

## نقش بازارهای مالی در موفقیت اصلاحات سیستم باننشستگی

عباس خندان<sup>۱</sup>

محمد رضایی زاویه<sup>۲</sup>

### چکیده:

تأمین مالی یک سطح مناسب از مزایای باننشستگی به ویژه در جوامعی که با مشکل سالمندی روبرو هستند آسان نیست. ناپایداری صندوق‌ها، عدم توازن بین پرداختی و دریافتی افراد و اشتیاق برای باننشستگی زود هنگام همگی موجب شد تا اصلاحات ساختاری باننشستگی از سیستم‌های قدیمی با مزایای تعریف شده به سیستم‌های جدید مبتنی بر حساب‌های انفرادی سرعت گیرد. در سیستم جدید اندوخته‌های افراد در بازارهای مالی سرمایه‌گذاری می‌شوند تا سطح مناسبی از مستمری را برای دوران باننشستگی تأمین کنند. به دلیل انتقال ریسک از صندوق‌ها به افراد، شرط موفقیت اصلاحات را می‌توان توانایی بازارهای مالی در ایجاد بازده‌های مداوم در یک مقیاس بزرگ دانست. این مقاله قصد دارد تا با مرور ویژگی‌ها و شناخت قابلیت‌های بازارهای مالی در ایران، شرایط لازم پیش از اجرای اصلاحات ساختاری در سیستم باننشستگی را ارزیابی کند. از طریق ارائه آمارهای توصیفی از عمق بازارهای مالی یعنی بازار پول (بانک‌ها) و بازار سرمایه (بورس) می‌توان دید که پس‌اندازهای تأمین اجتماعی نمی‌توانند از دستیابی به بازده مناسب در یک سطح قابل قبول از ریسک مطمئن باشند. بازارهای مالی ایران از عمق کافی برای جذب سرمایه صندوق‌های باننشستگی برخوردار نیستند. علاوه بر این ابزارهای مالی مدیریت ریسک نیز در این بازارها وجود ندارند که باعث شده پورتفوی این صندوق‌ها در سال‌های گذشته با بازده بسیار کم و ریسک بالا همراه باشد.

**کلید واژه:** اصلاحات ساختاری مستمری باننشستگی، بازارهای مالی، سرمایه‌گذاری

---

۱. دکتری اقتصاد از دانشگاه SIENA، ایتالیا Khandan.abbas@gmail.com  
۲. کارشناس ارشد اقتصاد از دانشگاه صنعتی شریف، m.rezayi@gmail.com

## مقدمه:

در چند دهه گذشته کاهش نرخ زاد و ولد و افزایش امید به زندگی، نه فقط در ایران بلکه در بسیاری از کشورها، تأمین اجتماعی بر اساس سیستم‌های مستمری<sup>۱</sup> PAYG با مزایای تعریف شده DB<sup>۲</sup> را با مشکلات جدی روبرو کرده است. افزایش فشار مالی و ناپایداری صندوق‌ها موجب شد تا اصلاح و بهسازی روش‌های تأمین مالی صندوق‌های تأمین اجتماعی از ضرورت و اهمیت بالایی برخوردار گردد. برخی از این تغییرات که به اصلاحات پارامتریک معروفند با حفظ ساختار توازن مالی صندوق‌ها را بهبود می‌بخشند. این اصلاحات درون سیستمی مانند تغییر نرخ مشارکت (حق بیمه‌های پرداختی)، تغییر نحوه محاسبه مزایای پرداختی و افزایش سن بازنشستگی قانونی بر پایداری صندوق‌ها افزوده و تداوم فعالیت‌های تأمین اجتماعی را ممکن می‌سازند. اما در برخی کشورها به ویژه در شرایطی که پدیده سالمندی به لحاظ زمانی نزدیک‌تر و با شدت بیشتری مورد انتظار باشد، اصلاحات پارامتریک ناکافی است و تغییرات بیشتری در قالب اصلاحات ساختاری مورد نیاز خواهد بود. بر خلاف سیستم PAYG که حق بیمه یا کسورات افراد صرفاً تأمین مستمری بازنشستگان امروز، شاغلان دوره قبل، می‌شود در سیستم جدید کسورات افراد در حساب‌های انفرادی اندوخته شده و برای تأمین مستمری بازنشستگی آتی همان فرد سرمایه‌گذاری می‌شود. بنابراین مستمری بازنشستگان در سیستم جدید نه به صورت مزایای تعریف شده DB بلکه بر اساس حق بیمه معین DC<sup>۳</sup> تعیین می‌شود. یک ویژگی مهم سیستم جدید و اصلاحات ساختاری انتقال ریسک از صندوق‌ها به شاغلان و بازنشستگان است. ریسک سالمندی یعنی کاهش ورودی‌های صندوق در آینده یا ریسک کاهش بازده سرمایه‌گذاری‌ها در سیستم قدیمی تماماً بر عهده صندوق است و افراد بازنشسته مستمری تعریف شده دریافت می‌نمایند. اما در سیستم جدید ریسک کاهش بازده سرمایه‌گذاری‌ها و نوسانات بازار مالی تنها بر شاغلان وارد می‌شود. به دلیل همین ویژگی‌هاست که نمی‌توان اصلاحات ساختاری و تغییر سیستم بازنشستگی را به صورت یک نسخه همسان برای تمام کشورها تجویز کرد. اصلاحات زمانی موفق است که علاوه بر ارتقاء پایداری سیستم و رفع کسری صندوق‌ها، بتواند یک سطح حداقلی مناسب از مستمری را برای افراد سالمند و بازنشسته تأمین کند.

در بخش بعدی به پیش‌شرط‌های موفقیت اصلاحات بازنشستگی و نقش بازارهای مالی پرداخته خواهد شد. در بخش سوم به توسعه خدمات مالی بانکی در ایران پرداخته خواهد شد. در این بخش شاخص‌هایی معرفی خواهد شد که از آن طریق آمادگی و کارایی بانک‌ها در جذب منابع بازنشستگی و فراهم آوردن بازده مطلوب ارزیابی می‌گردد. در بخش چهارم بازار سرمایه (بورس) در ایران مورد

1. Pay-as-you-go
2. Defined Benefits
3. Defined Contribution

بررسی قرار خواهد گرفت. پیش از اصلاح سیستم بازنشستگی باید به این سوال پاسخ داده شود که آیا بازارهای مالی ایران توان جذب پس‌انداز صندوق‌های بازنشستگی را دارند؟ آیا می‌توان از یک نرخ بازده مناسب در سطحی پذیرفته شده از ریسک برای یک دوره طولانی اطمینان داشت؟ بخش پنجم بحث را جمع‌بندی و نتیجه را گزارش می‌دهد.

### پیش‌شرط‌های اصلاحات بازنشستگی موفق و نقش بازارهای مالی

نخستین شرط برای موفقیت در اجرای اصلاحات شرایط اقتصاد کلان با ثبات است. در حالی که یک دلیل عمده برای اصلاحات، کسری صندوق‌هاست؛ اما پیش شرط اصلاحات عدم کسری یا متوازن بودن بودجه دولت است. دلیل این امر نیز این است که با تأسیس صندوق جدید و انتقال ورودی‌ها و حق بیمه‌های پرداختی به آن، سیستم قدیمی همچنان به انجام تعهدات خود یعنی پرداخت مستمری‌ها الزام دارد و برای تأمین آن نیازمند کمک دولت است. از آنجایی که اصلاحات برای تأمین هزینه‌های گذار متکی بر دولت است، متوازن بودن بودجه دولت شرط لازم برای تغییر سیستم بازنشستگی است. نحوه تأمین مالی بودجه، مالیات یا استقراض، نحوه خرج کردن بودجه، سهم بودجه جاری از کل، و حجم کل بدهی‌های دولت نیز دارای اهمیت است. هرچه دولت در مالیات‌گیری کارا تر باشد و در خرج کردن نیز از انعطاف بیشتری برخوردار باشد، اطمینان از تأمین مالی اصلاحات بیشتر خواهد بود.

