



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

بررسی اثر تورم بر بازده سهام در ایران

شهناز مشایخ - استاد یار حسابداری دانشگاه الزهرا
شکوفه علیزاده - کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه الزهرا
زهرا سلطان زاده - کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه الزهرا

تحلیل

دستیابی به رشد اقتصادی بالا، همواره مورد نظر برنامه های اقتصادی کشورها بوده است. وجود رابطه مثبت میان توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی که بسیاری از مطالعات آن را به اثبات رسانده است، پژوهشگران را بر آن داشته تا عوامل موثر بر رشد و توسعه بازارهای مالی را مورد مطالعه قرار دهند. یکی از عوامل تاثیرگذار بر توسعه مالی کشورها تورم است. بنابراین محققان تلاش خود را بر تبیین چگونگی ارتباط بین تورم و توسعه مالی متمرکز کرده اند. تورم یکی از بارزترین پدیده های اقتصادی قرن حاضر است. دامنه تورم آن چنان گسترده است که هیچ کشوری در جهان از آثار و نتایج آن مصون نمانده و کشورمان نیز تحت تاثیر این پدیده قرار گرفته است. این مقاله اثر بین تورم و توسعه بازار مالی در ایران را برای بازار سهام بررسی می کند. واژگان کلیدی: بازار سهام، بازارهای مالی، تورم، توسعه مالی.

مقدمه

نظام مبتنی بر اقتصاد بازار در سطح کلان بر بازارهای چهارگانه استوار است. این بازارها عبارتند از: بازار کالا، بازار کار، بازار پول و بازار سرمایه که در این تحقیق بازار سرمایه بررسی می شود. امروزه بازارهای سرمایه و توسعه آن‌ها به عنوان یکی از ارکان اساسی توسعه و رشد اقتصادی کشورها مطرح هستند. این بازارها در کشورهای توسعه یافته، گسترش بسیار زیادی یافته اند. در کشورهای در حال توسعه نیز، گسترش این بازارها به عنوان یک هدف، همواره مورد توجه است. دستیابی به این هدف؛ یعنی گسترش عملکرد بازارهای مالی، مستلزم آگاهی از عواملی است که بر این بازارها تاثیر می گذارند. یکی از عوامل تاثیرگذار بر توسعه بازارهای مالی، تورم است. تورم علاوه بر تاثیری که بر توسعه بازارهای مالی دارد، بر تخصیص بهینه منابع نیز موثر است. بنابراین، به منظور دستیابی به توسعه بازارهای مالی باید در هدایت نرخ تورم دقت کرد (فلاحی، سهیلی و نوری، ۱۳۹۰).

تورم در اقتصاد، مولود شرایطی است که در آن تقاضا برای کالا و خدمات بیش از عرضه باشد. دلایل بروز چنین شرایطی می تواند نتیجه عملکرد بخش خصوصی و عدم توازن بین هزینه و درآمد دولت یا کمبود تولید باشد. افزایش قیمت می تواند نتیجه افزایش هزینه تولید نیز باشد. به هر حال عوامل ابتدایی هرچه که باشد، تورم نمی تواند پایدار باشد؛ مگر این که در کنار آن، افزایش مداوم در حجم پول در گردش نیز وجود داشته باشد. از این جهت، تورم را می توان یک پدیده پولی محسوب کرد (هال، ۱۹۸۲).

تورم سبب بروز مشکلات عدیده ای در اقتصاد می شود. یکی از اثرات تورم، آسیب رسانی به قشر بازنشسته و افرادی است که در آمد ثابت دارند. با افزایش قیمت‌ها این دسته از مصرف کنندگان، قدرت خرید گذشته را نسبت به آینده از دست می دهند. پیش بینی چنین روندی در آینده، کاهش رشد اقتصادی را به همراه خواهد داشت؛ زیرا اقتصاد نیازمند میزان مشخصی پس انداز

تاثیرات تورم بر سرمایه گذاری به صورت مستقیم و غیر مستقیم بروز می کند. تورم هزینه معاملات و کسب اطلاعات مورد نیاز را افزایش می دهد؛ هزینه هایی که به طور مستقیم باعث جلوگیری از توسعه اقتصادی می شود.

