

بحران بعدی

سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام در کشورهای در حال توسعه

بخش چهارم

نویسنده: David Woodward

مترجمان: شکوه‌سادات علی‌اکبری و مهرشید متولی

می‌شود که همراه با سرمایه‌ای که در ابتدا سرمایه‌گذاری کرده‌اند، در نهایت آن را از کشور خارج می‌کنند. بازده سرمایه‌گذاری سهام (و آن نوع از

سرمایه تقسیم می‌شود. بازده سرمایه خود به دو قسمت تقسیم می‌شود: یکی، پرداخت بهره (سرمایه‌ای که استقراض شده) و دیگری، سود حاصل از سرمایه سهام (نمودار).

اشاره

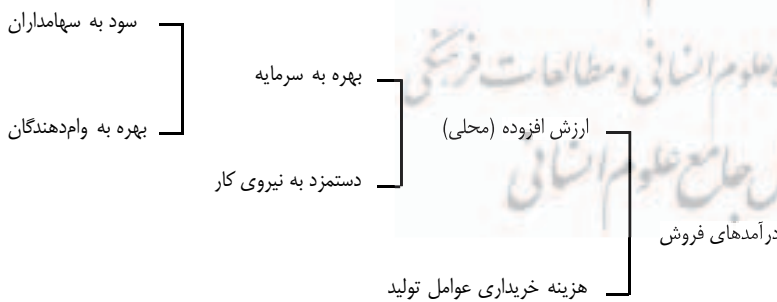
در بخش‌های قبلی، پس از بحث درباره جریان‌های انتقالی سرمایه شمال به جنوب و تاثیر ریسک‌های مختلف بر فرایند انتقال سرمایه، به تشریح تفاوت‌های موجود در سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام، پرداختیم و انگیزه‌ها و عوامل موثر و روش‌های تامین مالی آنها را شرح دادیم. اینک به ادامه این بحث توجه فرمایید.

بانک و اقتصاد

تولید، درآمد و هزینه

هر بنگاه تولیدی عوامل تولید را می‌خرد و آن را در تولید محصولات خود - اعم از کالا و خدمات - به کار می‌برد و سپس می‌فروشد. ارزش افزوده عبارتست از تفاوت میان هزینه، عوامل تولید خریداری شده (به استثنای نیروی کار و سرمایه) و دریافتی حاصل از فروش محصولات. در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، ارزش افزوده بنگاه سرمایه‌گذاری مستقیم، عموماً همان ارزش افزوده محلی است و ارزش افزوده آن بنگاه را که از فعالیت‌هایش در کشورهای دیگر به دست می‌آید، در برنمی‌گیرد. ارزش افزوده به بازده نیروی کار (دستمزد) و بازده

درآمد و هزینه بنگاه



سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی که از طریق خرید سهام شرکتی در بورس اوراق بهادار انجام شده است) از دو بخش تشکیل شده است: ۱- اضافه ارزش سرمایه ناشی از افزایش ارزش بازاری آن سهام.

سود، افزایش ارزش سرمایه، سرمایه‌گذاری مجدد و حواله وجوه
در سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام، سود عاملی حیاتی است، زیرا عاید صاحبان سرمایه‌های خارجی می‌شود، یعنی عاید کسانی

۲- سود سهام و سایر پرداخت‌ها به سهامداران. بعد از تقسیم سود سهام، معمولاً سود به خارج از اقتصاد منتقل می‌شود، مگر این که سرمایه‌گذار خودش تصمیم بگیرد که آن را دوباره سرمایه‌گذاری کند. اضافه ارزش سرمایه وقتی درک می‌شود که آن دارایی به فروش رود. بیشتر سود مالکان سهام معمولاً به شکل اضافه ارزش سرمایه است تا سود سهام. بازدهی سایر انواع سرمایه‌گذاری مستقیم نیز از دو بخش تشکیل می‌شود:

۱- سود عملیاتی حاصل از سرمایه‌گذاری (یا سهم سرمایه‌گذاری خارجی از سود سهام وقتی که بخشی از بنگاه در مالکیت آنها است)، خالص استهلاک، مالیات و بهره پرداختی.
۲- اضافه ارزش سرمایه ناشی از بالا رفتن قیمت دارایی‌هایی از قبیل زمین و املاک.

هنگامی که معاملات بین شرکتی انجام می‌شود و شرکت مادر با شرکت وابسته خود به عنوان فروشنده یا خریدار عمل می‌کند، همیشه "دستکاری قیمت انتقالی" امکانپذیر است.

یادآوری این نکته مهم است که استهلاک انتظاری سایر دارایی‌ها، از جمله خراب و مستعمل شدن معمولی تجهیزات، به عنوان هزینه تولید در نظر گرفته می‌شود؛ بنابراین، با سود و اضافه ارزش سرمایه تعدیل نمی‌شود. تنها زیان پیش‌بینی نشده‌ای که وجود دارد، وقتی است که دارایی بیمه نشود و نابود شود که موجب زیان سرمایه خواهد شد. اضافه ارزش سرمایه به‌طور معمول در درآمد گنجانده نمی‌شود، چون عملاً در محاسبه سود منظور نمی‌شود. اضافه ارزش سرمایه در ارزش موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم اهمیت دارد. اضافه ارزش سرمایه وقتی عاید صاحبان سرمایه می‌شود که آن دارایی فروخته شود، ولی به‌رحال، در خلال این مدت ارزش موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را افزایش می‌دهد.

این سودها براساس نوع استفاده به سه دسته تقسیم می‌شوند:

۱- بخشی از این سودها ممکن است به صاحبان سرمایه پرداخت شود. سود پرداختی به صاحبان

خارجی، حواله سود نامیده می‌شود.
۲- بخشی از سود ممکن است برای خرید یا ساخت ظرفیت تولیدی دیگری دوباره سرمایه‌گذاری شود.

۳- بخشی از این سودها ممکن است به صورت نقد، سپرده بانکی یا موجودی مواد اولیه یا کالا نگهداری شود.

از نظر آماری، بین دو مورد آخر تفاوتی نگذاشته‌اند، یعنی هر بخش از سود (سود سهامداران خارجی) که حواله نشده، خیلی ساده به عنوان سرمایه‌گذاری مجدد دسته‌بندی شده است. حتی اگر پول از کشور خارج نشده باشد، از نظر نگهداری اطلاعات طوری رفتار شده است که انگار پول به مالکش منتقل شده و سپس بازگردانده و به موجودی سرمایه‌گذاری اضافه شده است.

سایر پرداخت‌های بنگاه سرمایه‌گذاری مستقیم به شرکت مادر (یا به دیگر موسسات وابسته به خارج) ممکن است همان ویژگی سود را داشته باشند، به‌خصوص ممکن است هزینه‌های حق انحصاری یا مجوزها برای مالکیت معنوی از قبیل ثبت اختراع تکنولوژی یا طراحی آن، حقوق معنوی و مارک‌های تجاری به شرکت مادر یا موسسات وابسته به خارج دیگری که این حقوق متعلق به آنهاست، پرداخت شود. اگر این پرداخت‌ها انجام نشود، سود معادل آن افزایش می‌یابد. در مورد بنگاه‌هایی که کاملاً متعلق به شرکت مادر هستند، نتیجه از لحاظ انتقال منابع به شرکت مادر کاملاً یکسان است. این امر نشان می‌دهد که گرچه اینها به عنوان هزینه تولید دسته‌بندی می‌شوند (مثل واردات خدمات در تراز پرداخت‌ها)، اما در عمل حق امتیازها بخشی از سود است، یعنی اندازه‌گیری نرخ بازده فقط براساس سود. اگر هزینه‌های حقوق انحصاری و امتیازها پرداخت شده باشد، رقم صحیح سود را کمتر از واقع نشان می‌دهد. همچنین وقتی که پرداخت حقوق انحصاری و امتیازها بر مبنای بازار نباشد، بخشی از سود اندازه‌گیری شده، در واقع، به درآمدهای مربوط به حقوق اموال معنوی مرتبط است به جای آن که مربوط به سرمایه باشد.

پرداخت‌های دیگر هم به شرکت مادر انجام می‌شود، مثلاً برای خرید مواد اولیه و خدمات غیرمالی. این موضوع به‌خصوص در مورد شرکت سرمایه‌گذاری مستقیم که بخشی از فرایند تولید را انجام می‌دهد و بخش‌های مختلف دیگر آن در نقاط مختلف جهان

انجام می‌شود (تا از مزیت هزینه کمتر برخوردار شده و سود کل را حداکثر کند) اهمیت بیشتری دارد. طبق اصول، این معاملات موجب هزینه‌های واقعی تولید می‌شوند، به جای این که آن را منتقل کنند: وقتی شرکت مادر می‌تواند از بازاری در زیرمجموعه خود و کاملاً در اختیار خود بهره‌مند شود، تا جایی که قیمت پرداختی یکسان باشد، چه مواد اولیه تولید را از شرکت مادر بخرد و چه از منابع دیگر، تفاوت چندان وجود ندارد.

با این حال، می‌بایست هشیار بود که وقتی معاملات بین شرکتی انجام می‌شود و شرکت مادر با شرکت وابسته خود به عنوان فروشنده یا خریدار معامله می‌کند، همیشه "دستکاری قیمت انتقالی" امکانپذیر است، به طوری که قیمتی که ثبت می‌شود، سود را برای مقاصد مالیاتی کمتر نشان بدهد.

در مورد وام‌های بین‌شرکتی، بهره آن به عنوان بخشی از درآمد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و بازپرداخت بدهی استقراض بین‌شرکتی به عنوان جریان منفی سرمایه‌گذاری مستقیم دسته‌بندی می‌شود. جریان منفی سرمایه‌گذاری مستقیم به عنوان عدم سرمایه‌گذاری، اثر بالقوه مهمی روی تخمین موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم دارد.

اگر شرکت‌های چندملیتی عملاً فاقد ملیت شوند، عدم توازن بین جریان ورودی و خروجی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نهادینه می‌شود.

به این ترتیب، پرداخت سود سهام و حواله سود، معرف جریان خروجی مداوم به علت سرمایه‌گذاری مستقیم و سهام می‌باشند. به علاوه، بخشی از سرمایه‌گذاری (یا دارایی شرکت) ممکن است فروخته شود و سرمایه آن به خود سرمایه‌گذار منتقل شود. در این صورت، سودهایی که دوباره سرمایه‌گذاری شده‌اند و اضافه ارزش سرمایه حاصل از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و خرید سهام خود را کاملاً نشان داده و توسط سرمایه‌گذار برداشت می‌شوند.

مقایسه سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام با ابزارهای استقراض نشان می‌دهد که سود کل و اضافه ارزش سرمایه حاصل از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، و اضافه ارزش سرمایه به علاوه

سرمایه‌گذارانشان، با این حال، هماهنگی قابل توجهی بین جریان ورودی و خروجی سرمایه‌گذاری مستقیم وجود دارد. برای کشور میزبان، منافع حاصل از سرمایه‌گذاری مستقیم، ضرورتاً یا جریان خروجی ارزی را در پی دارد یا موجب افزایش موجودی دارایی‌های خارجی می‌شود. در مقابل، برای کشوری که موطن اصلی سرمایه‌گذاری خارجی است (مثلاً کشور در حال توسعه با درآمد بالا) هیچ اطمینانی وجود ندارد که سود به شرکت مادر برگردد، بلکه امکان دارد که در جای دیگری دوباره سرمایه‌گذاری شود یا به دیگر موسسات وابسته به خارج منتقل شود یا به حساب‌های بانکی برون مرزی واریز شود یا بین سهامداران در کشور سومی توزیع شود.

با توجه به پیش‌بینی برخی از ناظران، اگر شرکت‌های چندملیتی عملاً فاقد ملیت شوند، عدم توازن بین جریان ورودی و خروجی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نهادینه می‌شود. بنابراین، تا زمانی که از نظر حسابداری موجودی جریان خروجی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی آثار جریان ورودی سرمایه‌گذاری بر موازنه پرداخت‌ها را جبران کند، اساساً به جای این که آثار اقتصادی واقعی، ناشی از وضعیت خالص سرمایه‌گذاری باشد، موجودی ناخالص جریان ورودی سرمایه‌گذاری است که اهمیت دارد.

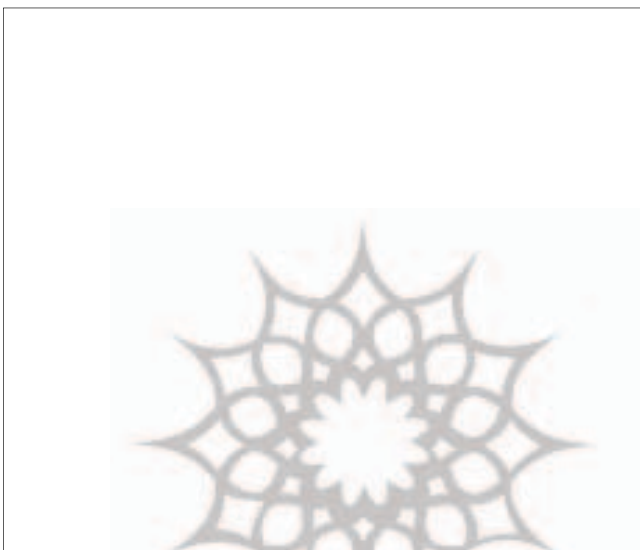
جریان‌های سرمایه و موجودی

سرمایه‌گذاری

همانطور که قبلاً اشاره شد، بیشتر اقتصاددانان نیولیبرال شدیداً از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی استقبال کرده‌اند. آنها معتقدند که سرمایه‌گذاری مستقیم در مقایسه با استقراض، مزیت‌های بیشتری دارد، زیرا این نوع سرمایه‌گذاری، در واقع، تامین مالی برای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی است، در حالی که بیشتر وام‌دهندگان تمایل دارند که به بخش دولتی وام بدهند و این وام‌ها غالباً برای تراز پرداخت‌های عمومی و پشتوانه‌ای برای بودجه است (یعنی عملاً برای مصرف به جای سرمایه‌گذاری). به‌علاوه، از آنجایی که بازگشت سود به سرمایه‌گذاران را شکست یا موفقیت سرمایه‌گذاری تعیین می‌کند، لذا سرمایه‌گذاران انگیزه قوی دارند تا بیشتر در

لازم برای ساخت را داشته باشد یا کارخانه بخرد، چون صاحبان کارخانه‌ای که از وجوه استقراضی ساخته یا خریداری شده، سرمایه‌گذاران خارجی هستند، لذا این جریان مالی به صورت بخشی از موجودی جریان ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم تلقی می‌شود.

موجودی سرمایه‌گذاری براساس سود و منافع شکل می‌گیرد. اگر متوسط نرخ بازدهی سرمایه سالانه ۱۰ درصد باشد، بنابراین، سود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در آن سال ۱۰ درصد موجودی سرمایه‌گذاری خواهد بود. همچنین ارزش سهام خارجی‌ها (که اضافه ارزش سرمایه هم در آن است)، پایه سود سهام پرداختی به سهامداران خواهد بود، به طوری که سود



② در سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام، سود عاملی حیاتی است.

سهام تقریباً به تناسب موجودی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد، یعنی این که سود و اضافه ارزش سرمایه مربوط به سرمایه‌گذاری در سهام و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، یا به خارج از کشور منتقل می‌شود یا به موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم و سهام اضافه می‌شود.

برخی از کشورهای در حال توسعه (عمدتاً با درآمد بالا) هم موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم‌شان در خارج در حال افزایش است و هم جریان ورودی

سود سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام، سرانجام همراه با سرمایه اولیه از کشور خارج می‌شود.

پرداخت‌هایی که به سهامداران بابت سرمایه‌گذاری در سهام تعلق می‌گیرد، با بهره بدهی‌ها برابر است (غیر از این که سود و منافع دیگر سرمایه‌گذاری با عملکرد عالی سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود نه تحت نرخ بهره ثابت یا یک حد ثابت تعریف شده بالای نرخ بهره بازار). با این حال، اضافه ارزش سرمایه و بخشی از سود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی که شرکت سرمایه‌گذاری مستقیم نگهداری می‌کند، عملاً تامین مالی مجدد می‌شود.

زمانی که سرمایه فروخته شود، بخشی از دریافتی سرمایه‌گذار برابر با هزینه ابتدایی سرمایه‌گذاری است که معادل بازپرداخت بدهی اولیه (در مقایسه با استقراض) است، مابقی نیز با میزان بازپرداخت بهره‌های انباشته شده که تامین مالی مجدد شده‌اند، برابر است. با این حال، زمان‌بندی معاملات سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام به جای این که از قبل تعریف شده باشد (مثل مورد وام)، در اختیار سرمایه‌گذار است.

جریان‌های انتقال سرمایه و موجودی سرمایه‌گذاری

موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام در یک کشور خاص، اساساً همان ارزش سهام و ظرفیت تولیدی به غیرساکنان آن کشور است. جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم

خارجی و سرمایه‌گذاری سهام، مستقیماً به ارزش موجودی سرمایه‌گذاری اضافه می‌کنند، همانطور که سود حاصل از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی سرمایه‌گذاری مجدد می‌شود. موجودی سرمایه‌گذاری همچنین با اضافه ارزش سرمایه افزایش می‌یابد، یعنی افزایش ارزش دارایی‌هایی از قبیل زمین و ملک که متعلق به شرکت‌های سرمایه‌گذاری مستقیم است و افزایش در ارزش سهام، موجودی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

تامین مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری مستقیم از دیگر منابع (به جز تامین مالی محلی از طریق سهام) هم به میزان موجودی سرمایه‌گذاری اضافه می‌کند. در صورتی که یک شرکت سرمایه‌گذاری مستقیم از وام‌دهندگان خارجی یا داخلی پول قرض کند تا منابع

قابل ملاحظه‌ای از قبیل انتقال تکنولوژی، دانش مدیریت و دسترسی به بازارهای صادراتی برای کشورهای در حال توسعه را با خود به همراه دارد. بسیاری از کشورهای در حال توسعه به علت فاصله تکنولوژی که با کشورهای پردرآمد دارند، نیاز به جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و همچنین بهبود مهارت و توسعه بازارهای صادراتی دارند.»

لازم به ذکر است که منافع حاصل از سرمایه‌گذاری در پرتفوی سهام (ورای ارزی که فراهم می‌کند) بی‌واسطه‌تر است. توسعه بورس اوراق بهادار هم که موجب خرید و فروش آسان سهام می‌شود، فایده اصلی را می‌رساند. سازمان بورس همچنین منبعی از اطلاعات شرکت و بازار را فراهم می‌آورد و با این کار، جریان انتشار سهام را در بورس تسهیل می‌کند و به شرکت‌ها امکان می‌دهد تا سرمایه خالص گردآوری کنند و همچنین سرمایه سهام به طور سریع و آسان بین شرکت‌ها و بخش‌ها منتقل شود. با گشودن درهای بازارها به روی سرمایه‌گذاران خارجی، ابعاد بازار افزایش می‌یابد، این افزایش هم در سرمایه قابل دسترس است و هم در ثبات بازار. ■

که بدون توجه به موفقیت یا شکست سرمایه‌گذاری، جریان پرداخت‌ها به صورت منظم باید صورت گیرد. رویهمرفته، منافع سرمایه‌گذاری مستقیم بسیار فراتر از تامین مالی صرف است. سرمایه‌گذاری مستقیم شرکت‌های چندملیتی، به‌خصوص امکان انتقال تکنولوژی از کشور مادر به کشور میزبان را فراهم می‌کند، زیرا سرمایه‌گذار (که دسترسی بیشتری به فناوری دارد) تلاش می‌کند تا با استفاده از آن تکنولوژی، سودآوری سرمایه‌گذاری را حداکثر کند. شرکت‌های چندملیتی همچنین به طور کلی تماس‌های جافتاده‌تری با دنیای اقتصاد دارند و همین امر در بازارهای صادرات کشورهای در حال توسعه، مزیت سرمایه‌گذاری خارجی نسبت به سرمایه‌گذاری اتباع داخلی محسوب می‌شود. این منافع، اساس توسعه تلقی می‌شوند و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز به عنوان کلید دسترسی به توسعه و گاهی تنها وسیله رسیدن به توسعه شناخته می‌شود. بانک جهانی (در سال ۱۹۹۳) در این مورد می‌گوید: «سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، یکی از منابع بزرگ و در حال رشد سرمایه‌گذاری مالی است که منافع

بخش‌های سودآور سرمایه‌گذاری کنند، یعنی در بخش‌هایی که موجب می‌شود کارایی استفاده از سرمایه افزایش یابد. اما در مقابل، در مورد وام، چگونگی استفاده از وجوه استقراض برای وام‌دهندگان اهمیتی ندارد و تنها توانایی بازپرداخت وام‌گیرندگان مهم است.

برخی از کشورهای در حال توسعه که از درآمد بالا برخوردار می‌باشند، هم موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم‌شان در خارج در حال افزایش است و هم جریان ورودی سرمایه‌گذاریشان.

همچنین، سرمایه‌گذاری مستقیم ابزار مفیدی به نظر می‌آید که موجب می‌شود تا ریسک کشور میزبان به سرمایه‌گذار منتقل شود. از آنجایی که سودی که حواله می‌شود، از سود کل به دست می‌آید، لذا استدلال می‌شود که سرمایه‌گذاری مستقیم همیشه وجوه لازم برای تامین هزینه‌ها را برای کشور میزبان فراهم می‌کند و از این لحاظ، درست برعکس استقراض است

برگه اشتراک

تاریخ

نام و نام خانوادگی مشترک:

سن: تحصیلات: شغل:

شماره‌های درخواستی: از شماره تا شماره

نشانی پستی:

شماره تلفن تماس:

مشترک گرامی

* هزینه اشتراک مجله برای ششماه ۲۴۰۰۰ ریال و برای یک سال ۴۸۰۰۰ ریال است. لطفاً هزینه اشتراک را به حساب بانکی شماره ۲۷۸۹۰۳۰۰۱ نزد شعبه سامان بانک تجارت (کد ۳۲۴) واریز کنید و فتوکپی رسید بانکی را همراه با برگه اشتراک تکمیل شده به نشانی زیر بفرستید:

تهران / خیابان حجاب / کوچه سوم / شماره ۱۱+۲ / صندوق پستی: تهران / ۱۴۱۵۵-۵۵۴۸

