

# بررسی اثر آزادسازی مالی بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی در ایران

پروانه مرادی\*

\*نویسنده مسئول

تاریخ دریافت: ۹۵/۸/۲

تاریخ پذیرش: ۹۶/۶/۲۰

© نشریه صنعت حمل‌ونقل دریایی ۱۳۹۶، تمامی حقوق این اثر متعلق به نشریه صنعت حمل‌ونقل دریایی است.

## چکیده

جذب سرمایه‌گذاری خارجی از اهداف کشورهای در حال توسعه‌ای مانند ایران است که در کنار وفور نیروی انسانی کمبود آن آشکارا احساس می‌شود. از این رو، پژوهش حاضر با استفاده از روش یوهانسون جوسیلوس به بررسی اثر آزادسازی مالی بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی در ایران طی دوره زمانی ۱۳۵۹ تا ۱۳۹۳ پرداخته است. برای بررسی و تجزیه و تحلیل داده‌ها و ارائه مدل، از روش‌ها و تکنیک‌های اقتصادسنجی و نرم افزار Eviews استفاده شد. پژوهش حاضر، از نظر ماهیت و اهداف از نوع تحقیق‌های اکتشافی و از نظر روش، توصیفی - پیمایشی است، و با توجه به اینکه نتایج این تحقیق می‌تواند در عمل استفاده شود، یک تحقیق کاربردی محسوب می‌شود. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین جذب سرمایه‌گذاری خارجی با متغیرهای آزادسازی مالی، قدرت خرید مصرف‌کننده، اندازه بازار و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بین جذب سرمایه‌گذاری خارجی و آزادسازی تجاری رابطه منفی برقرار می‌باشد.

**واژه‌های کلیدی:** سرمایه‌گذاری خارجی، آزادسازی مالی، قدرت خرید مصرف‌کننده، اندازه بازار، تشکیل سرمایه ثابت.

## ۱ - مقدمه

توسعه‌یافته است، موجب کاهش کمیت و کیفیت سرمایه‌گذاری می‌شود. در بیشتر اقتصادهایی که سرکوب مالی در آنها جاری است، نرخ بهره وام‌ها سقف دارد و رقابت اندکی بین بانک‌ها برقرار می‌باشد. برای اینکه بانک‌ها سقف نرخ بهره وام‌ها را رعایت کنند، باید جیره‌بندی غیرقیمتی سرمایه‌های قابل وام‌دهی انجام شود. اعتبارات بر اساس بازده نهایی پروژه‌های سرمایه‌گذاری تخصیص داده نمی‌شود.

اهمیت وثیقه، فشارهای سیاسی، نام، اندازه، وام و وجود سودهای پنهانی برای وام‌دهندگان ممکن است تخصیص‌ها را تحت تاثیر قرار دهند. بنابراین مک‌کینون و شاو برای تخصیص بهینه منابع دولت‌ها توصیه کردند کشورهای در حال توسعه به سمت آزادسازی بازارهای مالی نظیر برداشتن سقف نرخ بهره و تسهیلات تکلیفی بانک‌ها پیش بروند. البته امروزه تعریف بازارهای مالی و آزادسازی آن بسیار گسترده‌تر از آن چیزی است که مد نظر مک‌کینون و شاو بوده است.

آزادسازی بازارهای مالی می‌تواند با توسعه سیستم مالی همراه باشد. از یک‌سو، اقتصاددان‌هایی که بازارهای مالی بین‌المللی را نسبت به بازارهای بسته داخلی کارآتر و توسعه‌یافته‌تر می‌دانند، معتقدند که آزادسازی مالی منجر به توسعه بازارهای مالی می‌شوند و به تبع آن، زمینه رشد اقتصادی را فراهم می‌کنند. از سوی دیگر، بعضی از اقتصاددانان معتقدند که به دلیل وجود نامتقارنی اطلاعات (بین بازار مالی داخلی و خارجی) آزادسازی بازارهای مالی می‌تواند پرهزینه باشد. بنابراین بعضی اقتصاددان‌ها به کشورهای در حال توسعه توصیه می‌کنند که با احتیاط زیاد به مقررات‌زدایی بازارهای مالی خود اقدام کنند.

موافقان آزادسازی دلایل مختلفی برای نظرات خود ذکر می‌کنند که مهم‌ترین آنها به شرح‌اند: (۱) هزینه‌های بالای کنترل سرمایه و کارآمدن آن سرمایه‌ها، (۲) تجربه نشان داده است بسیاری از سیستم‌های مالی که بدون اتکا به بازار توسط دولت اداره می‌شود، به شکست منجر شده‌اند، (۳) سرمایه‌های خارجی غالباً در تامین سرمایه‌گذاری، بازسازی شرکت‌ها و مدیریت بحران‌های مالی به دولت‌ها کمک کرده است، (۴) آزادسازی باعث کسب منافع از طریق افزایش بیشتر کارایی و تقویت سیستم‌های مالی داخلی و توسعه عمق بازار در راستای رشد و ثبات اقتصادی می‌شود (کینگ و لوین<sup>۲</sup>، لوین و همکاران<sup>۳</sup>، بکارت و همکاران<sup>۴</sup>)، (۵) از یک‌سو، حضور خارجی‌ها در بازارهای نوپا باعث بهبود حاکمیت شرکتی و شفافیت بازار

اغلب کشورهای در حال توسعه برای ایجاد رونق اقتصادی و اشتغال و دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی پایدار با مشکل کمبود منابع سرمایه‌گذاری مواجه می‌باشند. کمبود درآمدهای ارزی ناشی از صادرات و نرخ ناعادلانه مبادله که اغلب به زیان صادرکنندگان کالاها و مواد اولیه خام در حال تغییر است و وجود انبوه جمعیت و مصرف بالا از عواملی است که منابع پس‌اندازی قابل‌تبدیل به سرمایه‌گذاری‌های مولد را در این کشورها بشدت محدود کرده است. جبران عقب‌ماندگی و دستیابی به توسعه پایدار، مستلزم سرمایه‌گذاری و بهره‌گیری از مزیت‌های نسبی و ظرفیت‌های اقتصادی کشورها می‌باشد. در فرآیند جهانی‌شدن، سرمایه نیز به سهولت قابل نقل و انتقال است. سرمایه‌گذاران به دنبال کسب سود بیشتر و مکانی امن برای سرمایه‌گذاری می‌باشند. به سبب اشباع سرمایه‌گذاری در کشورهای پیشرفته صنعتی، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری در این کشورها رو به نزول بوده و سرمایه‌گذاران همواره در صدد بهره‌گیری از فرصت‌های می‌باشند که بازدهی بیشتری دارند. چنانچه امنیت سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای در حال گذار تضمین، و بستر قانونی لازم فراهم شود، سرمایه‌گذاران بین‌المللی میل و رغبت بیشتری برای حضور در این‌گونه بازارها خواهند داشت. این امر به کشورهای میزبان نیز فرصت می‌دهد از مزیت‌های نسبی، رشد اقتصادی، اشتغال‌زایی و دستیابی به دانش و فناوری روز برای تولید کالاهای رقابتی در عرصه بین‌المللی استفاده کنند. بنابراین، تسریع در ورود سرمایه‌گذاری‌های خارجی، منافع متقابل برای کشورهای میزبان و سرمایه‌گذاران بین‌المللی دربر خواهد داشت.

## ۱-۱ - بیان مسئله

ریشه‌های نظریه آزادسازی بازارهای مالی به اندیشه‌های مک‌کینون و شاو<sup>۲</sup> برمی‌گردد. آنها در سال ۱۹۷۳ سعی کردند دلیل کندی یا توقف رشد اقتصادی کشورهای کمتر توسعه‌یافته را پیدا کنند. نتیجه پژوهش آنها نشان داد که دلیل اصلی آن، دخالت دولت در بازارهای مالی داخلی است. یعنی دلایلی مثل ثابت نگهداشتن سقف نرخ بهره و تخصیص اعتبار به بخش‌های خاص به عنوان سرکوب مالی در این کشورها معرفی شدند. سرکوب مالی که احتمالاً عامل ناکارایی و رکود اقتصادی کشورهای کمتر

۳. King and Levine, 1993

۴. Levine and et al, 2000

۵. Bekaert and et al, 2000, 2004

۲. Mckinon & Shaw

مالی آنها می‌شود و آزادسازی ممکن است باعث کاهش اختلاف هزینه تامین مالی داخلی و خارجی شرکت‌ها و به تبع آن باعث افزایش سرمایه‌گذاری شود، و از سوی دیگر، مخالفان آزادسازی با ذکر مثال‌هایی از بحران‌های مالی نظیر بحران مالی ۱۹۸۲ در آرژانتین، بحران جنوب شرق آسیا در سال ۱۹۹۷ و بحران مالی دهه ۱۹۹۰ در مکزیک، با این موضوع مخالفت می‌کنند و یا حداقل توصیه می‌کنند که کشورها با احتیاط کامل و به صورت تدریجی اقدام به آزادسازی بازارهای مالی کنند.

بر اساس چهارچوب نظری نئوکلاسیک‌ها، آزادسازی جریان سرمایه باعث می‌شود سرمایه از اقتصادهای با سرمایه بالا به سمت اقتصادهای با سرمایه پایین جریان یابد. جریان سرمایه باعث افزایش پس‌انداز داخلی، افزایش سرمایه‌گذاری و تسریع جریان انتقال تکنولوژی به کشورهای دارای سرمایه اندک می‌شود. بنابراین آزادسازی مالی ضمن انتقال سرمایه بین کشورها، به سبب افزایش توسعه بخش مالی می‌تواند به بهبود سرمایه‌گذاری کمک کند. طبق نظریه‌های موجود، آزادسازی حساب سرمایه در کشورهای دارای بازار مالی در حال توسعه می‌تواند نقش مهمی را در بحران‌های مالی ایفا کند (مجتهد و احمدیان، ۱۳۸۹).

بانک جهانی پس از مطالعه سیستم‌های مالی کشورهای مختلف، نتیجه‌بخش بودن آزادسازی مالی در آنها را مشروط به چهار عامل (۱) ثبات اقتصادی در سطح کلان (۲) نظم و انضباط مالی (۳) چهارچوب قانونی و مقرراتی و سیستم حساسی (۴) سیستم مالیاتی غیر تبعیض‌آمیز در بخش مالی دانست. در اقتصادهای رو به رشد، صاحبان سرمایه همواره در جستجوی گزینه‌های مناسب سرمایه‌گذاری‌اند تا هم سود مورد نظر خود را به‌دست آورند و هم در بلندمدت به افزایش ثروت دست یابند. بازارهای مالی، جایی است که می‌تواند بر انگیزه سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران بیفزاید. از همین رو، مسئله اصلی پژوهش حاضر بررسی اثر آزادسازی مالی بر سرمایه‌گذاری خارجی در ایران می‌باشد.

## ۱-۲- ضرورت و اهمیت انجام پژوهش

آزادسازی مالی یکی از ابزارهای مهم تقویت سیستم مالی و ایجاد تحول در ساختار مالی کشورها از طریق رقابت‌پذیرتر کردن آن محسوب می‌شود. آزادسازی مالی نه تنها در تبیین روابط مالی بین‌المللی بین کشورها نقش موثری ایفا می‌کند بلکه با سایر فعالیت‌های اقتصادی نیز ارتباط تنگاتنگ دارد. آزادسازی مالی مفهومی است که به افزایش و گسترش ارتباطات جهانی کشورها از طریق جریان‌های سرمایه مالی بین‌المللی و

سرمایه‌ای اشاره دارد (پراساد و دیگران، ۲۰۰۳). عواملی مانند سرمایه‌های بین‌المللی، همگرایی مالی کشورها، گسترش روابط مالی منطقه‌ای و بین‌المللی، شکل‌گیری بلوک‌های منطقه‌ای و نواحی مالی منطقه‌ای و بین‌المللی، آزادسازی و همگرایی در نرخ‌های بهره منطقه‌ای و بین‌المللی، آزادسازی نرخ ارز و تشکیل اتحادیه‌های پولی، عملکرد نهادهای مالی و کاهش کنترل‌ها می‌تواند به آزادسازی مالی منجر شود. امروز کشور ما گرفتار کمبود جذب سرمایه‌گذاری به‌ویژه در امور زیربنایی و دیربازده است. یکی از مهم‌ترین عواملی که مانع جذب سرمایه‌گذاری خارجی می‌شود چگونگی ساختار و سیستم مالی کشور است. امروزه ضرورت و اهمیت بررسی اثرات آزادسازی مالی بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی به کشور برای تقویت زمینه‌های جذب سرمایه‌گذاری خارجی به شدت احساس می‌شود.

## ۱-۳- پیشینه پژوهش

صمدی (۱۳۷۸)، نشان داد که آزادسازی مالی و حذف سرکوب مالی یا رهاکردن سقف نرخ بهره واقعی در اقتصاد ایران، ممکن است منجر به افزایش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و در نهایت رشد اقتصادی شود. همچنین نشان داد که پول و سرمایه فیزیکی مکمل هم می‌باشند.

طیبه و ترکی (۱۳۸۹)، در پژوهش خود به ارزیابی اثر آزادسازی مالی بر نوسان‌های اثر انتقالی نرخ ارز در آن گروه از کشورهای در حال توسعه‌ای که به طور راهبردی با آزادسازی مالی در دهه‌های اخیر مواجه شده‌اند، پرداختند. به این منظور اثر آزادسازی مالی بر نوسان‌های اثر انتقالی نرخ ارز در ۴۳ کشور منتخب در حال توسعه مورد آزمون قرار گرفت. در این خصوص مدل رگرسیونی نوسان اثر انتقالی نرخ ارز با استفاده از روش اثرات تصادفی در دوره زمانی ۱۹۹۶-۲۰۰۵ برآورد شد. نتایج نشان داد که شاخص آزادسازی مالی مطابق با انتظارات، اثرات منفی و معناداری بر تحولات قیمتی به‌ویژه اثر انتقالی نرخ ارز دارد.

مجتهد و احمدیان (۱۳۸۹)، در پژوهش خود اثر آزادسازی مالی را بر رشد اقتصادی و برخی از متغیرهای کلان اقتصادی برای ده کشور منطقه با استفاده از داده‌های تابلویی بررسی کردند. مدل آنها براساس مدل هرنان ریکتان برآورد شده بود. نتایج نشان داد که آزادسازی مالی با رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و با مصرف خصوصی رابطه منفی دارد.

سیفی‌پور (۱۳۹۰)، اثر آزادسازی مالی را بر رشد اقتصادی ۳۷ کشور که از میان آنها ۲۳ کشور دارای درآمد پایین و متوسط و ۱۴ کشور دارای درآمد بالا بودند، بررسی کرد. نتایج نشان داد که اثر آزادسازی بازار مالی بر رشد

اقتصادی در کشورهای با درآمد پایین و متوسط، منفی است اما در کشورهای با درآمد بالا مثبت می‌باشد. لیکن اثر جریان ورودی سرمایه هم در کشورهای با درآمد بالا و هم در کشورهای با درآمد متوسط و پایین، مثبت و معنادار می‌باشد.

تقی‌پور (۱۳۹۲)، در پژوهش خود رابطه بین سیاست آزادسازی مالی، نهادهای قانونی و توسعه بخش مالی را با توجه به تجربه ده کشور در حال توسعه در دوره ۲۰۰۹-۱۹۷۳ بررسی کرد و بر اساس آن پیشنهادهایی در خصوص نحوه اجرای این سیاست برای اقتصاد ایران داد. یافته‌های این پژوهش نشان داد که سیاست آزادسازی مالی تأثیری مثبت بر توسعه مالی کشورها داشته است. بنابراین، سیاست‌های مختلف آزادسازی در بخش مالی داخلی مانند کاهش کنترل نرخ بهره و اعتبارات بانکی، کاهش موانع ورود به بخش مالی برای افزایش رقابت و افزایش سهم بخش خصوصی از مالکیت بخش بانکی و همچنین آزادسازی در بخش مالی خارجی مانند کاهش میزان محدودیت جریان ورود و خروج بین‌المللی سرمایه و کاهش استفاده از چند نرخ بودن ارز برای تبدیل مبادلات سرمایه می‌تواند اثر مثبتی بر توسعه بخش مالی داشته باشد؛ اما میزان اثربخشی این سیاست در توسعه بخش مالی در کشورهایی که نهادهای قانونی و نظارتی آنها از کیفیت بالایی برخوردارند، بیشتر بوده است.

تقی‌پور و کسمایی (۱۳۹۲)، در مطالعه خود شاخص آزادسازی مالی برای اقتصاد ایران را که در برگیرنده ابعاد مختلف اصلاحات در بخش مالی می‌باشد، برآورد، و با چند کشور نمونه نظیر ترکیه، پاکستان، مالزی و هند، مقایسه کردند. به منظور به دست آوردن شاخص جامع آزادسازی مالی از روش‌های مختلفی نظیر روش مؤلفه‌های اصلی (PCM) و جمع ساده شاخص‌های زیرمجموعه آزادسازی مالی استفاده شد. نتایج نشان داد که کشورهای ایران، پاکستان و هند طی سال‌های اخیر به ویژه از اوایل دهه ۱۹۹۰ میلادی، اصلاحات مالی محدودی را انجام دادند. به گونه‌ای که شاخص مربوط به آنها طی سال‌های اخیر افزایش یافته است، در حالی که کشورهای ترکیه و مالزی یک دهه زودتر (۱۹۸۰ میلادی) آزادسازی مالی را آغاز کردند. به علاوه، این تحقیق نشان داد که شاخص مذکور برای ایران از همه کشورهای مورد مطالعه پایین‌تر بوده است و بالاترین میزان آزادسازی مالی به کشورهای ترکیه و مالزی اختصاص داشت.

مک‌کینون و شاو (۱۹۷۳)، موضوع آزادسازی مالی و تأثیر آن بر اقتصاد را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که حذف کنترل‌ها از نظام مالی و آزادسازی نرخ بهره، سبب توسعه بخش مالی و افزایش رشد اقتصادی می‌شود.

هنری (۲۰۰۰)، در پژوهشی اثر آزادسازی بازارهای مالی بر قیمت سهام را بررسی کرد. وی برای تفکیک اثر آزادسازی مالی از اثر سایر متغیرها نظیر آزادسازی تجارت، خصوصی‌سازی، سیاست تثبیت اقتصادی و مقرراتزدایی بازار ارزهای خارجی بر قیمت سهام، این متغیرها را نیز به مدل خود اضافه کرد. نتیجه تحقیق وی نشان داد که بازار بورس به طور متوسط بازده ۴/۷ درصدی در ماه را طی ۸ ماه بعد از آزادسازی اولیه در قیمت سهام تجربه کرد. بعد از اضافه کردن متغیرهای کنترلی یادشده در بالا، متوسط ماهانه افزایش قیمت سهام به ۳/۳٪ کاهش یافت.

کامینسکی (۲۰۰۲)، در تحقیقی که در مورد بازارهای مالی ۲۸ کشور توسعه‌یافته و در حال توسعه انجام داد اثر آزادسازی بازارهای مالی را بر روی نوسانات این بازار بررسی کرد. نتایج این پژوهش نشان داد که آزادسازی بازارهای مالی در کوتاه مدت موجب نوسانات زیاد در بازار و در بلند مدت باعث ثبات بازارهای مالی می‌شود. جالب‌تر اینکه با کنترل وضعیت اقتصاد داخلی و خارجی و تغییرات نرخ بهره اثرات کوتاه مدت آزادسازی مالی حتی بسیار مشخص‌تر شد. از نتایج دیگر تحقیق این بود که ترتیب آزادسازی به طور کلی مهم نیست یعنی اثرات بازگشایی حساب سرمایه یا بازار سهام در مرحله اول آزاد سازی مانند آزادسازی بازار مالی داخلی است. اما میزان کاهش شاخص سهام در بازارهای نوظهور، در ابتدای آزادسازی حساب سرمایه بیشتر می‌باشد. این نتایج از نظریه‌ای که معتقد است حساب سرمایه باید در مرحله آخر آزادسازی بازگشایی شود، حمایت می‌کند. و دست‌آخر، نتیجه می‌گیرد که اثرات کوتاه‌مدت آزادسازی در کشورهای در حال توسعه و بازارهای بالغ فرق دارد. شواهد نشان می‌دهد که در کوتاه‌مدت احتمال اینکه بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه به هنگام آزادسازی با بحران مالی رو برو شوند وجود دارد و در مقابل شواهدی در دست است که اثبات می‌کند حتی در کوتاه‌مدت نیز آزادسازی بازارهای مالی در کشورهای توسعه‌یافته تأثیر مثبت خواهد داشت.

شمیلا (۲۰۰۲)، در پژوهشی اثرات آزادسازی بازار سهام را در ۱۵ کشور در حال توسعه برای دوره ۱۹۸۴ - ۲۰۰۰، با توجه به متغیرهایی علاوه بر آزادسازی نظیر متغیرهای بازده سهام خارجی، رشد متغیرهای کلان اقتصادی (نظیر تورم، نرخ بهره، نرخ واقعی ارز) و واریانس مقید ریسک و متغیر روند (trend) بررسی کرد. نتایج پژوهش نشان داد که بعد از آزادسازی مالی در تعدادی از کشورها بازده سهام، کاهش و در تعدادی از کشورهای دیگر افزایش یافت. کشورهایی که با کاهش بازده مواجه شدند دارای ویژگی‌هایی نظیر شفافیت کم بازار، حمایت ناکافی از سرمایه‌گذاران و محدودیت‌های زیاد برای خروج از بازار بودند.

تقی‌پور (۲۰۰۹)، در پژوهش خود بر رعایت ترتیب بهینه اجرای آزادسازی مالی و نقش ثبات متغیرهای کلان اقتصادی در زمان اجرای سیاست آزادسازی تأکید کرد و نتیجه گرفت که ثبات اقتصادی کلان نظیر نرخ تورم پایین و عدم تعادل مالی نقش مؤثری بر موفقیت آزادسازی مالی در رشد اقتصادی در ایران دارد.

أرجی و همکاران (۲۰۱۳)، به بررسی آزادسازی مالی و سرمایه‌گذاری بخش خصوص در نیجریه طی دوره زمانی ۱۹۷۰-۲۰۱۲ پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که سرمایه‌گذاری‌های خصوصی که توسط پس‌انداز خصوصی، آزادسازی مالی و سایر متغیرهای کلیدی افزایش می‌یابد، بنیاد و اساس دستیابی به رشد و توسعه پایدار اقتصادی است. بنابراین توصیه کردند که دولت باید بسترهای مناسب را برای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی ایجاد کند.

ایونی و همکاران (۲۰۱۴)، در پژوهش خود با عنوان آزادسازی مالی، سرمایه‌گذاری خارجی و رشد اقتصادی، به بررسی رابطه میان آزادسازی مالی، رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری در ۶۹ کشور درحال توسعه و توسعه‌یافته با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته پرداختند. نتایج نشان داد آزادسازی مالی، عامل تعیین‌کننده توسعه مالی، رشد و سرمایه‌گذاری است، یعنی بین آزادسازی مالی با رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری خارجی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

علی‌خان و های (۲۰۱۴)، به بررسی رابطه سرمایه‌گذاری خارجی و آزادسازی مالی در کشور پاکستان طی دوره زمانی ۱۹۷۱-۲۰۰۹ پرداختند. نتایج نشان داد که در کشور پاکستان آزادسازی مالی، نرخ واقعی بهره و تجارت بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی اثر منفی داشته، اما تشکیل سرمایه ثابت ناخالص، تورم و زیرساخت‌ها بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی تاثیر مثبت داشته است.

استولز (۱۹۹۹)، معتقد بود که حذف نظارت‌ها بر جریان سرمایه به سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی امکان می‌دهد تا از طریق کاهش هزینه و افزایش دسترسی به جریان‌های وجوه، تنوع بیشتری در سبدهای مالی خود ارائه کنند. همچنین از میان برداشتن کنترل بر ورود سرمایه باعث می‌شود سرمایه‌گذاران خارجی و داخلی به سرمایه‌گذاری در پرتفویهای مختلف تشویق شوند و به این ترتیب، هزینه سرمایه کاهش و موجودی سرمایه افزایش یابد.

استیگلیتز (۲۰۰۰)، معتقد بود آزادسازی مالی می‌تواند منافع زیادی به همراه داشته باشد به این شرط که ساختار قانونی و سازمانی به درستی

تعریف شده باشد. به این صورت که مقررات لازم برای حفاظت از حقوق مالکیت و شفافیت در قوانین حساسی وجود داشته باشد. همچنین آزادسازی بازار مالی باید با آزادسازی تجاری و ورود سرمایه همراه باشد، به این دلیل که آزادسازی اقتصادی می‌تواند قدرت سیاسی سازمان‌های مالی را کاهش دهد و منجر به مقاومت آنها در مقابل توسعه مالی شود.

## ۲- روش تحقیق

در این تحقیق، از روش‌ها و تکنیک‌های اقتصادسنجی و نرم‌افزار Eviews و مدل لگاریتمی خطی استفاده شد. استفاده از سری زمانی در بررسی‌های تجربی و تحلیل‌های اقتصادسنجی از اهمیت قابل توجهی برخوردار است. فرض اولیه در این‌گونه داده‌ها و برآوردهای اقتصادسنجی، این است که متغیرهای سری زمانی پایا می‌باشند. اگر چنین فرضی نقض شود، نتایج برآوردهای سنتی اقتصادسنجی و استنتاج از آزمون‌های آماری متعارف، مورد تردید قرار می‌گیرد. عمده‌ترین مشکلی که در تحلیل‌های سری زمانی پدید می‌آید، پدیده رگرسیون کاذب است. این پدیده زمانی ایجاد می‌شود که رابطه معنادار ظاهری بین متغیرهای الگو، از همستگی شدید و وجود روند به عنوان یک ویژگی مشترک سری‌های زمانی ناشی شده باشد، گرچه در واقع، هیچ رابطه اقتصادی معناداری بین آنها وجود نداشته باشد. بنابراین با توجه به اینکه نتایج اقتصادسنجی سری‌های زمانی ناپایا به پدیده رگرسیون کاذب می‌انجامد، باید قبل از برآورد مدل، به بررسی پایایی متغیرهای الگو پرداخته شود. در اینجا نخست مفهوم سری زمانی ناپایا توضیح داده می‌شود و سپس آزمون‌های متعارفی که برای بررسی و وجود ریشه واحد استفاده شده است و یا به مفهوم دیگر آزمون‌های ناپایایی متغیرهای سری زمانی، تشریح می‌شود. در ادامه با توجه به ریشه واحد در اکثر سری‌های زمانی اقتصاد کلان که احتمال بروز پدیده رگرسیون کاذب را افزایش می‌دهد، روش همجمعی جوهانسون - جوسیلیوس ارائه می‌شود. در این روش، ابتدا وجود یک بردار همجمعی بین متغیرهای موجود در مدل، آزمون می‌شود و سپس مدل بر اساس نظریه‌های اقتصادی تبیین می‌گردد.

پژوهش حاضر، از نظر ماهیت و اهداف از نوع تحقیق‌های اکتشافی و از نظر روش، توصیفی - پیمایشی است. با توجه به اینکه نتایج این تحقیق می‌تواند در عمل استفاده شود، یک تحقیق کاربردی محسوب می‌شود. آمار و اطلاعات به روش کتابخانه‌ای از مرکز آمار ایران و بانک مرکزی استخراج شد. داده‌ها به صورت سری زمانی مورد بررسی قرار گرفتند.

داده‌ها به صورت سالانه هستند و شامل اطلاعات مربوط به دوره ۱۳۵۹-۱۳۹۳ در مورد کشور ایران می‌باشد.

## ۲-۱- فرضیه‌های تحقیق

این پژوهش دارای یک فرضیه اصلی و سه فرضیه فرعی می‌باشد.

فرضیه اصلی: آزادسازی مالی اثر مثبت و معناداری بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی در ایران دارد.

فرضیه‌های فرعی:

(۱) اندازه بازار تأثیر مثبت و معناداری بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی

دارد.

(۲) آزادسازی تجاری تأثیر مثبت و معناداری بر جذب سرمایه‌گذاری

خارجی دارد.

(۳) تشکیل سرمایه ثابت تأثیر مثبت و معناداری بر جذب

سرمایه‌گذاری خارجی دارد.

## ۲-۲- متغیرهای تحقیق

در این پژوهش از دو دسته متغیر وابسته و مستقل استفاده شده است.

متغیر سرمایه‌گذاری خارجی (fdi)، متغیر وابسته است. متغیرهای مستقل عبارتند از: (۱) اندازه بازار (msize) که به واسطه تولید ناخالص داخلی ارزیابی می‌شود، (۲) تشکیل سرمایه ثابت (fcf) که به مثابه پراکسی برای سرمایه‌گذاری فیزیکی در نظر گرفته می‌شود، (۳) شاخص آزادسازی مالی (fli)، (۴) نرخ واقعی سپرده‌ها (rdr) که به عنوان پراکسی جهت اعطای اعتبارات بانکی در نظر گرفته می‌شود، (۵) شاخص آزادسازی تجاری (to) که مجموع صادرات و واردات برحسب تولید ناخالص داخلی را نشان می‌دهد، (۶) تورم (inf) که از شاخص قدرت خرید مصرف‌کننده به عنوان نماینده آن استفاده می‌شود، (۷) شاخص زیرساخت‌ها (infd) که می‌توان خطوط تلفن، تعداد مشترکین تلفن، طول جاده‌ها، تولید برق و ... را به عنوان نماینده آن در نظر گرفت و (۸) درآمدهای مالیاتی (tax) می‌باشد.

## ۳-۲- تعاریف

آزادسازی مالی: بسیاری از محققین در تعریف شاخص آزادسازی به شاخص‌های اصلی بازارهای مالی توجه دارند به طور مثال کامینسکی<sup>۲</sup> برای توضیح شاخص آزادسازی به قوانین و مقررات مربوط به حساب سرمایه، بخش پولی (عمدتاً بانکداری) و بخش بازار سرمایه (بازار سهام) توجه دارد. به طور کلی، وی مراحل آزادسازی را به سه دوره آزادسازی

کامل، آزادسازی جزئی و سرکوب مالی تقسیم‌بندی می‌کند. از معیارهای مهم آزادسازی بازار سرمایه می‌توان به انتشار رسید بین‌المللی، ایجاد صندوق‌های کشوری و تصویب قوانین و مقرراتی که به خارجیان اجازه خرید و فروش سهام در بازار داخلی را می‌دهد، اشاره کرد. مهم‌ترین محدودیت‌های بازار سرمایه در کشورهای درحال توسعه، شامل محدودیت‌های قانونی، محدودیت‌های غیرمستقیم (نامتقارنی اطلاعات، عدم وجود استانداردهای حسابداری و فقدان قوانین حمایتی از سرمایه‌گذاران) و ریسک‌های نقدشوندگی، سیاسی، اقتصادی و ارزی می‌باشد.

طبق تعریف مک‌کینون و شاو (۱۹۷۳)، سیستم مالی سرکوب، سیستمی است که در آن، دولت به طور مستقیم تعیین می‌کند که چه کسی و با چه قیمتی باید اعتبارات بانکی را دریافت و پرداخت کند. چنین کنترل‌هایی از طریق اعمال مقررات مبنی بر اعطای مجوز فعالیت به نهاد مالی و یا چگونگی فعالیت این نهادها در بازار مالی و به روش‌های مختلف نظیر مالکیت دولتی بانک‌ها و واسطه‌گری‌های دیگر مالی و اعمال کنترل بر جریان مبادلات بین‌المللی انجام می‌گیرد. بنابراین، آزادسازی مالی که عکس سیاست سرکوب مالی می‌باشد فرایندی است که توسط آن به بازار اجازه داده می‌شود تا قیمت اعتبارات (نرخ بهره) را تعیین کند و تخصیص‌ها بر اساس آن صورت پذیرد (تقی‌پور، ۱۳۹۲).

نرخ تورم<sup>۸</sup>: نرخ تورم می‌تواند به عنوان یک متغیر سیاسی در نظر گرفته شود. تغییرات تورم عمدتاً به عنوان یک شاخص پایداری اقتصاد کلان استفاده می‌شود. افزایش مداوم قیمت‌ها منجر به کاهش ارزش دارایی‌های داخلی می‌شود، در نتیجه از یک‌سو، سرمایه‌داران ترجیح می‌دهند برای حفظ ارزش واقعی دارایی‌های خود، ترکیب بهینه آنها را به نفع دارایی‌های خارجی تغییر دهند (خروج سرمایه). از سوی دیگر، افزایش قیمت‌ها به کاهش سود خالص سرمایه‌گذاری و ارزش دارایی‌ها می‌انجامد و ورود سرمایه به کشور را کاهش می‌دهد. تورم منجر به افزایش ریسک سرمایه‌گذاری و کاهش متوسط سررسید وام‌های تجاری و اختلال در اطلاعات منتقل شده به وسیله قیمت‌ها می‌شود. تورم نشانه بی‌ثباتی و عدم کنترل سیاست‌های کلان است و با جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ارتباط منفی دارد (اصغری و عاملی، ۱۳۹۰).

نرخ بهره: نرخ بهره در مکاتب مختلف اقتصادی مفاهیم مختلفی دارد. طبق نظر کینز (لیبرال‌ها)، نرخ بهره یک پدیده کاملاً پولی است که چگونگی عرضه و تقاضای پول را در جامعه منعکس می‌کند. برخلاف کینز،

$$\alpha_3(fli)_t + \alpha_4(rdr)_t + \alpha_5 \ln(to)_t + \alpha_6 \ln(infd) + \alpha_7 \ln(tax) + \alpha_8 \ln(cpi) + v_t \quad (1)$$

### ۳- تجزیه و تحلیل داده‌ها

به‌منظور تأثیر عوامل مختلف اقتصادی بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی در کشور ایران، نخست چهار فرضیه مطرح شد. سپس داده‌های موردنیاز جمع‌آوری، تحلیل، جمع‌بندی شد. نتایج به‌دست آمده به این شرح است.

فرضیه اول: آزادسازی مالی اثر مثبت و معناداری بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی در ایران دارد.

نتایج حاصل از رابطه بلندمدت میان آزادسازی مالی و سرمایه‌گذاری خارجی حاکی از اثر مثبت و معنادار آزادسازی مالی بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۵۹ می‌باشد که با یافته‌های مجتهد و احمدیان (۱۳۸۹) همخوانی دارد. آزادسازی مالی باعث انتقال جریان سرمایه از اقتصادهای با سرمایه بالا به اقتصادهای با سرمایه پایین می‌شود. این جریان‌های سرمایه باید پس‌اندازها را در کشورهای با موجودی سرمایه اندک کامل کنند تا منجر به افزایش سرمایه‌گذاری خارجی شود. آزادسازی مالی، از طریق بهبود تخصیص منابع بر اساس تقسیم ریسک درآمدی، اسباب افزایش بهره‌وری، رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری خارجی را فراهم می‌آورد. به علاوه، آزادسازی مالی ضمن انتقال سرمایه بین کشورها، با افزایش توسعه بخش مالی به بهبود سرمایه‌گذاری کمک می‌کند.

فرضیه دوم: اندازه بازار تأثیر مثبت و معناداری بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی دارد.

در این پژوهش، شاخص اندازه بازار با تولید ناخالص داخلی سرانه اندازه‌گیری شد. داده‌های جمع‌آوری شده نشان داد که بین اندازه بازار و مقدار جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد، که این نتیجه با مطالعه شاه‌آبادی و محمودی (۱۳۸۵) مطابقت دارد.

فرضیه سوم: آزادسازی تجاری تأثیر مثبت و معناداری بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی دارد.

از مطالعات صورت‌گرفته در گذشته روش می‌شود آزادسازی تجاری دو اثر متضاد دارد نخست اینکه باعث توسعه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با رویکرد صادراتی می‌شود و دیگر اینکه بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با رویکرد بازاری تأثیر منفی دارد. درجه کم بازبودن اقتصاد باعث جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با رویکرد بازاری می‌شود زیرا شرکت‌ها می‌خواهند از تعرفه‌ها و هزینه‌های انتقال اجتناب کنند و سرمایه‌گذاری‌ها را

طرفداران مکتب کلاسیک (محافظه‌کاران) نرخ بهره را یک پدیده واقعی و عامل اساسی شکل‌گیری تقاضا برای سرمایه‌گذاری و پس‌انداز می‌دانند. در نظریه‌های متأخرتر، نرخ بهره یک پدیده واقعی و پولی محسوب می‌شود. براساس این تحلیل، نرخ بهره بر مبنای تعادل در بازار کالا و پول تعیین می‌شود. ترجیحات سرمایه‌گذاران در بازار تولیدات (کالا) نیز بر مبنای هزینه بهره تأمین مالی منابع سرمایه‌گذاری شکل می‌گیرد. در این میان، نرخ بهره مرجع برای سرمایه‌گذار می‌تواند نرخ‌های بانکی، نرخ‌های اوراق بهادار و غیر آن باشد.

سرمایه‌گذاری خارجی: از نگاه آنکتاد<sup>۹</sup>، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، متضمن روابط اقتصادی بلندمدت بین کشورها می‌باشد و منافع پایدار و کنترل واحد اقتصادی مقیم یک کشور (شرکت مادر) بر واحد اقتصادی مقیم کشور دیگر (شعبه فرعی بنگاه مادر) را نشان می‌دهد.

آزادسازی تجاری: برداشتن موانع تعرفه‌ای بین کشورها را آزادسازی تجاری می‌گویند که باعث کاهش فساد و گشایش بازار کالا بر روی محصولات خارجی می‌شود.

اندازه بازار: اندازه بازار در یک کشور، امکانات حقیقی اقتصاد آن کشور را نشان می‌دهد. اندازه بازار یک کشور مهم است به این دلیل که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با رویکرد صادراتی در یک بازار بزرگ، احتمال پیامدهای خارجی مثبت را افزایش می‌دهد تأثیرات سرریز وجود دارد. به‌طور خلاصه در یک بازار بزرگ در مقایسه با بازار کوچک، فرصت‌های بیشتری برای جذب انواع جریان‌های سرمایه‌های خارجی وجود دارد.

زیرساخت‌ها: زیرساخت‌های یک کشور برای محیط اقتصادی آن اهمیت اساسی دارد. زیرساخت‌های مناسب، باعث حرکت اقتصاد بدون انحرافات مهم به سمت رشد می‌شود. زیرساخت‌ها فقط منحصر به زیرساخت‌های دارای شکل فیزیکی مثل جاده‌ها، بنادر و غیر آن نیست، بلکه کارکرد خوب نهادهای کشور را نیز شامل می‌شود.

### ۲-۴- مدل تحقیق

مدل تحقیق استفاده‌شده در پژوهش حاضر، مدل لگاریتمی - خطی اثر آزادسازی مالی بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی در ایران طی دوره زمانی ۱۳۵۹-۱۳۹۳ برگرفته از پژوهش خان و های<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۴) می‌باشد که به این شرح است:

$$\ln(fdi)_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(msize)_t + \alpha_2 \ln(fcf)_t +$$

۹. UNCTAD (2012) World Investment Report

۱۰. Rana Ejaz Ali Khan and Qazi Muhammad Adnan Hye

با استفاده از منابع تولید ارزان کشور مقصد به منظور صادرات انجام دهند و این سرمایه‌گذاری در صورتی انجام می‌شود که تعرفه‌ها کاهش یابند. هدف از این شکل سرمایه‌گذاری، بازار داخلی نیست؛ بلکه صادرات کالاهای تولیدی هدف اصلی تلقی می‌شود. چون این دسته از تمایلات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی برای رسیدن به بازارهای دیگر، با استفاده از تولیدات محلی کم‌هزینه صورت می‌گیرد - بدون اینکه لزوماً سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با رویکرد بازاری حذف شود - که بازبودن اقتصاد باعث جذب آن می‌شود. درجه بالای بازبودن دلالت بر ارتباطات اقتصادی بیشتر با کشورهای دیگر و نهادهای تجاری درون شرکتی (یا درون صنعتی) دارد.

فرضیه چهارم: تشکیل سرمایه ثابت تاثیر مثبت و معناداری بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی دارد.

لازمه رشد و توسعه اقتصادی کشور، سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های اقتصادی و عمرانی است که این امر مستلزم سرمایه‌گذاری در بخش تشکیل سرمایه ثابت ناخالص است. در واقع افزایش در حجم سرمایه‌گذاری ثابت می‌تواند منجر به افزایش بنیه اقتصادی و کاهش واردات، افزایش ذخایر ارزی و حرکت سریع‌تر به سوی پیشرفت اقتصادی شود. در این پژوهش روشن شد که تشکیل سرمایه ثابت با سرمایه‌گذاری خارجی رابطه مثبت و معنادار دارد که این یافته با مطالعات شاه‌آبادی و محمودی (۱۳۸۵) مطابقت دارد. به علاوه، می‌توان گفت تجهیز نیروی انسانی با سرمایه بیشتر بر بهره‌وری این عامل مهم تولید می‌افزاید و رشد بیشتر تولید و صادرات و در نتیجه جذب سرمایه‌گذاری خارجی را افزایش می‌دهد.

## ۴- نتیجه‌گیری

در ادبیات اقتصادی، سرمایه به منزله رکن اصلی یک نظام اقتصادی تلقی شده و بر تشکیل آن به عنوان مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده رشد و توسعه اقتصادی تأکید فراوانی شده است. منبع انباشت سرمایه، سرمایه‌گذاری است و مکانیسم انتقال پس‌انداز که در بازارهای مالی صورت می‌گیرد، پیش شرط سرمایه‌گذاری است. این مهم در کشورهای در حال توسعه نظیر ایران از درجه اهمیت بالاتری برخوردار می‌باشد. زیرا از یک سو، منابع مالی به مقدار کافی در دسترس نیست و از سوی دیگر، انتقال پس‌انداز به بخش‌های تولیدی و صنعتی، به دلیل فقدان بازارهای مالی کارآمد با سهولت انجام نمی‌پذیرد.

یکی از منابعی که می‌تواند کمبود انباشت سرمایه را جبران کند، استفاده از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به دلیل مزیت‌هایی مانند انتقال تکنولوژی و ارتباط با بازارهای بین‌المللی می‌باشد. اما سرمایه‌گذاری

مستقیم خارجی در کشورهای مختلف، نتایج متفاوتی به همراه داشته است. از این رو، علیرغم اینکه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی وابسته به سرمایه‌ای است که از خارج وارد می‌شود، اما پیامد خارجی این موضوع برای اقتصاد داخلی به میزان توسعه‌یافتگی و درجه آزادسازی بازارهای مالی بستگی دارد. سیستم‌های مالی که از کارایی بیشتری برخوردار می‌باشند، موانع تامین مالی خارجی را کاهش می‌دهند و با تسهیل شرایط دسترسی واحدهای تولیدی و صنعتی به سرمایه‌های خارجی، زمینه گسترش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی بیشتر را فراهم می‌کنند. بنابراین نظام‌های مالی کانال واسط میان پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند و به همین دلیل است که میان کارایی نظام مالی و عملکرد بخش واقعی اقتصاد رابطه مستقیمی وجود دارد. هر چند تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه، بیانگر نقش کارآفرینی در رونق اقتصادی است، اما نکته مهم در این مسیر نقش بازارهای مالی می‌باشد. اصولاً وجود بازارهای مالی توسعه‌یافته راه را برای استفاده بهتر از سرمایه‌گذاری خارجی و جذب آنها هموار می‌سازد. آزادسازی بازارهای مالی جدای از اینکه عامل تسهیل‌کننده در سرمایه‌گذاری خارجی مستقیم می‌باشد، می‌تواند نشانه ثبات اقتصادی نیز محسوب شود.

## مراجع

۱. تقی‌پور، انوشیروان. (۱۳۹۲). آزمون رابطه بین آزادسازی مالی، نهادهای قانونی و توسعه بخش مالی: شواهدی از ۱۰ کشور در حال توسعه. فصلنامه روند، سال بیستم، شماره‌های ۶۱ و ۶۲، صفحات، ۹۳ - ۱۲۰.
۲. تقی‌پور، انوشیروان؛ موسوی، آزاد و کسمایی، افسانه. (۱۳۹۲). برآورد شاخص آزادسازی مالی در ایران و مقایسه آن با کشورهای منتخب. تحقیقات اقتصادی ۱۰۲.
۳. سیفی‌پور، رویا. (۱۳۹۰). بررسی تجربی اثر آزادسازی مالی بر رشد گروهی از کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته (با تأکید بر ایران). فصلنامه علوم اقتصادی. دوره ۵، شماره ۱۴، صفحه ۳۴ - ۵۰.
۴. شاه‌آبادی، ابوالفضل و محمودی، عبدالله. (۱۳۸۵). تعیین‌کننده‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران. جستارهای اقتصاد ایران. بهار و تابستان، دوره ۳، شماره ۵، صفحات ۸۹ - ۱۲۶.
۵. صمدی، علی‌حسین. (۱۳۷۸). سرکوب مالی و رشد اقتصادی در ایران: ارزیابی عملکرد الگوی مک‌کینون و شاول. مجله علمی و ترویجی برنامه و بودجه، شماره ۳۴ و ۴۴.
6. McKinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development. Washington, DC: Brookings Institution.
7. Stieglitz, J. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. World Development, 28:6, 1075-1086.
8. Shaw, E. (1973). Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press.
9. Prasad, E. (2003). Effect of Financial Globalization on Developing Countries, some Empirical Evidence. International Monetary Fund.



10. Graciela Laura Kaminsky. (2002) Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization. George Washington University, Washington.