کسی بابت تورم نگرانی نخواهد داشت. درازمدت، درآمد و اندوخته های یک شرکت برابر با نرخ تورم افزایش خواهد یافت. تورم می تواند سرمایه گذاران را به واسطه کاهش اعتماد آن‌ها نسبت به سرمایه گذاری دارای بازده درازمدت، بی انگیزه کند. در صورت وجود تورم حاد، یک شرکت در شرایطی قرار می گیرد که گویا عملکرد مطلوبی دارد. علاوه بر این، هنگامی که درآمد یک شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد، تورم می تواند مشکل ساز شود. بروز چنین مشکلی بستگی به روشی دارد که شرکت برای ارزش گذاری موجودی کالای خود مورد استفاده قرار می دهد (هلر اشتاین، ۱۹۹۷).

تاثیرات تورم بر سرمایه گذاری به صورت مستقیم و غیر مستقیم بروز می کند. تورم هزینه معاملات و کسب اطلاعات مورد نیاز را افزایش می دهد. هزینه هایی که به طور مستقیم باعث جلوگیری از توسعه اقتصادی می شود. تورم با کاهش سرمایه گذاری، ر کود مالی را به دنبال خواهد داشت. در چنین شرایطی، واسطه ها اشتیاق خود را برای تامین سرمایه درازمدت از دست می دهند. در نتیجه هم وام دهندگان و هم وام گیرندگان دیگر تمایلی به انعقاد قراردادهای درازمدت نخواهند داشت. تورم بالا اغلب با نظارت و کنترل شدید همراه خواهد بود؛ زیرا دولت‌ها برای حمایت از بخش‌های خاص اقتصادی به اقداماتی دست خواهند زد. برای مثال، در محیط‌های با تورم حاد سقف نرخ تورم اعمال خواهد شد (مورلی، ۱۹۷۱).

رابطه تورم و بازده سهام

در شرایط تورم حوزه های علاقه و توجه مدیران و سرمایه گذاران به صورت قابل توجهی تغییر می کند بسیاری از مدیران و سرمایه گذاران علاقه مندند بدانند بازده سهام تا چه اندازه تحت تاثیر تورم و انتظارات تورمی است. در واقع هرگاه تورم به عنوان یک عامل بازار مورد توجه قرار گرفته، به تاثیر آن در بازده سهام به عنوان یک نوع سرمایه گذاری اشاره شده است. با

است تا به وسیله آن سرمایه گذاری های تقویت کننده اقتصاد را تامین مالی کند. دیگر اینکه تورم، پیش بینی معامله گران و تجار نسبت به آینده را با مشکل روبه رو می کند. در چنین حالتی، تصمیم گیری در مورد مقدار تولید بسیار مشکل است؛ زیرا تولیدکنندگان میزان تقاضا برای تولیداتی را که برای پوشش هزینه‌ها مجبور به افزایش قیمت آن‌ها شده‌اند، نمی توانند پیش بینی کنند. تورم حاد نه تنها عملیات موسسات مالی و بازارهای یک کشور را دچار اختلال می کند، بلکه انگیزه پیوستن به سایر بازارهای دنیا را نیز کاهش می دهد. تورم عامل بروز عدم اطمینان در خصوص قیمت‌های آینده، نرخ بهره و نرخ ارز می شود و این امر باعث افزایش انواع ریسک در میان شرکای تجاری بالقوه و در نتیجه کاهش روابط تجاری می شود. در زمینه بانکداری تجاری نیز، تورم ارزش پس انداز سپرده گذاران را کاهش داده و در نتیجه کاهش میزان وام بانک‌ها را به دنبال خواهد داشت. عدم اطمینان ناشی از تورم، ریسک مربوط به سرمایه گذاری و فعالیت‌های تولیدی کارخانه‌ها و بازارهای مختلف را افزایش می دهد. تاثیر تورم بر پرتفوی یک موسسه مالی به نوع اوراق بهادار در اختیار (سهام، اوراق، گواهی سپرده و ...) بستگی دارد. با سرمایه گذاری در بازار سهام، دیگر

