

بازارهای سهام: محركی برای رشد اقتصادی

Ross Levine

ترجمة احمد عالی نژاد

کارشناس ارشد اقتصاد از دانشگاه علامه طباطبایی



مقدمه

بازارهای سهام جهان در حال رونق بوده و سهم درخور توجهی از این رونق مربوط به بازارهای سهام کشورهای در حال توسعه است. سرمایه‌گذاران نیز در حال هجوم به جدیدترین بازارها بوده و برخی از آنان هم سود قابل توجهی به دست می‌آورند. اما آیا کشورهای در حال توسعه نفعی از بازارهای سهام خود می‌برند؟ شواهد نشان می‌دهد که بلی.

در طول دهسال گذشته، مجموع ارزش سهام در کل بازارهای جهان از ۴/۷ به ۱۵/۲ تریلیون دلار بالغ گشته است. در همین مدت سهم بازارهای نوظهور از کمتر از ۴

با اجرای سیاستهای خصوصی‌سازی و تعدیل اقتصادی، که از نتایج آن کاهش هر چه بیشتر سهم دولت در فعالیتهای اقتصادی است، ضرورت ایفای نقش توسط بخش خصوصی بیش از پیش مطرح شده است و عمده فعالیتهای باید توسط این بخش صورت گیرد. طبیعاً بخش خصوصی به تنهایی قادر به تامین منابع مالی مورد نیاز برای گسترش فعالیتهای خود نیست و درست در همین‌جاست که بازارهای مالی به‌عنوان مکمل برنامه‌های خصوصی‌سازی به یاری این بخش شتافته و کاستیهای ناشی از کمبود منابع مالی را جبران می‌کنند. در این میان بازارهای سهام نقشی بسیار اساسی داشته و هر چه از بهره‌وری و کارایی بالاتری برخوردار باشند تامین منابع مالی از طریق آنها با سهولت بیشتری انجام خواهد یافت.

مقاله حاضر، به بررسی ارتباط بین بازارهای سهام و رشد اقتصادی می‌پردازد و طی آن با بررسی به عمل آمده در مورد ۳۸ کشور نشان داده شده که هر چه بازارهای سهام در یک کشور توسعه یافته‌تر و انجام معاملات در آنها ساده‌تر و روانتر باشد، رشد اقتصادی بیشتری قابل دستیابی است. با توجه به این که بحث بازارهای سهام و اوراق بهادار در کشورمان از مباحث جدیدی است و بازار سهام در ایران مراحل اولیه و دوران بلوغ خود را می‌گذراند، مقاله حاضر می‌تواند ارایه‌کننده نکات ارزنده‌ای به علاقمندان مسائل مالی و بازارهای سرمایه باشد.

نمودار شماره ۳ - نسبت سهام مبادله شده به نوسان بازار (۱۹۷۶) و رشد اقتصادی آتی (۱۹۷۶-۱۹۹۳)

										آرژانتین، کلمبیا، دانمارک، یونان، نروژ اسپانیا، سوئد، ونزوئلا
										اتریش، بلژیک، برزیل، فنلاند، ایتالیا، مکزیک، سوئد
										کانادا، شیلی، فرانسه، آلمان هند، اردن، فیلیپین
										استرالیا، اسرائیل، ژاپن، کره، هلند تایلند، انگلیس، آمریکا

نرخ رشد سالانه تولید ناخالص داخلی سرانه (درصد) ۰/۵ ۱/۰ ۱/۵ ۲/۰ ۲/۵ ۳/۰ ۳/۵
توجه: نسبت محاسبه شده در سال ۱۹۷۶ و برحسب ارزش سهام مبادله شده به نوسانات بازار (که عبارت است از انحراف معیار ۱۲ ماهه برآورد شده از نرخهای بازدهی بازار) محاسبه شده است. اطلاعات فقط برای ۲۰ کشور وجود داشته است.

بررسی بود (یعنی به جای ۰/۰۱ معادل ۰/۰۶ بود)، درآمد متوسط سالانه یک مکزیک ۸ درصد از میزان کنونی بیشتر می شد. البته این شیوه پیشبینی، چگونگی افزایش نقدینگی را توضیح نمی دهد اما نشانگر هزینه های اقتصادی درخور توجه و بالقوه موانع سیاسی، قانونی و نظارتی مربوط به توسعه بازار سهام می باشد.

در اینجا مجدداً به این سوال اساسی باز می گردیم که آیا واقعاً ارتباطی بین میزان و درجه نقدینگی بازار سهام و رشد اقتصادی وجود دارد یا اینکه نقدینگی بازار سهام شدیداً با برخی عوامل غیرمالی دیگری در ارتباط است و این عواملند که علت واقعی رشد اقتصادی هستند؟

به کارگیری رگرسیون چندگانه نشان می دهد که نقدینگی بازار سهام ما را در،

یک شاخص مطمئن برای تبیین رشد بلندمدت آینده است.

ارتباط بین بازارهای سهام و بانکها آیا یک ارتباط مستقل بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی وجود دارد؟ آیا نقدینگی بازار سهام مرتبط با توسعه بانکداری است؟ و آیا این توسعه نظام بانکی است که محرک واقعی رشد است؟

اگر چه کشورهای دارای بانکداری توسعه یافته (که میزان آن با معیار مجموع وامهای بانکی اعطایی به بخش خصوصی تقسیم بر تولید ناخالص داخلی سنجیده می شود) میل به رشد سریعتری نسبت به کشورهای با بانکهای کمتر توسعه یافته نشان می دهند (نمودار شماره ۴)، با وجود این تاثیر بانکها بر رشد اقتصادی را می توان از تاثیر بازارهای سهام تفکیک کرد. به منظور سنجش میزان ارتباط میان بازارهای سهام، بانکها و رشد اقتصادی، نمونه ۳۸ کشور مورد مطالعه به چهار گروه تقسیم شده اند. گروه یک با بازارهای سهام دارای درجه نقدینگی (نسبت ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص داخلی) بزرگتر از متوسط در سال ۱۹۷۶ و توسعه بانکی بزرگتر از میانه؛ گروه دو، در سال ۱۹۷۶ بازارهای سهام سیال داشته اند اما درجه توسعه یافتگی بانکی کمتر از میانه دارند؛ در گروه سه، درجه نقدینگی بازار سهام کمتر از متوسط است ولی بانکها توسعه یافته اند؛ و سرانجام گروه چهار، شامل آن گروه از کشورهایی است که دارای بازارهای سهام غیرنقد (غیرسیال) در سال ۱۹۷۶ بوده و درجه توسعه بانکی آنها کمتر از میانه بوده است.

همان گونه که نمودار شماره ۴ نشان

پیشبینی رشد اقتصادی، حتی پس از در نظر گرفتن عوامل غیرمالی تاثیرگذار بر رشد، یاری می کند. بررسی انجام شده نشان دهنده آن است که حتی پس از در نظر گرفتن تاثیر عواملی چون تورم، سیاست مالی، ثبات سیاسی، سطح سواد، کارایی نظام حقوقی، سیاست نرخ ارز و آزادی تجارت بین الملل در رشد اقتصادی، نقدینگی بازار سهام هنوز

تضادی بین توسعه بازار سهام و توسعه بانکداری وجود نداشته و هر یک به سهم خود، شاخصی مطمئن برای رشد اقتصادی است.

می‌دهد، کشورهایی که هم بازارهای سهام سیال و هم بانکهای توسعه یافته دارند (گروه یک) نسبت به کشورهای دارای بازارهای سهام غیرسیال و بانکهای توسعه نیافته (گروه چهار)، رشد سریعتری داشته‌اند. بعلاوه، نقدینگی بیشتر بازار سهام، بدون توجه به سطح توسعه بانکی، همواره با رشد سریعتر اقتصادی همراه بوده و به همین ترتیب توسعه بیشتر بانکی نیز بدون توجه به درجه نقدینگی بازار سهام، نشانگر رشد سریعتر بوده است.

بنابراین تضاد بین توسعه بازار سهام و توسعه بانکداری وجود نداشته و هر یک به سهم خود، شاخصی مطمئن برای رشد اقتصادی است.

ممکن است این سوال به ذهن برسد که چرا هم بازارهای سهام و هم بانکها، به‌طور مستقل از یکدیگر، موجب تقویت رشد اقتصادی‌اند؟

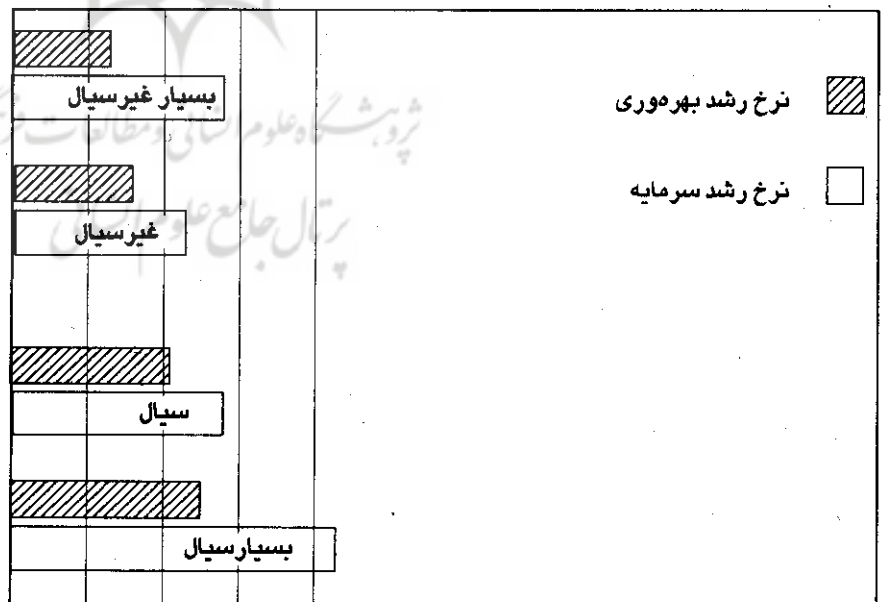
با اینکه شواهد تجربی گویای آن است که بازارهای سهام و بانکها به‌طور مستقل از یکدیگر به رشد اقتصادی کمک می‌نمایند، اما دلیل این موضوع به‌طور کامل مشخص نمی‌باشد. یک نظر این است که بازارهای سهام و بانکها هر دو تامین‌کننده انواع مختلف خدمات مالی هستند. بازارهای سهام اساساً فرصتهایی را برای کاهش ریسک و افزایش نقدینگی ارائه می‌کنند ولی بانکها بر ایجاد روابط بلندمدت با شرکتها تمرکز دارند زیرا در پی دستیابی به اطلاعاتی در مورد پروژه‌ها و مدیريتها و افزایش کنترل خود بر شرکتها هستند، البته شباهتهایی هم وجود دارد. مثلاً بانکها همانند بازارهای سهام، پس‌اندازکنندگان را در کاهش ریسک و دستیابی به منابع مالی

بسیار توسعه یافته	اتریش، فنلاند، آلمان، هنگ‌کنگ، پرتغال، سنگاپور، اسپانیا، تایوان، ژاپن.
توسعه یافته	کانادا، فرانسه، اسرائیل، ایتالیا، اردن، کره، هلند، نروژ، سوئد، آمریکا
کم توسعه یافته	استرالیا، بلژیک، دانمارک، یونان، مالزی، فیلیپین، تایلند، انگلیس، ونزوئلا.
توسعه نیافته	آرژانتین، برزیل، شیلی، کلمبیا، هند، اندونزی، مکزیک، نیجریه، زیمبابوه.

