

# توسعه بازار سهام و تصمیمات مالی شرکتها



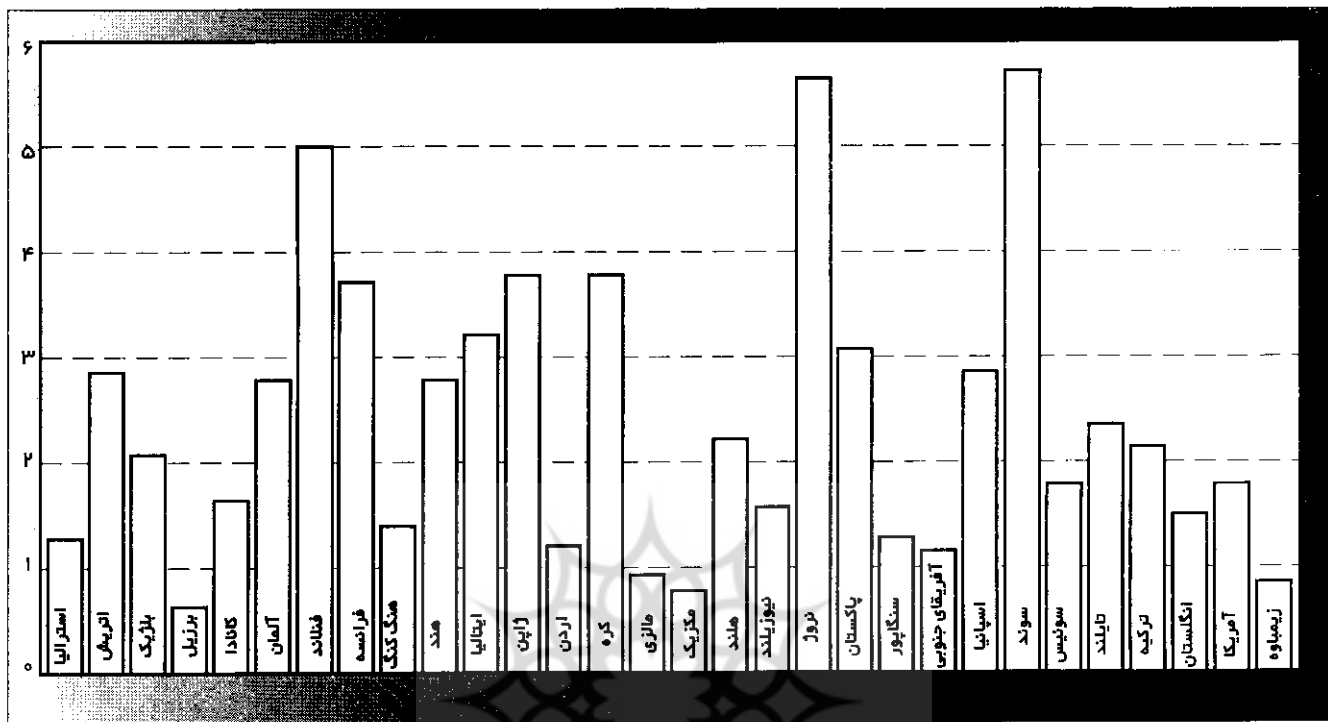
ترجمه: مهران جوادپور

بوجود آورده‌اند، همچنین استانداردهای اطلاعاتی و حسابداری را توسعه داده‌اند. سبدهای دارایی مالی<sup>۱</sup>، مشکل از حقوق صاحبان سهام، در سالهای اخیر بسیار سریع رشد کرده‌اند؛ می‌توان این رشد را با مقایسه مبلغ ۳۵ میلیارد دلاری سال ۱۹۹۴ و مبلغ ۰/۱ میلیارد دلاری سال ۱۹۸۵ بهتر لمس کرد. رشد بازارهای سرمایه در کشورهای در

است؛ سهم کشورهای در حال توسعه از این رشد، از کمتر از ۴٪ به ۱۳٪ بالغ شده است. تمامی رشدهای مذکور بوسیله وسعت یافتن بازارهای سهام، بخصوص در کشورهای در حال توسعه، بوجود آمده است. بسیاری از کشورهای در حال توسعه بمنتظر جلب سرمایه‌های خارجی، محدودیتهای مشارکت خارجیان را از بین برده‌اند و انتقال آزاد حساب سرمایه را

در کشورهای در حال توسعه رشد بازارهای سهام، چگونه بر تصمیمات مالی شرکتها اثر می‌گذارد؟ اصولاً توسعه بازار سهام موجب افزایش نسبت بدهی شرکتها و همچنین افزایش فعالیت بازرگانی برای بانکها می‌گردد.

در طول ده سال اخیر مجموع سرمایه‌گذاری جهانی در بازار سهام از ۴/۷ تریلیون دلار به ۱۵/۲ تریلیون دلار رسیده



باشند که آیا سهام منتشر کنند یا از وام استفاده نمایند.

تئوریهای موجود بر دو نوع خط مشی، که بوسیله شرکتها اتخاذ می‌شود، تاکید دارند: یکی تئوریهای نمایندگی<sup>۲</sup>، که اختلاف منافع بین مالکان، بستانکاران و مدیران را نشان می‌دهد و تئوری دیگر، بر نتایج فشار مالیات تاکید دارد. شواهد تجربی نشان می‌دهد تفاوت در ساختار سرمایه شرکتها در کشورهای در حال توسعه و کشورهای صنعتی، تابع نیروی بالقوه مالکین یا مدیران شرکتها در استفاده از فرصتهای رشد و همچنین استفاده از مزایای مالیاتی ناشی از بدهی است (عواملی مانند ترکیب داراییها، محدودیتهای نقدینگی، دسته‌بندی صنایع و رشد فرصتها). با وجود این، تفاوت‌های مذکور، تنها بخشی از معضلات نسبت

مالی آن مستقل است. این یک واقعیت است، چون ارزش شرکت بوسیله داراییهای حقیقی تعیین می‌شود و نمی‌تواند بوسیله انتقالات سرمایه (بین وام و سهام) تغییر یابد. بعبارت دیگر داراییهای مالی در سمت چپ ترازنامه، بخاطر داراییهای حقیقی واقع در سمت راست ترازنامه - که شامل داراییهای فیزیکی، داراییهای نامشهود و فرصتهای رشد است - ارزشمند هستند. بنابراین خلق ارزش بوسیله مخلوط کردن اوراقی که نماینده ادعا بر داراییهای حقیقی است، ممکن نمی‌باشد. با وجود این اگر مسائلی مانند مالیات، عدم توسعه یافتگی بازارهای مالی و غیرکارآ بودن سیستم قانونی وجود داشته باشند، ساختار مالی در بوجود آوردن ارزش برای شرکت مؤثر خواهد بود. شرکتها بمنظور حداقل کردن هزینه‌هایشان باید بدنبال پاسخ به این سؤال

حال توسعه، حمایت شدید سیاستگذاران را به خود معطوف ساخته است و موجب شده است شرکتها شقوق بیشتری جهت انتخاب روشهای تأمین مالی پیش روی داشته باشند. لیکن در این راستا سؤالاتی پدید می‌آید: شرکتها چگونه تصمیم می‌گیرند منابع مالی خود را از طریق وام یا انتشار سهام تأمین کنند؟ توسعه بازار سهام چگونه بر انتخاب روشهای تأمین مالی شرکتها تاثیر می‌گذارد؟ و بالاخره توسعه بازار سهام چه تأثیری بر فعالیت بانکها دارد؟

#### وام یا سهام؟

تئوریهای مالی به ما می‌گویند که در صورت فقدان هزینه‌های ورشکستگی، مالیات بر درآمد شرکتها و یا سایر مشکلات و مسائل بازار، ارزش یک شرکت از ساختار

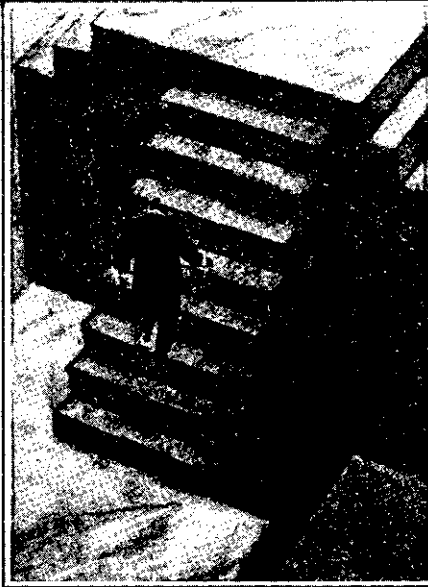
بدهی شرکتها را شرح می‌دهند. طبق نمودار شماره ۱ این تفاوتها قابل ملاحظه‌اند.