علاوه بر این موارد شرایط اقتصاد کلان مانند تورم، بیکاری و حجم اقتصاد غیررسمی نیز بر موفقیت اصلاحات تأثیر می‌گذارند. در سیستم جدید به دلیل توازن پرداختی‌ها با کسورات و حق بیمه‌ها، تنها با مشارکت کامل است که افراد می‌توانند از دریافت سطح مناسبی از مستمری اطمینان یابند. به همین دلیل کاهش مشارکت در نتیجه افزایش بیکاری یا افزایش اقتصاد غیررسمی بر فقر و رفاه افراد در امروز و آینده تأثیر می‌گذارد. سیستم جدید نباید به گونه‌ای باشد که افراد با تعداد سال‌های کم اشتغال بی‌انگیزه شده و از نرخ مشارکت در صندوق‌های جدید کاسته شود. به همین دلیل در بسیاری از کشورها همگام با سیستم جدید، برنامه‌های حمایتی حداقلی (Safety Nets) در نظر گرفته شده است.

تمام شرایط مورد اشاره برای اقتصاد ایران نامساعد است. دولت به دلیل تحریم‌ها با کسری زیادی روبروست به گونه‌ای که حتی از عهده تعهدات قبلی خود یعنی پرداخت یارانه‌ها بر نمی‌آید و بنابراین در این شرایط دولت نمی‌تواند وظیفه دیگری یعنی پرداخت مستمری بازنشستگان را تقبل نماید. تورم، بیکاری و حجم اقتصاد غیررسمی نیز شرایط بازار کار را بسیار پیچیده کرده است. در هشت سال گذشته بر اساس گزارش‌های مرکز آمار بطور متوسط سالانه کمتر از صد هزار شغل پایدار ایجاد شده است و در آینده بیش از شش میلیون نفر نیز به بازار کار اضافه می‌شوند. در

صورتی که شرایط ایجاد شغل و مشارکت در صندوق‌ها نامساعد باشد، دولت باید برنامه‌های حمایتی ویژه‌ای را نیز بکار بندد که هزینه‌های اصلاحات را بسیار بیشتر افزایش می‌دهد.

اما تمام این موارد تنها مربوط به دوران گذار اصلاحات است یعنی تأمین مستمری بازنشستگان کنونی یا شاغلان در سال‌های پایانی که دیگر فرصتی برای اندوخته‌گذاری در سیستم جدید ندارند. باید توجه داشت که در سیستم جدید حتی افراد با تعداد سال‌های کامل اشتغال نیز نمی‌توانند از میزان مشخص مستمری اطمینان یابند. دلیل این امر نیز این است که در سیستم جدید ریسک سالمندی و کاهش بازده سرمایه‌گذاری‌ها تماماً به شاغلان انتقال داده شده است. از همین رو، علاوه بر شرایط با ثبات اقتصاد کلان، یک بازار مالی توسعه‌یافته که در آن ابزارهای مالی گوناگونی برای کنترل ریسک در دسترس سرمایه‌گذاران باشد نیز یک نیاز اولیه یا پیش شرط برای موفقیت اصلاحات ساختاری به شمار می‌آید. تنها در یک بازار مالی توسعه‌یافته است که می‌توان با سرمایه‌گذاری‌های پربازده و کاهش ریسک، مستمری مناسبی را در سیستم جدید برای بازنشستگان فراهم کرد.

در سیستم بازنشستگی جدید در واقع صندوق‌ها با قراردادهای بلندمدت وظیفه پس‌انداز و سرمایه‌گذاری را به نمایندگی از افراد و شاغلان برعهده می‌گیرند. به همین دلیل است که در ادبیات و مطالعات گوناگون از منابع صندوق‌های بازنشستگی گاه با عنوان پس‌اندازهای قراردادی<sup>۱</sup> یاد می‌شود. در این سیستم جدید حق بیمه‌ها باید جمع‌آوری و در پورتفولیوهای پربازده سرمایه‌گذاری شود و سپس منافع بدست آمده جمع‌آوری و توزیع گردد. تمام این امور از طریق بازارهای مالی صورت می‌گیرد و بنابراین این بازارها نقش پررنگی در سیستم جدید برعهده دارند. یک سوال مهم که در ادبیات و مطالعات بسیار بدان پرداخته شده این است که از بین این دو یعنی سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ یا بازار مالی توسعه‌یافته کدامیک زودتر اتفاق می‌افتد یا کدامیک به لحاظ زمانی اولویت دارد؟ سرمایه‌گذاران نهادی مانند صندوق‌های بازنشستگی بخش بزرگی از پس‌اندازهای کشورها را در اختیار دارند که تزریق آن می‌تواند موجب رشد و رونق بازارهای مالی شود. اما از آن طرف برای اصلاح موفق سیستم بازنشستگی نیز بازار مالی یک پیش شرط است.

بسیاری بر این عقیده‌اند که یک بازار مالی حداقلی شامل تعدادی بانک سالم و شفاف برای شروع اصلاحات کفایت می‌کند. به عبارت دیگر نباید منتظر ماند تا یک بازار مالی توسعه‌یافته با گستره‌ای از عرضه‌کنندگان خدمات مالی و انواع گوناگون ابزارهای مالی شکل بگیرد و سپس اصلاحات صورت پذیرد. حتی «در صورت نبود بانک‌های شفاف و کارا... یا بانک مرکزی می‌تواند این وظیفه را انجام دهد... یا اینکه یکی از بانک‌های بزرگ... دعوت شود تا به نمایندگی این وظیفه را انجام دهد» (ایمپاویدو ۲۰۰۲: ۷). اما تمام کارشناسان به اتفاق عقیده دارند که «اگرچه بازارهای مالی توسعه‌یافته یک مانع بزرگ برای شروع اصلاحات بازنشستگی به حساب نمی‌آید، به این دلیل عمده که دارایی

این صندوق‌ها در ابتدا کوچک است، اصلاح و توسعه بازارهای مالی در بلندمدت و با رشد دارایی صندوق‌ها در طول زمان یک باید محسوب می‌شود» (ایمپاویدو و ۲۰۰۲: ۷). تنها در یک بازار مالی کارا و توسعه یافته است که صندوق‌های بانکی قادرند تا هدف اولیه خود یعنی فراهم آوردن نرخ‌های بازده بالا در سطح قابل قبولی از ریسک را تحقق بخشند.

### توسعه خدمات مالی بانکی در ایران

سیستم‌های مالی عموماً یا بر پایه بانک شکل گرفته‌اند یا مبتنی بر بازار سهام هستند. هر دو نوع این رویکردهای مالی به صورت همزمان در کشورهای مختلف وجود دارند اما معمولاً یکی به عنوان محور و دیگری به عنوان ابزار فرعی مورد استفاده قرار می‌گیرد. به عنوان مثال تأمین مالی در ایالات متحده بر بازار سهام استوار است اما کشوری مانند آلمان بانک محور است. دارایی بانک‌ها در آلمان ۱۵۳ درصد تولید ناخالص داخلی GDP و در ایالات متحده حدود ۵۳ درصد است که نشان از قدرت و نقش بسیار بزرگ بانک‌ها در اقتصاد آلمان دارد. در سوی دیگر ارزش سرمایه بازار سهام به نسبت تولید ناخالص داخلی نیز در ایالات متحده حدود چهار برابر آلمان است. هر کدام از این دو نوع یا شیوه تأمین مالی نقاط قوت یا ضعف خود را دارند اما در تحلیل مقایسه‌ای بین کشورهای مختلف باید مورد توجه قرار گیرد. به همین دلیل در این مطالعه نیز توسعه بازارهای مالی و شاخص‌های اندازه‌گیری آن در دو قسمت به صورت جداگانه مورد بررسی قرار می‌گیرند. در این بخش بازار پولی و بانکی و در بخش چهارم بازار سرمایه (بورس) مورد بررسی قرار خواهند گرفت. بانک‌ها وظیفه جمع‌آوری پس‌انداز خانوارها و تزریق آن برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بالاترین سطح بازده را بر عهده دارند. توسعه بازار خدمات مالی بانک‌ها موجب افزایش کارایی بانک‌ها در ایفای این نقش واسطه‌گری یعنی کارایی در جمع‌آوری منابع و تخصیص بهینه آنها به طرح‌ها و پروژه‌های پربازده می‌شود. در کنار افزایش رشد و بهبود شرایط کلان اقتصادی در نتیجه توسعه بازار خدمات مالی، افزایش کارایی بانک‌ها یا افزایش بازده وام‌ها به این معنی است که بازده بیشتری نیز به سپرده‌گذاران و پس‌انداز کنندگان تعلق می‌گیرد. صندوق‌های بانکی در سراسر دنیا یکی از بزرگترین سپرده‌گذاران بانکی هستند، جدول شماره (۱) بخشی از دارایی‌های صندوق‌های بانکی را که به صورت سپرده در بانک‌ها نگهداری می‌شوند را برای چند کشور منتخب نشان می‌دهد<sup>۱</sup>. بنابراین می‌توان گفت افزایش بازده و کارایی بانک‌ها موجب افزایش ثروت و دارایی بانکیستگان و عدم توسعه خدمات مالی بانک‌ها نیز تأثیری منفی خواهد داشت. برای ارزیابی کارایی

۱. در سال ۲۰۱۲ سپرده‌های بانکی به طور میانگین ۱۰ درصد از منابع صندوق‌های بانکیستگان یازده کشور منتخب (که داده‌های آنها در دسترس بود) را به خود اختصاص می‌دادند.

خدمات مالی بانکها و آمادگی آنها برای جذب سپرده‌های صندوق‌های بازنشستگی می‌توان از چندین شاخص استفاده کرد. این شاخص‌ها را می‌توان در دو گروه تقسیم کرد نخست شاخص‌های کمی که رشد یا گستره فعالیت‌های بانکی را نشان می‌دهند و دوم شاخص‌های عملکردی که کیفیت خدمات مالی ارائه شده توسط بانکها را ارزیابی می‌کنند.

برای ارزیابی توسعه یا گستره خدمات مالی بانکها شاخص‌های گوناگونی وجود دارند که نخستین یا یکی از قدیمی‌ترین آنها نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی است. از آنجایی که معاملات به وسیله پول صورت می‌گیرد پس انتظار می‌رود که با افزایش تولید و اندازه اقتصاد، حجم پول و نقدینگی نیز افزایش یابد. اما چون پول وظیفه دیگری یعنی ذخیره ارزش یا ثروت را نیز بر عهده دارد، معمولاً نقدینگی با سرعت بیشتری نسبت به تولید افزایش می‌یابد. نمودار شماره (۱) روند این شاخص را در ایران به نمایش می‌گذارد. اما نقدینگی در ایران بیشتر در نتیجه افزایش پایه پولی و به علت کسری‌های مزمین بودجه دولت بوده است و به همین دلیل افزایش آن در دهه ۶۰ نمی‌تواند شاخصی از گسترش کاربرد ابزارهای مالی در اقتصاد ایران باشد. از آنجایی که معاملات بیشتر با پول نقد صورت می‌گیرد و حفظ ارزش از طریق سپرده‌گذاری می‌توان با اصلاح شاخص بالا و اندازه‌گیری نسبت نقدینگی به حجم پول شاخصی از گستره فعالیت بانکها در ذخیره‌داری افراد و ارائه خدمات مالی بدست آورد. این نسبت که ضریب فزاینده خلق پول است در نمودار شماره (۲) نشان داده شده است. در این نمودار می‌توان دید که این شاخص پس از انقلاب کاهش یافته و تنها از سال ۸۲ به بعد روند افزایشی به خود گرفته است.

برای ارزیابی عملکرد یا کیفیت خدمات مالی بانکها نیز می‌توان میزان اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی را ملاک قرار داد. دو شاخص نسبت مانده بدهی بخش غیردولتی به کل مطالبات بانکها و مؤسسات مالی غیربانکی و نسبت بدهی بخش غیردولتی به کل تولید ناخالص داخلی بدین منظور مورد استفاده قرار می‌گیرند. این دو شاخص به ترتیب در نمودارهای شماره (۳) و (۴) نشان داده شده‌اند. نمودار شماره (۵) نیز نسبت اعتبارات غیر تکلیفی را به کل اعتبارات نشان می‌دهد که شاخصی از آزادی عمل بانکها در وام‌دهی است. آزادی عمل بانکها و سهم بخش خصوصی از کل اعتبارات از سال ۷۶ به بعد افزایش یافته که از توسعه و افزایش کارایی بانکها در این مدت نشان دارد هرچند در این سال‌های آخر هر دو کاهش داشته است. تخصیص اعتبارات به بخش خصوصی می‌تواند محرک رشد و تولید اقتصاد باشد اما در کشورهای در حال توسعه این شاخص باید با در نظر گرفتن نظارت و شفافیت وام‌دهی بانکها ارزیابی شود. در صورت وجود فساد و تخصیص نادرست، این اعتبارات تخصیصی نمی‌تواند بطور کامل نشان‌دهنده عمق یا کارایی بالای بانکها در ارائه خدمات مالی باشد. در کنار این شاخص‌ها باید به قیمت خدمات مالی ارائه شده و هزینه

آنها نیز توجه شود. قیمت این خدمات نرخ سودی است که بانکها از وام‌گیرندگان دریافت و به سپرده‌گذاران پرداخت می‌کنند.

در سیستم‌های مالی توسعه‌یافته نرخ‌های بهره باید دو ویژگی داشته باشند. نخست اینکه نرخ بهره واقعی همواره مقدار مثبتی به‌خود بگیرد و از ثبات نسبی در طول زمان برخوردار باشد. دلیل این امر نیز این است که نرخ‌های بهره واقعی نرخ ترجیح زمانی و فرصت‌های رشد در اقتصاد را نشان می‌دهند و تمام تصمیمات سرمایه‌گذاری و رشد بر این نرخ وابسته است. علاوه بر این و به عنوان دومین ویژگی در سیستم‌های مالی توسعه‌یافته نرخ‌های بهره اسمی باید از انعطاف بالایی برخوردار باشند و نرخ تورم و نوسانات اقتصاد را تصفیه کنند. به عبارت دیگر در یک بازار مالی توسعه‌یافته نرخ بهره اسمی باید ضربه‌گیر نرخ بهره واقعی باشد و از اثرات نامطلوب تورم بر اقتصاد جلوگیری کند.

در ارتباط با ویژگی نخست، نمودار شماره (۶) به ترتیب نرخ بهره حقیقی تسهیلات و سپرده‌ها را ترسیم می‌کنند. در بیشتر سال‌ها نرخ بهره واقعی منفی بوده که نشان می‌دهد بانکها در جمع‌آوری سپرده‌ها و پس‌اندازها از یک سو و تخصیص سرمایه‌ها برای تأمین مالی پروژه‌ها از سوی دیگر ناکارا بوده‌اند. بر اساس این شاخص می‌توان گفت خدمات مالی ارائه شده توسط بانکها در سطح بسیار نازلی قرار داد. با توجه به منفی بودن نرخ سود واقعی در بسیاری از سال‌ها می‌توان به آسانی نتیجه گرفت که تأمین اجتماعی به عنوان یکی از اصلی‌ترین سپرده‌گذاران متضرر شده و ارزش واقعی دارایی بانکشستگان کاهش داشته است<sup>۱</sup>. علت این امر کنترل نرخ بهره اسمی توسط دولت است که باعث شده نرخ بهره واقعی مقداری منفی به خود بگیرد و دامنه نوسانات آن افزایش یابد. نوسان نرخ‌های بهره در دوره مورد بررسی در جدول شماره (۲) نشان داده شده است. همان‌گونه که در جدول آمده نوسانات نرخ بهره واقعی دو برابر نوسان نرخ بهره اسمی بوده که نشان می‌دهد سود حاصل از سپرده‌ها نه تنها مقداری بسیار کم و منفی داشته بلکه با ریسک بالایی نیز همراه بوده است. در جدول شماره (۳) نیز انواع مصارف سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی ایران و نرخ سود این سرمایه‌گذاری‌ها نشان داده شده است. متوسط نرخ سود واقعی حاصل از سپرده‌ها منفی ۵/۵- و ریسک یا نوسان همراه با آن ۱۳ درصد بوده است. با توسعه بازار سهام و سودهای بالای آن به‌ویژه در سال‌های آخر، سهم سپرده‌گذاری از کل دارایی‌ها نیز بسیار کاهش یافته است بطوری‌که در سال ۱۳۹۰ کمتر از ۳ درصد دارایی‌ها به صورت سپرده در بانکها نگهداری می‌شود.

۱. نمودار شماره (۷) به خوبی نشان دهنده واکنش سازمان تأمین اجتماعی به پدیده فوق است. به گونه‌ای که سهم سپرده‌های بانکی از مجموع سرمایه‌گذاری‌های این سازمان از حدود ۵۵ درصد در سال ۱۳۷۰ به کمتر از ۳ درصد در سال ۱۳۹۰ کاهش یافته است.

## توسعه بازار سهام در ایران:

بازارهای سهام شیوه دیگر تأمین مالی است. در مقایسه با سیستم‌های بانک محور، بازار سهام از شفافیت بیشتری برخوردار است. شاید یک دلیل عمده برای اینکه کشورهای با سیستم مالی سهام محور اندک هستند این واقعیت باشد که بازار سهام نیازمند مقدمات بسیار زیاد و سختی از جمله نظام حسابداری و حسابرسی دقیق، نظام قضایی و حقوقی توانمند و کارا است که در کوتاه‌مدت قابل وصول نیستند. اما در بازار سهام سرعت جابجایی و ورود و خروج یا تشکیل و اعلام ورشکستگی بسیار بیشتر است و سرمایه‌گذاران با کاهش سود بلافاصله دارایی‌های خود را انتقال می‌دهند. این سرعت جابجایی چیزی است که شومپیتر از آن با عنوان تخریب خلاقانه<sup>۱</sup> یاد می‌کند.

درجه محوریت بازار سهام یا بانک را می‌توان با شاخص نسبت موجودی یا ارزش معاملات بازار سهام به نقدینگی اندازه گرفت. نمودار شماره (۷) روند زمانی این شاخص در ایران را ترسیم می‌کند. بر طبق این شاخص اهمیت و سهم بازار اوراق بهادار (سهام بعلاوه اوراق قرضه و بدهی کوتاه‌مدت) تا سال ۸۳ رو به افزایش بوده بطوری که ارزش معاملات به حدود ۱۵ درصد نقدینگی کل رسیده اما از آن سال به بعد با اتفاقات گسترده سیاسی و اقتصادی در ایران از جمله تحریم‌ها سهم بازار سهام کاهش یافته و به حدود ۶ درصد در سال ۹۱ رسیده است. اهمیت بورس از آنجایی است که بر طبق اطلاعات جدول (۳) بیش از ۹۰ درصد سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی در شرکت‌ها انجام شده است. سهم شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) در سال ۹۳ بیش از ۵۰ درصد بوده است. شستا بیش از ۳۲۰ شرکت را تحت پوشش خود دارد که ۱۸۹ شرکت در بورس هستند<sup>۲</sup>.

افزایش بازده بورس و رونق آن تأثیر مستقیم بر ارزش دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری‌های سازمان تأمین اجتماعی دارد. شاخص قیمت و بازده نقدی (TEDPIX) نشانگر بازده کل بورس بوده و از تغییرات قیمت و بازده نقدی پرداختی متأثر می‌شود. نمودار شماره (۹) رشد حقیقی (منهای تورم) این شاخص را ترسیم می‌کند. بر این اساس نرخ سود حقیقی در بیشتر سال‌ها مقداری مثبت به خود گرفته است و نشان می‌دهد که دارایی‌های موجود در بورس بطور متوسط سالانه ۲۳/۶ درصد سود ناشی از افزایش قیمت یا بازده پرداختی دریافت کرده‌اند. البته مقدار ریسک نیز بالا بوده و این نرخ با انحراف معیار ۴۱/۲ درصدی در نوسان بوده است. می‌توان بازده دریافتی سازمان تأمین اجتماعی از سرمایه‌گذاری‌های خود در شرکت‌ها را که در جدول شماره (۳) نشان داده شده است با نرخ متوسط بازار بورس مقایسه کرد. مقایسه این دو که در نمودار شماره (۹) نشان داده شده‌اند حاوی یک نکته بسیار مهم است.

1. Creative Destruction

۲. آماري سازمان تأمین اجتماعی (۱۳۹۳)



در سال‌هایی که بورس نرخ‌های بالایی را به ثبت رسانده، عملکرد سرمایه‌گذاری‌های سازمان ضعیف‌تر و در سال‌هایی که بورس با رکود و سقوط همراه بوده عملکرد سرمایه‌گذاری‌های سازمان مثبت بوده است<sup>۱</sup>. نکته جالب توجه این است که انحراف معیار بازده سرمایه‌گذاری‌های سازمان در سهام شرکت‌ها به شکل معنی داری کمتر از انحراف معیار بازده بازار است (۱۳٫۸ درصد در مقابل ۴۱٫۲ درصد). در واقع، اگرچه نرخ سود سرمایه‌گذاری‌های سازمان به طور متوسط کمتر از نرخ سود بازار بوده اما از ثبات بیشتری برخوردار است. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاری‌های سازمان بسیار محافظه‌کارانه‌تر از متوسط بازار یا شاخص کل بوده است.

البته صندوق‌های بانجستگي باید در سرمایه‌گذاری‌های خود از ریسک بالا بپرهیزند اما عملکرد محافظه‌کارانه‌تر از متوسط بازار به معنی یک تورش محافظه‌کارانه در رفتار سرمایه‌گذاری مدیران سازمان است. یک دلیل را باید در بی‌انگیزگی مدیران سرمایه‌گذاری، استراتژی منفعلانه و رفتار گله‌ای در سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها دید. بر اساس تئوری کارفرما-کارگر، تکیه بر دارایی‌ها یا سرمایه‌گذاری‌های کم‌ریسک وظایف مدیران را آسان کرده و آنها را از پاسخ‌گویی درباره عملکرد بد پورتفولیو رها می‌سازد. علاوه بر این، قوانینی مانند وضع حداقل بازده یا ارزیابی عملکرد مدیر بر اساس عملکرد کلی صنعت و صندوق‌های مشابه یا جبران خدمات مدیر به صورت حقوق ثابت نیز انگیزه برای اتخاذ استراتژی فعال در سرمایه‌گذاری را از بین می‌برد.

اما یک دلیل دیگر را باید در محدودیت مدیران در انتخاب پورتفولیو مناسب و مدیریت ریسک جستجو کرد. سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک بایستی به ابزارهای مالی گوناگونی دسترسی داشته باشند تا بتوانند با تنوع‌بخشی<sup>۲</sup> در دارایی‌های موجود در پورتفو خود ریسک را به حداقل برسانند. اگر سپرده‌گذاری در بانک و سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه را به عنوان دو ابزار عمده<sup>۳</sup> در دسترس سازمان جهت تنوع‌بخشی به سرمایه‌گذاری‌ها در نظر بگیریم، آنگاه همبستگی بازده این دو ابزار تعیین‌کننده کارایی روش تنوع‌بخشی خواهد بود. ضریب همبستگی بازده واقعی سرمایه‌گذاری‌های سازمان در سهام شرکت‌ها و بازده واقعی سپرده‌های بانکی آن، ۰٫۸۴ به دست می‌آید که در سطح ۹۹ درصد معنی دار است. به عبارت دیگر، به دلیل همبستگی مثبت و بالای بازده این دو ابزار، امکان تنوع‌بخشی بهینه (دست کم با این دو ابزار) برای سازمان تأمین‌اجتماعی وجود نداشته است.

روش دیگری که می‌تواند در جهت تنوع‌بخشی مدنظر قرار گیرد، استفاده از ابزارهای مالی جدید است. استفاده از این ابزارها در کنار کاهش ریسک (از طریق تنوع‌بخشی)، موجب برقراری آربیتراژ و در نتیجه

۱. ضریب همبستگی نرخ بازده واقعی سرمایه‌گذاری‌های سازمان تأمین‌اجتماعی در سهام شرکت‌ها و نرخ بازده واقعی بازار (بازده واقعی شاخص) ۰٫۲۲- به دست می‌آید که در سطح ۸۸٪ معنی دار است. برای محاسبه این شاخص بازده‌های فوق از سال ۱۳۷۷ تا ۱۳۹۰ در نظر گرفته شده و سپس با تورم تعدیل شده تا بازده واقعی به دست آید.

## 2. Diversification

۳. این دو ابزار از سال ۱۳۷۹ تا کنون همواره بیش از ۹۰ درصد از سرمایه‌گذاری‌های سازمان را به خود اختصاص داده‌اند.

همسان‌سازی قیمت‌ها می‌شود که تأثیر مثبتی بر رشد اقتصاد دارد. بطور کلی ابزارهای موجود در بازارهای مالی را می‌توان در سه دسته ابزارهای تأمین مالی کسب و کار، ابزارهای سرمایه‌گذاری و ابزارهای بازار ارز و مدیریت ریسک اشاره کرد. دسترسی به این ابزارها در بازارهای مالی ایران در جدول شماره (۴) نشان داده شده است. آنگونه که نشان داده شده ابزارهای مالی بسیار محدودی در ایران وجود داد. سرمایه‌گذاران به هیچ ابزار مدیریت ریسکی از قبلی اختیار معامله یا معاملات آتی و سلف دسترسی ندارند و به همین دلیل ناچارند تا تنها با تنوع‌بخشی در خرید سهام یا سپرده‌گذاری در بانک ریسک را کاهش دهند.

عدم دسترسی به این ابزارها یک نشانه از توسعه‌نیافتگی بازار مالی ایران است که مانعی بزرگ بر سر راه سرمایه‌گذاری‌های داخلی و خارجی است. یک شاخص عمده توسعه‌یافتگی در بازار مالی نسبت معاملات مشتقه به معاملات ابزاری است که به دلیل نبود ابزارهای مشتقه در ایران مقدار این شاخص برابر صفر است. اگرچه به دلیل اسلامی بودن کشور ما بر بسیاری از این ابزارها شباهت اساسی وارد است اما می‌توان با نوآوری ابزارهای مالی سازگار با شرع ایجاد کرد و نیاز بازار را پاسخ داد. به عنوان مثال در سال‌های گذشته اوراق مشارکت دولتی که با ضمانت دولت و بانک مرکزی منتشر شدند توانسته تاحدی جای خالی اوراق قرضه دولتی را در بازار پر کنند. مهمترین مانع بر سر راه توسعه بازار مالی ایران در حال حاضر نبود ابزارهای مالی به‌ویژه برای مدیریت ریسک است و بنابراین نیاز است که کارشناسان اقتصاد مالی اسلامی با بررسی‌های کارشناسانه ابزارهای تأمین مالی شرکت‌ها و ابزارهای سرمایه‌گذاری را گسترش دهند.

در کنار ریسک پایین، هزینه مبادلاتی پایین نیز از هزینه‌های سرمایه‌گذاری کاسته و بازده را افزایش می‌دهد. اگرچه در تئوری‌های نئوکلاسیک مبادلات بدون هزینه یا اصطکاک فرض می‌شوند اما هزینه واسطه‌گری مالی یک واقعیت است و کاهش آن شاخصی از توسعه بازارهای مالی است. اندازه‌گیری و مقایسه این هزینه‌ها به دلیل ساختار متفاوت کشورها بسیار سخت است اما رایج‌ترین شاخصی که بدین منظور استفاده می‌شود نرخ حاشیه سود نرخ بهره<sup>۱</sup> است. این نرخ تفاوت بین نرخ سود تسهیلات و نرخ سود سپرده‌هاست که در واقع کارایی بانک‌ها در ارائه خدمات مالی را نشان می‌دهد. این شاخص در ایران به دلیل نسبت ذخیره قانونی بالا، تسهیلات تکلیفی، مطالبات مشکوک الوصول و کارایی پایین بانک‌ها بسیار بالاست. در بازار مالی هزینه معاملاتی با تجمیع حق کمیسیون‌های معامله و تأثیر قیمت تجاری محاسبه می‌شود. حق کمیسیون را می‌توان در اختلاف نرخ خرید و فروش یا حاشیه سود معامله<sup>۲</sup> دید و اندازه گرفت.

بر اساس آیین‌نامه سازمان بورس اوراق بهادار، حق کمیسیون در بازار سهام ایران<sup>۳</sup> درصد است که بیشتر از بازارهای مالی دیگری از کشورهاست. تأثیر قیمتی نیز تأثیری است که یک مبادله بر قیمت سهام دارد. در

1. Interest rate spreads
2. Bid-offer spread

صورت بزرگ بودن مبادله، قیمت قبل از خرید و قیمت بعد از خرید متفاوت است که با میانگین‌گیری می‌توان تأثیر قیمتی ناشی از معامله را اندازه‌گیری کرد. هزینه مبادله یک رابطه منفی و قوی با نقدینگی موجود در بازار و حجم معاملات دارد. بنابراین بالا بودن حجم معاملات را می‌توان شاخصی از هزینه معاملات و کارایی بازارهای مالی دانست. نمودار شماره (۹) حجم معاملات بازار سهام را به نسبت تولید ناخالص داخلی نشان می‌دهد. این شاخص نیز نشان می‌دهد که روند توسعه‌ای بازار سهام در سال ۸۳ متوقف شده و حجم معاملات به نسبت تولید اقتصاد بسیار کاهش داشته است.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

ناپایداری سیستم‌های بانخشستگی قدیمی PAYG در نتیجه تعهدات بدون پشتوانه و پدیده سالمندی موجب شد تا بسیاری از کشورها به اصلاحات ساختاری روی بیاورند. برای موفقیت اصلاحات ساختاری پیش‌شرط‌ها و الزاماتی وجود دارند که برخی مانند ثبات شرایط اقتصاد کلان و عدم کسری بودجه دولت هزینه دوران‌گذار را کاهش می‌دهند. اما در کنار ارتقاء پایداری صندوق‌ها، سیستم بانخشستگی باید بتواند سطح مناسبی از مستمری را برای بانخشستگان فراهم کند. از آنجایی که در سیستم‌های جدید کسورات افراد در حساب‌های انفرادی اندوخته شده و سپس سرمایه‌گذاری می‌شوند، مستمری پرداختی به بازده سرمایه‌گذاری‌ها بسیار وابسته است. بنابراین می‌توان گفت که هدف اولیه تأمین اجتماعی یعنی سطح مناسب درآمد برای دوره بانخشستگی تنها با وجود یک بازار مالی توسعه‌یافته محقق شود.

در این مقاله توسعه و عمق بازارهای مالی ایران اعم از بازار خدمات بانکی و بازار سهام مورد بررسی قرار گرفت. این سوال اصلی مطرح شد که در صورت اصلاحات، آیا بازارهای مالی ایران قادر به جذب سرمایه‌های بزرگ صندوق‌های بانخشستگی هستند؟ آیا بازارهای مالی ایران می‌توانند نرخ بازده مثبت و مناسبی را در یک سطح پذیرفته شده از ریسک برای یک دوره طولانی فراهم کنند؟ بررسی شاخص‌های مهم عملکردی بازارهای پول و سرمایه نشان داد که هر دو بازار دارای ضعف‌های قابل توجهی هستند که کارایی آنها را کاهش داده است. نرخ بازده واقعی منفی در بازار پول و همبستگی مثبت و معنی‌دار بازده بازار سرمایه و بازار پول سبب می‌شود، امکان حصول اطمینان از کسب یک بازده مثبت و باثبات از صندوق‌های بانخشستگی سلب گردد. در کنار ناکارایی بازارهای مالی، رفتار سرمایه‌گذاری سازمان نیز محافظه‌کارانه بوده به گونه‌ای که میانگین بازده و نوسان آن از شاخص بازار سهام پایین‌تر بوده است. دلیل این تورش بخشی به رفتار گله‌ای و بی‌انگیزگی مدیران و بخشی به نبود ابزارهای مالی مدیریت ریسک در بازار بر می‌گردد.

ابزارهای مالی مانند اوراق قرضه دولتی و شرکتی، ابزار اختیار معامله و آتی‌ها در بازار سرمایه ایران

وجود ندارند که عملاً باعث شده سرمایه‌گذاران نتوانند با تنوع‌بخشی بین ابزارهای مختلف ریسک را کنترل کنند و بنابراین به ناچار رفتار محافظه‌کارانه‌تری از خود نشان داده‌اند. نیاز به نوآوری و گسترش ابزارهای مالی یک اولویت برای بازارهای مالی ایران است که تأثیر فراوانی بر بازده و ریسک سرمایه‌های صندوق‌های بازنشستگی دارند. به نظر می‌رسد که چه شرایط مربوط به دوران گذار و چه شرایط پس از انجام اصلاحات مربوط به توسعه بازارهای مالی در ایران نامناسب است. این نتیجه مهم دو راهکار در اختیار سیاست‌گذاران قرار می‌دهد، به‌منظور اجرای اصلاحات ساختاری ابتدا بازارهای مالی را توسعه داده یا اینکه تلاش کنند تا از طریق اصلاحات پارامتریک در چهارچوب سیستم‌های سنتی پایداری صندوق‌ها را بهبود ببخشند. راهکار دوم با متوازن کردن پرداختی‌ها و دریافتی‌ها منابع در دسترس صندوق‌ها را بهبود بخشیده که خود می‌تواند برای توسعه بازارهای مالی مورد استفاده قرار گیرد. از این رو اصلاحات پارامتریک نه یک راهکار جایگزین بلکه می‌تواند به عنوان سیاست مکمل یا پیش شرط ایجاد یک سیستم مستمری چندبخشی بکار گرفته شود.

### منابع و مآخذ

- اخباری، محمد (۱۳۸۵)، «مروری بر وضعیت ژرفای (عمق) مالی ایران»، روند، شماره ۴۸
- سازمان تأمین اجتماعی ایران (۱۳۹۱)، «تأمین اجتماعی از نگاه آمار (۱۳۴۰-۱۳۹۰)»، معاونت اداری، مالی و اقتصادی
- سازمان تأمین اجتماعی ایران (۱۳۹۳)، «سال‌نامه آماری تأمین اجتماعی»، معاونت اداری، مالی و اقتصادی
- فلاحتی، علی؛ کیومرث سهیلی و فرزاد نوری (۱۳۹۱)، «اثر تورم بر عملکرد بازارهای مالی در ایران»، فصل‌نامه پژوهش‌های اقتصادی، سال دوازدهم، شماره سوم
- Holzmann, Robert; Csaba Feher, and Hermann von Gersdorff. (2009) "Were Financial Systems in CESE Countries Prepared for the Challenges of Multipillar Pension Reform?" in "Aging Population, Pension Funds, and Financial Markets: Regional Perspectives and Global Challenges for Central, Eastern, and Southern Europe" by Robert Holzmann (Ed), The International Bank for Reconstruction and Development, World Bank, Washington, DC.
- Impavido, Gregorio, Alberto R. Musalem, and Dimitri Vitas. 2002. "Contractual Savings in Countries with a Small Financial Sector." Policy Research Working Paper 2841, World Bank, Washington, DC.
- Vitas, Dimitri. (1998). "Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?" Development Research Group, World Bank, Washington, DC.

جدول شماره (۱): تخصیص دارایی صندوق‌های بازنشستگی چند کشور منتخب (۲۰۱۲)

سایر	سند و ق‌های سرمایه‌گذاری	املاک و مستغلات	سهام شرکت‌ها	تسهیلات اعطایی	قرضه اوراق شرکتی	اوراق قرضه دولتی	سپرده بانکی	
۱۷.۶	۰.۰	۷.۴	۴۶.۰	۱.۰	۸.۳	۱.۳	۱۸.۴	استرالیا
۴.۷	۳۴.۶	۵.۵	۲۴.۶	۰.۳	۸.۱	۱۹.۵	۲.۷	کانادا
۰.۱	۴۰.۳	۰.۰	۱۲.۵	۱.۱	۲۴.۱	۲۱.۴	۰.۵	شیلی
۱۷.۱	۲.۳	۱.۰	۱۳.۰	۰.۱	۱۶.۸	۴۹.۳	۰.۴	دانمارک
۴.۵	۰.۰	۰.۰	۵۷.۴	۰.۰	۲۴.۸		۱۳.۳	هنگ کنگ
۴۶.۱	۰.۰	۰.۰	۹.۷	۲.۸	۳۶.۳		۵.۱	ژاپن
۳۴.۷	۵.۹	۰.۰	۰.۰	۰.۰	۰.۵	۱.۱	۵۷.۸	کره جنوبی
۶.۵	۵۱.۹	۰.۹	۱۱.۶	۳.۸	۷.۰	۱۷.۰	۱.۳	هلند
۴.۰	۴۲.۸	۹.۷	۱۳.۰	۳.۳	۱۹.۹		۷.۳	سوئیس
۱۸.۳	۲۳.۳	۲.۸	۲۹.۶	۱.۲	۹.۳	۱۲.۶	۲.۹	انگلستان <sup>۱</sup>
۲۰.۷	۲۲.۰	۱.۷	۳۸.۲	۰.۳	۶.۹	۹.۴	۰.۹	آمریکا

جدول شماره (۲): نوسان نرخ‌های سود (۱۳۹۱ - ۱۳۵۸)

اسمی	واقعی	
۴/۹	۹/۰۸	نوسان (انحراف معیار) نرخ سود تسهیلات
۴/۸۴	۸/۷۵	نوسان (انحراف معیار) نرخ سود سپرده‌ها

جدول شماره (۳): مصارف سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی و نرخ سود واقعی این سرمایه‌گذاری‌ها

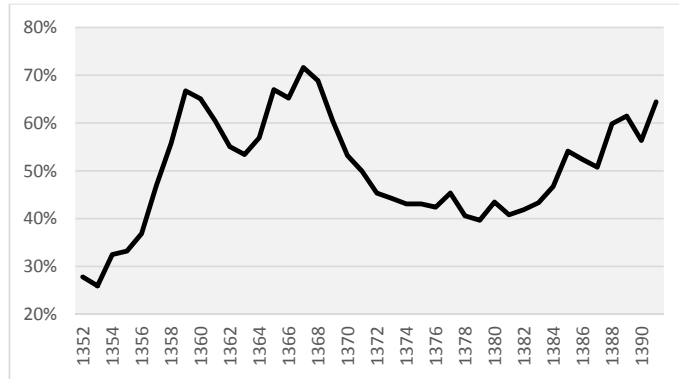
نرخ سود واقعی (درصد)				سهم (درصد)				
وجوه اداره شده	تسهیلات اعطایی	سپرده‌های بانکی و اوراق مشارکت	سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها	وجوه اداره شده	تسهیلات اعطایی	سپرده‌های بانکی و اوراق مشارکت	سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها	
-۲۳/۱	-۱۰/۴	-۱۶/۸	-۲۲/۷	۰/۱	۳/۸	۸۳/۳	۱۲/۸	۱۳۶۵
-۲۸/۱	-۲۳/۲	-۲۲/۴	-۲۷/۴	۳/۶	۸/۴	۷۴/۷	۱۳/۱	۱۳۶۶
-۲۹/۳	-۸	-۲۷/۵	-۲۹	۵/۲	۴/۵	۸۳/۵	۶/۶	۱۳۶۷
-۱۷	-۱۵/۱	-۶/۲	-۱۲/۸	۴/۳	۸/۲	۸۱/۸	۵/۶	۱۳۶۸
-۹/۷	-۶/۶	-۱۴/۴	-۹/۱	۳/۸	۱۳/۸	۷۶/۶	۵/۷	۱۳۶۹
-۲۰/۶	-۱۹/۱	-۱۶	-۱۷/۲	۴/۹	۳۲/۸	۵۴/۴	۷/۹	۱۳۷۰
-۲۴/۴	-۲۳/۵	-۱۱/۷	-۲۱	۶/۴	۳۶/۱	۳۸/۱	۱۹/۳	۱۳۷۱
-۲۲/۵	-۲۱	-۳۴/۸	-۱۹/۷	۷/۸	۳۵	۳۳/۳	۲۳/۸	۱۳۷۲
-۳۵/۲	-۳۲/۸	-۲۶	-۳۳/۷	۷/۴	۲۵/۳	۲۸/۶	۳۷/۶	۱۳۷۳
-۴۹/۱	-۴۶/۵	-۳۴/۸	-۴۲/۱	۱۲/۷	۲۲/۹	۳۰/۲	۳۴/۱	۱۳۷۴
-۲۱/۲	-۱۰/۷	۰/۰۱	-۱۱/۶	۱۱/۹	۱۵/۸	۲۱/۴	۵۰/۸	۱۳۷۵
-۱۳/۳	-۹	۰/۵	-۴	۱۱/۶	۱۴	۱۸/۳	۵۶/۱	۱۳۷۶
-۱۳/۸	-۸/۴	-۲/۲	-۹/۲	۱۱/۹	۱۱/۷	۱۷/۳	۵۹/۱	۱۳۷۷
-۱۳/۳	-۵/۵	-۴/۳	-۵/۶	۱۱/۴	۱۱/۱	۲۲	۵۵/۵	۱۳۷۸
-۷/۳	۷/۱	۱۸/۱	۱۶/۲	۱۰/۵	۸/۱	۱۰/۶	۷۰/۷	۱۳۷۹
-۷	۵/۴	۳/۷	۹	۹/۹	۴/۷	۱۳/۳	۷۲	۱۳۸۰
-۸/۲	-۳/۲	-۰/۹	۶/۷	۶/۹	۳/۷	۱۴/۵	۷۴/۹	۱۳۸۱
-	-۴/۵	۴	-۶/۲	۲/۲	۴/۱	۲۱	۷۲/۷	۱۳۸۲
-۶/۲	-۳	۱۰/۳	۴۰/۲	۵/۳	۳/۴	۱۷/۷	۷۳/۶	۱۳۸۳
-۰/۵	۰/۶	۱۱/۵	۱۶/۹	۲/۹	۲	۱۰/۵	۸۴/۵	۱۳۸۴
-۵/۹	-۲/۹	۳/۷	۴/۶	۲/۳	۲/۷	۱۷/۱	۷۷/۹	۱۳۸۵
-۱۱/۴	-۸/۱	۲/۹	۳/۶	۱/۶	۲/۲	۱۲/۸	۸۳/۴	۱۳۸۶
-۱۵/۳	-۱۷/۴	-۵/۹	-۳/۵	۱/۴	۲/۸	۹/۲	۸۶/۶	۱۳۸۷
-۰/۱۸	-۰/۹	۶/۶	۱۸/۷	۱/۱	۲/۲	۵/۴	۹۱/۲	۱۳۸۸
-۰/۱۹	-۱/۵	۳/۷	۱۴/۱	۰/۸	۱/۸	۳/۱	۹۴/۳	۱۳۸۹
-۹/۳	-۹/۶	-۲/۳	۳۰/۷	۰/۹	۲/۲	۲/۶	۹۴/۳	۱۳۹۰
-۱۴/۷	-۱۰/۷	-۵/۴	-۴/۴	متوسط بازده				
۱۲/۴	۱۱/۸	۱۳	۲۰	ریسک (انحراف معیار)				

جدول شماره (۳): مصارف سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی و نرخ سود واقعی این سرمایه‌گذاری‌ها

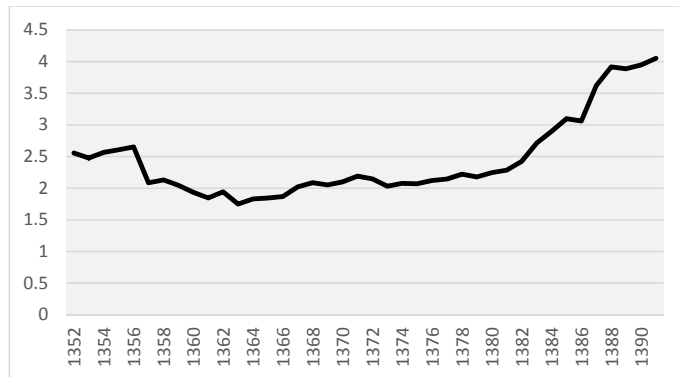
✓	وام بانکی	ابزارهای تأمین مالی کسب و کار	
×	برات‌های تجاری		
×	اوراق تجاری		
×	اوراق قرضه شرکتی		
✓	سهام شرکتی		
×	بازار سرمایه خارجی		
✓	سپرده‌های بانکی	ابزارهای سرمایه‌گذاری	
✓	اوراق قرضه دولتی		
×	بازارهای مالی خارجی		
×	سواپ (Swap)	بازار سهام	ابزارهای مدیریت ریسک
×	آتی (Futures)		
×	اختیار معامله (Options)		
×	آتی (Futures)	نرخ بهره	
×	نرخ سلف توافقی (Forwards)		
×	اختیار معامله (Options)		
×	نقدی	بازار ارز	
×	سلف (Forwards)		
×	آتی (Futures)		

۱. آمار کشور انگلستان مربوط به سال ۲۰۰۷ است.

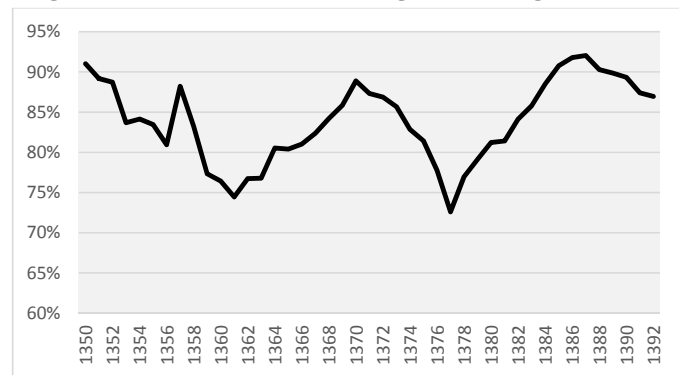
نمودار شماره (۱): نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی در ایران



نمودار شماره (۲): نسبت نقدینگی به حجم پول یا ضریب فزاینده خلق پول

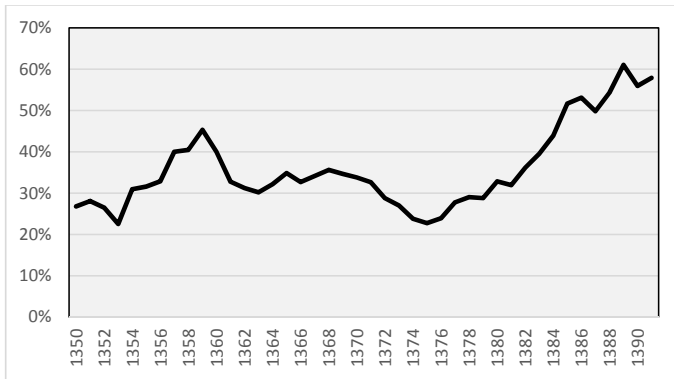


نمودار شماره (۳): بدهی بخش خصوصی به کل مطالبات بانکها و مؤسسات مالی غیربانکی

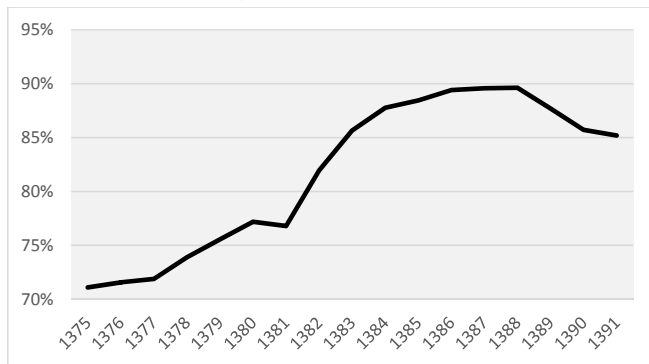




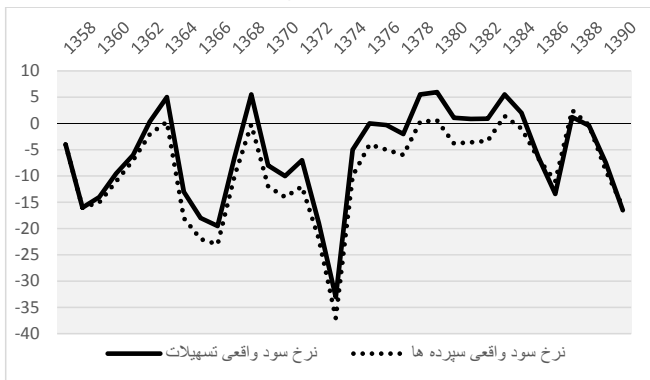
نمودار شماره (۴): بدهی بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی



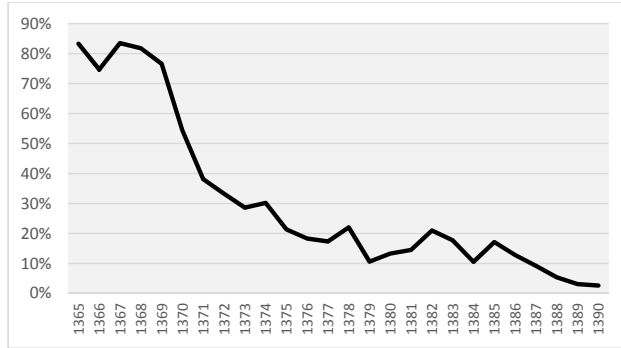
نمودار شماره (۵): مانده تسهیلات غیر تکلیفی به کل مانده تسهیلات



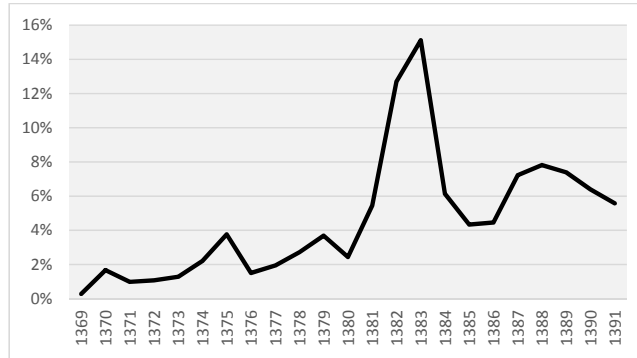
نمودار شماره (۶): نرخ سود واقعی سپرده‌ها و تسهیلات



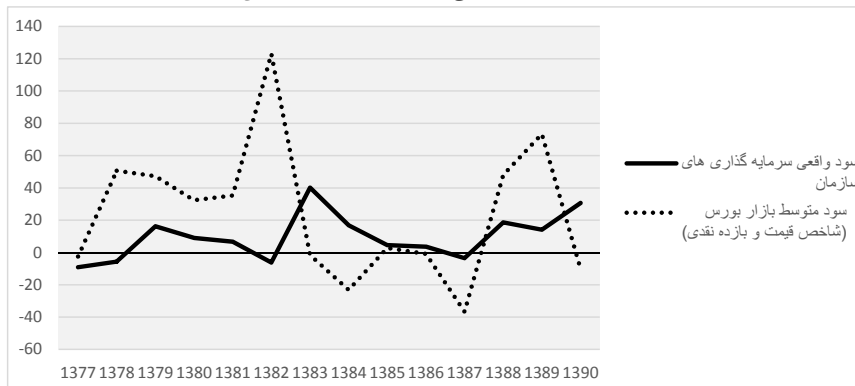
نمودار شماره (۷): سهم سپرده‌های بانکی از مجموع سرمایه‌گذاری‌های سازمان تأمین اجتماعی



نمودار شماره (۸): نسبت ارزش معاملات بازار سهام به نقدینگی



نمودار شماره (۹): مقایسه سود واقعی سرمایه‌گذاری‌های سازمان با متوسط بازار



نمودار شماره (۱۰): حجم معاملات بازار بورس به نسبت تولید ناخالص داخلی

