

# بازار سهام

## (به عنوان یک محرک رشد اقتصادی)

نویسنده: لی واین  
مترجم: وحید تقی نژاد عمران

مقاله حاضر ماخوذ از مجله  
Finance and Development / March  
1996 اخذ شده که بر اساس ۱۲ مقاله  
ارایه شده که بر اساس ۱۲ مقاله ارایه شده  
در کنفرانس جهانی با عنوان "بازار سهام و  
رشد اقتصادی" می‌باشد و توسط Ross  
Levine از اقتصاددانان بانک جهانی  
نوشته شده است.

### بازار سهام:

در ۱۰ سال گذشته کل ارزش سهام ثبت  
شده در بازارهای سهام جهانی از ۴/۷ میلیارد  
دلار به ۱۵/۲ میلیارد دلار افزایش یافته  
است. در حالی که سهم کل تشکیل سرمایه  
از میزان کمتر از ۴ درصد تقریباً به ۱۳ درصد  
رسید. همچنین، در این بازارها مبادله  
افزایش یافته است. ارزش سهام مبادله شده  
از ۴۳ درصد کل مبادله جهان در سال ۱۹۸۵  
به ۱۷ درصد در سال ۱۹۹۵ رسیده است.  
ظهور این بازارها توجه سرمایه‌گذاران  
بین‌المللی را به خود جلب کرده است. این  
در حالی است که پرسشهایی در این رابطه  
برای سیاست‌گذاران کشورهای در حال  
توسعه پدید آمده است. آیا بازار سهام روی  
توسعه اقتصادی اثر دارد؟ چگونه؟ در  
تقویت رشد اقتصادی بین بازار سهام و بانک  
چه رابطه‌ای وجود دارد؟ کشورهای در حال  
توسعه از رشد بازار سهام چگونه سود  
می‌برند؟



## تأثیر بر روی توسعه

آیا بازار سهام روی توسعه اقتصادی تأثیر دارد؟ عینی‌رغم نظر بعضی از تحلیل‌گران که بازار سهام را مکانی برای شرط‌بندی می‌دانند و تأثیر مثبت پایینی روی رشد اقتصادی برای بازار سهام قایل‌اند. اما مشاهدات اخیر حکایت از این دارد که بازار سهام قادر است توسعه اقتصادی را به میزان قابل توجهی بهبود بخشد.

### بازار سهام بر فعالیت اقتصادی از طریق ایجاد نقدینگی اثر می‌گذارد.

بسیاری از سرمایه‌گذاران سودآور نیاز به تعهد بلند مدت سرمایه دارند. اما غالباً سرمایه‌گذاران تمایلی ندارند به اینکه برای مدتی طولانی از کنترل پس‌اندازشان صرف‌نظر کنند. بازار دارایی نقدینگی سرمایه‌گذاری را کمتر و سرمایه‌گذاری را جذاب‌تر می‌کند، زیرا مشکل نقدینگی سرمایه‌گذاری از بین می‌رود و اگر سرمایه‌گذاران به پس‌اندازشان نیاز داشته باشند و یا خواهان تغییر ترکیب سبد داراییشان باشند فروش این نوع دارایی به طور سریع و کم‌هزینه انجام می‌شود. هم‌زمان بنگاههای اقتصادی از دسترسی دایمی به سرمایه از طریق انتشار سهام بهره‌مند می‌شوند. به دلیل تسهیل در سرمایه‌گذاری سودآور در بلندمدت بازار نقدینگی تخصیص سرمایه را بهبود می‌بخشد و انتظار رشد اقتصادی را در بلندمدت بیشتر می‌کند. بازار دارایی نقدینگی از طریق کاهش ریسک و سودآور کردن سرمایه‌گذاری، موجب افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود. به طور خلاصه سرمایه‌گذاران اگر توان داشته باشند وارد بازار می‌شوند.

برخی تحلیلگران استدلال می‌کنند که بازارهای با نقدینگی بالا سرمایه‌گذاران نزدیک بین را تشویق می‌کند، زیرا

سرمایه‌گذارانی را که خواهان فروش سریع داراییشان هستند به هدفشان می‌رساند. بازار نقدینگی می‌تواند تعهد سرمایه‌گذاران را کم و انگیزه‌های سرمایه‌گذاران را برای کنترل شرکت‌های سهامی از طریق نظارت بر عملکرد مدیران و کارفرمایان، کاهش دهد.

منظور این نظریه آن است که بازار سهام واقعاً رشد اقتصادی را بالا می‌برد. مشاهدات تجربی از این عقیده که بازار سهام قوی‌تر رشد اقتصادی را شدت می‌بخشد و با حداقل رشد اقتصادی را بیشتر می‌کند، قویاً حمایت می‌کند. برای مشاهده چگونگی این مسئله معمولاً ۳ معیار نقدینگی بازار را در نظر می‌گیرند، سه شاخصی که نمایانگر سهولت خرید و فروش دارایی است.

به طور معمول، از معیار نسبت ارزش کل سهام مبادله شده در بازار سهام کشور به GDP استفاده می‌شود. این معیار به طول مستقیم هزینه‌های خرید و فروش اوراق بهادار را در قیمت‌های اعلان شده اندازه‌گیری نمی‌کند، بلکه ارزش معاملات دارایی را به صورت نسبی از تولید ملی در دوره زمانی طولانی نشان می‌دهد. که با سهولت در مبادله تغییر می‌کند. به بیان دیگر با افزایش هزینه و ریسک مبادله، مبادله کم می‌شود.

این نسبت برای ۳۸ کشور در ۴ گروه مختلف بر اساس نقدینگی بازار سهامشان استفاده شده است. ۹ کشور با بازار سهام دارای بیشترین دارایی غیر نقدی در اولین گروه قرار دارند و ۹ کشور با بیشترین بازار دارایی نقدی یعنی بیشترین ارزش مبادله شده به GDP در گوه چهارم هستند. گروه‌های دوم و سوم هر کدام با ۱۰ کشور بین این دو حالت حدی نقدینگی قرار دارند. همان‌گونه که جدول ۱ نشان می‌دهد کشورهای ۱۹۷۶ در سال بازار سهام نقدی در اختیار داشته‌اند در طول ۱۸ سال به طول نسبی از رشد سریعتری در مقایسه با کشورهای با بازار غیرنقدی بالا، برخوردار

بوده‌اند.

دومین معیار نقدینگی نسبت ارزش سهام مبادله شده به ارزش کل بازار تشکیل سرمایه (ارزش سهام منظور شده در بازار) است. این معیار گردش (دست به دست شدن) اندازه بازار سهام را می‌سنجد. نمودار ۲ نشان می‌دهد که گردش بیشتر با رشد سریعتر همراه است و در اینجا هم بازارهایی که از نقدینگی بالای در سال ۱۹۷۶ برخوردار بوده‌اند در بین سالهای ۱۹۷۶-۱۹۹۳ رشد سریعتری داشته‌اند.

سومین معیار نسبت ارزش مبادله تقسیم بر اندازه تغییرات قیمت سهام است. بازارهایی که از نقدینگی بالایی برخوردارند بایستی قادر باشند حجم مبادله بالایی را بدون نوسان زیاد در قیمت انجام دهند. نمودار ۳ نشان می‌دهد، کشورهای که بازارهای سهام نقدینگی بالایی برخوردارند نسبت مبادله به تغییرات بالا - در سال ۱۹۷۶ داشته‌اند، بعد از ۱۸ سال در مقایسه با کشورهای با بازار نقدینگی پایین به طور نسبی رشد بالایی را تجربه کردند. در تحقیقات انجام شده، که اساس کار این مقاله است تشریح شد که بین نقدینگی بازار سهام و رشد اقتصادی مداوم رابطه‌ای قوی وجود دارد. هنگامی که دیگر متغیرهای اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و عوامل سیاستی را که می‌توانند روی رشد اثر بگذارند ثابت فرض کنند و از روشهای برآورد متغیرهای ابزاری در دوره‌های زمانی و نمونه‌ها مختلف استفاده شود، نتیجه اساسی که از این بررسی آماری ناشی می‌شود این است که توسعه و گسترش بازار سهام بر رشد اقتصادی آینده موثر است.

جالب اینجاست که سایر معیارهای توسعه بازار سهام به این نتیجه نمی‌رسد. برای مثال اندازه بازار سهام - که به صورت تقسیم تشکیل سرمایه به GDP محاسبه شده است - روی رشد همان‌گونه که نمودار

۴ نشان می‌دهد اثر معنی‌داری ندارد. همچنین نمودار ۵ نشان می‌دهد که تغییرات بالایی قیمت الزاماً به معنی انتظار عملکرد ضعیف اقتصادی نیست. به طور تجربی اندازه و تغییرات قیمت بازار سهامی روی رشد اقتصادی اثر معنی‌داری ندارد. مهم سهولت و آسانی مبادله سهام است. کشورها قادر خواهند بود با افزایش نقدینگی بازارهای سهامشان به رشد اقتصادی بالایی برسند.

برای نمونه تحلیلهای رگرسیونی بیان می‌کنند، اگر در سال ۱۹۷۶ ارزش نسبت مبادله به GDP کشور مکزیک برابر متوسط ۳۸ کشور در نمونه ما می‌بود. (۶٪ به جای مقدار واقعی ۱٪) متوسط در آمد سالانه‌اش درصد بالاتر از میزان امروز آن می‌شد. این گونه پیش‌بینی‌ها به نحوه افزایش نقدینگی توجه ندارد. اما هزینه‌های اقتصادی موانع توسعه بازار سهام را به خوبی نشان می‌دهد. آیا واقعاً رابطه‌ای بین نقدینگی بازار سهام و رشد اقتصادی وجود دارد؟ یا نقدینگی بازار سهام با برخی عوامل غیرمالی وابستگی دارد، زیرا اینها عامل اصلی رشد اقتصادی هستند.

روش رگرسیونهای چند متغیره نشان داده است که نقدینگی بازار سهام حتی بعد از لحاظ کردن عوامل غیر مالی موثر بر رشد اقتصادی اثر معنی‌داری روی رشد اقتصادی انتظاری دارد.

با در نظر گرفتن متغیرهایی همچون تورم، سیاست مالی، ثبات سیاسی، آموزش، کارایی، سیستم قانونی، سیاست نرخ‌ارز و درجه باز بودن اقتصاد متغیر نقدینگی بازار سهام هنوز به عنوان متغیری تعیین کننده در رشد بلندمدت آینده مطرح است.

## بازارهای سهام در مقابل بانکها

آیا بین گسترش بازار سهام و رشد

اقتصادی رابطه‌ای مستقل وجود دارد یا نقدینگی بازار سهام به توسعه و بسط عملیات بانکی وابسته است و به خاطر عامل مالی ذکر شده (عملیات بانکها) رشد اقتصادی را تحریک می‌کند. هر چند در کشورهایی که بانکها به طور مناسبی توسعه یافته‌اند (به صورت نسبت کل استقراض بانکها به مؤسسه‌های خصوصی. به GDP محاسبه می‌شود).

رشد سریعتری نسبت به کشورهای که عملیات بانکها در آن کمتر گسترش یافته است دیده شده (نمودار ۶)، اما اثر بانکها روی رشد می‌تواند از بازار سهام جدا شود. برای ارزیابی ارتباط بین بازارهای سهام، بانکها و رشد؛ ۳۸ کشور نمونه را به چهار گروه تقسیم می‌کنیم. در گروه اول، در سال ۱۹۷۶ نقدینگی بازار سهام (به صورت ارزش مبادله به GDP محاسبه می‌شود) و گسترش بانکها هر دو بیشتر از سطح متوسط بوده است. گروه ۲ دارای نقدینگی بازار سهام متوسط و گسترش عملیات بانکها در سطح کمتر از متوسط بوده است. در گروه ۳، در سال ۱۹۷۶ نقدینگی بازار سهام پایین‌تر از میزان متوسط، ولی بانکها از گسترش خوبی برخوردار بوده‌اند. گروه ۴ در سال ۱۹۷۶ دارای بازار سهام غیرنقدی و بانکهای گسترش نیافته بوده است. کشورهایی که دارای بازارهای سهام نقد و بانکهای گسترش یافته بودند، در مقایسه با کشورهای با بازارهای غیر نقد و بانکهای گسترش نیافته رشد سریعتری داشته‌اند. علاوه بر این بازار سهام با نقدینگی بیشتر - بدون توجه به سطح گسترش بانکها - بر رشد اقتصادی سریعتر در آینده اثر می‌گذارد. همچنین گسترش بیشتر فعالیت‌های بانکها، بدون در نظر گرفتن سطح نقدینگی بازار سهام بر رشد اقتصادی دلالت دارد. در نتیجه، گسترش و توسعه بازار سهام در مقابل گسترش و توسعه بانک عبارت صحیحی نیست. هر

