

بحران آینده؟ سرمایه گذاری مستقیم و سرمایه گذاری سهام در کشورهای در حال توسعه * (قسمت سوم)

دیوید وودوارد

ترجمه شکوه السادات سیدعلی اکبری

(فوق لیسانس اقتصاد، معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی)

ما در حال حاضر تصویر دقیقی از میزان بدهی های خارجی دولت ها داریم و دانش کافی درباره میزان بدهی های بخش خصوصی وجود دارد؛ ولی در دهه ۱۹۷۰ دانش ما در مورد بدهی های بخش خصوصی در حداقل میزان ممکن بود.

هنوز معلوم نیست که چرا انتقال سرمایه های تجاری چنین بی اهمیت به نظر می آید. عنوان «تامین مالی توسعه جهانی» تغییر نام «جدول بدهی جهانی»^(۳) در سال ۱۹۹۶ بود. این تغییر نام نشان دهنده اهمیت پیدا کردن جریان های غیر استقراری از قبیل سرمایه گذاری مستقیم و سهام بود. حتی قبل از تغییر نام، در مورد میزان بدهی های بخش خصوصی تضمین نشده از سوی دولت و میزان ورود سرمایه گذاری مستقیم خارجی (و بیشتر در سال های اخیر) در مورد میزان سرمایه گذاری سهام اطلاعات لازم وجود داشت.

به هر حال، مشکل نبود داده های اطلاعاتی به طور جدی باقی ماند. به ویژه بانک جهانی هیچ آماری در مورد میزان موجودی سرمایه گذاری مستقیم در داخل و سرمایه گذاری در سهام یا میزان خروج سود حاصل از سرمایه گذاری در سهام، ارائه نکرد. به نظر می آید که حداقل بخشی از این موضوع به نبود ارتباط میان اهمیت بالقوه این متغیرها برمی گردد. بعضی داده های اطلاعاتی برای درباره این متغیرها در جاهای دیگر قابل دسترسی هستند؛ اما قابلیت اعتماد برآوردهای حاصل از موجودی سرمایه گذاری مستقیم خارجی در داخل سوال برانگیزند و حتی ارقام برآوردی تقریبی در مورد موجودی سرمایه گذاری سهام و سودهای حاصل تنها برای معدودی از کشورهای در حال توسعه قابل دسترس هستند. در جاهایی هم که ظاهراً اطلاعات قابل اعتمادی در دسترس است اطلاعات مربوط به بدهی های بخش خصوصی که از طرف دولت ضمانت نشده اند و جریان سرمایه گذاری مستقیم خارجی با کمبودهای جدی مواجه است.

البته نه به طور کامل ولی در بخشی از این کتاب، موضوع مشکلاتی که اخیراً در زمینه اطلاعات مربوط به بدهی های تضمین نشده بخش خصوصی به وجود آمده، مورد بحث قرار می گیرد؛ نشان داده می شود که بحران مالی جنوب شرقی آسیا با کمبود جدی اطلاعاتی مرتبط بوده است. به دنبال بحران، بانک جهانی در برآورد بدهی های دو کشوری که بیشترین آسیب را از بحران دیدند، تجدید نظر کرد و نشان داد که برآورد بدهی ها در

این فصل از کتاب «بحران آینده»، به بررسی اشکالات روش شناختی موجود در برآورد حجم و میزان سرمایه خارجی و بزرگ نمایی های آن ها می پردازد.

۵- نادانی خوشبختی است

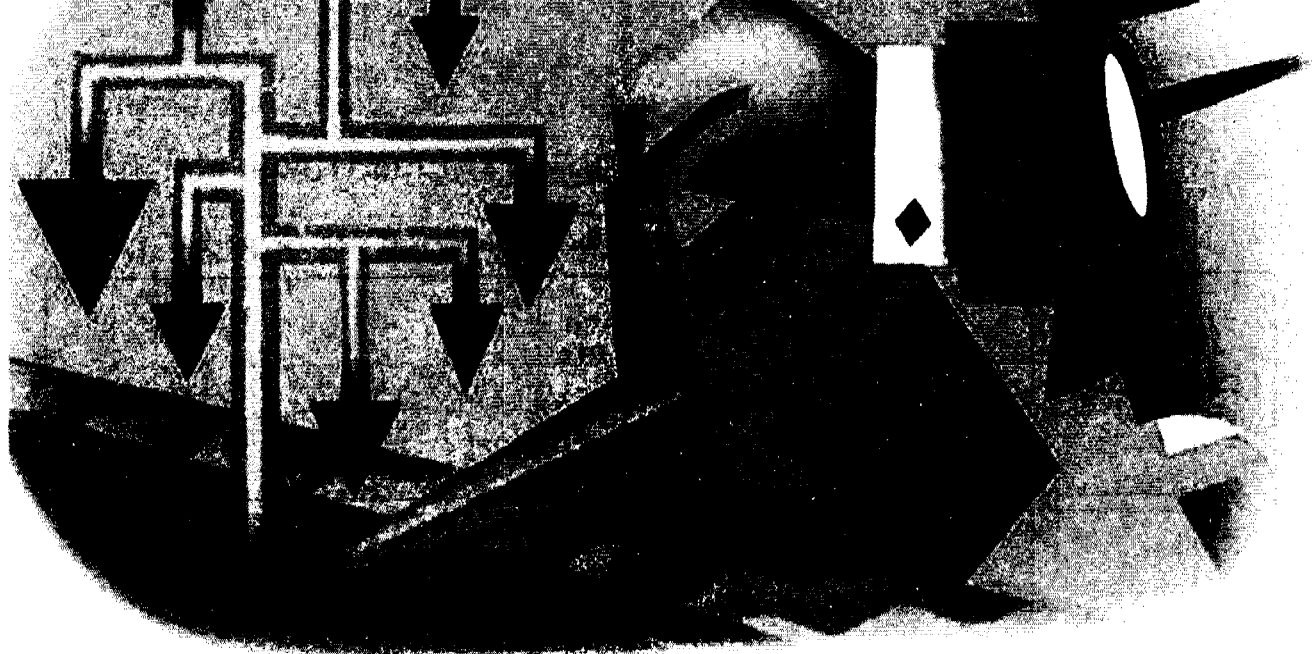
امکانات مربوط به موجودی سرمایه گذاری مستقیم و سهام اهمیت مشکلات داده های اطلاعاتی

در فصل چهارم موضوع سرمایه گذاری مستقیم و سهام در کشورهای در حال توسعه براساس اطلاعات منتشر شده بررسی شد. دیده شد که در سال های اخیر سطح متعادلی از کل سرمایه گذاری با رشد نسبتاً گسترده، در بعضی کشورها، وجود داشته است. اما این فقط بخشی از ماجراست، چرا که چنانچه در این فصل و فصل آینده بررسی خواهد شد به دلیل کمبود داده های اطلاعاتی ارزش واقعی سرمایه گذاری مستقیم خارجی و قدر مطلق افزایش سود نایژه بسیار کمتر از واقع به نظر می رسد.

این مساله بسیار مهم و حیاتی است. به ویژه چنانچه در آینده نشان داده خواهد شد، موضوع سرمایه گذاری مستقیم بیش از آنچه تصور می شود، مشکل آفرین است. این موضوع در بررسی تجربه بحران بدهی دهه ۱۹۸۰ توضیح داده می شود. در فصل دوم گفته شد که یکی از مهمترین عوامل بروز بحران، آگاهی وام دهندگان و وام گیرندگان از میزان بدهی های موجود بود. اگر چه حتی با وجود اطلاع دقیق از میزان بدهی ها باز هم بحران اتفاق می افتاد ولی به طور یقین آثار مخرب آن کمتر می شد. علاوه بر این، آگاهی قابل احتراز بود. در اوائل دهه ۱۹۸۰ اطلاعات

مربوط به میزان بدهی های دولتی به طور قابل ملاحظه ای بهبود پیدا کرد. از سوی «شبکه گزارش دهی وام دهندگان بانک جهانی»^(۱) تلاش های زیادی صورت گرفت و به طور قانونی گزارش های معتبری از سوی «تامین مالی توسعه جهانی بانک جهانی»^(۲) در هر سال منتشر شد. در مورد اینکه چرا در دهه ۱۹۷۰ این اتفاق نیفتاده است، دلیل آشکاری وجود ندارد. قضاوت در این مورد مشکل است؛ ولی شاید بتوان گفت که آسودگی خاطر منحصر به فردی در مورد ریسک های بالقوه موجود در میان وام گیرندگان و بدهکاران وجود داشت.

به عبارت دیگر، خطری وجود دارد که تاریخ در روند خود تکرار می شود.



دهه ۱۹۷۰ و همینطور در دهه ۱۹۸۰، پایین تر از میزان واقعی بوده است. (بانک جهانی، ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰)

● برآورد بلندمدت بدهی‌های تضمین نشده بخش خصوصی اندونزی در پایان سال ۱۹۹۵ از ۲۰/۱ میلیارد دلار به ۳۳/۱ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۸ و بدهی‌های کوتاه مدت بخش دولتی و خصوصی از ۲۲/۳ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۵ به ۲۶ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۸ افزایش یافت. سایر منابع غیر رسمی کل میزان بدهی‌های خارجی اندونزی را ۷۴ میلیارد دلار گزارش کردند. (۴)

مشکلات عمومی: تعریف‌ها، اطلاعات و گزارش‌های جمع‌آوری شده

در بیشتر کشورهای در حال توسعه، برآورد سرمایه‌گذاری مستقیم و سودهای حاصل از آن براساس داده‌های اطلاعات خلاصه شده صورت می‌گیرد. به علاوه در این مسیر تغییر مداومی وجود دارد چرا که در رژیم‌های سرمایه‌گذاری مستقیم و محدودیت‌های ارزی آزادسازی صورت گرفته است؛ معنی آن، این است که داده‌های اطلاعاتی به شدت به کیفیت بررسی و چگونگی درک گزارش‌ها و دقت مربوط به اطلاعات داده شده توسط شرکت‌ها، وابسته هستند.

تجربه بعضی از کشورها در این مورد زیاد امیدوار کننده نیست.

● در گامبیا، هیچ نوع اطلاعاتی راجع به سرمایه‌گذاری مستقیم در دسترس نیست زیرا داده‌های اطلاعاتی مربوط به بررسی شرکت‌ها وجود ندارد (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۹۷).

● در ساموآ «پاسخ اولیه به پرسشنامه (به نیت ارائه اطلاعات قانونی در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم و سهام از سال ۱۹۹۷) اغلب ناچیز و ناقص است (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۹۷).

● در جمهوری چک تعداد محدودی پاسخ دهنده در مورد اطلاعات مربوط به شرکت‌ها وجود دارد (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۹۷) به طوری که اجباراً داده‌های اطلاعاتی توسط برآوردها تکمیل شده‌اند.

● در نامیبیا، پرداخت‌های سهام براساس اطلاعات مالیاتی اندازه‌گیری شده‌اند که با داده‌های اطلاعاتی خلاصه شده مورد مقایسه قرار گرفته و می‌گیرند (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۹۷). از آنجایی که اطلاعات مالیاتی احتمالاً غیر واقعی هستند (به دلیل اینکه معمولاً همه از پرداخت مالیات طفره می‌روند) داده‌های اطلاعاتی خلاصه شده تا حد قابل توجهی ارقام سودارسالی را کم گزارش می‌کنند.

● برآورد بدهی‌های کوتاه مدت تضمین نشده بخش خصوصی و دولتی کشور تایلند از ۱۸/۳ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۵ به ۴۱/۱ میلیارد دلار در سال ۱۹۸۸، یعنی بیش از دو برابر، رسیده است، در حالی که برآورد بدهی‌های تضمین نشده بخش خصوصی در بلندمدت از ۲۱/۲ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۵ به ۲۵/۱ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۸ افزایش یافته و نسبت بدهی‌ها به صادرات آن کشور طی همان دوره از ۷۶/۶ درصد به ۱۱۲/۲ درصد افزایش یافته است. گزارش‌های قابل اعتمادی وجود دارد که نشان می‌دهند تایلند در اوایل سال ۱۹۹۸ موفق شد بیش از ۶۰ میلیارد دلار از بازپرداخت بدهی‌های کوتاه مدت بخش خصوصی را به تعویق بیندازد، یعنی حتی برآوردهای تجدید نظر شده نیز از میزان واقعی کمتر بوده‌اند. (۵)

● برآورد رسمی بدهی‌های کوتاه مدت (بخش دولتی و خصوصی) کشور کره از ۶۵ میلیارد دلار به ۱۰۰ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۷ افزایش یافته بود. (۶) ولی طبق گزارش بانک جهانی میزان بدهی کره در سال ۱۹۹۴ رقم ۱۳/۹ میلیارد دلار بود (بانک جهانی ۱۹۹۶).

در ارقام برآورد شده مغایرت‌های قابل ملاحظه‌ای وجود دارد و عدم آگاهی از ارقام صحیح ممکن است به بحران کمک کند هر چند علت آن نمی‌تواند باشد. این اطلاعات ظاهراً از طریق یک شبکه گزارشگر قابل اعتماد جمع‌آوری شده بود و هیچ اختلال جدی و آشکاری در آن نبود. اگر آن‌ها این چنین غلط از آب درآمده‌اند، مغایرت‌های موجود در اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری مستقیم و سهام باید بزرگتر باشند زیرا هیچگونه

جدول (۱-۵). برآورد موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از سوی

«کنفرانس توسعه و تجارت سازمان ملل» (UNCTAD) و «صندوق بین‌المللی پول» (IMF)

اختلاف (درصد برآورد بالاتر)	موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی		سال	کشورها
	UNCTAD	IMF		
				کشورهای در حال توسعه اروپایی و شوروی سابق
۰	۶۷۶۳	۶۷۶۳	۱۹۹۷	جمهوری چک
۰	۱۱۴۸	۱۱۴۸	۱۹۹۷	استونی
۰/۱	۱۵۸۸۲	۱۵۸۶۹	۱۹۹۷	مجارستان
۳۰	۹۰۱	۱۲۷۲	۱۹۹۷	لیبی
۰	۱۰۴۱	۱۰۴۱	۱۹۹۷	لتونی
۰	۱۱۴۶۳	۱۱۴۶۳	۱۹۹۶	لهستان
۲۸/۳	۱۲۸۳	۱۸۰۴	۱۹۹۷	جمهوری اسلواک
۱۰/۸	۲۳۴۹	۲۱۲۰	۱۹۹۷	اسلوانی
				سایر کشورهای در حال توسعه
۲۰/۱	۸۴۹	۶۷۸	۱۹۹۶	کامبوج
۱۶	۹۳۰۵	۱۱۰۷۹	۱۹۹۶	کلمبیا
۳۴/۲	۱۱۷۲۷	۷۷۱۵	۱۹۹۳	کره
۰	۱۴۹۲	۱۴۹۲	۱۹۹۶	نامیبیا
۰	۱۲۵۳۶	۱۲۵۳۶	۱۹۹۶	آفریقای جنوبی
۵/۶	۴۰۷	۴۳۱	۱۹۹۶	سوآزیلند
۲/۹	۶۹۷۵	۶۷۷۲	۱۹۹۵	ونزوئلا

جدول (۵-۲) - مقایسه برآورد موجودی سرمایه گذاری مستقیم با جریان انباشت

از سوی صندوق بین‌المللی پول

کشورها	سال	تغییر موجودی	جریان انباشت	اختلاف	درصد سود یا زیان
جمهوری چک	۱۹۹۴-۷	+۴۱۶۰	۶۱۶۷	-۲۰۰۷	-۸/۱
استونی	۱۹۹۷	+۳۲۳	۲۶۶	+۷۱	+۶
لتونی	۱۹۹۶-۷	+۶۵۷	۹۸۲	-۳۲۵	-۱۲/۴
لیتوانی	۱۹۹۵-۷	+۷۷۸	۵۸۰	+۱۹۸	+۱۳/۱
لهستان	۱۹۹۷	+۳۱۲۴	۴۹۰۸	-۱۷۸۴	-۱۲/۷
رومانی	۱۹۹۲-۷	+۲۲۶۰	۲۴۰۹	-۱۴۹	-۳/۵
جمهوری اسلواک	۱۹۹۶-۷	+۱۰۰۳	۶۲۹	+۳۷۹	+۱۰/۴
اسلوانی	۱۹۹۵-۷	+۷۸۹	۶۸۲	+۱۰۷	+۲/۱
بوتسوانا	۱۹۹۵-۶	-۷۴	۱۶۰	-۲۳۴	-۳۴/۵
گامبیا	۱۹۹۶-۷	+۴۲۷	۴۹۷	-۷۰	-۴/۶
کلمبیا	۱۹۹۱-۷	+۱۱۴۸۳	۱۵۲۸۲	-۳۷۹۸	-۶/۷
کره	۱۹۹۱-۴	+۲۸۸۴	۳۳۰۷	-۴۲۳	-۱/۶
مالزی	۱۹۹۱-۴	+۱۲۵۹۸	۱۸۵۲۹	-۵۹۳۱	-۸/۴
نامیبیا	۱۹۹۱-۶	-۵۵۵	۶۶۲	-۱۲۱۷	-۱۱/۱
آفریقای جنوبی	۱۹۹۱-۶	+۳۳۴۰	۲۲۴۶	+۱۰۹۴	+۱/۸
سوازیلند	۱۹۹۱-۷	+۷۰	۳۳۶	-۲۶۶	-۹
ونزوئلا	۱۹۹۱-۶	+۴۶۳۰	۴۷۱۵	-۸۵	-۰/۴

صورت جنسی هستند. در نیال، به طور مثال، جایی که برآورد سرمایه‌گذاری مستقیم براساس اطلاعات جمع‌آوری شده از سوی بانک‌ها و دیگر شرکت‌ها صورت می‌گیرد، «اطلاعات... در دام جزئیات نمی‌افتد.» (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۹۷).

مواردی وجود دارد که وسعت مغایرت‌ها در نتیجه‌گیری می‌تواند

گزارش‌های بانکی و اظهار نامه‌های مالیاتی از منابع دیگر اطلاعاتی هستند که به طور گسترده‌ای مورد استفاده قرار می‌گیرند. در هر حال، معنی آن این است که آن نوع انتقالات سرمایه‌گذاری مستقیم که از طریق شبکه بانکی صورت نمی‌گیرد، وارد این اطلاعات نمی‌شوند. از این میان، استثنائاتی مانند سرمایه‌گذاری و سود ارسالی وجود دارد که به جای نقدی بودن به

جدول (۳-۵). برآوردهای موجودی سرمایه گذاری مستقیم

از طریق جریان انباشت و تامین مالی غیر سهام

۶	۵	۴	۳	۲	۱	۰	شرح
							۱- مفروضات
۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	ارزش سرمایه گذاری
۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۰	(A=) سود ناخالص
۰	۰	۰	۰	۰	۰	۵۰	(B=) جریان سهام
۰	۰	۰	۰	۰	۰	۵۰	(C=) وام‌دهی
۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۰	(D=) بازپرداخت‌ها
۰	۱	۲	۳	۴	۵	۰	(E=) بهره
۲۰	۹	۸	۷	۶	۵	۰	(A-D-E=) خالص سود
							۲- وام بین شرکتی
۰	-۱۰	-۱۰	-۱۰	-۱۰	-۱۰	۱۰۰	(B+C-D=) جریان FDI
۵۰	۵۰	۶۰	۷۰	۸۰	۹۰	۱۰۰	(جریان انباشت) برآورد موجودی FDI
۲۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۰	(A-D=) درآمد FDI
۴۰	۱۷	۱۴	۱۲/۵	۱۱	۱۰	۰	نرخ بازدهی (%)
							۳- وام بین شرکتی
							(بازپرداخت وام به عنوان درآمد FDI)
۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۰۰	(B+C) جریان FDI
۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	(جریان انباشت) برآورد موجودی FDI
۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۰	(A=) درآمد FDI
۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۲۰	۰	نرخ بازدهی (%)
							۴- سایر وام‌ها
۰	۰	۰	۰	۰	۰	۵۰	(B=) جریان FDI
۵۰	۵۰	۵۰	۵۰	۵۰	۵۰	۵۰	(جریان انباشت) برآورد موجودی FDI
۲۰	۹	۸	۷	۶	۵	۰	(A-D-E=) درآمد FDI
۴۰	۱۸	۱۶	۱۴	۱۲	۱۰	۰	نرخ بازدهی (%)

اساسی باشد: وقتی موريس (۷) منابع اطلاعاتی خود را تغییر داد و به جای گزارش‌های کنترل ارز به گزارش‌های بانک‌های تجاری تکیه کرد برآورد درآمد سرمایه گذاری مستقیم حدود ۴۰ درصد تنزل پیدا کرد و از رقم ۲۱/۵ میلیون دلار در سال‌های ۱۹۹۰-۳ به ۱۲/۵ میلیون دلار در سال‌های ۱۹۹۵-۶ کاهش پیدا کرد.

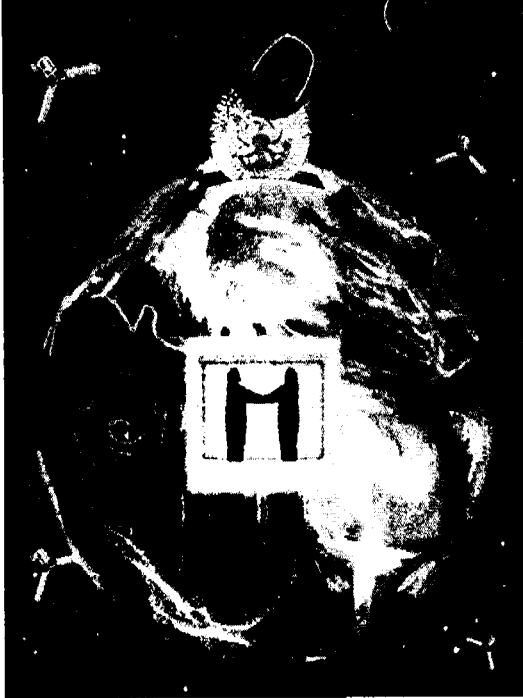
در بعضی موارد، گزارش جمع‌آوری اطلاعات از نوع طبقه‌بندی شرکت‌های با سرمایه‌گذاری مستقیم مستثی می‌شوند.

● در السالوادور، گزارش به شرکت‌هایی محدود می‌شود که سرمایه‌های آن‌ها از طریق وزارت اقتصاد ثبت می‌شود (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۹۷).

● در جمهوری دومینکن، شرکت‌های «منطقه آزاد» تا سال ۱۹۹۴ استثنای شده بودند (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۹۷).

● در غنا، گزارش به شرکت‌های معدنی محدود می‌شوند که بخشی از آن‌ها متعلق به دولت است، شناسایی سرمایه‌گذاری مستقیم در سایر شرکت‌ها دشوار است و معمولاً تحت عنوان «سایر خدمات تجاری» نامگذاری می‌شوند (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۹۷).

● در السالوادور، گزارش به شرکت‌هایی محدود می‌شود که



● در عمان، ارقام سود فقط بخش‌های نفت، بانک‌های، تجاری و سرمایه‌گذاری انجام شده توسط شرکت‌های خارجی ساختمانی را می‌پوشاند (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۹۷).

داشته باشند. در چنین مواردی، میزان اختلاف احتمالاً محدود می‌شود. این در مورد کشور سنگال اتفاق افتاد. به طور مثال، این کشور فقط هفت درصد سرمایه‌گذاری مستقیم خود را در سال‌های ۵-۱۹۹۰ به سید سرمایه‌گذاری در سهام اختصاص داد؛ در کشور توگو این نسبت در سال‌های ۱-۱۹۹۰، ۳۰ درصد بود. این نشان می‌دهد که امکان اختلاف خیلی زیاد وجود دارد (در موارد دیگر اطلاعات در دسترس نبود).

● در سوریه، ارقام سود فقط به بخش نفت محدود می‌شوند (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۹۷).

منابع آماری اصلی

صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی اصلی‌ترین منابع اطلاعاتی راجع به سرمایه‌گذاری مستقیم هستند چرا که این دو حوزه تشویق توسعه و ثبات مالی بین‌المللی را برعهده دارند. در عمل، تلاش آن‌ها برای کنترل موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه به حداقل خود می‌رسد. چنانچه که پیشتر ذکر شد در حالی که مرکز تامین مالی توسعه بین‌المللی در بانک جهانی به طور معمول آمار نهایی مربوط به بدهی‌های خارجی کشورهای در حال توسعه و میزان سرمایه‌گذاری مستقیم و سهام را منتشر می‌کند، هیچ رقمی راجع به میزان موجودی چنین سرمایه‌گذاری‌هایی ارائه نمی‌کند.

کتاب آماری سالیانه تراز پرداخت‌های خارجی صندوق بین‌المللی پول بعضی از اطلاعات راجع به موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم و سهام را ارائه می‌دهد. ولی کشورهای در حال توسعه را به طور محدود پوشش می‌دهد. صندوق بین‌المللی پول در سال ۱۹۹۸، آماری در این مورد انتشار داد که فقط شامل ده کشور اروپای شرقی و اتحاد شوروی سابق (جمهوری چک، استونی، مجارستان لتونی، لیتوانی، لهستان، رومانی، روسیه، جمهوری اسلواک و اسلوانی) چهار کشور اتحادیه گمرگی آفریقایی جنوبی (بوستوانی، نامیبیا، آفریقایی جنوبی و سوازیلند) و فقط شش کشور در حال توسعه دیگر (کامبوج، شیلی، کلمبیا، کره، مالزی، و ونزوئلا) بود. در میان گروه اخیر داده‌های اطلاعاتی در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم فقط برای کشور کامبوج و داده‌های اطلاعاتی در مورد سید سرمایه‌گذاری در سهام برای کشورهای کره و شیلی وجود دارد.

تصویر حاصل برای کشورهای اروپای شرقی و شوروی سابق منطبقاً کامل است. داده‌های اطلاعاتی برای ۱۰ کشور این منطقه از سال ۱۹۹۷ موجود است و این گروه از کشورها حدود ۹۰ درصد از کل موجودی

از آنجایی که گزارش‌ها تنها بخش‌های خاصی را تحت پوشش قرار می‌دهند احتمالاً اهمیت بیشتر را به سرمایه‌گذاری مستقیم می‌دهند چرا که آثار آن به طور نسبی محدودتر است. در جمهوری دومینیک احتمالاً به طور اساسی اثر بزرگتری دارند در حالی که وسعت مغایرت‌ها در السالوادور مبهم است.

وست مالکیت خارجی به عنوان یک معیار تمایز میان سرمایه‌گذاری مستقیم از سرمایه‌گذاری در سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد و نیز اغلب متفاوت از پیشنهاد ۱۰ درصد دستورالعمل و تقریباً همیشه دارای آستانه بالاتری است. بنابراین همیشه سود و جریان سرمایه‌گذاری مستقیم را کوچک‌تر از مقدار واقعی نشان می‌دهد به طوری که میزان آستانه در کشورهای استونی و کره ۲۰ درصد، در غنا ۲۵ درصد در میانمار ۳۵ درصد، در مالزی، مالی، سنگال و سیرالئون ۵۰ درصد است.

در اصل، این تقریباً به معنی آن است که سرمایه‌گذاری مستقیم به عنوان سید سرمایه‌گذاری در سهام دسته‌بندی خواهد شد و اهمیت اولیه آن بستگی به درجه کنترل خارجی ظرفیت تولیدی در داخل دارد (به عنوان نقطه مخالف مالکیت خارجی یا جریان ارز خارجی). در هر حال، برای بیشتر کشورهایی که میزان آستانه بالای ۱۰ درصد دارند، حداقل در منابع صندوق بین‌المللی پول هیچگونه اطلاعات قابل دسترسی برای سید سرمایه‌گذاری در سهام، به استثنای کشورهای، استونی، کره، سنگال و توگو، وجود ندارد.

معیار تفاوت در نتیجه‌گیری، به وسعت چشمگیر سرمایه‌گذاری مستقیم مربوط می‌شود که مستلزم آن است که میزان سهام میان ۱۰ درصد و میزان آستانه مورد استفاده باشد. اگر شرایط اقتصادی به طور بالقوه ناپایدار باشد (وضعیتی که در بسیاری از کشورهای کم درآمد و کشورهای شاخ آفریقا) و هیچ نوع محدودیتی بر مالکیت خارجی وجود نداشته باشد، سرمایه‌داران ترجیح می‌دهند حداکثر مقدار سهام یا حتی مالکیت کامل را

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داخل منطقه را می‌پوشانند؛ این حاصل اطلاعات انکتاد در سال ۱۹۹۸ است. رقمی که صندوق بین‌المللی پول برای روسیه ارائه داده است کاملاً نادرست است چرا که این آمار تنها شبکه بانکی را در نظر گرفته است؛ با وجود این رقم ۷۰ درصد را ارائه داده است. برای کشورهای در حال توسعه غیر اروپایی، تصویر به طور قابل ملاحظه‌ای غلط است. براساس آمار صندوق بین‌المللی پول، هشت کشور فقط نه درصد کل موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داخل منطقه را تشکیل می‌دهند. ارقام مربوط به سال ۱۹۹۷، برای فقط سه کشور (کامبوج، کمبیا و سوازیلند) موجود است، که نشان می‌دهد فقط ۱/۳ درصد از موجودی را دارند؛ آمار برای سال ۱۹۹۸ در مورد سه کشور دیگر (بوتسوانا، نامیبیا و آفریقای جنوبی) رقم ۱/۸ درصد را نشان می‌دهد.

شک و تردیدها درباره کیفیت داده‌های اطلاعاتی با مقایسه برآوردهای دو منبع آماری بالا گرفت. چرا که بیشتر صندوق بین‌المللی پول داده‌های اطلاعاتی منبع آماری اصلی برای انکتاد است. همانطور که در جدول (۵.۱) نشان داده می‌شود، میان آمارهای ارائه شده از سوی صندوق و انکتاد در شش کشور از ۱۵ کشور تفاوت وجود ندارد و در یک مورد فقط ۰/۱ درصد، در دو مورد اختلاف بین سه تا شش درصد است.

ولی، اختلاف در مورد هفت کشور دیگر به طور اساسی بالاست، اختلاف برآوردها بین ۱۰ تا ۳۴ درصد است. هیچ نوع گرایش خاصی که ارقام صندوق یا انکتاد را به سمت خود بکشاند، وجود ندارد و در نگاه اول هر دو منبع ضرورتاً درست به نظر می‌رسند. با وجود این، تناقض‌ها، درست بودن برآوردهای در هر دو منبع را زیر سوال می‌برد.

حتی در جایی که براساس ارزیابی‌های خارجی سرمایه‌داران، اطلاعات قابل دسترس باشد، اغلب برآوردها کمتر از میزان واقعی هستند. ارزیابی‌های خارجی در بسیاری از کشورها براساس قیمت تمام شده (ارزیابی‌های زمانی که خریداری یا ساخته می‌شود) محاسبه می‌شود. در نتیجه هر نوع اضافه ارزش سرمایه (زمین یا مالک) که بعد از سرمایه‌گذاری اولیه بدست می‌آیند از موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی باید استثنا شوند (استهلاک مورد انتظار دارایی‌هایی از قبیل ساختمان و تجهیزات در این هزینه منظور می‌شود بنابراین نمی‌تواند زیان سرمایه‌جبرانی را بالا ببرد).

وقتی که طی یک مقایسه، تغییرات در ارقام موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منتشر شده توسط صندوق در طول زمان بیشتر شد، شک و تردیدها نیز بیشتر شد؛ در اصل، همانطور که در ادامه بحث خواهد شد افزایش در موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی باید به طور معمول بزرگتر از کل جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در طول همان دوره باشد، چرا که اضافه ارزش سرمایه حذف می‌شود. حتی اگر موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی براساس قیمت تمام شده اندازه‌گیری شده باشد هر دو باید تقریباً برابر شوند.

به هر حال، همان طوری که در جدول (۵.۲) نشان داده می‌شود، این به معنی آن نیست که همواره اطلاعات صندوق مشکل دارد. تنها پنج مورد (یکی در اروپا و بقیه در شوروی سابق) دارای الگوی مورد انتظار در اضافه ارزش اشاره شده است. میزان اضافه ارزش سرمایه در دو مورد از این کشورها خیلی بالاست (جمهوری اسلواک با ۱۰/۴ درصد در سال و لیتوانی ۱۳/۱ درصد) که چنین موضوعی البته غیر ممکن نیست. چرا که

اطلاعات در طول زمانی کوتاهی جمع‌آوری شده‌اند (سه سال برای هر مورد) و در طول یک دوره زمانی طولانی‌تر معمولاً کشورها دستخوش تحولات اقتصادی می‌شوند.

مورد استثنای دیگری وجود دارد و آن کشور ونزوئلا است که با زیان سرمایه ۰/۴ درصد در سال مواجه بوده است.

در بیشتر کشورها، اطلاعات، زیان سرمایه نسبتاً بالایی را نشان می‌دهد. کشور کره ۱/۶ درصد زیان سرمایه و کشورهای لتونی و لهستان حدود ۱۲/۵ درصد و کشور بوتسوانا. بالاترین میزان زیان سرمایه یعنی ۳۴/۵ درصد را داشته‌اند.

در عین حال، اگر زیان سرمایه را سرمایه‌داران خارجی در کشوری خاص و در دوره زمانی معین، متحمل شوند، گسترش زیان‌های به وجود آمده مبتنی بر اطلاعات صندوق به نظر غیر قابل پذیرش می‌آید. زیان‌های سرمایه در بیشتر از ۳ کشورها برای ارقام ارائه شده، ایجاد شده است (و اگر دوره زمانی در نظر گرفته شده برای هر کشور طولانی‌تر باشد، این نسبت ۳ خواهد بود) به استثنای اروپا و شوروی سابق هشت کشور از نه کشور زیان سرمایه داشته‌اند، وقتی نمونه‌گیری با زمان طولانی‌تری گرفته شود این نسبت ۸۶ درصد می‌شود. میزان میانگین وزنی زیان سرمایه حدود هفت درصد در سال برای این گروه، و در نهایت ۷- درصد برای اروپا و شوروی سابق بود.

مغایرت‌های مشابهی میان ارقام موجودی و جریان سرمایه‌گذاری سهام وجود دارد.

در نظر بگیرید موردی که بالاترین ارزش را داراست. میزان جریان انباشت سرمایه‌گذاری در سهام اسلواک در سال‌های ۱۹۹۳، ۵۶۰ میلیون دلار بود در حالی که موجودی سرمایه‌گذاری در سهام در پایان سال ۱۹۹۵ فقط ۴۳ میلیون دلار بود. برعکس در حالی که در مورد کشور مالزی هیچ گونه ورود سرمایه‌ای در پایان سال ۱۹۹۲ گزارش نشده، میزان موجودی ارزیابی شده حدود ۳/۲ میلیارد دلار بوده است (اگر چه این وجود یک خطای طبقه‌بندی را به جای خطای اندازه‌گیری موجودی آشکار می‌کند، به طوری که طبق آمارهای «تامین مالی توسعه جهانی»^(۸) در مالزی طی سال‌های منتهی به ۱۹۹۲ جریان مثبتی از ورود سرمایه وجود داشته است).

اطلاعات سری‌های زمانی «آمار مالی بین‌المللی»^(۹) به طور ماهانه از اول آوریل ۱۹۹۷ از سوی صندوق بین‌المللی پول منتشر شده است. به هر حال این آمار، همه کشورها را پوشش نداده و اطلاعات آن در مورد بعضی از کشورها در «سالنامه آماری تراز پرداخت‌های خارجی»^(۱۰) موجود است؛ البته، هنوز آمارها سالیانه است و برای هر ماه موجود نیست، و نیز اطلاعات بعضی از کشورها قدیمی و منسوخ شده است.

به طور خلاصه، اطلاعات مربوط به موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم و سهام که صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی منتشر می‌کنند به طور چشمگیری محدود است و چنین اطلاعاتی اغلب قدیمی و غیر مفید هستند و کیفیت سوال برانگیزی دارند و سازگاری لازم را با اطلاعات مربوط به جریان سرمایه‌گذاری ندارند. به نظر نمی‌آید که هیچ گونه تلاشی برای بهبود اطلاعات مقایسه‌ای از سوی «شبکه گزارشگر وام گیرندگان بانک جهانی»^(۱۱) صورت گرفته باشد. درست برعکس، آزادسازی سرمایه‌گذاری مستقیم و سهام کشورها که بانک جهانی و

صندوق در سال‌های اخیر آن را تشویق کرده‌اند در واقع اطلاعات قابل دسترس و امکان جمع‌آوری آن را کاهش داده است.

