



چکیده

اقتصادی‌های در حال توسعه و نوظهور منابع مالی خارجی را برای حل مشکل سرمایه مورد نیاز خود مفید می‌دانند، لذا برای تامین منابع مالی مورد نیاز به بازارهای مالی بین‌المللی روی آورده و از جریان‌های آزاد سرمایه استفاده می‌کنند.

نتایج پژوهش‌های متعدد در حوزه موضوع مورد بررسی نشان می‌دهند، آزادسازی جریان‌های سرمایه امکان دسترسی به منابع مازاد مالی سایر کشورها را برای کشورهایی که دارای کمبود منابع مالی هستند میسر ساخته و زمینه

مزایا و مخاطرات جریان آزاد سرمایه در بازارهای نوظهور

علی رضا معطوفی

کارشناس ارشد مدیریت مالی

عبدالله ریاحی

کارشناس مدیریت بازرگانی

را در جهت افزایش رقابت، تولید، رشد و رفاه فراهم می آورد. هم چنین رشد روزافزون ادغام و آزادسازی بازارهای مالی بین المللی به هم بستگی بیش تر بازارهای مالی با یکدیگر و در نتیجه تاثیر پذیری بیش تر آنها از هم شده است.

با توجه به این که آزادسازی جریان های سرمایه می تواند موجب افزایش رشد و رفاه در کشورهایی که به آزادسازی بازار مالی خود اقدام می کنند شود، هم چنین از سوی دیگر این اقدام می تواند خطراتی را به همراه داشته باشد. شواهد موجود در مورد بحران های مالی اخیر و گذشته نشان می دهد، آزادسازی بازار مالی می تواند یک کشور را در مقابل شوک های خارجی آسیب پذیر کند.

واژگان کلیدی: بازار سرمایه، ادغام بازارهای مالی، آزادسازی جریان سرمایه.

مقدمه

آزادسازی^۱ جریان های سرمایه و مالی می تواند نقش اساسی را در افزایش رشد و رفاه ایفا کند. جریان یافتن سرمایه در بازارهای نوظهور در سال های اخیر فرصت هایی را برای توسعه اقتصادی و از طرفی مشکلاتی را برای مدیریت اقتصادی کشورها به دنبال داشته است (دولی^۲، ۱۹۹۶).

به طور کل کشورهایی که دارای مازاد وجوه نقد هستند در جستجوی فرصت هایی برای سرمایه گذاری پس انداز هایشان هستند. لذا آزادسازی جریان های سرمایه این امکان را فراهم می آورد که وجوه از سمت کشورهای دارای مازاد به

سمت کشورهای دارای کسری منتقل شده و بهره وری در استفاده از منابع را افزایش داده و موجب افزایش رفاه شود (سوزا^۳، ۲۰۰۴).

هم چنین مشارکت وسیع سرمایه گذاران بین المللی در بازارهای نوظهور به ارتباط بیش تر بین بازارهای توسعه یافته با سایر بازارها انجامیده است. این مشارکت از طریق ابزارهای مالی جدید از قبیل صندوق ها یا موسسه های مالی مختلف امکان دسترسی به سرمایه و منابع مالی کشورهای متعدد را فراهم می آورد (گاناپولسکی^۴ و اسچموکلر^۵، ۱۹۹۸).

ادغام بازارهای مالی بین المللی و دسترسی به جریان سرمایه های بین المللی می تواند بر متغیرهای متعدد اقتصادی تاثیرات مختلفی بگذارد. در این بین بازار سرمایه به عنوان یکی از مهم ترین بخش های اقتصاد و بازار مالی ممکن است تحت این تاثیرات قرار گیرد. لذا توجه به این حوزه (بازار سرمایه) و عوامل موثر بر مشارکت افراد در بازار سرمایه در برای شناسایی عوامل موثر بر تصمیم افراد به منظور نگه داری سهام، ضروری به نظر می رسد.

این مقاله در نظر دارد با توجه به مبانی نظری موجود در حوزه عوامل موثر بر بازار سرمایه به تبیین تاثیر ادغام بازارهای مالی بین المللی و آزادسازی جریان های سرمایه به عنوان یکی از عوامل موثر بر این بازار و مشارکت افراد در آن پرداخته و با فراهم آوردن ادبیات نظری مناسب در حوزه متغیر مورد نظر ابزار مناسبی را در اختیار سایر محققان و تصمیم گیرندگان بازار سرمایه کشور قرار دهد.

آزادسازی بازارهای مالی

ولاجس^۶ و والدن استرم^۷ (۲۰۰۵) در پژوهشی با استفاده از مدل توسعه داده شده به وسیله راجان^۸ و زینگالس^۹ (۱۹۹۸) به بررسی اثر آزادسازی بازار مالی بر نرخ رشد و ارزش افزوده پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می دهد، صنایعی که وابستگی بالایی به تامین مالی از خارج دارند در کشورهایی که اقدام به آزادسازی بازار مالی کرده اند رشد بالاتر ارزش افزوده را تجربه نمی کنند. به عبارت دیگر رشد ارزش افزوده با ادغام و آزادسازی بازارهای مالی بی ارتباط است.

یافته های پژوهش آنها بیان می کند، آزادسازی بازار مالی نرخ رشد و ایجاد بنگاه های جدید را در میان صنایعی که وابستگی بالایی به تامین مالی از خارج دارند (در کشورهایی که به سطح بالایی از توسعه مالی رسیده اند) افزایش می دهد، که این نتایج با رقابت روزافزون و تامین منابع از خارج (برون سپاری^{۱۰}) سازگار است. نتایج پژوهش فوق الذکر نشان می دهد، آزادسازی بازارهای مالی محرکی در برای ایجاد بنگاه های جدید است و ایجاد بنگاه های جدید افزایش رقابت و تولید را به همراه خواهد داشت. از سوی دیگر تامین منابع از خارج (برون سپاری) امکان تاسیس کارخانه های جدید را با هزینه های پایین از طریق دسترسی به جریان های سرمایه ناشی از آزادسازی بازارهای مالی فراهم می آورد.

برون سپاری موجب ایجاد بریدگی در زنجیره ارزش افزوده شده که می تواند ایجاد بنگاه های جدید، افزایش تولید و رقابت، رشد صفر در ارزش افزوده و تولید کالای نهایی با قیمت پایین را به دنبال داشته باشد.

6 - Vlachos

7 - Waldenstrem

8 - Rajan

9 - Zingales

10 - Outsourcing

3 - Souza

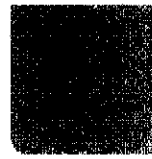
4 - Ganapolsky

5 - Schmucler

1- Liberalization

2 - Doolcy

آزادسازی بازارهای مالی محرکی در برای ایجاد بنگاه های جدید است و ایجاد بنگاه های جدید افزایش رقابت و تولید را به همراه خواهد داشت. از سوی دیگر تامین منابع از خارج (برون سپاری) امکان تاسیس کارخانه های جدید را با هزینه های پایین از طریق دسترسی به جریان های سرمایه ناشی از آزادسازی بازارهای مالی فراهم می آورد.



جویسو و دیگران¹¹ (۲۰۰۴) معتقدند، ادغام بازارهای مالی مزایای بالقوه ای برای بنگاه هایی که به این بازارهای مشابه (چه در آمریکا و چه در اروپا) دسترسی دارند به همراه دارد که آن می تواند به طور بالقوه اثر بزرگی روی رشد کشورها و بخش های آنها (از قبیل بخش های تولیدی) داشته باشد.

آنها با بررسی ۲۶ کشور توسعه یافته نشان دادند، کشورهایی که دارای بنگاه های نسبتاً کوچک (بنگاه های کوچک و متوسط¹²) هستند بیش تر از توسعه بازار مالی داخلی خود منافع کسب می کنند. به عبارت دیگر در این کشورها در صورتی که ادغام بازارهای مالی منجر به توسعه بازار مالی آنها شود، سودمند خواهد بود و صرفاً دسترسی به بازارهای مالی بین المللی به برای آن که بنگاه های کوچک و متوسط احتمالاً توانایی کمتری برای بهره مندی از مزایای دسترسی به بازارها و واسطه های مالی خارجی دارند. منافع زیادی برای آنها به همراه نخواهد داشت.

گراسمن¹³ و هلپمن¹⁴ (۲۰۰۲) در پژوهشی به بررسی تاثیر بازارهای بین المللی بر بازار سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می دهد، زمانی که کشوری اقدام به آزادسازی بازار سرمایه می کند بنگاه هایی که واجد شرایط عرضه به خریداران خارجی هستند متوسط قیمت سهام ۱۵/۱ درصد را تجربه می کنند. آنها بیان می کنند، آزادسازی بازار سرمایه "ریسک سیستماتیک" را کاهش می دهد که این امر برای نگهداری سهام توسط افراد خارجی

اگر چه آزادسازی جریان های سرمایه می تواند موجب افزایش رشد و رفاه در کشورهایی که به آزادسازی بازار مالی خود اقدام می کنند، شود اما از سوی دیگر، این اقدام می تواند خطراتی را به همراه داشته باشد. شواهد موجود در مورد بحران های مالی اخیر و گذشته نشان می دهد، آزادسازی بازار مالی می تواند یک کشور را در مقابل شوک های خارجی، آسیب پذیر کند.

است.

آرتتا و دیگران¹⁵ (۲۰۰۱) در پژوهشی به بررسی مجدد شواهد در مورد آزادسازی جریان سرمایه و رشد پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان نشان داد، شواهدی مبنی بر وجود رابطه مثبت بین متغیرهای فوق الذکر وجود دارد اما معتقدند این رابطه با توجه به زمان و نحوه آزادسازی جریان سرمایه متفاوت است.

نتایج پژوهش آنها نشان می دهد، اثر آزادسازی جریان سرمایه در کشورهای با درآمد بالا به طور ضعیفی با هم مشابه است. همچنین اثرات رشد مثبت آزادسازی جریان سرمایه در کشورهای با نهادهای قوی، قوی تر است.

هنری¹⁶ (۲۰۰۰) به منظور بررسی اثر آزادسازی بازار سرمایه بر رشد سرمایه گذاری به بررسی ۱۱ کشور در حال توسعه که اقدام به آزادسازی بازارهای مالی خود کرده اند، پرداخت.

نتایج پژوهش وی نشان داد، در سال اول نرخ رشد سرمایه گذاری ۹ کشور بالاتر از میانه نرخ سرمایه گذاری در قبل از آزادسازی بازار مالی بود که این مقدار در سال های دوم و سوم بعد از آزادسازی بازار مالی به ۱۰ و ۸ کشور رسید. یافته های پژوهش مذکور نشان می دهد، به طور متوسط در تمامی کشورهای حاضر در نمونه مورد بررسی متوسط نرخ رشد سرمایه گذاری طی ۳ سال، از مرز ۲۲ درصد تجاوز کرد.

بیکارت¹⁷ و هاروی¹⁸ (۲۰۰۰) در پژوهشی با استفاده از مدل سری های زمانی چند بخشی¹⁹ به بررسی تاثیر آزادسازی بازار سرمایه بر هزینه سرمایه پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می دهد، همیشه هزینه سرمایه با آزادسازی بازار سرمایه کاهش می یابد.

15 - Arteta et al

16 - Henry

17 - Bekaert

18 - Harvey

19 - Cross-Sectional Time Series Model

11 - Guiso et al

12 - SMEs

13 - Grossman

14 - Helpman



رودریک²⁰ (۱۹۹۸) در پژوهشی نشان داد، GDP آزادسازی بازارهای مالی هیچ اثری بر رشد نشان نمی دهد حال آن که ادواردز²¹ (۲۰۰۱) بیان می کند، آزادسازی بازار سرمایه بر روی رشد اقتصادی اثر مثبت دارد.

مخاطرات آزادسازی بازارهای مالی

پیتاس²² (۲۰۰۴) در پژوهشی نشان داد، اقتصادهایی که به طور وسیعی از بازارهای مالی بین المللی استقراض می کنند در معرض خطر نوسانات غیر قابل پیش بینی قرار دارند. لذا معتقد است، محدودیت استقراض از خارج اقتصاد را در مقابل این گونه نوسانات حمایت می کند. از سوی دیگر نتایج پژوهش وی نشان می دهد، انتقال سرمایه های بین المللی با توجه به سطح تصاعدی مالیات ممکن است منجر به بی ثباتی

در انجام برآوردهای دقیق شود.

سوزا (۲۰۰۴) بیان می کند، اگر چه آزادسازی جریان های سرمایه می تواند موجب افزایش رشد و رفاه در کشورهایی که به آزادسازی بازار مالی خود اقدام می کنند، شود اما از سوی دیگر، این اقدام می تواند خطراتی را به همراه داشته باشد. شواهد موجود در مورد بحران های مالی اخیر و گذشته نشان می دهد، آزادسازی بازار مالی می تواند یک کشور را در مقابل شوک های خارجی، آسیب پذیر کند.

نتایج پژوهش سوزا نشان می دهد، اگر یک کشور دارای بخش های مالی ضعیف، مدیریت ریسک نامناسب و قوانین و نظارت ناکافی باشد، جریان های سرمایه بزرگ می تواند به راحتی منجر به بحران های مالی خطرناک شود. او معتقد است، برخی از بحران های مالی اخیر از قبیل شرق آسیا، مکزیک، روسیه، برزیل و ترکیه در اواخر سال ۲۰۰۱ و اوایل سال ۲۰۰۲

مرتبط با آزادسازی جریان های سرمایه در آن کشورها بوده است.

آزادسازی بازارهای مالی و بحران های مالی بین المللی

گاناپلسکی و اسچموکلا (۱۹۹۸) بیان می کنند، با توجه به این که بازارهای سرمایه آمریکای لاتین به طور روزافزون در حال ادغام هستند لذا احتمال بیش تری وجود دارد که شوک های خارجی سایر کشورها را نسبت به گذشته تحت تاثیر قرار دهد.

نتایج پژوهش آن ها نشان می دهد، آزادسازی بازار سرمایه و مشارکت سرمایه گذاران بین المللی در بازارهای نوظهور موجب ارتباط بیش تر بازارهای مالی با یکدیگر شده و تصمیمات مشابه را در میان بازارهای مالی نوظهور بالاخص در دوران بحران افزایش می دهد. آن ها بیان می کنند، همبستگی بازارهای

20 - Rodrik

21 - Edwards

22 - Pittus

آزادسازی جریان های سرمایه و مالی می تواند نقش اساسی را در افزایش رشد و رفاه ایفا کند. جریان یافتن سرمایه در بازارهای نوظهور در سال های اخیر فرصت هایی را برای توسعه اقتصادی و از طرفی مشکلاتی را برای مدیریت اقتصادی کشورها به دنبال داشته است.

مالی آمریکای لاتین به یکدیگر بیش تر از همبستگی با بازار مالی آمریکا است. از سوی دیگر نتایج پژوهش فوق الذکر نشان می دهد، میزان ارتباط بازارهای مالی مکزیک، آرژانتین و برزیل در بعد از بحران مالی بیش تر از قبل شده است به طوری که همبستگی قیمت اوراق قرضه برزیل و آرژانتین را از ۴۱ درصد به ۶۹ درصد و همبستگی قیمت اوراق قرضه برزیل و مکزیک از ۳۱ درصد به ۶۴ درصد افزایش داده است.

همچنین پژوهش فوق نشان می دهد، در طول دوره بحران همبستگی میان اوراق بهادار آرژانتین، برزیل و مکزیک به نزدیک ۸۰ درصد افزایش یافت. حال آن که همبستگی بین بازارهای سرمایه آرژانتین، برزیل، شیلی و مکزیک به طور معنی داری نسبت به قبل از بحران افزایش یافت. به عنوان مثال همبستگی بازار مالی برزیل و شیلی از ۱۵ درصد به ۷۸ درصد رسید.

نتایج پژوهش گاناپلسکی واسچموکلر نشان می دهد، در پی وقوع بحران در بازار مالی مکزیک سایر بازارهای مالی آمریکای لاتین واکنش مشابه به بازار مالی شیلی از خود نشان داده و این از ارتباط بازارهای مالی آمریکای لاتین با یکدیگر حکایت دارد.

نتیجه گیری

با توجه به کارکرد بازارهای مالی در اقتصاد ملی از قبیل تجهیز منابع پس اندازی و هدایت آن به سوی فعالیت های مولد اقتصادی، تعیین قیمت وجوه و سرمایه، انتشار و تحلیل اطلاعات و توزیع ریسک اقتصادی، لزوم توجه به عواملی که می توانند بر احتمال مشارکت افراد در بازار

سرمایه تاثیر بگذارند، ضروری به نظر می رسد. این مقاله با توجه به ادبیات پژوهشی موجود در حوزه عوامل موثر بر بازار سرمایه به تشریح متغیر آزادسازی بازارهای مالی بین المللی و تاثیرات آن بر بازار سرمایه به عنوان یکی از عوامل مهم موجود در حوزه مورد بررسی پرداخت.

ادبیات پژوهشی موجود در این حوزه از وجود رابطه بین متغیرهای فوق حکایت داشته و بیان می کند، رشد روزافزون ادغام و آزادسازی بازارهای مالی بین المللی به همبستگی بیش تر بازارهای مالی با یکدیگر و در نتیجه تاثیر پذیری بیش تر آنها از هم شده است.

آزادسازی جریان های سرمایه این امکان را فراهم می آورد که وجوه از سمت کشورهای دارای مازاد به سمت کشورهای دارای کسری منتقل شده و بهره وری در استفاده از منابع را افزایش داده و موجب افزایش رفاه شود.

آزادسازی بازارهای مالی امکان تاسیس کارخانه های جدید را با هزینه های پایین از طریق دسترسی به جریان های سرمایه فراهم آورده و محرکی در برای ایجاد بنگاه های جدید است و ایجاد بنگاه های جدید افزایش رقابت و تولید را به همراه خواهد داشت.

نتایج پژوهش های متعدد نشان می دهد، آزادسازی بازار سرمایه و مشارکت سرمایه گذاران بین المللی در بازارهای نوظهور موجب ارتباط بیش تر بازارهای مالی با یکدیگر شده و تصمیمات مشابه را در میان بازارهای مالی نوظهور بالاخص در دوران بحران افزایش می دهد.

همچنین اگرچه آزادسازی جریان های سرمایه می تواند موجب افزایش رشد و رفاه در کشورهایی که به آزادسازی بازار مالی خود اقدام می کنند شود، اما از سوی دیگر این اقدام می تواند خطراتی را به همراه داشته باشد. شواهد موجود در مورد بحران های مالی اخیر و گذشته



Liberalization Cause Investment Booms?,

Journal of Financial Economics.

Pintus, Patrick a .(2004). International Capital Mobility and Aggregate Volatility: The Case of Credit-Rationed Open Economies. CREQAM Working Paper series.

Rodrik, D .(1998). Who Needs Capital-Account Convertibility? In Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?, Princeton University; New Jersey.

Souza, Lucio Vinhas .(2004). Financial Liberalization and Business Cycles: The Experience of Countries in the Baltics and Central Eastern Europe.

Vlachos, Jonas and Waldenstrom, Daniel .(2005). International Financial Liberalization and Industry Growth, International Journal of Finance and Economics.

Dooley, Michael .(1996). Capital Controls and Emerging Markets, International Journal of Finance and Economics.

Edwards, s .(2001). Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?, NBER Working Paper 8076.

Ganapolsky, Eduardo J.J. and Schmukler, Sergio, L .(1998). How Did Market React?, The World Bank Development Research Group Macroeconomics and Growth.

Grossman, Gene and Helpman, Elhanan .(2002). Outsourcing in Global Economy, NBER Working Paper 8728.

Guiso, Luigi, Jappelli, Tullio, Padula, Mario and Pagano, Marco .(2004). Financial Market Integration and Economic Growth in the E.U., CSEF Working paper no. 118.

Henry, Peter Blair .(2000). Do Stock Market

نشان می دهد، آزادسازی بازار مالی می تواند یک کشور را در مقابل شوک های خارجی آسیب پذیر کند.

ادبیات نظری موجود در حوزه موضوع مورد بررسی بیان می کند، اگر یک کشور دارای بخش های مالی ضعیف، مدیریت ریسک نامناسب و قوانین و نظارت ناکافی باشد، جریان های سرمایه بزرگ می تواند به راحتی در آن منجر به بحران های مالی خطرناک شود.

References:

- Arteta, Carlos, Eichengreen, Barry and Wyplosz, Charles .(2001). When Does Capital Account Liberalization Help More Than it Hurts?, NBER Working Paper 8414.
- Bekaert, G. and Harvey, C .(2000). Foreign Speculators and Emerging Equity Markets, The Journal of Finance.