ریسک سرمایه گذاران را در قبال تغییرات در قدرت خرید پولشان جبران می کند. به عبارت دیگر فرضیه فیشر بیان می کند که بازار کار آست و بازده واقعی مورد انتظار سهام عادی و نرخ تورم مورد انتظار مستقل هستند. بنابراین در مجموع سرمایه گذاران برای تغییرات در قدرت خرید جبران می شوند. در زمانی که شرکت قسمتی از منابع مالی خود را با استفاده از وام و بدهی های بلندمدت تامین کند، با افزایش سطح عمومی قیمت ها، قیمت سهام نیز افزایش خواهد یافت (ندایشیری، ۱۳۸۵).

آثار تورم بر بازار سرمایه

تورم موجب توزیع دوباره دارایی ها و درآمدها می شود. بهای دارایی افرادی که بیش از نرخ تورم افزایش داشته است، از فرآیند تورم بهره مندمی شود؛ اما افرادی که قیمت دارایی های آن ها کمتر از نرخ تورم افزایش یابد، متضرر می شوند. به این ترتیب، فعالان اقتصادی که قادر به افزایش درآمدهای اسمی به نرخ بیش از نرخ تورم باشند، منتفع و بالعکس افرادی که به جهت محدودیت قانونی نتوانند درآمدهای اسمی خود را در سطح نرخ تورم افزایش دهند، متضرر می شوند. با بررسی آثار تورم، این نتیجه به دست می آید که آن دسته از شرکت های پذیرفته شده در بورس که دارایی هایی دارند که تاثیر تورم بر افزایش قیمت آن ها بیشتر است، آثار تورم در افزایش قیمت سهام این شرکت ها نیز بیشتر خواهد بود و در نتیجه افراد این سهام را بیشتر قبول دارند؛ زیرا هر سهام دار سهمی معادل با برگه سهامش از شرکت دریافت می کند که با افزایش در ارزش دارایی های شرکت بورسی، انتظار افزایش قیمت در سهام خود را خواهد داشت. بنابراین، سهام دارانی که بازده اسمی سهام آن ها بیش از نرخ تورم افزایش یابد، منتفع و سهام دارانی که بازده اسمی سهام آن ها رشد پایین تری نسبت به نرخ تورم دارد، از پدیده تورم متضرر خواهند شد (یحیی زاده فر و جعفری صمیمی، ۱۳۸۸).

در زمانی که شرکت قسمتی از منابع مالی خود را با استفاده از وام و بدهی های بلند مدت تامین کند، با افزایش سطح عمومی قیمت ها، قیمت سهام نیز افزایش خواهد یافت

$$(I+r) = (I+R)(I+i)$$

$$r = R + i + iR$$

که در آن:

