

## شکلهای دیگر تأمین مخارج از محل منابع خارجی:

### زمینه یابی

نویسنده: استیج کلاپسز

مترجم: علیرضا داودی

برای بسیاری از کشورهای در حال توسعه، شکلهای دیگر تأمین مخارج از محل منابع خارجی، یعنی تمام شیوههای تأمین مخارج که از سوی بخش دولتی تضمین نگردیده یا با وساطت این بخش تأمین نمی‌شود، از اهمیت روزافزونی برخوردار گردیده است، زیرا برای بخش دولتی امکان تأمین مخارج از محل منابع متداول، کاهش یافته است. در عین حال، بررسی خلاصه و جامعی از چند تحقیق علمی تحلیلی جدید، منتشر شده، اشکال دیگری از تأمین مخارج را مطرح می‌کنند که شامل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، اعطای وام برای اجرای طرحها، سرمایه‌گذاری به صورت سهام و اوراق بهادار، تهیه وجوه مالی از طریق فروش سهام دارای سود ثابت و خالص، وام غیر تضمینی بخش خصوصی، صدور اجازه نامه (پروانه)، سرمایه‌گذارانهای مشترک، شبه قراردادهای بین سهامداران و سایر اشکال خصوصی اعطای وام بدون حق تعطیل قانونی وام‌گیرندگان خصوصی می‌باشند. این آثار، برای تشخیص بین تدارک مالی از طریق اشکال دیگر (جایگزین) و شیوههای مرسوم در رابطه با احتمال ضرر و زیان یک کشور و برای بنیان نهادن مناسبترین مؤثرترین ساختارهای تشویقی و اقدامات محدود کننده در کشور میزبان یا برای تعیین مطلوبترین شیوههای تأمین مخارج برای شرکتهای بین‌المللی که در کشورهای رو به توسعه سرمایه‌گذاری

می‌کنند. راهنمایی‌های وارائه می‌کنند که کمتر می‌توان به آنها اطمینان نمود. این شکاف و کاستی در آثار تحلیلی، تأثیرات مهمی در تنظیم و تدوین سیاست بر جای می‌گذارد. این امر همیشه واضح و روشن نیست که آیا کنسوری که در حال گسترش انگیزه‌ها و برپایی سپرهای حفاظتی (برای ارائه حمایت‌های مطمئن به تیزهای اجرایی طرح) است، می‌تواند در جذب اشکال جایگزین تأمین مخارج بالاترین کارایی را داشته باشد.

در حال حاضر، راه حل قابل قبول برای سر و سامان دادن به مشکلات بدهیهای خارجی بسیاری از کشورهای در حال توسعه، کاهش بدهیهاست. این پذیرش، تنها زمانی به دست آمد که تلاشهای دهساله کشورهای مقروض برای اعاده رشد که عمدتاً از طریق اجبار بانکهای تجاری به ادامه پرداخت وجوه جدید به عنوان قرض صورت می‌گرفت، با شکست مواجه گردید. به طور کلی، اغلب بانکهای ذی نفع در این امر هم عقیده‌اند که احتمالاً تا آینده نزدیک نیز بانکهای تجاری برای اهداف موازنه پرداختهای کشورهای در حال توسعه، واسه‌های اصطلاحی خود را به طور داوطلبانه افزایش نخواهند داد.

یک پیامد واسه‌های جدید و مشروط بانکهای تجاری آن است که دولتها مجبور خواهند شد که به منظور جذب کمک برای تأمین مالی برنامه‌های رشد اقتصادی خود، عمدتاً به اعتبار دهندگان رسمی نهادهای چند جانبه تکیه نمایند. پیامد دیگر آن است که انتقالات خالص از کشورهای در حال توسعه به بانکهای تجاری برای چند سال آینده همچنان مثبت باقی خواهد ماند، بنابراین شیوه‌های تأمین مخارج از محل منابع خارجی که متفاوت از تدارک مالی از محل منابع متداول می‌باشند، با اعطای وام به بخش دولتی، از اهمیت فزاینده‌ای برخوردار می‌گردند. در اینجا واژه شکلهای دیگر تدارک مالی به تمام انواع تأمین مخارج از محل منابع خارجی خصوصی اطلاق می‌گردد که بدون حق تعقیب قانونی نسبت به مدیون بوده و می‌توانند موارد زیر را دربرگیرند: سرمایه‌گذارهای مستقیم خارجی، اعطای وام برای اجرای طرحها، سرمایه‌گذاری به صورت سهام و اوراق بهادار، تهبه وجوه مالی از طریق فروش سهام دارای سود ثابت و خالص، وام غیر تضمینی بخش خصوصی، صدور اجازه‌نامه (پروانه)، سرمایه‌گذارهای مشترک، شبه قراردادهای بین سهامداران و سایر اشکال اعطای وام خصوصی و بدون حق تعقیب قانونی به وام‌گیرندگان بخش

خصوصی. در میان بدهکارترین کشورهای که درآمد متوسطی دارند، بیش از ۴۰ درصد از انتقالات خالص منابع در سال ۱۹۹۰ از محل منابع مالی دیگر جایگزین بودند و انتظار می‌رود که سهم این بخش افزایش یابد.<sup>(۱)</sup> در دیگر گروه‌های کشورهای در حال توسعه نیز تمایلات مشابهی وجود دارد (World Bank, 1992) احتمالاً در کشورهای در حال توسعه، تأمین مخارج از محل منابع دیگر جایگزین بنا به دلایل دیگر نیز از اهمیت هر چه بیشتری برخوردار خواهد گردید. هر چه کشورها توسعه یافته‌تر می‌گردند، تمایل بیشتری نسبت به اتکا به تأمین مخارج از محل منابع جایگزینی از خود نشان داده و کمتر به دنبال تدارک مالی از محل منابع متداول خواهند بود. به علاوه، همان‌گونه که کشورهای در حال توسعه، بازارهای خود را به روی دیگر کشورها می‌گشایند و در جهت خصوصی‌سازی و اصلاح ساختارهای اقتصادی خود گام برمی‌دارند و نظامهای اقتصادی خود و نیز نقش دولت را از این طریق دستخوش تغییر و تحول می‌نمایند، آنها به اشکال متفاوت دیگری از تأمین مخارج و تدارک مالی نیاز خواهند داشت که در گذشته مرسوم نبوده است. همچنین آزادسازی این اقتصادها به مفهوم آن است که سرمایه داخلی دستخوش تحرک بین‌المللی گردیده و در معرض رقابت خارجی قرار می‌گیرد، و از این طریق، ارتباطات بین تدارک مالی از محل منابع خارجی و داخلی حیاتی‌تر و بی‌واسطه‌تر می‌گردد. در شیوه تدارک مالی از محل منابع متداول، این ارتباطات غیرمستقیم و با واسطه برقرار می‌گردد، زیرا تدارک مالی با میانجیگری و مداخله دولت صورت می‌گیرد. ویژگیهای تقسیم خطر و احتمال زیان و ضرر، انگیزه‌های بازده بیشتر و عملکرد بهتر و برقراری ارتباط با بازارهای کالا و سرمایه کشورهای صنعتی از دیگر دلایل روی آوردن روزافزون به شیوه‌های تأمین مخارج از محل منابع جایگزین می‌باشند. شاید مهمترین دلیل برای کشورهای در حال توسعه این باشد که تدارک مالی از محل منابع جایگزین، اغلب به مجموعه‌ای از سرمایه، تکنولوژی و دانش فنی تبدیل می‌گردد که می‌تواند بر روی رشد این گونه کشورها نتایج تعیین‌کننده‌ای بر جای گذارد.

از آنجا که شیوه‌های تأمین مخارج از محل منابع جایگزین اعتبار بیشتری می‌یابد، آگاهی از عوامل تعیین‌کننده جریان‌ات تأمین مخارج از محل منابع جایگزین، اینکه چگونه این جریان‌ات را می‌توان افزایش داد، چگونه وجوه تأمین شده از محل منابع جایگزین می‌تواند به بهترین وجه در

کشور میزبان مورد استفاده قرار گیرد و نقشی که عوامل مخاطره آمیز کشور میزبان می توانند بازی کنند - احتمال اعمال نظارت بر سرمایه، اعمال حق سلب مالکیت و سایر مخاطراتی که بر انتقال سرمایه و بازده آن تأثیر می گذارند - نیز از اهمیت بیشتری برخوردار می گردد. اما به سبب آن که در سالهای اخیر در زمینه تأمین مخارج از محل منابع دیگر جایگزین بررسیهای تحلیلی و تجربی اندکی صورت گرفته است، پاسخ به این پرسشها دشوار است. (بیشتر تحقیقات مربوط به دهه های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ می باشد. بررسیهای جامع درباره این موضوع توسط "لیسارد و ویلیامسون، ۱۹۸۵" [Lessard and Williamson, 1985] و بانک جهانی [World Bank] انجام شده است). پژوهشهای اخیر در زمینه تأمین مخارج از محل منابع خارجی بر روی استقرار بخش دولتی متمرکز گردیده است و این امر تا اندازه زیادی به سبب آن است که در طول دهه ۱۹۷۰ و اوایل دهه ۱۹۸۰، جریانهای بدهیها، انتقالات تدارک مالی از محل منابع جایگزین را تحت الشعاع خود قرار داده است: ارزش واقعی وامها در طول دهه ۱۹۷۰ سالانه در حدود ۱۰ درصد افزایش یافت، در حالی که ارزش واقعی تدارک مالی از محل منابع جایگزین تا اواسط دهه ۱۹۸۰ بدون تغییر باقی ماند. به علاوه، بیشتر بررسیهای منتشر شده اولیه، تنها در حد بررسی عوامل نافذ اساسی برای انتقالات سرمایه باقی ماندند. "عوامل واقعی" و تنها تعداد انگشت شماری صریحاً توجه خود را به تأثیر و ماهیت عوامل مخاطره آمیز کشور میزبان معطوف کردند. موضوعاتی مانند ثبات سیاسی و اعمال حق سلب مالکیت مورد بحث قرار گرفته اند، اما به ندرت بر اساس الگوهای تحلیلی بررسی شده اند. پژوهش اخیر در زمینه تأمین مخارج از محل منابع متداول بیشتر بر روی مخاطرات اعمال قدرت مطلقه متمرکز گردیده است - خطر مطرح کردن ادعاهایی در زمینه الغای بدهی و سرپاززدن از پرداخت وام - و با وضوح کمتری به تنظیم و الگوسازی عوامل نافذ اساسی برای انتقالات سرمایه پرداخته است. در عمل، هم عوامل مخاطره آمیز واقعی و هم عوامل مخاطره آمیز کشور میزبان، هر دو بر تأمین مخارج از محل منابع جایگزین متداول تأثیر می گذارند.

این بررسی، توجه خود را بر روی عوامل مخاطره آمیز کشور میزبان در ارتباط با تأمین مخارج از محل منابع جایگزین، طرحهای تشویقی داخلی به منظور جذب مالی از منابع خارجی، تدارک مالی با وساطت و میانجیگری شرکتها و بانکهای چند ملیتی و بخش عرضه تدارک مالی از محل منابع خارجی معطوف نموده است. این بررسی درصدد است تا در شناخت و تعیین عوامل مؤثر بر

جریان تأمین مخارج از محل منابع جایگزین کمک نموده و بنیادهای تحلیلی محکمی را ارائه نماید که مبتنی بر تجربه بوده و برای امر سیاست‌گذاری و تعیین خط مشی و نیز برآورد میزان تقریبی وجوه مالی قابل حصول از محل منابع جایگزین مفید باشد. همچنین این بررسی درمحد است نوافض و کاستیهای اصلی پژوهشهای قبلی را مشخص نماید.

### برخی از جنبه‌های مهم تدارک مالی از محل منابع دیگر "جایگزین"

برای آسان سازی مقایسه بین تأمین مخارج از محل منابع جایگزین و مرسوم، و ایجاد زمینه‌ای برای بررسی موضوع مورد بحث، تدارک مالی از محل منابع جایگزین را به سه دسته تقسیم می‌کنیم: سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)، سرمایه‌گذاری به صورت سهام و اوران بهادار متعلق به سهامداران (که وجوه احتیاطی دولتی را نیز دربرمی‌گیرد) و وام غیرتضمینی بخش خصوصی (جدول ۱). از آنجا که سرمایه‌گذارهای مستقیم خارجی تاکنون بزرگترین سهم را در تأمین مخارج از محل منابع دیگر "جایگزین" داشته است، بیشتر تحلیلهای این بخش بر اطلاعات و داده‌های این نوع از سرمایه‌گذاری متکی است.

#### سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، شامل سهم متنازقی جدید، فروش سهام جدید برای تهیه سرمایه، نواید محفوظ<sup>۲۱</sup> منافع تقسیم نشده، و وامهای شرکت به شرکت می‌باشند. سهم نسبی هر یک از این سه جزء، به طور قابل توجهی تغییر یافته است، اما مشخص نیست که توزیع آنها را چه عواملی تعیین می‌کنند.<sup>۲۱</sup> سرمایه‌گذاری مستقیمی که به سوی کشورهای در حال توسعه جریان دارد، تقریباً به طور انحصاری از سوی گروه کوچکی از کشورهای صنعتی، یعنی فرانسه، آلمان، ژاپن، انگلستان و ایالات متحده آمریکا در اختیار آنها قرار می‌گیرد. تاکنون حرکت کمی در جهت سرمایه‌گذاری مستقیم در میان کشورهای در حال توسعه مشاهده شده است.

جدول ۱. تدارک مالی از محل منابع جایگزین در کشورهای در حال توسعه، ۱۹۸۹-۱۹۹۱ (برحسب میلیون دلار)

نوع تدارک مالی	۱۹۸۹	۱۹۹۰	۱۹۹۱	۱۹۸۹-۱۹۹۱
سرمایه گذاری مستقیم خارجی	۲۳۳۴۳	۲۵۴۴۵	۳۳۵۴۱	۸۲۳۳۴
سرمایه گذاری به صورت سهام و اوراق بهادار	۳۴۰۹	۳۷۲۷	۷۲۹۱	۱۱۴۴۵
تهیه وجوه مالی از طریق فروش سهام	۲۱۲۳	۲۸۳۱	۹۱۳	۵۸۹۷
ADR <sup>(a)</sup>	.	۱۳۸	۴۹۹۲	۵۰۴۰
سرمایه گذاری مستقیم سهامداران	۱۲۸۶	۷۶۸	۱۴۵۴	۳۵۰۸
بخش خصوصی	۶۱۵۱	۱۵۲۱۱	۲۰۳۱۲	۴۱۶۷۴
وامها	۲۰۲۰	۹۰۴۴	۷۶۴۸	۱۸۷۱۲
اوراق قرضه	۳۵۴۴	۵۲۹۵	۱۰۱۳۴	۱۸۹۷۳
CPs/CDS <sup>(b)</sup>	۵۸۷	۸۷۲	۲۵۳۰	۳۹۸۹
مجموع	۳۲۹۰۳	۴۴۳۹۳	۶۱۱۵۷	۱۳۸۴۵۳

(a) برگرهای رسید سپرده متعلق به آمریکا (نشر حقوق تعهد پرداخت سهم متعارف در کشورهای در حال توسعه که توسط مؤسسات سپرده نگهدار کشورهای صنعتی نگهداری می‌گردد).

(b) اوراق بهادار بازرگانی تصدیق‌نامه‌های سپرده.

مأخذ: Goepfert, (1992); OECD data, World Bank (1992).

در میان کشورهای در حال توسعه، الگوهای مشترک و نیز تفاوت‌های قابل توجهی وجود دارند. به نظر نمی‌رسد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و جریان‌ات پرداخت وام به کشورهای در حال توسعه، همزمان با یکدیگر واقع شوند - یکی از این دو بر دیگری غلبه می‌نماید. در دهه ۱۹۳۰، جریان‌ات ناشی از وام تسلط داشتند. در دهه ۱۹۵۰ جریان‌ات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی غلبه یافتند. دهه ۱۹۷۰ دوران تجدید حیات جریان‌ات اعطای اعتبارات بزرگ بود.

به طور کلی، در کشورهای در حال توسعه، حجم سرمایه گذاری مستقیم خارجی کمتر از حجم وامهای اعطایی می باشد.<sup>(۳)</sup> در سال ۱۹۸۸، حجم سرمایه گذاری مستقیم خارجی برای تمام کشورهای در حال توسعه، تنها حدود ۱۱ درصد مجموع درخواستهای وام بوده است.<sup>(۴)</sup> نسبت میانگین حجم سرمایه گذاری مستقیم خارجی به محصول ناخالص ملی برای تمام کشورهای در حال توسعه ۱۰ درصد بود، در حالی که نسبت وام به محصول ناخالص ملی، بالغ بر ۸۳ درصد بود. تنها برای چند کشور در حال توسعه، سهم سرمایه گذاریهای خارجی در محصول ناخالص ملی بالاتر از سهم وام بوده است.

انحراف معیار سهم سرمایه گذاریهای مستقیم خارجی در محصول ناخالص ملی در میان این کشورها نیز بسیار پایین تر از (۱۳ درصد در سال ۱۹۸۸) انحراف معیار سهم وام در محصول ناخالص ملی ۸۳ درصد بود. حداکثر سهم سرمایه گذاریهای مستقیم خارجی در محصول ناخالص ملی ۴۷ درصد بود، در حالی که حداکثر سهم وام ۴۵۰ درصد بود. با وجود این، ضریب پراکندگی برای سرمایه گذاری مستقیم خارجی به عنوان سهمی از محصول ناخالص ملی بسیار بالاتر از (۱/۳۵) ضریب وام به عنوان سهمی از محصول ناخالص ملی (۰/۸۲) بود که پراکندگی بیشتری را در مورد سهم میانگین سرمایه گذاری مستقیم خارجی در محصول ناخالص ملی نشان می دهد.

ذخایر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بسیار بیشتر از ذخایر وامهای خارجی در میان چند کشور متمرکز است. پنج کشور (برزیل، چین، مصر، مالزی و مکزیک) بیش از ۶۳ درصد مجموع سرمایه گذاریهای مستقیم خارجی درخواستی کشورهای در حال توسعه را به خود اختصاص داده اند، در حالی که سهم پنج کشور از بدهکارترین کشورها، یعنی آرژانتین، برزیل، هند، اندونزی و مکزیک، تنها ۳۳ درصد مجموع حجم وام می باشد. کشورهایی با درخواستهای سرمایه گذاری مستقیم خارجی نسبتاً بالا دارای ویژگیهای معین، از قبیل یک زمینه منابع طبیعی سرشار و یک بازار داخلی گسترده می باشند، اما این مشابهتها را به سادگی نمی توان تحت یک قانون کلی طبقه بندی نمود، زیرا سایر کشورها با ویژگیهای مشابه، مانند هند و اندونزی، ذخایر سرمایه گذاری مستقیم خارجی هنگفت ندارند. به یقین، قرضه خارجی یک کشور به درآمد سرانه آن کشور بستگی دارد. این حکم با عقیده اینکه سرمایه خارجی به سبب میزان نهایی بازده سرمایه به سوی کشورهای با درآمدهای سرانه پایین جریان پیدا می کند، در تضاد است - انتظار می رود که این

گونه کشورها سهمهای بدهی سرانه بالاتری نیز داشته باشند (Genter and Rogoff, 1989). رابطه اصولی مشابهی نیز در مورد سرمایه گذاری مستقیم خارجی و محصول ناخالص داخلی سرانه برقرار است. در واقع، در میان تمام کشورها سرمایه گذاری مستقیم خارجی سرانه حتی بیش از بدهی سرانه نسبت به محصول ناخالص ملی سرانه حساس است. برای مثال، در سال ۱۹۸۸، کسش سرمایه گذاری مستقیم خارجی به محصول ناخالص ملی سرانه معادل ۱/۵ بود، در حالی که کسش بدهی سرانه به محصول ناخالص ملی سرانه فقط ۰/۸۱ بود. این انعطافپذیریها (کششها) برای سالهای دیگر نیز در میان گروههای کشورهای واقع در یک منطقه و برای کشورهای منفرد در طول زمان مشابه و قابل قیاس بود. البته ارتباط نزدیک بین سطوح بدهی و سرمایه گذاری مستقیم خارجی و سطوح درآمد "رشد" جهت رویداد را نشان نمی دهد: آیا سرمایه خارجی منجر به رشد بالاتر می گردد یا اینکه رشد بالاتر باعث جذب مبالغ بیشتر سرمایه خارجی می گردد؟ (Caves, 1982)

در طول سالهای ۱۹۷۶-۱۹۸۱، کشورهایی که بدهی زیادی نداشتند، نسبت به کشورهای که به شدت مفروض بودند تا اندازه ای بیشتر به سرمایه گذاری مستقیم خارجی به عنوان منبع تأمین مخارج از محل منابع خارجی تکیه کردند. کشورهایی که در پرداخت اصل و فرع قروض خود دچار مشکلاتی بودند، نسبت به کشورهایی که در پرداخت بدهی خود با مشکلی مواجه نبودند، نسبتهای سرمایه گذاری مستقیم خارجی به محصول ناخالص ملی بسیار پایین تر و نسبتهای کل بدهی به محصول ناخالص ملی بسیار بالاتری داشتند.

کشورها به ندرت به طور همزمان در پرداخت بدهی خود آشکارا قصور ورزیده و در عین حال درخواستهایی برای سرمایه گذاری مستقیم خارجی مطرح نموده و این واقعیتی است که باعث گردید در نظر طلبکاران و سرمایه گذاران تصور در پرداخت بدهی و سرمایه گذاری مستقیم خارجی به عنوان مظاهر اشکال کاملاً متفاوت و قابل تفکیک احتمال ضرر و زیان مطلق جلوه کنند. آن چند کشور در حال توسعه ای که از سرمایه گذاری مستقیم خارجی در دهه های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ سلب مالکیت نمودند (Williams, 1975)، طلبکاران را از فرض دادن مبالغ هنگفتی پول به آنها دچار ترس و تردید نکردند و در دهه ۱۹۸۰، زمانی که بسیاری از کشورها در پرداخت قروض خود قصور ورزیدند، تنها چند کشور از سرمایه گذاری مستقیم خارجی سلب مالکیت نمودند.<sup>(۵)</sup>



به طور کلی، هزینه ناشی از سرمایه گذاری مستقیم خارجی بالاتر از هزینه پرداخت اصل و فرع وام است. در طول سالهای ۱۹۸۰-۱۹۸۶، میانگین نرخ بازده سرمایه گذاری مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه برای سرمایه گذارهایی که منشأ آن از ایالات متحده آمریکا بود (تنها کشور صنعتی که اطلاعات کاملی درباره آن موجود است)  $۱۶/۲$  درصد بود.<sup>(۸)</sup> به طور کلی، تا اندازه‌ای به سبب آنکه نرخهای بازده سرمایه گذاری مستقیم خارجی بستگی به نرخهای رشد صادرات و محصول ناخالص داخلی کشور میزبان دارند، تفاوتهای بین کشورها و نیز میان گروههای مختلف کشورها بسیار قابل توجه بودند. میانگین نرخ بازده  $۲۸/۵$  درصدی آسیا پیش از دو برابر میانگین نرخ  $۱۲/۲$  درصدی آمریکای جنوبی و کشورهای صنعتی بود. در مقام مقایسه، هزینه میانگین بدنی از منابع تجاری در طول همان دوران برای کشورهای در حال توسعه  $۹/۷$  درصد بود و ارتباط بین نرخهای بهره بین‌المللی و نرخهای رشد صادرات و محصول ناخالص داخلی در کشورهای در حال توسعه ناچیز یا منفی بود.

### سرمایه گذاری به صورت سهام و اوراق بهادار

سرمایه گذاریهای مستقیم خارجی در بازارهای سهام و ارز کشورهای در حال توسعه اندک بوده است. سرمایه گذاریهای هنگفت به طور غیرمستقیم از طریق استفاده از صندوقهای کشوری یا صندوقهای سرمایه گذاری تعاونی صورت می‌گیرند که در کشورهای خاص به ثبت رسیده و در بازارهای سهام و ارز کشورهای در حال توسعه سرمایه گذاری می‌کنند (Van Agtmeal 1984; IFC). تخمین زده می‌شود که مجموع ارزش دارایی خالص صندوقهای سرمایه گذاری تعاونی که در کشورهای در حال توسعه در سال ۱۹۹۱ سرمایه گذاری گردیده است،  $۶/۸$  میلیارد دلار می‌باشد. این سرمایه گذاریها که در تعداد کمی از کشورهای در حال توسعه متمرکز گردیدند (به ویژه در اقتصادهای تازه صنعتی شده آسیای جنوب شرقی)، معادل حدود ۱ درصد ارزش سرمایه‌ای تخمینی بازار سهام و ارز کشورهای در حال توسعه در پایان سال ۱۹۹۱ می‌باشد (۱۳) میلیون دلار یا ۶ درصد ارزش سرمایه‌ای بازارهای سهام و ارز کشورهای صنعتی؛ مراجعه کنید به: IFC, 1992). سایر اشکال انتقال سرمایه از طریق برگرهای رسیده سپرده متعلق به آمریکا یا خریدهای مستقیم بوده است.

نرخهای دلاری بازده سرمایه‌های کشورهای در حال توسعه گرایش رو به بالا، اما ناپایدار داشته است. در طول سالهای ۱۹۸۴-۱۹۹۱، نرخ مرکب بازده این گونه سرمایه‌ها معادل  $۱۷/۲$  درصد یا  $۱/۱$  درصد بالاتر از شاخص پایه و مرکب  $۵۰۰$  نوع بازار سهام ایالات متحده آمریکا بوده است. تغییرپذیری نیز بالاتر از شاخص بوده است. نرخهای بازده کشورهای در حال توسعه ارتباط ناپذیری با نرخهای بازده سهام کشورهای صنعتی داشته‌اند (مانند  $۰/۳$  - به  $۰/۴$ ؛ مراجعه کنید به: IFC, 1992).

### وام غیرتضمینی بخش خصوصی

به دست آوردن اطلاعات درباره دیگر اشکال جایگزین تدارک مالی مشکلتر است. بسیاری از کشورهای در حال توسعه، اطلاعات مربوط به وامهای غیرتضمینی دریافت شده از شرکتهای خصوصی را نگهداری نمی‌کنند. اطلاعات نگهداری شده از سوی کشورهای طلبکار در مورد وجوه رهن شده توسط کشورهای در حال توسعه از طریق اوراق قرضه و سایر اسناد بازار سرمایه، اغلب بین سهام نشر شده دولتی و خصوصی تمایزی قایل نگردیده‌اند.

این گونه اشکال تدارک مالی که مجموع آنها در سال ۱۹۹۱ برای سهام نشر شده دولتی و خصوصی  $۱۲/۷$  میلیارد دلار تخمین زده می‌شود، از نظر مقادیر مطلق و نسبی افزایش یافته‌اند و این امر تا اندازه‌ای به سبب آن است که کشورهای در حال توسعه محدودیتهای استقرار بخش خصوصی را کاهش داده‌اند (برعکس، مجموع انتقالات وامهای ناخالص میان مدت و درازمدت به دولت‌های کشورهای در حال توسعه در آن سال بالغ بر  $۳۴$  میلیارد دلار بود). براساس اطلاعات بازار سهام و ارز، مجموع مطالبات غیرتضمینی از بخش خصوصی در حدود  $۷۷$  میلیارد دلار یا  $۷$  درصد  $۱۰۲۸$  میلیارد دلار مطالبات تضمینی دولتی و عمومی از تمام کشورهای در حال توسعه در سال ۱۹۹۱ بوده است.

### تفاوت‌های بین تدارک مالی از محل منابع متداول و منابع جایگزین

آمارهای ارائه شده در بالا تفاوت‌های فاحشی را بین مقادیر و چگونگی توزیع تدارک مالی از محل

منابع متداول و از محل منابع دیگر "جایگزین" و نیز نرخهای بازدهی هر کدام از آنها در کشورهای در حال توسعه را نشان می‌دهند. همچنین این آمارها بیانگر رابطه‌ای بین نوع تدارک مالی از محل منابع خارجی و عملکرد اقتصادی کشور دریافت‌کننده وام می‌باشند. تا جایی که به تدارک مالی از محل منابع جایگزینی مربوط می‌گردد که مشابه تدارک مالی از محل منابع متداول و مرسوم می‌باشند، توصیه‌های ارائه شده در مورد خط مشی می‌توانند به ذخایر فراوان معلومات موجود درباره تدارک مالی از محل منابع متداول تکیه نمایند. اما در محدوده‌ای که تدارک مالی از محل منابع جایگزین با تدارک مالی از محل منابع متداول متفاوت می‌باشد، ابزارهای جدیدی برای تجزیه و تحلیل، مدیریت و پیش‌بینی مورد نیاز است.

بین تدارک مالی از منابع متداول و تدارک مالی از محل منابع جایگزین، پنج تفاوت عمده وجود دارد (برخی از موارد افتراق تشابهاتی با یکدیگر دارند).

● تعهدات خصوصی و دولتی. تمایز بین تعهدات تضمین شده عمومی با دولتی (تدارک مالی از محل منابع متداول) و تعهدات خصوصی بدون حق تعقیب قانونی (تدارک مالی از محل منابع جایگزین) از اهمیت برخوردار است، زیرا در میان منابع متعدد، تأییراتی را نیز بر اختصاص منابع خارجی، انتقالات سرمایه‌های داخلی و خارجی مورد نیاز برای تأدیه اصل و فرع وام، احتمال ضرر و زیان ناشی از اعمال قدرت مطلقه در عدم پرداخت وام و منصد سرمایه بر جای می‌گذارد. احتمالاً یکی از مهمترین این گونه تأثیرات آن است که استغراض عمومی متضمن انتقالات سرمایه در درون و نیز خارج کشور است (مثبت و منفی)، در حالی که مطالبات خصوصی تنها شامل انتقالات سرمایه به خارج از کشور است. تنها از طریق انتقالات داخلی سرمایه است که منافع و هزینه‌های تدارک مالی عمومی از محل منابع خارجی تخصیص داده می‌شوند و به همین علت این تفاوت بسیار مهم است.

● نوع تعهدات و منبع تأمین سرمایه. اشکال دوگانه تدارک مالی از نظر نوع و منبع تأمین سرمایه، حداقل از سه جهت با یکدیگر تفاوت دارند. مورد اول آن است که در طول چند دهه گذشته، تدارک مالی از محل منابع سنتی و متداول تقریباً به طور انحصاری از طریق تمهد بدهی عمومی تأمین گردیده است. تمهد بدهی عمومی معمولاً هزینه پایینی دربرداشته و متضمن نظارت عمده و اساسی از سوی وام‌گیرندگان بوده و انگیزه اندکی برای دخالت وام‌دهندگان به صورت انتخاب و

نظارت عالی طرحها ایجاد می‌کند. همچنین وامها عمدتاً از سوی شمار اندکی از بانکهای تجاری بین‌المللی در اختیار قرار می‌گیرند. رویدادهای اوایل دهه ۱۹۸۰ به وضوح حاکی از آنند که چگونه ممکن است خطرات احتمالی زیان و ضرر در میان‌گروه کوچکی از مؤسسات مالی متمرکز گردیده و تهدیدی جدی را برای نظام بین‌المللی مالی مطرح نماید. مورد دوم آن است که تدارک مالی از محل منابع متداول، عمدتاً انتقال سرمایه را دربرمی‌گیرد، در حالی که تدارک مالی از محل منابع جایگزین، اغلب متضمن انتقال سرمایه ترکیب شده با تکنولوژی، دانش فنی و کالاهاست و این عوامل می‌توانند بر روی نرخ بازده آتی سرمایه‌گذار و کشور وام‌گیرنده تأثیر جدی برجای گذارند. مورد سوم آن است که مقادیر انواع متفاوت تدارک مالی از محل منابع خارجی می‌توانند به این موضوع بستگی داشته باشند که چه واسطه‌ای در کشورهای صنعتی بر پس‌اندازهای موجود مورد استفاده برای سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه کنترل و نظارت می‌کند. برای مثال، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ممکن است به مقدار پس‌اندازهای بستگی داشته باشد که در درون شرکتهای چند ملیتی به وجود می‌آید.

● هدف انتقال سرمایه. به سبب تابع هدف خاص مورد استفاده در ارزیابی طرحهایی که قرار است تدارک مالی گردند، ممکن است هدف نهایی انتقال سرمایه، به صورت تدارک مالی طرح یا هزینه، تفاوت نماید. سرمایه‌گذاریهای عمومی می‌توانند طرحهایی مانند تسهیلات زیربنایی و آموزش را دربرگیرند که نرخهای بازده اقتصادی بالا ولی نرخ بازده مالی پایینی دارند. سرمایه‌گذاریهای خصوصی مستقماً در طرحهایی مصرف می‌گردند که نرخهای بازده مالی بالایی دارند.

● روابط میان کسانی که سرمایه را تأمین می‌کنند و کسانی که آن را دریافت می‌کنند. روابط میان تأمین‌کنندگان سرمایه در مورد تدارک مالی از محل منابع متداول نسبت به مورد تدارک از محل منابع جایگزین به صورت روشنی بیان گردیده است. برای مثال، بانکهای تجاری نوعی موافقتنامه‌های صنفی با یکدیگر امضا می‌کنند که سهم عظیمی از تأمین محل برای پرداخت فروش وام به وام‌گیرندگان مقتدر را دربرمی‌گیرد. این موافقتنامه‌ها شامل موادی است که برای هر وام‌دهنده سهم برابری از هر پرداخت دریافت شده از سوی هر عضو شریک را قابل است. چنین موادی در میان وام‌دهندگان هماهنگی و درجه بالایی از ارتباط نزدیک و متقابل را به وجود

می‌آورند. بازده‌های وام‌دهندگان طرح‌هایی که هزینه‌های آنها به روش متداول تأمین گردیده‌اند، بستگی به مجموع درآمد‌های مالی، و نه بازه یک طرح منفرد، دارند. وام‌دهندگان تأمین‌کننده مالی از طریق روش‌های دیگر، فاقد چنین ارتباطات نزدیک و متقابل می‌باشند. برای مثال، آنها به ندرت فصول در ابفای تمهد به هنگام سررسید موعد یک طلب را به عنوان قصور در پرداخت سایر مطالبات تلقی می‌کنند.

● روابط بین طرح‌ها و تأمین‌کنندگان سرمایه. در تدارک مالی از محل منابع متداول، نرخ بازده یک طرح واقعاً هیچ‌گونه ارتباطی با بهره یا روش مورد استفاده در تأمین اعتبار ندارد. اما برای تدارک مالی از محل منابع دیگر، معمولاً این ارتباط نزدیک بوده یا همان‌گونه که لاسارد (Lessard, 1986b) خاطر نشان کرده است، نفوذ خارجی در مدیریت بالاست. این ارتباط یا فقدان آن بر روی انگیزه وام‌دهندگان یا سرمایه‌گذاران در جهت کسب اطمینان به موفقیت یک طرح تأثیر می‌گذارد.

### عوامل تعیین‌کننده در انتقالات سرمایه

چه عواملی بر انتخاب اشکال تدارک مالی از محل منابع متداول یا جایگزین تأثیر تعیین‌کننده دارند؟ سرمایه از میان مرزها عبور می‌کند، زیرا این جریان به وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان کمک می‌نماید تا درآمد و مصرف خود را در طول زمان بکنواخت نموده یا افزایش دهند، احتمالات ضرر و زیان را منتقل نموده و درآمد مستمر خود را افزایش دهند (Lessard, 1986a). یکنواخت نمودن درآمد یا مصرف، مستلزم تکیه کردن بر وام یا ذخایری است که در طول زمان پاسخگوی حرکت‌های مورد انتظار درآمد باشد (Cooper and Sacas, 1985). تدارک مالی از محل منابع جایگزین، این امر را ممکن می‌سازد و احتمالاً در طول دهه ۱۹۷۰ انگیزه بخش بزرگی از استقراض این تمایل بوده است. تدارک مالی از محل منابع جایگزین به ندرت برای پتان منطوری مورد استفاده قرار گرفته است. اما به نظر می‌رسد که در عمل مقدار زیادی از استقراض بیشتر به منظور متوازن نمودن ادواری و کمتر به صورت غیر ادواری به کار گرفته شده و در نتیجه یکنواختی اندکی به دست آمده است.

تنها در سال‌های اخیر، انتقال احتمالات ضرر و زیان از کشورهای در حال توسعه به بازارهای

سرمایه پیشرفته به عنوان یک هدف عمده انتقال سرمایه مورد توجه قرار گرفته است. برای حصول اطمینان بدهکاران و پیمانکاران در مقابل خطرات احتمالی، تدارک مالی از محل منابع سستی مناسب نیست. به نظر می‌رسد که تدارک مالی از محل منابع جایگزین که با تمهید پرداخت مشروط همراه است برای کاهش احتمال خطر مناسبتر بوده و بنابراین از زیانهای وارد بر رفاہ عمومی و خسارات ناشی از رکود که با درآمدهای متغیر و به تعویق انداختن سرمایه گذاری همراه است، تا اندازه‌ای جلوگیری می‌نماید. سرمایه‌گذاران تمایل دارند که با افزایش عدم اطمینان، سرمایه‌گذاریهای خود را به تعویق اندازند (Serven and Solimano 1991, 1992).

اما کشورهای در حال توسعه عمدتاً به دنبال ورود جریان‌های سرمایه‌ای به منظور افزایش درآمد مستمر خود می‌باشند (Fahlow, 1991). جذب سرمایه مستلزم آن است که یک کشور فرصتهایی برای سرمایه‌گذاری در اختیار داشته باشد که مطابق معیارهای جهانی سود ده بوده و علاوه بر آن مجموع نیازهای مالی آن کشور افزون بر پس‌اندازهای داخلی باشد. در باقیمانده این مقاله، توجه خود را بر روی موضوع فرصتهای سرمایه‌گذاری سودبخش متمرکز می‌نمایم.

### سودآوری سرمایه‌گذاری

چهار نوع از عوامل بر روی سودآوری فرصتهای سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه تأثیر می‌گذارند: عوامل واقعی در کشور دریافت‌کننده سرمایه، عوامل واقعی برخاست از تأثیرات متقابل بین کشور میزبان و سرمایه‌گذار، خط‌مشیهای دولتی در کشور میزبان و کشور منبع سرمایه و عوامل ناشی از احتمال زیان و ضرر عدم پرداخت اصل و فرع وام از سوی قدرت مطلقه. این بررسی عمدتاً بر روی مسیرهای متمرکز گردیده است که عوامل اول و آخر از آن راهها بر تدارک مالی از محل منابع متداول تأثیر می‌گذارند، در حالی که عوامل دوم و سوم تا اندازه‌ای به دست فراموشی سپرده شده‌اند.

### عوامل واقعی در کشور میزبان

به منظور انتقال سرمایه از میان مرزها، احتمال زیان و ضرر باید به نحوی تعدیل گردد که نرخ

واقعی بازده در کشور دریافت کننده سرمایه، بالاتر از کشور تأمین کننده سرمایه باشد. <sup>(۷)</sup> یک علت برای نرخ بازده بالاتر می‌تواند تفاوت‌های موجود در عوامل تعیین کننده نرخ بازده سرمایه باشد و این امر به مفهوم آن است که کشور دریافت کننده سرمایه باید نسبت به کشور تأمین کننده سرمایه، دارای عرضه نیروی کار فراوانتر، منابع طبیعی بیشتر، سهم سرمایه مادی اولیه پایین‌تر یا سهم انسانی پایینتر باشد. در تئوری کلاسیک جدید، تفاوت‌های در اعطای این گونه عوامل ضروری است تا یک انتقال اولیه منابع منجر به یک راهبرد (استراتژی) با دوام گردد (با دوام به مفهوم رفع برخی از گرفتاریهای حل شدنی، مراجعه کنید به: Jones and Keren, 1984; World Bank, 1985, 1991b). به طور کلی، این اصل زمینه اعطای وام از سوی کارگزاران امر توسعه می‌باشد (مراجعه کنید به: Lessard, 1986a, 1989b).

همچنین عرصه‌های دیگر تحقیق نویدی برای توضیح انتقالات سرمایه ارائه می‌کنند. موضوع رشد بنیانی و درون‌زا توزیع را از نظر رشد عوامل، به استثنای سرمایه مادی، یعنی سرمایه انسانی، داد و ستد کالاهای واسطه‌ای (Grossman and Helpman, 1990) و رقابت و اثرات مربوط به سرمایه‌گذاری در خارج از مرزها (Easterly and Wetzel, 1989; Easterly and others, 1992) مورد مطالعه قرار می‌دهد. اما مفاهیم ضروری برای تجزیه و تحلیل انتقالات سرمایه از محل منابع خارجی هنوز به طور کامل بررسی نگردیده‌اند (مراجعه کنید به: Spiegel and Arrau, 1990). به سبب برخی از کارهای مفید اولیه آنان، در اینجا به این موضوع توجه خاصی مبذول می‌گردد که چرا سرمایه، تکنولوژی و سایر عوامل، همواره به سوی محلی جریان نمی‌یابند که بارآورترین و سودمندترین کاربرد را برای آنها میسر می‌سازد. کار بر روی رشد بنیانی و درون‌زا ممکن است این فرضیه را مورد تردید قرار دهد که در غیاب موانع بازدارنده و تا زمانی که نرخهای بازده تبدیل نگردیده‌اند، سرمایه به کشورهایی جریان خواهد یافت که نرخهای بازده بالاتری دارند. برای مثال، الگوی رشد درون‌زای اسپیگل (Spiegel, 1990) نشان می‌دهد که برای بهره‌برداری کردن از این گونه نرخهای بازده بالاتر ممکن است حجم بسیار زیادی از وامهای خارجی مورد نیاز باشد.

عوامل تعیین کننده سرمایه گلفریها

بسیاری از عواملی که نرخ بازده را برای سرمایه‌گذاران خارجی مشخص می‌کنند، بازده

سرمایه گذاران خصوصی داخلی را نیز تعیین می‌کنند. عواملی مانند شرایط اقتصاد کلان، اعتبار خط مشیهای نرخ مبادله و ارز، کیفیت خط مشیهای مالی و نقل و اقلات داخلی بین سرمایه گذارهای دولتی و خصوصی می‌توانند برای سرمایه گذاران داخلی به همان اندازه سرمایه گذاران خارجی مهم باشند (1990) (Serven and Solimano, 1992; Green and Villanueva). بعضی از عوامل ممکن است تأثیرات متفاوتی بر روی سرمایه گذاری خصوصی داخلی و سرمایه گذاری خارجی بر جای گذارند، اما این عوامل خط مشیهای نرخ مبادله و ارز، قوانین قیمتگذاری انتقال سرمایه، محدودیتهای سرمایه گذاری خارجی در شرکتهای داخلی یا برگشت اصل سود و سود سهام به وطن اصلی سرمایه گذار و شرایط اندازه گیری عملکرد، از قبیل مشخصات ظرفیت داخلی را در بر می‌گیرند (IMF, 1985; Lizondo, 1990).

#### تأمین مالی توسط واسطه‌های داخلی و خارجی

وضعیت نظام مالی یک کشور می‌تواند تأثیر مهمی بر روی تدارک مالی از محل منابع خارجی داشته باشد. کشورهای از قبیل شیلی، کره جنوبی، مکزیک و ترکیه که اخیراً نظامهای مالی خود را توسعه داده و اقداماتی در جهت رفع محدودیتهای انجام داده‌اند، توانسته‌اند انتقالات فزاینده تدارک مالی از محل منابع دیگر (جایگزین) را جذب نمایند. انتقالات اخیر تدارک مالی از محل منابع جایگزین که در آسیای جنوب شرقی به صورت خدمات مؤسسات مالی واسطه سرمایه گذاری گردیده‌اند، در پاسخ به آزادسازی بخش بانکداری داخلی بوده است.

روابط بین شکل تدارک مالی از محل منابع خارجی و ساختار سازمانی نظام مالی کشور میزبان توسط چند تحقیق نظری مورد بررسی قرار گرفته است. این تحقیقات بر پایه بررسی مجدد روابط بین بخش واقعی یک کشور و بخش مالی آن استوار است (Bernanke and Gertler, 1988; Gertler, 1988). فروت و استین (Froot and Stein, 1989) دریافته‌اند که شکل تدارک مالی از محل منابع خارجی متأثر از ساختار نظام مالی داخلی است.<sup>(۸)</sup> علت فرار شدید سرمایه که از سوی برخی از کشورهای آمریکای جنوبی تجربه گردیده است، یعنی تجلی معکوسی از روابط بین انتقالات سرمایه خارجی خالص و نظامهای مالی داخلی، به نظامهای مالی داخلی نسبتاً توسعه نیافته نسبت داده شده است (Lessard and Williamson, 1987).



همان گونه که آثار منتشره متعدد درباره انتقالات مالی در میان کشورهای صنعتی به آن اشاره می‌کنند، احتمالاً روابط دیگری نیز وجود دارند. نکته مهم آن است که در بسیاری از کشورهای در حال توسعه سرمایه داخلی دارای تحرک بین‌المللی است (با درآینده این تحرک را کسب خواهد کرد) و سرمایه بین‌المللی تحرک بیشتری یافته است. این تحرک فزاینده سرمایه محدودتهایی را بر نظامهای مالی داخلی تحمیل نموده و انواع خاصی از تدارک مالی از محل منابع خارجی را جنابتر می‌کند.

#### نرخهای بازده اقتصادی و مالی

بر خلاف تدارک مالی از محل منابع متداول که تنها با نرخهای بازده اقتصادی در ارتباط است، تدارک مالی از محل منابع جایگزین، مستلزم آن است که نرخهای بازده مالی بالا باشند. بنابراین اتکالی هر چه کمتر به تدارک مالی از محل منابع متداول و گرایش بیشتر به تدارک مالی از محل منابع جایگزین، تأثیر عمیقی بر امر توسعه بر جای می‌گذارد. به ویژه، این تأثیرات برای مولدیی که تدارک مالی به آنها تعلق می‌گیرند، مهم می‌باشند. وامهای رسمی باید مستقیماً به طرحهایی اختصاص داده شوند که دارای نرخهای بازده اقتصادی بالا و نرخهای بازده مالی پایینی می‌باشند (آموزش و پرورش، محیط زیست، ایجاد تسهیلات زیربنایی). بنابراین تدارک مالی از محل منابع جایگزین باید طرحهایی را تأمین مالی نماید که نرخهای بازده مالی و اقتصادی بالایی دارند (مثلاً، در انرژی، تولید کالا و صنایع).

#### عوامل واقعی ناشی از تأثیرات متقابل بین به‌هنگاران و بستانکاران

فعل و انفعالات متقابل بین دریافت‌کننده و تأمین‌کننده سرمایه ممکن است بر نرخ بازده یک طرح تأثیر گذارد. برای مثال، زمانی که یک شرکت چند ملیتی در خارج سرمایه‌گذاری می‌کند، ممکن است بخشی از دانش فنی خود را منتقل کند. چنین فعل و انفعالاتی ممکن است منجر به کسب دستاوردهایی در کارایی سرمایه‌گذاری گردیده و نرخ بازده آن را افزایش دهد. ما در اینجا نوجه اصلی بحث خود را به تأثیرات متقابل از طریق شرکتهای چند ملیتی و مسائل نظارت مدبریتی و منبع تدارک مالی معطوف کرده‌ایم.

تأثیرات متقابل از سوی شرکتهای چند ملیتی

شرکتهای چند ملیتی تکنولوژی را منتقل نموده و از این طریق کمک می‌نمایند که احتمالات زیان و ضرر برای سهامدارانشان متنوع گردد. به طور کلی، موضوع اقتصادی در مرحله اول این جنبه‌ها متمرکز بوده و پس از آن و در مرحله دوم موضوع مالی قرار دارد.

