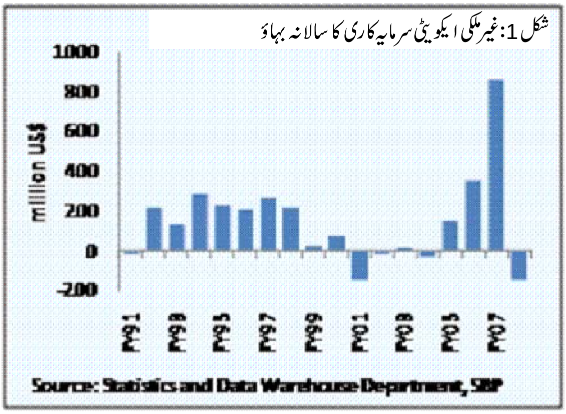
خصوصی سیکشن I: کیا پاکستان کی ایکویٹی منڈی بیرونی سرمایہ کاری سے چلتی ہے؟

فروغ پذیر مالی عالمگیریت کی ایک علامت کی حیثیت سے بیرون ملک سے ایکویٹی سرمایہ کاری کی آمد کے ملکی، بالخصوص ابھرتی ہوئی معیشت کے حامل ملکوں کی اسٹاک منڈی پر ممکنہ اثرات پر ایک بحث چھڑ گئی ہے۔ بہت سی کتابوں میں یہ موقف بیان کیا گیا ہے کہ بین الاقوامی ایکویٹی کی آمد سے ملکی منڈیوں کی گہرائی اور سیالیت میں اضافہ ہوتا ہے، خصوصاً ابھرتے ہوئے ملکوں کی منڈیوں میں جہاں ایکویٹی منڈیاں نسبتاً غیر سیال ہیں۔ رقوم کی اس آمد سے سرمائے کی ملکی منڈیاں بھی مستحکم ہوتی ہیں اور یہ ملک کا رسک پریمیم کم کر کے سرمائے کی لاگت کو گھٹاتی ہیں۔ اسٹاک منڈی میں غیر ملکی دلچسپی کے نتیجے میں سرمائے کی لاگت میں کمی آتی ہے جس سے ملکی سرمایہ کاروں کو منافع بخش منصوبوں پر سرمایہ لگانے کی تحریک ملتی ہے اور اس سے سرمایہ منڈی کی کارکردگی مزید مستحکم ہوتی ہے۔ تاہم ان فوائد کے باوجود یہ رقوم اپنے محدود دائرے کی بنا پر حالات کی خرابی سے جلد متاثر ہو جاتی ہیں چنانچہ عموماً یہ بہت متغیر رہتی ہیں اور اسٹاک منڈی کے حجم کو یہ ممکنہ طور پر غیر مستحکم کرسکتی ہیں۔ غیر ملکی سرمایہ کار 'بھیڑ چال' کے عادی ہونے کی بنا پر صرف مثبت حالات کے متلاشی ہوتے ہیں (یہ دونوں عادتیں اسٹاک قیمتوں کو متغیر کرنے کی صلاحیت رکھتی ہیں) اس لیے عدم استحکام کا یہ سلسلہ مزید تیز ہو جاتا ہے۔



شکل 1: غیر ملکی ایکویٹی سرمایہ کاری کا سالانہ بہاؤ

پاکستان میں غیر ملکی سرمائے کی آمد کا سلسلہ بیرونی جزدانی سرمایہ کاری [1] میں 1990ء کی دہائی میں [2] آزاد روی متعارف کرائے جانے کے بعد سے تیز ہوا۔ بالخصوص مالی سال 2007ء میں بیرونی جزدانی سرمایہ کاری کی آمد میں نمایاں اضافہ ہوا جو 861.5 ملین ڈالر کی تاریخی بلندی تک جا پہنچی (**شکل 1**)۔ عالمی منڈیوں میں کافی سیالیت، مستحکم اقتصادی بنیادیں اور گزشتہ چند برسوں میں ایکویٹی منڈیوں کی نمایاں کارکردگی [3] اس تاریخی اضافے کی وجوہات میں شامل ہیں۔ تاہم بیرونی جزدانی سرمایہ کاری میں یہ اضافہ مختصر مدت تک برقرار رہا کیونکہ ملکی اور عالمی دونوں سطحوں پر منفی صورتحال ابھرنے کے نتیجے میں مالی سال 2008ء کے دوران بیرونی جزدانی سرمایہ کاری واپس جانے لگی۔

بیرونی جزدانی سرمایہ کاری کا حجم اگرچہ نہایت کم ہے، تاہم گزشتہ دو سال کے دوران اسٹاک منڈی میں اتار چڑھاؤ کا بڑا سبب رقوم کی منتقلی میں آنے والی تیزی (سرمائے کی آمد اور پھر واپسی) ہے کیونکہ یہ رقوم مختصر مدت کے اہداف پیش نظر رکھ کر استعمال کی جاتی ہیں۔ ان رقوم کے انخلا سے ملکی کرنسی کی قدر بھی دباؤ میں آجاتی ہے جیسا کہ مالی سال 2008ء میں اور بعد کے مہینوں میں ہوا۔ ملکی کرنسی کی قدر میں تبدیلیاں اسٹاک منڈی کی قیمتوں میں تغیر لانے کا سبب بن سکتی ہے۔ [4] چونکہ اسٹاک منڈی کا منافع پاکستان میں زرمبادلہ منڈی میں تغیر آنے سے شدید متاثر ہوتا ہے اس لیے شرح مبادلہ کے اتار چڑھاؤ پر ظاہر کی جانے والی تشویش مزید اہمیت اختیار کر جاتی ہے۔ [5]

---

1 صرف ایکویٹی منڈی میں ہونے والی سرمایہ کاریوں کو بیرونی جزدانی سرمایہ کاری میں شامل کیا جاتا ہے۔

2 1992ء میں پاکستان نے غیر رہائشی افراد کو 'اسپیشل کنورٹیبل روپی اکاؤنٹ' (ایس سی آر اے) کی سہولت کے ذریعے ملکی ایکویٹی منڈی میں سرمایہ لگانے اور واپس لے جانے کی اجازت دی تھی۔ یہ اکاؤنٹ پاکستان میں کسی بھی مجاز ڈیلر (کمرشل بینک) میں کھولے جاسکتے ہیں۔

3 پاکستانی اسٹاک منڈی علاقائی منڈیوں کے مقابلے میں روایتی طور پر ڈسکاؤنٹ پر سودے کرتی ہے۔

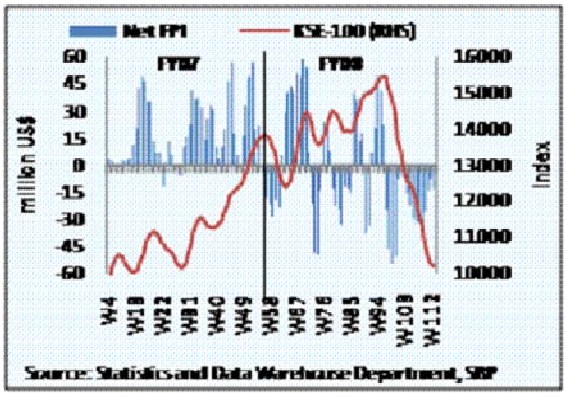
4 اقتصادی کتابوں کے مطابق کرنسی کی قدر میں کمی مختصر عرصے کے دوران اسٹاک کی قیمتوں میں کمی کا باعث بنتی ہے۔ وجہ یہ ہے کہ شرح مبادلہ میں کمی مستقبل میں بلند گرانی کی توقعات کو جنم دیتی ہے جس سے کمپنیوں کی مستقبل کی کارکردگی پر سرمایہ کاروں میں شکوک قوی ہو جاتے ہیں چنانچہ ان کی اسٹاک قیمتوں میں کمی آجاتی ہے۔ کمپنی کی بیلنس شیٹ کے تناظر میں یہ بھی کہا جاتا ہے کہ کرنسی کی قدر گھٹنے کا اسٹاک قیمتوں پر اثر اس امر پر بھی منحصر ہوتا ہے کہ کمپنی درآمد کنندہ ہے یا برآمد کنندہ۔ مثال کے طور پر بھاری برآمدات کی صورت میں، کرنسی کی قدر گھٹنے سے ملکی فرموں کی برآمداتی مسابقت بڑھ جائے گی جس کے نتیجے میں انہیں زائد آمدنی ہوگی اور اس سے ان فرموں کی اسٹاک قیمتوں میں اضافہ ہو جائے گا۔ چنانچہ کرنسی کی قدر گھٹنے کے اسٹاک قیمتوں پر مجموعی اثرات مثبت یا منفی دونوں ہو سکتے ہیں۔ تفصیل کے لیے ملاحظہ کیجئے: "Stock prices and Exchange rate in the EU and USA: Evidence of their Mutual Interactions", 2004

5 تفصیل کے لیے دیکھئے "Volatility Spillover between the Stock Market and the Foreign Exchange Market in Pakistan" منجانب قیوم اور کمال، 2006ء۔ یہ اسٹڈی بتاتی ہے کہ ''اسٹاک منڈی کا منافع، زرمبادلہ منڈی کے منافع کے ساتھ ساتھ اس کے اتار چڑھاؤ سے بھی متاثر ہوتا ہے''۔

بیرونی جزدانی سرمایہ کاری سے وابستہ خطرات کے پیشِ نظر اس سیکشن میں بیرونی جزدانی سرمایہ کاری کے حالیہ رجحان اور ملکی اسٹاک منڈی پر اس کے مضمرات پر بحث کی جائے گی۔[6]

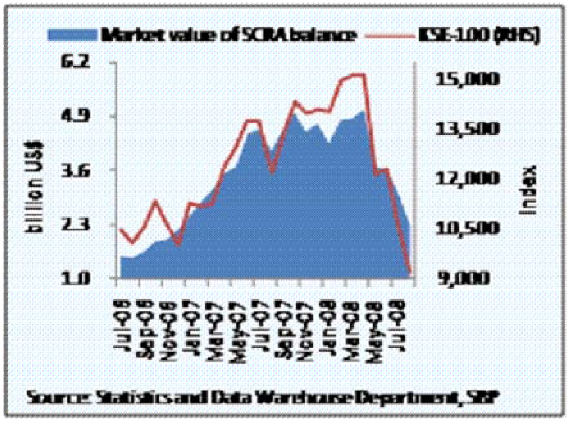
جن چیزوں نے سرمایہ کاروں کا اعتماد متزلزل کیا ان میں مالی سال 2008ء میں بڑھتا ہوا اقتصادی عدم توازن،[7] نمو میں دھیما پن اور گرانی کے دباؤ میں تیزی سے اضافہ شامل ہیں۔ اس کے علاوہ مالی سال کے زیادہ تر عرصے میں سیاسی بے یقینی غالب رہی جس نے بین الاقوامی سرمایہ کاروں کو پاکستان کی اسٹاک منڈی پر متوجہ ہونے سے روکے رکھا۔ 2008ء میں عالمی اقتصادی بحران کے پھیلاؤ کی وجہ سے اکثر ابھرتے ہوئے ملکوں سے بیرونی جزدانی سرمایہ کاری کا انخلا ہوا تاہم مالی منڈیوں کے بحران نے پاکستان کی طرف بیرونی ایکویٹی رقوم کی آمد پر نہایت معمولی اثر ڈالا۔ پھر بھی مالی سال 2008ء میں پاکستان سے بیرونی جزدانی سرمایہ کاری کا 142.9 ملین ڈالر کا خالص انخلا ہوا حالانکہ گزشتہ دو برسوں میں اس نوع کی سرمایہ کاری میں 606.5 ملین ڈالر پاکستان آئے تھے۔

