

بازار سرمایه: نیروی محرکه توسعه اقتصادی*

حسین عبده تبریزی

۱. مقدمه

بازارهای سهام در حال رشداند. بازار سهام کشورهای درحال توسعه بخش عمده‌ای از این رشد است. طی ۱۰ سال گذشته، ارزش بازار سهام از ۸۰۰۰ میلیارد دلار به بیش از ۲۵۰۰۰ میلیارد دلار رسیده است، و ارزش بازارهای جدید در حال رشد (اصطلاحاً emerging market) به ۲۰ درصد ارزش روز بازارها رسیده است. ارزش معاملات بازارهای درحال رشد نیز به ۲۰ درصد ارزش کل معاملات رسیده است. به‌علاوه، مطالعات نشان می‌دهد که بازارهای سهام درحال رشد تلفیق بیشتری با بازارهای سرمایه جهانی پیدا کرده‌اند. چنین رشدی توجه سرمایه‌گذاران جهانی را به بازارهای درحال رشد جلب کرده است. همه بازارهای جدید فرا گرفته‌اند که سرمایه‌گذارانی را در سطح بین‌المللی مخاطب قرار دهند. ایران نیز از این قاعده مستثنی نیست.

در چنین شرایطی است که بسیاری از قانون‌گذاران و سیاست‌گذاران و حتی بعضاً اقتصاددان می‌پرسند که آیا رشد بازارهای سرمایه کمی جدی به بخش واقعی اقتصاد می‌کند. این همایش با مضمون اصلی "بازار سرمایه، موتور رشد اقتصادی" در پی آن است

* مقاله‌ای که برای "کنفرانس بازار سرمایه، موتور محرک توسعه اقتصادی ایران"، ۷ و ۸ آذرماه ۱۳۸۳، تهران تهیه شد، و در حاشیه کنفرانس از طریق مطبوعات منتشر شد.

که به همین سؤال پاسخ دهد. به بیان دیگر، کسانی که نگرانند مبدا بازار سرمایه به محل پرریسکی جهت پاسخ‌گویی به حس کنجکاوی و تمایلات سفته‌بازانه مردم و به‌ویژه جوانان بدل شود، سخت به‌دنبال آن‌اند که پاسخ روشنی به این سؤال بیابند که آیا بازارهای سرمایه به‌راستی با مسئله توسعه اقتصادی پیوند دارند. مقاله‌ای که این‌جانب در این‌جا عرضه می‌کنم نیز بحثی مقدماتی در همین راستاست.

۲. رابطه بین توسعه بازار مالی و رشد اقتصادی

در سال‌های اخیر، مطالعه مجددی در مورد رابطه بین توسعه بازار مالی و رشد اقتصادی انجام شده است که این مطالعات بیشتر متوجه نظریه رشد درونزا بوده است. ادبیات موجود در مورد این موضوع توسط اقتصاددانی که روی توسعه کار می‌کنند، به‌کار گرفته شده است تا نشان داده شود که توسعه بخش مالی، آثار مثبت روی نرخ رشد مداوم دارد.

مطالعات اولیه افرادی چون گلداسمیت، مکنون و شاو^۱ نشان داد که سیاست‌های عمومی‌ای که دولت‌ها طراحی می‌کنند، نقش عمده‌ای در تجهیز منابع پس‌اندازی‌ای که می‌تواند صرف تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها شود، ندارد. آنان نشان دادند که همه اشکال کنترل‌های عمومی باعث شرایط رکود مالی می‌شود، و تأثیر منفی روی رشد اقتصادی دارد. همه آنان نهایتاً نتیجه گرفتند که می‌باید به‌دنبال آزادسازی مالی بود و همه اشکال دخالت عمومی در بازارهای مالی خلق ارزش نمی‌کند؛ بازارهای مالی می‌باید آزادسازی شود، و اجازه داده شود که نرخ سود و بهره آزاد باشد.

^۱ . Shaw

مطالعات بسیاری ثابت می‌کنند که در صورت نبود سرمایه، توسعه اقتصادی با مشکل جدی مواجه می‌شود. باسو^۲ در بررسی سال ۱۹۷۷ خود یک بار دیگر نشان می‌دهد که در کشورهای در حال توسعه، مشکل اصلی توسعه اقتصادی، کمبود سرمایه است. در چنین شرایطی، اگر بازار سهامی داشته باشیم که در سطح بین‌المللی با دیگر بازارها در پیوند باشد، سرمایه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری تأمین می‌شود. از آن جا که انباشت سرمایه یکی از مهم‌ترین منابع توسعه مداوم اقتصادی است، از طریق بازار سرمایه کشور می‌توان سرمایه لازم را تجهیز کرد.

مطالعات بسیاری نشان می‌دهد که سطح توسعه بازارهای مالی به‌ویژه بازار سهام و تأثیری که آن‌ها بر تأمین مالی شرکت‌ها و انتخاب روش تأمین مالی شرکت‌ها دارند، نهایتاً تأثیر شگرفی بر توسعه اقتصادی باقی می‌گذارند. به بیان دیگر، در اقتصادهایی که بازار سرمایه در آن‌ها به‌خوبی کار می‌کنند، در صورتی که نوع‌سازی ریسک به‌درستی انجام شود و امکان ایجاد ساختارهای مالی مناسب برای شرکت‌ها فراهم شود، خلق ثروت با سرعت انجام می‌شود و توسعه بهتر صورت می‌گیرد.

۳. نقش توسعه مالی در بخش واقعی اقتصاد

اکنون نزدیک به صدسال است که به برکت مطالعات اولیه افرادی چون شومپتر^۳ می‌دانیم که توسعه مالی باعث توسعه اقتصادی می‌شود. شومپتر توضیح داد که نوآوری‌های

^۲ . Basua

^۳ . Schumpeter (1911)

تکنولوژیک، نیروی محرکه رشد اقتصادی بلندمدت است، و دلیل اصلی نوآوری، توان بخش مالی‌ای است که بتواند منابع مالی لازم را در اختیار کارآفرین قرار دهد.

البته، افرادی چون جون رایینسون^۴ هم بودند که در طرف مقابل قرار می‌گرفتند، و معتقد بودند که رشد اقتصادی، برای انواع مختلف خدمات مالی تقاضا ایجاد می‌کند، و در واقع رشد سیستم مالی، پاسخی است که سیستم مالی به این تقاضا می‌دهد. به بیان دیگر، ”هرجا که بنگاه اقتصادی برود، «مالی» آن را دنبال می‌کند.“

فارغ از بحث ”رابطه علی“ و معمای ”مرغ و تخم‌مرغ“ اکنون همه می‌پذیرند که بازارهای مالی (مجموع بازارهای پول و سرمایه) استوار و باثبات، نقش درجه اولی در توسعه اقتصادی دارد.

برای توضیح این رابطه، موارد زیر بر سبیل نمونه بیان می‌شود:

۳-۱. بازار سهام توسعه یافته به معنای نقدینگی و نقدشوندگی بیشتر است، و این، هزینه سرمایه (اعم از داخلی و خارجی) را که برای ”سرمایه‌گذاری“ حیاتی است، کاهش می‌دهد. در کشورهای درحال توسعه‌ای که پس‌انداز داخلی کافی نداشته باشند، وجود بازار سهام توسعه یافته، هزینه سرمایه خارجی را به شدت کاهش می‌دهد. (مطالعات مؤسسه جهانی تحقیقات اقتصادی توسعه یا وایدِر^۵، ۱۹۹۰ و نوسر و کوگلر^۶، ۱۹۹۸).

۳-۲. نقش بازار سهام در ایجاد انگیزه برای مدیران بنگاه‌های اقتصادی با طراحی شیوه‌های مناسب جبران خدمات مدیران از قبیل اختیار خرید سهام توسط آنان

^۴ . Joan Robinson

^۵ . WIDER

^۶ . Neusser and Kugler

(مطالعه داو و گورتون^۷، ۱۹۹۷) پراهمیت است. این چنین طرح‌های پرداخت پاداش به مدیران، منافع مدیر و بنگاه را بیشتر با یکدیگر منطبق می‌کند، و مدیری که سهام شرکت خود را به‌عنوان جبران خدمات می‌گیرد، تصمیماتی می‌گیرد که منافع آن فراتر از عمر مدیریتی او می‌رود، چراکه منافع مدیر نیز به بلندمدت شرکت مربوط می‌شود. اگر در سال‌های دورتر هم شرکت سود کند، مدیر از طریق سهام خود منتفع می‌شود.

۳-۳. توان بازارهای سهام برای تولید اطلاعات در مورد فعالیت‌های بنگاه‌های اقتصادی (مطالعه کینگ و لوین^۸، ۱۹۹۳) به رشد اقتصادی کمک می‌کند. بازار سرمایه در مورد فعالیت نوآوری شرکت‌ها و یا وضعیت کلی فن‌آوری و نیز در مورد سایر ابعاد فعالیت شرکت‌ها اطلاعاتی ارائه می‌کند که به خلق ارزش می‌انجامد.

۳-۴. بازار سهام امکان متنوع‌سازی از طریق تشکیل سبد را فراهم می‌آورد، و بدین ترتیب، ریسک کاهش می‌یابد، و سرمایه‌گذاران متوسط خرد با کاهش ریسک، توان تجمع^۹ منابع می‌یابند، و پس‌اندازهای لازم برای تأمین مالی رشد تأمین می‌شود.

⁷ . Dow and Gorton

⁸ . King and Levine

⁹ . pooling

۳-۵. امکان متنوع‌سازی در بازار سهام، به هر بنگاه اقتصادی اجازه می‌دهد که به تولید تخصصی خود بپردازد (مطالعه‌ی زی‌لی بوتی^{۱۰}، ۱۹۹۷) و چنین امکانی کارایی عملکرد را به همراه دارد.

۳-۶. این واقعیت که مالکیت گسترده و متنوع سهام پایه‌هایی برای ثبات سیاسی ایجاد می‌کند که به نوبه‌ی خود باعث رشد می‌شود (مطالعه‌ی پروتی^{۱۱}، ۱۹۹۹) نیز پذیرفته شده است.

۳-۷. ابزارهای مالی امکان تجمع منابع، تطابق سررسیدها، و کاهش هزینه‌های مبادله را فراهم می‌آورند، و همه‌این‌ها به تجهیز سرمایه‌ی ارزان‌تر و کارایی تخصیص منابع می‌انجامد.

۳-۸. کارایی در بازار ثانویه به معنی افزایش کارایی در بازار اولیه است. وقتی بازار ثانویه کارا می‌شود، تخصیص بهینه‌ی منابع در بازار اولیه نیز صورت می‌گیرد و کسانی که می‌توانند ارزش‌های بیشتری خلق کنند، منابع مالی را از دست پس‌اندازکنندگان دریافت می‌کنند. بنابراین، بازار ثانویه خود وسیله‌ای است برای افزایش میزان سرمایه‌گذاری و نهایتاً اشتغال و بالابردن کارایی اقتصادی و سطح رفاه. از این‌رو، بازار ثانویه نقش غیرقابل‌انکاری در توسعه‌ی بازار اولیه و از آن طریق توسعه‌ی اقتصادی در کشور را برعهده دارد.

۳-۹. بازار سهام یکی از بخش‌های مالی مهم در اقتصاد است که به اشکال مختلف در اقتصاد تأثیر دارد. پروژه‌های با نرخ بازده بالا نیازمند تعهدات مالی بلندمدت‌اند.

¹⁰ . Zilibotti

¹¹ . Perotti

اما سرمایه‌گذاران به‌طور کلی مایل نیستند پس‌اندازهای خود را برای یک‌دوره بسیار بلندمدت تأمین مالی کنند. بنابراین، بدون یک بازار دست‌دوم و ایجاد نقدینگی‌کننده، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت بسیار کمتر خواهد شد. بازار سرمایه به سرمایه‌گذارانی که دچار مشکل نقدینگی می‌شوند، این امکان را می‌دهد که سرمایه‌گذاری‌های خود را با سایر بازیگران (پس‌اندازکنندگان) بازار مبادله کنند؛ آنانی که فعلاً به پول خود نیاز ندارند و با شوک نقدینگی مواجه نیستند و علاقه‌مندند که سهم ثروت خود را بالا ببرند و دارایی‌هایی را بخرند که نرخ بازده بالاتر ایجاد کند، می‌توانند جای سرمایه‌گذاران نیازمند به وجوه سرمایه‌گذاری شده را بگیرند. بنابراین، بازار سرمایه با ایجاد نقدینگی در خدمت افزایش سرمایه‌گذاری است. در این مورد، پس‌اندازکنندگان سهامی را که دارند می‌توانند در هر زمان به نقدینگی تبدیل کنند، و شرکت‌ها، سرمایه‌هایی را که دارند و از طریق صدور سهام گردآوری کرده‌اند، نگاه می‌دارند. از طریق بازار سهام است که شرکت‌ها می‌توانند سرمایه‌ای را که دارند جمع‌آوری کنند و پس‌اندازکنندگان به پس‌اندازهای خودشان در هر زمان دسترسی بیابند، چراکه بازار ثانویه‌ای وجود دارد که در آن امکان نقدشوندگی وجود دارد.

موارد بالا بخشی از فهرست بلندبالایی است که براساس مطالعات انجام‌شده و نتایج تحقیقات تجربی به‌عمل آمده از رابطه بورس و بازار سرمایه با توسعه اقتصادی، می‌توان تهیه کرد.

۴. مطالعات تجربی حاکی از رابطه بین توسعه مالی و توسعه اقتصادی

مطالعات بسیاری وجود دارد که نشان می‌دهد بین سطح توسعه مالی و رشد اقتصادی رابطه وجود دارد. مثلاً، گلداسمیت^{۱۲} (۱۹۶۹) نشان داد که بین درصد دارایی مؤسسات مالی به درآمد ناخالص داخلی و رشد اقتصادی کشورها رابطه وجود دارد. مطالعات بسیار دیگری از رابطه متوسط نرخ رشد تولید کشورها با متغیرهای بازار مالی سخن می‌رانند. یکی از آخرین این نوع مطالعات بررسی‌های لویین و بک^{۱۳} (۲۰۰۰) است.

مطالعات تجربی^{۱۴} در کشورهای مختلفی انجام شده است که به رابطه بین بازارهای مالی و رشد توجه دارند؛ برای مثال چند مورد در این جا ذکر می‌شود:

۴-۱. مطالعات تورنتون^{۱۵} (۱۹۹۵) آمار ۲۲ کشور در حال توسعه را بررسی می‌کند، و نشان می‌دهد که تعمیق مالی^{۱۶} باعث رشد شده است.

۴-۲. مطالعات اسپیرز^{۱۷} (۱۹۹۱) بیانگر آن است که مراحل اولیه رشد واسطه‌های مالی در کشورهای افریقایی باعث رشد اقتصادی شده است. مطالعات احمد و انصاری^{۱۸} (۱۹۹۸) نیز بیانگر رابطه‌ای مشابه است.

۴-۳. روسو و واچتل^{۱۹} (۲۰۰۰) آمار ۴۷ کشور را بررسی کردند و گزارش دادند که توسعه بیشتر بخش مالی به توسعه فعالیت اقتصادی می‌انجامد.

12 . Goldsmith

13 . Levine and Beck

14 . empirical research

15 . Thornton

16 . financial depth

17 . Spears

18 . Ahmad and Ansari

19 . Roussean and Wachtel

مطالعات بالا تنها فهرست کوتاهی از انبوه مطالعاتی است که نتیجه‌گیری می‌کنند در کشورهای مختلف بین توسعه بخش مالی (پول و سرمایه هر دو) و رشد اقتصادی رابطه مثبتی وجود دارد.

۵. رابطه توسعه مالی با رشد

مطالعات تجربی بسیاری رابطه بین توسعه مالی به طور عام (توسعه بازارهای سرمایه به طور خاص) را با رشد، بیان می‌کنند. هرچند کمتر می‌توان از "رابطه علی" بین این‌ها اطمینان حاصل کرد؛ اما، بی‌شک رابطه قوی مثبت بین توسعه بازارهای پول و سرمایه با درجه رشد اقتصادی وجود دارد. مطالعات زیر بخشی از بررسی‌های انجام‌شده در این زمینه است:

۵-۱. در مطالعات لوین و زرواس^{۲۰}، (۱۹۹۸) مدل تجربی بزرگی طراحی شد که در آن

با استفاده از داده‌های ۴۷ کشور از سال ۱۹۷۶ تا ۱۹۹۳، نقش نقدینگی بازار سهام بر رشد تولید ناخالص داخلی مورد تأیید قرار گرفت.

۵-۲. مطالعات بسیاری نیز وجود دارد که نقش واسطه‌های مالی را در بهینه‌کردن

منابع مالی و انباشت سرمایه نشان می‌دهد (مطالعات گرین وود و اسمیت،

۱۹۹۷). آنان تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی را آزمون کردند و تلاش کردند

رابطه علی بین آن دو را روشن سازند. ترکیب گسترده‌ای از ادبیات تجربی با

شاخص‌های مختلف برای اندازه‌گیری دامنه فعالیت مالی به کار رفته است، اما

هرچند تأثیر توسعه مالی در مطالعات بسیار گسترده در مورد کشورهای مختلف

²⁰ . Levine and Zervos

قطعاً بر رشد اقتصادی مثبت بوده است، اما تعیین ”روابط علی“ به آن سادگی نبوده است.

۳-۵. در مطالعه دیگری که توسط محمد ترابلسی^{۲۱} در سال ۱۹۹۸ انجام شده است، با استفاده از اطلاعات ۶۹ کشور در حال توسعه، نشان داده شده است که تعمیق مالی نقش جدی در رشد اقتصادی کشورها دارد. در این مطالعه توجه خاص به این موضوع معطوف شده است که آیا منبع رشد افزایش سرمایه‌گذاری است و یا بهبود بهره‌وری و یا هر دوی این‌ها. در بررسی محمد ترابلسی نتیجه‌گیری شد که توسعه مالی نقش مثبتی بر رشد اقتصادی در کشورهای موضوع بررسی داشته است. البته، برای چنین امری لازم است که بخش خصوصی کارآفرین نوآوری وجود داشته باشد تا قادر باشد پس‌اندازهایی را که به این شکل جمع‌آوری می‌شوند به سرمایه‌گذاری تولیدی و بارور تبدیل کند. به‌علاوه، مطالعه وی نشان داد که بخش مالی می‌تواند از طریق افزایش در بهره‌وری سرمایه‌گذاری نیز بر بخش واقعی اقتصاد تأثیرگذار باشد. واقعیت این است که با تعمیق مالی و آزادسازی اقتصادی، تخصیص منابع بهینه می‌شود و بهینه‌شدن تخصیص منابع به معنی آن است که بهره‌وری اقتصادی افزایش یابد.

۴-۵. مطالعه قدیمی تر لنی^{۲۲} و سارا کوگلو^{۲۳} (۱۹۸۳) ثابت کرد که تأثیر رکود مالی بر رشد اقتصادی با استفاده از آمار ۲۱ کشور در حال توسعه عمیق و جدی است.

21 . Trabelsi

22 . Lanyi

23 . Sara Coglu

۵-۵. کینگ و لوین^{۲۴} (۱۹۹۳) شواهدی از ۷۷ کشور در حال توسعه ارائه می‌کنند که مربوط به سال‌های ۱۹۶۰ تا ۱۹۸۹ است. آنان با استفاده از معیارهای مختلف رشد اقتصادی و توسعه مالی نشان دادند که توسعه بازار مالی تأثیری مثبت بر رشد اقتصادی کشورها دارد. آنان از معیارهای نرخ رشد متوسط سرانه تولید ناخالص داخلی واقعی، و همچنین نرخ رشد متوسط سرمایه، نسبت سرمایه‌گذاری به مثابه درصدی از تولید ناخالص ملی بر رشد اقتصادی، و نیز از متغیرهای جایگزینی برای بهبود بهره‌وری استفاده کردند. برای اندازه‌گیری "تعمیق مالی" آنان به فعالیت واسطه‌های مالی پرداختند و از نسبت‌های مختلفی از قبیل نسبت بدهی‌های با نقدینگی بالا، تولید ناخالص داخلی، نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به کل میزان اعتبارات، نسبت اعتبارات بنگاه‌های خصوصی به درصد تولید ناخالص ملی، و نسبت سپرده‌ها به درآمد ناخالص ملی استفاده کردند.

۵-۶. نتایج حاصل از مطالعات مطالعات کینگ و لوین (۱۹۹۳)، مطالعات گلداسمیت (۱۹۶۹)، مکنون (۱۹۷۳)، و شاو (۱۹۷۳) را مورد حمایت قرار داد و نتیجه‌گیری شد که توسعه بخش مالی تأثیر عمده‌ای روی رشد اقتصادی دارد و این کار را از طریق بهبود بهره‌وری سرمایه‌گذاری (تخصیص بهتر منابع) و نیز از طریق سطح سرمایه‌گذاری بیشتر انجام می‌دهد. کینگ و لوین ادعا می‌کنند "تعمیق مالی" بر رشد اقتصادی از مجاری مختلف تأثیر دارد، اما اثر مهم‌تر تأثیر کارایی است.

²⁴ . King & Levine

- Acemoglu, Daron and Fabrizio Zilibotti. 1997. "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification and Growth," *Journal of Political Economy*. 105: 709-51.
- Ahmed, S. N. and M. I. Ansari. 1998. "Financial Sector Development and Economic Growth: The South-Asian Experience," *Journal of Asian Economics*. 9: 503-17.
- Atje, R., and B. Jovanovic. 1993. "Stock Markets and Development," *European Economic Review*. 37: 632-640.
- Dow, James and Gary Gorton. 1997. "Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection?" *Journal of Finance*. 52: 1087-129.
- Granger, C. J. 1969. "Investigating Causal Relationships by Econometrics Models and Cross Spectral Methods," *Econometrica*. 37: 425-35.
- Greenwood, Jeremy and Smith, Bruce, 1997, " Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets," *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21: 145-181.
- King, Robert, and Ross Levine. 1993a. "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," *Quarterly Journal of Economics*. 108 (3): 717-737.
- _____. 1993b. "Finance, Entrepreneurship, and Growth," *Journal of Monetary Economics*. 32: 513-42.
- Levine, Ross, and Sara Zervos. 1996. "Stock Market Development and Long-run Growth," *World Bank Economic Review*. 10(2): 323-339.
- _____. 1998. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth," *American Economic Review*. 88 (3): 537-558.
- Lanyi, Anthony and Saracoglu, Rusdu, 1983, " The Importance of Interest Rates in Developing Countries," *Finance & Development*, 20: 20-23.
- Neusser, Klaus and Maurice Kugler. 1998. "Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries," *Review of Economics and Statistics*. 80: 638-46.
- Perotti, Enrico and Pieter van Oijen. 1999. "Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies." Photocopy, University of Amsterdam.

- Robinson, Joan. 1952. *The Rate of Interest, and Other Essays*. London: Macmillan.
- Schumpeter, J. 1912. *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung [The Theory of Economic Development]*. Leipzig: Dunker & Humblot [Cambridge, M.A.: Harvard University Press, 1934. Translated by Redvers Opie].
- Spears, Annie. 1991. "Financial Development and Economic Growth - Causality Tests," *Atlantic Economic Journal*. 19: 66.
- Trabelsi, Mohammed, "Finance and Growth: Empirical Evidence from Developing Countries 1960-1996, *Working Paper 0228*, Economic Research Forum, 1998.
- Thornton, John. 1995. "Financial Deepening and Economic Growth in Developing Countries," *Economia Internazionale*. 48(3): 423-30.
- WIDER (World Institute for Development Economics Research). 1990 *Foreign Portfolio Investment in Emerging Equity Markets*. Helsinki: WIDER.