

بحران بعدی

سرمایه گذاری مستقیم و سرمایه گذاری در سهام در کشورهای در حال توسعه

بخش سوم

نویسنده: David Woodward

مترجمان: شکوه سادات علی اکبری و مهرشید متولی

اشاره

در بخش‌های قبلی این مقاله، پس از بحث درباره جریان‌های انتقالی سرمایه شمال - جنوب، به موضوع تأثیر ریسک‌های مختلف بر این فرایند پرداختیم و به طور خاص شوک‌های دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ و رفتارهای سرمایه‌گذاری در مقابل این بحران‌ها را مرور کردیم و به این نتیجه رسیدیم که میان روند جاری سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام، با تجارب پیشین، مشابهت‌هایی وجود دارد و نطقه بحران‌های بعدی در حال تکوین است. و اینک ادامه بحث.

بانک و اقتصاد

ماهیت سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام و دیدگاه مثبت

سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام چیست؟ سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام، در مقایسه با انواع دیگر جریان‌های مالی، دارای دو ویژگی کلیدی متمایز هستند:

۱- هر دو نوع سرمایه‌گذاری، به سرمایه‌گذار در

برخی از ملاحظات موجب می‌شوند که

دامنه انگیزه‌ها برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، بیش از سرمایه‌گذاری در پرتفوی سهام باشد.

بدیهی است که رقم آستانه ده درصد، کاملاً اختیاری است و بعضی از کشورها ارقام دیگری را منظور می‌کنند، مثلاً آلمان و ژاپن رقم ۲۰ درصد را انتخاب کرده‌اند. بنا به گزارش صندوق بین‌المللی پول، بیشتر سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی مستلزم مالکیت اکثریت سهام توسط سرمایه‌گذار خارجی است. این الگو حتماً در بیشتر کشورهای در حال توسعه به کار می‌رود، مگر این که موانعی مالکیت اکثریت سهام را محدود کنند.

کشور میزبان مالکیت دارایی‌ها را اعطا می‌کنند، البته معمولاً دارایی‌های مولد را. ۲- برخلاف وام‌ها و انتشار اوراق قرضه که جریانی از تعهدات پرداختی را براساس برنامه ثابت زمان‌بندی شده ایجاد می‌کند، بازده سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام با عملکرد مالی سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود. تمایز بین سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در پرتفوی سهام، از بعضی جهات تا حدودی مبهم است، به خصوص:

- سرمایه‌گذاری مستقیم مستلزم خرید یا ساخت ظرفیت تولیدی در داخل کشور توسط شرکت یا فردی در خارج از کشور است، و
- سرمایه‌گذاری در پرتفوی سهام مستلزم خرید سهام شرکت یا بنگاه تولیدی معمولاً از طریق بورس اوراق بهادار است.

ایهام در تمایز این دو وقتی به وجود می‌آید که خرید سهام بیشتر از ۱۰ درصد کل سرمایه یک شرکت در زمره سرمایه‌گذاری مستقیم طبقه‌بندی می‌شود نه در زمره سرمایه‌گذاری در سهام. منظور این است که سرمایه‌گذاری‌ای که اجازه می‌دهد تا سرمایه‌گذار سطح مشخصی از کنترل و نظارت را بر روی سرمایه‌گذاری داشته باشد، می‌بایستی تحت‌عنوان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی طبقه‌بندی شود.

آن نوع از سرمایه‌گذاری که امکان

کنترل و نظارت بر روی سرمایه‌گذاری را

تا سطح مشخصی برای سرمایه‌گذار

فراهم آورد، تحت‌عنوان سرمایه‌گذاری

مستقیم خارجی طبقه‌بندی می‌شود.

برای بررسی آثار اقتصادی سرمایه‌گذاری مستقیم بهتر است که موضوع به دو زیربخش تقسیم شود تا قضاوت‌ها بهتر دیده شود:

۱- سرمایه‌گذاری مستقیم از طریق ساخت (Foreign Direct Investment through Construction - FDIC) که مستلزم ایجاد ظرفیت تولیدی جدید است.

۲- سرمایه‌گذاری مستقیم از طریق خرید (Foreign Direct Investment through

Purchase - FDIP) که مستلزم خرید ظرفیت تولیدی موجود توسط سرمایه‌گذار خارجی است، از جمله خرید کل یک شرکت یا تعدادی از سهام یک شرکت.

این دو نوع سرمایه‌گذاری مستقیم از بعضی از جنبه‌ها، عملکرد بسیار متفاوتی نسبت به یکدیگر دارند.

انگیزه‌های سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام

انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در پرتفوی سهام، پیچیدگی به‌خصوصی ندارد. در واقع، انگیزه‌ها عمدتاً سود است، یعنی خریداران سهام می‌کوشند تا مناسبترین ترکیب بازدهی و سرمایه را پیدا کنند و پرتفوی متنوع داشته باشند، به این معنی که ترکیب ریسک و بازده را در مقیاس وسیعتری در بازار بورس پخش کنند. در بعضی از موارد هم سرمایه‌گذاری در پرتفوی سهام اولین قدم به سوی سرمایه‌گذاری مستقیم است، یعنی خرید مقداری سهام از شرکتی که سهامش در بورس اوراق بهادار عرضه شده، البته به منظور داشتن قدری کنترل روی عملکرد آن شرکت.

در سرمایه‌گذاری مستقیم نیز سود عامل محرک کلیدی است، اما دو فرق مهم با جریان سرمایه‌گذاری در سهام دارد: اول این که، شرط اصلی، سودآوری کلی شرکت (سرمایه‌گذاری خارجی) است و نه هر نوع سرمایه‌گذاری مجزا؛ دوم این که، افق زمانی برای رسیدن به بازدهی معمولاً طولانی‌تر است و ملاحظات متعدد دیگری را می‌طلبد که مربوط به تصمیم‌گیری درباره خود سرمایه‌گذاری است و بیش از سودآوری کوتاه‌مدت اهمیت دارد.

عوامل فوق موجب می‌شوند که دامنه انگیزه‌ها برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی وسیعتر از سرمایه‌گذاری در پرتفوی سهام باشد. تقسیم‌بندی اصلی انگیزه‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز به صورت زیر خلاصه شده است:

۱- دسترسی به منابع، به‌خصوص مواد معدنی،

■ ■ ■
برای جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، لازم است که همراه با نیروی کار ارزان، شرایط مطلوب دیگری از قبیل زیربنای خوب اقتصادی، ثبات سیاسی و مالیات پایین هم وجود داشته باشند.
 ■ ■ ■

تولیدات کشاورزی، مزیت منطقه‌ای (مثل گردشگری) و نیروی کار ارزان که در بازار خود سرمایه‌گذاران خارجی غیرقابل‌دسترس یا گران است؛

۲- دسترسی به بازارها، به طوری که از محدودیت‌های وارداتی یا تعرفه‌ها اجتناب شود، به این منظور که هزینه حمل‌ونقل و سایر هزینه‌های معاملاتی کاهش یابند و با تولید در داخل کشوری که بازار فروش هم آنجاست، متناسب باشند. یا به این دلیل در کشوری سرمایه‌گذاری می‌کنند که حضورشان به عنوان راهی برای عرضه لازم است، مثل اکثر بخش‌های خدمات؛

۳- افزایش کارایی از طریق انتخاب محلی که بتوانند تولید را با پایین‌ترین هزینه انجام دهند (احتمالاً و نه الزاماً به عنوان بخشی از جهانی‌سازی فرایند تولید)؛

۴- اهداف استراتژیک، از قبیل برقراری پیمان با دیگر سازمان‌ها، تسلط بر بازار، دسترسی به شبکه‌های توزیع و تدارکات بخش عمومی و تنوع کالایی؛

۵- آرایه سرویس‌های پشتیبانی برای عملکرد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی موجود، از قبیل توزیع و بازاریابی؛

۶- سرمایه‌گذاری غیرفعال، به نحوی که در اصل سرمایه‌گذاری در پرتفوی سهام را در مقیاسی انجام دهند که به عنوان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی طبقه‌بندی شود.

روشن است که بین این اهداف بعضی تداخل‌ها وجود دارد، به‌خصوص دسترسی به نیروی کار ارزان و مواد اولیه (گروه ۱) عامل مهمی در تعریف کم‌هزینه‌ترین منطقه برای تولید است (گروه ۳).

علاوه بر این، بدیهی است که اهمیت نسبی این اهداف، بین کشورهای مختلف تفاوت چشمگیری دارد: - دسترسی به منابع فیزیکی، انگیزه اصلی در انتخاب کشورهای است که از منابع معدنی برخوردارند و هزینه تولید محصولات کشاورزی، به‌خصوص محصولات مناطق حاره‌ای، پایین است یا در حوزه گردشگری شرایط مطلوبی دارند یا خوشنام‌اند، مثل کشورهای حوزه کاراییب.

- نیروی کار ارزان در کشورهای در حال توسعه به فراوانی در دسترس است، اما برای جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی عموماً لازم است که همراه با نیروی کار ارزان، شرایط مطلوب دیگری از قبیل زیربنای خوب اقتصادی، ثبات سیاسی و

مالیات پایین هم وجود داشته باشند.

- دسترسی به بازار برای کشورهای بزرگ و نسبتاً ثروتمند که بازارهایی با رشد سریع دارند، مثل چین و برزیل. اگرچه ممکن است که تمهیدات تجاری منطقه‌ای نیز کمک کنند تا کشورهای کوچکتر هم بهره‌ای ببرند، مثلاً بازار مشترک آمریکای مرکزی در دهه ۱۹۷۰ سرمایه‌گذاری مستقیم را در کشورهای عضو تشویق کرد و عامل اصلی جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به مکزیک در دهه ۱۹۹۰ نیز همانا توافقنامه تجارت آزاد آمریکای شمالی (نفتا) و دورنمای دسترسی به بازارهای ایالات متحده بود.

سرمایه‌گذاری غیرفعال، احتمالاً در کشورهایی خیلی مهم است که بازار سهام پیشرفته‌تر و باز دارند.



② در بعضی از موارد، سرمایه‌گذاری در پرتفوی سهام، اولین قدم به سوی سرمایه‌گذاری مستقیم است.

عوامل موثر در تعیین محل سرمایه‌گذاری مستقیم

ملاحظات فوق نشان می‌دهند که در بسیاری از موارد، برای سرمایه‌گذاری به‌خصوصی تعدادی موقعیت مکانی وجود دارند که سرمایه‌گذاران بالقوه از بین آنها انتخاب می‌کنند. از آنجایی که تصمیم در مورد انتخاب محل سرمایه‌گذاری، فرایندی ناگزیر پیچیده و احتمالاً بسیار متنوع است، لذا برای تجزیه و تحلیل مبسوط در این مجال کم به شواهدی که بیش از همه به حساب آمده‌اند و همچنین به اهمیت نسبی آنها اشاره خواهد شد.

از دیرباز، تمایل بر این بوده است که هزینه پایین نیروی کار به عنوان عامل اصلی جذب سرمایه‌گذاری مستقیم و اعمال سیاست‌های محدودکننده، به عنوان مانع اصلی آن شمرده شوند، ولی در حال حاضر، این تفکر تغییر کرده است. هزینه پایین نیروی کار شاید یکی از عواملی باشد که در تصمیم‌گیری انتخاب محل سرمایه‌گذاری موثر است، ولی شرایط دیگری هم لازم هستند تا سرمایه‌گذاری مستقیم عملی شود و این شرایط در طول زمان اهمیت بیشتری یافته‌اند.

همچنین می‌بینیم که بسیاری از دست‌اندرکاران هم آزادسازی سیاست‌ها در جذب سرمایه‌گذاری خارجی را شرط لازم برای افزایش جریان سرمایه می‌دانند نه کافی. برای این که اقتصادی که در آن دستمزدها نسبتاً پایین است، موفق به جذب سرمایه‌گذاری خارجی شود، همراه با اجرای سیاست‌های آزادسازی، باید از مزیت‌های دیگری هم برخوردار باشد:

- ثبات سیاسی و محیط سالم اقتصاد کلان؛

- رشد پایدار و نیرومند تقاضا؛

- نظام قانونی موثر که از سرمایه‌گذار حمایت کند؛

- سیاست‌های تجاری نسبتاً آزاد و آزادسازی اقتصاد داخلی؛

- نیروی کار ماهر و تحصیلکرده؛

- دسترسی قابل‌اعتماد به عرضه عوامل تولید شامل زیربناها و خدمات تجاری با کیفیت مناسب.

این عوامل موجب شده‌اند که توزیع سرمایه‌گذاری مستقیم، از سمت کشورهای فقیر و عقب‌مانده به سمت کشورهای با درآمد متوسط گرایش پیدا کند و کشورهای با درآمد متوسط جهان در حال توسعه، در جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی موفق‌تر باشند. هر چند که این موضوع را نباید عمومیت داد، ولی محدودیت منابع در کشورهای به‌شدت فقیر، منجر به محدودیت تقاضا و فقدان نظام قانونی موثر می‌شود و ثبات اقتصادی بر اثر مشکلات بدهی و وابستگی بیش از حد به طیف محدود کالاهای صادراتی، آسیب می‌بیند و عملکرد ضعیف اقتصادی و استانداردهای پایین زندگی هم اغلب با عوامل تاریخی ترکیب می‌شوند و ثبات سیاسی را تحلیل می‌برند. ضعف مزمن اقتصادی هم عرضه عوامل زیربنایی و خدمات تجاری را محدود و نظام آموزشی را ضعیف می‌کند. علاوه بر این، در این کشورها عرضه نیروی کار ماهر به علت وجود سیستم آموزشی ضعیف و مهاجرت نیروی کار ماهر و تحصیلکرده، نوعاً محدود است. بدیهی است که ترکیب این عوامل با هم، منجر به ضعف سیاست‌گذاری موثر می‌شود، که بی‌شک به حوزه سیاست‌های مربوط به آزادسازی ارتباط پیدا می‌کند.

خلاصه این که، الزامات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، درست قطب مخالف شرایط جاری در کشورهای کم‌درآمد است که عرضه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را به کشورهای کم‌درآمد محدود می‌کند. پس با توجه به شرایط لازم برای سرمایه‌گذاری خارجی، کل جریان انتقال سرمایه بین‌المللی که به

طور فزاینده وابسته به جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است، به کشورهای کم‌درآمد محدود می‌شود. همچنین نرخ بازدهی سرمایه‌گذاران را که برای جذب سرمایه‌گذاری لازم است، بالا می‌برد، یعنی سرمایه‌گذاران خارجی برای سرمایه‌گذاری در کشورهای کم‌درآمد نرخ بازدهی سرمایه بالاتر، همراه با دخالت‌های جدی برای تداوم وضعیت مالی بلندمدت را درخواست می‌کنند. این عوامل در کشورهای در حال توسعه برای رقابت بر سر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی شرایطی را تحمیل می‌کند که در نهایت موجب کاهش منافع توسعه‌ای سرمایه‌گذاری مستقیم و افزایش هزینه در کل کشورهای در حال توسعه می‌شود.

برای این که اقتصادهای برخوردار از دستمزدهای نسبتاً پایین، موفق به جذب سرمایه‌گذاری خارجی شوند، همراه با اجرای سیاست‌های آزادسازی، باید مزیت‌های دیگری هم داشته باشند.

تامین مالی سرمایه‌گذاری مستقیم

سرمایه‌گذاری مستقیم، به روش‌های مختلفی تامین مالی می‌شود. مبنای تامین مالی، خرید سهام توسط سرمایه‌گذار خارجی است که مالکیت، شرکت یا تسهیلات تولیدی را به‌دنبال می‌آورد. بدون خرید سهام به آن اندازه که در جاتی از کنترل را در اختیار سرمایه‌گذار قرار دهد، این فعالیت اقتصادی به عنوان سرمایه‌گذاری مستقیم تعریف نمی‌شود.

تامین مالی از طریق خرید سهام، ممکن است مستلزم خرید سهام از بورس اوراق بهادار یا خرید شرکت یا تسهیلات تولیدی (یا قسمتی از مالکیت آن) باشد یا این که ظرفیت تولیدی با مالکیت سرمایه‌گذار خارجی ایجاد شود.

معمولاً، در سرمایه‌گذاری مستقیم تامین مالی از طریق سهام، سرمایه را به کشور میزبان منتقل می‌کند. در بعضی از موارد هم سرمایه‌گذاری با پول نقد نیست و ممکن است که مثلاً مجوز استفاده از تکنولوژی یا امتیازها و حقوق انحصاری دیگری باشد (مثل استفاده از مارک‌های تجاری) که متعلق به شرکت مادر است و آن را همراه با مدیریت و سایر خدمات در عوض آن سهام به کشور دریافت‌کننده سرمایه می‌دهد. چه بسا سرمایه‌گذاران این نوع

سرمایه‌گذاری را ترجیح می‌دهند، مثلاً در مواردی که سرمایه‌گذاری به علت شرایط اقتصادی و سیاسی در کشور میزبان خطرناک باشد. این نوع تامین مالی (از طریق سهام) معمولاً فقط در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم از طریق خرید عملی است.

در بیشتر موارد کل سهام توسط یک سرمایه‌گذار خارجی (گاهی بیشتر از یک سرمایه‌گذار) خریداری می‌شود، به طوری که کل بنگاه اقتصادی مالکیت خارجی پیدا می‌کند. با این حال، در بعضی از موارد، تامین مالی از طریق سهام توسط منابع داخلی صورت می‌گیرد یا بخشی از بنگاه اقتصادی موجود در مالکیت صاحبان داخلی باقی می‌ماند.

در هر حال، تامین مالی از طریق سهام (به صورت نقد یا نوع دیگر) به معنی آن نیست که تامین مالی سرمایه‌گذاری مستقیم فقط از همین راه است، بلکه راه‌های دیگری هم وجود دارند از جمله:

- وام‌های بین‌شرکتی؛ در این حالت، وام از طریق شرکت مادر یا شعب آن به بنگاه سرمایه‌گذاری مستقیم اعطا می‌شود و معمولاً هم به ارزش خارجی است و دوره بازپرداخت و نرخ بهره آن مشخص است. از این وام برای تامین مالی بخشی از سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود و اقساط آن هم از محل سود حاصل از سرمایه‌گذاری پرداخت می‌شود؛

- وام‌هایی که دیگر اعتباردهندگان خارجی اعطا می‌کنند و معمولاً به ارزش خارجی است؛

- وام‌هایی که موسسات مالی در کشور میزبان اعطا می‌کنند و معمولاً به پول داخلی است.

هر نوع تامین مالی اضافی در هر سه شکل فوق، ارزش سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، ولی فقط وام‌های بین‌شرکتی به عنوان بخشی از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی طبقه‌بندی می‌شوند. سایر انواع وام‌های خارجی به عنوان استقراض از بخش خصوصی دسته‌بندی شده و استقراض داخلی کاملاً از موازنه پرداخت‌ها حذف می‌شود، زیرا مستلزم هیچ نوع معامله ارزی نیست.

بهره این وام‌ها هم از سود حاصل از سرمایه‌گذاری پرداخت می‌شود. با این حال، اگر پول قرض‌گرفته‌شده به طور عاقلانه سرمایه‌گذاری شود، باید نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری از نرخ بهره وام‌ها بالاتر باشد. این امر سود کلی را افزایش می‌دهد و به این ترتیب، نرخ بازده سهام افزایش می‌یابد. ■

ادامه دارد