موضوع اقتصادی در صدد است که تصمیمات شرکتهای چند ملیتی را توضیح دهد، از جمله اینکه داده‌ها و منابع از کجا تأمین و در کجا سرمایه‌گذاری گردند تا بازده مطلوب را تولید نمایند. همچنین، به عاملی باعث داد و ستد میان بخشهای مختلف، میان شرکتهای و میان صنایع می‌گردد (Helpman and Krugman, 1989 and Krugman, 1990, 1991). در مجموع، موضوع اقتصادی نتیجه می‌گیرد که برای شرکتهای چند ملیتی عوامل تعیین‌کننده بازده کل و انتقالات سرمایه از میان مرزها، عبارتند از صرفه‌جوییهای مقیاس و آزادی عمل، عامل ظرفیت مبادله، منافع ناشی از ادغام عمودی، ساختار بازار، برتریهای مربوط به محل سرمایه‌گذاری و سایر ابعادی که تدارک مالی از محل منابع جایگزین را همراهی می‌کنند، از قبیل انتقالات غیرمادی (ممنوی) میان واحدهای تولیدی مختلف می‌باشند. موضوع اقتصادی در بیان اینکه چرا سرمایه‌گذارها به صورت سهام و اوراق بهادار (بدون نظارت مدیریتی) سهامت، اجاره‌داندنها، سرمایه‌گذارهای مشترک یا صدور اجازه‌نامه‌ها نمی‌توانند همان وظایف و نقش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را انجام دهند هنوز ناتوان است. همچنین موضوع اقتصادی به اندازه کافی توضیح نمی‌دهد که چرا تفاوت‌های موجود در اعطای عوامل و ساختار بازار در مرزهای قانونی بین کشورها با یکدیگر همگونی یدا می‌کند. این موضوع در اصل تلاش می‌کند که سرمایه‌گذاری توسط شرکتهای چند ملیتی را به طور کلی تشریح نماید که می‌تواند لزوماً سرمایه‌گذاری خارجی نباشد. موضوع اقتصادی، اغلب استقرار کارخانه‌های متعدد را در مکانهای مختلف با استقرار آنها در کشورهای مختلف یکسان فرض می‌کند که این انطباق تنها در صورتی قابل قبول است که مرزهای مستقل برای استقرار کارخانه‌های متعدد دارای برتریهایی باشند. کروگمن (Krugman, 1991) استدلال می‌کند که موضوع اقتصادی بیشتر درباره محل جغرافیایی صنایع در میان مناطق مختلف بحث می‌کند (مثلاً، در میان مناطقی از ایالات متحده آمریکا) و کمتر به سرمایه‌گذاری در میان مرزهای مستقل می‌پردازد. این پاسخ که موانع بازدارنده فراروی حرکت‌های عامل و بازارهای ناقص احتمالاً

همزمان با اعمال محدودیتها از سوی یک کشور رخ می‌دهند، توضیح نمی‌دهد که چرا کشورها ایجاد این موانع را در جهت حفظ منافع دو جانبه خود می‌دانند.<sup>(۹)</sup> اقتدار مطلق، در وسیعترین مفهوم آن به صورت ناتوانی در وارد شدن به توافقانی است که می‌تواند توسط یک مقام قانونی اجرا گردد که خود می‌تولد یک توضیح عقلانی برای ایجاد موانع بوده و بنابراین منجر به وجود آمدن برزیهایی از نظر محل استقرار گردد، اما به اقتدار مطلق نه به عنوان یک محدودیت، بلکه بیشتر به عنوان دلیل برای سرمایه‌گذاری خارجی توجه پژوهشی کمی مبذول گردیده است.

به طور کلی، تحقیق در این عرصه، بیش از آنچه که بر خط مشیها مؤثر بوده و از این طریق باعث ارتقای تدارک مالی از محل منابع جایگزین گردد، احتمالاً بر رفتار شرکتهای چند ملیتی تأثیرگذار بوده است. در حال حاضر، این موضوع نیازمند تفسیرهایی در ارتباط با توصیه درباره خط مشی، ساختار بازار داخلی، آییننامه و غیره می‌باشد که این امر به حصول سرمایه‌گذارهایی کمک خواهد نمود که هم برای شرکتهای چند ملیتی و هم برای کشور میزبان نافع خواهد بود.

موضوع مالی بر منافع شرکتهای چند ملیتی بر حسب متنوع نمودن احتمالات زیان و ضرر برای سهامداران تأکید می‌کند. در محدوده‌ای که سهامداران قادر نیستند به نحو مؤثری موجودی سهام و اوراق بهادار (دارایی رو به رشد گرو گذاشته) خود را گوناگون ساخته و در سایر شرکتهای کشورها سرمایه‌گذاری نمایند، در حالی که شرکتهای چند ملیتی دارای این توانایی می‌باشند، سرمایه‌گذارهای خارجی توسط شرکتهای چند ملیتی، به ویژه در مواردی که شرکتهای چند ملیتی کالاهای غیرتجاری خارج از توان اشخاص را به دست آورده و از آن استفاده نمایند، منجر به کسب منافع برای سهامداران به سبب متنوع نمودن احتمال زیان و ضرر می‌گردد. برای مثال، یک شرکت چند ملیتی می‌تواند از طریق خرید یک شرکت با مهارتهای فنی بالا، سرمایه انسانی را به دست آورده و آن را به نحو سود بخشی مورد استفاده قرار دهد.

ارونزا و زنت (Errunza and Senbet, 1981) با بررسی درآمدهای ثابت و انحصاری که در نتیجه نوافض بازار در محدوده‌های تولید، عامل و مالی و نیز تفاوت‌های بین‌المللی در مالیاتبندی بر فعالیت‌های شرکتهای چند ملیتی به معاملات و عملکردهای بین‌المللی تعلق می‌گیرد، این مبحث گوناگون‌سازی را گسترش داده‌اند. آنها به طور تجربی رابطه‌ای مثبت و اصولی را بین میزان کنونی معاملات بین‌المللی و ارزش اضافی بازار، حتی پس از تعدیل منافع به سبب احتمال زیان و ضرر

گوناگون سازی ثابت نموده اند که حاکی از وجود این گونه درآمدهای ثابت انحصاری می باشد. نظارت مدیریتی و ساختار سرمایه، تدارک مالی از محل منابع جایگزین، بیش از تدارک مالی از محل منابع متداول، نظارت مدیریتی نزدیکتر سرمایه گذار خارجی را تشویق می کند. زمانی که سرمایه گذاران خارجی نیز جزو مدیران باشند (اکثریت یا اقلیت طلبکاران)، آنها معمولاً به طور دقیقتری درگیر انتخاب طرح و ارزیابی احتمال زیان و ضرر قدرت مطلق خواهند شد. به عنوان مدیران طرح، آنها دسترسی به سرمایه و بازارهای صادراتی را تضمین می کنند. چنین نظارت نزدیکتری می تواند بر میزان تأمین اعتبار قابل تحمل تأثیرات مهمی بر جای گذارد، زیرا بر انگیزه مهم پدیده سازگاری غلبه می نماید. زمانی که وجوه مالی پرداخت گردند، ممکن است انگیزه های وام گیرنده برای سرمایه گذاری نسبت به ادعاهای قبل از آن تفاوت نماید (Aizenman and Borenstein, 1988; Claessens and Diwan, 1990) برای مثال، مدیران شرکتی که تنها توسط سرمایه سهامداران تأمین مالی می گردند، نسبت به مدیران شرکت دیگری که از طریق وام تأمین مالی می گردند، با انگیزه های اجرایی متفاوتی روبه رو می شوند.

اگر سرمایه گذاران خارجی جزو مدیران نبوده، اما با وجود این، مستقیماً در اجرای طرح دخالت داشته باشند، مسئله نظارت مدیریتی به وجود می آید. از آن پس، ساختار سرمایه ای شرکت بر انگیزه مدیران تأثیر می گذارد. به نظارت مدیریتی در موضوع تدارک مالی شرکتهای داخلی توجه قابل ملاحظه ای مبذول گردیده است (برای بررسی، مراجعه کنید به: Dreyfuss and Knopf, 1988). تئوری نوین شرکت که در تشکیل یک شرکت مجموعه کامل قراردادهای (نیروی کار، فروشندگان کالا و توزیع کنندگان) را مدنظر قرار می دهد، توجه ما را به عواملی که به طور مؤثر بر عملکرد مدیران نظارت نموده و نیز نظارت اعمال شده بر مدیران از سوی بازار به علت ارائه خدمات مدیریتی جلب می کند (Fama, 1980; Jensen and Meckling, 1976).

تحقیق بر روی ساختار سرمایه در اقتصادهای بسته می تواند در زمینه تدارک مالی مطلوب یا الگوهای مشارکت یک شرکت بین المللی، درحالی که احتمال زیان و ضرر کشور میزبان در تجزیه و تحلیل منظور شده باشد، تا اندازه ای آگاهیهای را در اختیار ما قرار دهد. اما هیچ کدام از موضوعات تدارک مالی شرکتها و بدهی قدرتهای مطلقه مستقیماً کمکی به تجزیه و تحلیل ساختار سرمایه یک شرکت بین المللی نمی کنند. میدان عمل برای مشکلات عامل و کارگزار اصلی و خطر

عادی (خطری که بیمه گر تقبل می‌کند سم). در یک زمینه بین‌المللی به مراتب بزرگتر از یک زمینه داخلی است، زیرا به ویژه، مسئولیت بین‌المللی به اندازه کافی تعریف شده و روشن نیست. در عین حال، الگوی عامل اصلی واحد که در موضوع بدهی قدرت مطلقه مورد استفاده قرار می‌گیرد، مناسب و عملی نیست، زیرا مستلزم تصمیمات پراکنده و بدون مرکزیت درباره استقراض و بازپرداخت بوده و گرایش احتمالی تأمین مخارج از محل منابع خارجی از طریق تأمین مالی خصوصی به وجود می‌آید.

#### مسئولیت بین‌المللی

نوانین بین‌المللی در زمینه مسئولیت‌های طلبکاران خارجی مبهم و نامشخص می‌باشند. ماهیت پیچیده مسئولیت بین‌المللی هم بر سرمایه‌گذاری و هم بر تصمیم در امر تأمین مالی تأثیر می‌گذارد. تأمین‌کننده خارجی خصوصی سرمایه این انگیزه را خواهد داشت که از صرف برخی هزینه‌ها در جامعه میزبان اجتناب نماید. اگرچه گسترش اقتصادهایی که بیشتر به سمت بازار جهت‌گیری کرده‌اند، فرصتهای بهره‌برداری از ناهنجاریهای بازارهای داخلی از سوی سرمایه‌گذاران خارجی را کاهش داده است، اما مانع بازدارنده‌ای در مقابل شرکتهای با مسئولیت محدود نبوده‌اند که ممکن است با اتخاذ راهبردهای خطرناک نتایج زیانباری در کشور میزبان بر جای گذارند. در شرکتهای داخلی یک گروگذار (مثلاً نیروی کارگری) ممکن است مانع این نوع رفتار گردد. این احتمال وجود دارد که برای سرمایه‌گذارهای خارجی هیچ‌گونه نیروی مقام مشابهی وجود نداشته باشد. علاوه بر این، ماهیت قراردادهای بین‌المللی به یک وام‌گیرنده اجازه می‌دهد که با انتخاب خود از پرداخت مطالبات مربوط به یک طرح شانه خالی نموده و ارزش کنونی طلبهای دیگری را کاهش دهد که به سبب پذیرش تعهدات جدید متحمل گردیده است. با روش تدارک مالی از محل منابع سستی و متداول، وام‌گیرنده نمی‌تواند تقسیم بندی متفاوتی را در میان وام‌دهندگان ایجاد نماید.<sup>(۱۱)</sup> این تمایز بر روی مقدار وامی اثر می‌گذارد که می‌تواند از طریق اشکال جایگزین تدارک مالی از محل منابع خارجی تأمین گردد. همچنین ماهیت مطالبات بین‌المللی درجه بندی مطالبات (به ویژه تقدم نسبی وام و مطالبات سرمایه‌ای) را ناپایدار کرده و کار نظارت مدیریتی بر ساختار سرمایه یک شرکت را پیچیده تر می‌نماید.<sup>(۱۲)</sup>

با روش تدارک مالی از محل منابع بجاگزینی، نرخ بازده یک سرمایه گذاری با توجه به ساختار سرمایه و به سبب نبود شروط تسهیم دستخوش تغییر می‌گردد. به علت امکان وقوع برخورد منافع بین طبقات مختلف طلبکاران، سرمایه گذارهای پرسود نمی‌توانند در مواردی صورت پذیرد که بازده می‌تواند تکافوی هزینه تمام مطالبات عمده را در هر حالی نماید. مایرز (Myres, 1977) برای اولین بار، این روش استدلال را در پیش‌گرفت و نشان داد که وجود مطالبات ترجیحی و ممتاز، انگیزه‌های سهامداران یک شرکت را برای قبول فرصتهای سرمایه گذاری مناسب تضعیف می‌کند. شروط تسهیم کامل باعث می‌گردد که ساختار طلب متجانس گردیده و دیگر ممکن نیست که در میان طبقات مختلف طلبکاران درباره خط مشیهای سرمایه گذاری تضاد و برخورد منافع به وقوع پیوندد. البته ممکن است هنوز بین سهامداران و کشور میزبان برخوردهایی به وجود آید، زیرا به یک معنا کشور میزبان سهامدارنهایی می‌باشد.

این مسائل به طور کامل مورد بررسی و کاوش قرار نگرفته‌اند. جان زنبت و سوندارام (John, Senbet, and Sundaram, 1990) نشان دادند که مسئولیت محدود منجر به جهانی کردن محلی کردن و تمرکز کمکهای مالی می‌گردد. ایون و جاناگیرامانان (Eun and Janakiramanan, 1990) ثابت کردند که ارزش یک شرکت با برشی مالکیت‌های بین‌المللی بستگی به سهم مالکیت خارجی دارد و اینکه سهامداران خارجی و داخلی به طور هماهنگ برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت عمل نمی‌کنند. هودر و زنبت (Hodder and Senbet, 1990a) نشان دادند که با وجود بازارهای بین‌المللی یکپارچه، هزینه‌های نمایندگی (کارگزاری) تأمین محل برای پرداخت فروض و وام ساختار سرمایه‌ای مطلوبی را برای شرکتهای بین‌المللی مشخص می‌کنند که با ساختاری که آنان متداول در مورد ساختار سرمایه‌ای شرکت پیش‌بینی می‌کنند به کلی متفاوت است.

در هر حال، چیزی که در اینجا واقعاً نیاز به بررسی و تفحص دارد یا منشأ ذاتی ساختار مسئولیت (بدهی) مطلوب بدون توجه به قراردادهای مالی موجود است یا مفاهیم قراردادهای مالی موجود (برون‌زا) برای شرکتهای بین‌المللی است که برای سرمایه یا یکدیگر رقابت می‌کنند. راه اول، دارای این برتری است که می‌تواند کاملاً هماهنگ و در امتداد طرحهای تئوری قرارداد مطلوب در پی‌ارحوب عامل - اصلی حرکت نماید که این تئوری برای تجزیه و تحلیل تأمین مالی شرکت و بدهی قدرت مطلقه به کار می‌رود. اما شرح تفسیر آن برحسب ابزارها و اسناد موجود

مشکل است. راه دوم، به طور کلی برای تشریح تدارک مالی شرکت داخلی مورد استفاده قرار می‌گیرد و ممکن است با سهولت بیشتری با یک زمینه بین‌المللی وفق داده شود. از نقطه نظر یک غلط منی، نکته مهم آن است که آیا بازار می‌تواند ساختار سرمایه شرکت را به صورتی تعدیل و تنظیم نماید که منجر به حداکثر شدن ارزش شرکت گردیده و نیز سرمایه‌گذاری را به سطحی ارتقا دهد که از نظر کشور میزبان کافی باشد.

#### مؤسسات مالی واسطه در جهان صنعتی

دسترسی به منابع در بخشهای مختلف و نهادهای کشورهای منبع تأمین مالی با مسائل نظارت مدیریتی و ساختار سرمایه ارتباط نزدیکی دارند. گلدبرو (Goldborough, 1979) اومان (Oman, 1984)، صندوق بین‌المللی پول (IMF, 1985) و بانک جهانی (World Bank, 1985) تأثیرات متقابل بین اصلاحات سازمانی در کشورهای صنعتی و نوع انتقالات سرمایه را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده‌اند. تسلط وام بانکی در دهه ۱۹۷۰ با مبالغ هنگفتی از دلارهای نفتی همراه بود که از طریق نظام بانکی به صورت دورانی به کشورهای در حال توسعه منتقل می‌گردید. اکنون روشن شده است که بانکهای تجاری به عنوان واسطه‌های انتقال سرمایه با موعدهای پرداخت درازمدت، دارای ساختار سازمانی مناسب یا برتری نسبی نیستند. قابل درک است که این گونه انتقالات سرمایه‌ای می‌تواند ابتدا به شرکتهای چند ملیتی در کشورهای منبع تأمین سرمایه منتقل گردد. پس این شرکتهای می‌توانند قبل از سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه، تکنولوژی و سایر مهارتهای خود را به این سرمایه‌ها اضافه نمایند. اما ساختارها و اصلاحات سازمانی کشورهای صنعتی و نیز کشورهای در حال توسعه، زمینه پیشبرد این راه را فراهم نمودند.