یک از آنها اثر قابل پیش‌بینی روی رشد اقتصادی دارند.

چرا بازار سهام و بانکها بایستی هر دو به طور مستقل از یکدیگر رشد اقتصادی تحت تأثیر قرار دهند؟

هرچند مشاهدات تجربی سازگار با این نظر است که بازار سهام و بانکها به طور مستقل رشد اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهند. اما دلایل برای فهم این مطلب کافی نیست.

یک استدلال این است که بازارهای سهام و بانکها نمونه‌های متفاوتی از خدمات مالی را ارائه می‌کنند. بازار سهام فرصتهای را برای کاهش ریسک و افزایش نقدینگی ایجاد می‌کند. در مقابل بانکها روی ارتباط بلندمدت با بنگاهها تمرکز دارند، زیرا آنها در جستجوی به دست آوردن اطلاعاتی در باره پروژه‌ها و مدیریتها و افزایش کنترل بر مؤسسه‌های اقتصادی هستند. توضیحاً اینکه در مواردی ممکن است بانکی مشابه بازارهای سهام باعث کاهش ریسک و تهیه نقدینگی شود و بازارهای سهام همانند بانکها اطلاعاتی در باره بنگاهها تهیه کنند، زیرا سرمایه‌گذاران از طریق تشخیص ارزش‌گذاری پایین ورقه سهام برای سرمایه‌گذاری نفع می‌برند. بازار سهام همچنین قادر است عملکرد شرکت‌های دولتی و کارایی نهایی را بهبود بخشد.

آیا نقدینگی بالای بازار سهام با سرمایه‌گذاری بهتر و یا بیشتر ارتباط دارد؟ نمودار ۷ گویای این مطلب است که در سال ۱۹۷۶ کشورهای دارای بازار سهام با نقدینگی بالا، نرخ رشد سریعتر و بهره‌وری بهتری را در ۱۸ سال بعد تجربه کرده‌اند.

هر چند بازارهای دارای نقدینگی به سرمایه‌گذاری بیشتر دلالت دارد. اما سهام تنها منبع تأمین مالی سرمایه‌گذاری نیست. بیشتر سرمایه ایجاد شده شرکتها به وسیله سود تقسیم نشده و استقراض از بانکها تأمین

مالی شده است. البته به این معنی نیست که در کشورهای در حال توسعه نقدینگی بازار سهام به واسطه اوراق قرضه و استقراض بانکی با افزایش در سرمایه ارتباط می‌یابد برای اینکه نسبت بدهی به دارایی خالص شرکتها با نقدینگی بازار افزایش می‌یابد. بازار سهام در واقع مکمل (نه جانشین) عملیات اعتباری بانکها و انتشار قرضه است.

## چند راهبرد برای سیاستگذاران

با توجه به نقش مهمی که بازار سهام در رشد اقتصادی دارد. به منظور رونق بخشیدن آن، کشورها چه اقداماتی می‌توانند انجام دهند؟ پاسخ‌گوی به این سؤال فراتر از توان مقاله حاضر است.

تنظیم قانون، سیستم حسابداری مطلوب، مالیات و نحوه مدیریت بر نقدینگی بازار سهام موثر هستند. کارایی سیستمهای مبادله‌ای با آسانی و اطمینانی که سرمایه‌گذاران می‌توانند سهامشان را خرید و فروش کنند تعیین می‌گردد. البته ابزارهای اقتصاد کلان و سیاسی هم بر نقدینگی بازار اثر می‌گذارد.

حال اثر سیاست آزاد سازی کنترل را بر جریانات سرمایه‌های بین‌المللی در نظر می‌گیریم. آزادسازی می‌تواند شامل تسهیل در محدودیتهای بر خروج سرمایه یا کاهش موانع در برگرداندن سود و اصل سرمایه به کشور صاحب سرمایه باشد. در هر دو حالت کاهش محدودیت روی جریانات سرمایه می‌تواند بر عملکرد بهتر بازار سهام به دو طریق اثر بگذارد.

**اول**، به وسیله ایجاد وحدت در بازارهای سرمایه جهانی. **دوم** به وسیله تقویت بنگاههای داخلی که پذیرای سرمایه‌های خارجی و همچنین افزایش کیفیت مدیریت و اطلاعات آنها هستند. علاوه بر این ورود سرمایه‌گذاران

خارجی به بازار باعث افزایش کیفیت سیستمهای مبادله و اصلاح سیستمهای قانونی برای حمایت بیشتر از مبادله می‌شوند. در واقع تنوعی در ابزارهای تامین مالی ایجاد می‌گردد. رفع موانع روی سرمایه‌گذاری خارجی از طریق راههای گفته شده می‌تواند عملکرد بازارهای سرمایه داخلی را بهبود بخشد. که این مطلب سازگار با مشاهدات تجربی اخیر است. همان طوری که در جدول ۴ نشان داده شد، نقدینگی بازار سهام در ۱۲ کشور از ۱۴ کشور که آزادسازی کنترل بر جریانات بین‌المللی سرمایه را اجرا کردند، افزایش یافته است.

به عنوان نمونه در سال ۱۹۸۸ شیلی موانع بر روی بازگرداندن سود سهام متعلق به سرمایه‌گذاران خارجی به کشورشان را آزاد کرد. در هیچ یک از ۱۴ کشور مورد نظر بعد از آزاد سازی موانع از نظر آماری کاهش معنی‌داری در نقدینگی پدید نیامد. با توجه به مطالب گفته شده اولیه که بازار نقدینه رشد اقتصادی را بالا می‌برد این نتایج بیان می‌کند که آزادسازی موانع بر روی جریان سرمایه ملی قادر است رشد اقتصادی را از طریق افزایش نقدینگی بازار سهام سرعت بخشد.

همچنین جدول نشان می‌دهد که نوسان قیمت بازار سهام در ۷ مورد از ۱۱ کشور بعد از آزادسازی افزایش یافته است. در حالی که در هر ۱۱ کشور نوسان قیمت سهام بعد از آزادسازی کاسته نشده است. پس با وجود اینکه برداشتن موانع بر روی جریان سرمایه بین‌المللی قادر است نقدینگی بازار سهام را افزایش دهد. ممکن است میزان نوسان قیمت سهام هم بالا بیورد. به هر حال این امری نیست که به بلندمدت مربوط شود. همان طوری که در نمودار ۵ نشان داده شد نوسان قیمت سهام اثر معنی‌داری روی رشد بلند مدت ندارد. در نتیجه اگر سیاستگذاران

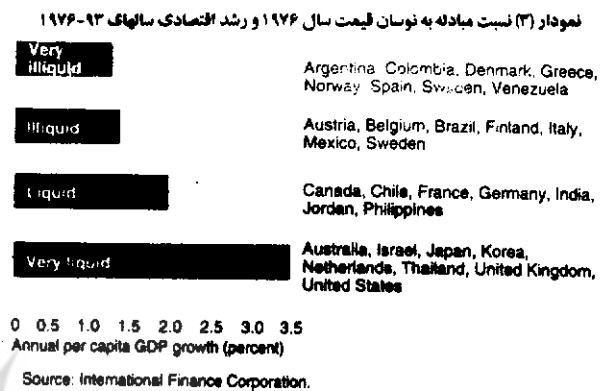
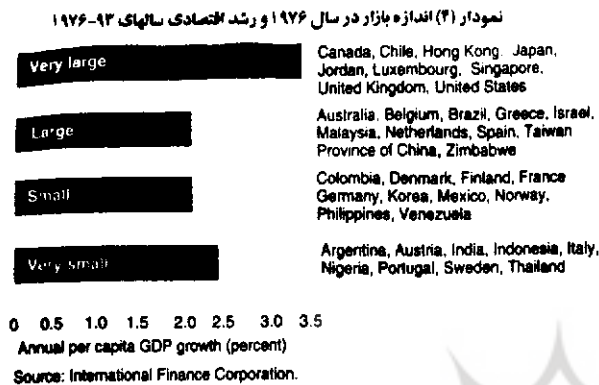
نسبت به نوسان قیمت در کوتاه مدت شکیبایی داشته باشند آزادسازی فرصتهایی را برای رشد اقتصادی بلندمدت به دست می‌دهد.

آیا هر کشوری به بازار سهامی فعال نیاز دارد؟ متأسفانه مشاهداتی برای پاسخ‌گویی به این سوال وجود ندارد. در اصل همه کشورها به بازار سهام داخلی نیاز ندارند اما به هر حال دسترسی به بازارهای سهام نقدی که در آن افراد و بنگاهها قادر به انتشار اوراق قرضه و مبادله هستند الزامی است. این قضیه به توانایی مبادله و انتشار اوراق قرضه برمی‌گردد، نه به مکان بازار، به بیان دیگر دلایل کمی بر این اعتقادند که اگر سهام نیویورک به لوس‌آنجلس حرکت کند رشد کالیفرنیا بالا می‌رود.

چه موقع باید سیاستگذاران به طور جدی روی گسترش بازار سهام تأکید کنند؟ پاسخ به این سوال حتی نامشخص تر از سوال قبل است. اطلاعات موجود بیان می‌کند که سیاستگذاران بایستی موانع (موانع قانونی، مالیاتی و تنظیمی) موثر بر گسترش و توسعه بازار سهام را حذف کنند. اما مشاهده قوی‌ای که از سیاستهای دخالت‌گرانه (مانند انگیزه‌های مالیاتی) حمایت کند که به طور مصنوعی اندازه و فعالیت بازار سهام را افزایش می‌دهد، وجود ندارد.

در حالی که مطالعات زیادی باید انجام شود اما مشاهدات بیان می‌کند که بازار سهام صرفاً تقریحگاهی برای ورود بازیگران به صحنه شرط‌بندی نیست. بازار سهام خدماتی را برای بخش غیر مالی اقتصاد که نقش اساسی در توسعه اقتصادی دارد، فراهم می‌کند. توانایی مبادله راحت اوراق قرضه قادر است سرمایه‌گذاری را تسهیل بخشد و تخصیص کارایی سرمایه را تقویت کند و نهایتاً رشد اقتصادی بلند مدت را تحریک کند. علاوه بر این مشاهدات گویای این

مطلب است که نقدینگی بازار سهام سرمایه‌گذاری موسسه‌های تولیدی را بالا می‌برد حتی اگر نسبت زیادی از این سرمایه‌گذاری به جای دارای نقدی از طریق سود تقسیم نشده، استقراض از بانک و اوراق قرضه تامین شود سیاستگذاران می‌بایست کاهش موانع را در گسترش و توسعه بازار سهام مدنظر داشته باشند و حذف موانع روی جریان سرمایه بین‌المللی شروع خوبی خواهد بود.



نمودار (۵) نوسان قیمت دو سال ۱۹۷۶ و رشد اقتصادی سالهای ۱۹۷۶-۹۳



Country	Year	اندازه	نقدینگی	نوسان
Argentina	1989	↑	↑	↑
Brazil	1983	—	—	↑
Chile	1988	—	↑	—
Colombia	1989-91	—	↑	↑
India	1990-92	↑	↑	↑
Jordan	1987	—	↑	—
Korea	1981-92	—	↑	—
Malaysia	1986	—	—	n.a.
Pakistan	1990	↑	↑	↑
Philippines	1988	—	↑	—
Portugal	1988	↑	↑	n.a.
Thailand	1988	—	↑	↑
Turkey	1990	↑	↑	n.a.
Venezuela	1988	—	↑	↑

Source: Ross Levine and Sara Zervos, 1995, "Capital Control Liberalization and Stock Market Development," unpublished (World Bank).