نرخ رشد سالانه تولید ناخالص داخلی سرانه (درصد) ۲/۵ ۲/۰ ۲/۵ ۲/۰ ۱/۵ ۱/۰ ۰/۵

توجه: درجه توسعه بانکداری در سال ۱۹۷۶ و برحسب نسبت حجم وامهای اعطایی بانکها به تولید ناخالص داخلی محاسبه شده است. اطلاعات ۲۷ کشور در دسترس بوده است.

نمودار شماره ۵ - ارتباط درجه نقدینگی بازار سهام (۱۹۷۶) با نرخ تجمع سرمایه و رشد بهره‌وری (۱۹۷۶ - ۱۹۹۰)



نرخ رشد سالانه سرمایه سرانه و بهره‌وری (درصد) ۴ ۳ ۲ ۱

توجه: کشورهای مورد بررسی، در نمودار شماره ۱ آمده است.

یاری می‌کنند. از طرفی بازارهای سهام نیز مانند بانکها ممکن است در پی دستیابی به اطلاعات در مورد شرکتها باشند زیرا سرمایه‌گذاران همواره درصدد شناسایی سهامی هستند که کمتر از واقع ارزشگذاری شده‌اند تا در آنها سرمایه‌گذاری کنند و از این راه منتفع گردند. بازارهای سهام ممکن است به بهبود کنترل و اداره شرکتها نیز از طریق ساده کردن روند قبضه مالکیت کمک نمایند.

آیا نقدینگی بیشتر بازار سهام، با سرمایه‌گذاری بهتر و یا بیشتر همراه است؟
در پاسخ به این سوال باید گفت آری، نقدینگی بیشتر هم باعث سرمایه‌گذاری بهتر می‌شود و هم میزان آن را افزایش می‌دهد. همان‌گونه که نمودار شماره ۵ نشان

تلاش سیاستگذاران باید در جهت کاهش موانع موجود فرا راه توسعه بازار سهام باشد.

می‌دهد، کشورهای با بازارهای سهام نقدتر در سال ۱۹۷۶، در طی ۱۸ سال بعدی (۱۹۷۶ - ۱۹۹۳)، هم از بهره‌وری بیشتر و هم از نرخهای تجمع سرمایه سریعتری بهره‌مند بوده‌اند.

البته باید اشاره شود که اگر چه وجود بازارهای سهام سیال به معنای سرمایه‌گذاری بیشتر است اما فروش سهام جدید، یگانه منبع تامین این سرمایه‌گذارها نبوده و بیشتر سرمایه ایجاد شده شرکتها، از

جدول شماره ۱ - بازارهای سهام پس از آزادی سهام

کشور	سال شروع آزادسازی	اندازه	درجه نقدینگی	نوسانات
آرژانتین	۱۹۸۹	↑	-	↑
برزیل	۱۹۸۳	-	-	↑
شیلی	۱۹۸۸	-	↑	-
کلمبیا	۱۹۸۹-۹۱	-	↑	↑
هند	۱۹۹۰-۹۲	↑	↑	↑
اردن	۱۹۸۷	-	↑	-
کره	۱۹۸۱-۹۲	-	↑	-
مالزی	۱۹۸۶	-	-	ن
پاکستان	۱۹۹۰	↑	↑	↑
فیلیپین	۱۹۸۸	-	↑	-
پرتغال	۱۹۸۸	↑	↑	ن
تایلند	۱۹۸۸	-	↑	↑
ترکیه	۱۹۹۰	↑	↑	ن
ونزوئلا	۱۹۸۸	-	↑	↑

توجه: ↑، -، ن به ترتیب به معنای افزایش، تغییر نامحسوس و دسترس نداشتن به اطلاعات است.