اگر مؤسسات مالی واسطه در کشورهای صنعتی کامل نباشند، اگر مشکلات نظارت مدیریتی بسیار حاد گردد، برای کشورهای در حال توسعه، دسترسی به تدارک مالی از محل منابع دیگر، بستگی به موجود بودن سرمایه در منبع مالی سازمانی یا بخش اقتصادی مربوطه پیدا می‌کند. سرمایه‌گذاران سازمانی، مانند صندوقهای بازنشستگی یا بیمه به عنوان منابع جدید و مهم سرمایه مطرح گردیده‌اند، زیرا آنها دارای افقهای سرمایه‌گذاریهای درازمدت بوده و می‌توانند فراگیرتر که چگونه طرحها را نظارت و اداره نمایند (Lessard and Williamson, 1985) اما، روشن نیست که

پرا سرمایه‌گذاری مستقیم توسط این گونه سرمایه‌گذاران در مقایسه با انتقال منابع از سوی آنان به شرکتهای چند ملیتی که پس از آن در کشورهای در حال توسعه سرمایه‌گذاری می‌کردند، دارای برتری است. آیا به آن علت است که این گونه انتقال، ابتدا به شرکتهای چند ملیتی و سپس به کشورهای در حال توسعه، بر مشکل نظارت مدیریتی می‌افزاید؟ یا قراردادهای بین شرکتهای چند ملیتی و وام‌دهنده نهایی به نحوی می‌تواند طرح‌ریزی گردد که امتیازات مدیریتی و سایر برتریهای شرکتهای چند ملیتی مورد بهره‌برداری قرار گرفته و در عین حال مشکل نظارت مدیریتی را به حداقل رساند؟<sup>(۱۲)</sup> در هر حال، شرکت چند ملیتی می‌تواند به عنوان واسطه مالی نقش مهمی بازی کند که این موضوع به اندازه کافی مورد بررسی قرار نگرفته است. در واقع، اساساً به پیوستگی بین منابع موجود مالی و ساختار تأمین مالی کشورهای در حال توسعه از محل منابع خارجی توجه چندانی مبذول نگردیده است. یکی از محدود بررسیها در این عرصه مربوط به 'حسین و کیو' (Husain and Choi) است. به عنوان نقطه شروع مفید خواهد بود که شاید با استفاده از ماتریس حسابداری جهانی و همان گونه که مک کارتی (McCarthy, 1988) مورد بحث قرار داده است، نگاهی به جریانهای مالی بین‌المللی که در سطح جهانی منتقل می‌گردد.

#### اثرات موازنه پرداختها

شرکتهای چند ملیتی میزان وجوه مالی برای تأمین سرمایه‌گذارهای ثابت و سایر عملکردهای شرکتهای مادر و نیز تعداد شرکتهای وابسته خارجی را افزایش می‌دهند. تصمیمات مربوط به هزینه‌های سرمایه‌ای شرکتهای چند ملیتی بر روی مجموع تشکیل سرمایه در کشورهای در حال توسعه، یعنی جایی که شرکتهای وابسته قرار دارند، تأثیر می‌گذارند و نیز وضعیت نسبی داراییهای خارجی کشور منبع و نیز داراییهای کشور میزبان متأثر از تصمیمات مربوط به تدارک مالی شرکتها می‌باشند. انتقال مالی شرکتها در بین شرکت مادر و شرکتهای وابسته در موازنه پرداختهای کشورهای منبع و میزبان ثبت گردیده و از سوی اوضاع بازارهای مالی کشورهای صنعتی و نیز درجه توسعه بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه تأثیر می‌پذیرند. مالیابندی بر انتقال سرمایه‌ای شرکتهای چند ملیتی، خط مشیهای نظارت سرمایه‌ای در کشور منبع و انگیزه‌های کشور میزبان برای پذیرش سرمایه‌گذاری خارجی نیز بر انتقال مالی بین شرکتها تأثیر می‌گذارند.



موضوع تدارک مالی و تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری شرکتهای چند ملیتی (Senbet, 1978; Shapiro, 1979) و هزینه های سرمایه ای که شرکتهای چند ملیتی در نقاط مختلف متحمل می گردند (Lipsey and Stevens, 1988). توضیحی برای میزان سهام پرداخت شده شرکتهای چند ملیتی در وضعیت نسبی داراییهای خارجی کشورها ارائه نمی کند. بررسیهای گوناگون ده های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ سرمایه گذاری مستقیم خارجی و موازنه پرداختها را در کشورهای صنعتی مورد بررسی و کاوش قرار داده اند اما این تحقیقات توجه خود را عمدتاً به برنامه ای معطوف کرده اند که در فوریه سال ۱۹۶۵ از سوی ایالات متحده آمریکا برای محدود کردن خروج سرمایه ها به اجرا درآمد (Brimmer, 1966; Kwack, 1972; Prachowny, 1972; Boatwright and Renton, 1975).

اجزای تشکیل دهنده موازنه پرداختهای پنج کشور صنعتی که بالاترین سرمایه گذاری مستقیم را در کشورهای در حال توسعه داشته اند (فرانسه، آلمان، ژاپن، انگلستان و ایالات متحده آمریکا) ندرتاً به ترتیب تاریخی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و به خط مشیهای مؤثر بر خروج سرمایه از کشورهای صنعتی یا انگیزه های کشورهای در حال توسعه برای پذیرش سرمایه گذاری خارجی مربوط گردیده اند. لیپسی (Lipsey, 1987)، مشخصات متغیر عملکردهای مالی خارجی ایالات متحده آمریکا و رشد سرمایه گذاریهای مستقیم خارجی این کشور را پس از جنگ جهانی دوم مورد تجزیه و تحلیل قرار داده است. هیچ تحلیل دیگری، بهبودهای کیفی و مقداری بریانات موازنه پرداختهای سایر کشورهای صنعتی با انتقالات سرمایه گذاری مستقیم خارجی بالا را بیگیری نکرده است.

### سیاستهای دولتی

سومین عامل مؤثر بر نرخ بازده سرمایه گذاری خارجی، سیاستهای دولتی در کشورهای میزبان و نیز منبع تأمین سرمایه می باشند. این سیاستها، انگیزه های سرمایه گذاری، بخشودگیهای مالیاتی و ساختارهای مالیاتبندی تبعیضی، یعنی تمام اقداماتی را در بر می گیرند که می توانند سطح بازده سرمایه گذاری مستقیم خارجی را تغییر دهند.

### طرحهای ایجاد انگیزه

اغلب کشورها، هم کشورهای صنعتی و هم کشورهای در حال توسعه، به منظور افزایش منافع مورد انتظار سرمایه گذاران خارجی، حداقل برخی اقدامات را در سیاستهای خود معمول کرده‌اند (Guisinger, 1986). اما در کشورهای در حال توسعه، تأثیر کمکهای مالی خاص با سایر انگیزه‌ها نامشخص است. معمولاً، شرایط کلی حاکم بر سرمایه گذاری و سیاستهای مؤثر بر بخشهای خاص بیش از ایجاد انگیزه‌های خاص ر تصمیمات سرمایه گذاران خارجی در اختصاص منابع تأثیر می‌گذارند. عواملی موجود در کشورهای تأمین‌کننده سرمایه، از قبیل مشکلات فراروی بیمه کردن سرمایه گذاریهای خارجی نیز می‌توانند بر تصمیمات سرمایه گذاران مؤثر باشند (Gubitz, 1991). بسیاری از بررسیها بر این نکته اشاره دارند که سرمایه گذاران عمدتاً از انگیزه‌های سرمایه گذاری، به ویژه انگیزه‌هایی که نوبت منافع آتی را می‌دهند، چشمپوشی می‌کنند. گویزنگر (Guisinger, 1985) معتقد است که برای انتخاب محل سرمایه گذاری انگیزه‌ها تنها نقش کوچکی ایفا می‌کنند، زیرا جذابیت طرح ایجاد انگیزه در رابطه با طرحهای سایر کشورها نقش سهمتری بازی می‌کند. نتیجه این امر آن است که گاهی کشورها در پیشنهادهای مناقصه با یکدیگر درگیر می‌گردند که این موضوع هیچ‌گونه تغییری در سهم نسبی این کشورها از مجموع انتزاعات سرمایه به وجود نمی‌آورد، در حالی که منافع سرمایه گذاران را افزایش می‌دهد (Wheeler and Mody, 1990). برخی شواهد که عمدتاً روایت گردیده‌اند، حاکی از آنند که انگیزه‌هایی که در سرگیرنده پرداختهای قابل ملاحظه در ابتدای کار می‌باشند در جذب سرمایه گذاری خارجی مؤثرند. در همین حال، منافع اقتصادی نهایی کشور میزبان نامشخص است. برای مثال، شاپیرو (Shapiro, 1990) مورد صنعت اتومبیل را در برزیل مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. این صنعت در نتیجه دخالت دولت تأسیس گردید و نتیجه گرفت که در این مورد خاص، دخالت دولت موفقیت آمیز بوده است. وار (Warr, 1989) این موضوع را مورد توجه قرارداد که آیا مناطق صادرکننده کالاهای ساخته شده سرمایه گذاری را جذب می‌کنند و دریافت که آنها سرمایه گذاری را جذب می‌کنند، اما منجر به ایجاد منافع اقتصادی نامطمینی برای کشور میزبان می‌گردند. هزینه‌های ابتدایی می‌تواند بسیار قابل ملاحظه باشد و به نظر می‌رسد که اثرات زیانبار اقتصادی حداقل است.

## روش مالیاتی

برای کشورهای صنعتی تفاوتها با تغییرات ساختار مالیاتی، تنها بخشی از انتقال سرمایه را در سالهای اخیر توجیح می‌دهد. برای کشورهای در حال توسعه، نتایج تحقیق متفاوت می‌باشند. اوبریخ (Auerbach, 1990) که تجزیه و تحلیل نظری او بر روی کشورهای در حال توسعه متمرکز شده است، به این نتیجه رسید که ساختارهای مالیاتی می‌توانند از اهمیت برخوردار باشند. اسلمراد (Stemrod, 1990) نتیجه‌گیری کرد که تعیین میزان تأثیرات نظامهای متفاوت مالیاتی کار مشکلی است. شاه و اسلمراد (Shah and Stemrod, 1990) دریافتند که انتقالات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به مکزیک نسبت به نظامهای مالیاتی مکزیک و ایالات متحده آمریکا حساس و تأثیرپذیر بوده‌اند چون (Jun, 1990) به نتایج مشابهی در زمینه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به داخل و خارج ایالات متحده آمریکا رسید همچنین فروت (Froot, 1990) در زمینه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از ژاپن و استین (Stein, 1990) در مورد جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از ژاپن به ایالات متحده آمریکا، و لیکور و مینتز (Leechor and Mintz, 1990) در زمینه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به ناپلند به نتایج مشابهی دست یافتند.

روش مالیاتی نه تنها ممکن است بر انتقالات سرمایه‌ای ناخالص تأثیر گذارد، بلکه همچنین بر تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، هزینه و نوع تأمین مالی مؤثر است. هویزینگا (Huizinga, 1992a, 1991b, 1992) به این نتیجه رسید که تفاوت‌های بین‌المللی در روشهای مالیاتی بر روی سرمایه‌گذاری خارجی اولیه و نیز تصمیمات بعدی در امر هزینه تحقیق و توسعه و ابداع محصول تأثیر می‌گذارند. همچنین قوانین مالیاتی ممکن است بر روی نوع انتقالات میان مرزها، برای مثال تصمیمات اتخاذ شده درباره نسبت ارزش ویژه وام برای شرکتهای یک کشور در زمان اتخاذ تصمیم در مورد سرمایه‌گذاری، مؤثر باشند (Huizinga, 1990a, Errunza and Senbet, 1981) در عین حال، هودر و سنبت (Hodder and Senbet, 1990b) که قیاس بین‌المللی را از الگوی تعادل مالیات‌ها و وام میل (Miller, 1977) اقتباس کرده‌اند، دریافتند که خط مشی مالیاتی شرکت، نقش عمده‌ای در تعیین نسبت کل ارزش ویژه وام بین‌المللی بازی می‌کند، اما بر تصمیمات شرکتهای منفرد در زمینه نسیتهای ارزش ویژه وام آنها تأثیری نمی‌گذارد.

بنابراین به طور کلی، تجزیه و تحلیل سیاستهای دولتی نشان می‌دهد که آنها تنها تأثیر محدودی

در جذب سرمایه گذاری خارجی بر جای می گذارند. این امر به ویژه در جایی صادق است که انگیزه ها می توانند به آسانی بازپس گرفته شده یا تضعیف گردند. برای مثال، گریکو (Grieco, 1985) گزارش می کند که در بسیاری از موارد، مالیات بر سرمایه گذاریهای طرحهای منابع طبیعی در طول چند سال پس از امضای موافقتنامه سرمایه گذاری، تا ۳۰ درصد افزایش یافت و از این طریق نرخ مالیاتی پایین اولیه تبدیل به انگیزه ضعیفی برای جذب سرمایه گذاری گردید.

### عوامل مخاطره آمیز کشور دریافت کننده وام

چهارمین عاملی که بر سطح و الگوی انتقالات سرمایه ای بین المللی تأثیر می گذارد، احتمال خطر زیان و ضرر کشور میزبان است. قبل از انتقال سرمایه، وام دهندگان به تضمینهایی نیاز دارند تا مطمئن گردند که وام گیرندگان مطالبات آنها را بازپرداخت خواهند کرد. بیش بینی مجازاتهایی برای جلوگیری از عدم پرداخت بهره یا اصل وام ضرورت دارد و خوشنامی و خوش حلی مستلزم پاسخ مساعد و پاداش است.

اِبِتُون و گرسوویتس (Eaton and Gersovitz, 1981) که اولین کسانی بودند که از یک الگوی تحلیلی در بررسی و کاوش احتمالاً زیان و ضرر قدرت مطلقه درباره تأمین مالی از محل منابع سنتی و معمول استفاده نمودند، توجه خود را به انگیزه وام گیرنده برای حفظ دسترسی به بازارهای مالی بین المللی معطوف نمودند. اِبِتُون، گرسوویتس و استیگ لیتس (Eaton, Gersovitz and Stiglitz, 1986) و اِبِتُون (Eaton, 1990) موضوع هزینه های موقتی ناشی از قصور در پرداخت وام را مورد بررسی قرار دادند. بولو و روگوف (Bulow and Rogoff, 1989b, 1989c) بر روی مجازاتهای مستقیم، مانند مجازاتهای تجاری تأکید نمودند که وام دهندگان می توانند در موارد تصور در پرداخت وام اعمال نمایند. در عین حال، اهمیت نسبی هر کدام از این عوامل در تعیین انتقالات سرمایه ای به وام گیرندگان دارای قدرت مطلقه و انتقالات از سوی آنها هنوز عمدتاً نامشخص است. این به معنای آن است که ماهیت اصلی قرارداد ضمنی بین وام دهندگان و وام گیرندگان نیز نامشخص است که این امر به نوبه خود محدودیتهای شدیدی در قانونمند کردن ترسبه های سیاسی درباره اشکال قراردادی که می تواند بهترین نتیجه را دربر داشته باشد، تحمیل می کند. در موضوعات تحلیلی و تجربی تأمین مالی از محل منابع جایگزین توجه کمی به احتمال زیان

و ضرر کشور میزبان مبذول گردیده است. لسارد (Lessard, 1989a, 1989b) و لسارد و ویلیامسون (Lessard and Williamson, 1985) دلایل متعدد زیر را عنوان کردند و نشان دادند که چرا احتمال زیان و ضرر کشور میزبان در تأمین مالی از محل منابع جایگزین با مخاطرات قرارداد استقراض عمومی متفاوت است: در تأمین مالی از محل منابع جایگزین انتقالات داخلی وجود ندارد؛ فرصت طلبی در عدم پرداخت وام به صورت متفاوتی تعریف می‌گردد (با سرمایه‌گذاری خارجی، قصور در پرداخت وام می‌تواند همزنی و در نتیجه ایجاد ضربات و صدمات خارجی واقع شود، اقدامی توسط دولت صورت گیرد یا به شکل یک تصمیمگیری نمددی از سوی وام‌گیرنده باشد)؛ نوع طرحهایی که تأمین مالی می‌گردند ممکن است متفاوت باشد؛ بار سنگین زیانهای ناشی از قصور در پرداخت وام ممکن است متفاوت باشد که این امر باعث ایجاد انگیزه‌های متفاوتی برای مذاکره مجدد جهت رسیدن به توافق می‌گردد؛ و میزان تدارک مالی از محل منابع جایگزین کمتر از مقدار تدارک مالی از محل منابع سنتی و معمول بوده است که احتمالاً خطر زیان ضرر عدم پرداخت وام را کاهش می‌دهد. بحث زیر در زمینه عوامل مخاطره‌آمیز کشور میزبان، به مسئله را مدنظر قرار می‌دهد: سلب مالکیت انتخابی و خوشنامی، پذیرش و تعهد مطالبات خصوصی و الگوسازی تحلیلی.