### بازارهای سهام

درجه توسعه بازارهای مالی، بخصوص بازار سهام، در تامین مالی شرکتها عامل تعیین کننده‌ای بشمار می‌رود. اکثر ادبیات مالی برای بازار سهام دو ویژگی قابلیت نقدینگی و عملکرد مطلوب قائل هستند. اگر عملکرد بازار سهام مطلوب نباشد، ممکن است اقتصاد کشور با سه مشکل مواجه شود:

اول، اگر بازار سهام وجود نداشته باشد و یا از قابلیت نقدینگی لازم برخوردار نباشد، فرصتهای تنوع‌بخشی ریسک برای سرمایه‌گذاران و خریداران سهام شرکتها تازه تاسیس محدود می‌شود. سرمایه‌گذاران خارجی به منظور خرید سهام شرکتهایی که سهامشان در بازار فاقد نقدینگی معامله می‌شود، خواهان پاداشی اضافی هستند. هزینه بالا در تنوع بخشی، ممکن است اجتناب استفاده از بازارهای مالی را به شرکتها تحمیل کند و بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تاثیرگذارد. بنابراین ممکن است شرکتها بمنظور کاهش ریسکهای بلندمدت، تکنولوژیهای تولیدی انتخاب کنند که به سرمایه کمتری نیاز دارند؛ و یا ممکن است شرکتها کمتر سرمایه‌گذاری کنند و کوچکتر از آن اندازه‌ای که باید باشند، بمانند.

دوم، در صورت عدم وجود بازار سهام با عملکرد مطلوب، شرکتها نمی‌توانند ساختار مالی مناسبی داشته باشند. معمولاً بین مدیران شرکتها و مشتریان و عرضه‌کنندگان، اختلاف منافع وجود دارد؛ همانگونه که بین دستجات مختلف



سرمایه‌گذار در شرکت اختلاف وجود دارد. برای مثال شرکتها با سطح بدهی بالا، احتمال ورشکستگیشان افزایش می‌یابد، چون ممکن است وارد پروژه‌های پر ریسک شوند و در نتیجه زیان و خطر بیشتری متوجه بستانکاران می‌گردد زیرا بدهی مالی، موجب بوجود آمدن ریسک بیشتری را فراهم می‌سازد. شرکتها با بدهی بالا، ممکن است توانایی دریافت اعتبار بیشتر نداشته باشند؛ اگر یک بازار سهام با عملکرد مطلوب وجود داشته باشد، انتشار سهام می‌تواند مشکلات بوجود آمده را کاهش دهد و به شرکت اجازه دریافت وام بیشتر را بدهد.

سوم، بازار سهام در ارتباط با عرضه سرمایه، نقش اطلاعاتی مهمی ایفا می‌کند. بازارهای با عملکرد مطلوب، اطلاعاتی را در مورد شرکتها می‌دهد که سهامشان معامله می‌شود، جمع‌آوری می‌کنند و در دسترس وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند. بازارهای سهام با عملکرد مطلوب، بوسیله بهبود جریان اطلاعاتی در مورد شرکتها، در کنترل شرکتها دخالت می‌کنند و شرکتها را

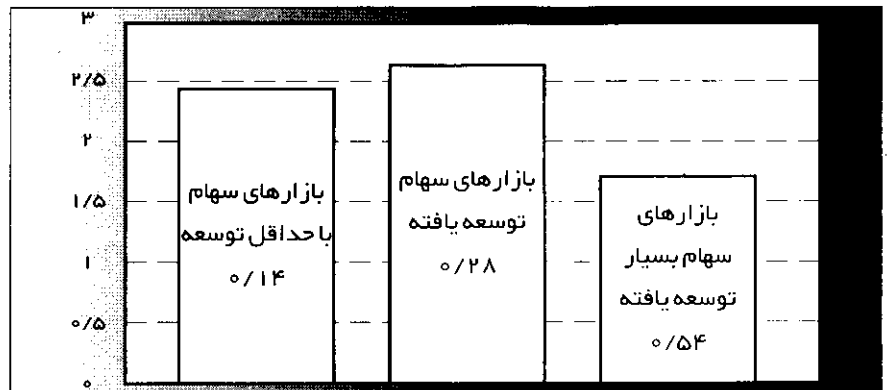
بطرف سیستمهای مناسبتر مدیریتی هدایت می‌سازند. کنترل بهتر شرکت و مدیریت بهتر، جریان سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد و کارایی را افزایش می‌دهد.