r: نرخ بهره اسمی

R: نرخ بازده واقعی

i: نرخ تورم

منفی شدن بازده به این معنی است که فرد با انجام سرمایه گذاری نه تنها بازدهی کسب نکرده، بلکه قدرت خرید خود را از دست داده است. در اینجا بهتر است به یکی از فرضیات بازار کار اشاره ای شود. در بازار کار سرمایه گذاران مصرف کمتر در حال راه امید مصرف بیشتر در آینده ترجیح می دهند. بنابراین می توان بازده واقعی را ارزش به تعویق انداختن مصرف دانست. به نظر فیشر، در صورت هر گونه تغییر در نرخ تورم، بازده واقعی بدون تغییر می ماند و تغییرات نرخ تورم، اثر خود را بر روی نرخ بازده اسمی می گذارد. وی معتقد است افزایش در نرخ تورم موجب می شود که سرمایه گذار انتظار تورم بیشتری را در آینده داشته باشد و بالطبع این امر به زودی منجر به رشد نرخ بازده اسمی خواهد شد. متقابلاً کاهش در نرخ تورم سبب می شود که سرمایه گذار انتظار تورم پایین تری را در آینده داشته باشد و در نتیجه بازده اسمی نیز کاهش خواهد یافت. علت وجود چنین رابطه ای این است که بازارهای کار،

توجه به اینکه عده ای معتقدند تورم بازده سرمایه گذاری در سهام را کاهش داده و عده ای نیز اعتقاد دارند که تورم باعث افزایش بازده سهام می شود، حساسیت این موضوع افزایش یافته است. در مورد ارتباط بین تورم و بازده سهام تئوری های متفاوتی ارائه شده است که در ادامه به آن ها اشاره می شود.

تئوری ها چه می گویند؟

تئوری کلاسیک همواره ارزش واقعی سهام را در برابر تورم و انتظارات تورمی ثابت قلمداد می کند و به تبع آن افزایش یا کاهش ارزش جاری پول را متناسب با تغییرات در شاخص عمومی قیمت های کالا و خدمات می داند.

در فرمول بندی کلاسیک ها این نتیجه در سه موضوع اساسی نهفته است:

۱. بازده واقعی ناشی از مالکیت کالاهای سرمایه ای نسبت به سطح عمومی قیمت ها ثابت خواهد بود؛ زیرا این بازده تا حد قابل توجهی بسته به عملیات تولید یا نسبت ستاده به داده و عوامل دیگری است که نسبت به سطح عمومی قیمت ها ثابت است.

۲. ارزش بازار یا واقعی این مالکیت سرمایه ای مساوی بازده واقعی آن است که به نرخ بهره واقعی تنزیل شده باشد.

۳. نرخ بهره واقعی به خودی خود نسبت به سطح عمومی قیمت ها ثابت است. بازار که شرایط تعادل را مشخص می سازد، ملزم می دارد که نرخ بهره مساوی با تولید واقعی نهایی کالاهای سرمایه ای و نرخ نهایی جایگزینی کالاهای واقعی بین دوره های زمانی نزدیک مساوی باشد.

فیشر بیان می کند: «نرخ اسمی بهره شامل نرخ بازده واقعی به اضافه نرخ تورم مورد انتظار است». او همچنین معتقد است: «بخش های واقعی و پولی اقتصاد کاملاً از یکدیگر مستقل هستند و نرخ واقعی به وسیله عوامل واقعی نظیر کارایی سرمایه و ترجیحات زمانی پس انداز کنندگان تعیین می شود و مستقل از نرخ تورم مورد انتظار است.» این فرضیه به عنوان فرضیه فیشر شناخته شده است. فرمول آرایه شده توسط فیشر به این شرح است:



علل تورم در ایران

در مورد علل تورم در ایران مطالعات متعددی صورت گرفته است. تقریباً همه این مطالعات رشد نقدینگی را عامل اصلی تورم می دانند. در همه این مطالعات علت افزایش نقدینگی بی انضباطی مالی دولت و تبعیت سیاست های پولی از سیاست های مالی است. نوسان های شدید قیمت نفت در بازارهای جهانی مسبب تکانه های فراوانی در اقتصاد ایران است. همچنین به علت تغییرات نرخ ارز در ایران شاهد تکانه هایی بوده ایم که منجر به تورم شده است. متأسفانه در کشور ما کوشش های مناسبی در راه تعدیل این تکانه ها از طریق سیاست های پولی و مالی صورت نگرفته است. اگر دولت واقعا بخواهد با تورم مقابله کند باید سیاست های پولی و مالی را از هم منفک کند، مشکلات ساختاری را که در راه اعمال سیاست پولی وجود دارد مرتفع نماید و سیاست مالی منضبطی را در پیش بگیرد تا بتواند تورم را کنترل کند. مشکل دیگر ایران، نرخ بیکاری بالاست که ناشی از رشد شدید جمعیت در سال های اول انقلاب و پایین بودن رشد اقتصادی در برنامه دوم توسعه است. رشد اقتصادی ایران در منطقه خاورمیانه در حد متوسط است؛ اما نرخ تورم ایران در منطقه خاورمیانه و جهان در حد بالایی قرار دارد. عامل اصلی رشد تورم در ایران، رشد نقدینگی است و در صورت تداوم سیاست های مالی، این رشد در سال های جاری افزایش خواهد یافت.