#### سلب مالکیت انتخابی و خوش حسابی

سرمایه‌گذاران خارجی بخش خصوصی تقریباً هیچ ارتباط و پیوستگی با یکدیگر ندارند، در حالی که وام‌دهندگان سنتی ارتباطات قوی و شاخصی با یکدیگر دارند. یک تهدید برای توقف اعطای وام از سوی وام‌دهندگان سنتی نسبت به تهدید مشابه سرمایه‌گذاران بخش خصوصی تأثیر بیشتری بر جای می‌گذارد، زیرا برای سرمایه‌گذاران خصوصی مشکل است که فعالیتهای خود را با یکدیگر هماهنگ نمایند. اما سرمایه‌گذاران خصوصی قادرند که از ارائه تکنولوژی و سایر منابع و داده‌ها خودداری ورزیده و دسترسی به دانش فنی توسعه یافته سایر کشورها را محدود نمایند. نبود ارتباطات در میان سرمایه‌گذاران بخش خصوصی قصور در پرداخت وام طبکاران با طرحهای منفرد را برای وام‌گیرندگان آسانتر نموده و از این رو، این امر بر ماهیت معازانهای قصور در پرداخت وام و قرارداد ضمنی بین وام‌گیرنده و وام‌دهنده تأثیر می‌گذارد (Eaton and Gersowitz).

(1989) برای مثال، احتمالاً وام گیرندگان به طور انتخابی از پرداخت وام طرحهای شانه خالی می‌کنند که کمترین مجازات برای آنها پیش بینی شده است. دولتها می‌توانند منافع اقتصادی و هزینه‌های ناشی از قصور در پرداخت وام طرحهای خاص را ارزیابی نموده و تصمیمی درباره سلب مالکیت یک طرح متفرد اتخاذ نمایند.

اما یکت و استون (Picht and Stuenkel, 1991) عقیده دارند که دولتها به ندرت به طور انتخابی دست به سلب مالکیت می‌زنند، بلکه بیشتر از تمام بخشها و منابع سلب مالکیت می‌کند. از نظر اقتصادی این رفتار غیر منطقی است، زیرا هزینه‌ها و منافع سلب مالکیت در میان تمام بخشها و صنایع یکسان نیستند. رفتار سلب مالکیت غیر انتخابی ناشی از طرز تفکر و ایدئولوژی خاص بوده و پس از انتخابات یا کودتاها به وقوع می‌پیوندد. موارد قصور تاکنون چنین بوده است، شخص ممکن است انتظار داشته باشد که دولتها در زمینه تعهدات وام خود به همان صورت رفتار کنند، اگر چه به نظر می‌رسد که فصولات مشترک در هر دو شکل تأمین مالی نادر است. این امر تا اندازه‌ای عرصه را برای جایگزینی تدارک مالی از محل منابع سستی و تدارک مالی از محل منابع جایگزین باز می‌کند. شواهد روایت شده اینون و گرسوینس (Eaton and Gersovitz, 1989) حاکی از آنند که برخی دولتها از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به طور انتخابی سلب مالکیت می‌کنند، بدون آنکه به توان دسترسی کشور به سایر اشکال سرمایه خارجی صدمه وارد گردد.

در عین حال، سلب مالکیت همراه با یک رشته از خط‌نشیها به وقوع می‌پیوندد که بر بازده سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارند. تشخیص سلب مالکیت تدریجی درآمدهای یک سرمایه‌گذاری خارجی از طریق مالیاتها، فعالیتهای اتحادیه‌ای یا شرایط حق مالکیت داخلی مشکل است و این امر سنجش داراییهای سلب مالکیت شده را مشکل می‌کند. هویزیگا (Huijiziga 1990a) تأثیر اتحادیه‌های کارگری را بر الگوهای سرمایه‌گذاری خارجی مورد بررسی قرار داد و دریافت که این اتحادیه‌ها احتمالاً تأثیر منفی برجای می‌گذارند.

#### قبول پرداخت مطالبات بخش خصوصی

دولتها بارها بدهی خارجی وام گیرندگان بخش خصوصی را که از پرداخت آن سرماز زده‌اند، به عهده گرفته‌اند. در اوایل دهه ۱۹۸۰، بسیاری از دولتهای کشورهای آمریکای جنوبی دست به این

عمل زدند. احتمالاً در این موارد، هزینه‌های اجتماعی قصور در پرداخت وام بالا بودند. در تحت شرایط مشخص، دولت‌ها مجازند که به منظور پیشگیری طلبکاران از تحمیل مجازات‌ها به کل کشور، تعهدات بدهکاران بخش خصوصی را به عهده گیرند.

به این موضوع توجه تحلیلی اندکی مبذول گردیده است ایتون یک استثنا به شمار می‌رود (Eaton, 1987) سؤالاتی که درباره ماهیت و اهمیت حقوق مالکیت داخلی و اجرای قرارداد، نقش دولت در انتخاب و نظارت بر استقراض بخش خصوصی با منافع در اختیار داشتن یک سازمان بین‌المللی برای حل منازعات مربوط به سرمایه‌گذاری و مطالبات در میان مؤسسات بخش خصوصی کشورهای مختلف (برای بازداشتن طلبکاران خارجی از تحمیل پسان هزینه‌های سنگینی که دولت‌ها را مجبور به پذیرش مطالبات بخش خصوصی کند)<sup>(۱۳)</sup> مطرح گردیده‌اند، همچنان بدون پاسخ باقی مانده‌اند. این مسائل از خود تأثیرات مهمی بر جای می‌گذارتند. در حالی که هیچ تضمین ضمنی یا صریح دولتی وجود ندارد، افزایش سرمایه‌گذاری خارجی خصوصی مستلزم اجرای درست قرارداد از نظر بین‌المللی و داخلی است. تجربه کشورهای صنعتی در اجرای قراردادهای بین‌مرزی خصوصی ممکن است راهنمای مفیدی در این مورد باشد.

مدل‌سازی تحلیلی عوامل مخاطره‌آمیز کشور دریافت‌کننده وام دست کم از اوایل دهه ۱۹۷۰، یعنی زمانی که ورن (Vernon, 1971) عبارت قرارداد معامله منسوخ شده را ابداع کرد، تأثیر عوامل مخاطره‌آمیز کشور میزبان بر سطح و الگوی تدارک مالی از محل منابع جایگزین مورد تصدیق قرار گرفته است. اما در این عرصه با استفاده از مدل‌های تحلیلی، که قسمت مهم و اصلی کار در زمینه تدارک مالی از محل منابع سستی و عوامل مخاطره‌آمیز کشور میزبان را تشکیل می‌دهد، کار اندکی صورت گرفته است. مدلی که برای تفسیر تدارک مالی از محل منابع جایگزین مناسب است، زیان از دست دادن خوشنامی و خوش‌حسابی، خسارت ناشی از عدم استفاده از تکنولوژی و اعتبار بخت‌دگی‌های مالیاتی را مورد بررسی قرار می‌دهد.

● از دست دادن اعتبار خوش‌حسابی. کول و انگلیش (Cole and English, 1991) تجزیه و تحلیل ایتون و گرسوینس (Eaton and Gersovitz, 1981) را در زمینه اعتبار خوشنامی و خوش‌حسابی قدرت مطلقه به قراردادهای سرمایه‌ای بین‌المللی بسط دادند. قراردادهای سرمایه‌ای بیش از

قراردادهای وام، شامل بازپرداختهای قراردادی گوناگون می‌باشند. اگرچه منافع رفاه عمومی ناشی از دسترسی آتی به بازارهای سرمایه برای تأمین محل برای بازپرداخت قروض و وام در هر حال یکسان می‌باشند، کلو و انگلیش (که نظرات آنها مطرح خواهد گردید) تجزیه و تحلیل خود را به قصور در پرداخت دو جانبه قدرتهای مظنه به نحوی بسط دادند که در آن دو کشور ادعاهایی را در مورد مطالبات خود از طرف مقابل مطرح می‌کنند و به این ترتیب در احتمال ضرر و زیان شریک می‌گردند. این تجزیه و تحلیل نشان می‌دهد که به سبب احتمال قصور در پرداخت، سلطه و اقتدار از مشارکت کامل دو طرف در احتمال زیان و ضرر جلوگیری می‌کند.

● نزد دست دادن تکنولوژی و دانش فنی. اپتون و گرسویتس (Eaton and Gersovitz, 1984) نقش تکنولوژی را در تداوم انتقال دو جانبه وام مورد بررسی قرار داده‌اند. آنها از یک مدل همزمان استفاده نموده و فرض نمودند که تکنولوژی خارجی در لحظه بازپرداخت سرمایه خارجی در اختیار وام گیرنده قرار می‌گیرد، با این اطمینان که انگیزه‌های وام گیرنده و وام دهنده با یکدیگر سازگاری دارند. آنها نشان دادند که تکنولوژی خارجی می‌تواند در محدوده وسیعتری قراردادها را قابل پذیرش نماید. اما به سبب استفاده از مدل همزمان، اپتون و گرسویتس قادر نگردیدند که داراییهای پویایی را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند که به سبب معمول کردن تکنولوژی در یک عمل انتقال دو جانبه وام به وجود می‌آید یا ناهماهنگی و بی‌ثباتی لحظه‌ای را تشریح نمایند که ممکن است در زمان در اختیار قرار گرفتن تکنولوژی خارجی و قبل از بازپرداخت سرمایه خارجی به وقوع بپیوندد. کوهن و میشل (Cohen and Michel, 1991) نشان دادند که نه انگیزه تسهیل و همسازی مصرف (استدلال اولیه اپتون و گرسویتس (Eaton and Gersovitz, 1981) و نه مجازاتهای مستقیم مادی (استدلال بلو و روگوف (Bulow and Rogoff, 1989a) برای تداوم تدارک مالی از محل منابع خارجی ضروری نیستند. مضایقه نمودن از ارائه تکنولوژی آتی می‌تواند تعادلی به وجود آورد که دارای تداوم پویایی است، زیرا هیچ کدام از دو طرف قرارداد در هر زمان در آینده قصور در انجام تعهدات را به نفع خود نمی‌دانند. توماس و ورال (Thomas and Worall, 1990) نیز نقش مهمی برای تکنولوژی آتی در تداوم انتقالات سرمایه‌ای قابل بودند. در حدی که کشورهای در حال توسعه از حقوق و سرمایه معنوی خود به اندازه کافی حمایت نمی‌کنند و در حدی که سرمایه معنوی قابل انتقال بوده و بنابراین می‌توان از آن سلب مالکیت نمود،



سرمایه گذاری خارجی کاهش یافته یا اختلالاتی در آن به وجود می آید. بنابراین تنها آن تکنولوژی که در آینده توسعه خواهد یافت می تواند به عنوان مانع بازدارنده در جهت سلب مالکیت معنوی عمل نماید. به سبب آثار مغربی که تکنولوژی می تواند ایجاد نماید، محدود نمودن انتقال ممکن است نتایج زیانباری برای رشد آتی در برداشته باشد که این موضوع در آثاری که رشد درون زا را بررسی می کنند، نشان داده شده است.

● بخشودگیهای مالیاتی. دوپل و وان وینبرگن (Doyle and Wijnbergen, 1984) نشان دادند که پس از یک بخشودگی مالیاتی اولیه احتمالاً نرخهای مالیاتی به سطحی افزایش می یابند که تمام منافع سرمایه گذاری به کشور میزبان تعلق خواهد گرفت. بوند و ساموئلسون (Bond and Samuelson, 1986) عقیده دارند که ضروری است بخشودگیهای مالیاتی، به سبب قابلیت برگشت آنها، بسیار سخاوتمندانه باشند، زیرا در غیر این صورت، ممکن است بخشودگیهای مالیاتی تنها به عنوان علامت و اشاره ای برای پشم اندازهای سرمایه گذاری، و نه به عنوان یک انگیزه پولی، عمل نمایند. هویزینگا (Huizinga, 1990a) نشان داد که بخشودگیهای مالیاتی ممکن است راهی برای یک دولت باشد تا شاخص نامرئی متفاوت نرخ زمانی ترجیحی خود را به سرمایه گذاران ارائه نمایند: یک کاهش تدریجی در بخشودگیهای مالیاتی (افزایش در نرخ مالیاتی) به سرمایه گذاران اطلاع می دهد که نرخ زمانی ترجیحی دولت کاهش یافته است.

برای تعیین سیاستهایی که کشورهای دریافت کننده وام می توانند اتخاذ نمایند تا سرمایه گذاری خارجی به صورتی تشویق گردد که برای کشور میزبان سودآور بوده و نیز برای سرمایه گذاران خارجی اطمینان بخش باشد، مدل سازی تحلیلی دیگری مورد نیاز است. ضروری است که تحقیقاتی در زمینه تعاریف صورت گیرد که چه اجزایی، یک قرارداد خصوصی دو جانبه دارای مداوم پویا و مورد قبول طرفین را با صورتی تشکیل می دهند که در آن هزینه های ثابت، انتقالات تکنولوژی و اجرای اجباری قراردادها ملحوظ گردیده اند. مشخصات این گونه قراردادهای سرمایه گذاری خصوصی باید در یک زمینه معامله و چانه زنی دایمی و متوالی استنتاج گردند. در اینجا ایده ها و مفاهیم موضوع وام قدرت مطلقه تا اندازه ای جهت را مشخص می کنند (Bulow and Rogoff, 1989a; Fernandez and Rosenthal, 1990). گسترش سریع موضوعات اعتبار، تعهدات و سیاستهای اقتصادی نیز باید دسترسی به برخی از داده های با ارزش را برای ما میسر نماید (برای

بررسی بیشتر، مراجعه کنید به: (Persson and Tabelini, 1990).

### سه مسیر خاص برای انجام تحقیقات جدید

در چند عرصه مهم، کار نظری (تئوریک) و تجربی در زمینه تدارک مالی از محل منابع بین‌المللی برای کشورهای در حال توسعه ضرورت دارد: جنبه‌های مخاطره آمیز کشور میزبان در تدارک ملی از محل منابع جایگزین، انگیزه‌ها و محدودیتها و الگوی مشارکت مطلوب برای شرکتهای بین‌المللی در کشورهای در حال توسعه. همچنین این مسائل از خود اثرات مهمی بر خط مشیهای طبکاران رسمی بر جای می‌گذارند. این مقاله در جهت مشخص نمودن اشکال ترجیحی و لسطه‌گری مالی برای اعتبار دهندگان رسمی یا انواع کمکهای قابل تعمیم آنها به تأمین مالی بخش خصوصی (مانند تدارک مالی متقابل، تضمینها یا خصوصی سازی) کمک ناپذیری ارائه می‌کند. طبکاران رسمی در تشخیص نقشهای خود در این عرصه‌ها، بدون داشتن درک روشنی از تفاوت‌های موجود بین تدارک مالی از محل منابع سستی و جایگزین، شرایط مناسبی که می‌توانند از آنها استفاده نمایند و وضعیت تقدم نسبی این گونه تطالبات گوناگون دچار مشکل می‌باشند.

بنابراین انجام مطالعات تحلیلی و تجربی در زمینه تفاوت‌های موجود عوامل مخاطره آمیز کشور میزبان بین تدارک مالی از محل منابع سستی و جایگزین ضروری است تا مشخص گردد که چه ساختارهای سازمانی روش مناسبی را برای تطالبات تضمین نموده و چه نوع و چه مقدار تدارک ملی از محل منابع جایگزین با اجرای قراردادها (ضمنی و صریح) هماهنگی خواهند داشت. تنقیح در زمینه انگیزه‌ها و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری در کشور دریافت‌کننده وام باید بر روی کرایه آنها از نظر کشور میزبان و درجه تأثیر آنها در جذب سرمایه خارجی در مقادیر و انواع مطلوب معطوف گردد. چگونگی اعمال نظارت‌های مناسب بر سنی مالکیت و سرمایه، چگونگی ایضا و نظارت بر قراردادهای خصوصی و چگونگی طرح‌ریزی سیاست‌های بهتر و مناسبتر در زمینه مازات داخلی، مالیات‌ها، حسابداری، ساختار سازمانی و انگیزه‌ها، از جمله مسائل مهمی می‌باشند که باید مورد توجه قرار گیرند.

تحقیق در زمینه روشهای مطلوب مشارکت شرکتهای بین المللی باید بر روی ساختار سرمایه مطلوب برای شرکتهای چند ملیتی معطوف گردد که تحت فشار سرمایه‌ای در کشور میزبان قرار دارند که از نظر بین المللی دارای تحرک است و به دنبال تأمین مالی از بازارهای سرمایه داخلی و خارجی می‌باشند و در انجام تحقیق باید بررسی گردد که چگونه شرکتهای بین المللی می‌توانند به تأمین مالی یکدیگر اقدام نمایند و اینکه آیا تغییر جهتی در شیوه معمول عملکرد آنها به وجود آمده است، باید قراردادهای در ارتباط با خطرات عادی و مشکلات احتمال ضرر و زیان قدرت مطلقه ریشه‌یابی گردند و نقش واسطه‌گری شرکتهای چند ملیتی و محدودیت‌هایی که یک دولت باید بر امر تدارک مالی بخش خصوصی اعمال نماید، مورد بررسی قرار گیرد.

در جهانی که با تحرک فزاینده سرمایه و کسب و جهانی سرمایه رو به روست، تحقیق در این عرصه‌ها می‌تواند به کشورهای در حال توسعه کمک نماید تا سیاستهای خود را اصلاح نموده و نقش دولت را به صورتی نریف و محدود نمایند که با تأکید فزاینده بر توسعه بخش خصوصی مطابقت داشته باشد. بسیاری از کشورها به شدت درگیر اصلاحات داخلی می‌باشند و هدف بسیاری از آنان جذب سرمایه مالی خارجی است. به ویژه، توسعه می‌گردد که ابزارهای مناسب توسعه پایند و آسودگی خیال لازم برای سرمایه‌گذاران خارجی تأمین گردد تا شرایط و نیازهای اجرای کار در سطح یک طرح فراهم گردد. کشورهای در حال توسعه به سادگی نمی‌توانند از نظامهای مستقر در کشورهای دیگر نسخه برداری کنند، بلکه ضروری است که شرایط خاص کشور خود را مد نظر قرار دهند.

### یادداشتها

استیج کلایسز در بخش وام و مشارک مالی بین المللی واحد اقتصاد بین المللی بانک جهانی مشغول به کار است. مؤلف مایل است که از جان اتان ایتون، دونالد لاسارد، لما زبیت (Lema Senbet)، جورج آنیوتوس (George Anayiotos)، هاری فریزینگا (Harry Huizinga)، اسحاق دیوان (Ishac Diwan)، جان آندروود (John Underwood)، سویدر وان ریجنبرگن (Sweder van Wijnbergen)، ویکرام نهرو (Vikram Nehru)، گوی ففرمن (Guy Pfefferman) شرکت کنندگان در گردهمایی بانک جهانی و مستقندی با نام ستعار به خاطر نظرات و کمکهای مفید آنان و نیز کارمین لودر (Carmine Loder) برای کمک تحقیقاتی او تشکر نماید. ۱. این گروه، شامل آرژانتین، بولیوی، برزیل، کنگو، کاستاریکا، ساحل عاج، اکوادور، مصر، هندوراس،

منچارستان، مکزیک، مراکش، نیکاراگوآ، پرو، فلیپین، لهستان، سنگال، اردوگوئه و وتزونا می باشد (Word Bank, 1991a, Table A1)

۲. برای مثال، در طول دهه ۱۹۸۰ میزان داد و ستد بین شرکتهای مادر و شرکتهای وابسته به شرکتهای چند ملیتی بر حسب نسبت مجموع انتقالات سرمایه گذاری مستقیم خارجی (FDI) به طور معنایی تغییر نمود. به علاوه، این سه جزء در مواقعی در جهات معکوس حرکت کرده اند. برای مثال، برای ایالات متحده آمریکا، مجموع انتقالات سرمایه گذاری خارجی از  $2/1$  میلیارد دلار ورود سرمایه در سال ۱۹۸۲ به  $44/5$  میلیارد دلار خروج سرمایه در سال ۱۹۸۷ رسید، سرمایه سهامداران از  $9/7$  میلیارد دلار خروج سرمایه در سال ۱۹۸۲ به  $2/2$  میلیارد دلار ورود سرمایه در سال ۱۹۸۵ رسید و درآمدهای دوباره سرمایه گذاری شده از  $13/4$  میلیارد دلار ورود سرمایه در سال ۱۹۸۲ به  $1/3$  میلیارد دلار خروج سرمایه در سال ۱۹۸۵ رسید.

۳. به دست آوردن ارقام موقت برای سهام سرمایه گذاری مستقیم خارجی مشکل است. این امر تا اندازه ای به سبب مشکلات مربوط به داده ها و همچنین به علت مشکل محاسب ارزش سرمایه گذاری مستقیم خارجی بازار است. روشی که در اینجا مورد استفاده قرار گرفت جمع کردن سرمایه گذاری مستقیم خارجی خالص سالانه (از بانک اطلاعات سازمان توسعه و همکاری اقتصادی) از اولین سال موجود بودن این اطلاعات (به طور کلی از سال ۱۹۶۵) بود. این اطلاعات با اطلاعات گزارش شده از سوی منابع دیگر مطابقت بسیار داشت (که ممکن است همان روش را مورد استفاده قرار داده باشند)، مانند اطلاعات وزارت بازرگانی ایالات متحده آمریکا و صندوق بین المللی پول. این بررسی، کشورهای در حال توسعه دارای درآمد بسیار پایین، مانند آنتیل هلند که اغلب به عنوان گذرگاهی برای انتقال سرمایه گذاری مستقیم خارجی به کشورهای توسعه یافته عمل می کنند را در بر نمی گیرد (همچنین مراجعه کنید به: Pfefferman and Madarassy, 1989, 1991, 1992).

۴. این مقاله سرمایه گذاری مستقیم خارجی را با قرضه خارجی، قرضه پرداخت نشده و پرداخت شده، مقایسه می کند. اما متعاقباً استدلال می کند که از نقطه نظر اقتصادی این امر یک مقایسه معقول نیست. در اینجا هدف این است که بزرگی مطلق و نسبی هر دو اندازه نشان داده شده و به برخی از تفاوت های چشمگیر آنها اشاره گردد.

۵. می توان استدلال نمود که ارزش مطالبات سرمایه گذاری مستقیم خارجی سلب مالکیت شده برای کشور میزبان در دهه ۱۹۸۰ کاهش یافته، زیرا هزینه های (و ارزش مربوط به مساعدترین مورد دیگر) بهره برداری از مطالبات همراه با میزان سود بخش کاهش یافته است. اما این استدلال ممکن است فقط تا اندازه ای درست باشد، زیرا هزینه های فرصت عدم سلب مالکیت باید در دوره های کمبود ارز خارجی افزایش یافته باشد. احتمالاً به سبب نظام سیاسی داخلی، پوستگیهای بین دو نوع قصور در عدم پرداخت وجود دارند.

۶. پرداختهای مربوط به سرمایه گذاری مستقیم (سود سهام و بهره به علاوه درآمدهای دوباره سرمایه گذاری شده) مانند درصدی از سهم تخمینی سرمایه گذاری مستقیم پرداخت نشده (که از وزارت بازرگانی ایالات متحده آمریکا ۱۹۸۸ به دست آمده است) محاسبه گردیده است.

۷. موضوع وام قدرت مطلقه بیشتر به طور صریح استدلال می کند که نرخ بازده در کشورهای در حال

توسعه، به سبب فرایند توسعه یا اطمینان حاصل نسبی که عموماً نرخ بالاتری را باعث می‌گردد، بالاتر است. بر عکس، آثاری که در زمینه تدارک مالی از محل منابع جایگزین، به ویژه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منتشر گردیده‌اند، اغلب بر روی دلایلی برای رسیدن به نرخ بازده بالاتر تأکید می‌کند.

۸. فروت و استین (Froot and Stein) توجه خود را به ناموزنیهای اطلاعاتی و انتقالات بین‌المللی سرمایه معطوف نمودند. آنها گمان برده‌اند که افزایش سرمایه‌گذاریهای مستقیم خارجی ژاپن در ایالات متحده آمریکا در سالهای اخیر ممکن است به سبب افزایش ارزش بین در مقابل دلار باشد که این امر ثروت سرمایه‌گذاران ژاپنی را افزایش داده و از این طریق آنان امکان یافته‌اند که بر محدودیتهای استراض ناشی از ناممکنیهای اطلاعاتی بین وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان فایز آیند. آنها تصریح نمودند که در سرمایه‌گذاریهای مستقیم خارجی نسبت به سرمایه‌گذاری به صورت سهام و اوراق بهادار، ناممکنیهای اطلاعاتی بیشتر متداول است. فروت و استین دریافتند که افزایش ارزش بین در طول سالهای ۱۹۸۵-۱۹۸۸ بر انتقالات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (به ویژه، سرمایه‌گذاریهایی که به سمت دارایی غیرمعقول و مستغلات جهتگیری کرده‌اند) نسبت به سرمایه‌گذاریهایی به صورت سهام و اوراق بهادار تأثیر جدیتر و بزرگتری بر جای گذاشته است. بنابراین مشکل تأمین مالی از محل منابع خارجی - سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بستگی به آن دارد که تا چه اندازه نظام مالی در ارتباط با ناموزنی اطلاعاتی درست عمل می‌کند.

۹. به نظر می‌رسد که محدودیتهای حرکت نیروی کار کاملاً و به وضوح با طرحهای قدرت مطلق هماهنگی داشته باشند، اما به نظر نمی‌رسد که مزیت مرکزیت محلی کافی و مؤثری برای توضیح تمام سرمایه‌گذاری خارجی ارائه نمایند. ضرورتی ندارد که سایر عوامل، به استثنای تبعیضهای مالیاتی که مستقیماً از اقتدار ناشی می‌گردد، در طرحهای قدرت مطلق تفاوت نمایند.

۱۰. مانند تدارک مالی شرکت داخلی، توانایی یک وام‌گیرنده در ایجاد انواع چندگانه مطالبات و تبدیل یک طلبکار جزئی کنونی به چند طلبکار جدید، جذابیت اعطای وام به وام‌گیرنده را کاهش داده و از مجموع عرضه و بخواه قابل دسترس می‌کاهد. در زمینه داخلی، مواد و شرایط قرارداد وام‌گیرنده را از ایجاد چنین طبقه‌بندی باز می‌دارد.

۱۱. این موقعیت با وضعیت تأثیر اولین نفر - من و سایر قوانین تقدم در محاکم ورشکستگی در مالیه داخلی قابل مقایسه است (Werner and Smith, 1979). موانع قراردادی برای محدود کردن منازعات بین طبقات گوناگون دارندگان قرضه دولتی و بین دارندگان قرضه دولتی و سهامداران مورد استفاده قرار گرفته و به طور درونزا از موضوع نظارت شرکت ناشی می‌گردد. معمولاً در تدارک مالی از محل منابع داخلی محدودیتهای بر سود سهام و خط مشی مالی، و نه بر تولید و تصمیمات سرمایه‌گذاری، اعمال می‌گردد. یک ساختار بهتر نیز ممکن است احتمالاً به طور درونزا در زمینه بین‌المللی به وجود آید.

۱۲. ارونزا و مورنو (Errunza and Moreau, 1989) این استدلال را برای منافع در اختیار داشتن یک ساختار اطلاعاتی پیشرفته در امر معاملات نقدی ارزش ویژه وام به کار بردند و نشان دادند که به سبب اینکه شرکتهای چند ملیتی نسبت به بانکها اطلاعات جامعتری درباره طرحهای سرمایه‌گذاری شده در اختیار دارند، ممکن است معاملات نقدی ارزش ویژه وام برای همه منافع را در برداشت باشد. همچنین مراجعه کنید به:

(Froot, Scharfstein and Stein, 1989).

چنان سازمانی می‌تواند مرکز بین‌المللی حل و فصل منازعات مربوط به سرمایه‌گذاری (International Center for Settlement of Investment Disputes) باشد که بخشی از گروه بانک جهانی است، تاکنون این سازمان کار اندکی صورت داده است. برخی از کشورهای در حال توسعه، ارزیابی حقوق و عوارض گمرکی خود را در واکنش به وجود ارتشا در جمع‌آوری حقوق و عوارض گمرکی به شرکتهای بین‌المللی واگذار نمودند (Eaton, 1990) این نمونه دیگری از اتکا به یک نوع مقام قضایی فراملیتی است.

## منابع

- Aizenman, Joshua, and Eduardo Borenstein. 1988. "Debt and Conditionality under Endogenous Term of Trade Adjustment." *IMF Staff Papers* 35, no. 4: 686-713.
- Arraz, Patricio. 1990. "How Does the Debt Crisis Affect Investment and Growth: A Neoclassical Growth Model Applied to Mexico." *WPS 378*. World Bank, International Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Auebach, Alan. 1990. "The Cost of Capital and Investment in Developing Countries." *WPS 410*. World Bank, Country Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Bernanke, Ben, and Mark Gertler. 1989. "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations." *American Economic Review* 79, no. 1: 14-31.
- Boatwright, B. D., and G. A. Renton. 1975. "An Analysis of the United Kingdom Inflows and Outflows of Direct Foreign Investment." *Review of Economics and Statistics* 57 (November): 473-86.
- Bond, Eric, and Larry Samuelson. 1986. "Tax Holidays as Signals." *American Economic Review* 76 (September): 820-26.
- . 1989. "Bargaining with Commitment, Choice of Technology, and Direct Foreign Investment." *Journal of International Economics* 26, nos. 1 and 2: 77-97.
- Brimmer, Andrew. 1966. "Direct Investment and Corporate Adjustment Techniques under the Voluntary U.S. Balance of Payments Program." *Journal of Finance* 21, no. 2: 266-82.
- Bulow, Jeremy, and Kenneth Rogoff. 1989a. "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt." *Journal of Political Economy* 97 (February): 155-78.
- . 1989b. "Multilateral Negotiations for Rescheduling Developing Country Debt." In J. A. Frankel, M. P. Dooley, and P. Wickham, eds., *Analytical Issues in Debt*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- . 1989c. "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?" *American Economic Review* 79 (March): 43-50.
- Cave, Richard. 1982. *Multinational Enterprise and Economic Analysis*. Cambridge, Eng.: Cambridge University Press.

- Jaessens, Stijn, and Ishac Diwan. 1990. "Investment Incentives: New Money, Debt Relief, and the Critical Role of Conditionality in the Debt Crisis." *World Bank Economic Review* 4, no. 1: 21-42.
- Cohen, Daniel, and Philippe Michel. 1991. "Laissez-Faire and Expropriation of Foreign Capital in a Growing Democracy." *European Economic Review* 35, nos. 2 and 3: 327-34.
- Cole, Harold, and William English. 1991. "Expropriation and Direct Investment." *Journal of International Economics* 30 (May): 201-27.
- . Forthcoming. "Two-Sided Sovereign Default and International Equity Contracts." *Journal of International Economics*.
- Cooper, Richard, and Jeffrey Sachs. 1985. "Borrowing Abroad: The Debtor's Perspective." In Gordon W. Smith and John T. Cuddington, eds., *International Debt and the Developing Countries*. Washington, D.C.: World Bank.
- Diwan, Ishac, and Santiago Galindez. 1991. "Country Funds." World Bank, International Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Doyle, Christopher, and Sweder van Wijnbergen. 1984. "Taxation of Foreign Multinationals: A Sequential Bargaining Approach to Tax Holidays." DRD Working Paper 101. World Bank, Country Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Dreyfuss, Jean-François, and John Knopf. 1988. "Ownership Structure and Performance: A Review." New York University, New York. Processed.
- Easterly, William, Robert King, Ross Levine, and Sergio Rebeló. 1992. *How Do National Policies Affect Long-Run Growth? A Research Agenda*. World Bank Discussion Paper 164. Washington, D.C.
- Easterly, William, and Deborah Wetzel. 1989. "Policy Determinants of Growth: Survey of Theory and Evidence." WPS 343. World Bank, Country Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Eaton, Jonathan. 1987. "Public Debt Guarantees and Private Capital Flight." *World Bank Economic Review* 1, no. 3: 377-95.
- . 1990. "Debt Relief and the International Enforcement of Loan Contracts." *Journal of Economic Perspectives* 4, no. 1: 43-56.
- Eaton, Jonathan, and Mark Gersovitz. 1981. "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis." *Review of Economic Studies* 48 (April): 289-309.
- . 1984. "A Theory of Expropriation and Deviation from Perfect Capital Mobility." *Economic Journal* 94 (March): 16-40.
- . 1989. "Country Risk and the Organization of International Capital Transfer." In Guillermo Calvo, Jorge de Macedo, and Ronald Findlay, eds., *Debt Stabilization and Adjustment: Essays in Memory of Carlos Diaz-Alejandro*. Oxford, Eng., and Cambridge, Mass.: Blackwell.
- Eaton, Jonathan, Mark Gersovitz, and Joseph Stiglitz. 1986. "The Pure Theory of Country Risk." *European Economic Review* 30 (June): 481-513.
- Erunza, Vihang, and Arthur Moreau. 1989. "Debt-for-Equity Swaps under a Rational Expectations Equilibrium." *Journal of Finance* 44 (July): 663-80.
- Erunza, Vihang, and Lemma Senbet. 1981. "The Effects of International Operations on the Market Value of the Firm." *Journal of Finance* 26, no. 2: 401-17.

