

تحلیل نظری جریانهای سرمایه و بررسی علل بحران در شرق آسیا*

مسعود هاشمیان اصفهانی**

چکیده

وقوع معجزه رشد و توسعه کشورهای شرق آسیا علاوه بر اتخاذ سیاستهای به موقع و عاقلانه اقتصادی سیاستگذاران و رهبران آنها تا حدود زیادی مرهون جذب مقادیر بالایی از سرمایه‌های خارجی بوده است. ظهور شرایط پررونق و روند آزادسازی بیشتر اقتصادها علاوه بر آنکه باعث تشدید جریان ورود سرمایه‌های خارجی شد، موجب تضعیف سیاستهای کنترلی دولت‌ها نیز گردید. گرایش به جهانی شدن اقتصادها در شرایطی که نهادهای اقتصادی هنوز از قدرت و قوت کافی برخوردار نشده بودند، باعث شد که نه تنها حبابهای مالی بزرگی در این اقتصادها ایجاد شود بلکه رواج سودجویی‌های کوتاه‌مدت و فساد مالی نیز دامن‌گیر آنان گردد.

بررسی علل بحران پولی و مالی اخیر در شرق آسیا تنها زمانی ممکن است که به شرایط اقتصادی آنها کاملاً وقوف یافت. از آنجا که کشورهای مذکور در مراحل جدیدی از گذار به توسعه اقتصادی با استفاده از سیاستهای اقتصاد باز می‌باشند، آگاهی به علل بحران زمانی امکان‌پذیر است که سیاستها و ابزارهای مالی و پولی مورد استفاده آنها در این مرحله به طور کامل مورد بررسی و مذاقه قرار گیرد. بنابراین مقاله حاضر سعی دارد که ابتدا با استفاده از تحلیل‌های نظری، تأثیر ورود جریانهای سرمایه را بر متغیرهای اصلی اقتصادی بررسی نموده و آثار مثبت و منفی آن را جلوه‌گر نماید و سپس با استفاده از همین مباحث عوامل ظهور بحران پولی و مالی در این کشورها را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهد.

*. مقاله حاضر تلفیقی است از قسمتهایی از طرح پژوهشی تجارب ملل انجام شده در مؤسسه، ترجمه کتاب مدیریت جریانهای سرمایه در شرق آسیا که (با همکاری نویسنده و آقایان دکتر آزاد و شفیق‌اللهی) در حال تکمیل است و آخرین مقالات بدست آمده از نشریات بین‌المللی معتبر اقتصادی و بازرگانی.

** عضو هیأت علمی دانشگاه پیام نور و همکار پژوهشی مؤسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی.

۱. مقدمه

اداره کردن جریانهای بزرگ و شاید متنوع سرمایه و یا به عبارت بهتر اداره کردن بهینه اقتصاد به طوری که بتواند این جریانها را جذب کند، همواره یک کار مهم و رقابت آمیز برای کشورهای جنوب شرق آسیا بوده است. به دنبال اقدامات اولیه آزادسازی تجارت، هر کشور به روش خاص خود روند آزادسازی حسابهای سرمایه و بازارهای مالی را شروع نمود. تا همین اواخر حجم عمده جریانهای ورودی سرمایه به شرق آسیا به صورت سرمایه گذاری مستقیم خارجی و وامهای مرتبط با پروژه (هم به طور رسمی و هم به طور خصوصی) بوده است. طی دهه گذشته بخصوص در سطوح پایین این جریانها به راحتی مهیا و پذیرفته می شده اند.

تأثیر کلی سرمایه گذاری خارجی بر رشد تولید و صادرات بسیار مثبت بوده است. با افزایش یافتن جریانهای سرمایه فشارهای اقتصاد کلان بر نرخ ارز، جذب داخلی، سیاستهای سرمایه گذاری و ظرفیت بازارهای داخلی سرمایه بیشتر شده است. لازمه گسترش اخیر سرمایه گذاری به صورت سهام و اوراق قرضه^۱ ادغام هر چه بیشتر کشورها در بازارهای جهانی سرمایه و ارتقاء یافتن نظام و نظارت بازارهای بین المللی بود که برخی از آن به عنوان شرط بازار یاد می کنند. این نظام، انتخابهای سیاست گذاری را احاطه و دامنه انحراف از نرمهای جهانی که در خصوص تعدادی متغیر وضع شده اند را محدود می کند. در عین حال جریانهای مالی از پیچیدگی در حال افزایشی برخوردارند و همراه با آنها باید یادآور شد که بخشهای صنعتی و مالی نیز به سرعت در حال دگرگونی و تکامل هستند.

دستیابی به رشد سریع و پایدار از طریق حسابهای باز و بازارهای فعال سرمایه به مراتب مشکل تر از زمانی بود که شرق آسیا دارای ساختار بسته مالی بود. به واقع نگرانی از دست دادن اختیار بر سیاست داخلی موجب شد تا دولتها در گذشته با بی میلی بخشهای مالی و حسابهای سرمایه را آزاد کنند و همین نگرانی تمایل آنها را برای متوقف کردن این روند (به هنگام از مهار درآمدن اوضاع) بیشتر نمود. با این حال تا زمانی که اتفاقی نیافتاده بود، این دولتها نظارت بر سرمایه را روز به روز تعدیل نمودند چرا که فشار برای آزادسازی در حال افزایش بود و مزایای حاصل از بخشهای آزادتر مالی جذابیت بیشتری پیدا کرده بود. از طرف دیگر علاقه مندیهای دولتها و نیروهای بازارها در حال به هم نزدیک شدن بودند و روند موجود

ناگزیر به سمت آزادسازی هر چه بیشتر است. چرا که کشورهای شرق آسیا تنها زمانی می‌توانستند به رشد سریع خود ادامه بدهند که همچنان کارایی لازم حاصل از آزادسازی را ارتقا می‌دادند.

با بازتر شدن بازارهای سرمایه، برای دارندگان سرمایه‌های داخلی و خارجی آسانتر آن بود که در بازار به دنبال بازده بیشتر باشند. در کشورهایی که رشد بالقوه قوی دارند میزان سرمایه‌گذاری را می‌توان توسط جریانهای پس‌اندازهای خارجی افزایش داد. در همین حال سرمایه‌گذاران در کشورهای پیشرفته با بهره بردن از نقص بازار، ضمانت‌های غیرمستقیم و نوسانات قیمت سعی نموده‌اند فرصتهای خود را برای به دست آوردن سودهای کوتاه‌مدت بیشتر کنند. این دو فعالیت آخر و تأثیر آنها بر سایر سرمایه‌گذاریهای سهام و اوراق قرضه به دلیل قُزار بودنشان و تأثیر بالقوه آنها بر سیاستهای درازمدت بیشتر نگران‌کننده هستند. سوداگران و تجار کوتاه‌مدت می‌توانند در زمانهای خاص نفوذ زیادی در برخی از بازارهای اعمال‌کننده به طوری که این اقدام آنها ممکن است با اهداف سیاستهای دولت مغایرت داشته باشد.

به هر حال حتی اگر همه سیاستهای ایمنی‌دهنده برای مقابله با شرایط بحرانی هم در نظر گرفته شوند به دلیل آنکه دنیای سرمایه‌داری مکانی بسیار نامطمئن و غیرقابل پیش‌بینی است باز هم هیچ ضمانتی برای کنترل و جلوگیری از بحرانهای پیش‌بینی نشده وجود ندارد. توصیه هیچ یک از اقتصاددانان آن نیست که برای اجتناب کردن از بحرانهای اقتصادی اقتصاد را خفه کرد. بلکه توصیه آن است که باید مطمئن شد که اقتصاد آنقدر انعطاف‌پذیر و قوی گردد تا بتواند بحرانها را رفع نموده و علی‌رغم چنین اختلالاتی به توسعه و آزادسازی ادامه دهد.

برای آنکه درک کاملی از آنچه که به عنوان بحران مالی دامن کشورهای شرق آسیا را گرفت بیاییم لازم است ابتدا تأثیر جریانهای سرمایه را از دیدگاه نظری مورد مطالعه قرار داد. مقاله حاضر نیز به همین قصد در آغاز به ملاحظات نظری از دیدگاه اقتصاد کلان پرداخته و تأثیر جریانهای ورودی سرمایه خارجی را بر متغیرهای کلان و نیز تأثیر سیاستهای مالی و پولی دولتها را در این شرایط مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌دهد. پس از آن به لحاظ درک عملکرد سرمایه‌گذاران و بنگاه‌های اقتصادی در شرایط مختلف بازار، مسئله از دیدگاه تحلیلهای اقتصاد خرد نیز مورد بازنگری قرار می‌گیرد. و عوامل خُرد از قبیل بانکهای بازرگانی و سرمایه‌گذاری خارجی مستقیم و سرمایه‌گذاری خارجی روی سهام و اوراق قرضه به تحلیل کشانده شده و سپس بحث وارد زمینه و سابقه استفاده کشورهای شرق آسیا از انواع سرمایه‌گذاری خارجی می‌شود.

در نهایت با بررسی بحران به وجود آمده در سال ۱۹۹۷ در شرق آسیا، به اختصار به تجزیه و تحلیل ریشه‌های بحران پرداخته خواهد شد.

۲. تأثیر جریانهای خارجی سرمایه از دیدگاه اقتصاد کلان

به منظور تجزیه و تحلیل اثرات ناشی از جریانهای خارجی سرمایه، چارچوب اولیه نظری، از نظریه‌ای نشأت می‌گیرد که برای اولین بار توسط فلمینگ^۲ (۱۹۶۲) و ماندل^۳ (۱۹۶۳) در خصوص سیاستهای پایدارسازی اقتصاد باز انجام شد. مدل‌های نسبتاً ساده آنها بعدها به وسیله مارستون^۴ (۱۹۸۵) تجدید نظر شد، چرا که اولاً مسائل با گذشت زمان پیچیده‌تر شده‌اند و ثانیاً راهبردهای سیاستگذاری بسیار دشوار و پیچیده شده‌اند و اتکاء زیادی بر یک سری عوامل دیگر که بر فعالیتهای اقتصادی (از جمله انتظارات) اثر می‌گذارند، دارد.

مدلهای نظری اولیه در ابتدا به منظور مطالعه اثرات نسبی سیاستهای پولی و مالی در ایجاد ثبات در اقتصاد داخلی ارائه شدند. اثرات وارده بر تراز خارجی به عنوان نتایج و شاید هم محدودیتها در نظر گرفته می‌شدند. در حالی که امروزه در تجزیه و تحلیل‌های مربوطه نظام ارزی (ثابت یا شناور) و باز بودن حساب سرمایه یا میزان جانشینی بین داراییها سرمایه مالی داخلی و خارجی، اهمیت حیاتی برای اقتصاد دارد.

تحت بسیاری از شرایط، این مدلها نشان می‌دهند که با توجه به یک نظام ارزی اسمی ثابت، اثر سیاست مالی بر بازدهی داخلی از سیاست پولی قوی‌تر است. سیاستهای انبساطی مالی، تقاضا برای کالاهای داخلی را افزایش می‌دهد، اما از آنجا که استقراض عمومی را نیز بیشتر می‌کند، موجب بالا رفتن نرخهای بهره نیز می‌گردد. نرخهای بالاتر بهره سرمایه خارجی بیشتری را جذب و در نتیجه ذخائر را افزایش می‌دهد. افزایش تقاضای داخلی قیمت اوراق غیرقابل معامله را بالا می‌برد و منابع داخلی را به آن سمت انتقال می‌دهد. تراز حساب جاری به هم می‌خورد و تا حدی از جریانهای افزایش یافته سرمایه را جذب می‌کند. با بالا رفتن قیمت‌های داخلی، افزایش واقعی نرخ ارز پیش می‌آید، حتی اگر نرخ اسمی ارز ثابت

2. Fleming

3. Mundell

4. Marston

باشد.

برعکس سیاست مالی، سیاست پولی اثر بیشتری بر حساب خارجی دارد. بالا بردن نرخ‌های بهره موجب جذب سرمایه خارجی و افزایش ذخائر می‌گردد و اندازه آن بستگی به قابلیت جایگزینی داراییهای خارجی و داخلی دارد. تلاش برای تحریک تقاضای داخلی از طریق کاهش نرخهای بهره کم اثر می‌شوند، چراکه جریانهای سرمایه در خارج از کشور به دنبال بهره بالاتر هستند و هرگونه اثری را بر تقاضای داخلی کاهش می‌دهند. هر قدر داراییهای خارجی و داخلی قابلیت جایگزینی بیشتری داشته باشند، تغییرات نرخ بهره به منظور ایجاد اثری خاص، کمتر خواهد بود. ناگفته نماند که افزایش قابلیت جانشینی داراییها می‌تواند مشکلاتی را پدید آورد. زمانی که دولتها سعی می‌کنند از طریق بالا بردن نرخهای بهره تقاضای داخلی را محدود کنند، سرمایه به داخل جریان می‌یابد تا از منافع نرخ بالای بهره، سود ببرد و در نتیجه محدودیتها را از بین می‌برد. اگر خنثی‌سازی صورت بگیرد، جریان ورودی سرمایه‌های خارجی می‌تواند بسیار زیاد گردد به طوری که توانایی مقامات دولتی را برای صدور اوراق قرضه به منظور خرید ارز خارجی کاهش خواهد داد. در رابطه با اقدامات خنثی‌سازی می‌توان برای مثال به فروش اوراق قرضه دولت اشاره کرد که به منظور افزایش بیشتر نرخ بهره داخلی و جذب مازاد جریان پول ناشی از فرار درآمدهای ارزی صورت می‌گیرد. تحت چنین شرایطی جلوگیری از افزایش واقعی ارزش ارز کار بسیار مشکلی خواهد بود.

برای یک اقتصاد متکی بر رشد صادرات، مانند اقتصاد بسیاری از کشورهای شرق آسیا، خطرات سیاست انبساط مالی به همراه محدودیتهای پولی برای مهار کردن تورم، کاملاً آشکار می‌باشد. کشورهای شرق آسیا عموماً موضع مالی محافظه‌کارانه را نسبت به کشورهای آمریکای لاتین اتخاذ کرده‌اند. تحت یک نظام ارزی شناور انعطاف‌پذیری بیشتر ارزی برخی از اثرات فوق را فرومی‌نشانند اما به قیمت اختیار کمتر بر نرخ اسمی ارز. در این حالت سیاست مالی در اثر گذاشتن بر بازده داخلی کمتر مؤثر خواهد بود. افزایش تقاضا حاصل از سیاست انبساطی منجر به افزایش ارزش نرخ اسمی ارز (و متعاقباً نرخ واقعی آن)، افزایش واردات و کاهش صادرات و تقاضای کمتر برای پول و اوراق قرضه می‌گردد. همچنین نرخ بهره افزایش یافته (که مقدار آن کمتر از حالت نرخ ارز ثابت است) و نهایتاً نرخ شناور ارز حسابهای خارجی را تراز نگه می‌دارد. افزایش جریانهای ورودی سرمایه، کسری حساب جاری که از لحاظ مقداری بیشتر است را جبران می‌کند. در شرایط متعارف و با فرضیات معقول بازدهی افزایش می‌یابد اما مقدار آن

کمتر از نظام ثابت نرخ ارزی است. در مقابل، سیاست پولی می‌تواند اثر اجباری‌کننده‌تری داشته باشد. یک اقدام پولی انبساطی، مانند خرید اوراق قرضه داخلی در بازار باز، بازدهی را به دلیل اثرگذاری پول بر تقاضا افزایش می‌دهد. این اقدام همچنین موجب کاهش نرخ بهره گشته و منابع را به سمت بخش اوراق قابل معامله انتقال دارد و کسری حساب جاری را کاهش می‌دهد. در نتیجه از خروج سرمایه‌ها (به دلیل پایین بودن نرخ بهره) جلوگیری می‌شود. ذخائر نیز ثابت می‌ماند. این مسئله حتی در مورد کاملترین نوع جانشینی داده‌ها صدق می‌کند. هر چند که تغییرات نرخ بهره کمتر خواهد بود.

از این مدل‌ها می‌توان به صورت معکوس جهت بررسی نمودن اثرات یک تغییر بر متغیرهای خارجی یک اقتصاد نیز استفاده کرد. زمانی که افزایش جریانهای ورودی سرمایه خارجی را مورد بررسی قرار می‌دهیم نتایج آن بر سیاستهای داخلی چه خواهد بود؟ در مورد نظامی که در آن نرخ اسمی ارز ثابت است، افزایش جریانهای ورودی خارجی نرخ بهره داخلی را کاهش و تقاضای داخلی را افزایش می‌دهد. این مسئله نیز به نوبه خود منجر به افزایش قیمت‌های داخلی می‌گردد که متعاقباً به واسطه تورم بالاتر داخلی افزایش واقعی نرخ ارز را موجب می‌شود. با رو به زوال رفتن تراز حساب جاری، ذخائر افزایش می‌یابند که این افزایش کمتر از جریانهای ورودی سرمایه خواهد بود. اقدامات مربوط به سیاستهای پولی به منظور جذب جریانهای ورودی سرمایه، برای مثال از طریق فروش اوراق قرضه در بازار باز (مداخله برای خنثی‌سازی) می‌تواند اثر حاصله بر تقاضا را خنثی نماید. اما چنین اقدامی نرخ بهره را افزایش و میزان جذب جریان ورودی سرمایه را بیشتر خواهد کرد. اگر محدودیتهایی بر تعداد اوراق قرضه منتشره اعمال شود در درازمدت مؤثر نخواهد بود و می‌تواند پرهزینه باشد (بخاطر انتقال منفی ذخائر جمع‌آوری شده)، هر قدر جانشینی بین دارائیهای داخلی و خارجی بیشتر باشد امکان پراکندگی بین نرخ بهره داخلی و خارجی کمتر خواهد بود. سیاست مالی انقباضی افزایش تقاضا را خنثی می‌کند و شاید امکان کاهش نرخ بهره را فراهم آورد. اما این سیاست جذابیت دارائیهای داخلی را برای سرمایه‌گذاران خارجی از بین خواهد برد. با این حال اجرای عکس‌العمل مالی بیشتر از واکنش پولی طول می‌کشد چرا که در کوتاه‌مدت مشکل می‌توان بودجه عمومی را تغییر داد.

تحت نظام ارزی شناور، یک جریان ورودی سرمایه خارجی مستقیماً منجر به افزایش ارزش نرخ اسمی و واقعی ارز می‌گردد. اثر این افزایش بر محصول بستگی به قدرت نسبی افزایش تقاضای حاصل از جریان ورودی سرمایه و کاهش تقاضا برای محصول داخلی به دلیل افزایش ارزش دارد. اما احتمال افزایش

محصول بیشتر است. اگر نرخ ارز امکان بالا و پائین رفتن بیابد، افزایش واقعی ارزش دارائیها مرتبط با جریان ورودی سرمایه، تأثیر کمتری بر اقتصاد داخلی خواهد داشت. ممکن است قیمتها افزایش یافته و نرخ‌های بهره کاهش یابند. به هر حال در مورد اقتصادهای متکی بر صادرات باید اذعان نمود که افزایش مداوم ارزش دارائیها می‌تواند مشکلات جدی و درازمدتی را برای سنجش صادرات ایجاد نماید. این نگرانی در مورد کشورهای شرق آسیا کاملاً به جا بوده که افزایش ارزش دارائیها موجب ضرر قابل توجهی در صادرات شده و یا، با واگذار کردن بازار به رقبای کم‌هزینه‌تر موجب از دست دادن قسمتی یا کل رشد اقتصادی شود.^۵ بسته به قدرت نسبی اثرات سیاستهای متفاوت، گسترش تقاضای داخلی را می‌توان از طریق سیاست‌های انقباض مالی یا پولی خنثی کرد، که این عمل خود بخشی از روند افزایش ارزش دارائیها را خنثی می‌کند. اجرای مورد اول همچنان سوال مربوط به سرعت عکس‌العمل را مطرح می‌کند. با اجرای مورد دوم می‌توان نرخ بهره را آنقدر افزایش داد که جریان ورودی بیشتری را از سرمایه‌های خارجی جذب نمود که بنابراین باعث بدتر شدن مشکل اصلی می‌شود. همچنین افزایش نرخ ارز که توسط جریانهای ورودی سرمایه القاء می‌شود میزان بازدهی را برای سرمایه‌گذاران خارجی با در نظر گرفتن واحد ارزی خودشان افزایش می‌دهد، که این مسئله می‌تواند جریانهای ورودی سرمایه بویژه در مورد جریانهای کوتاه‌مدت و حساس به بازده را گسترش دهد. توانایی نرخ شناور ارز در عایق‌بندی کردن یک اقتصاد در برابر نفوذ و اثرات خارجی بستگی به تمایل مقامات دولتی به پذیرفتن جابجایی نرخ ارز دارد که بخشی از این جابجایی توسط تقاضا برای سرمایه‌گذاری خارجی تعیین می‌گردد. تحقق نظام ارزی شناور همچنین بستگی به انعطاف‌پذیری قیمتها و دستمزدها دارد. وجود نظامهای ثابت یا اداره شده نرخ ارز در شرق آسیا و در بسیاری از کشورهای دیگر بیانگر بی‌میلی واضح این کشورها در پذیرفتن یک نظام کامل ارزی شناور می‌باشد.

حتی در چنین سطح ساده‌ای، الگوهای فوق بیانگر نکات مهمی به شرح زیر هستند:

۵. همانگونه که در مورد کشورهای ژاپن، کره و تایوان تجربه شده با پایدار ماندن سطح رشد اقتصادها در درازمدت، افزایش ارزش دارائیها و به وجود آمدن تغییرات در ساختار صادرات و صنعت اجتناب‌ناپذیر بوده است. مشکل اساسی، زمانبندی است. افزایش ارزش دارائیها به طور زودرس و در زمان کمی، رشد را کند می‌کند و جریانهای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را به سایر اقتصادهای منطقه سوق می‌دهد.

۱- میزان باز بودن حساب سرمایه و میزان جانشینی دارائیهای خارجی و داخلی، تأثیر مهمی بر سیاستهای بخش مالی و سیاستهای بخش واقعی دارند.

۲- جریانهای مالی می‌توانند تأثیر عمیقی بر اقتصاد واقعی بگذارند برای مثال بر نرخ بهره و نرخ ارز و از طریق این متغیرها بر بازده، اشتغال و تجارت. هر قدر اقتصادی بازتر و پیوستگی آن به بازارهای جهانی بیشتر باشد، مشکلمتر می‌توان نرخ بهره یا نرخ ارز را متفاوت با نرخهای جهانی تعیین کرد.^۶

۳- اعمال نظرات بازار در مورد نرخهای ارز و بهره با توجه به ملاحظات کوتاه و میان مدت و بویژه در مورد نرخهای بهره با توجه به نیروهای موجود در بازارهای عمده مالی تعیین می‌گردد.

فشارهای اعمال شده توسط بازار بر روی بازارهای سرمایه یک کشور مشخص بیانگر واقعیاتی بیش از مسائل اساسی آن کشور است. کشورها نمی‌توانند سیاستهایی را برگزینند که با روندهای جهانی هماهنگی ندارد. از این رو باز بودن حساب سرمایه اقتصاد کشور را در معرض فشارهایی قرار می‌دهد که می‌تواند دست یافتن به اهداف درازمدت بخش واقعی اقتصاد را دچار مشکل کند، اما به هر حال پیوستن به بازارهای سرمایه هزینه دارد.

تردید اصلی از نقش نرخ ارز (نرخ اسمی برای معاملات کوتاه مدت و نرخ واقعی برای تصمیمات درازمدت) در متعادل کردن بازارهای در حال باز شدن کالا و سرمایه، نشأت می‌گیرد. تا این لحظه کشورهای در حال توسعه شرق آسیا و سایر نقاط دنیا توانسته‌اند از سطح و جابجایی نرخ ارز برای اثر گذاشتن بر بازار کالا استفاده نمایند. کشورهای شرق آسیا اغلب از کاهش اسمی ارزش استفاده کرده‌اند تا نرخ واقعی ارز را ثابت نگهدارند و یا از افت آن به مقدار زیادی جلوگیری کنند و در نتیجه صادرات را ارتقاء بخشند. با باز شدن بازارهای سرمایه، جریانهای سرمایه می‌توانند فشارهایی را برای افزایش نرخ واقعی یا اسمی ارز علیه اهداف هدایت شده به سمت بازار کالا ایجاد نمایند. حفظ مطلوب نرخها در بازار کالا بدون آنکه سایر ابزارهای سیاستی تغییر یابند می‌تواند به اختلال جریان سرمایه منجر شود. یا باید نرخ ارز هدفی را تنظیم کرد یا باید سایر ابزارهای سیاستی را تغییر داد. بکارگیری نرخ ارز به عنوان یک لنگر

۶. در حقیقت، ایده سرمایه‌گذاران درباره ریسک کشوری (دولتی) و ریسک ارزی مهمترین عامل در کاهش میزان جانشینی بین دارائیهای داخلی و خارجی می‌باشد. هر قدر این ریسکها بیشتر باشند احتمال بالقوه پراکندگی بین نرخهای داخلی و بین‌المللی بیشتر خواهد بود.

اسمی برای مبارزه با تورم بر مشکلات می‌افزاید و تنها زمانی می‌تواند مؤثر باشد که سیاستهای مالی و پولی در راستای آن هدف هماهنگی نزدیک داشته باشند.

۳. ملاحظات اقتصاد خرد

با غنی‌تر و پیچیده‌تر شدن الگوهای نظری دامنه و پیچیدگی ابزارهای موجود در دنیای مالی نیز بیشتر شده است. دامنه و تنوع ابزارها در دنیای مالی دامنه تأثیرات هر یک از جریانهای سرمایه را به نوبه خود گسترش بخشیده است. برای به قاعده درآوردن و وضع سیاستهای دقیق، سیاستگذاران باید ویژگیهای ابزارهایی که در جابجایی کوتاه و میان‌مدت سرمایه دخالت دارند شناخته و بطور کامل بررسی نمایند. به این منظور در این قسمت خلاصه‌ای از ویژگیهای ابزارهای متفاوت ارائه خواهد شد.

۳-۱. بانکهای بازرگانی

دریافت وام از طریق بانکهای بازرگانی خارجی خود نوعی جریان سرمایه می‌باشند و زمانی که این جریان سرمایه مستقیماً با یک پروژه خاص ارتباط می‌یابد اثر آن در بازار کالاهای سرمایه‌ای بروز می‌کند. به هر حال چون این جریانها انعطاف‌پذیرند، می‌توان به آسانی از آنها برای تأمین کسری بودجه دولت یا بنگاهها استفاده نمود. در این حالت این جریانها، تقاضای کل را افزایش می‌دهند و به احتمال زیاد به فشارهای حاصل از تورم و افزایش نرخ ارز منجر می‌گردند. به علت ثابت بودن شرایط این جریانها سهام این گونه سرمایه‌ها نمی‌تواند فرار باشد. با این حال ممکن است جریانهای سرمایه به طور ناگهانی متوقف شوند و نقش اقتصادی ایجاد نمایند بخصوص زمانی که وام‌گیرندگان صرفاً بر این جریانها تکیه کرده و اجازه داده باشند که پس‌انداز داخلی کاهش یابد. اتکا بیش از اندازه بر جریانهای سرمایه از بانکهای بازرگانی می‌تواند خطرناک باشد چرا که در این گونه جریانها، وام‌گیرنده در برابر نوسانات نرخ ارز و نرخ بهره از مصونیت کمی برخوردار است. از آن گذشته برنامه بازپرداخت وام به واحد ارز خارجی تنظیم می‌گردد و باید اقدامات لازم جهت پرداخت هزینه وام برابر برنامه بازپرداخت، صورت گیرد (بدون توجه به آنکه وضعیت اقتصادی کشور چگونه خواهد بود یا اینکه پروژه تأمین مالی شده در چه وضعیتی قرار دارد).

۲-۳. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اول از همه، از طریق خرید کالاهای جدید سرمایه‌ای و خدمات ساختمانی برای تأسیس کارخانه و ایجاد توسعه و یا در مورد خصوصی‌سازی و فروش کارخانه به سرمایه‌گذاران خارجی، بر بازار داراییهای واقعی اثر می‌گذارد. سرمایه‌گذاری مستقیم توسط شرکای محلی یا استقراض بانکی حتی می‌تواند موجب نمو سرمایه‌گذاری و پس‌انداز ملی گردد.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کارخانه‌ها تقاضای کل برای کالاهای سرمایه‌ای را افزایش می‌دهد و در مورد واردات، تقریباً همیشه، تقاضا برای کالاهای سرمایه‌ای و بعضاً هم تقاضا برای سایر کالاهای واسطه‌ای و اولیه را بالا می‌برد. تقاضای بیشتر برای واردات، فشار حاصل از جریان ورودی سرمایه بر اقتصاد داخلی را کاهش داده، انباشته شدن ذخائر را کم و فشار وارده بر نرخ ارز را قطع می‌کند. البته بازگشت تدریجی سرمایه و سود می‌تواند در آمد و ثروت واقعی کشور میزبان را کاهش دهد. باید اذعان داشت که اکثر جریانهای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در شرق آسیا از این نوع مولد بوده‌اند و اثرات آن نیز مهارشدنی بوده است. ویژگیهای این نوع سرمایه‌گذاری را می‌توان به شرح ذیل خلاصه نمود.

۱- جریانهای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی مانند جذابیت‌های ضمنی آنها (سیاستها و فرصتهای سودآور و باثبات در بازارهای حمایت شده) پایدار هستند. در جایی که رشد اقتصادی به جریانهای ورودی پایدار از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی متکی است؛ برای سرمایه‌گذاری، برای انتقال فن‌آوری و مهارتها یا برای پشتیبانی کردن از بک راه‌برد صادراتی، ایجاد شرایط حمایتی و تضمین برای این نوع سرمایه‌گذاری ضروری است. هر چند سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به آسانی برگشت‌پذیر نیست ولی اگر کشورها برای رشد آتی صادرات به آن متکی باشند جریانهای جدید این نوع سرمایه‌گذاری می‌تواند کاهش شدیدی داشته باشد، به همین ترتیب از آنجائی که کشورها به دلیل افزایش یافتن منابع و درآمدهای حاصل از سرمایه‌گذاری خارجی مصرفشان افزایش می‌یابد، کاهش جریانهای سرمایه‌گذاری موجب محدودیتهایی در الگوی مصرف این کشورها خواهد شد.

۲- هیچ نوع بازپرداخت قراردادی در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی صورت نمی‌گیرد. انتظار سرمایه‌گذاران این است که در قبال سرمایه‌گذاری‌هایی که می‌کنند سودی ببرند که به دلیل ریسک بیشتر و هزینه فرصت این نوع سرمایه‌گذارها میزان سود درخواستی معمولاً بیشتر از نرخ بهره وامها و اوراق قرضه خواهد بود. هنگامی که جریانهای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به مدت طولانی نگهداشته شوند، ناچاراً

خارجیها قسمت عمده‌ای از موجودی سرمایه آن بخش که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را جذب نموده است را صاحب خواهند شد. البته چون سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی چندان فرار نیست، نگرانی چندانی هم از این تغییر مالکیت وجود نخواهد داشت.

۳-۳. سرمایه‌گذاری خارجی از طریق سهام و اوراق بهادار (بدره)^۷

این نوع سرمایه‌گذاری که از این به بعد در این مقاله تحت عنوان «سرمایه‌گذاری بدره خارجی» نامیده می‌شود، بسته به نوع ابزارها و نحوه بکارگیری آن دارای اثرات گسترده‌تری است. سرمایه‌گذاری بدره خارجی می‌تواند به صورت اوراق بهادار در بازارهای داخلی یا خارجی انجام شود و می‌تواند شامل وجوه کوتاه‌مدت و سپرده‌های دیداری باشد. رابطه این دو ابزار با سرمایه‌گذاری فیزیکی ممکن است کم باشد و در واقع بیشتر به صورت متغیرهای مالی ایفای نقش نمایند. با اینکه ممکن است بسیاری از اثرات سرمایه‌گذاری بدره خارجی مشابه وامهای بانکی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی باشد اما این نوع سرمایه‌گذاری دارای اثرات بیشتری بر بازار داخلی سرمایه و نرخهای بهره است. تفاوت دیگر این جریانهای سرمایه وجود شرایط مناسب در بازارهای مالی و ارتباط این بازارها با بازارهای مالی بین‌المللی است.

زمانی که سرمایه‌گذاری بدره خارجی در قالب فروش خارجی (اوراق قرضه یا سهام) صورت می‌گیرد و از وجوه حاصله برای سرمایه‌گذاری‌های جدید استفاده می‌شود، اثرات آن به همان ترتیب که در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی توضیح داده شد در بخش واقعی اقتصاد، تجلی می‌یابد. اما اگر از این وجوه برای مقاصد دیگری استفاده شود نتایج حاصله نیز بستگی به مقاصد در نظر گرفته شده دارد. اگر از این وجوه برای نقد کردن دیون استفاده شود می‌توان از فشار بخش بانکی کاست و یا ذخائر را بیشتر کرد. اگر جریان ورودی سرمایه متعاقباً در بازارهای داخلی سرمایه، سرمایه‌گذاری شود و یا در بانکها سپرده‌گذاری گردد، در آن صورت امکان تأمین پول و اعتبار داخلی گسترش خواهد یافت. همچنین به احتمال زیاد تقاضا برای دارائیهای غیرمنقول افزایش می‌یابد. اگر از این وجوه برای مصرف استفاده شود، فشار بر روی ستاده داخلی احتمالاً افزایش یافته و منجر به بالا رفتن قیمت‌ها می‌گردد. با

بالا رفتن قیمت‌های کالاهای غیر تجاری و داراییهای داخلی، اینگونه بکارگیری وجوه، فشار را برای بالا بردن نرخ ارز و پایین آوردن نرخ بهره بیشتر می‌کند. صرف نظر از اینکه دولت یا بخش خصوصی اولین وام‌گیری یا انتشار سهام را انجام می‌دهند این موضوع به هر حال صدق پیدا می‌کند. باید توجه داشت که در عین حال این نوع سرمایه‌ها به شدت فرار هستند و با اولین نشانه‌های عدم ثبات یا عدم اطمینان به سرعت از کشور میزبان خارج می‌شود.

در برخی از کشورهای شرق آسیا (چین، اندونزی، کره و تایلند) بانکهای داخلی ناشرین اصلی اوراق قرضه به بازارهای خارجی بوده‌اند. از سال ۱۹۹۰، ۴۰ درصد فروش اوراق بهادار توسط مؤسسات مالی صورت گرفته و سهم بانکها در این فروش ۲۷ درصد بوده است. بدیهی است که بانکهای بزرگ از اعتبار بهتری برخوردارند و از اینرو قادرند که ارزاتر پول فراهم نمایند. از طرف دیگر برای برخی از وام‌گیرندگان بزرگ، ممکن است بازارهای داخلی جوابگوی نیازهای آنان نباشد و مجبور باشند به بازارهای بین‌المللی روی بیاورند که نرخهای بهره کمتر و دسترسی به وجوه از طریق سهام سهل‌تر است. تاکنون حجم عمده سرمایه‌گذاری در سهام بازارهای شرق آسیا صورت گرفته و موجب بالا رفتن قیمت سهام شده است. از یک طرف اثر ثروت بر مالکین فعلی داراییها اثرات قوی می‌گذارد، چراکه با بیشتر شدن ثروتشان مصرف ایشان نیز افزایش می‌یابد. این مطلب قیمت‌های داخلی را بالا خواهد برد و واقعاً نرخ ارز را افزایش خواهد داد. از طرف دیگر ممکن است سرمایه‌گذاری خارجی در سهام حتماً منجر به افزایش سرمایه‌گذاری فیزیکی نشود.

زمانی که جریانهای بزرگ سرمایه خصوصی به بخش داراییهای غیرمنقول بازرگانی وارد می‌شوند، نگرانی بیشتر می‌گردد. تجربیات به دست آمده در بسیاری از کشورهای صنعتی و در حال توسعه نشان می‌دهد که چگونه در دوران رشد انفجاری سرمایه‌گذاری بدنه خارجی، جابجایی سفته بازی به راحتی در بخش داراییهای غیرمنقول پدید می‌آیند. تورم داراییها در این بخش می‌تواند ظرف چند سال بازده بسیار بالایی داشته باشد (خیلی بالاتر از سرمایه‌گذاری فعلی در تولید). اما چنین روندی پایدار نیست. در مواقع حساس که وقوع آن نیز اجتناب‌ناپذیر است اغلب واکنشهای شدیدی در بخش بانکی صورت می‌گیرد، چراکه بانکهای داخلی معمولاً عمده‌ترین تأمین‌کننده منابع مالی اموال غیرمنقول هستند و در نهایت دولتها مجبور به مداخله و تضمین بخش‌های مالی می‌گردند. اندونزی در سال ۱۹۹۳ با این مسئله مواجه شد و تایلند نیز دچار کشمکشهای اولیه این جابجایی شده است. سایر کشورهای سرمایه‌داری مانند آمریکا و ژاپن

نیز با این جابها ناآشنا نیستند.

۴. سایر عوامل

یک سوال مهم این است که بازارهای سرمایه گذاری بدره تا چه حد می توانند به طور مؤثر سرمایه ها را جذب و آنها را واقعاً گسترش دهند و تنها به تورم دارائیهها یا فعالیت ساده افزایش ذخایر اکتفا نکنند؟ در این رابطه هیچ جواب قطعی و مشخصی وجود ندارد. همانگونه که از اندوختن سریع ذخایر، میزان زیاد عملیات خنثی سازی یا افزایش ناخواسته و سریع ارزش واقعی نرخ ارز در کشورهای شرق آسیا مشاهده شده، فراتر از یک حد خاصی، بکارگیری مؤثر از جریانهای ورودی سرمایه مشکل می باشد. قرار بودن بالقوه سرمایه گذاری بدره خارجی در بازارهای سرمایه داخلی دو نگرانی را به وجود می آورد. اول اینکه، جریانهای عظیم ورودی و خروجی می توانند تأثیر کوتاه مدت بر نرخ ارز و نرخ بهره بگذارند و نوعی عدم اطمینان ایجاد نمایند که به اثرات منفی درازمدت بر ساخت سرمایه گذاری منجر خواهد شد و در نتیجه نوسانات نرخ ارز سرمایه گذاران و به ویژه سرمایه گذاران صادراتی مایوس خواهند گردید. دوم اینکه فرار بودن سرمایه گذاری بدره خارجی مستقیماً از طریق سطوح اعتبار داخلی بر ارزش دارائیههای داخلی دارای اثر ضریبی فزاینده ای می باشد که این خود ممکن است از طریق اثرات ثروت به نوسانات بزرگی در تقاضا و مصرف داخلی منجر گردد.

در صورتی که دولت یا بخش خصوصی به سرمایه گذاری بدره خارجی وابسته باشد دستیابی به بازارهای خارجی ضرورت خواهد داشت. اعتماد سرمایه گذاران بین المللی به وام گیرنده مهمتر از همه به کشور او باید حفظ گردد. بنابراین وجود دولتهای قوی و یا صنایع قوی تضمین کننده بازپرداخت های ارزی یک عامل مهم در جریان یافتن سرمایه خواهد بود. این موضوع یک مسئله ملی است و نه مسئله ای که فقط به یک شرکت خاص مربوط باشد. تاکنون به دلیل علاقه زیاد سرمایه گذاران و تأمین مالی بیش از نیاز و انباشته شدن ذخائر، مشکلات بالقوه در کشورهای شرق آسیا، حداقل به تعویق افتاده بودند.

بی شک پایداری سیاستها عامل دیگری بوده که درجه و میزان «چسبندگی» سرمایه گذار را به کشور دریافت کننده سرمایه گذاری بدره خارجی تقویت کرده است. سرمایه گذاران مستقیم پس از برقراری سرمایه گذاری طبیعتاً به کشور دریافت کننده سرمایه می چسبند. در این حالت یک سرمایه گذاری بزرگ روانی و مادی مطرح است به طوری که نمی توان در کوتاه مدت آن را به راحتی نادیده گرفت. زمانی که

شرکتها در فهرست بازار اوراق بهادار قرار می‌گیرند، حالت چسبندگی کاهش خواهد یافت. سرمایه‌گذاران بدره بنا به ماهیتی که دارند کمتر چسبنده هستند. مداخله آنها از راه دور بوده و سرمایه‌گذاری آنها نقدتر است. ایجاد یک پایگاه پایدار برای اینگونه سرمایه‌گذاران در بازارهای خارجی منوط به ثبات اقتصاد کلان و رشد موفقیت‌آمیز سیاستهای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌باشد. علاوه بر اینها، سرمایه‌گذاران بدره برای انجام تعهدات یک کشور در یک بازار نقد و با نرخهای ثابت و مطمئن ارزی، ارزش بیشتری قایل هستند. در مورد اوراق بهادار دولتی یا خصوصی لازم است باز هم اوراق جدیدی انتشار یابد تا اشتهای سرمایه‌گذاران حفظ گردد و آنقدر نقدینگی ایجاد گردد تا سرمایه‌گذاران مستقل بتوانند سرمایه‌گذاری‌های بدره خود را سازگار سازند.

پیشرفتهای حاصله در فن آوری، رشد بازار و تحول در ابزارهای مالی پیچیده بخصوص ابزارهای مشتقه مالی، رایانه‌ای شدن مبادلات در بازارها و راهبردهای تجاری به همراه رویدادهای خارجی و ارتباط بازارهای بین‌المللی سرمایه، موجب افزایش سرعت فرار سرمایه‌ها بخصوص سرمایه‌های بدره‌ای گشته است.

در حالی که حرکت به سمت راهبردهای تجاری کوتاه‌مدت در حال گسترش است، بسته به مقررات دولت و ابزارهایی که برای راهبردهای خاص بکار گرفته می‌شوند، تأثیر جریانهای سرمایه در بازارهای مختلف متفاوت خواهد بود. افزایش ظرفیت بازارها و باز شدن آنها بر روی سرمایه‌ها جدید و استفاده از ابزارهای مالی بیشتر و نیز افزایش عاملین از عواملی هستند که موجب تنوع در راههای تجاری می‌شوند. افزایش یافتن راههای تجاری، نقدینگی و کارایی بازار را تسهیل نموده و بطور کلی توسعه بیشتر بازار را امکان‌پذیر می‌نماید. به این ترتیب می‌توان گفت که توسعه بازارها و گسترش تجارت دارای اثر مستقابل تشدیدکننده بر یکدیگرند. در همین حال فرصت سودگری در بازار افزایش می‌یابد که این مسئله ضرورت دخالت‌های دولتها و وضع مقررات درست و اتخاذ اقدامات احتیاطی را ایجاب می‌نماید.

از تحلیل‌های انجام شده می‌توان به دو نتیجه اساسی دست یافت. اول آنکه گسترش تجارت و توسعه جریانهای سرمایه ذاتاً نه بد هستند و نه خوب. خوب یا بد بودن آنها بستگی به این دارد که چگونه و در چه زمینه‌هایی بکار گرفته می‌شوند و آیا به این جریانها امکان داده می‌شود تا انگیزه‌ها و تصمیمات اقتصادی کشورهای میزبان را مختل کنند یا خیر؟ از این لحاظ تاکنون تمایز بین رشد کشورهای شرق آسیا و در جا زدن بعضی از کشورهای آمریکای لاتین، با استفاده از این جریانهای سرمایه، درسی آموزنده بوده است.

دومین نتیجه‌ای که می‌توان در اینجا به آن اشاره کرد این است که، دستیابی به مزایای مثبت جریانهای ورودی سرمایه بستگی به سیاستهای سالم اقتصاد کلان و بخشی کشورهای دریافت‌کننده داشته است. جریانهای سرمایه مکمل سیاستهای مدبرانه و خوب هستند و نه جایگزینی برای آنها.

۵. زمینه‌ها و سابقه ورود جریانهای سرمایه در کشورهای شرق آسیا

در طی دهه ۱۹۹۰ بدهی شرق آسیا^۹ به هر دو منابع عمومی و خصوصی افزایش یافته است. تا پایان سال ۱۹۹۴ این بدهی به رقم تخمینی ۴۱۵ میلیارد دلار رسید، یعنی ۱۴ درصد بیش از سال قبل از آن.^۹ در این رابطه تخمین میزان سهام حاصله از دارائیهای اوراق بهادار خارجی که از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در گذشته ناشی شده‌اند مشکل می‌باشد. جریانهای خالص انباشته سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از سال ۱۹۸۰ تا سال ۱۹۹۶ حدود ۱۵۰ میلیارد دلار برآورد شده است، اما در حال حاضر هیچ رقم تخمینی‌ای از ارزش جاری این دارائیها در دست نیست. طی سال ۱۹۹۴ جریانهای خالص سهام بدره تقریباً به ۵۰ میلیارد دلار رسیده بود.

از اینرو رقم تخمینی جمع بدهیهای خارجی منطقه در همان سال چیزی بیش از ۶۰۰ میلیارد دلار بوده^{۱۰} که در حال حاضر برآوردها رقمی نزدیک به ۱۰۰۰ بیلیون دلار را به عنوان بدهیهای خارجی این منطقه تخمین می‌زنند، که برخی تعهدات درون منطقه‌ای را نیز شامل خواهد شد. کشورهای منطقه شرق آسیا جریانهای رسمی سرمایه‌ای زیادی را نیز دریافت داشته‌اند اما طبق شواهد تاریخی، این کشورها نسبت به سایر مناطق کمتر بر این جریانها تکیه کرده‌اند. در این منطقه جریانهای رسمی در کل حدوداً رقمی بالغ

رتال جامع علوم انسانی

۸. عبارت شرق آسیا عمدتاً به کشورهای رو به رشد چین، اندونزی، کره جنوبی، مالزی و تایلند و نیز کشورهای در حال توسعه لاوس، فیلیپین، ویتنام، مغولستان و گینه بابوا، اطلاق می‌شود. مگر آنکه از کشورهای دیگر نامبرده شود.

9. Managing capital flows in East Asia. Development in practice. A world Bank Publication. 1996.

بر ۷/۰ درصد تولید ناخالص داخلی منطقه بطور سالانه را تشکیل می‌دهد.^{۱۱} ولی این رقم برای کشورهای مختلف، تفاوت قابل ملاحظه‌ای داشته است.

عملکرد مشترک دولتها برای تشویق جریانهای سرمایه به کشورهایشان جهت تداوم بخشیدن به رشد تولید و صادرات، اقدام به اداره کردن نرخ برابری ارز بوده است. تثبیت و تضمین نرخ ارز عاملی بود که بیش از هر چیز اطمینان سرمایه‌گذاران را به توسعه سرمایه‌گذاری در این کشورها جلب می‌نمود. در ابتدا جهت تشویق سرمایه‌گذاری در صنعت و تشویق فعالیتهای صادراتی، بازارهای مالی تحت نظارت قرار گرفتند. در این رابطه دولتها تمایل داشته‌اند تا از طریق سیاستگذاریهای صنعتی جهت ارتقاء توسعه مداخله نمایند. در اکثر کشورها سیاستهای مالی متوازن نگهداشته شده و نرخ تورم در حد متوسط یا پائینی بوده است. همانگونه که ذکر شد در ابتدا، توسعه بخش مالی، بعضاً به خاطر دخالتهای رسمی مانند نظارت بر نرخ بهره، اعتبارات مستقیم و مالکیت مؤسسات مالی کمتر از بخشهای مرتبط با کالا بوده است. اما اکنون، رویکردهای آزادسازی بخش مالی و باز کردن اقتصاد به روی جریانهای خارجی سرمایه به اندازه سایر جنبه‌های سیاستگذاریهای توسعه تغییرات وسیعی یافته‌اند، اما این تغییرات در کشورهای مختلف با توجه به شرایط آن کشورها متفاوت بوده است.

کشورهای کره و تایوان در طول بیشتر دوران اولیه توسعه‌شان محدودیتهای شدیدی را بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اعمال نمودند، اما از اواخر دهه ۱۹۸۰ و ابتدای دهه ۱۹۹۰ بود که این دو کشور به کم کردن محدودیتهای در زمینه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و حتی توسعه سرمایه‌گذاری بدنه خارجی پرداختند. و پس از آن، این دو کشور به آزادسازی بیشتر سرمایه‌گذاری خارجی و بازار سرمایه همچنان ادامه داده‌اند.

کشورهای اندونزی، مالزی، فیلیپین و تایلند خیلی سریعتر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را پذیرفتند و آزادسازی سرمایه‌گذاری خارجی و ادغام در بازارهای بین‌المللی مالی را به عنوان راهبرد اساسی برای توسعه جریانهای سرمایه خارجی قابل جذب، سرلوحه کار خود قرار دادند. اندونزی بطور کاملاً مشهودی طیف گسترده‌ای از داراییهای داخلی خود را به منظور مالکیت خارجی ارائه نمود. مالزی نیز تقویت بخش مالی اقتصاد خود را جهت استفاده از سرمایه‌های خارجی به سرعت در دهه ۸۰ به پایان رساند. در کشور

فیلیپین که در ابتدای دهه ۹۰ از بحران بدهیها رها شده، سرمایه‌گذاری مستقیم رو به افزایش است و هم‌گام با تحقق پذیرفتن اصلاحات بیشتر در این کشور، توان جذب سرمایه‌گذاری بدهی بیشتری را یافته است. تاکنون هم زمان با جذب جریانهای بزرگ سرمایه‌گذاری خارجی بخش مالی خود را برای مشارکت سرمایه‌گذاران خارجی باز نمود.

چین و کشورهای هند و چین (کامبوج، لائوس و ویتنام) به تازگی بر بازار سرمایه اتکاء کرده‌اند و جریانهای سرمایه خارجی را در کشورهای خود تشویق نموده‌اند. چین از ابتدای دهه ۱۹۹۰ شروع به کاهش محدودیتهای موجود بر مالکیت خارجی شرکتها و دستیابی سرمایه‌گذاران خارجی بر بازارهای سرمایه داخلی نمود. ویتنام به تازگی اصلاحاتی را برای گذار تدریجی به پایان رسانده است و تعداد فرایندهای از سرمایه‌گذاران اخیراً به عنوان یک منطقه جذاب به این کشور نگاه می‌کنند.

قدرت جریانهای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی عمدتاً در شرایط بسیار مطلوب تولید در کشور دریافت‌کننده نمود می‌کند. شعار «یا صادرات یا مرگ» شعاری بود که بیشتر کشورهای شرق آسیا واقعاً در پی تحقق آن پیش رفتند.^{۱۲} در این کشورها میزان بالایی از پس‌انداز وجود داشت که در جریان تولید بکار گرفته شد و جریانهای ورودی سرمایه مکمل منابع داخلی بودند. از طرف دیگر وجود نیروی کار منضبط و دستمزدهای غیرقابل رقابت و حضور کارفرمایان جسور و نوآور باعث شد که آنها به مرزهای جدیدی از رشد و توسعه اقتصادی در مدت زمان بسیار اندکی دست یابند. این انگیزه‌ای بود لازم و کافی تا هجوم سرمایه‌های خارجی و بخصوص سرمایه‌های بدهی خارجی به بازار این کشورها آغاز شود.

از سوی دیگر هجوم جریانهای سرمایه‌گذاری بدهی خارجی را تا حد زیادی می‌توان نتیجه توسعه بازارهای سرمایه کشورهای منبع، نرخهای پایین بهره و فعالیتهای جسورانه مدیران مالی در آمریکا دانست تا اهداف و رادبردهای کشورهای دریافت‌کننده. به عبارت بهتر این مورد را می‌توان تهاجم سرمایه‌ها نام داد. این تهاجم سرمایه‌ها همان طور که در مباحث نظری گفته شد خیلی راحت و سریع می‌توانستند اقتصاد واقعی کشورهای میزبان را ملتهب نمایند، بخش مالی را مختل کنند و منجر به تورم داراییها و ایجاد حباب‌های سفته بازی گشته و نرخهای ارز را افزایش دهند که نهایتاً کند شدن صادراتی و کاهش نرخ رشد این کشورها را موجب شوند. تا قبل از بحران فعلی، کشورهای شرق آسیا سعی در مهار هر گونه

اختلالی داشته و در جلوگیری و رفع آنها نیز موفق بوده‌اند.

به منظور گسترش دادن اهداف سیاستگذاری و اطمینان از ثبات عمل بازارها، دولت‌ها در شرق آسیا تدریجاً به ابزارهای غیرمستقیم روی آوردند. هر چند اثر فوری این روشها کمتر بود اما به نظر می‌رسید که نسبت به نظارت‌های مستقیم، اختلالات اقتصادی کمتری ایجاد می‌کرد. فراگیری مؤثر شیوهٔ بکارگیری سیاست‌های جدید و پذیرفتن نتایج کم‌دقت‌تر این سیاست‌ها همگی از اجزای مهم مراحل جدیدگذار برای این کشورها بوده و می‌باشد. به این منظور این کشورها با تغییر روش به سمت سیاست‌های غیرمستقیم زمینه‌های نزدیکی و دستیابی بیشتر به بازارهای جهانی سرمایه را در مبارزه‌های رقابت‌آمیز برای خود ایجاد کردند و با اتکا به این سیاست‌های جدیدی را برای توسعه بیشتر اقتصادهای جدید متکی بر بازار انتظار داشتند. اما پیوستن به بازارهای جهانی به مفهوم آن بود که عواملی فراتر از اختیارات مسئولان این کشورها بر نتایج عمل آنها تأثیرگذار باشد و این آغازی بود برای ایجاد بک بحران.

اگر دولت‌های شرق آسیا مواضع مثبتی را در سیاستگذاری‌ها اتخاذ می‌نمودند و سیاست‌های روشنی را برای هدایت بازار ارائه می‌دادند تا حدود زیادی می‌توانستند تأثیر بیشتری بر عوامل فوق داشته باشند. تمام سعی و تلاش این دولت‌ها باید معطوف به آن می‌شد که مهار نرخ تورم از اختیارشان خارج نگردد کسر بودجه افزایش نیابد، پس‌اندازها دچار کاهش نشوند، بازارها مختل نگردند و تفاوت بین نرخ بهره داخلی و خارجی بیشتر نشود. البته سیاستگذاران در این منطقه تا حدود زیادی خوب عمل کردند اما به دلیل نبودن راه و نداشتن تجارب قبلی، هنوز اصلاحات بیشتری را باید در اکثر زمینه‌ها ایجاد می‌نمودند.^{۱۳}

۶. آغاز بحران و ریشه‌های آن

رشد صادرات در منطقه جنوب شرق آسیا و رقابت در پی یافتن راهی به سهم بیشتر از بازارهای منطقه‌ای و جهانی باعث آن شد که بعضی از دولت‌ها در منطقه اقدام به اتخاذ سیاست‌هایی در این خصوص نمایند. اولین اقدام از سوی تایلند سرزد و آن اعلام شناوری نرخ در این کشور در یازدهم تیر ماه جاری،^{۱۴} پس از سالها حفظ نرخ ارز رسمی تثبیت شده و تلاش در پی ایجاد شرایط اطمینان‌برانگیز جهت

13. Manging capital flows in East Asia, A world Bank publication, 1996, P.119.

۱۴. برابر با دوم ژوئیه ۱۹۹۷ میلادی

جذب سرمایه‌های خارجی برای سرعت بخشیدن به رشد و توسعه اقتصادی کشور بود. پس از این اقدام به دلیل گسترش احساس عدم اطمینان در بین سرمایه‌گذاران و احساس خطر سوداگران سهام و ارزش از کاهش ارزش پول تایلند در مقابل دلار، در همان ماه ژوئیه ۱۹۹۷، حجم زیادی از پول تایلند (بات) به اشکال گوناگون در مقابل دلار به فروش رفت.^{۱۵} به دنبال تضعیف پولی ناشی از این معاملات، دولت تایلند اقدام به کاهش ارزش پول ملی خود نمود که این امر بر وخامت اوضاع افزود و دامنه بحران پولی تایلند را در وهله اول به کشورهای شریک آن یعنی مالزی، اندونزی و کره جنوبی کشانید. در طی ماههای اوت و سپتامبر همان سال به دنبال گرایش معامله‌گران سودجو به جانب معاملات بر روی پول دیگر کشورهای آسیایی، از جمله مالزی، نظام پولی این کشورها تضعیف گردید. به طوری که ارزش ریگیت واحد پول مالزی در مقابل دلار تا ۳۰ درصد کاهش یافت. دامنه بحران در اندونزی و کره جنوبی وسعت بیشتری یافت، به طوری که بازارهای آنها، بین ۲۰ تا ۴۰ درصد افت کرد.^{۱۶} دیری نپایید که دامنه بحران به سرعت به بازار هنگ‌کنگ نیز رسید. در ۲۳ اکتبر دولت هنگ‌کنگ با اتخاذ سیاست افزایش نرخهای بهره تا ۳۰۰ درصد، سعی در جلوگیری از کاهش ارزش پول خود نمود. اما بازار سهام هنگ‌کنگ، در پی این اقدام، متحمل ضربه‌های شدیدی گردید.^{۱۷} شتاب سرمایه‌گذاران برای فروش سهام خود در آسیا، آمریکا و انگلستان موجب کاهش شاخص هنگ‌کنگ شد به طوری که، شاخص بازار سهام هنگ‌کنگ تا ۲۶ درصد تا روز ۲۴ اکتبر کاهش یافت. هر چند که این کشور تزریق ارز از منابع ذخیره خود به بازار را قبل از آن آغاز کرده بود تا از ارزش پول کشورش جلوگیری نماید، اما این ترفند کارساز نیافتاد. در پی این نوسانات بازار سهام نیویورک در ۲۷ اکتبر^{۱۸} دچار افت شدیدی شد به طوری که شاخص سهام داو جونز به پایین‌ترین حد خود در تاریخ معاملات بورس نیویورک یعنی ۵۵۴ واحد رسید^{۱۹} هر

15. Time, November 10, 1997, PP.56-63

۱۶. همان منبع

۱۷. همان

۱۸. برابر با پنجم آبان ماه ۱۳۷۶

۱۹. همان منبع قبلی - قابل ذکر است که این رقم در مقایسه با کاهش همین شاخص در سال ۱۹۸۷، کاهش بی‌سابقه‌ای به مراتب کمتر از کاهش شاخص سهام در دو شنبه سیاه را نشان داده است.

چند که در روز بعد مجدداً افزایش یافت، اما ضربه وارد شده بود. همه این رخدادها حکایت از ارتباط بازارهای مالی، شکنندگی و پیچیدگی آنها دارد. اثر بحران شرق آسیا علاوه بر آمریکا، ژاپن، اتحادیه اروپا و حتی کشورهای آمریکای لاتین، کانادا و استرالیا را نیز تحت تأثیر خود قرار داده است.^{۲۰} اقتصاد به ظاهر پر قدرت آمریکا نیز درگیر این بحران خواهد شد. بازار آمریکا که تکیه گاه بسیاری از شرکتهای بین‌المللی است، خود به میزان گسترده‌ای متکی بر درآمدهای شرکتهای آسیای شرقی شده است. به طوری که اگر کاهش رشد شرکتهای آسیای شرقی بیش از حد انتظار شرکتهای آمریکایی شود، درآمد برخی از شرکتهای آمریکایی به شدت کاهش یافته و ارزش سهام آنها نیز به سرعت تنزل خواهد یافت. شاید این یکی از علل سرعت عمل آمریکا و صندوق بین‌المللی پول در تقویت بینه مالی کشورهای بحران‌زده بخصوص، کره جنوبی، اندونزی و تایلند باشد.

شکنندگی بازارهای مالی جهانی به دلیل سرعت نقل و انتقالات، حجم بالای مبادلات، استفاده از تکنولوژیهای جدید ارتباطات و پیچیدگی ابزارهای مالی آنقدر زیاد شده است که در اثر یک بحران در یک بازار، با سرعت زیادی بحران به سایر بازارهای مالی جهانی نیز سرایت می‌کند. این عمل را به اثر دومینو^{۲۱} تعبیر کرده‌اند. عاملی که اکنون باعث شده است سایر اقتصادهای شکوفای جهانی به وحشت افتاده و برای حفظ موقعیت اقتصادی خود و جلوگیری از گسترش بحران در بازارهای داخلی آنان به سرعت در پی رفع بحران از منطقه شرق آسیا برآیند. شاید هم که این یک خاصیت مفید جهانی شدن باشد که کشورهای شریک در بازار جهانی برای حفظ موقعیت اقتصادی خود ناچارند که از موقعیت سایر شرکا نیز به حد کافی حمایت نمایند.

به هر حال برای درک ریشه‌های بحران، مباحث نظری ارائه شده در قسمتهای قبلی این مقاله می‌تواند کاملاً مفید و کارساز باشد. ورود جریانهای سرمایه در طی سالهای ۱۹۸۵ تا ۱۹۹۵ به منطقه شرق آسیا بی‌شک یکی از عوامل مؤثر بر ایجاد بحران مالی فعلی است. در دوره مورد اشاره، بسیاری از سرمایه‌گذارهای مستقیم و غیرمستقیم شرکتهای آمریکایی و ژاپنی و حتی هنگ‌کنگ به سوی آسیای جنوب شرقی سرازیر شده و به خودی خود این کشورها را در معرض جابه‌های مالی بسیار بزرگی قرار داده

۲۰. بولتن‌های روزانه بازرگانی ۹/۹ الی ۷۶/۱۱/۱

بود. ۲۲ از سوی دیگر، افزایش شدید و بی‌رویه حجم اعتبارات داخلی کم و بیش در تمامی کشورهای مزبور پدیده‌های فراگیر بوده و این مشکل از ورود حجم انبوه سرمایه به داخل، افزایش بی‌رویه قیمت دارائیه‌ها و بخصوص دارائیه‌های غیرمنقول از قبیل زمین و مستغلات، و رقابت‌های بی‌پرده و فشرده بانکها و مؤسسات مالی در اعطای منابع اعتباری برای خرید آن دارائیه‌ها سرچشمه گرفته است.

عامل دیگر بروز بحران اجرای سیاستهای تثبیت نرخ اسمی ارز و ارزشگذاری بیش از واقع پول داخلی در زمان تعیین نرخ مبادله ارز بوده است. وابستگی بیش از حد واحد پولهای این کشورها به تنها یک ارز خارجی و خامت اوضاع را تقویت نمود. به طور مثال در آسیای جنوب شرقی، واحد پولهای تایلند، مالزی و فیلیپین و تا حد زیادی کره جنوبی، همگی عملاً به دلار آمریکا میخکوب شده‌اند. با افزایش سریع نرخ مبادله دلار با این ژاپن و پولهای اروپایی و کاهش ارزش برابر یوان (چین) در سال ۱۹۹۴، کشورهای آسیای جنوب شرقی ناگاه قدرت رقابت خود را از دست دادند و رشد صادرات این کشورها تا سال ۱۹۹۶ با افت قابل ملاحظه‌ای رو به رو شد.