نتیجه گیری

تورم در ایران پدیده ای پولی است که به دنبال سیاست های مالی انبساطی دولت آن

مدت زودبازده، غیر تولیدی یا فن آوری پایین سوق پیدا خواهد کرد. با وجود نوسان شدید قیمت ها، انگیزه عاملان اقتصادی برای ورود به معاملات سوداگرانه در تجارت و خرید و فروش دارایی ها اعم از ارز، طلا، اوراق بهادار، خودرو و غیره افزایش می یابد. وقتی راه کسب درآمد از طریق رانت جویی و سوداگری باز شد، انگیزه برای سرمایه گذاری صنعتی، نوآوری در تولید و کاهش هزینه ها و ورود به بازارهایی که رقابت شدیدی در آن ها حکم فرماست، از دست می رود و به این ترتیب صنعتی شدن کشور دچار وقفه اساسی می شود.

هم از نوع غیر تولیدی و تبعیت بانک مرکزی از تصمیمات بودجه ای دولت به وجود می آید. میانگین تورم در ایران در مقایسه با کشورهای در حال توسعه نیمه صنعتی بسیار بالاست. منع استقراض دولت از بانک مرکزی هر چند گام مثبتی تلقی می شود، اما به تنهایی کفایت نمی کند. تورم پرنوسان منشأ نااطمینانی و انحراف قیمت های نسبی است. به همین دلیل افق تصمیم گیری عاملان اقتصادی کوتاه می شود و تخصیص بهینه منابع از طریق ساز و کار بازار مورد تردید قرار می گیرد و فعالیت های اقتصادی به سمت امور کوتاه

منابع و مآخذ:

۱. پاشایی قام، رامین؛ امیدی پور، رضا، ۱۳۸۸ ش، «بررسی تاثیر نرخ تورم بر بازده واقعی سهام در اقتصاد ایران»، فصلنامه پژوهش ها و سیاست های اقتصادی، سال هفدهم، ش ۵۰.
۲. رنجبر، محسن، ۱۳۸۹ ش، اثرات نرخ های بالای تورم بر بازار سهام، روزنامه دنیای اقتصاد.
۳. زمان زاده، حمید، ۱۳۸۸ ش. روزنامه دنیای اقتصاد.
۴. شفیعی، امیر، ۱۳۹۰ ش، تاثیر تورم بر بازده مورد انتظار سرمایه گذاران، روزنامه دنیای اقتصاد.
۵. فلاحتی، علی؛ سهیلی، کیومرث؛ نوری، فرزاد، ۱۳۹۱ ش، «اثر تورم بر عملکرد بازارهای مالی در ایران»، فصلنامه پژوهش های اقتصادی، سال دوازدهم، ش ۳.
۶. نظیفی، فاطمه، ۱۳۸۳ ش، «توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران»، پژوهشنامه اقتصادی، پژوهشکده امور اقتصادی، سال چهارم، ش ۳.
۷. یحیی زاده فر، محمود؛ جعفری صمیمی، احمد، «بررسی رابطه تورم و بازده واقعی سهام در ایران»، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی.