

# بحران بعدی

سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام در کشورهای در حال توسعه

## بخش یازدهم

نویسنده: David Woodward

مترجمان: مهرشید متولی و شکوه‌سادات علی‌اکبری

### اشاره

در بخش‌های قبلی، پس از بحث درباره کیفیت جریان‌های انتقال سرمایه از کشورهای شمال به کشورهای جنوب و همچنین بررسی ریسک‌های مختلف، به موضوع اطلاعات مربوط به جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ورودی پرداختیم و یادآور شدیم که در منابع آماری استاندارد، اطلاعات لازم در مورد معاملات شرکت‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی وجود ندارد و یکی از عوامل مهمی هم که به وقوع بحران ۱۹۸۰ کمک کرد، همین فقدان اطلاعات بود.

اینک به ادامه بحث درباره مراحل مختلف سرمایه‌گذاری و انواع آن می‌پردازیم.

بانک و اقتصاد

### مراحل مختلف سرمایه‌گذاری و انواع آن

در اینجا هم مانند دیگر امور اقتصادی، برای ارزیابی آثار سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام، می‌توان از برهان خلف استفاده کرد و پرسید: اگر سرمایه‌گذاری نشود، چه خواهد شد؟ پاسخ به این سوال با توجه به وضعیت سرمایه‌گذاری‌های مختلف، متفاوت است:

آثار اقتصاد کلان، نشان‌دهنده

اثرگذاری عمومی سرمایه‌گذاری مستقیم بر اقتصاد کشور میزبان است.

سرمایه‌گذاری به صورت واقع انجام می‌شود. در این دوره امکانات تولیدی ساخته می‌شوند، یا یک شرکت یا سهام شرکت یا امکانات تولیدی خریداری می‌شوند. ۲- مرحله تولید، یعنی زمانی که سرمایه‌گذاری با مالکیت خارجی آماده بهره‌برداری است.

۳- احتمالاً مرحله عدم سرمایه‌گذاری، یعنی زمانی که سرمایه‌گذاری به مالکان محلی فروخته یا نقد می‌شود.

در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم از طریق ساخت با هدف ایجاد ظرفیت تولیدی جدید، جواب این خواهد بود که در غیاب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، سرمایه‌گذاری انجام نخواهد شد (بعدها به این موضوع می‌پردازیم).

در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم از طریق خرید، یعنی خرید ظرفیت تولیدی موجود از صاحبان محلی یا خرید سهام شرکت‌ها به آن اندازه که بتوان در تصمیم‌گیری‌های تولیدی دخالت کرد، جواب این است که شرکت یا تسهیلات موردنظر، کماکان در مالکیت صاحبان محلی باقی خواهد ماند و آنان نیز مثل سابق به کار خود ادامه خواهند داد (لازم به یادآوری است که این پاسخ ساده کردن قضیه است، زیرا انتظار می‌رود که رفتار تولیدی در طول زمان - قطع نظر از مالکیت - توسعه یابد).

در مورد سرمایه‌گذاری پرتفوی سهام، یعنی خرید سهام یک شرکت به اندازه‌ای که در تصمیم‌گیری‌های تولیدی، نظر مشورتی موثر داشته باشد، فرض می‌شود که سهام در مالکیت محلی باقی بماند، ولی عملکرد شرکت تغییری نمی‌کند.

رویه‌مرفته، اثرات ارزی سرمایه‌گذاری مستقیم در طول زمان متفاوت است. در این زمینه به‌خصوص تشخیص سه مرحله متفاوت از یکدیگر اهمیت زیادی دارد:

۱- مرحله سرمایه‌گذاری، یعنی زمانی که

به‌نظر می‌رسد که تقسیم‌بندی مراحل سرمایه‌گذاری به این صورت، بیش از اندازه ساده‌انگارانه است، زیرا سرمایه‌گذاری به موازات تولید، پیوسته ادامه دارد، گسترش می‌یابد یا فرایند تولید را مدرنیزه می‌کند. به‌علاوه، آثار ارزی احتمالاً در طول دوره مرحله تولید، همراه با تکامل سرمایه‌گذاری، به‌تدریج شکل می‌گیرد، به‌عنوان مثال، احتمالاً در طول زمان سود همراه با بهبود کارایی و توسعه بازارها افزایش می‌یابد، و چون تولیدات داخلی به تقاضاهایی که سرمایه‌گذاری ایجاد کرده، پاسخ



می‌دهند، لذا مواد اولیه داخلی ممکن است جایگزین واردات شوند.

با این حال، اینگونه تقسیم‌بندی به‌عنوان نوعی تفکیک ذهنی موضوع، مفید است.

### انواع اثرات ارزی

در هر مرحله از سرمایه‌گذاری، اثرات ارزی سرمایه‌گذاری مستقیم در پنج سطح ظاهر می‌شوند:

**۱- اثر ارزی مستقیم:** سرمایه‌گذاری و تولید در کشور میزبان، موجب ورود ارز به کشور میزبان می‌شود؛ از محل صادرات، درآمد ارزی به‌دست می‌آید؛ برای واردات مواد اولیه ارز هزینه می‌شود؛ و برای پرداخت اقساط وام‌های خارجی که برای تامین مالی سرمایه‌گذاری دریافت شده‌اند و همچنین برای حواله سود حاصل از سرمایه‌گذاری، ارز از کشور خارج می‌شود.

**۲- اثر جانشینی:** فروش محلی شرکت‌های چندملیتی ممکن است جایگزین واردات شود. بنابراین، ارزی که قرار بود برای واردات هزینه شود، صرفه‌جویی می‌شود. برعکس، بعضی مواد اولیه داخلی که ممکن بود صادر شوند، به‌عنوان مواد اولیه برای تولید محصولات چندملیتی به‌کار گرفته می‌شوند. بنابراین، درآمد ارزی حاصل از این صادرات، ازدست می‌رود، یا ممکن است که درآمد ارزی حاصل از صادرکردن آن مواد اولیه، مستقیماً برای واردات به‌کار رود. در این صورت، برای آنگونه واردات باید ارز هزینه شود، زیرا مواد اولیه تولید داخلی به سمت شرکت‌های چندملیتی در داخل تغییرجهت داده‌اند.

**۳- اثر رفت‌وبرگشتی:** مواد اولیه ساخته‌شده که در شرکت‌های چندملیتی برای تولید نهایی به‌کار می‌روند، احتمالاً خود به واردات کالای جایگزین واردات یا کالای صادراتی نیاز دارند. بنابراین،

به‌طورکلی، برای اقتصاد هزینه ارزی دارند، یعنی استفاده شرکت‌های چندملیتی از مواد و کالای اولیه تولید داخل به منظور تولید کالای اولیه یا نهایی، خود دارای هزینه ارزی است. این فرایند، پیوسته در حال رفت و برگشت است. به‌علاوه، نیروی کار احتمالاً بخشی از دستمزد خود را خرج واردات می‌کند، و کالای ساخته‌شده داخلی که نیروی کار خریداری می‌کند، برای تولید ارزشبری داشته است و کسی که از فروش این محصولات در داخل صاحب درآمد می‌شود، بخشی از درآمدش را صرف واردات می‌کند.

**۴- اثر اقتصادکلان:** آثار ارزی سرمایه‌گذاری که با آثار درآمدی، پس‌انداز و سرمایه‌گذاری محلی و استقرار از داخل توأم می‌شود، روی کل اقتصاد اثر می‌گذارد، و این اثر به‌نوبه خود روی سیاست‌های اقتصادی مالیاتی، هزینه‌های دولتی، نرخ بهره و نرخ ارز اثر خواهد گذاشت. درنتیجه، هم آثار عملکرد



اقتصاد و هم تغییرات سیاست‌های اقتصادی متعاقب آن، تلنگری به تراز پرداخت‌ها می‌زنند.

۵- اثر بازار جهانی: سرمایه‌گذاری مستقیم - به‌طور کلی - روی بازار جهانی اثر می‌گذارد، و نه تنها بر کشور میزبان تاثیر دارد، بلکه بر روی کشورهای در حال توسعه نیز اثر می‌گذارد. این تاثیر هم به اندازه‌ای است که سرمایه‌گذاری مستقیم، تولید جهانی کالای خاص قابل‌مبادله در بازار جهانی را افزایش می‌دهد، یا هزینه تولید آن را کاهش می‌دهد و در نتیجه، به همان اندازه که عرضه کالا را در جهان بالا می‌برد، باید انتظار کاهش قیمت‌ها را در بازار جهانی داشت. به این ترتیب، درآمدهای ناشی از صادرات کشورهای صادرکننده و تولیدکنندگان دیگر را کاهش می‌دهد و هزینه کشورهای واردکننده و مصرف‌کنندگان را پایین می‌آورد.

لازم به توضیح است که سه مورد اول با دو مورد بعدی تفاوت‌های مهمی دارند. آثاری که در سه مورد اول ذکر شده است، به شدت متکی بر سرمایه‌گذاری خاص، مواد اولیه به‌کاررفته، سود حاصل‌شده و موقعیت محلی فروش است. در مقابل، آثار اقتصاد کلان نشان‌دهنده اثرگذاری عمومی سرمایه‌گذاری مستقیم بر اقتصاد یک کشور خاص است. از آنجایی که سرمایه‌گذاری‌های متفاوتی به طرق مختلف یا به اندازه‌های مختلف ممکن است در این فرایند مشارکت کنند، لذا تفکیک اثر هر کدام به صورت جداگانه بسیار مشکل می‌شود. همچنین اثرات بازار جهانی بستگی به کل سرمایه‌گذاری در بخش خاصی در سراسر دنیا دارد.

برای بررسی آثار اقتصاد کلان لازم است که موضوع به دو بخش تقسیم شود:

- ۱- اثرات بر روی سطح کل تقاضا در اقتصاد (و تقاضا برای واردات).
  - ۲- اثرات ضربه‌ای (تلنگری) تراز پرداختی بر نرخ ارز و در نتیجه، بر تولید کالاهای صادراتی و مصرف کالاهای وارداتی.
- اینک سوالات فوق را با کمی تغییر مطرح

محدودیت به درآمدهای حاصل از صادرات جریان‌های ورودی سرمایه و هزینه اقساط بدهی‌های خارجی بستگی دارد.

سوال دیگری که در اینجا مطرح می‌شود، این است که اثر کلی سرمایه‌گذاری مستقیم بر روی تراز پرداخت‌ها چگونه است؟ این سوال را می‌توان به این صورت هم مطرح کرد که برای درآمدهای مشخص و نرخ رشد اقتصادی مشخص، اثر بر تراز پرداخت‌ها چگونه است؟

اگر موضوع سیاست‌گذاری، رشد اقتصادی باشد، استناد به این نکته که خراب‌تر شدن تراز پرداخت‌ها لزوماً در نتیجه رشد اقتصادی بوده و بنابراین، رشد اقتصادی چیز خوبی نیست، انسجام یک استدلال را ندارد. در عوض، می‌بایست این موضوع به این صورت مطرح شود که آیا سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تعادل بین رشد اقتصادی و تراز پرداخت‌ها را خراب‌تر کرده یا بهبود بخشیده است؟ به عبارت دیگر، آیا سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی فشارهای ارزی وارد بر رشد اقتصادی را شدیدتر کرده یا ضعیف‌تر؟

بنابراین، نکته‌ای که واقعاً به آن علاقمندیم، آنقدرها هم مربوط به وضعیت ارز نیست، بلکه وضعیت ارز برای سطح مشخصی از درآمد و نرخ مشخصی از ارز است. اگر سوال به این صورت مطرح شود، می‌توانیم آثار ارزی را که از طریق تغییرات رشد اقتصادی و نرخ ارز عمل می‌کند، کنار بگذاریم. ■

ادامه دارد



② آیا سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تعادل بین رشد اقتصادی و تراز پرداخت‌ها را خراب‌تر کرده یا بهبود بخشیده است؟

می‌کنیم: همانطور که در ابتدای این بخش آمد، اثرات ارزی سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری در سهام (یا هر جریان سرمایه‌ای) به دلیل اثر جبرانی که در تراز پرداخت‌ها و رشد اقتصادی دارد، دارای اهمیت است. هر چه رشد اقتصادی سریع‌تر باشد، رشد واردات سریع‌تر است، و محدودیت در اینجاست که رشد واردات تا چه حد می‌تواند سریع‌تر پیش برود، بدون این که مشکلات تراز پرداختی به وجود بیاورد؟ این

## بانک و اقتصاد

ماهنامه بانکی - اقتصادی

### خواننده ارجمند

مجله بانک و اقتصاد برای شما تهیه می‌شود و از آن شما است.

بنابراین:

(۱) مطالب خودتان را برای درج در نشریه ارسال فرمایید.

(۲) ما را از پیشنهادهای و نظریات خود بهره‌مند کنید.

نشانی: تهران / خیابان حجاب / کوچه سوم / شماره ۱۳ / صندوق پستی: تهران ۵۵۴۸-۱۴۱۵۵ / تلفن و نامبر: ۸۸۹۵۱۳۲۹