طریق وامهای بانکی و سودهای تقسیم نشده تامین شده‌اند. این پدیده کاملاً روشن نیست ولی در کشورهای درحال توسعه، نقدینگی بیشتر بازار سهام با افزایش میزان سرمایه ایجاد شده از طریق اوراق قرضه و وامهای بانکی در ارتباط است. از همین رو نسبت بدهی به سرمایه شرکتی (در این کشورها) با افزایش درجه نقدینگی بازار سهام افزایش می‌یابد. نتیجه آنکه بازارهای سهام در جهت مکملی، و نه جانشینی، وامهای بانکی و اوراق قرضه حرکت می‌کنند.

نکاتی برای سیاستگذاران

با توجه به نقش مهم بازارهای سهام در رشد اقتصادی، کشورها چه خط مشی‌هایی را باید برای توسعه این بازارها در پیش بگیرند؟

پاسخ دادن کامل به این سوال مقاله مستقل و مفصلی را می‌طلبد چرا که نظامهای مالیاتی، نظارتی، حسابداری و قانونی همگی از جمله عواملی هستند که بر درجه نقدینگی بازار سهام موثرند. کارایی نظامهای معاملاتی، محیط سیاسی و کلان اقتصادی نیز از جمله عواملی هستند که بر بازارهای سهام و شدت نقدینگی آنها موثرند. در اینجا به عنوان نمونه تاثیر یک سیاست خاص یعنی، آزادسازی (حذف کنترل) جریان بین‌المللی سرمایه، را بر بازار سهام بررسی می‌کنیم. آزادسازی می‌تواند کاهش موانع ورود سرمایه و سود را به همراه داشته و بر عملکرد بازارهای نوظهور سهام تاثیرگذار باشد. این امر به دو صورت انجام می‌شود. نخست از طریق ادغام و تجمیع بازارهای سهام در درون بازارهای جهانی سرمایه و در نتیجه مرتبط

ساختن قیمت‌های اوراق بهادار داخلی با سایر بازارها. دوم از طریق اجبار شرکت‌های داخلی برای جستجوی سرمایه‌گذاری خارجی که نتیجه آن ارتقای سیاست‌های افشای اطلاعات و بهبود نظام‌های حسابداری این شرکت‌هاست. علاوه، ورود بیشتر سرمایه‌گذاران خارجی به بازارهای نوظهور ممکن است به ارتقای کیفیت نظام‌های معاملاتی، اصلاح نظام قانونی به منظور حمایت از معاملات بیشتر و متنوع‌سازی ابزارهای مالی منتهی گردد.

حذف موانع فرار راه سرمایه‌گذاری خارجی می‌تواند عملکرد بازارهای داخلی را بهبود بخشد. شواهد موجود نیز این موضوع را تایید می‌کنند. همان گونه که در جدول شماره ۱ آمده است، نقدینگی بازار سهام به‌طور معنیداری در ۱۲ کشور از ۱۴ کشوری که از کنترل‌های بین‌المللی سرمایه‌کاسته‌اند افزایش یافته است. برای مثال شیلی در ژانویه ۱۹۸۸ محدودیت‌های موجود در مورد انتقال سود توسط سرمایه‌گذاران خارجی به کشورشان را حذف کرد. هیچ یک از این چهارده کشور پس از آزادسازی، کاهش معنیداری در درجه نقدینگی نداشته‌اند.

با توجه به آنچه پیش از این در مورد نقش نقدینگی بازار در افزایش رشد اقتصادی گفته شد، می‌توان چنین نتیجه گرفت که کاهش محدودیت‌های فرار راه جریان بین‌المللی سرمایه می‌تواند با افزایش نقدینگی بازار سهام موجب شتاب بخشیدن به رشد اقتصادی گردد.

نکته‌ای که باید در مورد آن توضیح داد مسئله افزایش نوسانات بازار سهام در ۷ کشور از ۱۱ کشور، پس از انجام آزادسازی است که در جدول شماره ۱ درخور ملاحظه است. از این رو با اینکه کاهش محدودیت‌های

تحرك سرمایه ممکن است افزایش درجه نقدینگی را به همراه داشته باشد ولی نوسانات بازار را نیز افزایش می‌دهد. در توضیح این نکته باید گفت این موضوع در بلندمدت چندان مهم نیست و بررسیها بیانگر آن است که نوسانات قیمت‌های سهام تاثیر چشمگیری بر رشد بلندمدت ندارند. بنابراین، اگر سیاستگذاران صبر و تحمل مقداری نوسان کوتاهمدت را داشته باشند، آزادسازی موجد فرصت‌های زیادی برای رشد اقتصادی بلندمدت خواهد بود.

آیا هر کشوری برای خود نیازمند یک بازار سهام فعال است؟

شواهد کافی و در دسترس برای پاسخ به سوال فوق وجود ندارد. اصولاً تمامی کشورها نیازمند بازارهای سهام داخلی نیستند بلکه نیازمند دسترسی آسان به بازارهای سهام سیالند، بازارهایی که شرکت‌های داخلی و مقیم بتوانند به خرید و فروش و انتشار اوراق بهادار بپردازند، زیرا این توانایی معامله و سهولت انتشار اوراق بهادار است که شرایط رشد بلندمدت را فراهم می‌آورد نه موقعیت مکانی و جغرافیایی بازار.

چه زمانی سیاستگذاران باید در صدد توسعه بازار برآیند؟

پاسخ به این سوال نیز نامشخص است. اطلاعات موجود گویای آن است که سیاستگذاران برای توسعه بازار سهام می‌باید موانع (مالیاتی، قانونی و ...) را از میان بردارند. اما در مورد حمایت از سیاست‌های مداخله‌ای دولت (نظیر انگیزه‌های مالیاتی که به‌طور مصنوعی اندازه و فعالیت بازار سهام را افزایش

می‌دهد) دلایل و توجیه‌های محکمی وجود ندارد.

با اینکه هنوز کارهای زیادی باقی مانده است، شواهد زیادی وجود دارد مبنی بر اینکه بازارهای سهام صرفاً به مثابه محل‌های پردوخت که هدف بازیگران در آنها شرط‌بندی است، نمی‌باشند. بازارهای سهام موجب خدماتی برای بخش غیرمالی اقتصاد (که در توسعه اقتصادی بلندمدت نقش حیاتی دارد) است. امکان معامله آسان اوراق بهادار در این بازارها موجب تسهیل روند سرمایه‌گذاری می‌شود، کارایی تخصیص سرمایه را افزایش می‌دهد و به رشد اقتصادی بلندمدت تحرك می‌بخشد. علاوه بر این، شواهد موجود نشانگر آن است که نقدینگی بازار سهام موجب افزایش یا حداقل انتظار افزایش سرمایه‌گذاری شرکتی می‌گردد، حتی اگر بیشتر این سرمایه‌گذاری از طریق سودهای تقسیم نشده، وام‌های بانکی یا اوراق قرضه تامین مالی شده باشد تا از طریق انتشار سهام. سرانجام تلاش سیاستگذاران باید در جهت کاهش موانع موجود فرار راه توسعه بازار سهام باشد. کاهش محدودیت‌های موجود در زمینه تحرك بین‌المللی سرمایه، زمان مناسبی برای شروع خواهد بود.

1- Liquidity

۲- در بازارهای سهام امکان اعمال این کنترل، به دلیل سهولت خرید و فروش داراییهای مالی (یا همان سهام) وجود دارد.

3- منظور تبدیل شدن سریع و روان به پول liquid «نقد» است. (مترجم)

4- Portfolio

5- Illiquid

منظور به دست آوردن بیش از ۵۰ درصد سهام یک شرکت یا موسسه و تسلط بر مالکیت آن از این طریق است. (مترجم)

منبع:

Finance & Development, March 1996.