

# جریان‌های سرمایه بین‌المللی و رشد اقتصادی

بخش سوم

مآخذ: Global Development Finance

متوجه: شبکه‌سازان سیدعلی اکبر

اشاره ©

در بخش‌های قبلی این گزارش که توسط بانک جهانی تهیه شده است، رابطه بین جریان ورودی سرمایه و سرمایه‌گذاری داخلی را مورد بحث قرار دادیم و به تأثیر سیاست‌ها و نهادهای محلی در ظرفیت جذب سرمایه‌ها اشاره کردیم.

اینک ادامه بحث را ملاحظه می‌فرمایید.

بانک و اقتصاد

## جریان سرمایه خصوصی و بهره‌وری

جریان سرمایه خصوصی، با کارایی فزاینده تولید همراه است که باعث افزایش نرخ‌های رشد می‌شود. افزایش در بهره‌وری که از طریق انتقال افکار و عقاید ملت‌های فرامرزی به دست می‌آید، به عنوان یک راه‌حل بدون هزینه برای توسعه کشورهای درحال توسعه تلقی می‌شود که به مکتب امتیاز عقب‌ماندگی<sup>۱</sup> معروف است (Gerschenkron / ۱۹۵۲). در عمل، این مکانیزم بسیار ضعیف عمل می‌کند. Abramowitz در سال ۱۹۸۶ اهمیت نقش "قابلیت اجتماعی" در توانایی بهره‌برداری کردن از شکاف عقاید بین‌المللی را در خلاقیت‌های بالقوه به عنوان یک نمونه مطرح کرد. بنابراین، به طور متناقض از یک طرف، ظرفیت‌ها برای افزایش رشد بالا رفته و از طرف دیگر، استانداردهای قابلیت‌های داخلی نیازمند آن است که به همان اندازه رشد بیشتری را جذب کند.

بهبودی در بهره‌وری می‌تواند به‌طور اصولی به ایجاد شرکت‌هایی با سرمایه خارجی منجر شود و یا به واحدهای تولیدی یا حتی کل جامعه تزریق شود. به‌طور مثال، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، امکان

انتقال تکنولوژی و دانش تخصصی را به نیروی کار واحدهای تولیدی فراهم می‌سازد، و کارگران آموزش‌دیده با انتقال به واحدهای تولیدی دیگر، مهارت‌های خود را به دیگر کارگران انتقال می‌دهند. به‌علاوه، جریان‌های پرتفوی و وام‌های بانکی نیز توسعه بخش مالی را باعث می‌شوند و این امر می‌تواند کارایی تخصیص سرمایه را افزایش دهد.

تجربه به‌طور خیلی قوی نشان می‌دهد که اگر کشوری مایل به سرعت‌بخشیدن به بهره‌وری منافع حاصل از جریان سرمایه باشد، باید انتظار داشته باشد که شرایط اطمینان بخش داخلی با بحران مواجه خواهند شد. کشورهایی افزایش در کل بهره‌وری ناشی از جریان سرمایه را تجربه می‌کنند که نیروی کار متخصص، خدمات زیربنایی کارآ و شرایط تجاری مثبتی داشته باشند. ملاحظات نظری و مطالعات رگرسیونی مربوط به کشورهای موردنظر، همه این نتایج را تأیید می‌کنند.

کشورهایی می‌توانند از افزایش در کل بهره‌وری ناشی از جریان سرمایه برخوردار شوند که نیروی کار متخصص، خدمات زیربنایی کارآ و شرایط تجاری مثبتی داشته باشند.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و بهره‌وری - تجربه کشورهای منتخب: Romer در سال ۱۹۹۳ نشان داد که جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی همراه با خود افکار و عقاید را نیز از کشورهای صنعتی به کشورهای درحال توسعه منتقل می‌کند و بنابراین، موجب افزایش بهره‌وری می‌شود. اما باید توجه داشت که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) همیشه

به‌طور موثر این نقش را بازی نمی‌کند. تجربه نشان می‌دهد که آن کشورهایی که قدرت جذب بیشتری دارند، احتمالاً منافع بیشتری از سرمایه خارجی به‌دست می‌آورند (Caves / ۱۹۹۹). در چنین مجموعه‌ای، نه تنها برای خارجی‌ها شرایط سرمایه‌گذاری فراهم می‌شود، بلکه فعالیت‌های خرید و ادغام شرکت‌ها را که همراه با سرمایه‌گذاری جدید نباشد، رواج می‌دهد و این امر موجب افزایش بهره‌وری خواهد شد. برعکس، در شرایطی که ظرفیت جذب پایین است، منافع حاصل از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی یا ازبین می‌رود و یا متوقف می‌شود، اگرچه در چنین اقتصادی، ممکن است که منافع بنگاه‌های خارجی از بنگاه‌های داخلی بیشتر باشد، و اثرات سرریز به دیگر واحدهای تولیدی نمی‌تواند اتفاق بیفتد. در واقع، در کوتاه‌مدت، بهره‌وری داخلی واحدهای تولیدی کاهش می‌یابد.

