

# بررسی تاثیر خصوصی سازی بر روی توسعه بازار سهام

سعید فتحی

( استادیار گروه مدیریت دانشگاه اصفهان )

fathiresearch@yahoo.com

باقر عسگر نژاد نوری

(دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی (گرایش مالی)

bagher\_asgharnezhad@yahoo.com

موفقیت واگذاری سهام شرکت های دولتی به بخش خصوصی را به طور قابل ملاحظه ای افزایش می دهد، در مقابل، خود تحت تاثیر این برنامه ها می باشد و از اجرای آن منتفع می شود. در واقع پژوهشگران بسیاری مدعی هستند که خصوصی سازی منجر به توسعه بیشتر بازار سهام می شود اما تعداد اندکی از آنان پژوهشی تجربی در مورد ساز و کار تاثیر گذاری خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام انجام داده اند. بنابراین هدف این مقاله بررسی دقیق چگونگی ارتباط بین خصوصی سازی شرکت های دولتی و توسعه بازار سهام می باشد. در این مقاله ابتدا عوامل موثر بر توسعه بازار سهام معرفی شده و سپس تاثیر خصوصی سازی بر مشخصه های اصلی توسعه بازار سهام و معیارهای کمی آنها، نقش واسطه ای ریسک سیاسی در ارتباط بین خصوصی سازی و توسعه بازار سهام و در نهایت نقش آزادسازی به عنوان سیاست مکمل خصوصی سازی در توسعه بازار سهام مورد بررسی قرار گرفته است.

خصوصی سازی / توسعه بازار سهام / نقدشوندگی بازار

سهام / ریسک سیاسی / آزادسازی بازارهای مالی

## چکیده

رشد قابل توجه بازارهای سرمایه در سرتاسر دنیا در طول دو دهه اخیر و یکپارچگی روز افزون آنها این ضرورت را برای دولتها ایجاد کرده است تا توسعه بازارهای سهام داخلی را در اولویت کارهای خود قرار دهند. سیاست گذاران و سازمان های نظارتی و بین المللی (یعنی صندوق بین المللی پول و بانک جهانی) نیز امروز اهمیتی خاص برای سیاست هایی شامل خصوصی سازی قائل هستند. بازار سرمایه و به طور مشخص تر، بازار سهام اگرچه خود سازوکار مؤثری در انجام برنامه های گسترده خصوصی سازی است و کارآمدی عملکرد آن با توجه به ساختار تنظیمی و نظارتی مدون، زیرساخت های فنی و نیروی انسانی آموزش دیده، احتمال

## مقدمه

تجارت جهانی افزایش داده است.

یکی دیگر از مزایای مفروض خصوصی سازی تاثیر آن بر روی توسعه بازار سهام است. یکی از اولین تجارب در زمینه توسعه بازار سهام داخلی اجرای برنامه خصوصی سازی بود که توسط دولت کنراد ادنائر [۴] (صدر اعظم آلمان) طی دهه ۱۹۶۰ در آلمان انجام گرفت (بورتولوتی [۵] و همکاران، ۲۰۰۶). خصوصی سازی در مقیاس وسیع از اوایل دهه ۱۹۸۰ شروع شد زمانی که بریتانیا تحت حکومت محافظه کار دولت مارگارت تاچر [۶] شروع به خصوصی سازی SOEs نمود. شیلی نیز تحت تسلط دولت نظامی خود، خصوصی سازی نسبتا وسیعی را شروع کرد. دیگر کشورهای دنیا نیز در اوایل دهه ۱۹۹۰ پس از مشاهده موفقیتها (و نیز نقطه ضعف های اندک) کشورهای پیشگام مذکور به اجرای برنامه های خصوصی سازی روی آوردند. برخی از عوامل تاثیر گذار بر شکل گیری چنین روندی عبارتند از: سقوط کمونیسم، بحران های مالی در آمریکای لاتین، آسیا و آفریقا و تغییر ایدئولوژیک همه جانبه در راستای تفویض اختیارات دولت که از تشویق نامحسوس تا اعمال فشار آشکار از سوی سازمان هایی مثل بانک جهانی و صندوق بین المللی پول را در بر می گرفت. به علاوه از سال ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۹ کل سرمایه بازارهای دنیا از ۳/۳ تریلیون دلار به ۲۶/۵ تریلیون دلار رشد کرد (میلر، ۲۰۰۲). کل سرمایه بازار کشورهایی که از سوی شرکت تامین مالی بین المللی [۷] به عنوان بازارهای نوظهور طبقه بندی می شوند از ۴۸۸ میلیارد دلار در سال ۱۹۸۸ به ۲۲۲۵ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۶ افزایش یافت. معاملات در این بازارها از ۴۱۱ میلیارد دلار به ۱۵۸۶ میلیارد دلار در همان دوره افزایش یافت [۵]. همچنین حجم معاملات در کشورهای پیشرفته به جز آمریکا از حدود ۴۰۰ میلیارد دلار در سال ۱۹۸۳ به بیش از ۱۲ تریلیون دلار در سال ۲۰۰۲ رشد کرد و این در شرایطی بود که برنامه های خصوصی سازی هنوز اجرا می شد. [۵]

این طور به نظر می رسد که ارتباطی عملی و بسیار قوی بین خصوصی سازی و توسعه بازار سهام وجود دارد. اما باید توجه داشت که تغییرات بسیار دیگری نیز با اجرای برنامه های خصوصی سازی همزمان شده بود. خصوصی سازی اغلب با دیگر برنامه های اصلاحات اقتصادی همچون آزادسازی تجاری، خاتمه دادن به کنترل قیمت و کمک های مالی (یارانه های) دولت همراه است. گارسیا و لیو [۸]، مچینسون [۹]، بوتیچکوا و

یکی از ویژگی های مهم برنامه های آزادسازی اقتصادی در چند دهه اخیر خصوصی سازی شرکت های تحت مالکیت دولت [۱] (SOEs) می باشد. گستره برنامه های خصوصی سازی توسعه یافته و در بیشتر کشورهای پیشرفته و در حال توسعه در حال اجرا است و انتظار می رود که در قرن بیست و یکم نیز ادامه پیدا کرده و حتی شتاب بیشتری به خود بگیرد. از دهه ۱۹۸۰ تاکنون تقریبا در ۱۰۰ کشور بیش از ۶۹۰۰ معامله خصوصی سازی انجام گرفته است که کل در آمد ناخالص حاصل از این معاملات از یک تریلیون دلار نیز فراتر می رود. (میلر [۲]). پایگاه اطلاعاتی خصوصی سازی بانک جهانی نیز از انجام بیش از ۳۰۰۰ معامله خصوصی سازی در کشورهای در حال توسعه خبر می دهد (پروتی و ون اویجن [۳]).

کشورهای مختلف معمولا چندین هدف کلی از اجرا و پیگیری برنامه های خصوصی سازی دارند. این اهداف عبارتند از: [۲]

۱. افزایش درآمدهای دولت
۲. ارتقای کارایی اقتصادی
۳. کاهش مداخله دولت در اقتصاد
۴. گسترش مالکیت سهام (یا مالکیت شرکتی)
۵. افزایش رقابت

دولت ها معمولا در واکنش به بحران های اقتصادی به خصوصی سازی به عنوان ابزاری برای کاهش کسری بودجه ناشی از زیان ده بودن SOEs روی می آورند. فروش این شرکت ها با تامین منابع مالی جدید و فوری همراه است که بدهی دولت و پرداخت های بعدی را کاهش می دهد. از نتایج بوروکراسی دولتی می توان به ناکارآمدی SOEs، سرمایه گذاری ناکافی، انگیزه ضعیف و مخاطره اخلاقی برای مدیریت و استفاده از SOEs برای دنبال کردن اهداف سیاسی با احتمال به حداقل رساندن هزینه اشاره کرد. دولت ها همچنین بی میل یا ناتوان از سرمایه گذاری برای ساخت، توسعه، حفظ یا نوسازی زیر ساختها هستند بنابراین خصوصی سازی با دادن اجازه فعالیت به سرمایه گذاران خصوصی مسئولیت دولت را در قبال سرمایه گذاری کاهش می دهد. فروش به بخش خصوصی منجر به ایجاد جریان ورودی سرمایه خارجی و انتقال فناوری شده و ترکیب شرکت های داخلی را در الگوهای

مقاله به یکی از موضوعات مهم در حوزه پژوهشهای مالی یعنی درک تاثیر آزادسازی مالی بر روی توسعه (کارایی) بازار سهام پرداخته شده است.

## ۱. تعریف متغیرها

یکی از متغیرهایی که تعریف آن در اینجا ارائه می‌شود، خصوصی سازی است. خصوصی سازی مفهومی گسترده بوده و در ادبیات مالی به صورتهایی مختلف تعریف شده است. برخی نویسندگان خصوصی سازی را به عنوان فروش داراییهای تحت مالکیت دولت تعریف کرده‌اند. به ویژه ویس [۱۳] بیان می‌کند که خصوصی سازی فرآیندی برای انتقال یا واگذاری مالکیت یک دارایی از بخش دولتی به بخش خصوصی می‌باشد. رامامورتی [۱۴] تاکید می‌کند که خصوصی سازی هر گونه اقدامی است که بخشی از یا تمامی مالکیت و کنترل بر شرکت‌های تحت مالکیت دولت را به بخش خصوصی واگذار کند. سرانجام بنابر تعریف بانک جهانی (۱۹۹۶) خصوصی سازی خلع دولت از مالکیت بر موسسات و شرکتها، منابع اقتصادی و دیگر دارایی‌ها می‌باشد [۱۵]. متغیر دیگر نقدشوندگی بازار است. نقدشوندگی بازار توانایی تبدیل سهام (یا هر گونه دارایی دیگر) به وجه نقد (و بر عکس) با کمترین هزینه معامله بوده و دارایی با نقدشوندگی بالا آن دارایی است که دارنده به پشتوانه جریانهای نقدی آتی مورد انتظار آن بتواند اقدام به دریافت اعتبار (یعنی وام) نماید [۱۶]. در تعریفی دیگر می‌توان گفت نقدشوندگی بازار عبارت از فروش یک دارایی به ارزش منصفانه است. منظور از ارزش منصفانه، ارزش فعلی جریانهای نقدی آتی دارایی مورد نظر است [۱۷]. در جامع‌ترین تعریف نقدشوندگی بازار عبارت است از توانایی انجام معاملات در حجم بالا، با حداکثر سرعت، حداقل هزینه و حداقل اثر قیمت. این تعریف بر روی چهار بعد از نقدشوندگی تمرکز دارد: حجم معاملات، سرعت معاملات، هزینه معاملات و اثر قیمت. هزینه معاملات شامل حق الزحمه کارگزاران، تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش، اثر بازار و هزینه‌های جستجو می‌باشد. اثر قیمت نیز اشاره به واکنش (حساسیت) بازده یا قیمت دارایی نسبت به جریان سفارشات دارد. هر چه نقدشوندگی بازار کمتر باشد تاثیر حجم معینی از سفارشات بر روی قیمت دارایی بیشتر خواهد بود [۱۸]. ریسک سیاسی به عنوان یکی دیگر از متغیرهای مورد مطالعه این مقاله به صورت عدم اطمینان در مورد

مجینسون [۱۰]، پروتی و ون اویجن، لاوین و پروتی [۱۱] و بورتولیتی، دی جونگ، نیکودانو و اسپیندر [۱۲] از جمله پژوهشگرانی هستند که به طریق تجربی به بررسی ارتباط بین خصوصی سازی و توسعه بازار سهام پرداخته‌اند.

هدف این مقاله شناسایی عوامل موثر بر توسعه بازار سهام و بررسی دقیق چگونگی ارتباط بین خصوصی سازی شرکت‌های دولتی و توسعه بازار سهام می‌باشد. در واقع در این مقاله به سه سوال اصلی پاسخ داده می‌شود:

۱. چه عواملی بر توسعه بازار سهام تاثیرگذار هستند؟
۲. برنامه‌های موفق خصوصی سازی از چه ساز و کاری بر توسعه بازار سهام تاثیر می‌گذارند؟ به عبارت دیگر مشخصه‌های توسعه بازار سهام کدامند، این مشخصه‌ها با چه معیارهای سنجیده می‌شوند و سیاست خصوصی سازی چه رابطه‌ای با این مشخصه‌ها و معیارهای اندازه‌گیری آنها دارد؟
۳. آزادسازی بازارهای سرمایه که به عنوان سیاست مکمل برنامه‌های خصوصی سازی در نظر گرفته شده و معمولاً همزمان با آن نیز به اجرا در می‌آید، چگونه می‌تواند باعث تحریک توسعه بازارهای سرمایه داخلی شود؟

پس از مقدمه و تعریف متغیرها در سومین بخش از مقاله فهرستی نسبتاً جامع از عوامل تاثیرگذار بر توسعه بازار سهام ارائه شده است. پژوهشهای انجام گرفته نشان می‌دهد که درآمد، نرخ پس انداز، نرخ سرمایه‌گذاری، نقدشوندگی بازار سهام، بی ثباتی اقتصاد کلان، آزادسازی بازار سهام، سیستم‌های تجاری الکترونیکی کاملاً خودکار، برنامه‌های خصوصی سازی، اصلاحات نهادی، محیط قانونی، محیط اقتصادی - اجتماعی، سطح توسعه موسسات مالی واسطه و قوانین بازار سهام از جمله مهمترین عواملی هستند که می‌توانند در این فهرست جای بگیرند. در بخش چهارم مقاله مشخصه‌های اصلی بازار سهام یعنی عمق، عرض و کارایی معرفی شده‌اند. هر سه این مشخصه‌ها نقدشوندگی بازار تاثیرگذار هستند. از آنجایی که این مشخصه‌ها مفاهیمی کیفی محسوب می‌شوند، می‌بایست از معیارهایی خاص برای اندازه‌گیری آنها استفاده شود. در بخش چهارم به این سوال پاسخ داده شده که آیا خصوصی سازی در اقتصادهای نوظهور می‌تواند از طریق کاهش ریسک سیاسی تاثیری غیرمستقیم بر روی توسعه بازار سهام داشته باشد؟ سرانجام در آخرین بخش از

بازدهی سرمایه‌گذاری بوده و احتمال انجام اقدامات خودسرانه (یا خارج از قوانین و مقررات و قراردادهای) از سوی دولت تعریف می‌شود و می‌تواند به صورت مستقیم یا غیر مستقیم بازدهی سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار دهد. مبادله ناپذیری (یا تبدیل ناپذیری) ارزش خارجی، سلب مالکیت یا مصادره (آنی یا تدریجی)، آسیب‌های ناشی از جنگ و آشوب‌های داخلی از مصادیق ریسک سیاسی محسوب می‌شوند [۱۹].

آزادسازی آخرین متغیری است که تعریف می‌شود. آزادسازی بازار سهام عبارت است از تصمیم‌گیری دولت در رابطه با اجازه دادن به ۱- سرمایه‌گذاران خارجی برای خرید سهام در بازار سهام داخلی و ۲- سرمایه‌گذاران داخلی برای خرید سهام در خارج از کشور. در تعریفی دیگر می‌توان گفت آزادسازی بازار سرمایه فعالیتی است که برای قیمت‌های معین بازار این امکان را فراهم می‌آورد تا اطلاعات و علائمی انگیزشی فراهم سازند که برای تخصیص ابزار، محصول و دارایی به بهترین و با ارزش‌ترین کاربرد ممکن ضروری می‌باشند و شامل ارتباطات قیمتی است که یکپارچگی و انسجام با اقتصاد جهانی را ارتقا می‌بخشد. آزادسازی اقتصادی پیش شرطی برای فراهم شدن فرصت حرکتی آرام و روان از عملیات بازار تحت کنترل دولت به اقتصاد بازار است [۲۰].

## ۲. مبانی نظری موضوع

### ۲-۱. عوامل موثر بر توسعه بازار سهام

۱. درآمد: همچنانکه درآمد افزایش می‌یابد جزو ادواری آن می‌بایست تاثیری مثبت بر اندازه بازار سهام داشته باشد. به علاوه، درآمد بالاتر به معنی تعلیم و تربیت بهتر، محیط تجاری بهتر و شهروندان ثروتمندتر است. پیش بینی می‌شود که درآمد بالاتر تاثیری مثبت بر روی توسعه بازار سهام داشته باشد. برای اندازه‌گیری سطح درآمد می‌توان از تولید ناخالص داخلی واقعی استفاده کرد [۲۱].

۲. نرخ پس انداز: نرخ پس انداز به صورت نسبت پس‌انداز ناخالص به درآمد قابل تصرف ناخالص [۲۲] محاسبه می‌شود. به مانند بانکها، بازارهای سهام پس‌انداز را به سمت پروژه‌های سرمایه‌گذاری هدایت می‌کنند. معمولاً نرخ پس انداز بالاتر با جریان یافتن سرمایه بیشتر به سمت بازارهای

سهام همراه است. به نظر می‌رسد که نرخ پس انداز بالاتر تاثیری مثبت بر اندازه بازار سهام داشته باشد [۲۱].

۳. نرخ سرمایه‌گذاری: نرخ سرمایه‌گذاری به صورت نسبت سرمایه ثابت ناخالص بر درآمد قابل تصرف ناخالص محاسبه می‌شود. چون نرخ سرمایه‌گذاری به نرخ پس‌انداز بستگی دارد می‌توان حدس زد که سرمایه‌گذاری یکی از عوامل تعیین کننده مهم سرمایه بازار سهام باشد [۲۱].

۴. نقدشوندگی بازار سهام: یکی از متغیرهایی که برای اندازه‌گیری نقدشوندگی بازار سهام می‌توان از آن بهره جست ارزش معاملات [۲۳] است که به صورت نسبت کل ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی محاسبه می‌شود و برای اندازه‌گیری ارزش معاملات سهام نسبت به اندازه اقتصاد به کار گرفته می‌شود. متغیر دیگر نسبت گردش [۲۴] است که به صورت نسبت کل ارزش معاملات به سرمایه بازار سهام محاسبه می‌شود و ارزش معاملات سهام را نسبت به اندازه بازارهای بورس سهام اندازه‌گیری می‌کند. بازارهای سهام با نقدشوندگی بالا، باعث می‌شوند تا سرمایه‌گذاران پرتفولیوی خود را به سرعت و با کمترین هزینه تعدیل کنند. نقدشوندگی بالا باعث تسهیل پروژه‌های سرمایه‌گذاری شده و ریسک آنها را کاهش می‌دهد. بنابراین می‌توان گفت که نقدشوندگی تاثیری مثبت بر توسعه بازار سهام خواهد داشت چرا که حجم بالاتری از پس اندازهای مردم وارد بازارهای سهام خواهد شد [۲۱].

۵. بی‌ثباتی اقتصاد کلان: هر چه بی‌ثباتی اقتصادی بیشتر باشد (برای مثال نرخ تورم دائماً تغییر یابد) شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران انگیزه کمتری برای سرمایه‌گذاری پول خود در بازار سهام خواهند داشت و بالطبع بازار سهام چندان توسعه یافته نخواهد بود [۲۱].

۶. آزادسازی بازار سهام: در کشورهایی که با پس‌اندازهای محدود و نیاز روز افزون به تامین سرمایه مواجه هستند گشایش بازارهای سهام به روی سرمایه‌گذاران خارجی نیازی ضروری خواهد بود تا از این طریق بتوان به رشدی سریع و پیشرفت در استانداردهای حاکمیت دست یافت. بر اساس مدل‌های بین‌المللی قیمت گذاری دارایی پیش بینی می‌شود که پیوستن به بازارهای مالی در دنیا می‌بایست منجر به

کاهش هزینه سرمایه شود. برخی از مقالات تاثیر آزادسازی در بازار سهام را بر روی هزینه سرمایه مالکانه مورد ارزیابی قرار داده و به این نتیجه رسیده‌اند که قیمت سهام در مدت زمان اندکی پس از تاریخ انجام آزادسازی افزایش می‌یابد ولی سپس هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. در رابطه با توسعه بازار سهام، آزادسازی باعث افزایش جریان سرمایه در دسترس برای شرکت‌های داخلی و تعداد سرمایه‌گذاران خواهد شد. این اتفاق احتمالاً باعث افزایش نقدشوندگی و انجام تحقیقات بیشتر می‌گردد. به علاوه، بررسی‌های دقیق سرمایه‌گذاران خارجی شفافیت بازار را ارتقا بخشیده و اتخاذ روشهایی کارآتر را برای اداره شرکت رواج می‌دهد. بخش دیگری از محققان نیز دریافتند که به دنبال آزادسازی، عمق و کارایی بازار سهام داخلی افزایش می‌یابد [۲۵].

#### ۷. سیستم‌های تجاری الکترونیکی کاملاً خودکار:

سیاست‌گذاران گام‌های مهمی در راستای ایجاد و توسعه محیطی اصولی برای فعالیت‌های بازار سرمایه برداشته‌اند که از آن جمله خط مشی‌هایی جدید در رابطه با اتاق پایپای اوراق بهادار [۲۶]، پلت فورم‌های معاملاتی [۲۷] و رویه‌های حقوقی مالکیت [۲۸] می‌باشند. پیش‌بینی می‌شود که این اصلاحات به دلیل افزایش نقدشوندگی، ارتقای کارایی و کاهش هزینه‌های تجاری، عملکرد بازار را بهبود بخشد. سیستم‌های تجاری الکترونیکی می‌تواند به واسطه کاهش هزینه معاملات و افزایش میزان دسترسی به اطلاعات، نقدشوندگی و کارایی بازار سهام را بهبود بخشد. این سیستم‌های تجاری همچنین می‌توانند از طریق فراهم آوردن امکانات دستیابی از راه دور برای سرمایه‌گذاران نقدشوندگی بازار سهام را افزایش دهند. [۲۵].

#### ۸. برنامه‌های خصوصی‌سازی: در بیست سال اخیر دولتها

در سرتاسر دنیا برنامه‌های خصوصی‌سازی مهمی را به اجرا در آورده‌اند. از جمله اهداف سیاست‌های خصوصی‌سازی تمایل به افزایش درآمدهای دولت، ارتقای کارایی اقتصادی و کاهش مداخله دولت در اقتصاد می‌باشد. در بسیاری از

کشورها توسعه بازار سهام داخلی هدف دیگر برنامه‌های خصوصی‌سازی محسوب می‌شود. خصوصی‌سازی تاثیر مستقیم بر روی بازار سهام داخلی دارد به طوری که بسیاری از دولتها خصوصی‌سازی را از طریق عرضه سهام در بازارهای بورس‌های داخلی انجام داده‌اند. پیش‌بینی می‌شود که انتشار سهام به دلیل افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران و از این رو تشویق شرکت‌های خصوصی به فعالیت‌های معاملاتی و عرضه سهام جدید در نهایت به توسعه بازار سهام کمک می‌کند. برنامه‌های خصوصی‌سازی حتی بدون عرضه سهام در بازارهای بورس داخلی می‌تواند از طریق کاهش ریسک سیاسی در توسعه بازار سهام تاثیرگذار باشد. خصوصی‌سازی همچنین تاثیر مستقیم بر روی جهانی شدن بازار سهام دارد همچنانکه بسیاری از برنامه‌های خصوصی‌سازی با عرضه سهام در بازارهای مالی جهانی همراه بوده است [۲۵].

#### ۹. اصلاحات نهادی: پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد

کشورهایی با چارچوب نهادی بهتر از بازارهای فعال‌تری برخوردار هستند. با این وجود برای بسیاری از کشورهای در حال توسعه ایجاد محیط سازمانی ای که در کشورهای پیشرفته وجود دارد اگر غیر ممکن نباشد بسیار مشکل خواهد بود [۲۵].

#### ۱۰. محیط قانونی: پژوهش‌های انجام گرفته نشان می‌دهد

چارچوب قانونی مناسبی که از سرمایه‌گذاران در برابر سلب مالکیت محافظت می‌کند یکی از عوامل تعیین کننده مهم توسعه بازار سهام است. شلیفر و ویشنی [۲۹] نشان دادند که ساختار مالکیت و میزان توسعه بازار سهام هر دو به چگونگی حمایت از سهامداران در کشور بستگی دارد. جایی که سهامداران از حمایت بالایی برخوردار باشند نهایتاً تعداد سهامداران شرکتها افزایش می‌یابد و بازارهای سرمایه نقدشوندگی بیشتری خواهند داشت. یک محیط قانونی مناسب که مقررات آن مکتوب بوده و اجرا شود، از اقلیت سهامداران در سلب مالکیت محافظت کند و تمایل آنان را

برای خرید سهام افزایش دهد به نوبه خود باعث افزایش اندازه و نقدشوندگی بازار خواهد شد [۳۰].

### ۱۱. محیط اقتصادی - اجتماعی [۳۱]: جمعیتی برخوردار از

تحصیلات عالی یا به بیانی دیگر وجود تعداد زیادی افراد متخصص و حرفه‌ای (برای مثال تجار، حسابداران، تحلیل گران مالی و مدیران پرتفولیو) یکی از عوامل تعیین کننده مهم توسعه بازار سهام می‌باشد. برای مثال بوید، لوین و اسمیت [۳۲] نشان دادند که در کشورهایی برخوردار از آموزش عالی، آزادسازی مالی تاثیر مثبت بیشتری بر روی رشد اقتصادی دارد [۳۳].

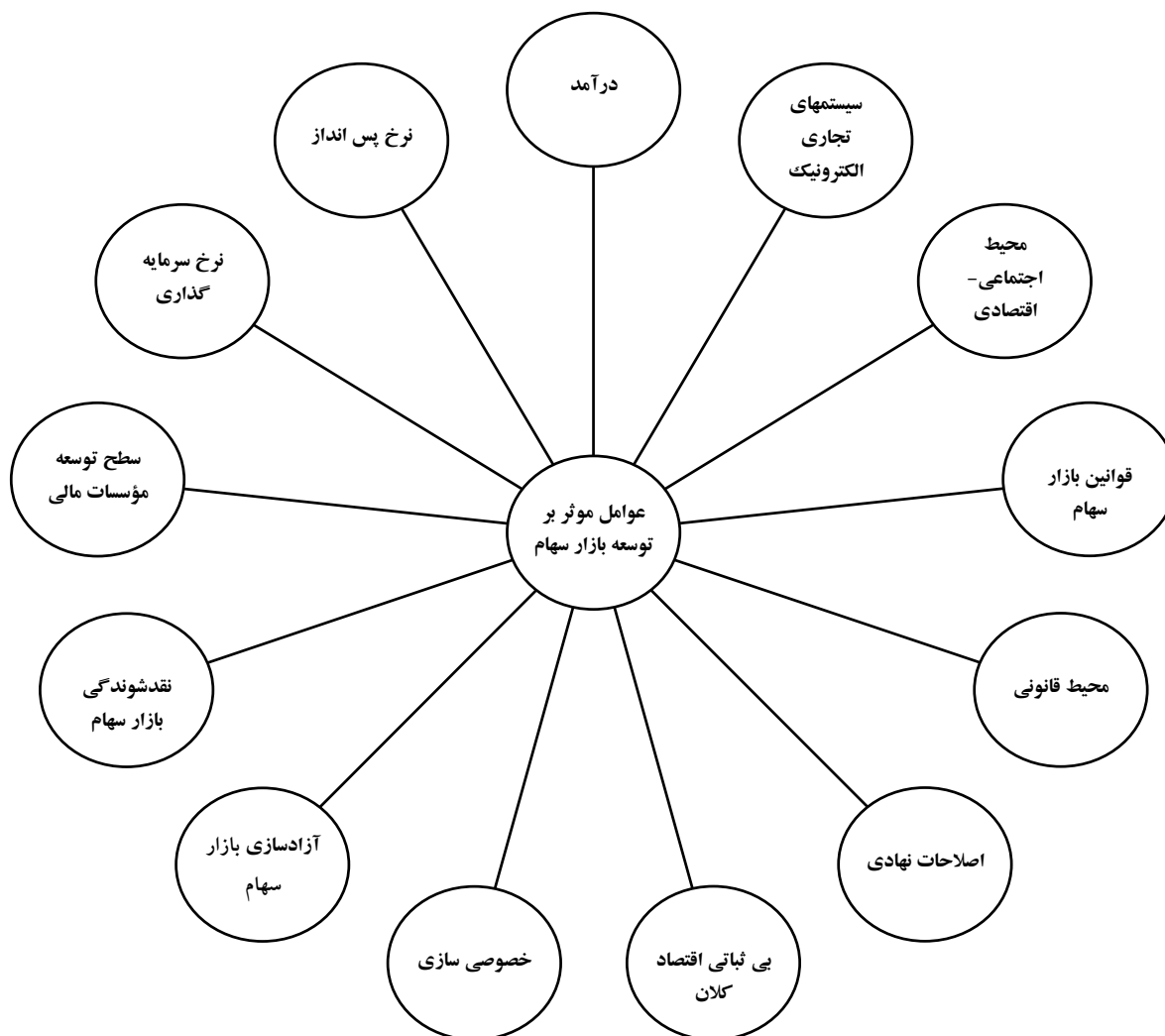
### ۱۲. سطح توسعه موسسات مالی واسطه: بازارهای

سهام بدون وجود سیستمی کارآمد از واسطه‌های مالی شامل پذیره‌نویسان [۳۴]، معامله‌گران و غیره نمی‌توانند توسعه یابند. برای مثال دمیرگوچ - کونت و لوین [۳۵] با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۴۴ کشور (توسعه یافته و نوظهور) طی دوره ۱۹۹۳-۱۹۸۶ نشان دادند که شاخص‌های توسعه بازار سهام با شاخص‌های توسعه واسطه‌های مالی (از قبیل اندازه سیستم بانکداری، اندازه شرکتهایی غیر از بانکها و اندازه شرکتهای بیمه و صندوقهای بازنشستگی) همبستگی مثبت بالایی دارد. اعتبار مالی بخش خصوصی [۳۶] که به صورت نسبت اعتبار مالی داخلی بخش خصوصی بر تولید ناخالص داخلی محاسبه می‌شود و نقش موسسات مالی واسطه را در تامین منابع مالی بلند مدت تر پروژه‌های سرمایه‌گذاری متعلق به شرکت‌های خصوصی اندازه‌گیری می‌کند، می‌تواند به عنوان معیار توسعه موسسات مالی واسطه به کار گرفته شود. از آنجایی که بانکها و بازارهای سهام به عنوان واسطه در

هدایت پس اندازهای مردم به سمت پروژه‌های سرمایه‌گذاری عمل می‌کنند، می‌توانند مکمل یا جایگزین یکدیگر باشند. بوید و اسمیف [۳۷] معتقد هستند که بانکها و بازارهای سهام به عنوان مکمل و نه جایگزین یکدیگر عمل می‌کنند. دمیرگوچ - کونت و لوین (۱۹۹۶) نشان می‌دهند که میزان توسعه بازار سهام با توسعه سیستم بانکی رابطه‌ای مثبت دارد. برعکس، گارسیا (۱۹۸۶) دریافت که بانک مرکزی می‌تواند باعث همبستگی معکوس بین رشد سیستم بانکی و توسعه بازار سهام شود

### ۱۳. قوانین بازار سهام: قوانین بازار سهام معمولاً برای

تضمین سلامت، کارایی، شفافیت و اعتبار عملیات بازار سهام ضروری است. همانگونه که قبلاً اشاره شد قانون یکی از عوامل تعیین کننده مهم توسعه بازار سهام می‌باشد. به عنوان بخشی از برنامه‌های اصلاحات بازار سرمایه، دولت‌ها به منظور پیشرفت این بازار، قوانین و مقررات جدیدی را در راستای ایجاد چارچوب حقوقی و تنظیمی مناسب به تصویب رسانده‌اند. بسیاری از کشورها تلاش نموده‌اند تا با معرفی استانداردهایی جدید در برخی از حوزه‌ها شامل شیوه‌های مزایده و مناقصه [۳۸] و ساختار هیأت مدیره به پیشرفت‌هایی در رابطه با روشهای حاکمیت شرکت [۳۹] دست یابند. برخی از کشورها همچنین قوانین جدیدی در رابطه با منع معامله بر اساس اطلاعات محرمانه [۴۰] (برای سودجوییهای شخصی) به تصویب رسانده و استانداردهای حسابداری و افشاسازی را بهبود بخشیده‌اند. قوانینی که از معامله بر اساس اطلاعات محرمانه جلوگیری می‌کند می‌تواند به عنوان یکی از معیارهای سلامت بازار در نظر گرفته شود [۳۰].



شکل ۱- عوامل مؤثر بر توسعه بازار سهام

منبع: ناسیر و همکاران (۲۰۰۷)، تور و همکاران (۲۰۰۶)، بلک (۲۰۰۱)، بویکری و حمزه (۲۰۰۷)

## ۲-۲. خصوصی سازی و توسعه بازار سهام

توسعه بازار سهام می تواند از طریق سه مشخصه اصلی توصیف شود. این مشخصه ها عبارتند از [۲].

### ۱-۲-۲- عمق

مشخصه عمق اشاره به اندازه و نقدشوندگی بازار سهام دارد. اندازه بازار مهم است زیرا با توانایی برای تجهیز سرمایه و تنوع سازی ریسک همبستگی مثبت دارد. به عقیده پاگانو [۴۱] با افزایش اندازه بازار، توانایی آن برای کاهش ریسک ارتقا خواهد یافت. ریسک بازار دو مولفه دارد: اولین مولفه ریسک نقدشوندگی بازار است که به معنی تغییر قیمت در جهت مخالف در واکنش یا پاسخ به سفارش خرید یا فروش است. دومین مولفه ریسک

مرتبط با شوکهای تقاضای ناهمبسته است. پاگانو نشان می دهد که ریسک نقدشوندگی بازار و شوکهای تقاضای ناهمبسته با افزایش تعداد مشارکت کنندگان بازار کاهش خواهد یافت. بازار ثانویه عمیق تر این امکان را برای شرکتها فراهم می کند تا با کاهش بازدهی مورد نیاز سرمایه گذاران و بالطبع مواجه شدن با هزینه ای پایین تر، سرمایه خود را افزایش دهند. نشانه های عمق بازار می تواند توسط انواع مختلف معیارها شامل سرمایه بازار، حجم معاملات، نسبت گردش و تعداد شرکت های به ثبت رسیده یا پذیرفته شده در بازارهای بورس اندازه گیری شود:

۱. **سرمایه بازار:** کل ارزش تمامی سهام به ثبت رسیده یا پذیرفته شده در بازار که به صورت حاصل ضرب قیمت انواع کل سهام در تعداد سهام منتشر شده و به فروش رسیده

محاسبه می‌شود. سرمایه بازار اغلب بر برخی از شاخص‌های تولید (تولید ناخالص داخلی، تولید ناخالص ملی یا تولید صنعتی) تقسیم می‌شود که نسبت سرمایه بازار [۴۲] نامیده می‌شود و اندازه بازار سهام را نسبت به اقتصاد نشان می‌دهد.

**۲. ارزش معاملات:** برابر است با کل ارزش بازار معاملات سهام. ارزش معاملات معیار نقدشوندگی بازار بوده و مکمل معیار اولی می‌باشد زیرا بازار می‌تواند بزرگ اما غیر فعال باشد. ارزش معاملات را نیز می‌توان بر شاخصی از تولید تقسیم کرد که در این صورت نسبت ارزش معاملات [۴۳] نامیده می‌شود.

**۳. نسبت گردش:** برابر است با کل ارزش بازار معاملات سهام تقسیم بر سرمایه بازار. نسبت گردش مکمل دو معیار اولی می‌باشد زیرا یک بازار کوچک با نقدشوندگی بالا نسبت گردش بزرگی خواهد داشت اما نسبت ارزش معاملات آن کوچک خواهد بود.

**۴. تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بازارهای بورس:** تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بازارهای بورس معمولاً در طول زمان نسبتاً ثابت باقی می‌ماند؛ با این وجود تعداد بیشتر شرکتهای پذیرفته شده در بازارهای بورس در یک کشور نسبت به دیگر کشورها ممکن است نشاندهنده توسعه بیشتر باشد. علاوه بر این تغییری بزرگ در تعداد شرکتهای به ثبت رسیده در یک زمان خاص ممکن است نشاندهنده تغییر در تعادل ثابت و پایدار بازار باشد.

## ۲-۲-۲. عرض

عرض به معنی تنوع بازار بر حسب مشارکت شرکتهای بزرگ و کوچک، انواع شرکتهای از بخشهای مختلف صنعت و خارجیان می‌باشد. عرض ریسک کل بازار را کاهش می‌دهد، مالکیت گسترده را ترغیب می‌کند که به نوبه خود سرمایه را افزایش می‌دهد و شرکتهای کوچکتر را قادر می‌سازد تا به سرمایه‌ای دسترسی داشته باشند که در غیاب شرکتهای بزرگ‌تر در بازار موجود نبود. اندازه‌گیری برخی از ابعاد عرض بازار مشکل بوده و اطلاعات نیز به ندرت جمع‌آوری و گزارش می‌شوند. معیارهای قابل استفاده در زیر توضیح داده می‌شوند:

**۱. نرخ تمرکز بازار ده شرکت [۴۴]:** در صدی از کل سرمایه بازار که برای ده شرکت برتر بازار محاسبه می‌شود.

**۲. متوسط اندازه شرکتهای پذیرفته شده:** معیاری که برای مقایسه عرض بازار کشورهای مختلف با یکدیگر مفید است.

**۳. ترکیب بخشی [۴۵]:** درصدی از کل سرمایه بازار که برای شرکتهای در هر بخش از اقتصاد محاسبه می‌شود. در بازار سهامی که سهام به طور یکنواخت بین تمامی بخشها توزیع شده باشد تنوع پذیری ریسک را در درون بازار ممکن می‌سازد.

**۴. نرخ قابلیت سرمایه‌گذاری [۴۶]:** نرخ قابلیت سرمایه‌گذاری به صورت تقسیم کل سرمایه بازار شاخص قابل سرمایه‌گذاری شرکت تامین مالی بین‌المللی [۴۷] بر شاخص جهانی شرکت تامین مالی بین‌المللی [۴۸] محاسبه می‌شود. شاخص جهانی شرکت تامین مالی بین‌المللی نماینده آن دسته از سهام در بازار است که فعالانه تر از دیگر سهامها معامله می‌شوند و گسترده‌ترین شاخص تحرکات بازار است. هدف شاخص جهانی شرکت تامین مالی بین‌المللی نوعاً ما بین ۶۰ تا ۷۵ درصد از کل سهام پذیرفته شده در بازار می‌باشد. شاخص قابل سرمایه‌گذاری شرکت تامین مالی بین‌المللی نیز نماینده سهام‌هایی است که قانوناً و عملاً برای سرمایه‌گذاران خارجی قابل استفاده می‌باشند. اگر نرخ قابلیت سرمایه‌گذاری مقداری نزدیک به یک داشته باشد به معنای گشودگی بیشتر بازار برای سرمایه‌گذاران خارجی است.

## ۳-۲-۲. کارآیی

کارآیی بر مدیریت و اداره بازار اشاره دارد. زمانی که تعداد بنگاه‌های اقتصادی بیشتری در بازار حضور دارند، متوسط هزینه فناوری‌های پیچیده معاملاتی کاهش می‌یابد و شرکتهای سرمایه‌گذاران حساسیت بیشتری در بازار برای انجام معاملات از خود نشان خواهند داد. فساد [۴۹] که مختص برخی از بازارهای کوچک می‌باشد، می‌تواند به واسطه نظارت بیشتر کاهش یافته یا برعکس به دلیل اجرای ناکارآمد برنامه‌های خصوصی‌سازی و نتیجتاً مالکیت مطلق تعداد اندکی از سهامداران بر سهام افزایش یابد. کارآیی همچنین تابعی از روشهای پرداخت (بدهی)، قوانین و مقررات بازار سهام، مالیات و دیگر هزینه‌های معاملاتی و کارآیی بازار می‌باشد. کمی کردن کارآیی بازار مشکل می‌باشد. با این حال برخی از شاخصهای کارآیی بازار عبارتند از:



۱. آزادی در ورود: توانایی سرمایه‌گذاران خارجی را در ورود به بازار نشان می‌دهد. بر اساس دانشنامه بازار جهانی بورس اوراق بهادار [۵۰] مقررات ورود به پنج گروه ورود آزاد، ورود نسبتاً آزاد، طبقات خاص، تنها سرمایه‌گذاران مجاز و بسته طبقه‌بندی می‌شوند.

۲. آزادی در بازگرداندن سرمایه و درآمد به میهن: نشان‌دهنده سهولت در انتقال سرمایه یا درآمد از بازار می‌باشد و می‌تواند به چهار گروه آزاد، برخی محدودیتها، محدود (کنترل شده یا تحت نظارت) یا آزاد پس از گذشت سالهای معین طبقه‌بندی شود.

۳. مالیات کسر شده از بهره، سود سهام و سودهای بلند مدت: به صورت درصدی اندازه‌گیری می‌شود. برخی مواقع اگر سودهای به دست آمده دوباره و سریعاً در بازار سرمایه‌گذاری شوند این مالیات بخشوده خواهند شد.

۴. گزارش دهی اطلاعات: از قبیل گزارش رویدادهای بازار، کارمزد کارگزاری و نسبت قیمت به درآمد.

۵. استانداردهای حسابداری: به سه درجه خوب، کافی یا ضعیف طبقه‌بندی می‌شود.

۶. استانداردهایی برای پرداخت (بدهی)، محافظت (در برابر خطر) و ریسک عملیاتی: روشهای محاسبه این شاخص به صورت زیر است:

۱. پرداخت بدهی: این استاندارد امکان مقایسه کارایی در پرداخت بدهی در بازارهای مختلف و نیز پیگیری تکامل تدریجی عملکرد پرداخت بدهی در بازارهای مجزا را در طول زمان فراهم می‌سازد. این استاندارد چهار جزء را در یکدیگر ترکیب می‌کند و کل هزینه را برای آن دسته از مشارکت‌کنندگان بازار که در انجام معاملات ناموفق هستند، نشان می‌دهد. این چهار جزء عبارتند از: متوسط اندازه معاملات، نرخ‌های بهره بازار محلی، نسبت معاملاتی که با

موفقیت همراه نیستند و طول زمانی که در طی آن معاملات با شکست همراه هستند. با تبدیل دوباره اطلاعات به ارز پایه، انجام مقایسات بین بازارهای مختلف ممکن خواهد شد. این استاندارد به صورت نمره ای از صد بیان می‌شود و هر چه به صد نزدیک تر باشد، بهتر خواهد بود.

۲. محافظت: این استاندارد کارایی بازارهای مختلف را بر حسب وصول سود سهام و بهره، پس گرفتن مالیات اضافی کسر شده از حقوق ماهیانه و دفاع از حقوق مالکیت در صورت اقدام گروهی مقایسه می‌کند. این استاندارد این ابعاد را از طریق یک مدل پنج عاملی ارزیابی می‌کند. این پنج عامل عبارتند از: سود حاصل از سرمایه و اوراق بهادار درآمدی در یک بازار خاص، نرخ مالیات کسر شده از حقوق ماهیانه و توانایی بالقوه در باز پس گرفتن مالیات مازاد کسر شده از حقوق ماهیانه، متوسط زمان بین تاریخ سررسید حسابهای پرداختی و حسابهای دریافتی، نرخهای بهره بازار محلی و تعداد و نوع اقدامات گروهی که اتفاق می‌افتد. با تعیین ضرایب وزنی برای هر یک از این عوامل این امکان وجود خواهد داشت تا استاندارد مورد نظر را به صورت نمره‌ای از صد محاسبه کنیم.

۳. ریسک عملیاتی: این استاندارد شامل استانداردهای پرداخت بدهی و محافظت می‌باشد. بنابراین این استاندارد بسته به پیچیدگی نسبی استانداردهای پرداخت بدهی و محافظت در بازارهای مختلف ضرایب وزنی متفاوتی را برای آنها تعیین می‌کند. این استاندارد دیگر عوامل عملیاتی را نیز در نظر می‌گیرد از قبیل سطح مطابقت با پیشنهادات گروه سی [۵۱]. به علاوه این استاندارد پیچیدگی و اثر بخشی ساختار تنظیمی و قانونی بازار مثل محدودیت‌های جریان سرمایه، محدودیت‌های سرمایه‌گذاری خارجی و نظارت بر بازار را در نظر می‌گیرد.

## جدول ۱- تاثیر خصوصی سازی بر روی توسعه بازار سهام

سرمایه بازار	عمق بازار	نقدشوندگی بازار
ارزش معاملات		
نسبت گردش		
تعداد شرکتهای پذیرفته شده	عرض بازار	
نرخ تمرکز بازار ده شرکت		
متوسط اندازه شرکت به ثبت رسیده		
ترکیب بخشی		
نرخ قابلیت سرمایه گذاری	کارایی بازار	
آزادی در ورود		
مالیات کسر شده از بهره، سود سهام و سودهای بلند مدت		
گزارش دهی اطلاعات		
استانداردهای حسابداری		
استانداردهایی برای پرداخت بدهی، محافظت در برابر خطر و ریسک عملیاتی		

منبع: میلر، ۲۰۰۲.

یعنی حجم معاملات افزایش خواهد یافت. از طرف دیگر اگر سهام SOEs قبلاً در بازارهای بورس پذیرفته نشده باشد خصوصی سازی بر حسب سرمایه بازار و نیز حجم معاملات منجر به افزایش عمق بازار می شود. اما این به هیچ وجه پایان داستان نمی باشد. کل مزایایی که بازار سهام از آن بهره مند می شود حتی متجاوز از منافع مستقیم ناشی از خصوصی سازی خواهد بود. این مزیت هایی اضافی ناشی از صرفه های خارجی مثبت [۵۳] افزایش نقدشوندگی بازار سهام است:

افزایش نقدشوندگی ریسک مشارکت کنندگان بازار را کاهش داده و آنها را وارد بازار خواهد کرد.

خصوصی سازی به عنوان نشانه ای از تعهد دولت در قبال توجه بیشتر به توسعه بازار سهام و نیز تعهدی برای اصلاح مشکلات پولی و مالی خود عمل خواهد کرد.

خصوصی سازی نوعاً باعث جذب بسیاری از سرمایه گذاران و

هر سه مشخصه عمق، عرض و کارایی در نقدشوندگی بازار تاثیرگذار هستند. به طور کلی بازارهایی که از عمق، عرض و کارایی چندانی برخوردار نیستند در مقایسه با دیگر بازارها نقدشوندگی پایین تری خواهند داشت. نقدشوندگی پایین باعث بیرون رانده شدن بازیگران از صحنه بازار می شود و می تواند در نهایت منجر به ایجاد شرایطی خود نگهدار شود که "تله نقدشوندگی پایین [۵۲]" نامیده می شود. خصوصی سازی می تواند بازار سهام را از این دام نجات دهد یعنی امکان افزایش نقدشوندگی بازار را فراهم سازد که می تواند در یک فرآیند چرخه ای حتی نقدشوندگی بیشتری را به دنبال داشته باشد. منطق این استدلال کاملاً آشکار است: اگر سهام یک SOEs قبلاً برای معامله در بازارهای بورس پذیرفته شده باشد اما به صورتی فعالانه در بازار معامله نشود در آن صورت خصوصی سازی باعث خواهد شد عموم مردم به سهام این شرکت دسترسی داشته باشند

شرکت‌های خارجی خواهد شد یعنی عمق بازار افزایش می‌یابد. حتی سرمایه‌گذاران خارجی با خود دانش و تجربه به همراه دارند که کارآیی بازار را بهبود می‌بخشد.

افزایش سرمایه‌گذاران بازار متوسط هزینه انجام معاملات پیچیده و مکانیزم پرداخت بدهی و تسویه حساب را کاهش می‌دهد.

به دلیل آنکه SOEs تمایل دارند خود را به عنوان نماینده بزرگترین یا بهترین بخش از زیر ساختار کشور نشان دهند، خصوصی‌سازی باعث بهبودی قابل توجه در تنوع بازار و کاهش ریسک آن می‌شود.

یک سهم در صورتی نقدشوندگی پایینی خواهد داشت که سفارشات فروش به قیمتی پایین‌تر از سفارشات خرید به انجام برسد. چنین تفاوتی می‌تواند به صورت جبران خدمات معامله‌کنندگان و واسطه‌ها که نیازهای نقدشوندگی دیگر سرمایه‌گذاران را بر آورده می‌سازند، تفسیر شود. این تفاوت بین قیمت خرید و فروش سه جزء اصلی دارد: اولین جزو هزینه کنترل موجودی است.

این هزینه از آنجا ناشی می‌گیرد که تامین نقدینگی دلالت ضمنی بر یک انحراف موقت از نگهداری سطح بهینه از دارایی دارد که مستلزم پذیرش ریسک بیش از حد و صرف ریسک می‌باشد. دومین جزو با مشکل انتخاب نامناسب [۵۴] ارتباط دارد. سفارشی که انجام گرفته ممکن است توسط شخصی پیشنهاد شده باشد که در رابطه با قیمت‌های آتی اطلاعات محرمانه داشته است. سومین جزء نتیجه هزینه‌هایی است که با بی‌ثباتی یا اطلاعات هیچ ارتباطی ندارد مثل هزینه‌های مربوط به فرآیند انجام سفارش و افزایش قیمت که از سوی معامله‌گران غیر رقابتی در خواست می‌شود.

در ادامه کانالهایی معرفی می‌شود که از طریق آن SIPs می‌تواند این تفاوت بین قیمت خرید و فروش را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

۱- زمانی که به خاطر عدم توانایی در هماهنگی ما بین شرکتها و سرمایه‌گذاران، بازار سهام در یک تعادل "نقدشوندگی پایین - صرف ریسک بالا" به دام می‌افتد، SIPs می‌تواند عدم

نقدشوندگی را از طریق افزایش فرصتهای تنوع‌سازی برای سرمایه‌گذاران کاهش دهد. سرمایه‌گذاران فرصت ایجاد تنوع در پرتفولیوی خود را زمانی به دست خواهند آورد که سهام بسیاری از شرکتها به صورت عمومی به بازار عرضه شود. با این وجود عرضه خصوصی اولیه سهام ممکن است کمتر از سطح مطلوب یا بهینه باشد. علت این است که هر کارفرمای اقتصادی کل هزینه انتشار سهام را متحمل می‌شود اما نمی‌تواند از مزایای متنوع‌سازی که از انتشار سهام اضافی به دست می‌آید، به نفع خود استفاده نماید. اگر سرمایه‌گذاران عرضه اولیه سهام [۵۵] (IPOs) بسیار کمی را انتظار داشته باشند در آن صورت وارد بازار سرمایه‌ای نخواهند شد که همچنان کوچک و با نقدشوندگی پایین باقی خواهد ماند. سیاست خصوصی‌سازی که افزایش عرضه اولیه سهام شرکت‌های دولتی را هدف قرار داده باشد می‌تواند تعادل را از این دام در حال توسعه دور کند و نقدینگی شرکت‌های خصوصی را بهبود بخشد.

زمانی که نمایندگان اطلاعاتی کم هزینه در مورد بازدهی شرکت به دست می‌آورند، تاثیر مشابهی بر روی نقدشوندگی بازار سهام وجود خواهد داشت. با این حال فرصت سود بردن از چنین اطلاعاتی تنها در صورتی وجود خواهد داشت که سهام بسیاری از شرکتها به صورت عمومی در بازار عرضه شود. متقابلاً شرکت‌هایی که سهام آنها به صورت عمومی در بازار عرضه شده است می‌توانند از وجود تعداد زیادی سرمایه‌گذار مطلع که صرف ریسک پایین‌تری را انتظار دارند، منتفع شوند چرا که سرمایه‌گذاران قادر هستند بازدهی شرکت را به صورت دقیق‌تری پیش‌بینی نمایند.

مجدداً عدم هماهنگی ممکن است منجر به تعادل "رفاه کمتر - نقدشوندگی کمتر" شود. در این شرایط نمایندگان به درستی عرضه اولیه سهام بسیار کمی را انتظار خواهند داشت و نتیجتاً شرکتها سهام خود را عرضه نخواهند کرد. برنامه SIP پایدار می‌تواند سرمایه‌گذاران مطلع و شرکتها را تشویق نماید تا وارد بازار شوند.

۲- SIPs می‌تواند نوعاً از طریق انتشار سهام SOEs در بازار، بازارهای بورس داخلی و حداقل یک بازار بازارهای بورس خارجی

[۵۶] و در نتیجه تحریک مشارکت سرمایه‌گذاران خارجی تفاوت بین قیمت خرید و فروش را کاهش دهد. عرضه سهام در بازارهای بازاریهای بورس جهانی ممکن است در افزایش مشارکت خارجی در بازار داخلی موثر باشد. انتشار سهام SOEs در بازارهای بورس داخلی و حداقل یک بازارهای بورس خارجی معمولاً با رسمیت و پذیرش بیشتر سرمایه‌گذار همراه است که به سرمایه‌گذاری بیشتر و کاهش صرف ریسک می‌انجامد.

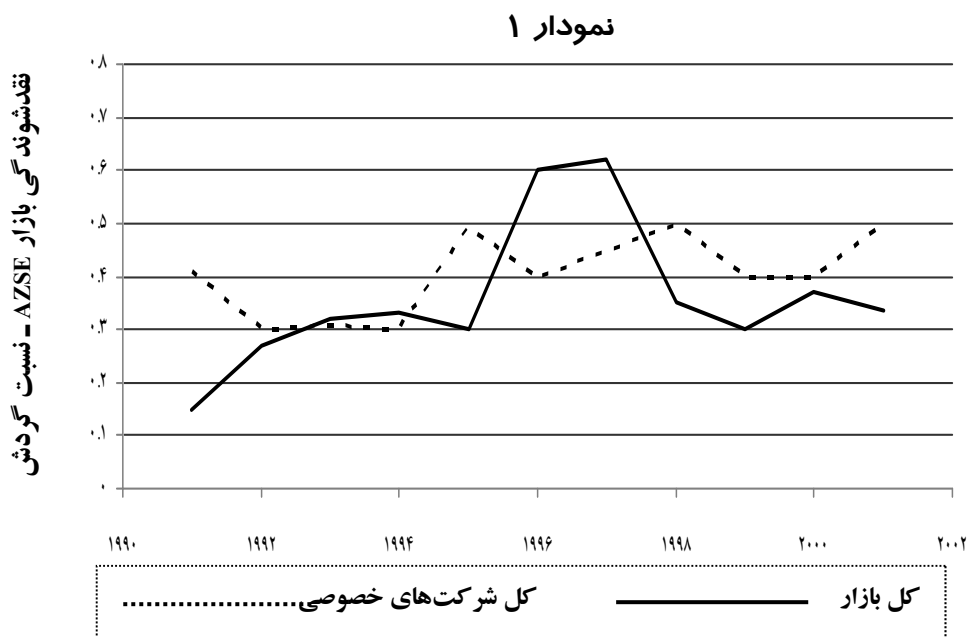
این تاثیر حتی می‌تواند به دلیل تاثیرگذاری انتشار سهام SOEs در بازارهای بورس داخلی و خارجی در ارتقای حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران و کاهش هزینه‌های نمایندگی کنترل سهامداران تقویت شود؛ یعنی زمانی که سهام شرکتها در بازارهای بورس خارجی معروفی منتشر شود که شهرت آن به دلیل برخورداری از الزاماتی دقیق و مشخص در رابطه با شفافیت و استانداردهایی برای چگونگی اداره شرکتها است. مشارکت خارجی حتی می‌تواند از طریق صرفه‌های خارجی مثبت به نقدشوندگی سهامی که صرفاً در بازار داخلی معامله می‌شود، کمک نماید. خارجیانی که سهام منتشر شده در بازارهای بورسهای خارجی را خریداری می‌کنند شروع به تقسیم ریسکی می‌نمایند که تا قبل از خصوصی‌سازی تنها توسط سرمایه‌گذاران داخلی تقبل می‌شد.

در نتیجه صرف ریسک مورد انتظار کاهش یافته و نقدشوندگی شرکت‌های خصوصی و غیر خصوصی افزایش خواهد یافت.

۳- احتمال جابه‌جایی جریان سفارشات به سمت بازارهای

خارجی، پیامد عملی غیر رقابتی به بار خواهد آورد. جابه‌جایی جریان سفارشات، نسبت گردش داخلی سهام منتشر شده در بازارهای بورس داخلی و خارجی را کاهش خواهد داد. در عین حال، افزایش رقابت بین بازارسازی که در بازارهای بورس مختلف مستقر هستند ممکن است تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش [۵۷] را کاهش دهد خصوصاً زمانی که پل ارتباطی و اطلاعاتی محکمی در سرتاسر بازارها وجود دارد. بنابراین نقدشوندگی داخلی سهام منتشر شده در بازارهای بورس داخلی و خارجی زمانی که تاثیر سودمند افزایش رقابت حکمفرما می‌شود، می‌تواند بالاتر باشد. با این وجود، انتشار سهام در خارج تاثیری منفی بر روی نقدشوندگی بازارهای صرفاً داخلی دارد زیرا سرمایه‌گذاران نهادی اقدام به تعدیل دوباره پرتفولیوی خود می‌نمایند یعنی سهامی را که صرفاً در بازارهای داخلی معامله می‌شود فروخته و سهام منتشر شده در بازارهای بورس خارجی را خریداری می‌نمایند که تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش آنها پایین‌تر است.

در نمودارهای (۱) و (۲) تاثیر خصوصی‌سازی بر روی نقدشوندگی بازارهای بورس سهام نیوزیلند و استرالیا (که با معیار نسبت گردش اندازه‌گیری می‌شود) نشان داده شده است. [۵۸]



## نمودار ۲

علیرغم اینکه به نظر می‌رسد خصوصی‌سازی با توسعه بازار سهام ارتباط داشته باشد، شدت توسعه بازار به مراتب متجاوز از تاثیرات مستقیم خصوصی‌سازی بوده است.

خصوصی‌سازی آزمونی ایده آل برای نشان دادن تعهد سیاسی نسبت به اصلاحات بازارگرا است چرا که شدیداً عزم و اراده تعیین‌کنندگان خط‌مشی سیاسی را برای ایستادگی در برابر عقب‌نشینی پس از به انجام رساندن فروش آزمون می‌کند. این آزمون در رابطه با عقب‌نشینی نیروهای سیاسی از اداره و نظارت بر فعالیت‌های اقتصادی می‌باشد. در نتیجه سیاست‌مدارانی که عادت داشتند فعالیت شرکت را به صورت اختیاری و نه بر اساس قوانین و مقررات کنترل نمایند، مشاهده می‌کنند که اختیاراتشان

## ۲-۳. خصوصی‌سازی، ریسک سیاسی و توسعه بازار سهام [۵۹]

در این قسمت به بررسی این موضوع می‌پردازیم که اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی چگونه می‌تواند از طریق کاهش ریسک سیاسی مزایایی غیر مستقیم برای توسعه بازار سهام داخلی به همراه داشته باشد. بسیاری از کشورها با عرضه سهام شرکت‌های مختلف در بازارهای بورس سهام داخلی اقدام به خصوصی‌سازی نموده‌اند و چنین فروش‌هایی مطمئناً منجر به افزایش سرمایه بازار شده است. با این وجود این تاثیر مستقیم خصوصی‌سازی بخش قابل توجهی از رشد در بازارهای سرمایه داخلی را توجیه نمی‌کند.

در زمینه تخصیص دوباره منابع به سرعت کاهش یافته است. این جابه جایی یا انتقال اختیارات کنترلی از سیاستمداران به مالکان خصوصی (غیردولتی) یکی از دلایل اصلی بهبود عملکرد شرکتها تحت مالکیت خصوصی محسوب می‌شود. اگر چه خصوصی سازی به خودی خود می‌تواند به نفع اصلاحات بازارگرا به نیرومند شدن نیروهای سیاسی کمک نماید اما پس از فروش دولت حاکم نمی‌تواند کاملاً از تغییرات سیاسی جلوگیری به عمل آورد. در واقع هر زمان که دولت قصد دارد از بازار سهام برای فروش SOEs استفاده نماید، پیش از فروش انگیزه دارد تا چارچوب قانونی و تنظیمی سختی ایجاد کند و ابهام در مورد حقوق خصوصی را کاهش دهد تا معاملات بازار سهام تسهیل شود. این تسهیل در انجام معاملات برای برآورده ساختن نیازهای تامین مالی خود دولت باعث نقض سیاست منع عرضه سرمایه خصوصی [۶۰] می‌شود. با این وجود این فرآیند آنی و برگشت‌ناپذیر نمی‌باشد، پس از فروش این ریسک بالقوه وجود خواهد داشت که دولت دوباره تغییر سیاستی از خود نشان دهد. عمیق تر شدن بازار تنها زمانی اتفاق خواهد افتاد که به دلیل پیشرفت واقعی خصوصی سازی (و نه فقط اعلان آن) اعتماد سرمایه‌گذار در طول زمان نسبت به بازار جلب شود. بنابراین تنها پیاده‌سازی واقعی برنامه خصوصی سازی می‌تواند به افزایش اطمینان در یک محیط اقتصادی کمک کند و به سرمایه‌گذاری و تجارت بیانجامد. تاثیر خصوصی سازی مخصوصاً در بازارهای سهام نوظهور که سیستم قانونی آنها چندان توسعه یافته نمی‌باشد، وضوح بیشتری دارد. برای نمونه سرمایه‌گذاران خصوصی همواره از سرمایه‌گذاری در صنایعی همچون خدمات شهری (برق، آب، گاز و تلفن) و زیر ساخت‌ها روی گردان بوده‌اند چرا که تغییرات واقعی سیاستی در این صنایع در عمل باعث تشدید ریسک سلب مالکیت می‌شود.

فرضیه ایجاد اطمینان [۶۱] توسط پروتی (۱۹۹۵) توسعه داده شده است. او نشان می‌دهد که خصوصی سازی نیازمند پیشروی تدریجی است (در عین حال که به انتقال یا جابه جایی سریع کنترل می‌انجامد) تا اینکه بتوان به اعتمادی راسخ نسبت به سیاستی با ثبات در قبال شرکت‌های خصوصی سازی شده دست یافت. کم قیمت گذاشتن [۶۲] نیز ممکن است به عنوان نشانه‌ای مکمل از تعهد به کار برده شود. پروتی و جونی [۶۳] (۱۹۹۳) دریافتند که درآمد حاصل از خصوصی سازی با گذشت زمان

افزایش می‌یابد که نشان می‌دهد فروش تدریجی (گام به گام) تحت قاعده و اصولی معین باعث ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران می‌شود. آنها همچنین ثابت کردند که کم قیمت گذاشتن به طور متوسط در خصوصی سازی در مقایسه با عرضه اولیه عمومی سهام توسط شرکت‌های خصوصی بیشتر است و به طور خاص در شرکت‌هایی که درآمد مشمول مالیات قابل توجهی دارند (مثل خدمات شهری که در معرض ریسک سیاسی بالاتری قرار دارند) بیشتر خواهد بود. دونتر و مالاتستا [۶۴] ثابت کردند که کم قیمت گذاشتن با اینکه همواره برای خصوصی سازی بالاتر نمی‌باشد، برای شرکت‌هایی که در معرض ریسک سیاسی بالاتری هستند، بیشتر است.

بوبری و حمزه (۲۰۰۷) نشان دادند که خصوصی سازی تأثیری همزمان بر روی توسعه بازارهای سهام ندارد. اگر محیط قانونی اولیه کارآمد باشد، روش و شدت خصوصی سازی همچنان تأثیری با تاخیر زمانی یک ساله خواهد داشت. برای نمونه آنان نتیجه گرفتند که در بازارهای نوظهور روش خصوصی سازی (یعنی خصوصی سازی از طریق عرضه سهام) تأثیری با تاخیر زمانی دوساله و شدت خصوصی سازی تأثیری با تاخیر زمانی یک ساله بر روی اندازه و نقدشوندگی بازار سهام دارد. اما در کشورهای پیشرفته روش خصوصی سازی هیچ گونه تأثیری بر روی توسعه بازار سهام نداشت و شدت خصوصی سازی نیز با تاخیر زمانی یک ساله منجر به بهبود در اندازه و نقدشوندگی بازار سهام می‌شد. در بازارهای نوظهور در مقایسه با کشورهای پیشرفته اطمینان سرمایه‌گذاران بر مبنای افق زمانی طولانی مدت‌تری شکل می‌گیرد لذا منافع حاصل از خصوصی سازی با گذشت زمان تحقق خواهد یافت.

یک برنامه موفق خصوصی سازی همچنین می‌تواند منجر به کاهش عدم اطمینان قراردادی و قانونی مربوط به بازار سرمایه شود از جمله حمایت از اقلیت سهامداران. جذب سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی توسط دولت نیازمند تحقق شرایط زیر خواهد بود:

- وجود کمیسیون بازار بورس و اوراق بهادار [۶۵] قابل اعتماد.
- ترویج و ارتقای استانداردهای حسابداری و قوانین روشن‌تر افشا سازی.
- وجود روش‌هایی برای اعتراض در برابر تصمیمات و انتصابات مدیریتی و کاهش در قوانین قضایی و مالی که در

نوع خود باعث تسهیل استقراض بخش دولتی می‌شود.

- تسهیل در بازگرداندن سود حاصل از سرمایه‌گذاری خارجی به کشور متبوع سرمایه‌گذار.
- مالکیت خارجی و ورود رقابتی.

لاپورتا و همکاران [۶۶] دریافتند که کشورهایی با کیفیتی پایین‌تر در حوزه قوانین و مقررات و اجرای آنها، بازارهای سرمایه کوچک‌تر و کم‌عرض‌تری دارند و شرکت‌های پذیرفته شده در بازارهای سهام این کشورها از ویژگی مالکیت متمرکز برخوردار هستند. دمیروچ - کونت و ماکسیمویچ [۶۷] نشان دادند شرکت‌ها در کشورهایی با رتبه‌هایی بالاتر در زمینه اثر بخشی سیستم‌های قانونی می‌توانند به دلیل اتکای بیشتر به تامین مالی بیرونی سریع‌تر رشد کنند. بوبکری و حمزه (۲۰۰۷) به مانند لاپورتا، لویز، - دی - سیلانز، شلیفر و ویشنی [۶۸] نشان می‌دهند که خاستگاه قانون [۶۹] تاثیر قابل توجهی بر روی میزان توسعه بازار سهام دارد. بازار در کشورهایی با حقوق غیرمدون [۷۰] در مقایسه با کشورهای برخوردار از حقوق مدنی [۷۱] توسعه‌یافته‌تر هستند چرا که حمایت بهتری از سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند. بنابراین چگونگی تفیذ و اجرای قانون نتایج متفاوتی به همراه خواهد داشت.

برخی از پژوهش‌هایی که به بررسی ارتباط بین خصوصی‌سازی و توسعه بازار سهام پرداخته‌اند عبارتند از :

۱- گارسیا و لیو (۱۹۹۹) عوامل تعیین کننده توسعه بازار سهام را در سطح اقتصاد کلان بررسی کردند. آنها نتیجه گرفتند که درآمد واقعی، نرخ پس انداز، توسعه مالی و نقدشوندگی بازار سهام مهم ترین عوامل تعیین کننده توسعه بازار سهام هستند. با این وجود نتوانستند بسیاری از دیگر تغییراتی را که در چارچوب زمانی تحقیق اتفاق افتاد، شناسایی کنند.

۲- مجینسون (۱۹۹۹) اطلاعاتی ارائه کرد که نشان می‌دهد همبستگی معناداری بین خصوصی‌سازی و توسعه بازار سهام وجود دارد. او نشان داد که SIPs با افزایشی قابل ملاحظه در سرمایه بازار و حجم معاملات همراه است. با این وجود نتوانست تحلیلی دقیق و موشکافانه انجام دهد.

۳- بوتیچکوا و مجینسون (۲۰۰۰) سیر تکاملی خصوصی‌سازی را از طریق عرضه عمومی سهام در چندین بازار تحلیل کرده و نشان دادند که خصوصی‌سازی کمک قابل توجهی به رشد سرمایه بازار داخلی می‌نماید. به منظور ارزیابی تاثیر

خصوصی‌سازی بر روی نقدشوندگی بازار، آنان با تشکیل معادله رگرسیون رابطه نسبت گردش را با تعداد معاملات خصوصی‌سازی در هر سال و برای هر کشور بررسی کردند. نتایج به دست آمده نشان داد هر معامله خصوصی‌سازی منجر به افزایش ۲/۳٪ در نسبت گردش بازار ملی در اولین سال پس از انجام خصوصی‌سازی و افزایش ۱/۷٪ در سال بعدی (یعنی دومین سال پس از خصوصی‌سازی) می‌شود. اما این محققان نمونه خود را محدود به کشورهایی نمودند که بازارهای آنها از نقدشوندگی کافی برخوردار بود و به طور ضمنی فرض کردند که خصوصی‌سازی مستقل از سطح توسعه بازار سهام است.

۴- پروتی و ون اویجن (۲۰۰۱) بررسی کردند که آیا خصوصی‌سازی می‌تواند از طریق کاهش ریسک سیاسی تاثیر غیرمستقیم قابل ملاحظه‌ای بر روی توسعه بازار سهام داخلی در بازارهای نوظهور داشته باشد؟ بویژه آنان نشان دادند که خصوصی‌سازی نه تنها منجر به افزایش اندازه می‌شود بلکه طی دوره زمانی ۱۹۸۸ - ۱۹۹۵ باعث بهبودی تدریجی در محیط سیاسی ۳۱ بازار نوظهور گردید. آنها نتیجه گرفتند که کاهش ریسک سیاسی ناشی از اجرای موفقیت آمیز برنامه‌های خصوصی‌سازی تاثیر شدیدی بر روی توسعه بازار سهام در اقتصادهای نوظهور دارد.

۵- لاوین و پروتی (۲۰۰۰) به بررسی مجدد تاثیر خصوصی‌سازی بر روی توسعه بازار سهام پرداختند اما این بار آزادسازی مالی تحت کنترل قرار گرفت. نتایج به دست آمده از نمونه‌ای شامل ۲۲ کشور که اقدام به اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی نموده بودند همراه با یک گروه کنترل طی دوره زمانی ۱۹۹۵ - ۱۹۸۸ نشان داد که پیشرفت در خصوصی‌سازی تدریجاً منجر به اعتماد بیشتر می‌شود. آنها نتیجه گرفتند که کاهش در ریسک تغییر سیاست ناشی از خصوصی‌سازی موفق و آزادسازی مالی، تاثیر مهمی بر روی توسعه بازار سهام در بازارهای نوظهور دارد.

۶- بورتولوتی، دی جونگ، نیکودانو و اسپیندل (۲۰۰۲) با تشکیل نمونه‌ای از نوزده کشور طی دوره ۲۰۰۰ - ۱۹۸۵ نشان دادند که خصوصی‌سازی تاثیر عمده‌ای بر روی نقدشوندگی بازار سهام ( که با نسبت گردش اندازه گیری می‌شود) داشته است. در این تحقیق آنان سرمایه بازار سهام را (که معیاری از توسعه بازار سهام است) کنترل کرده و به توضیح نسبت گردش (که خود با

سرمایه بازار تعیین می‌شود) پرداختند. به علاوه آن‌ها ریسک سیاسی را به عنوان متغیری مستقل در نظر گرفتند که احتمالاً باعث نتیجه گیری نادرست خواهد شد چرا که ریسک سیاسی و خصوصی‌سازی همبستگی قوی با یکدیگر دارند.

#### ۴-۲. آزادسازی و توسعه بازار سهام

یکی از موضوعات مهم در حوزه پژوهش‌های مالی درک تاثیر آزادسازی مالی بر روی هزینه سرمایه، تغییرپذیری و بازدهی دارایی و سرمایه‌گذاری و به طور کلی تحریک توسعه بازارهای سرمایه داخلی می‌باشد.

به اعتقاد دانیال [۷۲] و همکاران (۲۰۰۹) مزایای آزادسازی بازار سهام عبارتند از:

۱. آزادسازی با فراهم ساختن امکان اشتراک ریسک بین نمایندگان داخلی و خارجی می‌تواند هزینه سرمایه مالکانه [۷۳] (نرخ بازده مورد انتظار سهام عادی شرکت در بازار سرمایه) را کاهش دهد.
۲. آزادسازی حساب سرمایه [۷۴] می‌تواند تاثیری مثبت بر روی سرمایه‌گذاری داشته باشد.

مدل‌های استاندارد بین‌المللی قیمت‌گذاری دارایی پیش‌بینی می‌کنند که آزادسازی بازار سهام می‌تواند هزینه سرمایه مالکانه را کاهش دهد. این پیش‌بینی دو نتیجه ضمنی و عملی مهم برای آن دسته از بازارهای نوظهوری دارد که در اواخر دهه ۱۹۸۰ و دهه ۱۹۹۰ اقدام به آزادسازی بازار سهام خود نموده‌اند:

۱- اگر آزادسازی بازار سهام کل هزینه سرمایه مالکانه را کاهش دهد، با ثابت نگه داشتن جریان‌های نقدی آتی مورد انتظار می‌بایست شاهد افزایش شاخص قیمت سرمایه [۷۵] در کشور باشیم.

۲- می‌بایست متعاقب آزادسازی بازار سهام، سرمایه‌گذاری فیزیکی افزایش یابد به این دلیل که کاهش در هزینه سرمایه مالکانه باعث خواهد شد تا ارزش فعلی خالص برخی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری پس از آزادسازی از منفی به مثبت تبدیل شود.

هزینه سرمایه مالکانه دو مولفه یا جزء دارد: صرف سرمایه [۷۷] و نرخ بازدهی بدون ریسک. بنابراین به سه دلیل آزادسازی بازار سهام باعث کاهش در هزینه سرمایه مالکانه می‌شود:

آزادسازی بازار سهام می‌تواند خالص جریان ورودی

سرمایه [۷۷] را افزایش دهد و نتیجتاً نرخ بازدهی بدون ریسک کاهش یابد.

در صورتی که به خارجیان اجازه دهیم اقدام به خریداری سهام در بازارهای داخلی نمایند، اشتراک ریسک بین سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی تسهیل خواهد شد. افزایش اشتراک ریسک صرف سرمایه را کاهش می‌دهد.

افزایش در جریان سرمایه ورودی می‌تواند نقدشوندگی بازار سهام را نیز افزایش دهد. افزایش در نقدشوندگی نیز صرف سرمایه را کاهش خواهد داد.

با این وجود آزادسازی بازار سهام همواره باعث کاهش در هزینه سرمایه مالکانه نمی‌شود. اگر چه آزادسازی بدون هیچ ابهامی صرف سرمایه را کاهش می‌دهد اما اصولاً می‌تواند به افزایش نرخ بازدهی بدون ریسک و هزینه سرمایه نیز بیانجامد. افزایش یا کاهش نرخ بازدهی بدون ریسک پس از آزادسازی بازار سهام شدیداً تحت تاثیر دو عامل قرار دارد:

آیا برداشتن محدودیت‌هایی که در برابر جریان ورودی سرمایه به بازار سهام وجود دارد با افزایش جریان های خروجی سرمایه از این بازار سهام همراه است؟

در زمان انجام آزادسازی، نرخ بازدهی بدون ریسک در شرایط استقلال اقتصادی [۷۸] که برآیندی متعادل از کل پس انداز و سرمایه‌گذاری می‌باشد کمتر از نرخ جهانی بازدهی بدون ریسک قرار دارد یا بیشتر از آن؟

در واقع آزادسازی بازار سهام نوع خاصی از اصلاحات سیاستی کلی می‌باشد که آزادسازی حساب سرمایه نامیده می‌شود. آزادسازی حساب سرمایه بدین معنی است که دولت تصمیم می‌گیرد محدودیت‌هایی را که در ارتباط با جریان‌های ورودی و خروجی سرمایه وجود دارد لغو کند. ادبیات آزادسازی حساب سرمایه را می‌توان به دو شاخه تقسیم کرد: مالی و اقتصاد کلان.

تیر [۷۹] (۱۹۹۵)، تزار و ورنر [۸۰] (۱۹۹۸) و استولز [۸۱] (۱۹۹۹ و ۱۹۹۵) پژوهش‌های پیمایشی جامعی در زمینه ادبیات مالی آزادسازی حساب سرمایه و اشتراک ریسک بین المللی انجام داده‌اند. پیام اصلی پژوهش‌های انجام گرفته این است که پرتفولیوی سرمایه‌گذاران در کشورهای پیشرفته هنوز به سمت اوراق بهادار داخلی گرایش دارد اما آزادسازی حساب سرمایه منجر به تنوع‌سازی بیشتری شده است. تاثیرات افزایش در



یکپارچگی را می‌توان به آسانی در بازارهای نوظهور مشاهده کرد. آزادسازی بازار سهام باعث ارزشیابی مجدد یکباره قیمت‌های سهام در بازارهای نوظهور و کاهش در هزینه سرمایه می‌شود.

از طرف دیگر ادبیات اقتصاد کلان به بررسی تاثیر آزادسازی حساب سرمایه بر روی سرمایه‌گذاری پرداخته است. لوین و زروس [۸۲] (۱۹۹۸) بررسی کردند که آیا افزایش یکپارچگی بازار سهام یک کشور با دیگر بازارهای دنیا می‌تواند باعث افزایش نرخ رشد سهام سرمایه در آن کشور شود؟ آن‌ها هیچ گونه مدرکی به دست نیاوردند که نشان دهد افزایش یکپارچگی بازار سهام منجر به نرخ رشد بالاتر سهام سرمایه به صورت دائم می‌شود. یک توجیه احتمالی می‌تواند این باشد که آزادسازی بازار سهام منجر به افزایشی موقت و نه دائمی در نرخ رشد سهام سرمایه می‌شود. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که آزادسازی بازار سهام احتمالاً (و نه قطعاً) می‌تواند هزینه سرمایه را تغییر دهد. آزادسازی بازار سهام در صورت کاهش کل هزینه سرمایه مالکانه از طریق مکانیسم زیر باعث افزایشی موقت در نرخ رشد سرمایه‌گذاری خواهد شد:



اما دو ایراد عمده بر این توجیه از تاثیر آزادسازی بازار سهام بر روی کل ارزش سرمایه‌گذاری در کشور وارد است. نخست اینکه امکان دارد نرخ بازدهی بدون ریسک داخلی در شرایط استقلال اقتصادی کوچکتر از نرخ بازدهی بدون ریسک جهانی باشد و دوم اینکه فرض ناهمبستگی سودهای آتی مورد انتظار و آزادسازی بازار سهام چندان منطقی به نظر نمی‌رسد [۸۳].

کیم و سیگنال [۸۴] (۲۰۰۰) به مطالعه تاثیر آزادسازی بازار سهام در کشورهای نوظهور پرداخته و نتیجه گرفتند که مزایای آزادسازی بسیار مهم‌تر از ریسکی است که در ارتباط با جریان‌های پرتفوی خارجی در نظر گرفته می‌شود. به نظر می‌رسد که بازارهای سهام متعاقب آزادسازی خود همبستگی کمتری داشته باشد؛ یعنی همبستگی بین سهام مختلف کاهش و کارایی بازار افزایش یابد.

برخی از پژوهش‌هایی که به بررسی تاثیر آزادسازی بر روی توسعه بازار سهام پرداخته‌اند عبارتند از:

۱- هنری (۲۰۰۰) تاثیرات آزادسازی بازار سهام را بر روی

هزینه سرمایه در کشورهای نوظهور مورد تجزیه و تحلیل قرار داد و به این نتیجه دست یافت که آزادسازی، هزینه سرمایه را کاهش داده و اشتراک ریسک بین نمایندگان داخلی و خارجی را ممکن می‌سازد.

۲- گالیندو، اسپچانتارلی و ویس [۸۵] (۲۰۰۷) نتیجه گرفتند که آزادسازی مالی منجر به کارایی بهتر در توزیع سرمایه می‌شود؛ بدین ترتیب که منابع مالی به سمت شرکت‌هایی هدایت می‌شود که بازدهی سرمایه نهایی بالاتری دارند.

۳- بکارت، هاروی و لوندبلود [۸۶] (۲۰۰۱) تحقیقی در مورد تاثیر آزادسازی مالی بر روی توسعه اقتصادی انجام دادند و دریافتند که آزادسازی مالی باعث افزایش قابل ملاحظه رشد واقعی اقتصاد می‌شود.

۴- بکارت و هاروی (۲۰۰۰) استدلال می‌کنند که فعالیت سفته‌بازی می‌تواند نقش اطلاعاتی و تخصیصی بازارهای دارایی را افزایش دهد. بنابراین انتظار می‌رود پس از آزادسازی بازارهای مالی، تعداد سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی بازار و در نتیجه فعالیت سفته‌بازی خارجی افزایش یابد.

فعالیت سفته‌بازی خارجی می‌تواند به چندین دلیل برای بازارهای نوظهور اهمیت داشته باشد:

۱- به دلیل پایین بودن نقدشوندگی در بیشتر بازارهای نوظهور، سفته‌بازی خارجی می‌تواند میزان تقبل در چنین بازارهایی را کاهش دهد.

با افزایش یکپارچگی بازارهای نوظهور با بازارهای دنیا احتمالاً هزینه سرمایه کاهش می‌یابد.

بنابراین با آزادسازی بازار سرمایه و افزایش فعالیت سفته‌بازی خارجی انتظار می‌رود که کارایی بازارهای نوظهور بیشتر شود به طوری که با افزایش تعداد سرمایه‌گذاران، قیمت‌ها با دقتی بیشتر منعکس‌کننده اطلاعات خواهد بود. کارگزاران خارجی بازارهای بورس معمولاً به دلیل داشتن تخصص بیشتر از مزیت اطلاعاتی برخوردار هستند و مشارکت‌کنندگان داخلی بازار اهمیت خاصی برای تاثیرگذاری معاملات آنها در بهبود کارایی بازار قائل هستند.

## جمع‌بندی و ملاحظات [۸۷]

نتایج به دست آمده از این مقاله را می‌توان در شش بند زیر خلاصه کرد:

۱. روش خصوصی‌سازی بر روی میزان توسعه بازار سهام

تاثیرگذار است. خصوصی‌سازی عرضه سهام که با مالکیت گسترده سهام همراه است بیشترین تاثیرگذاری را بر روی عمق بازار سهام دارد. اساساً هر روش خصوصی‌سازی که از تمرکز سهام در دست تعداد اندکی از سهامداران جلوگیری کند، تاثیر بیشتری دارد.

۲. همانگونه که در اغلب موارد سیاست‌گذاران مدعی هستند خصوصی‌سازی عرضه سهام باعث افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود. خصوصی‌سازی با صرفه‌جویی خارجی مثبت برای سهام شرکتهای غیرخصوصی همراه است (بدین معنی که بر روی اثر قیمت سهام [۸۵] این شرکتها تاثیری منفی می‌گذارد). علاوه بر این می‌تواند تاثیری جزئی بر روی نقدشوندگی سهام شرکتهای غیرخصوصی نیز داشته باشد. این صرفه خارجی مثبت با خصوصی‌سازی داخلی عرضه اولیه سهام و انتشار سهام در بازارهای بورس خارجی ارتباط دارد. این نتیجه‌گیری می‌بایست با در نظر گرفتن آن دسته از تئوریهای نقدشوندگی تعبیر و تفسیر شود که بر نقش تنوع‌سازی و اشتراک ریسک و نیز صرفه‌های خارجی مثبت انتشار سهام تاکید دارند. از طریق خصوصی‌سازی، دولت امکان معامله ریسک مربوط به شرکت را فراهم می‌سازد در حالی که قبلاً چنین فرصتی وجود نداشت و بدین طریق باعث بهبود فرصت تنوع‌سازی در بازار می‌شوند. دولت‌های مختلف از طریق انتشار سهام در بازارهای بورس خارجی باعث می‌شوند تا استقبال و مشارکت سرمایه‌گذاران خارجی از سهام شرکتهای خصوصی افزایش یابد و لذا کل ریسکی که سرمایه‌گذاران داخلی قبلاً به تنهایی متحمل می‌شدند، کاهش یابد. هر دوی این عوامل باعث کاهش صرف ریسک مورد نیاز می‌شود و از این طریق نقدشوندگی اوراق بهادار غیردولتی (خصوصی) در بازار سهام داخلی افزایش می‌یابد.

۳. کاهش ریسک سیاسی به واسطه خصوصی‌سازی پایدار یکی از دلایل مهم رشد اخیر در بازارهای سهام نوظهور است. این طور به نظر می‌رسد که خصوصی‌سازی پایدار به تدریج از طریق تحریک کاهش عدم اطمینان سیاسی و حقوقی منجر به تقویت چارچوب نهادی شود. این رویه در نهایت اعتماد سرمایه‌گذار را افزایش می‌دهد. یک حزب بازارگرا می‌تواند با تدارک یک سری فروش‌های ارزان قیمت احتمال پیروزی مجدد خود را در انتخابات افزایش دهد بدین ترتیب که تقاضای مازاد سهمیه‌بندی شده تا نسبت به پراکندگی گسترده سهامداران

اطمینان حاصل و در برابر دارایی‌های سهام بلندمدت از سیستم پاداش‌های تشویقی استفاده شود. پراکندگی گسترده سهام می‌تواند بر تغییر جهت ترجیحات طبقه متوسط جامعه تاثیرگذار باشد. این تغییر جهت ساختاری در تعادل سیاسی باعث ایجاد حمایت سیاسی پایداری برای اصلاحات بازار می‌شود، ریسک سیاسی را برای مشارکت در سرمایه کاهش می‌دهد، صرف سرمایه را پایین می‌آورد و سرمایه بازار را ارتقا می‌بخشد. خصوصی‌سازی به مانند ملی‌سازی اثرات توزیع مجدد قدرتمندی داشته و تمایل به ایجاد مناقشه‌های سیاسی دارد که نتیجه آن شامل اطلاعاتی مفید برای سرمایه‌گذاران است.

۴. مشارکت خارجی‌ان عاملی مهم در موفقیت برنامه خصوصی‌سازی و تاثیر آن بر روی توسعه بازار سهام است. سرمایه‌گذاران خارجی سرمایه‌ای را فراهم می‌سازند که برای تضمین پذیره نویسی کامل برنامه‌های خصوصی‌سازی ضروری محسوب می‌شود. مشارکت آنان به مراتب باعث ایجاد بازارهایی کارآتر نیز می‌شود زیرا سرمایه‌گذاران خارجی خواستار سطوح بالاتری از شفافیت و ثبات هستند تا بتوانند از عهده هزینه معاملات اضافی برآیند.

۵. آزادسازی حساب سرمایه تاثیرات مثبت پایدار بر روی سرمایه‌گذاری دارد. با این وجود بنابر پیش‌بینی برخی از مدل‌های استاندارد آزادسازی حساب سرمایه باعث افزایش موقت در نرخ رشد سرمایه‌گذاری خواهد شد.

۶. توسعه بازار سهام برای کارایی سرمایه‌گذاری در این بازارها اهمیت دارد. کشورها می‌توانند با ارتقای برنامه‌های خصوصی‌سازی و ایجاد تنوع در ابزارهای مالی به رونقی سریع در کارایی سرمایه‌گذاری دست یابند. در صورتی که تنوع ابزارهای مالی در بازار سهام افزایش یابد و در اختیار تمامی قسمت‌ها در بخش خصوصی قرار گیرند در آن صورت رقابت افزایش می‌یابد، نوآوری و ابتکار ارتقا پیدا می‌کند و از این طریق کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. به علاوه شتاب گرفتن سیاست خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی در یک اقتصاد دولتی باعث ارتقای حاکمیت شرکت و تحریک کارایی سرمایه‌گذاری خواهد شد.

### توصیه‌های سیاستی

۱. به منظور توسعه بازار بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود

می تواند تعادل در توسعه بازار سهام را به همراه داشته باشد.  
این امر توسعه پایدار بازار را به همراه دارد.

### پی نوشت

1. State- Owned Enterprises .
2. Miller, 2002.
3. Perotti and Van Oijen, 1999.
4. Kenrad Adenauer.
5. Bortolotti.
6. Margaret Thatcher.
7. International Finance Corporation (IFC).
8. Garcia and Liu, 1999.
9. Megginson, 1999.
10. Boutchkova and Megginson, 2002.
11. Laeven and Perotti, 2000.
12. Bortolitti, De Jong, Nicodano and Schindele, 2002.
13. Weiss, 1988.
14. Ramamurti, 2000.
15. Loc, 2006.
16. Marshall, 2005.
17. Elul, 2000.
18. Liu, 2006.
19. Desai, 2008.
20. Smole, 2008.
21. Naceur, 2007.
22. Gross Disposable Income.
23. Traded Value.
24. Turnover Ratio.
25. Torre, 2006.
26. Securities Clearance and Settlement .
27. Trading Platforms.
28. Custody Arrangements.
29. Shleifer and Vishny, 1997.
30. Boubakri & Hamza, 2007.
31. Socio-Economic Environment.
32. Boyd, Levine, and Smith, 2001.
33. Black, 2001.
34. Underwriters.
35. Demirguc – Kunt and Levine, 1996.
36. Credit to Private Sector.
37. Boyd and Smith, 1996.
38. Tender procedures.
39. Corporate governance practices.
40. Insider Trading.
41. Pagano, 1989.
42. Market Captilization Ratio (MCR).
43. Traded Value Ratio (TVR).
44. Ten Firm Market Concentration Ratio.
45. Sectoral Compisition.

برنامه‌های مربوط به اصل ۴۴ قانون اساسی، ضمن اینکه برای رعایت تخصص و تمرکز در مدیریت شرکت لازم است بخش زیادی از سهام در اختیار نهادهای متخصص باشد، سعی شود بخشی از سهام سازمان‌های مشمول خصوصی‌سازی در اختیار عامه مردم قرار گیرد تا از این طریق هم به سیاست‌های عدالت اقتصادی و هم به توسعه بازار سهام کمک شود. این امر باعث می‌شود هم در اندازه بازار و هم عدم تمرکز سهامداران، مبنایی برای برتری بورس ایران در جهان ایجاد شود.

۲. توصیه می‌شود در سیاست‌های اصل ۴۴ توجه خاصی به واگذاری بخشی از سهام شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران خارجی شود. البته محدودیت‌های قانونی در این رابطه لازم‌الرعايه است اما می‌توان با واگذاری بخش کوچکی از سهام به برخی سهامداران کشورهای دوست، جایگاه ایران را در رتبه‌بندی‌های بین‌المللی مربوط به ریسک سرمایه‌گذاری ارتقا داد.

۳. پیشنهاد می‌شود در جریان خصوصی‌سازی سازمان‌های دولتی از تئوری‌های علمی آزادسازی حساب سرمایه استفاده شود تا بدین وسیله ضمن حصول به مزایای خصوصی‌سازی، معایب آن نیز حداقل شود.

۴. خصوصی‌سازی، به نحوی که سهام به صورت بلوکی در اختیار قرار گیرد، اگر بعداً جریان ورود سرمایه‌گذاران خرد را فراهم نکند، می‌تواند یکی از شاخص‌های توسعه بازار سهام را تامین کند اما شاخص‌های نظیر تعداد شرکت‌ها نسبت به حجم کل بازار، آزادی ورود، ارزش معاملات، نرخ تمرکز شرکت و مواردی از این دست در بازار بسیار ضعیف خواهد ماند. این امر نوعی گمراهی در توسعه بازار سرمایه را به همراه خواهد داشت. با یک شاخص هرگز نمی‌توان ادعای توسعه بازار سهام کرد. اما توجه به سایر شاخص‌ها در اجرای اصل ۴۴ می‌تواند نقش بورس در اقتصاد کشور را بهبود بخشد و نشانه‌های توسعه اقتصادی را برای جهانیان به دنبال داشته باشد.

۵. توصیه می‌شود در اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی، اقدامات حاکمیتی دولت برای حفظ گزارش‌دهی و رعایت استانداردهای حسابداری توسط شرکت‌های واگذار شده،

- Black, B., "The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets", *UCLA Law Review*, Vol. 48, P.P. 781-858, 2001.
- Bortolotti Bernardo; Frank De Jong; Giovanna Nicodano and Ibolya Schindele, "Privatization and Stock Market Liquidity", *Journal of Banking & Finance*, Vol.31, P.P. 297-316, 2006.
- Boubakri Narjess; Olfa Hamza, "The Dynamics of Privatization, the Legal Environment and Stock Market Development", *International Review of Financial Analysis*, Vol.16, P.P. 304-331, 2007.
- Boutchkova Maria K. and William L. Megginson, "Privatization and the Rise of Global Capital Markets", *Financial Management*, P.P. 31-76, 2002.
- Cajueiro Daniel O.; Perikilis Gogas and Benjamin M. Tabak, "Does Financial Market Liberalization Increase the Degree of Market Efficiency? The Case of the Athens Stock Exchange", *International Review of Financial Analysis*, 2009.
- Charles Amo Yartey, "The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economics: Is South Africa Different?", *International Monetary Fund, IMF Working Paper*, 2008.
- Desai Mihir A.; C. Fritz Foley; James R. Hines Jr., "Capital Structure With Risky Foreign Investment", *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, P.P. 534-553, 2008.
- Elul Ronel, "Liquidity Crisis", *Business Review*, P.P. 13-22, 2008. Available at: <http://www.philadelphiafed.org/econ/br/>.
- Henry Peter B., "Do Stock Market Liberalization Cause Investment Booms?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, P.P. 301-334, 2000.
- Kerr Jarrod; Mei Qiu and Lawrence C. Rose, "Privatization in New Zealand and Australia: An Empirical Analysis",
46. Investability Ratio (IR).
47. International Finance Corporation,s Investable Index (IFCI).
48. International Finance Corporation,s Global Index (IFCG).
49. Corruption.
50. Global Stock Market Factbook.
51. Group of Thirty (G30).
52. Low Liquidity Trap.
53. Positive Externality.
54. Adverse Selection.
55. Initial Public Offerings.
56. Cross – Listing.
57. Bid – Ask Spread.
58. Kerr, 2008.
59. Perotti and Oijen.
60. Private Capital Issues.
61. Confidence – Building Hypothesis.
62. Underpricing.
63. Perotti and Guney.
64. Dewenter and Malatesta, 1997.
65. Securities and Exchange Commission (SEC).
66. Laporta et al, 1998.
67. Demirguc – Kunt and Maksimovic, 1998.
68. La Porta, Lopez – De – Silanes, Shleifer, and Vishny, 1998.
69. Legal Origion .
70. Common Law Countries.
71. Civil Law Countries.
72. Daniel.
73. Cost of Equity Capital.
74. Capital Account Liberalization.
75. Equity Price Index.
76. Equity Premium.
77. Net Equity Inflows.
78. Autarky Risk – Free Rate .
79. Tear.
80. Tesar and Werner.
81. Stulz.
82. Levine and Zervos.
83. Henry.
84. Kim and Signal.
85. Galindo,Schiantarelli, and Weiss.
86. Bekaert,Harvey, and Lundblad.
87. Bortolotti, Miller, Mistai, Perotti & van Oijen.
88. Price Impact.

- 183-191, 2007,
- Naceur Samy B.; Samir Ghazouani and Mohamed Omran, "The Determinants of Stock Market Development in the Middle-Eastern and North African Region", *Managerial Finance*, Vol. 33, P.P. 477-489.
- Perotti Enrico C. and Pieter van Oijen, "Privatization, Political Risk, and Stock Market Development in Emerging Economies", *Tinbergen Institute, Amsterdam*, 1999.
- Smole Nejc, "Liberalization of the Capital Market in Russia", *The Faculty of Social Sciences, University of Denver*, 2008.
- Torre Augusto D.L.; Juan Carlos Gozzi and Sergio L. Schmukler, "Stock Market Development Under Globalization: Whither the Gains from Reforms?", 2006.
- World Bank, "World Development Report: A Better Investment Climate for Everyone", New York: Oxford University, 2005.
- Managerial Finance*, Vol.34, P.P. 41-52, 2008.
- Liu Weimin, "A Liquidity-Augmented Capital Asset Pricing Model", *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, P.P. 631-671, 2006.
- Loc Truong D., "Equitisation and Stock – Market Development", University of Groningen (Rijksuniversiteit Groningen), 2006.
- Marshall Ben R., "Liquidity and Stock Return: Evidence From a Pure Order-Driven Market Using a New Liquidity Proxy", *International Review Of Financial Analysis*, Vol. 15, P.P. 21-38, 2005.
- Miller Robert M., "The Impact of Privatization on Stock Market Development", *University Of Illinois at Urbana-Champaign*, 2002.
- Mistai Roseline Nyakerario, "Liberalization, Stock Market Development and Investment Efficiency in Africa", *International Review of Business Research Papers*, Vol.3 , P.P.