با وجود این، تاثیر بازار سهام بر تصمیمات مالی، مبهم و نامعلوم است. دسترسی به بازار سهام با عملکرد مطلوب، اثرات گوناگونی بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام<sup>۳</sup> دارد. راه اول عبارتست از جایگزینی سهام به جای بدهی؛ به عبارت دیگر انتشار سهام جدید. بدین ترتیب نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، کاهش می‌یابد. راه دوم عبارتست از استفاده از منابع داخلی مانند اندوخته‌ها و سود انباشته؛ در اینصورت، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام تغییر نمی‌کند. راه سوم عبارتست از توانایی شرکتها در تنوع بخشیدن به ریسک که می‌تواند افزایش سهام و بدهی را با هم به همراه داشته باشد. راه چهارم عبارتست از اینکه بازار سهام با عملکرد مطلوب بوسیله تسهیل جریان اطلاعاتی و بهبود اداره شرکت، قادر است هزینه افزایش سرمایه را کاهش دهد، بدین ترتیب تامین منابع مالی خارجی چه بوسیله انتشار سهام و چه بوسیله دریافت وام، هزینه کمتری خواهد داشت. با وجود این معلوم نیست کدامیک از روشهای تامین مالی جذابتر خواهد بود.

مقدار تاثیر توسعه بازار سهام بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکتها، بستگی به درجه توسعه یافتگی بازار سهام دارد. در یک تحقیق نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکتها را در ۳۰ کشور در حال توسعه و صنعتی مورد آزمایش قرار گرفت. (نمودار شماره ۲). پس از رتبه‌بندی کشورها براساس درجه توسعه بازار سهام<sup>۴</sup>،

جنوبی، در دهه ۱۹۸۰ از نظر تولید ناخالص داخلی رشد نشان می‌دهند. برخی از کشورها - بخصوص برزیل، مکزیک و ترکیه - در دهه ۱۹۸۰ از تورم بالایی برخوردار بودند. اختلاف در نرخهای تورم نیز می‌تواند برخی از تفاوت‌های بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام را توجیه کند؛ از آنجا که قراردادهای وام براساس ارزش اسمی منعقد می‌شوند، نرخ تورم می‌تواند با توجه به سررسید وام، بر ریسک تاثیر گذارد.

در بین کشورهای مورد مطالعه در این تحقیق، دامنه تولید ناخالص داخلی سرانه<sup>۵</sup> بسیار وسیع است؛ بدین ترتیب که از ۳۵۹ دلار (پاکستان) تا ۲۷۴۹۲ دلار (سوئیس) در آن دیده می‌شود. درآمد، شاخصی خوب جهت توسعه شرکتها به‌شمار می‌رود. با وجود این، روند عمومی گرایش به‌طرف رشد است. بازارها در اکثر کشورهای در حال توسعه بسیار قانونمند شده‌اند، از سرمایه‌گذاران حمایت کمتری می‌شود. ولی استانداردهای حسابداری کافی نیستند و دولتها غالباً در فعالیتهای تجاری بسیار فعالند. کارایی سیستم قانونی و توانایی به اجرا درآوردن قراردادها نیز به سطح درآمد وابسته است. در اکثر کشورهای صنعتی، برای مثال ژاپن، انگلستان و آمریکا، پرداخت بهره برای شرکت، دارای مزیت مالیاتی است، گرچه مزیت مالیاتی مورد نظر برای دو کشور در حال توسعه کره و هند نیز صادق است. در کشورهای دیگر بطورکلی فشار مالیاتی خالص بر درآمدهای حاصل از حقوق صاحبان سهام کمتر است. بالاخره درجه توسعه موسسات مالی، بخصوص بانکها، نیز در تصمیمات مالی شرکتها مهم است. همچنین تفاوت در



است سیستم کنترلی شرکت برای وادار کردن بستانکاران به دادن وام بیشتر، به اندازه کافی بزرگ شود. برای این‌گونه شرکتها بدهی و سهام مکمل یکدیگرند. با وجود این همچنانکه بازار سهام بطرف توسعه یافتگی پیش می‌رود، نسبت تغییر می‌کند. در کشورهایی که بازار سهامشان توسعه یافته است، شرکتها شروع به جایگزینی سهام به‌جای بدهی می‌کنند.

آیا این پشامد می‌تواند منعکس‌کننده عوامل دیگری در تصمیمات مالی شرکتها باشد؟ همبستگی ساده بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و درجه توسعه یافتگی بازار سهام، گویای این واقعیت است که عوامل دیگری در ساختار مالی شرکتها وجود ندارد، بعلاوه طبق ادبیات مالی شناخته شده شرکتها، ساختار سرمایه ممکن است در شرکتهایی که در مناطق جغرافیایی گوناگون یک کشور فعالیت می‌کنند، متفاوت باشد. تفاوت‌های یاد شده به‌علت اختلاف در توسعه اقتصادی، حمایت شرکتها، تخفیف مالیاتی بدهی در مقابل سهام و درجه توسعه موسسات مالی است.

همه کشورهایی که نمودار شماره ۱ از آنها نام برده است، به‌جز اردن و آفریقای

نمونه آماری به سه گروه تقسیم شد. گروه اول شامل کشورهایی می‌شود که بازار سهامشان از نظر توسعه یافتگی از پایینترین درجه برخوردار است. گروه دوم آندسته از کشورهایی است که بازار سهامشان از نظر توسعه یافتگی دو برابر گروه اولند و گروه سوم کشورهایی را در برمی‌گیرد که بازار سهامشان از نظر توسعه یافتگی بالاترین درجه را دارند و تقریباً میزان توسعه یافتگی‌شان چهار برابر گروه اول است. هنگامی که بازار سهام از نظر اندازه و نقدینگی دوبرابر می‌شود، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، ۱۰٪ افزایش می‌یابد (نمودار شماره ۲ را نگاه کنید)، و هنگامیکه بازار سهام از نظر اندازه و نقدینگی چهاربرابر می‌شود، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، ۲۵٪ کاهش می‌یابد.

نتیجه تحقیق اشاره به این دارد که در کشورهای مورد بحث همچنانکه بازارهای توسعه نیافته سهام بطرف توسعه یافتگی طی طریق می‌کنند، شرکتها نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام خود را افزایش می‌دهند. آنها نه تنها سهام جدید منتشر می‌کنند، بلکه وام بیشتری نیز می‌گیرند. بنابراین در مراحل اولیه توسعه بازار، کیفیت اطلاعات و آگاهیها بهبود می‌یابد و ممکن

توسعه بانکها، ساختار قانونی متفاوتی را منعکس می‌سازد. به‌عنوان نمونه می‌توان ائتلاف برخی واسطه‌های مالی در کشورهای اروپایی و بانکداری جهانی را ذکر کرد. با وجود این، اندازه سیستمهای مالی این کشورها، غالباً شبیه به هم هستند. تصمیمات مالی شرکتها قادرند این ساختارهای متفاوت را بوجود آورند.

روشهای رگرسیون چند متغیره گویای این واقعیت است که یافته‌های تحقیق در مورد اهرم مالی و توسعه بازار سهام، حتی پس از کنترل بقیه متغیرهای مؤثر در تصمیمات مالی شرکتها، مصداق دارند.

#### اندازه

بنظر می‌رسد نقش ایفا شده بوسیله بازار در جمع‌آوری و فاش ساختن اطلاعات، ممکن است برای شرکتهای بزرگ بیشتر حائز اهمیت باشد. اهمیت ذکر شده به این خاطر است که سهام اینگونه شرکتها بیشتر مورد مطالعه قرار می‌گیرد و معاملات سهام این‌گونه شرکتها، بدنبال تجزیه و تحلیل‌های بسیاری صورت می‌پذیرد. از آنجا که هزینه ثابت انتشار سهام برای شرکتهای کوچک، زیاد است، ممکن است این شرکتها از توسعه بازار سهام زیاد بهره نبرند. همچنین سهام شرکتهای کوچکی که در تابلو بورس اوراق بهادار وجود دارد، ممکن است به اندازه سهام شرکتهای بزرگ مورد معامله قرار نگیرد. این رخداد به این دلیل بوجود می‌آید که دسترسی به اطلاعات جنبه‌های مختلف شرکتهای کوچک برای معامله‌گران هزینه‌زاست.

یک تحقیق از بزرگترین و کوچکترین شرکتها (بزرگی و کوچکی براساس دارایی تعیین شده است) نشان می‌دهد که نسبت

بدهی به حقوق صاحبان سهام، در بازارهای در حال توسعه، توسط شرکت‌های بزرگ هدایت می‌شود. یافته‌ها نشان می‌دهند که توسعه بازار سهام، ابتدا فقط روی سیاستهای مالی بزرگترین شرکتها اثر می‌گذارد. در کشورهایی که بازار سهام در اقتصاد نقش مهمی ندارند، توسعه بازار سهام اجازه افزایش اهرم مالی شرکت‌های بزرگ را می‌دهد؛ اما در کشورهایی که دارای بازارهای توسعه یافته هستند، به موازات توسعه بیشتر بازار سهام، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بزرگ کمتر می‌شود.

#### نقش تکمیلی بانکها

بازار سهام، حتی در اقتصادهایی که بخش بانکداری آنها بنحو مطلوبی توسعه یافته است، عملکرد خوبی دارند. بازار سهام بمنظور تنوع بخشیدن به ریسک، کاهش برخورد منافع بین اعتباردهندگان مختلف و بهبود جریان اطلاعاتی و اداره شرکتها، ابزار خوبی بشمار می‌رود. جایگزینی بدهی و سرمایه، بر یکدیگر مزیتی ندارند، این واقعیت بویژه در کشورهای با بازار سهام در حال توسعه، مصداق دارد. در این کشورها، با وجود اینکه توسعه بازار سهام شرایط عملی گسترده‌تری را برای سرمایه‌گذاری ایجاد می‌کند، فروش سهام جدید تنها منبع تامین مالی جهت سرمایه‌گذاری نیست. بازارهای سهام بوسیله آماده کردن اطلاعات بهتر و کاهش هزینه‌های کنترل برای سرمایه‌گذاران و واسطه‌های مالی، هزینه‌های بدهی و هزینه‌های انتشار سهام را کاهش می‌دهند. برخی از سرمایه‌گذارهای جدید که در اثر توسعه بازار سهام بوجود آمده‌اند، بوسیله وام‌های بانکی و فروش

اوراق قرضه تامین مالی می‌شوند. بنابراین در مراحل اول توسعه بازار سهام، انتشار سهام به‌عنوان تکمیل‌کننده وام بانکی و اوراق قرضه بکار می‌رود نه به‌عنوان جایگزین آنها. در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، بانکها احتمال می‌دهند که به موازات رشد بازار سهام، حجم فعالیتشان کاسته شود، با وجود این، تحلیلگران معتقدند که پیشرفتهای اولیه در عملکرد بازارهای سهام در حال توسعه موجب افزایش نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام در شرکتها شود، در نتیجه حجم فعالیت بانکها افزایش می‌یابد. در کشورهای با سیستم مالی در حال توسعه، نقش بانکها و بازار سهام دو نقش متفاوت است، اما نسبت به یکدیگر نقش تکمیل‌کنندگی دارند. سیاستها، توسعه بازار سهام را تضمین می‌کنند، بنحوی که بر سیستم بانکی موجود تاثیر نامطلوب نگذارد و بازارهای سهام و بانکها می‌توانند همزمان توسعه یابند.

#### 1- Portfolio

#### 2- Agency theories

#### 3- Debt - equity ratio

۴- ۳۰ کشور مورد مطالعه، براساس درجه توسعه بازار سهام دسته‌بندی شده‌اند. شاخص توسعه بازار براساس اندازه و نقدینگی بیان شده است و عبارتست از میانگین نسبت سرمایه بازار سهام به تولید ناخالص داخلی.

#### 5- GDP per capita

۶- بازارهای سهام با حداقل توسعه: بلژیک، برزیل، فنلاند، فرانسه، ایتالیا، نیوزیلند، پاکستان، اسپانیا، ترکیه و زیمبابوه.

۷- بازارهای سهام توسعه یافته: استرالیا، اتریش، کانادا، هند، اردن، مکزیک، هلند، نروژ، سوئد و تایلند.

۸- بازارهای سهام بسیار توسعه یافته: آلمان، هنگ‌کنگ، ژاپن، کره، مالزی، سنگاپور، آفریقای جنوبی، سوئیس، انگلستان و آمریکا.

منبع:

Finance and development, June 1996.