دنباله این بخش بر روی پنج کشور مالزی، مراکش، تایوان، اروگوئه و جمهوری ونزوئلا متمرکز شده است.

جدول شماره دو نشان می‌دهد که مجموعه‌ای از شاخص‌ها برای نشان دادن ظرفیت جذب به کار گرفته شده‌اند که شامل مدیریت اقتصاد کلان، آزادبودن تجارت، کیفیت و کمیت زیربنایها و مقدار سرمایه انسانی است. اگرچه تفسیر تشریحی این شاخص‌ها لازم نیست، ولی یک انگیزه قوی به منظور تشویق تجارت جهانی در ایجاد تسهیلات در جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی لازم است. برحسب این شاخص‌ها، سه کشور مراکش، اروگوئه و جمهوری ونزوئلا ظرفیت جذب نسبتاً پایینی دارند و دو کشور مالزی و تایوان از ظرفیت جذب نسبتاً بالایی برخوردارند.

جدول شماره دو

شاخص های ظرفیت جذب در کشورهای منتخب (۱۹۸۰-۹۸)

تایوان	مالزی	ونزوئلا	اروگوئه	مراکش	شرح
۲/۸	۲/۸	۳۵/۲	۵۳/۲	۶/۰	مدیریت اقتصاد کلان: تورم (درصد سالانه)
۹۴/۲	۱۴۷/۸	۴۸/۱	۴۲/۶	۴۷/۴	تجارت به مثابه درصدی از GDP زیربنایها:
۰/۰	۰/۴	۲/۵	۰/۰	۰/۲	زمان انتظار برای تلفن (سال)
۸۷/۸	۷۴/۰	۳۵/۸	۸۲/۰	۵۰/۳	سهم جاده های آسفالت (درصد) سرمایه انسانی:
۲۸/۹	۲۰/۵	۱۴/۵	۱۴/۳	n.a.	سهم نیروی کار با تحصیلات متوسطه (درصد)
n.a.	۸۶/۷	۵۱/۵	۶۰/۰	۴۵/۰	سهم جمعیتی که به بهداشت دسترسی دارند (درصد)

نوضیح: n.a. یعنی آمار در دسترس نیست.

مأخذ: بانک جهانی

هستند. پژوهشگران مزبور سپس بحث می کنند که یک حمایت خاص و ویژه از واحدهای تولیدی محلی، موجب بهبود ظرفیت آنها در تشخیص و بکارگیری تکنولوژی های مدرن می شود، و تعیین عوامل مختلف در حداکثر کردن سرریزهای تکنولوژیکی از سرمایه گذاری مستقیم خارجی محتاج برنامه ریزی سیاستگذاری است.

**بهره وری و ظرفیت جذب بالا:** وقتی که ظرفیت جذب بالا باشد، انتظار می رود که سرمایه گذاری مستقیم خارجی رابطه مثبتی با بهره وری داشته باشد. Lin و Chuang در سال ۱۹۹۹ ضمن بررسی وضعیت تایوان و چین، دریافتند که سرمایه گذاری مستقیم خارجی، با بهره وری بالاتر در واحدهای تولیدی خارجی و با سرریزی مثبت در واحدهای تولیدی داخلی، همراه است. به عبارت دیگر، یک درصد افزایش در FDI در یک بخش صنعتی، همراه است با ۱/۴ تا ۱/۸۸ درصد افزایش در بهره وری واحدهای تولیدی داخلی در آن بخش.

**تحقیقات Romer در سال ۱۹۹۳**

نشان داده است که جریان

سرمایه گذاری مستقیم خارجی،

افکار و عقاید را نیز از کشورهای

صنعتی به کشورهای در حال توسعه

منتقل می کند و در نتیجه، موجب رشد

بهره وری می شود.

Schive و Majumder نیز در سال ۱۹۹۰

توضیح دادند که منافع بهره وری گسترده در کل سرمایه گذاری خارجی که از طریق صنایع ماشین خیاطی تایوانی ها به دست آمد، و همچنین، آزمون عملکرد رشد شهرهای ساحلی چین که به وسیله Wang و Mody در سال ۱۹۹۷ به عمل آمد، به این نتیجه رسیده است که منافع FDI تحت شرایط زیربنایی خوب و سرمایه انسانی ماهر، چند برابر بیشتر می شود. آنها همچنین، دریافتند که FDI و حمایت فیزیکی و رشد زیربنایی انسانی وقتی که به دنبال هم باشند، موجب یک پروسه رشد خودکفا خواهند شد.

Pain و Barrell در سال ۱۹۹۷ از آمار مقطعی

برای کشور آلمان و انگلیس استفاده کردند و نشان دادند که سرمایه گذاری مستقیم خارجی، با بهره وری

این نتایج در مطالعات Hoekman و Djankov

در سال ۲۰۰۰ در مورد جمهوری چک هم تکرار شد و آنها دریافتند که رشد بهره وری در واحدهایی که شرکای خارجی در آنها حضور دارند، بالاتر است. این مطالعه، همچنین، نشان داد که سرمایه گذاری خارجی اثر سرریز منفی معنی داری بر روی واحدهای تولیدی داخلی دارد. علاوه بر این، استفاده از خلاصه اطلاعات راجع به وضعیت آموزش و سرمایه گذاری حاکی از آن است که بسیاری از واحدهای تولیدی داخلی، ظرفیت ضعیفی در جذب دانش و مهارت های واحدهای تولیدی خارجی دارند. بنابراین، واحدهای تولیدی داخلی دریافتند که بعد از ورود واحدهای تولیدی خارجی، سهم بازارشان روبه کاهش می رود و در نتیجه سودآوری کمتر، مقیاس تولید کاهش می یابد.

سرانجام، Kokko و Tansini و Zejan در سال ۱۹۹۶ با استفاده از خلاصه اطلاعات طرح های تولیدی، موضوع سرریزهای بین صنایع از سرمایه گذاری مستقیم خارجی در بخش صنعتی اروگوئه در سال ۱۹۸۸ را مورد بررسی قرار دادند و تجزیه و تحلیل آنها هیچ علامتی از سرریزها در آزمون های آماری را نشان نداد. توضیح این که تعداد نمونه های آماری از واحدهای تولیدی صنعتی ۱۵۹ عدد بوده است. به هر حال، سرریزها اثر مثبت و معنی داری بر زیر نمونه های واحدهای تولیدی دارند و شکاف تکنولوژی میان خود دیگر واحدهای تولیدی خارجی را متعادل می کنند، اما نه در گروه واحدهای تولیدی محلی که با شکاف بزرگ تکنولوژیک مواجه

بهره وری و ظرفیت جذب پایین: Haddad

و Harrison در سال ۱۹۹۳ دریافتند که واحدهای تولیدی خارجی در مراکش از سال های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹ در مقایسه با همتهای دیگر خود در داخل از بهره وری نسبتاً بالایی برخوردار بوده اند. این امر نشان می دهد که بنگاه های داخلی در شرایطی که بنگاه های خارجی بزرگتر وجود دارند، نمی توانند رشد بهره وری خود را به عرصه نمایش بگذارند. این وضع برای بنگاه های خارجی که در بخش های مورد حمایت شدید سرمایه گذاری می کنند، به مثابه بهره وری بالاست، ولی انگیزه تولیدکنندگان داخلی در بهبود بهره وری را ضعیف می کند.

**بهبودی در بهره وری می تواند به طور**

**اصولی به ایجاد شرکت هایی با**

**سرمایه خارجی منجر شود.**

Harrison و Aitken در سال ۱۹۹۹ ضمن یک

مطالعه موثر در مورد وضعیت واحدهای صنعتی ونزوئلایی در طی سال های ۸۹-۱۹۷۶، دریافتند که مشارکت سرمایه خارجی عموماً با بکارگیری کارخانه های مرغوب همراه است و این اثر مثبت هنگامی بروز می کند که کارخانه کمتر از ۵۰ نفر کارگر را به خدمت بگیرد. مهمتر این که، بهره وری واحدهای تولیدی داخلی پایین می آید، به طوری که واحدهای تولیدی داخلی در مواجهه با رقابت خارجی کوچک می شوند.

بالاتر همراه است. آنها تخمین زدند که هر یک درصد افزایش در ذخایر FDI، موجب پیشرفت تکنولوژی با یک افزایش ۰/۲۷ درصدی در صنایع آلمان و ۰/۲۶ درصدی در صنایع انگلستان همراه می‌شود. آنها همچنین، برآورد کردند که حدود ۳۰ درصد رشد بهره‌وری صنعتی در انگلستان از سال ۱۹۸۵ به بعد می‌تواند به یک اثر سرمایه‌گذاری مستقیم داخلی کمک کند.

### توالی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و حمایت فیزیکی و رشد زیربنای انسانی، موجب بروز یک روند رشد خودکفا خواهد شد.

مطالعات در مورد اقتصادهای اروپایی کوچکتر مثل ایرلند و بلژیک نیز نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بالا، همراه با اثرات سرریز، یک نقش مهم و بالا در توسعه اقتصادی دارند و حجم زیادی از FDI به درون کشورهای صنعتی که با برنامه‌های ادغام و خرید شرکت‌ها بیشتر هماهنگ هستند، جریان می‌یابد. این مطالعات از فرضیه‌هایی حمایت می‌کنند که منافع سرمایه‌گذاری خارجی حاصل از اثرات سرریزها بیشتر از اثرات اندوخته سرمایه است.

**سرریزهای مالی - ادغام بازار سرمایه و رشد:** با یک روش مشابه، وام بانکی بین‌المللی و جریان‌های پرتفوی در یک محیط مالی پیشرفته، بیشتر کارایی دارند. جریان‌های بازارهای سرمایه بین‌المللی و محیط مالی در بلندمدت می‌توانند یکدیگر را تقویت کنند و انتظار می‌رود که توسعه بخش مالی با رشد اقتصادی سریعتر نیز همراه باشد و جریان‌های سرمایه بین‌المللی بزرگتر، با بهبودی وضعیت نقدینگی و بخش مالی همراه باشند.

به‌هرحال، یک جریان ورودی سرمایه خارجی، به خودی خود نمی‌تواند بهبودی در بخش مالی را به ارمغان آورد. به‌علاوه، نتایج کوتاه‌مدت ممکن است که نامطلوب به‌نظر برسند. نوسانات موجود در جریان‌های سرمایه نیز می‌تواند اثر منفی روی تولید و اشتغال داشته باشد.

**نقش واسطه‌های مالی:** با تخصیص شدن روند تولید خدمات مالی، بانک‌ها بر روی هزینه‌های دستیابی به اطلاعات صرفه‌جویی می‌کنند (Diamond / ۱۹۸۴) و نقدینگی را افزایش می‌دهند و تسهیلات سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت را فراهم می‌آورند و با تقسیم وجوه میان پس‌اندازکنندگان، ریسک‌ها را متنوع می‌سازند. بازارهای سهام نیز با بهبود کیفیت اطلاعات، به

تخصیص بهینه سرمایه کمک می‌کنند. افزایش نقدینگی به پس‌اندازکنندگان هم کمک می‌کند تا با متنوع‌کردن ریسک، میزان سهام و اوراق بهادار خود را تعیین کنند و بنگاه‌های تولیدی در کنترل مدیریت خود بیشتر دقت کنند (Diamond و Verrecchia / ۱۹۸۲). بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه احتمالاً به دلیل کمبود نقدینگی و کوچک بودن، نمی‌توانند تخصیص سرمایه را به‌طور بهینه صورت دهند. بنابراین، افزایش توانایی سیستم‌های مالی در کشورهای در حال توسعه باعث می‌شود که خدمات مالی صورت گیرد و واحدهای قانونی و چارچوب‌های مقرراتی مورد حمایت قرار گیرند و این موارد هم به افزایش رشد اقتصادی منجر خواهند شد. مطالعات انجام‌گرفته در این مورد نشان می‌دهد که توسعه بخش مالی به‌طور معنی‌داری همراه با رشد اقتصادی است و از طرفی، توسعه بخش مالی هم تا حدود زیادی نوسانات اقتصادی را کاهش می‌دهد.

**توسعه بخش مالی داخلی و جریان‌های بین‌المللی:** رابطه مثبتی میان جریان سرمایه بین‌المللی و توسعه بخش مالی وجود دارد، در حالی که این رابطه در کشورهای در حال توسعه فقیرتر نمی‌تواند به‌وجود آید. نمودار شماره شش نشان می‌دهد که برای سه گروه از کشورهای در حال توسعه

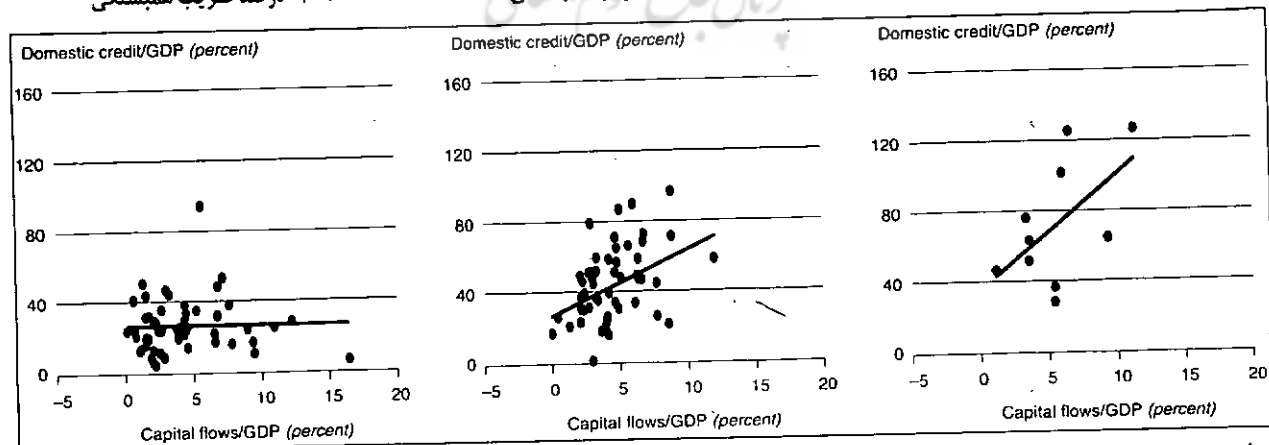
نمودار شماره شش

### سرمایه خارجی و توسعه بخش مالی

کشورهای کم‌درآمد با  
۰/۰۱ درصد ضریب همبستگی

کشورهای با درآمد متوسط با  
۰/۲۲ درصد ضریب همبستگی

کشورهای تازه‌صنعتی شده با  
۰/۵۶ درصد ضریب همبستگی



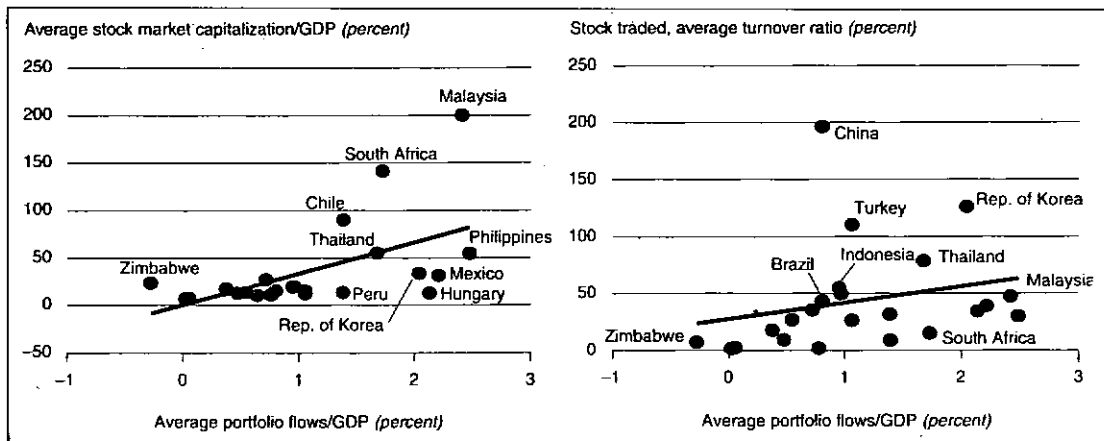
مأخذ: بانک جهانی / گزارش توسعه مالی جهانی.

نمودار شماره هفت

گردش پور تفوی و توسعه بخش مالی

ضریب همبستگی = ۰/۵۵

ضریب همبستگی = ۰/۲۴



مأخذ: بانک جهانی / گزارش توسعه مالی جهانی.

ورود خارجی‌ها، عملاً سردمداری و سودمندی بانک‌های داخلی را کاهش می‌دهد.

**جریان موجودی اوراق بهادار و توسعه بخش مالی:** اگرچه جریان موجودی اوراق بهادار همراهی قوی با افزایش سرمایه‌گذاری ندارد، ولی با توسعه بخش مالی همراهی قوی دارد. نمودار شماره هفت رابطه مثبت میان اندازه جریان‌های موجودی اوراق بهادار و دو معیار مختلف از توسعه بخش مالی، یعنی برآورد بازار بورس و گردش بازار بورس را نشان می‌دهد. جریان‌های اوراق بهادار، به‌خصوص جریان سهام واردی هستند که مربوط به نرخ‌گذاری توسط نمایندگی‌های اعتباری بین‌المللی می‌شوند. این نمایندگی‌ها ارزیابی‌های دوره‌ای از اعتبار حقوقی و سودآوری را انجام می‌دهند و این ایمنی بیشتر، به مراقبت بیشتر سیاست‌های خارجی کمک می‌کند. بدیهی است که با گسترش چنین جریان‌هایی، تعداد محدودی از بازارهای کشورهای تازه‌صنعتی شده با هم ادغام می‌شوند و منافعی به آن اقتصادها اتصال می‌یابد.

ادامه دارد

در بسیاری از کشورهای درحال توسعه کمک کرده است. علاوه بر این، سرمایه خارجی و در نتیجه، مالکیت خارجی به‌طور معنی‌داری به این امر کمک کرده است.

اغلب، مقررات‌زدایی در بخش مالی، باعث آزاد شدن مالکیت خارجی در مورد کنترل‌ها می‌شود. در رابطه با آزادسازی کنترل‌های سرمایه در اقتصاد کشورهای تازه‌صنعتی شده موجی از جریان‌های ورودی سرمایه صورت گرفته و در بخش‌های مالی انتقال مالکیت به‌طور گسترده‌ای رواج پیدا کرده است. به طور مثال، در اروپای مرکزی بین سال‌های ۱۹۹۴ تا ۱۹۹۹، سهم دارایی‌های بانکی کنترل شده توسط بانک‌های خارجی از ۱۰ درصد، به بیشتر از ۵۰ درصد دهه ۱۹۹۰ افزایش یافت، و این امر به کارایی بیشتر بانک‌های داخلی کمک کرد. به‌طور نمونه، بانک‌های با مالکیت خارجی کارایی بیشتری نسبت به موسسات مالی داخلی دارند. در این زمینه Clarke و دیگران در سال ۲۰۰۰ دریافتند که بانک‌های خارجی در آرژانتین از کیفیت بالاتر ذخایر وام برخوردارند و ارزش خالص بالاتری دارند و نیز نسبت درآمد به هزینه‌شان از بانک‌های داخلی بیشتر است. این عملکرد بهتر می‌تواند جایگزین فشار بر روی واسطه‌های مالی داخلی شود تا کارایی خود را افزایش دهند. بنابراین، Claessens و همکارانش در سال ۲۰۰۰ دریافتند که

مختلف، رابطه میان نسبت اعتبار داخلی با جریان ورودی سرمایه اندازه‌گیری شده است. ضریب همبستگی میان این دو متغیر در مورد کشورهای کم‌درآمد، فقط ۰/۰۱ درصد است و در کشورهای با درآمد متوسط ۰/۲۲ درصد و در مورد کشورهای درحال توسعه تازه‌صنعتی شده، این ضریب ۰/۵۶ درصد است.

**ورود سرمایه خارجی اغلب با ورود تکنیک‌های مالی جدید همراه است و این امر می‌تواند بازارهای داخلی کشورهای تازه‌صنعتی شده را توسعه بخشد.**

ورود سرمایه خارجی اغلب با ورود تکنیک‌های مالی جدید همراه است و این امر می‌تواند بازارهای داخلی کشورهای تازه‌صنعتی شده را توسعه بخشد. به‌طور مثال، با ورود سرمایه خارجی، یکسری ابزارهای مالی جدید وارد می‌شوند و به افراد اجازه می‌دهد تا ریسک‌های متنوع داشته باشند و حساب‌ها و صورت‌های مالی خود را شفاف و گویا سازند. شایان ذکر است که گرچه اصلاحات مالی موجب تغییر سقف‌های نرخ بهره می‌شود و ابزارهای اعتباری مستقیم را از میان می‌برد، ولی به توسعه بخش مالی