته می‌شود که مبادله ابزارهای مالی در آن در زمانی کوتاه و هزینه‌ای کم صورت می‌گیرد. رابطه بین نقدینگی و توسعه اقتصادی از آنجا ناشی می‌شود که پروژه‌های

متضمّن بازدهی بالا، مستلزم تعهدات بلندمدت سرمایه است، اما پس اندازکنندگان تمایلی به عدم کنترل پس انداز خود برای یک دوره طولانی ندارند.

بدین ترتیب اگر بازار مالی، قدرت نقدینگی سرمایه گذارهای بلندمدت را افزایش ندهد، سرمایه گذاری کمتری در پروژه های متضمّن بازدهی بالا رخ می دهد. با بازار نقدی سرمایه، اگر پس اندازکنندگان در جستجوی دسترسی به پس اندازشان باشند، می توانند دارایی هایی همانند سهام، اوراق قرضه، سپرده های دیداری را به سرعت و به آسانی بفروشند. همزمان بازار سرمایه این گونه ابزار نقد مالی را به سرمایه گذاری بلندمدت در فرایند تولیدی غیرمیعان منتقل می کند.

هم اکنون به دو کارکرد مهم بازار مالی که با تجهیز منابع تأمین مالی ارتباط تنگاتنگ دارند، اشاره می کنیم.

۱. کسب اطلاعات درباره سرمایه گذاریها و تخصیص منابع:

ارزیابی وضعیت بنگاهها، مدیران، و بازار، عملی دشوار و پرهزینه است و پس اندازکنندگان انفرادی، وقت، توانایی و یا وسایل کافی برای جمع آوری و پردازش اطلاعات مربوط به سطح وسیعی از مدیران، بنگاهها و شرایط اقتصادی را ندارند. لذا پس اندازکنندگان به سرمایه گذاری در فعالیتهایی که اطلاعات موثق کمی دارند، تمایلی نشان نمی دهد. در نتیجه، هزینه سنگین اطلاعات، سرمایه را از روان شدن به بسترهای مناسبتر باز می دارد. هزینه سنگین اطلاعات انگیزه هایی برای تجمع پس اندازکنندگان انفرادی در قالب واسطه های مالی (همانند بانک) فراهم می سازد. واسطه های مالی می توانند با حداقل هزینه

درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری اطلاعات کسب کنند و بدین وسیله تخصیص منابع را بهبود بخشند.

از آنجا که تعداد بنگاهها و کارفرمایان متقاضی سرمایه، زیاد است، توانایی در کسب و پردازش اطلاعات پیامدهای مهمی از لحاظ رشد اقتصادی دارد. واسطه‌ها و بازارهای مالی که در انتخاب بهترین بنگاهها و مدیران در وضعیت مناسبتری باشند، تخصیص کارآمدتری از سرمایه زا به وجود آورده و رشد سریعتری را موجب می‌شوند. بنابراین، بازارهای بزرگ و نقد سهام، ممکن است با کسب اطلاعات بهتر درباره بنگاهها، تخصیص منابع را به طور عمده‌ای بهبود داده و رشد اقتصادی را سرعت بخشند.

بازار سهام با جمع‌آوری و انتشار اطلاعات از طریق قیمت‌های اعلام‌شده سهام، موجب می‌شود که حتی عاملهایی که فرایند پرهزینه ارزیابی بنگاهها، مدیران و شرایط بازارها را متقبل نمی‌شوند، به راحتی قیمت سهام را که منعکس‌کننده اطلاعات تهیه شده از طریق دیگران است، ملاحظه کنند.

۲. تجهیز پس‌انداز: تجهیز و تجمیع به معنای تراکم سرمایه از

پس‌اندازکنندگان خرد در جهت سرمایه‌گذاری است. بدون دسترسی به چندین سرمایه‌گذار، بسیاری از فرایندهای تولیدی محدود به مقیاسی از ظرفیت تولیدی می‌شود که از لحاظ اقتصادی کارآمد نیست.

به منظور تجهیز پس‌انداز، ایجاد چندین ابزار مالی ضروری است. این ابزارها در جهت نگهداری سبد دارایی‌های متنوع، سرمایه‌گذاری در بنگاههایی با مقیاس کارآمد و افزایش نقدینگی دارایی‌های فرصت‌هایی را برای خانوارها فراهم می‌سازد. بدون تجمیع، خانوارها مجبور به خرید و فروش کل

بنگاه می‌شوند. تجهیز با ارتقای تنوع‌گرایی ریسک، نقدینگی، و اندازه اقتصادی بنگاهها، تخصیص منابع را بهبود می‌بخشد.

تجهیز پس‌انداز بسیاری از افراد ناهمگن (از نظر مالی) پرهزینه است و باید دو نوع هزینه را پوشش دهد: (۱) هزینه معاملاتی مربوط به جمع‌آوری پس‌انداز از افراد مختلف، (۲) هزینه‌های نامتناسب اطلاعات مرتبط با وادار کردن پس‌اندازکنندگان از چشم‌پوشی کنترل بر پس‌اندازهای خود. علاوه بر این، تجهیزکننده (همانند شرکت سرمایه‌گذاری) باید پس‌اندازکنندگان را متقاعد کند که سرمایه‌گذاری مورد نظر مطلوب است. از این رو واسطه مالی عموماً از شهرت بسزایی برخوردار است و یا از جانب دولت پشتیبانی می‌شود، به طوری که پس‌اندازکنندگان با امانت گذاشتن پس‌اندازشان نزد واسطه‌گر مالی، احساس راحتی کنند. هر قدر سیستم‌های مالی در تجمیع پس‌اندازهای افراد بیشتری موفق شوند، بر توسعه اقتصادی بیشتر تأثیر می‌گذارند. تجهیز بهتر پس‌انداز نه تنها بر تراکم سرمایه، اثر مستقیم دارد، بلکه، تخصیص منابع را بهبود و ابداعات تکنولوژی را رونق می‌بخشد. از این رو سیستم مالی با تجهیز مؤثر منابع، ممکن است نقشی اساسی در پذیرش تکنولوژی بهتر ایفا کند.

تأثیر کارکردهای نظام مالی بر رشد اقتصادی پایدار

اثرهای بالقوه توسعه مالی را بر رشد اقتصادی با استفاده از ساده‌ترین مدل رشد درونزا (مدل AK) مورد بررسی قرار می‌دهیم^۵، جایی که محصول کل تابعی خطی از ذخیره کل سرمایه است، $Y_t = A.K_t$. برای سادگی فرض می‌کنیم که جمعیت وضعیت ایستا داشته باشد و اقتصاد تنها یک محصول تولید کند که

سرمایه گذاری یا مصرف می شود. اگر سرمایه گذاری شود در هر دوره با نرخ δ استهلاک می شود. با استفاده از شرط تعادل بازار، سرمایه $I_t = \phi S_t$ جایی که I_t سرمایه گذاری ناخالص در زمان t و S_t پس انداز و $(1-\phi)$ نسبتی از جریان پس انداز است که در فرایند واسطه گری مالی از بین می رود، نرخ رشد پایدار (g) به صورت زیر فرمول بندی می شود:

$$g = A(I/Y) - \delta = A\phi s - \delta$$

معادله فوق، به طور اجمال نشان می دهد که توسعه مالی از طریق تأثیرگذاری بر ϕ نسبتی از پس انداز که به سوی سرمایه گذاری سوق داده می شود، s نرخ پس انداز خصوصی (هر دو روی انباشت سرمایه مؤثرند) و همچنین A بازدهی نهایی اجتماعی سرمایه (معرف تغییرات ابداعات تکنولوژی) اثری مثبت بر نرخ رشد دارد.

در فرایند تبدیل پس انداز به سرمایه گذاری، واسطه های مالی منابعی را به عنوان حق الزحمه دریافت می کنند، به طوری که یک دلار پس انداز از جانب خانوارها کمتر از یک دلار سرمایه گذاری ایجاد می کند. توسعه مالی با کاهش این منابع ϕ را بالا برده و نرخ رشد را تسریع می کند. کارکرد اصلی واسطه مالی، این است که منابع مالی را به پروژه هایی با بالاترین محصول نهایی سرمایه تخصیص دهد (بهبودی تخصیص سرمایه). این کارکرد از دو طریق جمع آوری اطلاعات به منظور ارزیابی پروژه های مختلف سرمایه گذاری و فراهم آوردن شراکت ریسکی با تشویق افراد به سرمایه گذاری در تکنولوژی هایی که دارای ریسک بالایی بوده اما از بازدهی بیشتری برخوردارند امکان پذیر است. واسطه های مالی (بانکها) می توانند بهره وری سرمایه گذاری را با هدایت سرمایه به تکنولوژی با بازدهی بالا و غیرمیعان و

همچنین با کاهش تلفات سرمایه در اثر نقد کردن سپرده پس انداز قبل از موعد سررسید، افزایش دهند.

عامل مهم نهایی که بر سرعت رشد تأثیر می‌گذارد، همان میزان پس انداز است. ارتباط مثبت بین پس انداز و میزان بهره، یک عنصر مرکزی فرضیه آزادسازی مالی است^۶ که از لحاظ شواهد عملی پشتوانه لازم را به دست نیاورده است. بدین دلیل که رابطه بین میزان بهره واقعی و پس انداز با تجزیه اثر بهره به دو اثر درآمدی و جاننشینی پیچیده می‌شود. هرگاه اثر جاننشینی بیش از اثر درآمدی باشد، میزان پس انداز نسبت به افزایش میزان بهره واقعی عکس العمل مثبت نشان می‌دهد.

شواهد عینی رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی

همان گونه که جان هیکس اشاره می‌کند، به طور کلی بازار مالی با تسهیل تجهیز سرمایه برای کارهای بزرگ نقش مهمی در شروع صنعتی شدن انگلستان داشته است.^۷ تا قبل از دهه ۱۹۷۰ اقتصاد توسعه، ظاهراً درگیر مسایل بخش واقعی بوده و رابطه بین رشد بخش واقعی (پس انداز، سرمایه گذاری و بازدهی آنها) و سیستم مالی به طور عمقی مورد تجزیه و تحلیل قرار نگرفته بود. سهم مک‌کینون و شاو در این بود که زمینه جدید تئوری «تعمیق یا توسعه مالی» را فراهم آوردند که یک جزء اصلی از فرایند تراکم سرمایه است و در نسبت‌های سرمایه گذاری، پس انداز و بهره‌وری آنها نهفته است. که به نوبه خود به رشد اقتصادی کمک می‌کند.^۸

تعمیق مالی به بهترین وجه با یک بازار مالی رقابتی تحقق می‌یابد که تعیین میزان بهره و تخصیص اعتبارات به جای اینکه جنبه اداری داشته باشد به

وسيلةٔ قوای بازار تعیین می‌شود. در مقابل این حقیقت، سرکوب مالی، بیانگر میزان بهره‌ای پایین‌تر از حد شفاف‌کننده بازار است و تخصیص اعتبارات به صورت اداری تا براساس معیارهای سودآوری مطرح می‌شود.

این بحث که توسعهٔ مالی منجر به رشد بخش واقعی می‌شود، بدین معناست که علیت یک‌طرفه است، اما همان طوری که پاتریک (۱۹۶۶) توجه نموده، این علیت ممکن است دوطرفه باشد^۹. رشد اقتصادی، برای خدمات مالی تقاضا ایجاد می‌کند که به آن، گسترش سیستم مالی بر اثر دنبالهٔ تقاضا گفته می‌شود. در نظریهٔ دوم، توسعهٔ مالی مقدم بر رشد اقتصادی است و با سوق دادن منابع کمیاب پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاری با بازدهی بالا، رشد واقعی به وجود می‌آید که به نظریهٔ رهبری عرضه موسوم است.

بر طبق فرضیهٔ پاتریک جهت علیت در مسیر توسعه تغییر می‌کند: از دیدگاه نخست، قبل از اینکه رشد اقتصادی پایدار پدید آید، توسعهٔ مالی توانایی تحرک سرمایه‌گذاری با ابداعات جدید را دارد و همان طور که فرایند رشد واقعی به وجود می‌آید، تحرک رهبری عرضه، کم‌رنگ شده و تحولات مالی دنباله‌رو تقاضا برای آن می‌شود. جانگ^{۱۰}، با استفاده از روش آماری علیت گرانجر، بین دو سری زمانی مورد بررسی (یکدیگر GNP سرانه و دو شاخص مالی) برای ۵۶ کشور توسعه یافته و در حال توسعه، نظریهٔ پاتریک را مورد تأیید قرار می‌دهد.

روند سرمایه‌گذاری و پس‌انداز در ایران

چنانکه از بحث‌های گذشته متوجه شدیم میزان پس‌انداز ملی، عاملی در جهت انباشت سرمایه و رشد اقتصادی پایدار است، لذا قبل از اینکه به

تشریح چالش‌های بازار سرمایه در ایران پردازیم، بهتر است تصویری از روند سرمایه‌گذاری و پس‌انداز در ایران ارایه کنیم و سپس به این مسأله پردازیم که چرا ایران دوران بحران سرمایه‌گذاری را طی می‌کند؟

میزان پس‌انداز ناخالص ملی در دوره ۵۶-۱۳۵۱ قبل از انقلاب از ۲۱/۷ درصد به ۲۵/۷ درصد سیر صعودی داشته و سپس سیر نزولی را طی نموده، به طوری که در سال ۱۳۶۷ (آخرین سال جنگ) به کمترین سطح (۱۱/۶ درصد) رسیده و دوباره سیر صعودی یافته است. از سال ۱۳۷۰ به بعد روند نزولی به دلیل کاهش سرعت رشد اقتصادی و تورم‌شتابان را تجربه نموده و به سطح ۱۷/۳ درصد در سال ۱۳۷۵ رسیده که همچنان پایین‌تر از سالهای قبل از انقلاب است. وانگهی اگر به روند تغییرات پس‌انداز خصوصی و مخارج سرمایه‌گذاری کل سرانه نظر بیافکنیم شناخت بیشتری به دست می‌آوریم. پس‌انداز خصوصی و کل سرمایه‌گذاری سرانه (به قیمت ثابت ۱۳۶۱) به ترتیب از ۶۵/۷ و ۹۳ هزار ریال در سال ۱۳۵۶ (پایان برنامه عمرانی پنجم) به ۲۱/۱ و ۳۶/۷ هزار ریال در سال ۱۳۷۵ تنزل نموده است. طبیعتاً در نتیجه افت GDP سرانه (فقیرتر شدن جامعه) در طی دو دهه اخیر، نسبت مصرف خصوصی به GDP از ۴۰/۲ درصد در سال ۱۳۵۶ به ۶۰ درصد در سال ۱۳۷۵ رسیده است.^{۱۱}

بنابراین تزریق میلیاردها دلار درآمد نفتی در اقتصاد ایران در طی دو دهه اخیر تأثیر چندانی در تولید ملی نداشته و تنها به رشد مصرف‌گرایی منجر شده است. لذا با کم‌تر شدن تولید سرانه، درصد پس‌انداز از GDP افت نموده که به نوبه خود نسبت سرمایه‌گذاری کل جامعه به GDP را به ۱۳/۷ درصد تقلیل داده است.

علاوه بر این، شکاف بین نسبت پس‌انداز کل به GDP و سرمایه‌گذاری کل به GDP که در سال ۱۳۵۶ در حدود $1/3$ درصد بوده، در سال ۱۳۷۵ وسیع‌تر شده و به $3/6$ درصد رسیده است که مبین انحراف منابع مالی به سفته‌بازی و دلالتی کالاهای و فرار سرمایه است^{۱۲}. این نتیجه، اهمیت فعال نمودن بازار مالی کارآمد در ایران را به منظور جذب نقدینگی‌های سرگردان روشن می‌کند.

این نرخ پس‌انداز ناخالص ملی با نرخ پس‌انداز کشورهای در حال توسعه که $22/5\%$ در دهه ۱۹۸۰ گزارش داده شده، فاصله چندانی ندارد^{۱۳}. اگر نرخ میزان پس‌انداز خالص را مورد بررسی قرار دهیم، وضع بدتر شده و این نرخ از $32/5\%$ درصد در سال ۱۳۵۶ به $14/1\%$ درصد در سال ۱۳۷۴ رسیده است که در سطح پایینی است و از هزینه‌های سنگین استهلاک و فرسودگی و صدمه وسیع به تجهیزات سرمایه‌ای در طی جنگ ایران و عراق ناشی شده است^{۱۴}.

مقایسه وضعیت پس‌انداز ایران با کشورهای جنوب شرق آسیا درخور توجه است. اقتصاد ناحیه شرق آسیا رشدی بالاتراز متوسط جهانی دارد که گویای پویایی اقتصادی این منطقه است. در طول ۹۲-۱۹۷۱ کشورهای صنعتی جدید شرق آسیا (کره، تایوان، هنگ‌کنگ و سنگاپور)، کشورهای عضو آسه‌آن (اندونزی، مالزی، فیلیپین و تایلند) و چین در کل میزان رشد سالیانه $7/7\%$ درصد داشته‌اند^{۱۵}، نتایج نشان می‌دهد که در این کشورها رابطه نزدیکی بین میزان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و رشد GDP وجود دارد.

میزان پس‌انداز در دهه ۱۹۸۰ از 31% در هنگ‌کنگ تا 43% در سنگاپور در نوسان بوده است، در تشکیلات آسه‌آن متوسط پس‌انداز به میزان بالای 33% (مالزی) و کمتر از عادی 22% (فیلیپین) است. همچنین چین با

میزان بالای پس انداز و سرمایه گذاری (۳۵ درصدی) در سال ۱۹۹۵ مواجه بوده است.^{۱۶}

سیستم مالی در توسعه اقتصادی این ملل چه نقشی بازی کرده است؟ این کشورها با پیروی از نظریه های مک کینون با آزاد سازی بازار مالی داخلی از طریق اصلاحات نرخ بهره (رسانیدن میزان بهره به سطح شفاف بازار) و حذف تخصیص اعتبارات تکلیفی توانسته اند به توسعه مالی (تعمیق مالی) و درجه بالایی از تشکیل سرمایه دست یابند.

بازار سرمایه در ایران

مطالعات مربوط به کشورهای LDCs این نتیجه گیری را قوت می دهد که سرمایه فی نفسه حائز کمال اهمیت و همبستگی قوی و قابل توجهی بین LDCs با تولید بالاتر و میزان بالای تراکم سرمایه وجود دارد. مطالعات بانک جهانی مربوط به ۱۲۵ کشور در حال توسعه در دوره ۱۹۸۷ - ۱۹۷۳ نشان می دهد که به طور متوسط یک درصد افزایش در نسبت سرمایه گذاری به GDP، میزان رشد را در حدود ۰/۱ درصد بالا می برد. یک دیدگاه کلی این است که به طور متوسط ۲۵٪ رشد مشاهده شده در کشورهای LDCs به سرمایه فیزیکی نسبت داده می شود.^{۱۷} یک نتیجه دیگر این است که همبستگی قوی بین پس انداز داخلی و مقدار سرمایه گذاری صورت گرفته، وجود دارد.

در اغلب کشورهای LDCs بیشترین مقدار پس انداز داخلی که به طرف بازار سرمایه جریان می یابد، همان پس انداز خصوصی خانوارها است که در یک مطالعه موردی گزارش شده در سال ۱۹۸۹ متوسط پس انداز خانوارها در حدود ۱۳٪ GDP بوده است.^{۱۸}

با بازارهای سهام و اوراق قرضه تکامل نیافته. در کشورهای در حال توسعه، تقاضا برای اعتبارات از نهادهای مالی به طور نامتناسبی بیشتر است. بنگاهها درمی یابند که پس اندازهای داخلی آنها برای توسعه کافی نیست و آنها مجبورند به بانکها و نهادهای مالی مشابه، متکی باشند؛ زیرا افزایش سرمایه از طریق انتشار سهام چندان عملی نیست و هیچ راه ساده‌ای برای فروش سهام وجود ندارد. بازار سهام داخلی احتمالاً محدود و سرعت گردش سهام در بازار کم است. برای مثال، از سهام ۴۹۴ شرکت، تنها ۳۶ واحد از آنها در دوره ۳۶ ماهه در بازار سهام ترکیه فروش داشته‌اند.^{۱۹} چرا بازار سهام کشورهای LDCs کوچک است؟ بعضی از آنها بر روی سرمایه‌گذاران خارجی بسته شده (ترکیه و نیجریه) و دیگران خود را محدود به شرکتهای سرمایه‌گذاری (کره جنوبی، تایوان، هند، برزیل و مکزیک) نموده‌اند. کل سرمایه‌گذاری خارجی در این بازارها تنها ۱۵ میلیارد دلار از ۶۰۰ میلیارد دلار در پایان ۱۹۸۹ در سی بازار عمده سهام LDCs بوده است.

به عکس، بانکهای تجاری (نهادهای اعتبار دهنده) اهمیت ویژه‌ای برای سرمایه‌گذاری در کشورهای LDCs دارند. در بازار اعتبارات نرخ بهره بنا به دلایلی از قبیل عدم کفایت عرضه پس انداز خانوار به شبکه بانکی، استقراض دولت در بازار پول و ریسک بانکداری، بالا است.

اصولاً نهادهای تأمین مالی سرمایه‌گذاری در ایران دو گونه است: یکی بازار پولی (شبکه بانکی) و دیگری بازار مالی (بورس اوراق بهادار). ضعف بازار سرمایه ایران ناشی از تسلط نظام بانکی دولتی (در حدود ۷۵ درصد) است، در حالی که شبکه بانکی خصوصی در سایر اقتصادها در حدود نیمی از بازار سرمایه را در اختیار دارد.^{۲۰} از لحاظ تاریخی می‌توان گفت که انقلاب

صنعتی در انگلستان بدون وجود بازار مالی امکان‌پذیر نبوده و حتی در اوایل قرن بیستم هنوز سیستم مالی در کشور آمریکا بر بازار سرمایه حاکم است، اما منابع تأمین مالی بانکها برای وام‌دهی محدود است. دیگر اینکه سیاستهای پولی انبساطی که مبنای افزایش میزان اعتبارات بانکی را فراهم می‌سازد حجم نقدینگی (پایه پولی) را بالا برده، فشارهای تورمی را موجب می‌شود. نتیجتاً منبع مالی بانکها برای برطرف کردن نیازهای نقدینگی بخش تولید کافی نیست. اگر چه نقش بانکها در تجهیز پس‌اندازها و تأمین منابع مالی بنگاهها باید حفظ شود، ولیکن فرایند توسعه اقتصادی مستلزم شیوه‌های جدید تأمین مالی (گسترش بازار اوراق بهادار) است. به علاوه چیرگی شبکه بانکی بر بازار سرمایه در اقتصاد ایران بدین معناست که عملاً بخش عمده‌ای از پس‌انداز خصوصی نمی‌تواند از طریق بازارهای مالی به فعالیتهای تولیدی جاری شود و در اختیار اعتبارات تکلیفی دولت قرار می‌گیرد.

سیستم بانکی کشور، یکی از انحصارات دولتی است که بیشترین وام‌دهی خود را در قالب اعتبارات تکلیفی اعطا می‌کند که از طرف مجلس شورای اسلامی تعیین می‌شود و بخش بزرگی از سپرده‌های افراد (۲۸ هزار میلیارد ریال در سال ۷۶) با نرخ‌های مصوب مجلس که اغلب پایین است و جنبه یارانه دارد در اختیار وام‌دهندگان قرار می‌گیرد^{۲۱}. در عمل تسهیلات بانکی به جای اینکه به سوی پروژه‌های سرمایه‌گذاری با بالاترین بازده روان شود، به سوی فعالیتهایی جذب می‌شود که تنها از لحاظ سیاسی توجیه‌پذیر است تا اقتصادی.

مزایای بازار سهام در تأمین منابع مالی مورد نیاز سرمایه‌گذاری این است که اولاً پایه پولی را افزایش نمی‌دهد و ثانیاً نقدینگی‌های سرگردان را که

نقش بازار مالی در تجهیز منابع لازم برای توسعه ۱۷۹

باعث فشارهای تورمی در جامعه می‌گردد در مسیرهای مولد کانالیزه می‌کند. علی‌رغم گذشت ۳۰ سال از عمر بورس اوراق بهادار در ایران، این بازار هنوز نقش چندانی در تشکیل سرمایه ملی و اقتصاد ایفا نمی‌کند، به طوری که در سال ۱۳۷۴ فقط حدود ۴ درصد از سرمایه ملی از طریق بازار اوراق بهادار تهران اندوخته شده است. در سال ۱۹۹۳ نسبت سرمایه‌گذاران در بازار سهام به GDP در پاکستان، کره جنوبی، آمریکا و ایران به ترتیب ۲۲/۴، ۴۲/۱، ۸۲/۴ و ۲/۶ درصد بوده که نشان‌دهنده سهم ناچیز بازار اوراق بهادار در اقتصاد ایران است.^{۲۲} با وجود این، بورس اوراق بهادار تعداد سهامداران را در کشور به بیش از دو میلیون نفر رسانیده و نقش قابل توجهی در خصوصی‌سازی اقتصاد ایران به عهده گرفته است. و همچنین تعداد شرکتی که از ابزار اوراق بهادار در جهت تأمین مالی خود استفاده نموده‌اند از ۱۰ شرکت در سال ۱۳۶۹ به ۱۱۲ شرکت در سال ۱۳۷۵ رسیده و منابع مالی جدیدی که از این طریق در اختیار آنها قرار گرفته، از ۵/۶ میلیارد ریال در سال ۱۳۶۹ به بیش از ۱/۵ تریلیون ریال در سال ۷۵ افزایش یافته است. در نتیجه بورس اوراق بهادار به‌عنوان بازار مالی و جزئی از اقتصاد کلان کشور جایگاه خود را در میان سرمایه‌گذاران باز کرده است.^{۲۳}

به هر حال، بی‌ثباتی و رکود بازار اوراق بهادار ایران، به صورت بزرگترین چالش بازار سرمایه درآمده که ناشی از فعالیتهای سفته‌بازان، سیاست‌های کلان دولت، فقدان عواملی همانند شفافیت اطلاعات درباره سهام، عدم بهبود ریسک‌پذیری، عدم کفایت تجهیز پس‌اندازها و انباشت سرمایه و همچنین بی‌ثباتی اقتصاد کلان است. با توسل به اتخاذ سیاست‌های زیر می‌توان در بازار اوراق بهادار ثباتی به وجود آورد:

۱. ایجاد عوامل بازار سرمایه همانند شرکتهای سرمایه گذار فراگیر (بازارساز) که بتوانند در هنگام نوسانات شدید قیمت در بازار سهام با خرید و فروش آنها قیمتها را تثبیت کنند، کارگزاران تخصصی، مؤسسه های پذیره نویسی و شرکتهای بزرگ کارگزاری.

۲. شفافیت بخشیدن به اطلاعات موجود در بازار اوراق بهادار و تمایل کارگزاران به انتقال اطلاعات صحیح به افراد در هنگام خرید اوراق بهادار.

۳. تنوع بیشتر در اوراق مورد مطالعه در بورس، بدین معنی که با طراحی ابزار مالی جدید نظیر اوراق قرضه واحدهای تولیدی را در تأمین نقدینگی یاری داد.

۴. سیاستهای کلان اقتصادی، برخی از تصمیمات کلان دولت نظیر کنترل قیمتها، تغییر نرخ ارز، سود بانکی و یا سیاستهای پولی انقباضی، باعث می شود که شرکتها در تأمین مالی مواد و ماشین آلات مورد نیاز خود و یا فروش محصولات با مشکلات بسیاری روبرو شوند که بر قیمت سهام آنها تأثیر خواهد گذاشت. به طور مثال، سیاستهای پولی در ایران باعث کند شدن رشد بازار سرمایه (بازار مالی) شده است. در واقع سپرده های بانکی در مقابل اوراق سهام از مزایای چندی برخوردارند که باعث جذب پس انداز خانوارها به شبکه بانکی می شود: اولاً درجه نقدینگی و ایمنی سپرده های بانکی بالاتر است و بازدهی (نرخ سود بانکی) در حدود ۱۸/۵ درصد است. در همان سال (۱۳۷۵) نرخ بازدهی متوسط اوراق بهادار ۲۵ درصد بوده است^{۲۴}. ولیکن نرخ تضمینی سود با در نظر گرفتن نوسانات بازار و ریسک زیاندهی به مراتب پایین تر است. به علاوه به سپرده های بانکی مالیاتی تعلیق نمی گیرد در صورتی که سهامداران از

معافیتهای مالیاتی برخوردار نیستند. سپرده‌های بانکی را می‌توان به عنوان وثیقه مالی به کار برد. تنها شرط جذب صاحبان پس‌انداز به بورس اوراق بهادار، این است که بازده سهام از سود سپرده‌های بانکی بسیار بالاتر باشد که در شرایط رکودی اقتصاد ایران امکان‌پذیر نیست. وانگهی سیاست پولی انقباضی دولت در دو سال گذشته، درصد سود را در بازار غیررسمی سرمایه، افزایش داده و موجب انتقال سرمایه از بازار اوراق بهادار به بازار غیررسمی شده و در نتیجه قیمت سهام تنزل یافته است. به علاوه سیاست انقباضی اعتبارات بانکی، تأثیر نامطلوبی بر نقدینگی شرکت گذاشته، به طوری که بسیاری از شرکتها افزایش سرمایه در گردش خود را از طریق افزایش تعداد سهام فروخته شده جبران نموده‌اند. این امر به معنی تقلیل هر سهم بوده و موجبات تنزل قیمت سهام گردیده است.^{۲۵}

۵. ادامه خصوصی‌سازی و عرضه سهام واحدهای تولیدی تحت پوشش دولت.

۶. قانونمندی کردن بازار سرمایه همانند تنظیم قوانین و نظارت بر شرکتهای سرمایه‌گذاری و یا افزایش سرمایه شرکتها.

تلاش دولت باید در جهت تثبیت و تنظیم قوانین بازار اوراق بهادار باشد تا افراد با برآورده شدن انتظاراتشان بتوانند، در بازار اوراق بهادار شرکت کنند و رونقی نسبی باید در این بازار حکمفرما شود تا پس‌اندازکنندگان که معمولاً ریسک‌پذیر هستند، بتوانند حداقل سود علی‌الحساب ۲۰ درصدی اوراق قرضه را از سرمایه‌گذاری در بازار کسب کنند. اگر وضعیت بورس اوراق بهادار به صورتی باشد که سرمایه‌گذار مرتباً با تنزل قیمت اوراق بهادار مواجه شود، در این صورت هیچ انگیزه‌ای برای مشارکت بخش خصوصی باقی

نمی‌ماند.

با وجود عدم کارایی بورس اوراق بهادار، سه مشکل ساختاری (وجود سودهای سرسام‌آور در بخشهای غیرمولد، عدم وجود فرهنگ سرمایه‌گذاری، و بالاخره عدم امنیت سرمایه‌گذاری) بازار سرمایه را احاطه کرده است.

عدم احساس امنیت سرمایه‌گذاری یکی از علل بازدارنده مشارکت بخش خصوصی در سرمایه‌گذاری است. عدم امنیت سرمایه‌گذاری از دو بُعد قابل بحث می‌باشد، یکی از نظر امنیت مالکیت سرمایه‌گذار و دیگری از نظر سیاستهای دولت بر بازدهی سرمایه. بر اساس مطالعات انجام شده در سال ۱۹۹۸، ایران از نظر عدم امنیت سرمایه‌گذاری خارجی در بین ۹۸ کشور دارای مرتبه هشتادویکم است. از لحاظ ریسک‌پذیری اقتصادی، ملاحظات اصلی از قبیل خطرپذیری سیاست‌های اقتصادی، سیاستهای پولی و مالی، نرخ ارز، قوانین و مقررات بازرگانی، نوسانات نرخ تورم، سیاست‌های آزادسازی اقتصادی و موارد دیگری در نظر گرفته شده است.^{۲۶} عدم امنیت سرمایه‌گذاری را می‌توان از طریق فرار سرمایه‌ها و نقل و انتقالات مالی که در سالهای اخیر رخ داده است، اندازه‌گیری کرد. این امر، مبین این نکته است که ریسک و عدم اطمینان در ارتباط با سرمایه‌گذاری در سالهای بعد از انقلاب نه تنها منتهی به جذب سرمایه‌گذاری خصوصاً سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی که منشأ اشتغال و ارزش افزوده داخلی است، نگردیده بلکه عملاً فرار سرمایه‌ها به خارج را تشدید کرده است. گریز سرمایه‌های مالی بر اثر عدم احساس امنیت و بی‌ثباتی سیاستهای اقتصادی از ایران در دوره ۹۴-۱۹۸۷ بین ۱۷/۳۲۳ و ۲۲/۷۴ میلیارد دلار برآورد شده است.^{۲۷}

نتیجه‌گیری و پیشنهادهای سیاست‌گذاری

این مقاله عمدتاً بر نقش بازار مالی در تجهیز تأمین منابع مالی در فرایند توسعه تأکید دارد. براین اساس همان‌گونه که اشاره رفت کارکرد عمده بازار مالی، تخصیص منابع در محیطی نامطمئن است که به چند کارکرد جزئی از جمله بهبود و تجمیع ریسک، کسب اطلاعات و تخصیص منابع و تجهیز پس‌اندازها تجزیه می‌شود. سپس به کمک یک مدل رشد درونزا نشان داده شد یک بازار مالی کارآمد از طریق کاهش هزینه‌های واسطه‌های مالی، تخصیص بهتر سرمایه (افزایش بهره‌وری سرمایه) و تجهیز بیشتر پس‌اندازها (تحت آزادسازی مالی) به سرعت رشد پایدار بالاتری دست می‌یابد.

بر طبق نظریه مک‌کینون، توسعه مالی، اثرهای مثبتی بر بخش واقعی اقتصاد (پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و بهره‌وری آن) دارد. نظر پاتریک این است که، یک علیت دوطرفه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی برقرار است و مطالعات آماری جانگ بر این نظریه صحه می‌گذارد. بررسی روند سرمایه‌گذاری، پس‌انداز و GDP سرانه در ایران نشان می‌دهد که تنزل GDP واقعی سرانه، طی دو دهه اخیر منجر به کاهش میزان سرمایه‌گذاری و پس‌انداز گردیده و در مقایسه با کشورهای شرق آسیا و سایر کشورهای در حال توسعه، این متغیرهای کلان، وضعیّت نامناسبی دارند؛ علی‌رغم اینکه دهها میلیارد دلار نفتی در اقتصاد ایران تزریق شده است. از خصوصیات بازار سرمایه ایران چیرگی شبکه بانکی بر بازار سرمایه بوده است؛ به طوری که بازار مالی (بورس اوراق بهادار) در حاشیه قرار دارد که خود ناشی از عدم کارایی بازار مالی است. از یک طرف تخصیص منابع مالی از طریق اعتبارات تکلیفی به سرمایه‌گذارهای ناکارآمد منجر شده و از طرف دیگر سیاست پولی دولت به

گونه‌ای عمل می‌کند که عملاً بورس اوراق بهادار ایران را در رکود طولانی قرار داده است. ضمناً عدم قانونمندی بازار سرمایه و مخصوصاً شرکتهای سرمایه‌گذاری منجر به سلب اعتماد عمومی در سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار شده است. دولت باید به کمک اهرمهایی از قبیل تدوین قوانین جدید حاکم بر افزایش سهام شرکتهای و شرکتهای سرمایه‌گذاری، شفافیت دادن به اطلاعات بازار اوراق بهادار و تأسیس شرکتهای سرمایه‌گذاری بازارساز، موجبات ثبات در بازار سهام و مشارکت بخش خصوصی در بازار سرمایه را فراهم آورد. به علاوه باید با ایجاد قوانین مربوط به امنیت سرمایه‌گذاری چه از نظر مالکیت و چه از نظر بازدهی حاصل از آن، انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی ایجاد نموده، مانع فرار سرمایه به خارج شود و موجبات جذب سرمایه‌های خارجی در امور تولیدی را فراهم کند. تا زمینه برای اشتغال نیروی کار جوان که بزرگترین دغدغه دولت در سازماندهی اقتصادی قلمداد شده، فراهم گردد.

پی‌نوشتها

- ۱- «کاهش سرمایه‌گذاری از مهم‌ترین مشکلات کشور» (۱۳۷۷). جهان اقتصاد، ش ۱۱۵۷، ص ۳.
- ۲- «توصیه‌ها و پیشنهادات برای تجهیز و تقویت پس‌انداز و سرمایه‌گذاری» (۱۳۷۷). دستاورد، ش (۱)، ص ۲۲.
- ۳- «بازارهای جدید سهام» (۱۳۷۵)، بورس و صنعت، ش ۵، ص ۶۸-۶۹.
- 4- Levine, Ross(1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." J.Econ. Lit. (2) pp. 690-700.
- 5- Pagano, marco(1993). "Financial Markets and Growth: An Overview," Europ. Econ. Rev., 37(2-3), pp. 613-22.
- 6- Islam, I. and Chowdhury A. (1997). Asia - Pacific Economies. NewYork: Routledge, p. 67.
- 7- Hicks, John (1969). A Theory of Economic History. Oxford: Clarendon Press, pp. 143-45.
- 8- McKinnon, R. I.(1973). Money and Capital in Economic Development (Brookings Institute: Washington D.C).
- 9- Patrick, H. T. (1966). "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries." Econ. Devel. Cult. Change, 14(2). pp. 174-89.
- 10- Jung, Woos (1986). "Financial Development and Economic Growth: International Evidence," Econ. Devel. Cult. Change, 34(2), pp. 333-46.
- ۱۱- اداره مطالعات سازمان بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۷). چالش‌ها و

- چشم‌انداز بازار سرمایه در ایران.
 ۱۲- اداره مطالعات سازمان بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۷). چالش‌ها و چشم‌انداز بازار سرمایه در ایران.
 ۱۳- اداره بررسی‌های اقتصادی (۱۳۷۵). بررسی پس‌انداز ملی در ایران طی دوره ۷۴-۱۳۵۳ ص ۱۵-۱۰.
 ۱۴- همان مأخذ
15. Islam and Chowdhury K, p. 7.
 16- Ibid, p. 9.
 17- Hogendorn, Jan S.(1992). Economic Development, 2 Ed. Harper Collins Publishers, p. 91.
 18- Ibid. P. 99.
 19- Ibid, p. 104.
- ۲۰- «با اصلاح سیاستهای کلان بورس احیا می‌شود» (۱۳۷۶) بررسی‌های بازرگانی. ش ۱۲۲، ص ۱۱۲.
 ۲۱- «نقش و جایگاه بازار سرمایه در جذب و هدایت نقدینگی‌های سرگردان» (۱۳۷۷). اطلاعات، ش ۲۱۳۶۹ ص ۵.
 ۲۲- بازارهای جدید سهام، ص ۶۸-۶۹.
 ۲۳- «سهام در بورس تهران ارزان است» (۱۳۷۵). بررسی‌های بازرگانی، ش ۱۲۲، ص ۱۴۲-۱۳۰.
 ۲۴- «تراژدی بورس» (۱۳۷۷). ماهنامه اقتصاد ایران، ش ۱، ص ۳۷.
 ۲۵- ماهنامه اقتصاد ایران، ص ۳۷-۳۸.
 ۲۶- «قوة قضائیه باید مانع تعرضات غیرقانونی به سرمایه‌گذاران شود» (۱۳۷۷). صبح امروز، ش ۱.
 ۲۷- زهرا افشاری (۱۳۷۷). «تخمین فرار سرمایه در ایران»، مجموعه مقالات هشتمین کنفرانس سیاستهای پولی و ارزی، ص ۱۶۴.

منابع و مأخذ

فارسی:

- ۱- اداره بررسی‌های اقتصاد بانک مرکزی (۱۳۷۵). بررسی پس‌انداز ملی در ایران طی دوره ۷۴-۱۳۵۳.
- ۲- افشاری، زهرا (۱۳۷۷). «تخمین فرار سرمایه در ایران»، مجموعه مقالات هشتمین کنفرانس سیاستهای پولی و ارزی، انتشارات مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.
- ۳- اطلاعات (۱۳۷۷). «نقش و جایگاه بازار سرمایه در جذب و هدایت تقدینگی‌های سرگردان»، ش ۲۱۳۶۹.
- ۴- بورس و صنعت (۱۳۷۵). «بازارهای جدید سهام»، ش ۵.
- ۵- جهان اقتصاد (۱۳۷۷). «کاهش سرمایه‌گذاری مهم‌ترین مشکلات کشور»، ش ۱۱۵۷، ص ۳.
- ۶- دستاورد (۱۳۷۷). «توصیه‌ها و پیشنهادات برای تجهیز و تقویت پس‌انداز و سرمایه‌گذاری»، ش ۱، انتشارات مؤسسه تحقیقات پولی و مالی.
- ۷- اداره مطالعات سازمان بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۷). چالش‌ها و چشم‌انداز بازار سرمایه در ایران.
- ۸- صبح امروز (۱۳۷۷). «قوة قضائیه باید مانع تعرضات غیرقانونی به سرمایه‌گذاران شود»، ش ۱.
- ۹- ماهنامه بررسی‌های بازرگانی (۱۳۷۶). «سهام در بورس تهران ارزان است»، ش ۱.

- ۱۰- ماهنامه اقتصاد ایران (۱۳۷۷). «تراژدی بورس»، ش ۱.
- ۱۱- ماهنامه بررسی های بازرگانی (۱۳۷۶). «با اصلاح سیاستهای کلان بورس احیا می شود»، ش ۱۲.

انگلیسی:

1. Hicks, John(1969). A Theory of Economic History. Oxford: Clarendon Press, pp. 143-54.
2. Hogendorn, Jan S.(1992). Economic Development, 2 Ed., Harper Collins Publishers, p. 91.
3. Islam, I. and Chowdhury A. (1997). Asia - Pacific Economies. NewYork: Routledge, p. 67:
4. Jung, Woos (1986). "Financial Development and Economic Growth: International Evidence," Econ. Devel. Cult. Change, 34(2), pp. 333-46.
5. Levine, Ross (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." J. Econ. Lit., (2) pp. 690-700.
6. McKinnon, R. I.(1973). Money and Capital in Economic Development (Brookings Institute: Washington, D.C.).
7. Pagano, Marco (1993). "Financial Markets and Growth: An Wverview," Europ. Econ. Rev., 37-(2-3), pp. 613-22.
8. Patrick, H. T. (1966). "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Counteies." Econ. Devel. Cult. Change, 14(2). pp. 174-89.