- Eun, Cheol, and S. Janakiraman. 1990. "International Ownership Structure and the Firm Value." University of Maryland, College Park. Processed.
- Fama, Eugene. 1980. "Agency Problems and the Theory of the Firm." *Journal of Political Economy* 88, no. 2: 288-307.
- Fernandez, Raquel, and Robert Rosenthal. 1990. "Strategic Models of Sovereign-Debt Renegotiations." *Review of Economic Studies* 57: 331-49.
- Fishlow, Albert. 1991. "Foreign Loans, Debt, and Economic Development in the 19th and 20th Century." Background paper for *World Development Report 1991* World Bank, Washington, D.C. Processed.
- Froot, Kenneth. 1990. "Japan's Foreign Direct Investment." World Bank, International Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Froot, Kenneth, David Scharfstein, and Jeremy Stein. 1989. "LDC Debt: Forgiveness, Indexation, and Investment Incentives." *Journal of Finance* 44 (December): 1335-50.
- Froot, Kenneth, and Jeremy Stein. 1991. "Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach." *Quarterly Journal of Economics* 106 (November): 1191-217.
- Gertler, Mark. 1988. "Financial Structure and Aggregate Economic Activity." *Journal of Money, Credit, and Banking* 20 (August): 559-88.
- Gertler, Mark, and Kenneth Rogoff. 1989. "Domestic Country Borrowing and Domestic Wealth." NBER Working Paper 2887. National Bureau for Economic Research, Cambridge, Mass. Processed.
- Goldsborough, D. J. 1979. "The Role of Foreign Direct Investment in the External Adjustment Process." *IMF Staff Papers* 26 (December): 725-54.
- Gooptu, Sudarshan. 1992. "Portfolio Investment Flows to Developing Countries." World Bank, International Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Graham, Edward, and Paul Krugman. 1990, 1991. *Foreign Direct Investment in the United States*. 1st, 2nd ed. Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Green, Joshua, and Delano Villanueva. 1990. "Private Investment in Developing Countries: An Empirical Analysis." IMF Working Paper 90/40. International Monetary Fund, Washington, D.C. Processed.
- Grieco, J. 1985. "Foreign Direct Investment and Third World Development: Theories and Evidence." Overseas Development Council. Washington, D.C. Processed.
- Grossman, Gene, and Elhanan Helpman. 1990. "Trade, Innovation, and Growth." *American Economic Review* 80 (May): 86-91.
- Gubitz, Andrea. 1991. "Impact of Investment Policies on German Direct Investment in Developing Countries: An Empirical Investigation." WP 718. World Bank, International Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Guisinger, Stephen. 1985. *Investment Incentives and Performance Requirements*. New York: Praeger.
- . 1986. "Host Country Policies to Attract and Control Foreign Investment." In Theodore Moran, ed., *Investing in Development: New Roles for Private Capital*. New Brunswick, Conn.: Transaction Books.
- Helpman, Elhanan, and Paul Krugman. 1989. *Trade Policy and Market Structure*. Cambridge, Mass.: MIT Press.



- Hodder, James, and Lemma Senber. 1990a. "Agency Problems and International Capital Structure." In S.O. Rice and R.P. Chang, eds., *Pacific-Basin Capital Market Research* Amsterdam: North Holland.
- . 1990b. "International Capital Structure Equilibrium." *Journal of Finance* 45 (December): 1493-516.
- Huizinga, Harry. 1990a. "Foreign Ownership Restrictions and Withholding Taxes." Stanford University, Stanford, Calif. Processed.
- . 1990b. "Tax Holidays in a Continuous Time Model of Capital Adjustment." Stanford University, Stanford, Calif. Processed.
- . 1990c. "Unions, Taxes, and the Structure of Multinational Enterprises." *Economic Letters* 34, no. 1: 73-75.
- . 1991a. "Foreign Investment Incentives and International Cross-Hauling of Capital." *Canadian Journal of Economics* 24 (August): 710-16.
- . 1991b. "National Tax Policies toward Product-Innovating Multinational Enterprises." *Journal of Public Economics* 44 (February): 1-14.
- . 1992. "The Tax Treatment of R&D Expenditures of Multinational Enterprises." *Journal of Public Economics* 17 (April): 343-59.
- Husain, Ishrat, and Myung J. Choi. 1990. "Current Account Surpluses in Asia and Its Recycling: A Preliminary Analysis." World Bank, International Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- IFC (International Finance Corporation). Various years. *Emerging Capital Markets Handbook* Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund). 1985. *Foreign Private Investment in Developing Countries*. Occasional Paper 33. Washington, D.C.
- Jensen, Michael, and William Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3 (October): 305-60.
- John, Kose, Lemma Senber, and Anant Sundaram. 1990. "Multinational Enterprise Liability and Cross-Border Acquisitions." University of Maryland, Business School, Department of Finance, College Park. Processed.
- Jones, Ronald, and Peter Kenen. 1984. *Handbook of International Economics* Amsterdam: North-Holland.
- Jun, Joosung. 1990. "U.S. Tax Policy and Direct Investment Abroad." In Assaf Razin and Joel Slemrod, eds., *Taxation in the Global Economy*. Chicago: University of Chicago Press.
- Krugman, Paul. 1991. "Increasing Returns and Economic Geography." *Journal of Political Economy* 99 (June): 483-99.
- Kwack, Sung. 1972. "A Model of U.S. Direct Investment Abroad: A Neoclassical Approach." *Western Economic Journal* 10, no. 4: 376-83.
- Leechor, Chad, and Jack Mintz. 1990. "Taxing Foreign Income in Capital-Importing Countries: Thailand's Perspective." WPS 499. World Bank, Country Economics Department, Washington, D.C. Processed.

- Lessard, Donald R. 1986a. *International Financing for Developing Countries: The Unfulfilled Promise*. World Bank Staff Working Paper 783. Washington, D.C.
- . 1986b. "North-South: The Implications for Multinational Banking." *Journal of Banking and Finance* 7: 521-36.
- . 1989a. "Beyond The Debt Crisis: Alternative Forms of Financing Growth." In Ishrat Husain and Ishac Diwan, eds., *Dealing with the Debt Crisis A World Bank Symposium*. Washington, D.C.
- . 1989b. "Country Risk." In Courtenay C. Stone, ed., *Financial Risk: Theory, Evidence, and Implications*. Proceedings of the Eleventh Annual Economic Policy Conference of the Federal Reserve Bank of St. Louis. Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Lessard, Donald R., and John Williamson. 1985. *Financial Intermediation beyond the Debt Crisis*. Policy Analysis in International Economics 12. Washington, D.C.: Institute of International Economics.
- . 1987. *Capital Flight and Third World Debt* Washington, D.C.: Institute of International Economics.
- Lipsey, Robert. 1987. "Changing Patterns of International Investment in and by the United States." NBER Working Paper 2240. National Bureau for Economic Research, Cambridge, Mass. Processed.
- Lipsey, Robert, and Guy Stevens. 1988. "Interaction Between Foreign and Domestic Investment." International Finance Discussion Paper 329. Federal Reserve System, Board of Governors, Washington, D.C. Processed.
- Lizondo, J. Saul. 1990. "Foreign Direct Investment." IMF Working Paper 90/63. International Monetary Fund, Washington, D.C. Processed.
- McCarthy, Desmond. 1988. "Global Accounting Framework." GAF Working Paper 1. World Bank, International Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Miller, Merton. 1977. "Debt and Taxes." *Journal of Finance* 32, no. 2: 261-75.
- Myers, S. C. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics* 5: 147-75.
- Oman, Charles. 1984. *New Forms of International Investment in Developing Countries* Paris: OECD Development Center Studies.
- Persson, Torsten, and Guido Tabellini. 1990. *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics* Chur, Switzerland: Harwood Academic Press.
- Pfeffermann, Guy P., and Andrea Madarassy. 1989. *Trends in Private Investment in Thirty Developing Countries*. IFC Discussion Paper 6. Washington, D.C.: World Bank.
- . 1991. *Trends in Private Investment in Developing Countries, 1990-91 Edition* IFC Discussion Paper 11. Washington, D.C.: World Bank.
- . 1992. *Trends in Private Investment in Developing Countries, 1992 Edition* IFC Discussion Paper 14. Washington, D.C.: World Bank.
- Picht, Hartmut, and Volker Stuken. 1991. "Expropriation of Foreign Direct Investment: Empirical Evidence and Implications for the Debt Crisis." *Public Choice* 69, no. 1: 19-38.
- Prachowny, Martin. 1972. "Direct Investment and the Balance of Payments of the United States: A Portfolio Approach." In F. Machlup, W. Salant, and L. Tarshia, eds., *International Mobility and Movement of Capital*. New York: National Bureau for Economic Research.

- Senbet, Lemma. 1979. "International Capital Market Equilibrium and the Multinational Firm Financing and Investment Policies." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 4, no. 3: 455-81.
- Serven, Luis, and Andrés Solimano. 1991. "Economic Adjustment and Investment Performance in Developing Countries: The Experience of the 1980s." Paper presented at the Conference on Private Investment and Macroeconomic Adjustment, March 21-22, World Bank, Washington, D.C. Processed.
- . 1992. "Private Investment and Macroeconomic Adjustment: A Survey." *World Bank Research Observer* 7, no. 1: 95-114.
- Shah, Anwar, and Joel Slemrod. 1990. "Tax Sensitivity of Foreign Direct Investment: An Empirical Assessment." WPS 434. World Bank, Country Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Shapiro, Allan. 1978. "Financial Structure and Cost of Capital in the Multinational Corporation." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 13, no. 2: 211-26.
- Shapiro, Helen. 1990. "Rent-Seeking or Rent-Distribution? Automobile Firms and the Brazilian State 1956-1968." Harvard Business School, Boston, Mass. Processed.
- Slemrod, Joel. 1990. "A North-South Model of Taxation and Capital Flows." NBER Working Paper 3238. National Bureau for Economic Research, Cambridge, Mass. Processed.
- Smith, Clifford, and Warner, Jerold. 1979. "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants." *Journal of Finance* 7, no. 2: 117-61.
- Spiegel, Mark M. 1990. "Threshold Effects in International Lending." WPS 394. World Bank, International Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Thomas, Jonathan, and Tim Worral. 1990. "Foreign Direct Investment and the Risk of Expropriation." Warwick Economic Research Paper 342. Warwick University, Warwick, Eng. Processed.
- U.S. Department of Commerce, International Trade Administration. 1988. *International Direct Investment: Global Trends and the U.S. Role*. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.
- Van Agtmael, Antoine W. 1984. *Emerging Secondary Markets*. London: Euromoney Publications.
- Vernon, Raymond. 1971. *Sovereignty at Bay: The Multinational Spread of United States Enterprises*. New York: Basic Books.
- Warr, Peter G. 1989. "Export Processing Zones: The Economics of Enclave Manufacturing." *World Bank Research Observer* 4, no. 3: 61-88.
- Wheeler, David, and Ashoka Mody. 1990. "Risks and Rewards in International Location Tournaments: The Case of U.S. Firms." IEN Industry Series Paper. World Bank, Industry and Energy Department, Washington, D.C. Processed.
- Williams, M. L. 1975. "The Extent and Significance of the Nationalization of Foreign-Owned Assets in Developing Countries, 1956-1971." *Oxford Economic Papers* 27: 260-73.
- World Bank. 1985. *World Development Report 1985*. New York: Oxford University Press.
- . 1991a. *Global Economic Prospects and the Developing Countries*. Washington, D.C.
- . 1991b. *World Development Report 1991*. New York: Oxford University Press.
- . 1992. *World Debt Tables 1991-92*. Washington, D.C.
- Zhu, Ning. 1990. "Foreign Direct Investment with Expropriation Risk and Learning." World Bank, International Economics Department, Washington, D.C. Processed.

با جهت یک روش استقرایی برای اقتصاد به طور اعم، و توزیع درآمد به طور اخص آماده کرد.<sup>۱</sup> نظرات دیرینه درباره توزیع درآمد به نقطه آغاز طبیعی تحلیلهای جدی آماری تبدیل گشت. این نظرات با اعتلای نهضتهای مهم سوسیالیستی و اتحادیه‌های کارگری در اروپای غربی و ایالات متحده جدی‌تر شد. هیجانانگیز از هر سو زیانه کنید. با یک روش آماری استقرایی، احتمال پاسخ علمی به سئوالات مهم روز فراهم شد. و قوانین مصوب مالیات بر درآمد و دارایی که به تازگی در برخی کشورها قوت قانونی می‌یافت، منابع غنی اطلاعات آماری را به دست داد.

بیشتر علمای اقتصاد قرن نوزدهم برای محک زدن تئورهای خود با تحقیق تجربی کوششهایی عمل آورده، برخی از آنها حتی سعی کردند اطلاعات آماری مناسب را جمع آوری کنند. اما این نقطه ویلفردو پارتو<sup>۲</sup> بود که با تحقیقات خود درباره توزیع درآمد، برای اولین بار نشان داد که یک اقتصاد جدی استقرایی چگونه باید باشد. پارتو اطلاعات آماری مربوط به انگلستان، برخی از شهرهای ایتالیا، چندین ایالت آلمان، پاریس و پرو را مورد بررسی قرار داد. وی با رسم توزیع درآمد تراکمی این شهرها بر روی محورهای مختصات لگاریتمی، مدعی شد در هر مورد، نتیجه، یک خط مستقیم یا تقریباً یک شیب برابر است. وی سپس مدلل داشت این توزیعها را به خوبی می‌توان در منحنی‌ای که اکنون به خوبی مشهود است، یعنی منحنی زیر، خلاصه کرد:

$$\text{Log } N = A - \alpha(\text{Log } x),$$

در این منحنی،  $N$  تعداد خانوارهایی است که درآمدشان بیشتر از  $X$  می‌باشد،  $A$  یک پارامتر و  $\alpha$  قدرمطلق شیب است (Pareto, 1896 [1965], pp.1-7; 1896 [1964]). پارتو مشاهده کرد مقادیر حول و حوش  $1/5$  است.<sup>۳</sup>

پیشگاه علمای انسانی و مالیات زنگی  
به تال جامع علوم انسانی

جینی (Gini, 1936, p.73) به کار اتوآمون (Otto Ammon) در زمینه ایجاد ارتباط بین شکل توزیع درآمد و توزیع تواناییهای فرد، که فرانسیس گالتون (Francis Galton) مورد مطالعه قرار داد، اعتبار بخشید. مور (Moore, 1904) برای یک مکمل آماری، استقرایی جهت اقتصاد نظری دلایلی ارائه داد.

## 2. Vilfredo Pareto

بین منحنیهای پارتو و منحنیهای لورنتس (Lorenz) همان طور که از مدتها قبل دالتون (Dalton, 1920b) خاطر نشان نمود، تناظر وجود دارد. منحنی به ازای  $1/5 = \alpha$ ، نشان می‌دهد که ۱۰ درصد تمام یافت‌کنندگان درآمد، ۱۶ درصد کل درآمد و ۲۰ درصد بالایی دریافت‌کنندگان، ۵۸ درصد تمام درآمد را دست می‌آورند.  $\alpha$  مساوی  $1/5$  با ضریب جینی  $0/5$  متناظر است.