

بحران بعدی

سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام در کشورهای در حال توسعه

نویسنده: David Woodward

مترجمان: شکوه سادات علی اکبری و مهرشید متولی

مقدمه

مطلبی که می‌خوانید، از کتاب "بحران بعدی - سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام در کشورهای در حال توسعه" (۲۰۰۲) نوشته دیوید وودوارد، اقتصاددان انگلیسی، فارغ‌التحصیل دانشگاه آکسفورد است. وی علاوه بر مشاغل مختلف، در سال‌های ۸۸-۱۹۸۶ ماموریتی در دفتر بریتانیایی هیات عامل صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی داشته است و پس از آن، به بخش خدمات داوطلبانه پیوسته و به عنوان مشاور اقتصادی - توسعه‌ای مستقل فعالیت می‌کند.

در این کتاب، وودوارد به بررسی وضعیت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (Foreign Direct Investment / FDI) و سرمایه‌گذاری در (خرید) سهام (Equity Investment / EI) در کشورهای در حال توسعه می‌پردازد. این جریان‌های ورودی سرمایه‌گذاری، از نظر بسیاری از اقتصاددانان و نهادهای اقتصادی مهم جهان، عامل مهم و بلکه قطعی توسعه برای کشورهایی که کمبود سرمایه دارند، به حساب می‌آید. وودوارد در این کتاب با بررسی جریان‌های ورودی سرمایه، در قالب سرمایه‌گذاری در سهام و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای مختلف، اینگونه جریان‌های ورودی را با استقراض و عمدتاً استقراض کشورهای آمریکای لاتین در دهه ۱۹۷۰ که به بحران بدهی اوایل دهه ۱۹۸۰ منجر شد، مقایسه می‌کند. از طرفی، جریان‌های ورودی سرمایه

به سوی کشورهای در حال توسعه، به‌خصوص در قالب سرمایه‌گذاری در سهام (خرید سهام از بورس اوراق بهادار کشورهای در حال توسعه توسط خارجی‌ان و غیرساکنان)، بحران مالی شرق آسیا را در ۹۸-۱۹۹۷ به وجود آورد. وودوارد در این کتاب این بحران‌ها را نیز با هم مقایسه می‌کند.

خوشبینی بیش از اندازه به جریان ورودی سرمایه به کشورهای در حال توسعه، چشم‌ها را به روی حقایق بسته است و نشان می‌دهد که پذیرفتن بی‌چون‌وچرای این فرآیند، چه بسا خطرناک باشد.

وودوارد سپس با اشاره به بخش‌هایی از گزارش‌های نهادهای بین‌المللی مثل صندوق بین‌المللی پول، بانک جهانی، آنکتاد، موسسه توسعه ماورای بحار و همچنین نظر اقتصاددانان برجسته که در نشریات معتبر تخصصی چاپ شده است، نشان می‌دهد که خوشبینی بیش از اندازه به جریان ورودی سرمایه به کشورهای در حال توسعه از طریق سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری در سهام، چشم آنها را به روی حقایق بسته است و نشان می‌دهد که پذیرفتن بی‌چون‌وچرا و یکپارچه و خاطرجمعی از آثار مثبت جریان ورودی سرمایه به کشورهای در حال توسعه و اتفاق نظر در روش‌های

رسیدن به اهداف توسعه‌ای آن، چه بسا خطرناک باشد. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی که مستلزم آزادسازی و خصوصی‌سازی در کشور میزبان سرمایه است، با چنین عجله و بدون برنامه‌های عمیق اقتصادی، عواقبی دارد که در بحران‌های گذشته مشاهده شده و از جمله صدماتی که به اقتصاد وارد می‌کند، یکی، ضربه به سرمایه‌گذاری داخلی (ساکن کشور در حال توسعه) و دیگری، کسری بلندمدت حساب جاری است.

وی همچنین معتقد است که بحران‌هایی که در طول قرن نوزدهم و بیستم مرتباً تکرار شده‌اند، همگی ناشی از تفکر خوشبینانه بوده‌اند. جریان‌های مالی که تا اواسط دهه ۱۹۸۰ عمدتاً به صورت وام از سوی بانک‌های تجاری کشورهای توسعه‌یافته به کشورهای در حال توسعه صورت گرفته، با بروز بحران بدهی سال ۱۹۸۲ نشان داد که حتی به سود اعتباردهندگان هم نبوده یا دست‌کم بانک‌های تجاری و اعتباردهندگان به منافع که پیش‌بینی کرده بودند، دست نیافته‌اند.

پس از بحران بدهی سال ۱۹۸۲ که عمدتاً گریبانگیر کشورهای آمریکای لاتین شد، علاقه به سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای در حال توسعه به تدریج روبه‌نقصان نهاد و بعد در طول سال‌های پس از آن که روند جریان‌های مالی انتقالی از سوی شمال به سمت جنوب در حال تجدیدقوا بود، یا به آثار تراز پرداختی آن توجه نشد، یا این آثار علنی نشدند. در

کنفرانس‌هایی که به صورت نامنظم و با تعویق در نهادهای بین‌المللی برگزار شدند، زمینه بحث‌ها عمدتاً نقش برجسته و مثبت مکانیزم‌های بازار بود و موضوع بررسی عمیق جریان‌های سرمایه نیمه‌کاره باقی ماند.

دیوید وودوارد در کتاب خود "بحران بعدی" با توجه به داده‌های آماری و نزدیکی زمان تاریخی بحران، نشان می‌دهد که منتظر بحران است، ولی به این جمع‌بندی نمی‌رسد که تمام سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری در سهام در کشورهای در حال توسعه همیشه و ضرورتاً مضرند. با این حال، می‌گوید: آثار زیانبار اینگونه جریان‌های انتقالی سرمایه، به حقیقت نزدیکتر است تا اجماع بی‌چون و چرا و مثبت کنونی درباره آن. بنابراین، نیاز داریم تا دیدگاهی پیچیده‌تر، انتقالی‌تر و انتخابی‌تر به این نوع سرمایه‌گذاری‌ها داشته باشیم، سرمایه‌گذاری‌هایی که به نفع آزادسازی و خصوصی‌سازی در کشورهای در حال توسعه انجام می‌شوند و در بیشتر موارد پیش‌شرط جریان‌های سرمایه بوده و کشورهای در حال توسعه هم در رقابت برای جذب این سرمایه‌ها، عجولانه و غالباً بدون مطالعات عمیق اقدام به آزادسازی و خصوصی‌سازی در اقتصاد خود می‌نمایند تا شرایط را برای ورود جریان‌های انتقالی سرمایه نسبت به دیگر کشورهای در حال توسعه (رقبا) مطلوب‌تر کنند.

گفتنی است که این سلسله مقالات ترجمه کتاب "بحران بعدی" است که بنا به مقتضیات مجله "بانک و اقتصاد" تنظیم شده است.

② انتقال سرمایه‌های مالی بین‌المللی، هیچوقت بدون مشکل نبوده است.

جریان‌های انتقالی سرمایه، توسعه و بحران‌های بدهی

جریان‌های انتقالی سرمایه شمال-جنوب و توسعه به‌طورکلی، اقتصاددانان عقیده دارند که بازارهای آزاد، نابرابری در توزیع جغرافیایی دارایی‌ها (از جمله سرمایه) را اصلاح می‌کنند. به عبارت دیگر، اگر در منطقه‌ای دارایی کمیاب و در منطقه دیگری فراوان باشد، قیمت دارایی در منطقه کمیاب بیشتر از منطقه

دوم خواهد بود، یعنی دارایی‌هایی چون سرمایه در منطقه اول (کمیاب) بازدهی بیشتری دارند و در صورتی که موانع طبیعی مثل موانع جغرافیایی و فیزیکی و موانع ساختگی مثل سیاست‌گذاری وجود نداشته باشد، صاحبان دارایی، از جمله صاحبان سرمایه، دارایی خود را از منطقه‌ای که فراوانی است، به مناطق کمیاب می‌برند که بازدهی بالاتری دارد و با این کار، عرضه سرمایه در منطقه فراوان کاهش می‌یابد و همین امر هم موجب افزایش قیمت (بازده) سرمایه می‌شود و از سوی دیگر، از آنجایی که عرضه سرمایه در منطقه کمیاب افزایش یافته است، لذا قیمت (بازده) آن کاهش می‌یابد.

طبق اصول اقتصادی، این فرایند تا زمانی ادامه

پیدا می‌کند که یا نرخ بازدهی (سرمایه) در دو منطقه یکسان شود، یا تفاوت نرخ‌ها به صورتی باشد که هزینه انتقال سرمایه را از نظر اقتصادی توجیه کند، یعنی براساس تئوری اقتصادی، نابرابری جغرافیایی در توزیع دارایی‌ها زمانی شدیدتر و جدی‌تر می‌شود که موانع انتقال سرمایه زیاد باشد.

اما موضوع مهم، توزیع سرمایه بین کشورها است. بدیهی است که میزان توسعه در کشورهای مختلف، به مقدار سرمایه بستگی دارد و عموماً کشوری که در آن سرمایه به طور نسبی فراوان باشد، توسعه یافته تلقی می‌شود و در مقابل، کشورهایی که سرمایه کافی نداشته‌اند، توسعه نیافته‌اند. انتقال از مرحله توسعه نیافتگی به توسعه یافتگی، عمدتاً از

انتقال از مرحله توسعه نیافتگی به

توسعه یافتگی، عمدتاً از طریق افزایش

سرمایه امکانپذیر است.

مربوط به بدهی‌های خود (یا روش پرداخت آن) شانه خالی کند. به دلایل گوناگون، ناپایداری سیاسی در کشورهای در حال توسعه گسترده‌تر است، زیرا فقر شدید و گسترده‌تر، سطح تحصیلات پایین‌تر و عدم تکافوی منابع مالی برای موسسات عمومی، موجب مبنای ضعیف‌تر مردمسالاری و ثبات سیاسی می‌شود. این عوامل اغلب (به‌خصوص در کشورهای زیر صحرای آفریقا) با عوامل تاریخی مثل تجربیات استعماری و ضعف مدیریت در زمان انتقال به دوره استقلال تشدید می‌شوند.

ریسک‌های تجاری: وقتی که پولی به کشوری وام داده می‌شود، یا در آن کشور سرمایه‌گذاری می‌شود، همیشه خطر ورشکستگی وجود دارد، به طوری که آن پول از بین برود. اینگونه ریسک‌های تجاری در کشورهای در حال توسعه بالاتر از کشورهای توسعه‌یافته هستند، زیرا اقتصاد آنها ثبات کمتر و آسیب‌پذیری بیشتری دارد.

ریسک ارز خارجی: به‌طور کلی، انتقال جریان‌های بین‌المللی سرمایه، به پول قابل‌تسعیر انجام می‌شود. بنابراین، پرداخت اقساط وام، بازگشت (عودت) سرمایه و حواله سود و پرداخت سود سهام به همان ارز انجام می‌شود؛ در غیر اینصورت، یعنی وقتی که درآمدهای حاصل از این فعالیت‌ها به پول کشور میزبان (دریافت‌کننده سرمایه) باشد، می‌گوییم سرمایه و درآمدهای حاصل از آن به دام افتاده است. اما پول بیشتر کشورهای در حال توسعه قابلیت تسعیر ندارد و به این ترتیب، وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران برای بازگرداندن سرمایه و درآمدها به میزان عرضه ارز کشور میزبان وابسته‌اند و در صورت بروز بحران موازنه پرداخت‌ها، بازگشت سرمایه به مبدأ ممکن است به تاخیر بیفتد یا همه یا بخشی از سرمایه از دست‌برود. حتی وقتی که ارز کشور میزبان قابلیت تبدیل داشته باشد، باز هم این خطر وجود دارد که به علت کاهش ارزش پول، ارزش سرمایه و درآمد حاصل از آن به ارز موردنظر کمتر شود. همانطور که قبلاً گفته شد، این امر در کشورهای در حال توسعه محتمل‌تر از

در حال توسعه تاثیر می‌گذارند، ولی اهمیت نسبی آنها بین کشورها و مناطق مختلف و در طول زمان بسیار متفاوت است: تا جنگ جهانی دوم، انتشار اوراق قرضه را به عنوان انتقال سرمایه ترجیح می‌دادند، همچنین نوعی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی عمدتاً به صورت سرمایه‌گذاری قدرت‌های استعمارگر در مستعمرات دیده می‌شد؛ بعد از سال ۱۹۴۵، اهمیت انتقال جریان‌های مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم بیشتر شد؛ بعد از بحران قیمت نفت در دهه ۱۹۷۰، انتشار اوراق قرضه جای خود را به وام‌های گروهی بانک‌های تجاری داد؛ به دنبال بحران بدهی دهه ۱۹۸۰، جریان‌های مالی تجاری به بسیاری از کشورهای در حال توسعه متوقف شد و در دهه ۱۹۹۰ شاهد تغییر حرکت عمده‌ای از وام به سوی سرمایه‌گذاری مستقیم، و در بعضی کشورها، سرمایه‌گذاری در سهام و همچنین رواج دوباره انتشار اوراق قرضه بودیم.



② بحران‌های قرن نوزدهم و بیستم همگی ناشی از تفکر خوشبینانه بوده‌اند.

انتقال سرمایه و ریسک

انتقال سرمایه‌های مالی بین‌المللی، هیچوقت بدون مشکل نبوده است. سرمایه‌گذاری که سرمایه خود را به کشور دیگری منتقل می‌کند، باید مطمئن باشد که اصل سرمایه و سود حاصل از آن به او بر خواهد گشت. این فرایند که با ریسک‌های مختلفی همراه است، در کشورهای در حال توسعه خطرناکتر از کشورهای توسعه‌یافته است.

ریسک سیاسی: در کشورهایی که نظام سیاسی ناپایدار دارند، خطر مصادره و خلع‌ید توسط دولت (مثل ملی‌کردن بدون پرداخت غرامت) به خصوص بیشتر است، یا در این کشورها دولت ممکن است از تعهدات

طریق افزایش سرمایه امکان‌پذیر است. خصیصه مهم کشورهایی مثل هنگ‌کنگ، تایوان، سنگاپور و کره که نسل اول اقتصادهای تازه‌صنعتی شده هستند، افزایش سرمایه بوده است.

بنابراین، به‌نظر می‌رسد که بخش اصلی فرایند توسعه، همانا انتقال سرمایه از کشورهای توسعه‌یافته و غنی، به کشورهای در حال توسعه و کم‌سرمایه باشد. این، منطق برنامه‌های یاری‌رسانی کشورهای توسعه‌یافته و نهادهایی مثل بانک جهانی و بانک‌های توسعه منطقه‌ای است که به شدت قصد دارند تا سرمایه را از کشورهای توسعه‌یافته به کشورهای در حال توسعه منتقل کنند.

با این حال، این جریان‌های انتقالی مالی، به هیچوجه تنها منابع انتقال سرمایه از شمال به جنوب بشمار نمی‌روند و سازوکارهای دیگری نیز برای انتقال جریان‌های سرمایه تجاری فراهم است، از جمله:

- وام بانک‌های تجاری شمال به دولت‌ها یا شرکت‌های جنوب؛

- اعطای تسهیلات اعتباری از طرف صادرکنندگان کالا در شمال به واردکنندگان کالای آنها در جنوب؛

- انتشار اوراق قرضه توسط دولت‌ها یا شرکت‌های جنوب و خریداری آنها توسط سرمایه‌گذاران یا موسسات سرمایه‌گذاری در شمال؛

- سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)، به این صورت که شرکت‌های چندملیتی، ظرفیت‌های تولیدی‌ای را در جنوب ایجاد کنند یا آنها را بخرند؛

- خرید سهام شرکت‌های جنوب توسط سرمایه‌گذاران نهادی یا افراد در شمال (سرمایه‌گذاری در پرتوی سهام)؛

- خرید انواع دیگر ابزارهای مالی که در جنوب صادر می‌شود، از قبیل ابزار مشتقه و

- سپرده‌گذاری بانک‌ها، سرمایه‌گذاران نهادی و افراد در بانک‌های کشورهای در حال توسعه.

همه انواع جریان‌های انتقالی مالی فوق، بر روی حرکت سرمایه از کشورهای توسعه‌یافته به کشورهای

سرمایه‌گذاری که سرمایه خود را به کشور دیگری منتقل می‌کند، باید مطمئن باشد که اصل سرمایه و سود حاصل از آن به او بر خواهد گشت.

بحران موازنه پرداخت‌ها، از بزرگترین ریسک‌هایی است که موجب زیان سرمایه و درآمد وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران بین‌المللی می‌شود.

کشورهای توسعه یافته است، زیرا اقتصاد کشورهای در حال توسعه تنوع کمتری دارد و در مقابل شوکهای خارجی از قبیل کاهش قیمت کالاهای صادراتی و افزایش نرخ بهره بین‌المللی، بسیار آسیب‌پذیرترند. تمام ریسک‌هایی که ذکر آنها رفت، با هم وابستگی متقابل دارند:

- وقتی که بحران موازنه پرداختی وجود داشته باشد، احتمال کاهش نرخ ارز بسیار زیاد است. همچنین بسیار محتمل است که تمهیدات دیگری از قبیل کاهش هزینه‌های دولتی و افزایش نرخ بهره برای همین مشکل به کار گرفته شوند. آثار کاهش نرخ ارز و هزینه‌های دولتی و افزایش نرخ بهره، بر روی سودآوری سازمان‌هایی که به بازار داخلی وابسته‌اند، اثر می‌گذارد و همچنین هزینه اقساط وام‌های داخلی و خارجی را زیاد می‌کند، و همه اینها به ریسک‌های تجاری افزوده می‌شوند. بحران موازنه پرداختها و تمهیدات مربوط به آن، چه بسا موجب بی‌ثباتی سیاسی یا تغییرات دولت شده و بدین ترتیب، منجر به ریسک سیاسی شود.

- به همین ترتیب، ورشکستگی گسترده شرکتها به علت ریسک تجاری، ممکن است موجب از بین رفتن اعتماد وام‌دهندگان بین‌المللی و سرمایه‌گذاران شود. از بین رفتن اعتماد بین‌المللی، هم مستقیماً و به صورت ورشکستگی سرمایه‌گذاران خارجی

ظاهر می‌شود و هم از طریق تاثیر ورشکستگی‌ها روی سیستم بانکی، که احتمال دارد تهیه ارز خارجی را مشکل کرده و از آنجا موجب بحران موازنه پرداختها شود.

- حوادثی از قبیل بروز درگیری‌های داخلی، خودداری از بازپرداخت بدهی یا مصادره اموال که همه جزو ریسک‌های سیاسی هستند، هم موجب کاهش اعتماد بین‌المللی و در نهایت بحران موازنه پرداختها می‌شوند و هم شرکتها را با ریسک تجاری مواجه می‌سازند. اقدامات دولتی در وضع مقررات برای بخش‌های تولیدی هم می‌تواند بر روی میزان کارآمدی تولیدکنندگان داخلی اثر بگذارد و ریسک تجاری را افزایش دهد.

به‌طور کلی، انواع مختلف سرمایه‌گذاری از این سه گروه ریسک به صورت‌های مختلف متأثر می‌شوند،

مثلاً وام به دولت‌ها و انتشار اوراق قرضه، تحت‌تاثیر ریسک تجاری و ریسک مصادره اموال قرار نمی‌گیرد، اما ممکن است در معرض خطر سوختن یا آثار مناقشات قرار گیرد. اما اگر وام به بخش خصوصی پرداخت شود، موضوع برعکس می‌شود؛ در این وضعیت، مهمترین ریسک، ریسک تجاری است و آثار ریسک سیاسی - غیر از سلب مالکیت - صرفاً غیرمستقیم است. سپرده‌های بانکی نیز عمده‌تاً با ریسک کاهش ارزش پول و ورشکستگی بانکها مواجهند. ورشکستگی بانکها هم ممکن است به علت ورشکستگی گسترده شرکتها باشد که عدم‌توانایی شرکت‌های ورشکسته نسبت به انجام تعهداتشان در قبال بانکها را به دنبال دارد، یا به دلیل بحران موازنه پرداختها.



② در آسیای شرقی، حرکت در جهت عکس جریان‌های انتقالی سرمایه تجاری، به بحران سال ۱۹۹۷ منجر شد.

یکی از شکنندگی‌های سرمایه بین‌المللی، آسیب‌پذیری آن نسبت به ریسک ارز خارجی است. به عبارت دیگر، چه این سرمایه به بخش خصوصی یا دولتی منتقل شده باشد، چه به صورت‌های دیگری انتقال یابد، بازگشت سرمایه و بهره متعلق به آن بستگی زیادی به دسترسی به ارز خارجی دارد.

علاوه بر آن، ریسک‌های سیاسی و تجاری، عمده‌تاً به کشور مشخصی محدود می‌شوند، در حالی که کمبود ارز خارجی در ابعادی بزرگتر به دستاوردهای اقتصاد جهانی وابسته است و ممکن است که به سرعت از طریق اثر "سرایتی" در میان کشورهای در حال توسعه شیوع پیدا کند و همزمان کل یک منطقه را تحت‌تاثیر قرار دهد. این پیشامد در سال‌های گذشته بسیار تکرار شده است، مثلاً بحران بدهی کشورهای آمریکای لاتین در دهه ۱۹۸۰ به

کشورهای آفریقایی سرایت کرد و ضربه Tequila به دنبال بحران مکزیک در سال ۱۹۹۴ روی داد و پس از آن، شاهد بحران روسیه و کشورهای آسیای شرقی در سال‌های ۱۹۹۷ و ۱۹۹۸ بودیم.

به این ترتیب، بحران موازنه پرداختها، از جمله بزرگترین ریسک‌هایی است که موجب زیان سرمایه و درآمد وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران بین‌المللی می‌شود. اگرچه بحرانها در هر کشور جداگانه ممکن است در نتیجه ریسک‌های سیاسی و تجاری باشند، اما به‌طور کلی، بحران موازنه پرداخت‌هایی که به دنبال آن می‌آید، بزرگترین زیان را هم به بهره‌وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران و هم به توسعه اقتصادی و شرایط زندگی در کشور مربوطه وارد می‌کند.

بدیهی است که اینگونه رویدادها، فرایندهایی یکطرفه نیستند، بلکه از آنجایی که بحران موازنه پرداختها دارای پیامدهای اقتصادی بین‌المللی است، لذا مشکلاتی را در انجام تعهدات خارجی ایجاد می‌کند. در مقابل، انباشت بدهی‌های ارزی که از انتقال جریان‌های مالی سرچشمه گرفته‌اند، معمولاً عامل اصلی تضعیف وضعیت موازنه پرداخت‌های کشورها است که به بحران مالی منجر می‌شود:

- در کشورهای آمریکای لاتین، نرخ بهره وام‌های بانکی‌های تجاری به شدت بالا رفت و همزمان دفعه‌تاً انتقال‌های تجاری (وام‌ها) متوقف شد که سرانجام به

بحران بدهی در دهه ۱۹۸۰ منجر گردید.

- در مکزیک، جریان‌های انتقالی به سوی بخش بانکی ناگهان برعکس شد و فرارسیدن سررسید وام‌های کوتاه‌مدت دولت، موجب وقوع بحران در پایان سال ۱۹۹۴ شد.

- در آسیای شرقی، حرکت در جهت عکس جریان‌های انتقالی سرمایه تجاری (بازگشت سرمایه و حواله سود) به بحران سال ۱۹۹۷ منجر شد.

در تمام این موارد، اعتماد وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران آسیب دید و از این طریق، روی جریان‌های انتقالی به کشور میزبان اثر گذاشت که عامل اصلی سرایت بحران به سایر کشورهای در حال توسعه بود.

ادامه دارد.