شکل 2: جولائی 2007ء سے ہفتہ وار خالص بیرونی سرمایہ کاری (4 ہفتہ کا متحرک اوسط)



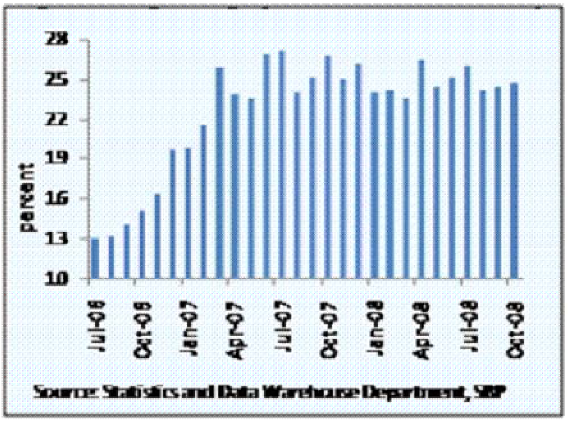
ماہانہ رجحانات سے ظاہر ہوتا ہے کہ مالی سال 2008ء کے ابتدائی مہینوں میں بیرونی جزدانی سرمایہ کاری میں رقوم کی آمد جاری رہی۔ تاہم نومبر 2007ء کے بعد بڑھتی ہوئی سیاسی بے چینی اور عدم توازن کی تیزی سے بدتر ہوتی ہوئی صورتحال کے باعث اسٹاک منڈی سے رقوم نکالی جانے لگیں (**شکل 2**)۔

شکل 3: ایس سی آر اے بیلنس کی منڈی میں قدر



کے ایس ای-100 اشاریہ اپریل 2008ء کے وسط میں بلند ترین سطح تک پہنچنے کے بعد گرنے سے بیرونی جزدانی سرمایہ کاری میں کمی کا سلسلہ مزید تیز ہوگیا، حتیٰ کہ مالی سال 2008ء کے آخری تین مہینوں کے دوران 172.9 ملین ڈالر کے انخلا کی نوبت آ گئی۔ بیرونی جزدانی سرمایہ کاری کے خالص انخلا کے اثرات کا مزید پرزور طریقے سے اظہار، اسی عرصے کے دوران ایکویٹی سرمایہ کاری کی مارکیٹ ویلیو میں تیزی سے کمی سے ہوتا ہے جو اپریل 2008ء کی 5.1 ارب ڈالر کے مقابلے میں جون 2008ء میں گھٹ کر 3.7 ارب ڈالر رہ گئی (**شکل 3**)۔[8] ویلیو میں اس تخفیف کی بڑی وجہ اسی عرصے کے دوران ڈالر کے مقابلے میں روپے کی قدر میں تیزی سے ہونے والی کمی تھی۔ درحقیقت غیر ملکی رقوم کی آمد کو برقرار رکھنے میں شرح مبادلہ کا استحکام نہایت اہم ہوتا ہے۔ قدر گرنے کی صورت میں غیر ملکی سرمایہ کار ملکی

شکل 4: غیر ملکی ہولڈنگ بطور فری فلوٹ مارکیٹ کیپ



6 یہ تجزیہ حصص میں غیر ملکی کرنسی کی (ملین روپے میں) ہفتہ وار خرید وفروخت پر مبنی ہے جسے اسٹیٹ بینک کے شعبہ شماریات نے مرتب کیا ہے۔ اختتام ہفتہ کی شرح مبادلہ استعمال کرتے ہوئے انہیں ڈالر میں تبدیل کرلیا گیا ہے۔

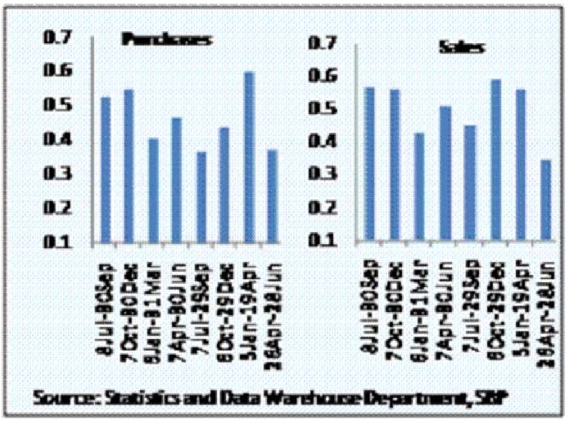
7 اس کے نتیجے میں ایس اینڈ پی اور موڈیز نے پاکستان کے ساورن کریڈٹ درجے کی تنزلی کر دی۔

8 اگرچہ جون مالی سال 2008ء کے اختتام تک غیر ملکی سرمایہ کاریوں کی مارکیٹ ویلیو تیزی سے کم ہوئی، تاہم منڈی کی سرمایت کی آزاد روی میں اس کا حصہ اب بھی 25 فیصد کی بلند سطح پر ہے (شکل 4)۔

کرنسی رکھنے سے ہچکچاتے ہیں کیونکہ کرنسی کی قدر گرنے سے ان کی سرمایہ کاری کی قدر گھٹ جاتی ہے۔

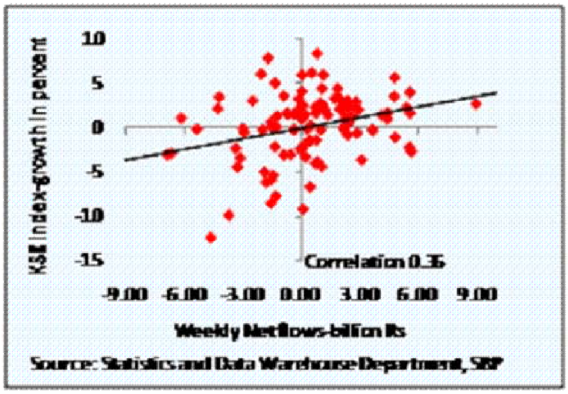
بیرونی جزدانی سرمایہ کاری کے اس خالص انخلا سے قطع نظر، اسٹاک منڈی میں غیرملکی کرنسی کی خریدوفروخت میں ہفتہ وار تغیر پورے مالی سال 2008ء کے دوران بالخصوص نومبر 2007ء سے خاصا بڑھ گیا، شاید اس کا سبب کے ایس ای۔100 اشاریے میں بلند تغیر رہا ہو (**شکل 5**)۔ خاص طور پر خریدوفروخت کا عددی سرتغیر جنوری اور اپریل کے درمیان بلند ترین ہو گیا اور عین اسی وقت یعنی اپریل میں کے ایس ای۔100 اشاریے میں بلند ترین سطح آئی۔

شکل 5: ہفتہ وار بیرونی جزدانی سرمایہ کاری کا عددی سرتغیر



بیرونی جزدانی سرمایہ کاری میں حالیہ رجحانات کے اس تناظر میں کے ایس ای۔100 اشاریے اور ایکویٹی منڈی میں ہفتہ وار خالص بیرونی جزدانی سرمایہ کاری کے مابین نمایاں مثبت تعلق دیکھا جا سکتا ہے، جبکہ گرینگر کازیلیٹی (Granger causality) کے ایس ای۔100 اشاریے سے ایکویٹی منڈی تک ہے (**شکل 6** اور **جدول 1a**)۔ تاہم سرمایہ کار کے رویے اور کے ایس ای۔100 اشاریے کے مابین ربط کا تجزیہ کرتے وقت جون مالی سال 2008ء میں اسٹاکس کی قیمت میں ردوبدل پر بالائی اور نچلی حد کے حوالے سے ضوابطی اقدامات میں تبدیلیوں کے اثرات کو پیش نظر رکھنا ضروری ہے۔[9] اس تناظر میں **جدول 1b** سے معلوم ہوتا ہے کہ

شکل 6: کے ایس ای اور ہفتہ وار خالص بیرونی سرمایہ کاری میں تعلق



جدول 1a: کے ایس ای۔100 اور بیرونی جزدانی سرمایہ کاری کے مابین گرینگر کازیلیٹی
نمونہ: ہفتہ وار ڈیٹا (جولائی 2006ء تا اگست 2008ء)
لیگ 1

بنیادی مفروضہ	اہمیت کی سطح	نتیجہ
بیرونی جزدانی سرمایہ کاری، کے ایس ای میں تبدیلیوں سے گرینگر کاز نہیں لیتی	0.408 (0.524)	بنیادی مفروضہ رد نہیں کیا جا سکتا
کے ایس ای میں تبدیلیاں، بیرونی جزدانی سرمایہ کاری پر گرینگر کاز نہیں ڈالتیں	12.708 (0.000)	بنیادی مفروضہ رد ہو گیا

جدول 1b: کے ایس ای۔100 اور بیرونی جزدانی سرمایہ کاری کے مابین گرینگر کازیلیٹی
نمونہ: ہفتہ وار ڈیٹا (جولائی 2006ء تا مئی 2008ء)
لیگ 1

بنیادی مفروضہ	اہمیت کی سطح	نتیجہ
بیرونی جزدانی سرمایہ کاری، کے ایس ای میں تبدیلیوں سے گرینگر کاز نہیں لیتی	4.091 (0.046)	بنیادی مفروضہ رد ہو گیا
کے ایس ای میں تبدیلیاں، بیرونی جزدانی سرمایہ کاری پر گرینگر کاز نہیں ڈالتیں	17.306 (0.000)	بنیادی مفروضہ رد ہو گیا

بیرونی جزدانی سرمایہ کاری اور کے ایس ای۔100 اشاریے میں تبدیلیوں کے مابین جون مالی سال 2008ء سے قبل ایک دوسمتی کازیلیٹی (bi-directional causality) پائی جاتی ہے۔[10] چنانچہ یہ کہا جا سکتا ہے کہ زیر نظر عرصے میں بیرونی جزدانی سرمایہ کاری اور اسٹاک منڈی کے حجم

9 کے ایس ای اشاریے میں مسلسل کمی کے تناظر میں فیصلہ کیا گیا تھا کہ کسی اسٹاک کی قیمت گر کر ایک فیصد ہو سکتی ہے اور 5 فیصد کی بجائے 10 فیصد تک بڑھ سکتی ہے۔ نیز، مستقبل کی شارٹ سیلنگ (short selling) پر پابندی متعارف کرائی گئی تھی۔

10 ان نتائج سے مفہوم اخذ کرنے میں احتیاط سے کام لیا جائے کیونکہ یہ تجزیہ دو سال یعنی جولائی 2006ء سے اگست 2008ء تک کے ہفتہ وار ڈیٹا پر مبنی ہے۔

کے مابین دو رَویہ تعلق کے شواہد موجود ہیں۔

مذکورہ مشق اگرچہ کے ایس ای۔100 اشاریے کی کارکردگی پر بیرونی جزدانی سرمایہ کاری کے اثرات کی حد متعین نہیں کرتی تاہم اس سے یہ اشارہ ضرور ملتا ہے کہ بیرونی جزدانی سرمایہ کاری میں ردوبدل سے اسٹاک منڈی کی کارکردگی پر اثر پڑتا ہے اور اسی طرح متضاد صورت بھی درست ہوگی۔

مذکورہ ثابت شدہ تعلق کی بنیاد پر یہ کہا جا سکتا ہے کہ قیمت کی حد مقرر کرنے کا، اگست 2008ء میں اختیار کیا گیا طریقہ کار واپس لینے کی صورت میں اسٹاک منڈی سے سرمایہ کاری کا بھاری انخلا عمل میں آ سکتا ہے جس سے منڈی کی سرمایت کی بنیاد پر اثر پڑے گا کیونکہ اکتوبر 2008ء کے اختتام پر، منڈی کا تقریباً 24 فیصد آزاد رو سرمایہ اب بھی غیر ملکی سرمایہ کاروں کے پاس ہے۔