آزادسازی اخیر در آرژانتین در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی هنوز شرایط لازم را برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی فراهم نکرده است به طوری که آمارهای رسمی در مورد توزیع بخشی جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در سال‌های اخیر وجود ندارد. این مساله مشکلاتی را در انجام آمارگیری و تجزیه و تحلیل‌های اقتصادی به وجود آورده و موضوع توسعه را تحت تاثیر قرار داده است (آگوستین، ۱۹۹۵).

کتاب‌های آماری اصلی در مورد اطلاعات مربوط به موجودی سید سرمایه‌گذاری در سهام در دسترس نیست.

به هر حال، در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌توان به گزارش سالیانه سرمایه‌گذاری جهانی آنکتاد (۱۳) مراجعه کرد که آمار آن برای بعضی از کشورها وجود دارد. متأسفانه با اینکه آنکتاد بعد از رهایی از نظام برتن ووذر تلاش زیادی کرد تا این شکاف را پر کند و به این دلیل مورد تحسین واقع شد ولی نه منابع لازم و نه اختیار کافی برای جمع‌آوری اطلاعات مورد نظر را داشت؛ به همین دلیل به اطلاعات مقدماتی صندوق بین‌المللی پول وابسته است. در نتیجه بیشتر آمار و ارقام تهیه شده به طور اجتناب‌ناپذیری به جای اینکه اندازه‌گیری شوند، تخمین زده می‌شوند که به طور گسترده‌ای مبتنی بر اطلاعات جریان سرمایه‌گذاری است؛ این تخمین‌ها باید با تعدادی از تبصره‌ها و تذکرات تفسیر شود.

جریان انباشت به عنوان برآوردهایی از موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

در گزارش «سرمایه‌گذاری جهانی» چاپ سال ۱۹۹۷، (۱۴) موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی براساس اطلاعات پایه سال ۱۹۹۵ (ارزش دفتری یا هزینه تمام شده) برای فقط ۱۰ کشور در حال توسعه ارزیابی شد: آرژانتین، بولیوی، برزیل، شیلی، السالوادور، استونی، کره، پرو، لهستان و ونزوئلا. برای سه کشور در حال توسعه دیگر شامل پاکستان، سنگاپور و آفریقای جنوبی، با اضافه کردن جریان سرمایه‌گذاری در سال ۱۹۹۵ به موجودی سرمایه‌گذاری در پایان سال ۱۹۹۴، تقریبی از موجودی سرمایه‌گذاری در سال ۱۹۹۶ به دست آورده شد.

در مورد هفده کشور، خالص جریان ورود سرمایه به رقم موجودی سرمایه در سال‌های ۱۹۸۸ و ۱۹۸۹ و ۱۹۹۰ اضافه و براساس آن موجودی این نوع سرمایه تخمین زده شد که ارقام به دست آمده خیلی قابل اعتماد نیستند. در مورد ۱۲۳ کشور باقیمانده، ارقام موجودی سال ۱۹۹۵، هر کدام براساس اطلاعاتی که در زمینه جریان انباشت موجودی سرمایه‌گذاری وجود داشت تخمین زده شد. برای ۴۹ کشور اطلاعات سال ۱۹۷۰ برای ۳۱ کشور

اطلاعات دهه ۱۹۷۰، برای ۱۸ کشور اطلاعات ۱۹۸۰ و برای ۲۵ کشور اطلاعات دهه ۱۹۹۰ که بیشتر آن‌ها کشورهای اروپایی شرقی و اتحاد شوروی سابق بودند، در نظر گرفته شد.

وقتی برآوردها براساس جریان انباشت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی باشد، هر چند که برای بررسی ارزش موجودی سرمایه‌گذاری نقطه شروع است، ولی به عنوان تقریب خوب نمی‌تواند مورد توجه قرار گیرد، حتی اگر ارقام جریان سرمایه درست و کامل باشد (در فصل آینده این موضوع که اغلب موارد این ارقام درست نیستند، مورد بحث قرار می‌گیرد)، برآورد موجودی سرمایه‌گذاری از مقدار واقعی آن کمتر خواهد بود.

برآوردهایی که فقط براساس اطلاعات مربوط به جریان انباشت بدست می‌آیند (بدون ارزیابی گذشته) اغلب مشکل آفرین هستند زیرا که آمار سرمایه‌گذاری را تا قبل از دوره موردنظر به حساب نمی‌آورند، حتی وقتی دوره از سال ۱۹۷۰ شروع شده باشد (اولین نقطه) اختلاف نتیجه ممکن است بسیار قابل توجه باشد.

در نگاه اول، وجود رابطه میان ارزش جاری موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با ارزش سرمایه‌گذاری قبل از سال ۱۹۷۰ بسیار بعید به نظر می‌رسد، چرا که نوع ابزاری که سرمایه‌گذار خارجی قبل از تاریخ موردنظر به کار می‌برده، ممکن است در حال حاضر منسوخ شده باشد. به هر حال، به سه دلیل نتایج بدست آمده به طور جدی گمراه کننده خواهد بود:

● هر نوع دارایی یا ملکی که توسط سرمایه‌گذاران خارجی در سال ۱۹۷۰ خریداری شده باشد ممکن است هنوز دارای ارزش قابل ملاحظه‌ای باشد (و در بیشتر موارد بزرگتر).

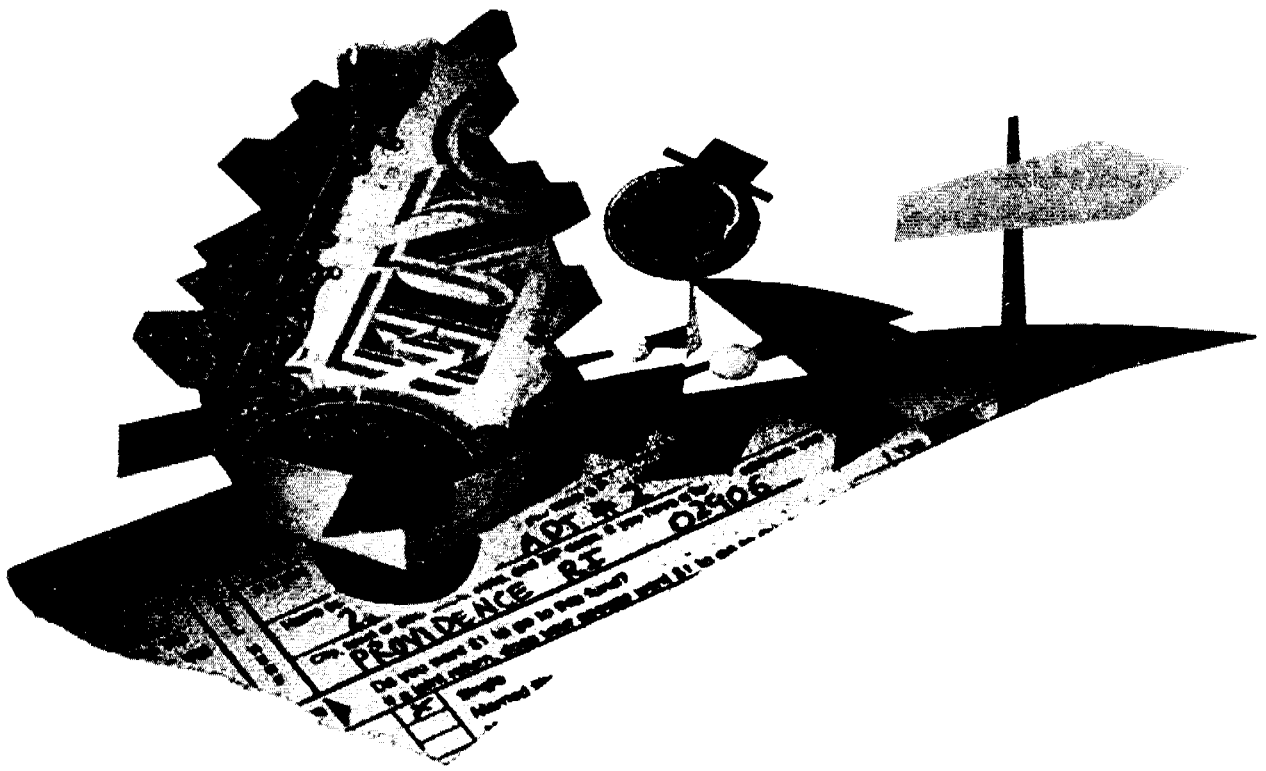
● امتیاز بهره برداری از معدن ممکن است در دوره زمانی مشخصی واگذار شده باشد.

● در مورد نوع ابزار سرمایه (از جمله امتیاز بهره برداری از معدن) استهلاک از سودهای ثبت شده کم می‌شود. این به معنای آن است که شرکت می‌تواند با خرید ابزار جدید سرمایه‌گذاری مجدد کند بدون آنکه به عنوان یک ورود سرمایه جدید منظور شود.

به همین دلایل، جریان‌های انباشت از سال ۱۹۷۰ به بعد، رقم موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را حداقل به اندازه میزان موجودی سرمایه‌گذاری در همان تاریخ، کمتر نشان داده‌اند. این احتمالاً در مورد مستعمره‌های قبلی (از قبیل کشورهای شاخ آفریقا) که تا قبل از استقلال ظرفیت‌های تولیدی آن‌ها را صاحبان خارجی اداره می‌کردند، بسیار اهمیت پیدا می‌کند.

حتی در جاهایی که از روی ارزیابی صحیح دارایی‌های قبلی، برآورد صورت می‌گیرد حذف اضافه ارزش سرمایه قبلی به معنای آن خواهد بود که ارزش واقعی





در صورتی که سرمایه‌گذاری به طور نامناسبی در اوج قیمت‌های بازار اتفاق می‌افتاد که در نتیجه آن بر آورده‌های جریان انباشت، میزان موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را بیش از اندازه بزرگ نشان می‌داد.

عوامل دیگری نیز ممکن است در طول زمان ارزش سرمایه‌گذاری را افزایش دهد بدون آنکه شامل جریان‌های سرمایه یا حتی ارزش گذاری دارایی‌ها باشد. این به طور اخص در مورد «سرقفلی» به کار می‌رود که یک مفهوم کلی و مبهم است؛ این مفهوم مورد استفاده حسابداران قرار می‌گیرد تا به عنوان دارایی ناملموس بنگاه آن را گزارش کنند و بستگی به رابطه خویشاوندی میان خریداران و عرضه کنندگان، ارتباطات محلی و نفوذ سیاسی دارد. این بخش مهمی از ارزش یک شرکت به عنوان عامل پیشرفت در کسب و کار است، هر چند که در ارزش گذاری سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و اهداف تراز پرداخت‌ها تأثیر نمی‌گذارد. این عامل اختلاف، در طول زمان، میان ارزش واقعی موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم و ارزش برآورده شده آن به عنوان افزایش ارزش سرقفلی خواهد بود.

عامل اختلاف دیگر از طریق طبقه‌بندی مجدد سرمایه‌گذاری‌ها میان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری در سهام افزایش می‌یابد. همانطور که بیشتر ذکر شد خریدی که بالای ۱۰ درصد سهام در یک شرکت باشد به عنوان سرمایه‌گذاری در سهام و خرید بزرگتر به عنوان سرمایه‌گذاری مستقیم تلقی می‌شود. به هر حال اگر سرمایه‌گذاری پنج درصد از سهام امسال و ۱۰ درصد سهام سال بعد را خریداری کند، به عنوان سرمایه‌گذاری مستقیم طبقه‌بندی مجدد نمی‌شود؛ این نشان می‌دهد که دوباره موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم توسط داده‌های اطلاعاتی مربوط به جریان انباشت کوچکتر از مقدار واقعی نشان داده خواهد شد.

احتمالاً هنوز چنین معاملات محدود شده‌ای در بیشتر کشورهای در حال توسعه وجود دارد که نتیجه‌اش در اصل یک اختلال در تراز میان بدهی‌های سرمایه‌گذاری مستقیم و سهام نسبت به سطح کل بدهی‌هاست.

موجودی احتمالاً کمتر برآورده شده است. با طولانی‌تر شدن زمان در ارزیابی قبلی، اختلاف بالا می‌گیرد و مشکل وخیم‌تر می‌شود؛ چرا که ارزیابی، اغلب بر اساس هزینه تمام شده (قیمت پرداخت شده برای دارایی) صورت می‌گیرد به جای اینکه بر اساس ارزش جاری بازار انجام شود؛ به این ترتیب همه اضافه ارزش سرمایه به طور موثری حذف می‌شود.

مشکل اضافه ارزش سرمایه به نظر می‌آید زمانی ظاهر می‌شود که سرمایه‌گذاری مستقیم در یک شرکت به صورت سهام در بازار بورس مورد مبادله قرار می‌گیرد. در این مورد، ارزش کل سرمایه‌گذاری بر اساس میزان ارزش گذاری بازار سهام تغییر می‌کند (در بیشتر موارد ارزش واقعی در طولانی مدت افزایش می‌یابد. هر چند که نوسانات شدیدی در کوتاه مدت وجود داشته باشد)

همچنین این باور مهم است که داده‌های اطلاعاتی در مورد جریان سرمایه‌گذاری مستقیم باید بر پایه قیمت پرداخت شده برای سرمایه‌گذاری و نه بر مبنای ارزش واقعی بازار، پردازش شود؛ این ایده به طور اخص در جایی مهم است که قیمت پرداخت شده به طور قابل توجهی زیر قیمت بازار باشد. به عنوان مثال، در سال‌های اخیر در شرق آسیا به دلیل مشکلات اقتصادی دارایی‌ها به قیمت «آتش زدن به مال»، خریداری شد و در بعضی مصادیق خصوصی سازی نیز این اتفاق افتاد. نتیجه این بود که موجودی سرمایه‌گذاری از میزان گزارش شده آن بیشتر شد (حتی اگر جریان سرمایه درست باشد)؛ در این حالت افزایش بعدی در ارزش دارایی‌ها شکل اضافه ارزش سرمایه را می‌گیرد؛ چنانچه اطلاعات جریان سرمایه گزارش نشده باشد.

برعکس، بحران مالی در شرق آسیا به طور قابل توجهی ارزش دارایی‌هایی از قبیل شرکت‌ها، تجهیزات تولیدی، مستغلات و سهام را کاهش داد؛ در نتیجه زیان‌های سرمایه، موجودی سرمایه‌گذاری کاهش پیدا کرد بدون آنکه در ارقام مربوط به جریان انباشت هیچ گونه تأثیری گذاشته شود. این در مورد شرق آسیا ممکن بود موجب افزایش ارزش سرمایه شود،

اشکالات دیگری که از طریق سرمایه‌گذاری غیر سهام شرکت‌های با سرمایه‌گذاری مستقیم بالا می‌گیرد وابستگان خارجی ممکن است پول را از سه طریق زیر قرض کنند:

● شرکت مادر یا دیگر وابستگان آن (وام بین شرکتی)

● منابع خارجی دیگر، یا

● منابع داخل کشور میزبان (وام داخلی)

وام بین شرکتی (حداقل در نظریه) به عنوان بخشی از جریان سرمایه‌گذاری مستقیم عمل می‌کند و بهره‌چنین وام‌هایی مانند همان سود در سرمایه‌گذاری مستقیم است. مشکل از آنجا بالا می‌گیرد که باز پرداخت وام‌ها مورد توجه قرار می‌گیرد. در واقع، مانند سرمایه‌گذاری منفی به معنی فروش آن بخش از سرمایه‌گذاری است که با وام تامین مالی شده باشد و درآمد حاصل از آن به خارج از کشور منتقل شود. این به معنی آن است که اگر موجودی سرمایه‌گذاری به وسیله جریان انباشت سرمایه براساس حساب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اندازه‌گیری شود، فقط شامل مقدار وامی که هنوز بازپرداخت نشده است (در جدول ۵.۳) شرح داده می‌شود. به منظور آسانی کار، فرض می‌شود یک سرمایه‌گذاری ۱۰۰ میلیون دلاری از طریق سرمایه‌گذاری در سهام توسط خارجی‌ها و وام‌های بین شرکتی تامین مالی شده است. میزان بازدهی سرمایه‌گذاری در سال ۲۰ درصد است، هیچگونه سرمایه‌گذاری مجددی صورت نمی‌گیرد و بازپرداخت وام در طول پنج سال با میزان بهره ۱۰ درصد است. از آنجا که همه سودها ارسال می‌شود. ارزش واقعی سرمایه‌گذاری همان ۱۰۰ میلیون دلار باقی می‌ماند و فرض می‌شود هیچگونه زیان و اضافه ارزش سرمایه وجود ندارد. موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ابتدا همان ۱۰۰ میلیون دلار است ولی به تدریج که وام بازپرداخت می‌شود، موجودی آن کاهش می‌یابد. وقتی که وام به طور کامل بازپرداخت شود میزان موجودی سرمایه‌گذاری به اندازه میزان وام، کمتر از مقدار واقعی برآورد می‌شود. همچنین باید یادآوری کرد سودها تا وقتی که وام بازپرداخت شود، از میران واقعی کمتر برآورد می‌شوند چرا که میزان بازپرداخت وام از آن کسر می‌شود. همانطور که در قسمت سوم جدول (۵.۳) نشان داده می‌شود، تصویر درست‌تری به دست خواهد آمد وقتی که بازپرداخت مداوم وام‌های بین شرکتی با سودارسالی یکسان باشند. هم موجودی سرمایه‌گذاری و هم درآمد ایجاد شده از نقطه نظر بدهی‌های ارزی آن کشورها درست‌تر به نظر می‌رسد. مشکل اساسی آن است که جریان سرمایه‌گذاری مستقیم اندازه‌گیری شده در حساب‌های تراز پرداخت‌های خارجی منعکس نمی‌شود تا بتواند در برآورد موجودی سرمایه‌گذاری به طور مستقیم، جریان‌های انباشت را مورد استفاده قرار دهد. تصور می‌شود که میزان موجودی به طور جداگانه اندازه‌گیری می‌شود ولی در واقع این طور عمل نمی‌شود.

وام‌های بین شرکتی اغلب شامل انتقال سرمایه‌گذاری مستقیم به کشورهای در حال توسعه نیست. یعنی سرمایه‌گذاری‌هایی که با وام‌های بین شرکتی تامین مالی می‌شوند درست مانند سرمایه‌گذاری‌هایی هستند که از طریق سایر وام‌های خارجی تامین مالی می‌شوند. در هر حال، در زمینه برآورد موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داخلی که از طریق جریان انباشت صورت می‌گیرد یک مشکل وجود دارد. با وام خارجی شرکت‌های با سرمایه‌گذاری مستقیم (غیر از استقراض بین شرکتی) درست همان طور رفتار می‌شود که با وام‌های سایر شرکت‌ها رفتار

می‌شود. در نتیجه استقراض تا زمانی که پرداخت بشود به صورت بدهی باقی می‌ماند؛ ولی اگر موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی براساس جریان‌های انباشت محاسبه شده باشد، بالا رفتن مداوم بدهی‌ها که توسط صاحبان خارجی سرمایه‌گذاری تامین مالی می‌شود در آن ظاهر نمی‌شود (استقراض داخلی اساساً به همان مشکل مربوط است، مگر اینکه وام‌ها اصلاً در تراز پرداخت‌ها ظاهر نشوند). این در بخش آخر جدول ۵.۳ توضیح داده می‌شود. اگر موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم در طول دوره به اندازه ۵۰ میلیون دلار اندازه‌گیری شده باشد در ارتباط اولیه با ارزش خالص آن‌ها برابر است با ارزش سرمایه‌گذاری منهای استقراض. به تدریج با بازپرداخت بدهی‌ها افزایش می‌یابد و در نهایت به ۱۰۰ میلیون دلار می‌رسد. در نتیجه موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم کمتر از واقع برآورد شده است.

در نتیجه با در نظر گرفتن همه این ملاحظات، حتی وقتی که اطلاعات صحیح نیز در دسترس باشد، تقریباً این موضوع اجتناب‌ناپذیر می‌شود که موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داخلی در همه کشورهای در حال توسعه با درجاتی کم یا زیاد از میزان واقعی کمتر برآورد شوند. با درجه اعتماد بالا روی داده‌های اطلاعاتی (طولانی‌تر بودن دوره از ارزیابی واقعی قبلی) و با کوتاه‌تر بودن دوره در زمانی که داده‌های اطلاعاتی قابل دسترسی هستند در شرایطی که هیچگونه ارزیابی قبلی وجود ندارد این اختلاف احتمالاً بیشتر می‌شود و در ارزش واقعی کمتر برآورد می‌شوند. بر بعضی موارد این کمتر ارزیابی شدن ممکن است بسیار قابل ملاحظه باشد، حتی در مواردی که داده‌های اطلاعاتی قابل اعتماد باشند، می‌تواند به این معنی باشد که ارزش واقعی بازار میزان موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را دو برابر برآورد می‌کند.

پی‌نوشت‌ها:

*** منبع:**

David Wood Ward, *The Next Crisis? Direct and Equity Investment in Developing Countries*, Zed Books, 2001.

1. World Bank's Debtor Reporting system.
2. World Bank's annual Global Development Finance.
3. World debt table.
- 4- "Suharto's Family Values", *The Economist* (UK edition), March 1998.
- 5- "Top of the Class", *The Economist* (UK edition), 21 March 1998.
- 6- Reported in "South Korea's Meltdown", *The Economist*, 13 December 1997.
7. Mauritius.
8. Global Development Finance.
9. Internatibnad Financial Statistics.
10. Balane of payment stantistics.
11. World Bank's Debtor Reporting system.
- 12- Agostin.
13. UNCTAD'S annual world Investmunt Report.
- 14- World Investemnt Report, 1997.