مقررات‌زدایی در بانکداری برای جذب جریانهای بیشتر سرمایه خارجی به منظور ادغام بیشتر در بازارهای جهانی سرمایه و خصوصی کردن بخش بانکداری در کشورهای شرق آسیا را می‌توان به عنوان عامل دیگری در بروز بحران نام برد. هر چند که این عامل باز برای تسریع در ورود جریانهای سرمایه خارجی لازم بوده است. این کشورها کنترل بر سرمایه را به تدریج حذف کرده و سقف نرخ بهره را برداشته و در بسیاری از موارد راه را برای رقابت مؤسسات مالی غیربانکی یا بانکها باز کرده‌اند. این اقدامات در اصل می‌باید کارایی را افزایش داده و یکپارچگی اقتصادی با بازارهای جهانی را تسریع می‌کرد. اما در عمل، این کشورها اقتصاد خود را در معرض مخاطرات جدید و گوناگونی نیز قرار دادند که از آن جمله می‌توان به این موارد اشاره کرد: تقلبات بانکی، قبول ریسک زیاد توسط بانکهایی که سرمایه کافی نداشتند و عدم توان انجام تعهدات توسط بانکها. بر همین اساس بود که در اولین روزهای بحران بسیاری از مؤسسات مالی و بانکهای بازرگانی در این کشورها به کام ورشکستگی کشیده شدند و حتی بعضی از مؤسسات بزرگ مالی در ژاپن نیز به این ورطه درافتادند. ۲۳

22. "Getting out of afix". The Economist, sep.20 1997, P.105

۲۳. «پیش‌بینی بحرانهای ۱۹۹۸ در بازارهای نوظهور» دکتر جفری ساکس، ترجمه داریوش قمری. مجله بورس

عامل دیگری که با موارد قبلی دارای ارتباط تنگاتنگی است، مقررات زدایی در بازارهای مالی، وابستگی به دلار، دلارزدگی اقتصاد ملی کشورهای مورد بحث بویژه افزایش این عامل در نظامهای بانکی آنها بوده است. در بسیاری از بازارهای نوپا و رو به رشد، بانکها از منابع خارجی وجوهی به دلار و به صورت کوتاه مدت وام می‌گیرند و سپس این وجوه را در اقتصاد داخلی وام می‌دهند. در مواردی که بانکها وجوه حاصله از منابع خارجی را به پول داخلی تبدیل و به صورت وام در اختیار متقاضیان داخلی می‌گذارند، بلادرنگ خود را در معرض مخاطرات نرخ تبدیل ارز قرار می‌دهند، و در موردی که این وامها به دلار اعطا شده باشند، با افزایش ریسک اعتبارات اعطایی رو به رو می‌شوند، زیرا بسیاری از آنها که وامهای دلاری را دریافت می‌کنند (مانند تولیدکنندگان مستغلات) در صورت کاهش نرخ برابری پول ملی، برای بازپرداخت وامهای دلاری با مشکلات جدی مواجه خواهند شد. بانکهای مرکزی هم نمی‌توانند برای بانکهایی که تعهدات دلاری سنگینی دارند، نقش آخرین مرجع دریافت وام را ایفا کنند و این نیز بر جو عدم اطمینان در شرایط بروز بحران خواهد افزود.^{۲۴}

آخرین عاملی که بعضی از کارشناسان اقتصاد و بازرگانی در بروز بحران جنوب شرق آسیا مؤثر می‌دانند، افزایش عرضه جهانی بیش از تقاضای آن و کاهش قیمتها در این بازار است. ظهور رقیبی پر قدرت و کارآمد در این منطقه به نام چین که با نیروی ارزان کار خود مبادرت به تولید آخرین نیازهای بازارهای جهانی از پوشاک تا تراشه‌های رایانه‌ای نموده، به دلیل هزینه‌های پایین تر تولید، محیط رقابت در بازارهای صادراتی را بیش از پیش مخاطره‌آمیز نموده است. انبارهای کالاهای صادراتی در چین اکنون نیاز به بازار دارند و این در حالی است که افزایش تقاضای جهانی به اندازه عرضه آن نبوده و لاجرم بایستی از سهم رقبا در این بازار کاسته شود تا به سهم این کشور اضافه شود.^{۲۵} سیاست کاهش ارزش پول در تایلند که در آغاز بحران به کار گرفته شد راهی بود برای ارزانتر شدن صادرات این کشور در مقابل سایر رقبا و بخصوص چین و افزایش قدرت رقابت در بازار که با بروز بحران و خروج سرمایه‌ها این سیاست با موفقیت لازم همراه نشد.

با این همه بروز بحران در بازارهای شرق آسیا نمی‌تواند، حکایت از عدم شایستگی این کشورها برای اداره اقتصادهایشان داشته باشد. این بحران مرحله‌ای از گذار است که این کشورها با تبعیت از سیاست‌های تجربه‌گرایانه خود از آن نیز درس‌های آموزنده‌ای خواهند گرفت.

همانگونه که اخیراً «پانیچ پاکدی» معاون نخست وزیر تایلند در نشست کنفدراسیون صنایع هند در «مدرس» مرکز ایالت «تامیل نادو» به عنوان هشدار به هند خاطر نشان کرد که این کشور نباید اشتباه کشورهای جنوب شرقی آسیا را تکرار کند. می توان به صراحت اذعان داشت که این کشورها خطاهای خود را دریافته و راه صحیح برای جبران آن را به زودی خواهند یافت. پاکدی در سخنرانی خود اعلام کرده که کشورهای شرق آسیا به جای تقویت اقتصاد خود، آن را گسترش دادند، بدون اینکه از خطری که در برابر آنها قرار داشت، آگاهی داشته باشند. پاکدی تأکید کرد: مصرف بیش از حد بحران اقتصادی آسیا را به وجود نیاورده است، بلکه سرمایه گذاری بیشتر، اتکای بیش از حد به سرمایه گذاری خارجی، دریافت وام و سرمایه گذاری بی دلیل کوتاه مدت در بخش خصوصی و از همه مهمتر جهانی شدن اقتصاد باعث بحران اقتصادی در آسیا شده است. وی به دولت هند توصیه کرده قبل از اجرای برنامه بازسازی و اصلاحات اقتصادی، سیستم نیرومندی برای نظارت بر این اصلاحات را به وجود آورد. پاکدی گفته است که هند باید در راه جهانی ساختن اقتصاد خود به پنج عامل عمده شامل ثبات دولت، مدیریت وامهای خارجی، رقابت جهانی، مدیریت اقتصادی و از همه مهمتر به سرعت جهانی سازی اقتصاد توجه داشته باشد.^{۲۶}

این سخنان حکایت از درک صحیح راهبران کشورها از راهی که باید در آینده طی شود دارد و همان طور که دکتر جفری ساکس پروفیسور تجارت بین المللی در دانشگاه هاروارد اظهار داشته است باید گفت که: «اشتباهات جنوب شرق آسیا جدی بوده اما مهلک نیست. آنگاه که بحران ناشی از کاهش ارزش پول در سال ۱۹۹۷، از صافی اقتصاد این کشورها گذشته و برطرف شود، توان شناخته شده منطقه در امر صادرات، دوباره به میدان آمده و خود را نشان خواهد داد، اگر چه در سال ۱۹۹۸ ممکن است که بخش ساختمان در این کشورها همچنان در باتلاق مشکلات مالی دست و پا بزنند ولی بخش صادرات پرتراوت و چالاک خواهد بود و در سال ۱۹۹۹ بخشهای بالقوه اقتصاد در این کشورها به راحتی مشکلات را از میدان به در خواهند برد.»^{۲۷}

۲۶. بولتن روزانه بازرگانی، شماره ۰۹۷۶ اخبار خارجی، ۲۱/۱۰/۷۶، ص ۱۴.

۲۷. پیش بینی بحرانهای ۱۹۹۸ در بازارهای نوظخته، دکتر جفری ساکس، ترجمه داریوش قمری، مجله بورس

۴، آذر و دی ۷۶، ص ۴۷.

منابع

۱. بولتن‌های روزانه بازرگانی شماره‌های ۹۶۱، ۹۶۶، ۹۶۸، ۹۶۹، ۹۷۰، ۹۷۴، ۹۷۵، ۹۷۶، ۹۸۱، ۹۸۲، ۹۸۳، ۹۸۴، ۹۸۵
۲. روزنامه ایران ۱۸ دی ماه ۷۶، صفحه ۱۳
۳. مجله بورس ۳ آبان ماه ۷۶
۴. مجله بورس ۴ آذر و دی ۷۶
5. Managing capital flows in East Asia. A World Bank Puplication. First Printing. May 1996.
6. Global Data Watch Handbook, Second Edition. Jpmorgan. New York January 1996.
7. Global Data Watch. Jpmorgan. New York, London, December 12, 1997.
8. "Getting out of afix", The Economist, sep 20 1997.
9. Businessweek, september 22, 1997.
10. The Economist, Nov.15, 1997.
11. Newsweek, Nov 3, 1997.
12. Time, Nov 10, 1997.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی