

## تأثیر آزادسازی بازار سرمایه بر رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه

رضا تهرانی<sup>۱</sup>، محمد اسماعیل اعزازی<sup>۲\*</sup>

۱. دانشیار مدیریت مالی دانشگاه تهران، ایران  
۲. دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه تهران، ایران

(تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۸/۵/۱۷، تاریخ تصویب: ۱۳۸۸/۱۰/۱)

### چکیده

یکی از بحث‌انگیزترین جنبه‌های بازار مالی، آزادسازی بازار سرمایه است، البته نه آنچنان آزادسازی که تابع مقررات شدید دولت باشد. بر مبنای تئوری‌های مالی دلایل متعددی وجود دارد که آزادی جریان‌های سرمایه می‌بایست به افزایش رشد اقتصادی منتهی شود. از طرف دیگر اقتصاددانان معتقدند که هزینه آزادسازی بیشتر از منابع آن است. چنین تفکر جمعی در تعارض با دلایل علمی مبنی بر آزادسازی، رابطه بین سیاست آزادسازی بازار سرمایه و رشد اقتصادی را به نتیجه‌ای می‌رساند که در نهایت با ابهام همراه است بنابراین در آینده می‌بایست بیشتر بر دلایل مستند و کمتر بر نظریه اعتماد نمود.

واژه‌های کلیدی: آزادسازی، بازار سرمایه، رشد اقتصادی، نوسانات مصرف

**مقدمه**

در کنار تلاش بسیاری از کشورها برای آزاد سازی بازار داخلی سرمایه اخیراً صندوق بین المللی پول نیز منشور همکاری‌های خود را در جهت ترویج برنامه آزادسازی ارائه داده است تا به خواست اغلب کشورهای در حال توسعه که آزادی بازار و رفع موانع را لازمه رشد و ثبات اقتصادی میدانند تحقق بخشد. از سوی دیگر بسیاری از اقتصاددانان معتقدند که آزاد سازی منجر به ایجاد نوسان و افزایش ریسک می‌گردد و نه افزایش رشد. در این مقاله با برداشت از مطالعات «استیگلیتز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶» به شرایط همسویی رشد و ثبات اقتصاد کلان همراه با آزاد سازی بازار سرمایه می‌پردازد و تلاش می‌شود تا شکاف بین این دو دیدگاه را با استدلال منطقی پُر کند و با ارایه تحلیل، ریسک‌های ماندگار و مرتبط با آزاد سازی بازار سرمایه را آشکار نماید. جریانهای سفته بازی و احتکار کوتاه مدت معمولاً در دل بسیاری از بحرانهای اقتصادی کشورهای در حال توسعه بوده‌اند و از سال ۱۹۸۰ حتی وقتی که جریانهای سرمایه تنها علت بحرانها محسوب نمی‌شدند نقش اصلی را بازی می‌کردند. این نوسانات شرایط را برای سیاستگذاران در مواجهه با بحرانها از طریق ابزارهای سنتی اقتصاد در هموار سازی چرخه‌های تجاری دشوار کرده بطوری که جریا نه‌ای سرمایه ممکن است به نوسانات بیشتر در مصرف بیانجامد. هدف از این تحقیق بررسی تأثیر آزاد سازی بازار سرمایه بر رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه است. در نگاه اجمالی و فارغ از هر گونه تحلیل پیش‌بینی می‌شود که این فرایند قادر خواهد بود رشد اقتصادی را بهبود بخشد و نوسانات مصرف را کاهش دهد. در توصیف مدل کلاسیک برای انجام مطالعات با شرایطی سر و کار خواهیم داشت که برخوردار از اطلاعات صحیح و جامع، وجود بازارهای کارآ و برقراری رقابت کامل از فروض مسلم آن است. در حالی که در این مقاله شرایطی در توصیف اقتصاد توسعه یافته و مهمتر از آن در تعریف کشورهای در حال توسعه و بازارهای سرمایه بین المللی متصور است که تلویحاً و به‌طور نا آشکار وجود دارند و باید در ارزیابی‌ها مورد توجه قرار گیرند.

### مروری بر تحقیقات گذشته

« آفسفلد و روگوف، ۲۰۰۰<sup>۱</sup> » گزارشی منتشر کردند و واقعیت‌هایی را مطرح نمودند که با این تحلیل قابل تطبیق نیست نظیر گرایش متعصبانه به بازارهای داخلی سرمایه در داد و ستدها و تشکیل پرتفوی سهام، وابستگی سرمایه‌گذاری به پس‌انداز ملی، نوسانات شدید نرخ واقعی ارز و رابطه ضعیف بین نرخ ارز و مجموع عوامل اقتصاد کلان [۷].

آن دسته از فرضیات مغفول که در این مقاله بآن توجه شده عبارتند از

**اطلاعات نادرست:** توسعه فرضی در بازارهای غیر کارا طی ربع قرن اخیر تفسیری را ارائه می‌دهد که چرا آزادسازی بازار سرمایه منجر به عدم ثبات می‌شود و نه افزایش رشد؟ ظاهراً لزومی ندارد که در جستجوی شاهد و دلیلی برای آن باشیم، در حالی که میزان دقت، ایدئولوژی و گرایش حاکم بر جامعه چنین تعبیری را به وجود می‌آورد. با توجه به نقش اصلی و مسلمی که نا‌درستی اطلاعات در میزان اعتبار و سهمیه بندی دارایی در مالیه نوین بازی کرده است. چشم‌پوشی از چنین تأثیری غیر محتمل است.

**عدم شناخت:** ظاهراً تحلیل در مورد تئوری دفاع از اقتصاد نئو کلاسیک با فرض اشتغال کامل، اطلاعات کامل و عقلانیت کامل بیشتر از بررسی جریان خروجی سرمایه به عنوان پاسخ به نگرانیها مؤثر است.

بعنوان مثال: پی‌آمد یک انتخاب کشور برزیل را مجبور کرد تا نه فقط برای جلب توجه بلکه برای افزایش نرخهای بهره به سطوح خیلی بالا، جلوگیری از سقوط بازار و کاهش بیکاری از صندوق بین‌المللی پول کمک بطلبد. قابل توجه است که تا پیش از آن برزیل هیچ اقدامی برای ایجاد تعادل انجام نداده بود و مدیران اقتصادی کشور بعد از انتخابات نشان دادند که چقدر غافل بوده‌اند. از طرف دیگر نرخ بالای بهره که برزیل احساس کرد برای توقف جریان خروجی وجوه لازم است، اثر مخالف و قابل پیش‌بینی بر بازده و اشتغال داشت. دو انتقاد متعارف به آزادسازی بازار سرمایه به‌طور سیستماتیک با احتمال بحران مرتبط است و به توانایی دولت در واکنش به شوک‌های مخالف اقتصاد کلان آسیب میرساند و از توانایی در پایین آوردن نرخ بهره جلوگیری میکند. در بحران مالی آسیای شرقی، صندوق بین‌المللی پول و خزانه‌داری از عدم شفافیت و نقص اطلاعات و هم‌چنین از اهمرم بیش از اندازه انتقاد می‌کنند زیرا اهمرم بیشتر احتمال

ورشکستگی را به همراه دارد و با توجه به تبعات اهرم نامتناسب، اهمیت ساختار مالی محرز می شود. واقعیت این است که مدل نئو کلاسیک از هزینه ورشکستگی ایجاد شده چشم پوشی می کند «یکی از نقدهای میلر و مودیلیانی».

**عدم عقلانیت:** علاوه بر تحقیقات اخیر در اقتصاد کلان و مالی رفتاری، اکرلوف<sup>۱</sup> ۲۰۰۲ اهمیت عدم عقلانیت را بزرگنمایی کرده است. همینطور چارلز کیندلبرگر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۰ به بررسی تاریخ طولانی بحرانها پرداخته و نشان داده اند که عدم عقلانیت همراه با نواقص بازار «نظیر سوء استفاده از ناهنجاری های اطلاعات» مرکز ثقل نوسانات اقتصادی هستند که از همان ابتدا سرمایه داری را نشانه گرفته اند. و تا زمانیکه این نوسانات احتمالاً مناسب تئوری صندوق بین المللی پول نباشند واقعی نیستند. گرین اسپان<sup>۳</sup> رئیس بانک فدرال رزرو در ۱۹۹۰ به نقش عدم عقلانیت توجه نمود، عدم عقلانیتی که موجب پیامدهای تأیید شده بعدی است.

**تنوع جریانهای سرمایه:** قصور و ضعف اساسی دیگری در گزارش صندوق بین المللی پول وجود دارد و آن در رابطه با یکپارچگی بازار مالی است که با جریانهای ناخالص سرمایه اندازه گیری شده است. از آنجا که نمی توان بین انواع جریانهای سرمایه تمایز قائل شد انتقاد از آزاد سازی بازار سرمایه در مورد سرمایه گذاری مستقیم خارجی آنقدرها نگران کننده نیست ولی در مورد جریانهای مالی کوتاه مدت باید بسیار نگران بود. این واقعیت که مجموع جریانهای مالی « اعم از کوتاه مدت و بلند مدت » نتوانستند بر رشد اقتصادی اثرات مطلوب ایجاد کنند، فرض شده است که سرمایه گذاری مستقیم خارجی اثر مثبت، مجموع جریانهای بلند مدت و کوتاه مدت اثرات کم اهمیت و قابل اغماض و جریانهای کوتاه مدت به تنهایی اثر منفی بر رشد داشته باشند. این فرضیه با تئوری نوین مالی سازگار است ولی اگر تلاش می شد تا اثرات انواع مختلف جریانهای سرمایه تجزیه شود تحلیل جامع تر و بهبود یافته تر می بود.

در ادامه این بررسی ابتدا فرصتها و تهدیدهای آزاد سازی بازار سرمایه تبیین می گردد و سپس به تحلیل رابطه آن با رشد اقتصادی می پردازد [۵].

---

1. Akerlof  
2. Charles Kindle Berger  
3. Green span

### پیش شرطهای آزاد سازی موفق بازار سرمایه

می‌خواهیم بدانیم تحت چه شرایطی آزاد سازی بازار سرمایه منافع مورد انتظار را تأمین می‌کند؟ گزارش صندوق بین‌المللی پول پاسخ‌های بدون تکلف را به این پرسش ارائه می‌دهد و تردید حاکم بر حوزه انتقادات سیاسی را تحلیل می‌کند. نقش انتقادی نظارت خوب نه به‌صراحت توضیح می‌دهد که نظارت خوب چیست و نه تعیین می‌کند که مشکلات رابطه معکوس بین علت و معلول کدامند. این امر که کشورهای دارای نظارت دقیق میزبان سایر صفاتی هستند که آنها را برای سرمایه‌گذاری جذاب‌تر و در مهار حرکت‌های تند اقتصادی و بی‌ثباتی مربوط به جریانهای کوتاه مدت سرمایه توانا تر می‌نماید قابل توجه است. اما تئوریهای واقع‌گرایانه ادعا نمی‌کند که نظارت دقیق بخودی خود مشکلات را بر طرف خواهد کرد. نظارت دقیق نه نواقص اطلاعات را بر طرف می‌کند و نه عدم عقلانیت و بدبینی را کاهش می‌دهد. برای مثال کشورهای اسکانندیناوی به‌عنوان نمونه برخوردار از نظارت کامل معرفی شده‌اند ولی بحرانهای اصلیشان را تا قبل از دهه گذشته مهار نکرده‌اند، هم‌چنین ایالات متحده نیز به‌عنوان الگوی نظارت شناخته شده در حالیکه رسوایی اخیر این ادعا را کمرنگ کرده و نشان داده که حبابی بیش نبوده است. در عین حال اقتصاد آمریکا به‌نظر می‌رسد که بقدر کافی قوی است و می‌تواند عهده‌دار تأمین کسری مالی شود و به خروج از نتایج کساد بازار کمک نماید. جریانهای کوتاه مدت سرمایه در این گونه کشورها نقش نسبتاً کوچکی در نوسانات اقتصاد کلان بازی می‌کنند. در مقابل کشورهای در حال توسعه ضعیف‌ترند و جریانهای کوتاه مدت بدنبال آزاد سازی بازار سرمایه نقش مهمی در ترغیب نوسانات اقتصادی و هم‌چنین در جلوگیری از توانائی دولت در جبران نوسانات ناشی از سایر منابع دارند [۸].

### حالت‌های مخالف آزاد سازی بازار سرمایه

گزارش‌های اخیر صندوق بین‌المللی پول در توضیح چگونگی تلفیق مدل ساده نئوکلاسیک با طرز تفکر و مصلحت، حداقل در سطوح رسمی بر سایر بحث‌ها ارجحیت دارد.

فرض این است که بازارهای آزاد باید رفاه را توسعه دهند ولی می‌دانیم وقتی که بازارها ناقص هستند، وقتی اطلاعات محدود است یا وقتی تعادل بازار در رقابت کامل

نیست، کارایی پارتو<sup>۱</sup> محدود شده است. در تئوری، رفع یک نقیصه برای آزاد کردن بازار سرمایه با وجود سایر نواقص ممکن نیست به توسعه رفاه بیانجامد. در این قسمت می‌خواهیم فراتر از ملاحظات عمومی حرکت کنیم تا بطور خاص نشان دهیم چگونه آزاد سازی بازار سرمایه در کوتاه مدت ممکن است از نظر تئوری به مصرف بیشتر، قابلیت تغییر خروجی و رشد کمتر منتهی شود و چرا ممکن است برای کشورهای در حال توسعه مضر باشد. برای پاسخ به حالات مخالف آزادسازی می‌پردازیم [۴].

۱. چرا آزادسازی بازار سرمایه ممکن است به نوسان بیشتر در مصرف منجر شود؟  
گزارش صندوق بین‌المللی پول با تکیه بر نوسان مصرف دست آورد مهمی ایجاد می‌کند. بر حسب تئوری مطلوبیت، افراد تمایل دارند که مصرفشان را تعدیل کنند و بهبود عملکرد بازارهای سرمایه شرایط را برای دست یابی به این هدف فراهم می‌کند. اگر جریانهای کوتاه مدت سرمایه مصرف را تنظیم می‌کردند در آن صورت زمانیکه اقتصاد ضعیف بود سرمایه به داخل کشور جریان پیدا می‌کرد و در صورت برخورداری از قدرت اقتصادی جهت جریان تغییر می‌نمود. هر ناظر بیطرف تصدیق می‌کند که جریانهای سرمایه «خصوصاً کوتاه مدت» در جهت و همسو با تکرار و تناوب حرکت می‌کنند و نه در خلاف تکرار و یا به صورت تقابل. آمار مستند توصیف کرده است که سخت کوشی بیشتر کشورهای آمریکای لاتین در باز پرداخت بدهی‌ها با فرض حرکت در جهت تناوب جریانهای کوتاه مدت سرمایه، بسختی می‌توانستند نقش هموارسازی مصرف را اجرا کنند. در حالی که نوسان مصرف کاهش یافته بود و روگوف و همکارانش باید توضیح می‌دادند که چگونه شرایط در جهت تناوب جریانهای سرمایه می‌توانست اتفاق بیفتد. دلیل دیگری وجود دارد که جریانهای کوتاه مدت سرمایه مصرف را تنظیم نمی‌کند. تئوری پیش‌بینی می‌کند، آنها که بیشتر قادرند ریسکها را تحمل کنند در مورد ریسک نرخ ارز و نوسانات نرخ بهره نیز بهمین ترتیب عمل می‌کنند ولی در واقع کشورهای در حال توسعه مجبور می‌شوند که فشارهای غیر منتظره چنین نوساناتی را تحمل کنند. بسیاری از کسانی که با وجود اتفاقات روی داده در کشورشان نمی‌توانند کاری انجام دهند حتی اگر دسترسی کاملی به بازار سرمایه داشته باشند به کاهش درآمد دچار می‌شوند و در واقع به

کاهش مصرف مجبور می‌گردند و در صورت نقص بازار سرمایه مصرفشان حتی بیشتر کاهش می‌یابد.

اگر شوک ناسازگار و مخالفی از دوره ناشناخته بر یک کشور وارد شود مثلاً از جانب مشکلات سیاسی، وام دهندگان بسرعت متوقف می‌شوند و بکاهش سریع مصرف الزام می‌کنند بنابراین تکانهای ناسازگار تشدید می‌شوند و نوسانات مصرف افزایش می‌یابد [۶]. یکپارچگی مالی ممکن است آشوب‌های کوچک را آرام کند ولی به سمت نوسان وسیعتر سوق می‌دهد. یکی دیگر از بحث‌های مطرح شده در مورد چهره مخالف آزاد سازی بازار سرمایه این است که طرفداران این شرایط ظاهراً اعتقاد کمی به دموکراسی دارند و باور ندارند که رأی دهندگان صلاحیت انتخاب رهبران اقتصادی را دارند که منافع اقتصادیشان را افزایش خواهند داد و بهتر است به قضاوت‌های متخصصین مالی تکیه کنند که به‌طور کلی رعایت مقررات بازار نامیده می‌شود. بعداً اظهار شد که وسواس چنین داوری‌هایی، نوسان آنها و نزدیک بینی افراطی آنها در واقع ممکن است حتی اثرات مخالفی بر رشد بلند مدت و ثبات داشته باشد. برای مثال طی سالهای ۱۹۹۰ جریانهای سرمایه آمریکای لاتین بوسیله آزادسازی بازار سرمایه و خصوصی سازی به کمک در تأمین مالی و افزایش سریع در مصرف منجر گردید. اندازه‌های مناسب در عملکرد اقتصادی می‌تواند بعضی هشدارها را مطرح کند که همه چیز بهمان مطلوبیت شاخصهای پیشنهاد شده GDP نیستند.

## ۲. چرا آزاد سازی بازار سرمایه به نوسان سراسری اقتصاد منجر می‌شود؟

انتقاد مهم آزاد سازی بازار سرمایه آن است که به نوسان خروجی کمک کرده است. هر کسی که با رویدادهای آسیای شرقی و آمریکای لاتین در دهه‌های اخیر آشنا است نقش آزاد سازی بازار سرمایه را در همکاری به ثبات اقتصادی مشاهده کرد. پول به داخل کشور سرازیر شد، اغلب هزینه‌های مصرفی را تأمین مالی نمود و سپس بخارج منتقل گردید و آنچه باقی ماند نهادهای ناتوان مالی بودند که بارها ورشکسته شدند و نرخ ارز پایین افتاد و بدهی‌ها به شدت فشار آوردند.

طی جریانهای ورودی نرخ ارز افزایش یافت، مشکلات رقابت در واردات و بخش صادرات مطرح شد. بعضی دولتها نظیر تایلند در نیمه ۱۹۹۰ کوشش کردند تا از این وضعیت جلوگیری نمایند و همزمان از تهیج بیش از حد اقتصاد اجتناب کنند بنابراین

ناگزیر از کاهش و قطع سرمایه‌گذاریهای پر بازده و افزایش نرخهای بهره گردیدند. سرمایه‌گذاریها بااستثنای زمین‌بازی و سفته‌بازی رو بنابودی گذاشتند. طی جریان خروجی نهادهای مالی تاراج شدند و نبودن اعتبار رکود اقتصادی را به ارمغان آورد. در ادامه مدلی را توضیح می‌دهیم که در آن آزاد سازی بازار سرمایه به نوسان سراسری اقتصاد و نوسان بیشتر در مصرف می‌انجامد.

در این مدل فرض بر شرایطی است که در آن دو حالت ویژه  $\theta_1$  و  $\theta_2$  وجود دارند و به‌طور تصادفی با احتمال  $\pi$  از یکی به دیگری تغییر می‌کند.

در هر دو حالت دو طرح پیشنهاد می‌شود، یکی مخاطره‌آمیز و دیگری بی‌خطر و وام‌دهنده نمی‌داند که وام‌گیرنده کدام یک را به‌عهده خواهد گرفت. طرحها دو دوره را برای سر رسید می‌پذیرند و فرض می‌کنیم که همه وامها دارای نرخهای متغیر هستند با احتساب نرخ بهره بر مبنای دوره دوم و با نرخ متداول همان زمان، بنابراین هر دو، «وام‌دهنده و وام‌گیرنده» در مورد این که نرخ بهره وام در دوره بعد چه خواهد بود و تابع کدام حالت، انتظار عقلانی دارند<sup>[۱]</sup>

$\beta_i^j(r_i, r_i')$  در حالی که  $J = S, R$ ، بازده مورد انتظار یک سرمایه‌گذار را نشان میدهد که باید استقراض کند تا سرمایه‌گذاری در طرح بی‌خطر (S) و یا مخاطره‌آمیز (R) تأمین مالی شود.

هنگامی که اقتصاد در حالت  $i$  است نرخ بهره  $r_i$  را می‌پذیرد و پیش‌بینی می‌کند که اگر تغییر روشی بوجود آمد نرخ بهره  $r_i$  خواهد بود. «اگر حالت در دوره بعد ثابت باشد.» در آن صورت بطور عقلانی فرض می‌شود که نرخ بهره دوره آتی مشابه این دوره است. وام‌گیرنده در مورد اینکه چه نوع طرحی را در دوره 1 بپذیرد تصمیم می‌گیرد. ولی خروجی طرح با توجه به حالت ویژه دوره دوم تعیین شده است.

البته وام‌دهنده و وام‌گیرنده هر دو احتمال تغییر حالت امروز و فردا را می‌پذیرند. مجموع نرخهای بهره که روی طرح بی‌خطر پذیرفته خواهد شد را در هر دو حالت ویژه می‌توان توضیح داد. مجموع تابع حالت  $\{r_1 r_2\}_i$  بطوریکه

$$\{r_1, r_2\} : \beta_1^s(r_1, r_2) \geq \beta_1^r(r_1, r_2) \quad (۱)$$

$$\{r_1, r_2\} : \beta_2^s(r_2, r_1) \geq \beta_2^r(r_2, r_1) \quad (۲)$$



اگر نرخ بهره برای استقراض انجام شده در حالت  $i \{r_1, r_2\}$  باشد «وام دهنده‌ها می‌توانند حدس بزنند چه نوع طرحی را وام گیرنده خواهد پذیرفت» آنگاه  $\rho_i(r_1, r_2)$  بازده مورد انتظار را به وام دهنده نشان می‌دهد [۴].

و  $\rho^* =$  نرخ بازده بی‌خطر «امن» بین‌المللی است.

فرض می‌کنیم که حالت ۱ حالت نامطلوب است و بنابراین

$$\max \rho_1(r_1, r_2) < \rho^* < \max \rho_2(r_1, r_2) \quad (۳)$$

بنابراین در حالت ۱ اهمیتی ندارد چه نرخ بهره‌ای اعمال شده است.

بازده مورد انتظار وام دهنده آنقدر کم است که هیچ وامی در کشور با یکپارچگی بازار مالی تحقق پیدا نمی‌کند و حال آنکه در حالت ۲ وامها تحقق خواهند یافت.

رمز تحلیل این است که در اقتصاد بسته، نرخ مطمئن بهره با حالت بازار تنظیم می‌شود بطوریکه بعضی وامها حتی در حالت ۱ نیز تحقق خواهند یافت بنابراین تغییرات خروجی کمتر خواهد بود. فرض می‌کنیم که  $M^*$  طرحهای بی‌خطر وجود دارد «هر کدام به دلار قیمت‌گذاری می‌شوند» و بازده مورد انتظار وام دهندگان حداکثر هستند «با قبول طرح بی‌خطر بوسیله وام گیرندگان و اینکه بازده مورد انتظار وام دهندگان را وام گیرندگان می‌پذیرند طرحهای مخاطره آمیز بقدری کم است که وام ایجاد نخواهند کرد. فرهنگ اعطای اعتبار باندازه کافی ضعیف است بطوریکه وام دهندگان بین‌المللی نمی‌توانند مستقیماً به مصرف کنندگان وام بدهند. از طرف دیگر آنها نمی‌توانند به سرمایه‌داران در مورد سفته‌بازان و بازده مورد انتظارشان برای استقراض گزارش دهند، زیرا نمی‌توانند تشخیص دهند نرخ بهره حداکثری فوق آنچه که سرمایه‌داران فرض نخواهند کرد، منفی است. بنابراین وامهای مصرفی وجود ندارد. از تقاضای کل الگوی کینزی<sup>۱</sup> در چارچوب اقتصاد کلان استفاده می‌کنیم که با:

فرض رابطه ————— ساده می‌شود.

$S$ ، عبارت است از تابع بازده مورد انتظار.

$$\rho : s(\rho) \quad \text{یا} \quad s' > 0$$

صادرات ثابت،  $X$ ، واردات مساوی کسر  $m$  از درآمد،  $\frac{I}{m}$ ، هزینه‌های ثابت دولت، بنابراین

$$Y_i = X + G + \frac{I}{m} + s(\rho_i) \quad (۴)$$

### بازارهای مالی بسته

با بازارهای مالی بسته  $\rho$  تنظیم می‌شود تا پس اندازها را با سرمایه‌گذاری یکسان فرض کند در حالت مطلوب «شرایط خوب» همه طرحها پذیرفته می‌شوند بنابراین

$$I = M^*$$

به این معنی که در حالت مطلوب نرخ بهره بگونه‌ای است که پس اندازها گسترش یابد تا همه طرحهای سرمایه‌گذاری را تأمین مالی نماید. در صورتی که در حالت غیر مطلوب نرخ بهره ماکزیمم است آنچنان که وام گیرندگان طرحهای مخاطره آمیز را نمی‌پذیرند.

آنگاه بسادگی می‌توانیم راه حل را  $(r_i, Y_i)$  از طریق معادلات همزمان حل کنیم.

$$Y_2 = [X + G + M^*] / [m + s(\rho_2(r_1^0, r_2^0))] \quad (۵)$$

معادله درآمد - هزینه استاندارد برای حالت ۲

$$M^* = s(\rho_2(r_1^0, r_2^0))Y_2 \quad (۶)$$

$$M^* = s(\rho_2(r_1^0, r_2^0))[X + G + M^*] / [m + s(\rho_2(r_1^0, r_2^0))] \quad (۷)$$

برای اطمینان از این که در حالت ۲ پس انداز مساوی سرمایه‌گذاری است:

$$Y_1 = [X + G + I_1] / [m + s(\rho_1(r_1^0, r_2^0))] \quad (۸)$$

معادله درآمد - هزینه استاندارد برای حالت ۱

$$\{r_1^0, r_2^0\} : \beta_1^s(r_1^0, r_2^0) = \beta_1^r(r_1^0, r_2^0) \quad (۹)$$

برای اطمینان از این که طرح مطمئن «بدون خطر» در حالت ۱ پذیرفته شده است.

در جایی که

$$I_1 = s(\rho_1(r_1^0, r_2^0))Y_1 \quad (۱۰)$$

$$I_1 = s(\rho_1(r_1^0, r_2^0))[X + G + I_1] / [m + s(\rho_1(r_1^0, r_2^0))] \quad (۱۱)$$

$$I_1 = s_1^* [X + G] / m \quad (12)$$

در حالیکه  $r_i^0$  نرخ بهره تعادل را در حالت  $i$  مشخص می کند. ساده است که بررسی کنیم،  $i = 1$  و  $2$

$$Y_i = [X + G] / m \quad (13)$$

تغییر پذیری خروجی وجود ندارد.

بعضی تغییر پذیری مصرف وجود دارد از آنجا که پس انداز باید در شرایط مطلوب بیشتر باشد «در واقع مصرف باید در شرایط مطلوب کمتر شود» تفاوت مصرف در دو حالت مساوی تفاوت در سرمایه گذاری است. توجه کنید که در مدل های جامع تر تغییر پذیری خروجی مشابه تغییر پذیری مصرف خواهد بود. (اگر  $m$ ،  $X$  یا  $G$  به حالت ویژه یا نرخ واقعی بهره حساس هستند [۴]).

### بازارهای مالی باز

در بازارهای مالی کاملاً باز تفکیک بین سرمایه گذاری و پس انداز تقریباً کامل است. بجز از طریق اثر سرمایه گذاری بر درآمد. نرخ بهره بین المللی وجود دارد که پس اندازها را تعیین می کند. آن نرخ پس انداز را با  $s^{**}$  مشخص خواهیم کرد. در حالت مطلوب، همه طرح های سرمایه گذاری پذیرفته هستند. در حالت نامطلوب نرخ بهره ای وجود ندارد که برای سرمایه گذاری سود آور باشد.

بنابراین

$$Y_2 = X + G + M^* / m + S^{**} \quad (14)$$

$$Y_1 = X + G / m + S^{**} \quad (15)$$

نتیجه می گیریم که آزاد کردن بازار سرمایه درآمد را در حالت نامطلوب کاهش میدهد. و «فرض کنید در حالت مطلوب کشور مواجه با کمیابی سرمایه باشد، برای مثال از خارج استقراض نماید» درآمد در حالت مطلوب افزایش می یابد «آن چنان که کمیابی به پس اندازهای بیشتر و مصرف کمتر منتهی می شود»

بنابراین آزاد سازی بازار سرمایه تغییر پذیری خروجی را افزایش می دهد.

تردید وجود دارد که آیا تغییرپذیری مصرف کل افزایش یافته یا کاهش: تفاوت مصرف در دو حالت اکنون عبارت است از

$$(1 - S^{**})(Y_2 - Y_1) = [(1 - S^{**}) / (m + S^{**})] M^* \quad (۱۶)$$

در حقیقت در مدل اقتصاد بسته تفاوت مصرف در دو حالت عبارت خواهد بود از

$$I_1 - M^*$$

مدل هم چنین با نمونه‌های نشان داده شده تغییرپذیری سرمایه، جریانهای سرمایه به کشور در دوره‌های مطلوب و دوره‌های نامطلوب، خروج جریانها همسان است (همه پس اندازها در خارج سرمایه گذاری شده است).

### ۳. چرا آزاد سازی بازار سرمایه به رشد سریعتر و سرمایه‌گذاری بیشتر منجر نمی‌شود؟

در حالی که گزارش‌های صندوق بین‌المللی پول تلاش می‌کند تا بعضی از کانالهایی که از طریق آن آزاد سازی بازار سرمایه به سمت رشد اقتصادی سریعتر هدایت می‌شود را شناسایی کند، اما سعی نمی‌کند که فرضیات بدیل را آزمون نماید. از نقطه نظر طرفداری از آنچه بر مبنای آن آغاز شده است می‌توان برای بررسی کانالهایی که آزاد سازی بازار سرمایه ممکن است بطور معکوس بر رشد اثر بگذارد اقدام نمود.

در ذیل بطور خلاصه به زمینه‌های آن می‌پردازیم.

۱. اگر آزاد سازی بازار سرمایه به خروجی بیشتر یا پایداری مصرف منجر شود.

همانطور که مطرح شد بازده مورد نیاز در مقابل ریسک شرکت برای سرمایه‌گذاری با یأس مواجه می‌شود علاوه بر آن باندازه‌ای که سرمایه‌گذاری به اثرات جریان نقدی و تراز نامه وابسته است. رکود می‌تواند اثر معکوس بر سرمایه‌گذاری داشته باشد [۳].

۲. این مشکلات با نوسان بیشتر نرخ بهره آمیخته شده‌اند. بطور مثال همان‌طور که در بالا اشاره شد ضروری است خروجی‌های سرمایه را متوقف کنند.

۳. خروجی و نوسان نرخ بهره هر دو محدودیت شدید در استفاده از تأمین مالی از طریق بدهی تحمیل می‌کنند که اثرات منفی وسیعی خصوصاً در کشورهای در حال توسعه با بازارهای دارائی توسعه نیافته دارد. این هر دو به تخصیص منابع کم کارا، خروجی کمتر و رشد کمتر منتهی می‌شود.

۴. استفاده از سرمایه کوتاه مدت خیلی کوتاه بینانه است و اغلب پایبند به مقررات بازار، در نتیجه کشورها را مجبور می‌کنند که بیشتر سیاست‌های نزدیک بینانه دنبال کنند، بعلاوه بطور معکوس بر رشد اثر می‌گذارند. بازارهای سرمایه اغلب بر کسر بودجه بدون بررسی چگونگی مصرف پول تمرکز دارند. وقتی کشوری مجبور می‌شود سرمایه‌گذاری‌های پر بازده را تقلیل دهد تا بودجه را متوازن کند رشد بلند مدت دچار آسیب می‌گردد [۳].

۵. کشورها به‌طور فزاینده احساس می‌کنند که در ذخیره کردن مبلغی معادل بدهی کوتاه مدت خارجی جانب احتیاط را نگهدارند ولی برای چنین ذخیره‌ای هزینه بالائی وجود دارد. اوراق خزانه با نرخهای کم زمانی که فرصت سرمایه‌گذاری چنین جوهی جای دیگری در اقتصاد وجود دارد سرمایه‌گذاری می‌شود. به‌طور مثال اگر شرکتی در کشور در حال توسعه مثلاً ۱۰۰ میلیون دلار از خارج بطور کوتاه مدت با پرداخت ۲۰ درصد بهره قرض کند باید مبلغ قابل توجهی در اوراق خزانه با بهره اندک ذخیره گردد.

۶. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی: گزارش صندوق بین‌المللی پول بر یکپارچگی بازار مالی - جریانهای ناخالص سرمایه شامل FDI تمرکز می‌کند. اجماع گسترده‌ای خارج از IMF وجود داشت که جریانهای کوتاه مدت منجر به رشد نشد ولی وسیله ثبات و پایداری را فراهم نمود. احساسات گسترده‌ای در طرفداری از FDI وجود داشته است بنابراین یکپارچگی بازار مالی شامل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر مثبت قوی بر رشد ندارد ممکن است به‌عنوان تعجب مطرح شود قسمتی از دلیل ممکن است این باشد که آمار FDI شامل تنوع اشکال مختلف سرمایه‌گذاری است و بعضی از اینها ممکن است موجب رشد نشود، یا حداقل رشد قابل توجه ایجاد نکند و یا اگر معیار بهتری برای رفاه مورد استفاده قرار می‌گرفت نتیجه می‌توانست کمتر مثبت باشد<sup>[2]</sup> نظیر: سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی شامل خصوصی‌سازی. اگر درآمدهای خصوصی‌سازی حتی بخشی در مصرف هزینه شوند ثروت کشور «آنچه کشور بطور کلی مالک است» کاهش یافته و کشور فقیرتر می‌شود. در بعضی حالات خصوصی‌سازی به افزایش کارائی منجر می‌گردد. خصوصاً وقتی شرکت‌های دولتی وجود دارند که با ضرر اداره می‌شوند و بالعکس در بسیاری کشورهای در حال توسعه بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی در زمینه نفت یا سایر منابع طبیعی است.

### نتیجه گیری

مطالعات آزاد سازی بازار سرمایه نشان می‌دهد که نوسان، ویژگی ماندگار بازارهای مالی است این عدم ثبات مالی بطور ضمنی و غیر مستقیم اظهار می‌کند که کشورهای در حال توسعه احتمالاً ادامه دهنده روند مثبت نوسانات در تأمین مالی خارجی هستند و با اعمال سیاست اقتصادی در شرایط مطلوب توانائی محدودی برای چنین اثراتی دارند. در عین حال آزاد سازی بازار سرمایه هزینه‌های اقتصادی و اجتماعی زیادی دارد. که منافع فرضی آن بر حسب ثبات اقتصادی و رشد به ندرت تحقق می‌یابد. از آنجا که بازارهای مالی و سرمایه بخودی خود تنظیم نمی‌شوند و تحت فرایند فعلی جهانی شدن تقسیم شده‌اند، لازم است که آن‌ها را بطور مستقیم از طریق تنظیم حساب سرمایه و هم‌چنین بطور غیر مستقیم بوسیله کمیت تعیین شده و مدیریت ریسک تعدیل کنیم. تجارب کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد که چنین تنظیمی می‌تواند در تقلیل حساسیت کشورهای در حال توسعه به تناوب مثبت و هم سو با جریانهای سرمایه و افزایش حیطه تناوب منفی و مخالف سیاستهای اقتصاد کلان مؤثر باشد، بنابراین در توسعه سیاستهای آتی باید بیشتر بر دلایل و شواهد استناد کرد و کمتر بر نظریه تکیه نمود.

### منابع

1. Akerlof G. (2002). Behavioral Macroeconomics And Macroeconomic Behavior, American Economic Review, 92(3), 411-33.
2. Eswar s.prasad, raghuramg. (2007). Foreign capital and economic growth, rajan discussion paper series.
3. Jordan Rappaport. (2000). How does openness to capital flows Affect growth ?, Research division federal reserve bank of kansascity.
4. Joseph E.stiglitz. (2004). Capital market liberalization and IMF, Oxford review of economic policy , vol 20 no 1 .
5. Joseph E.stiglitz. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth And Instability, World Development, 28 (6), 1075-86.
6. Kindleberger C.P. (2000). A History of Financial Crises, 4th Newyork, John Wiley & Sons.
7. Obstfeld M. And Rogoff K. (2000). The Six Major Puzzles In International Macroeconomics: Is there Acommon Cause? Macro Economics Annual, Cambridge Ma, Mit Press, 339-90.
8. Victor Ricciardi and Helen k.simon. (2000).What is behavioral finance?, Business education and technology Journal.