

# بازارهای سهام: حرکی برای رشد اقتصادی

Ross Levine

ترجمه احمد عالی‌نژاد

کارشناس ارشد اقتصاد از دانشگاه علم‌آموزی طباطبائی



## مقدمه

بازارهای سهام جهان در حال رونق بوده و سهم در خور 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  $\frac{4}{7}$  به  $\frac{15}{2}$  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 عده فعالیتها باید توسط این بخش صورت گیرد. طبعاً بخش خصوصی به تنها قابل تأمین منابع مالی مورد نیاز برای گسترش فعالیتهای خود نیست و درست در همین جاست که بازارهای مالی به عنوان مکمل برنامه‌های خصوصی‌سازی به باری این بخش شتابه و کاستیهای ناشی از کمبود منابع مالی را جبران می‌کنند. در این میان بازارهای سهام نقشی بسیار اساسی داشته و هر چه از بهرمهوری و کارایی بالاتری برخوردار باشند تأمین 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 ۲۸ 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 ۱ - نسبت سهام مبادله شده (۱۹۷۶) و رشد آنی (۱۹۷۶ - ۱۹۹۳)

بسیار غیر سیال				اتریش، کلمبیا، دانمارک، فنلاند، اندونزی نیجریه، نروژ، پرتغال، ونزوئلا
غیر سیال				آرژانتین، بلژیک، بولناد، اردن، لوکزامبورگ، مکزیک، اسپانیا، سوئیس، تایلند، زیمبابوه
سیال				برزیل، شیلی، فرانسه، آلمان، هند، ایتالیا، کره، مالزی، هند، فیلیپین
بسیار سیال				استرالیا، کانادا، هنگ کنگ، اسرائیل، ژاپن، سنگاپور، تایوان، انگلیس، آمریکا، چین

نرخ رشد سالانه تولید ناخالص داخلی سران (درصد) در سال ۱۹۷۶ و بر حسب ارزش سهام معامله شده به GDP محاسبه شده است.

دارد. برخی از تحلیلگران معتقدند که بازارهای بسیار سیال (نقد)، موجب بنابراین جذبیت بیشتر سرمایه‌گذاری روزمرگی و عدم دوراندیشی سرمایه‌گذار می‌شود. چراکه در آنها امکان فروش سریع سهام برای سرمایه‌گذاران مهیا است و این امر موجب کاهش تعهد و انگیزه سرمایه‌گذاران برای اعمال کنترل بر شرکتها (از طریق اعمال نظارت بر مدیر و عملکرد شرکت) خواهد شد. بنابراین گروه فوق نتیجه می‌گیرند که افزایش نقدینگی بازار سهام ممکن است به زیان رشد اقتصادی تمام شود.

به رغم نظر این گروه از تحلیلگران، شواهد تجربی بشدت مخالف نظر پیشین بوده و شواهد موجود موید آن است که نقدینگی بازار سهام، با کاهش مخاطره سرمایه‌گذاری و افزایش سوددهی آن، اقتصادی را بهبود می‌بخشد. بعلاوه، نقدینگی بازار سهام، سرمایه‌گذاری و افزایش سوددهی آن، می‌تواند افزایش سرمایه‌گذاری را نیز همراه داشته باشد.

البته نظرات متفاوتی در مورد تاثیر نقدینگی بر رشد بلندمدت اقتصادی وجود نشانگر میزان سهولت خرید و فروش سهام

در حدود ۱۳ درصد افزایش یافته است. بازارهای نوظهور، در عین حال که توجه سرمایه‌گذاران بین‌المللی را به خود جلب نموده است، سوالهای اساسی و متعددی را برای سیاستگذاران کشورهای در حال توسعه به وجود آورده است. سوالهایی چون:

- آیا بازارهای سهام تاثیری بر توسعه اقتصادی دارند؟ اگر دارند چگونه است؟

- چه ارتباطی بین بازارهای سهام و بانکها در جهت تقویت رشد اقتصادی وجود دارد؟

- چگونه کشورهای در حال توسعه می‌توانند از رشد بازارهای سهام بهره‌مند گردند؟

این مقاله در صدد پاسخگویی به سوالهای فوق است و به توضیحاتی در این موارد می‌پردازد.

تاثیر بازارهای سهام بر توسعه آیا بازارهای سهام تاثیری بر توسعه اقتصادی دارند؟

با اینکه برخی از تحلیلگران، بازارهای سهام کشورهای در حال توسعه را به عنوان « محل بردویاخت » می‌دانند که تاثیر بسیار کمی بر رشد اقتصادی دارند، اما شواهد موجود نشان از آن دارد که این بازارها می‌توانند موجب افزایش توسعه اقتصادی شوند. بازارهای سهام می‌توانند از طریق خلق نقدینگی<sup>۱</sup> بر فعالیتهای اقتصادی تاثیرگذار باشند. بسیاری از سرمایه‌گذاریهای سود ده نیازمند یک سرمایه‌گذاری بلندمدت است اما سرمایه‌گذاران اغلب تعامل چندانی نسبت به عدم کنترل<sup>۲</sup> پس انداز (سرمایه) خود برای مدتی طولانی ندارند. بازارهای سیال<sup>۳</sup>

نمودار شماره ۲ - نسبت میادله سهام به کل ارزش بازار (۱۹۷۶) و رشد اقتصادی آنی (۱۹۷۶-۱۹۹۳) —

می باشد مورد بررسی قرار گرفته است.

نخست رشید سالانه تولید ناخالص داخلی سرانه (برصد) ۰/۵ ۲/۰ ۲/۵ ۲/۰ ۱/۵ ۱/۰ ۰/۵  
توجه: نسبت محاسبه شده در سال ۱۹۷۶ و برحسب ارزش سهام مبادله شده به کل سرمایه بازار محاسبه شده است.

دیگر کشورهایی که نسبت ارزش معاملات آنها به نوسانات قیمت بالاتر بوده، در طول ۱۸ سال بعدی نسبت به کشورهایی با بازار نقدینگ، کمتر رشد سرعتی داشته‌اند.

گفتنی است حتی زمانی که تاثیر عوامل سیاسی، اجتماعی و سایر عوامل اقتصادی که احتمالاً تاثیرگذار بر رشد اقتصادی هستند نیز لحاظ می‌شود، رابطه قوی بین نقدینگی (میزان) بازار سهام و رشد

اقتصادی کماکان پابرجاست. نتیجه اساسی اینکه قدرت اداره اقتصادی

اینچه توسعه بزرگ سهام، رسیده متصارع آینده را تبیین و تشريع نموده و یک ارتباط

علت و معلولی محکم بین این دو وجود

افزایش درجه نقدینگی بازارهای سهام خود را دارد. به عبارتی، کشورها می‌توانند از طریق

به رشد اقتصادی بیشتری دست یابند. برای

مثال یک تحلیل رگرسیونی نشان می دهد که

اگر رتبت سهام معامله شده به تولید  
ناخالص ملی مکنیک در سال ۱۹۷۶ معادل

متوسط این نسبت برای ۳۸ کشور مورد

شیلی، دانمارک، یونان، اردن، لوکزامبورگ،  
نیجریه، نروژ، پرتغال، ونزوئلا

اتریش، بلژیک، کلمبیا، فنلاند، اندونزی،  
مالزی، مکزیک، اسپانیا، سوئیس، یونان و

استراليا، بروزيل، كاتانا، فرنسا، ألمانيا، هولندا، سنتاكابور، تايلاند، انكلترا، أمريكا.

آرژانتین، هند، اسرائیل، ایتالیا،  
ژاپن، کره، فلسطین، تایوان.

۱- نسبت ارزش کل سهام مبادله شده (در بازار سهام یک کشور) به تولید ناخالص داخلی - با اینکه این نسبت به شکل مستقیم هزینه‌های خرید و فروش اوراق بهادار را بیان نمی‌دارد ولی به طور متوسط در بلندمدت انتظار می‌رود که ارزش سهام مبادله شده به عنوان درصدی از تولید ناخالص داخلی، با ساده‌تر شدن روند معاملات تغییر یابد. به بیان دیگر اگر معاملات توأم با مخاطره و هزینه زیاد باشند، حجم چندان بالایی نخواهند داشت. نسبت مذکور برای رتبه‌بندی ۳۸ کشور بر حسب نقدینگی بازارهای سهام آنها به کار رفته است. این رتبه‌بندی شامل چهار گروه

رفته است. این رتبه‌بندی شامل چهار گروه می‌باشد. ۹ کشور دارای بازارهای بسیار غیرسیال<sup>۵</sup> در گروه اول و ۹ کشور با بازارهای بسیار سیال (نقد)، یعنی با بیشترین نسبت ارزش سهام مبادله شده به تولید ناخالص داخلی، در گروه چهارم قرار دارند. گروه دوم و سوم که هر یک شامل ۱۰ کشور است، گروه‌های میانی این رتبه‌بندی را تشکیل می‌دهند. همانگونه که نمودار شماره ۱ نشان می‌دهد کشورهایی که به طور نسبی در سال ۱۹۷۶ میلادی دارای بازارهای سهام نقد و سیالی بوده‌اند، طی ۱۸ سال بعدی نسبت به کشورهایی با بازارهای غیرسیال رشد سریعتری داشته‌اند.

بازارهای سهام می توانند از طریق خلق نقدینگی بر فعالیتهای اقتصادی تاثیرگذار باشند.

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 محرك 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 می‌شود) میل به رشد سریعتری نسبت به کشورهای با بانکهای کمتر توسعه یافته نشان می‌دهند (نمودار شماره ۴)، با وجود این تاثیر بانکها بر رشد اقتصادی را می‌توان 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 شده‌اند. 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 داشته‌اند اما درجه توسعه یافته‌گی بانکی کمتر از میانه دارند؛ در گروه سه، درجه نقدینگی بازار سهام کمتر از متوسط است ولی بانکها توسعه یافته‌اند؛ و سرانجام گروه چهار، شامل آن گروه از کشورهایی است که دارای بازارهای سهام غیرنقد (غیرسیال) هستند در سال ۱۹۷۶ بوده و درجه توسعه بانکی آنها کمتر از میانه بوده است.

همان‌گونه که نمودار شماره ۴ نشان

نمودار شماره ۳ - نسبت سهام مبادله شده به نوسان بازار (۱۹۷۶) و رشد اقتصادی آتش (۱۹۷۶-۱۹۹۲)

آرژانتین، کلمبیا، دانمارک، یونان، نروژ اسپانیا، سوئد، ونزوئلا	غیرسیال	بسیار غیرسیال
اتریش، بلژیک، برباد، فنلاند، ایتالیا، مکزیک، سوئد	سیال	غیرسیال
کانادا، شیلی، فرانسه، آلمان هنگار، اردن، فیلیپین	بسیار سیال	سیال
استرالیا، اسرائیل، زاین، کره، هلند تاپلند، انگلیس، آمریکا	بسیار سیال	

نمودار شناسنامه تولید ناخالص داخلی سرانه (درصد) نوجوانی نسبت محاسبه شده در سال ۱۹۷۶ و بر حسب ارزش سهام مبادله شده به نوسانات بازار (که عبارت است از انحراف معیار ۱۲ ماهه براورد 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)، درامد متوسط سالانه یک مکزیکی ۸ درصد از میزان کنونی بیشتر می‌شود. البته این شیوه پیشینی، چگونگی افزایش نقدینگی را توضیح نمی‌دهد اما نشانگر هزینه‌های اقتصادی در خور توجه و بالقوه موانع سیاسی، قانونی و نظارتی مریبوط به توسعه بازار سهام می‌باشد.

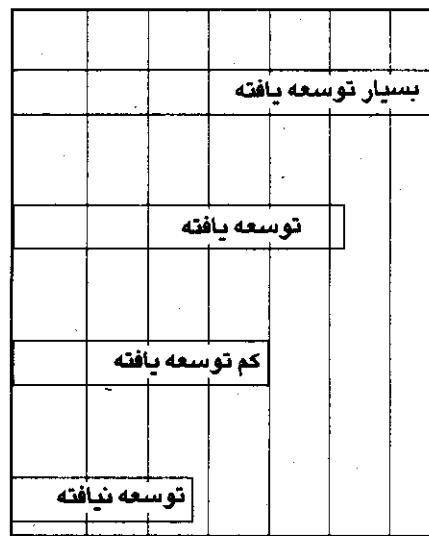
**تضادی بین توسعه بازار سهام و توسعه بانکداری وجود نداشته و هر یک به سهم خود، شاخصی مطمئن برای رشد اقتصادی است.**

در اینجا مجدداً به این سوال اساسی باز می‌گردیم 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 می‌دهد که نقدینگی بازار سهام ما را در،

#### نمودار شماره ۴ - توسعه بانکداری (۱۹۷۶) و رشد اقتصادی آتش (۱۹۷۶ - ۱۹۹۳)

می‌دهد، کشورهایی که هم بازارهای سهام سیال و هم بانکهای توسعه یافته دارند (گروه یک) تسبت به کشورهای دارای بازارهای سهام غیرسیال و بانکهای توسعه یافته (گروه چهار)، رشد سریعتر 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 تضادی بین توسعه بازار سهام و توسعه بانکداری وجود نداشته و هر یک به سهم خود، شاخصی مطمئن برای رشد اقتصادی است.



اتریش، فنلاند، آلمان، هنگکنگ، پرتغال، سنگاپور، اسپانیا، تایوان، ژاپن.

کانادا، فرانسه، اسرائیل، ایتالیا، اردن، کره، هلند، نروژ، سوئیس، آمریکا

استرالیا، بلژیک، دانمارک، یوتان، مالزی، فیلیپین، تایلند، انگلیس، ونزوئلا.

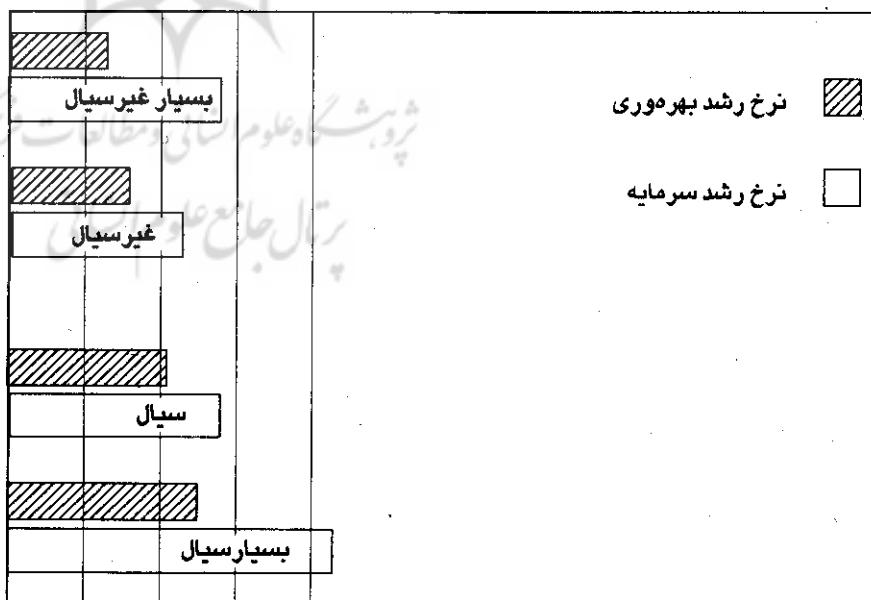
آرژانتین، برباد، شیلی، کلمبیا، هند، اندونزی، مکزیک، نیجریه، زیمبابوه.

نمودار شناسانه تولیدناخالص داخلی سرانه (درصد) در سال ۱۹۷۶ و بر حسب نسبت حجم وامهای اعطایی بانکها به تولید تووجه: درجه توسعه بانکداری در سال ۱۹۷۶ و بر حسب نسبت حجم وامهای اعطایی بانکها به تولید ناخالص داخلی محاسبه شده است. اطلاعات ۲۷ کشور در دسترس بوده است.

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

با اینکه شواهد تجربی گویای آن است که بازارهای سهام و بانکها به طور مستقل از یکدیگر به رشد اقتصادی کمک می‌نمایند، اما دلیل این موضوع به طور کامل مشخص نمی‌باشد. یک نظر این است که بازارهای سهام و بانکها هر دو تأمین‌کننده انواع مختلف خدمات مالی هستند. بازارهای سهام اساساً فرصت‌هایی را برای کاهش ریسک و افزایش نقدینگی ارایه می‌کنند و لی بانکها برایجاد روابط بلندمدت با شرکتها تمرکز دارند زیرا در بی دستیابی به اطلاعاتی در مورد پژوهه‌ها و مدیریتها و افزایش کنترل خود بر شرکتها هستند، البته شباهت‌هایی هم وجود دارد. مثلاً بانکها همانند بازارهای سهام، پس اندازکنندگان را در کاهش ریسک و دستیابی به منابع مالی

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



نمودار شناسانه بهره‌وری

نمودار شناسانه سرمایه

نمودار شناسانه سرمایه سرانه و بهره‌وری (درصد)

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

باری می‌کنند. از طرفی بازارهای سهام نیز مانند بانکها ممکن است در پی دستیابی به اطلاعات در مورد شرکتها باشند زیرا سرمایه‌گذاران همواره در صدد 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 نیاز از طریق ساده کردن روند قبضه مالکیت<sup>۶</sup> کمک نمایند.

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

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

آیا نقدینگی بیشتر بازار سهام، با سرمایه‌گذاری بهتر و یا بیشتر همراه است؟ در پاسخ به این سوال باید گفت آری، سرمایه‌گذاری بیشتر است اما فروش سهام جدید، یگانه منبع تامین این سرمایه‌گذاریها نبوده و هم میزان آن را افزایش می‌دهد. همان‌گونه که نمودار شماره ۵ نشان

جدول شماره ۱ - بازارهای سهام پس از آزادی سهام

کشور	سال شروع آزادسازی	اندازه	درجه نقدینگی	نویسات
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	↑↑	-	↑↑
تایلند	۱۹۸۸	-	↑↑	↑↑
ترکیه	۱۹۹۰	↑↑	-	↑↑
ونزوئلا	۱۹۸۸	-	↑↑	↑↑

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

طریق وامهای بانکی و سودهای تقسیم نشده تامین شده‌اند. این پدیده کاملاً روش نیست ولی در کشورهای در حال 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 بدھی 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 می‌طلب چراکه 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 تأثیر 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 تأثیرگذار باشد. این امر به دو صورت انجام می‌شود. نخست از طریق ادغام و تجمعیت بازارهای سهام در درون بازارهای جهانی سرمایه و در نتیجه مرتبط

ساختن قیمتهای اوراق بهادر داخلی با سایر بازارها. دوم از طریق اجبار شرکتهای داخلی برای جستجوی سرمایه‌گذاری خارجی که نتیجه آن ارتقای سیاستهای انشای اطلاعات و بهبود نظم‌آمیزی حسابداری این شرکتهاست. سه‌موده، 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 فرا راه سرمایه‌گذاری خارجی** می‌تواند عملکرد بازارهای داخلی را بهبود بخشد. شواهد موجود نیز این موضوع را تایید می‌کنند. همان‌گونه که در جدول شماره ۱ آمده است، نقدینگی بازار سهام به طور معنیداری در ۱۲ کشور از ۱۴ کشوری که از کنترلهای بین‌المللی سرمایه کاسته‌اند 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 فرا 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 این‌رو با اینکه کاهش محدودیتهای

می‌دهد) دلایل و توجیه‌های محکمی وجود ندارد.

با اینکه هنوز کارهای زیادی باقی مانده است، شواهد زیادی وجود دارد مبنی براینکه بازارهای سهام صرفاً به مشابه محلهای بردو باخت 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 بهادر در این بازارها موجب تسهیل روند سرمایه‌گذاری می‌شود، کارایی تخصیص سرمایه را افزایش می‌دهد و به رشد اقتصادی بلندمدت تحرك می‌بخشد. علاوه براین، 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 تأمین مالی شده باشد تا از طریق انتشار سهام. سرانجام تلاش سیاستگذاران باید در جهت کاهش موانع موجود فرا 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. (متترجم)

#### 4- Portfolio

#### 5- Illiquid

منظور بدست آوردن بیش از ۵۰٪ درصد سهام یک شرکت یا موسسه و تسلط بر مالکیت آن از این طریق است. (متترجم)

منبع:

Finance & Development, March 1996.

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 موحد فرصت‌های زیادی برای رشد اقتصادی بلندمدت خواهد بود.

**آیا هرکشوری برای خود نیازمند یک بازار سهام فعلی است؟**

شواهد کافی و در دسترس برای پاسخ به سوال فوق وجود ندارد. اصولاً تعامل 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 بهادر پردازنند، زیرا این توانایی معامله و سهولت انتشار اوراق بهادر است که شرایط رشد بلندمدت را فراهم می‌آورد نه موقعیت مکانی و جغرافیایی بازار.

**چه زمانی سیاستگذاران باید در صدد توسعه بازار بپردازند؟**

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 بردازند. اما در مورد حمایت از سیاستهای مداخله‌ای دولت (نظیر انگیزه‌های مالیاتی که به طور مصنوعی اندازه و فعالیت بازار سهام را افزایش