

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی: شناسایی رویکردهای رفتاری الزام‌های
سیاستی و رابطه متقابل آن با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

تهیه‌کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی: شناسایی رویکردهای رفتاری، الزامهای سیاستی، و رابطه متقابل آن با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

اشاره

سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی^(۱)، و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی^(۲) دو بخش اساسی جریانهای سرمایه‌ای بین‌المللی را تشکیل می‌دهند. در این میان، وجود تفاوت‌های آشکار در ماهیت، ویژگیها، و عوامل تعیین‌کننده هر یک از این دو گونه اصلی سرمایه‌گذاری خارجی با کارکردی مکمل و نه جانشین - یکدیگر، سبب می‌شود تا هر کشور میزبان به منظور برخورداری از منافع و پوشش در برابر خطرات ناشی از پذیرش گونه‌های سرمایه‌گذاری خارجی، به ویژه برای کاستن از پیامدهای منفی مربوط به ناپایداری، نوسان‌پذیری، و ریسک قابل توجه همزاد با سرمایه‌گذاری در سبد مالی، به طراحی رویکردهای سیاستی و راهبردهای ویژه‌ای برای جذب و کنترل رفتار جریانهای سرمایه‌ای مزبور دست یازد.

در گزارش پیش رو، با شناسایی گونه‌ها، ویژگیها، عوامل تعیین‌کننده و نقش هر یک از گونه‌های سرمایه‌گذاری خارجی در توسعه اقتصاد ملی، کوشیده شده است تا چارچوبی برای گرایش به سوی جذب منابع ارزی خارجی به ویژه از طریق سازوکارهای موجود بازار سرمایه ایران به دست آید. بر پایه این گزارش، تدوین رویکرد سیاستی متفاوت و توأم با احتیاط به جذب سرمایه‌گذاری خارجی در بخش اوراق بهادار، اتخاذ تمهیداتی - جدای از اقدامات پولی و بودجه‌ای - برای قادر ساختن اقتصاد ملی به تنظیم دقیق جریانهای سرمایه‌ای کوتاه مدت، و کوشش برای شکل‌گیری و حمایت از یک بازار نوپای جذب سرمایه‌گذاریهای خارجی بر روی اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران، خطوط اصلی راهنمای شکل‌گیری چارچوب تنظیمی و نظارتی مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی را در ایران ترسیم می‌کند.

1. Foreign Portfolio Investment (FPI)

2. Foreign Direct Investment (FDI)

فهرست مطالب

۱- مقدمه.....	۱
۲- گونه‌های سرمایه‌گذاری خارجی.....	۲
۱-۲ تعریف.....	۲
۲-۲ عوامل تعیین‌کننده.....	۳
۳-۲ نقش کشور میزبان.....	۵
۴-۲ میزان تأثیر بر توسعه اقتصادی.....	۶
۵-۲ درجه ناپایداری.....	۱۱
۳- رویکردهای سیاستی.....	۱۵
۱-۳ دیدگاه کلی.....	۱۵
۲-۳ خطوط راهنمای شکل‌گیری چارچوب تنظیمی و نظارتی.....	۱۶
۳-۳ کنترل درجه ناپایداری.....	۱۸
۴-۳ نقل و انتقال سرمایه.....	۲۱
۴- سخن آخر.....	۲۲

۱- مقدمه

بحران مالی آسیای جنوب شرقی پرسشهای مهمی را درباره منافع و خطرات جریانهای سرمایه‌ای ناشی از پذیرش گونه‌های سرمایه‌گذاری خارجی در اقتصادهای نوظهور فراییش کشیده است. بسیاری از مباحثات مختلف انجام شده در این باره بر تدوین سیاستهای مناسب و طراحی چارچوب تنظیمی و نظارتی متناسب با نیازهای اقتصاد ملی و شرایط بین‌المللی برای کاهش ناپایداری جریانهای سرمایه‌ای مزبور تمرکز یافته است. در همین راستا، به نظر می‌رسد که فراهم آوردن درک جامع‌تری نسبت به ویژگیها و گونه‌های مختلف سرمایه‌گذاری خارجی، زمینه مناسبی را برای ارزیابی پیامدهای جریانهای سرمایه‌ای بر کشورهای میزبان و شناسایی رویکرد درستی به جذب و کنترل رفتار سرمایه‌های سرگردان بین‌المللی پدید می‌آورد.

دو بخش عمده جریانهای سرمایه‌ای خصوصی در سطح بین‌المللی به سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نیز سرمایه‌گذاری در سبد مالی مربوط می‌شود که به طور معمول با نوسان، ناپایداری، و درجه ریسک قابل توجهی همراه است. بسیاری از کشورهای در حال توسعه به منظور تأمین منابع ارزی مورد نیاز در فرآیند توسعه خود، دست کم در طی دهه اخیر با مسأله استفاده از منابع مالی کوتاه‌مدت خارجی و در پی آن چاره‌اندیشی برای کاستن از پیامدهای منفی ناپایداری و نوسان‌پذیری منابع مزبور دست به گریبان بوده‌اند. بدین ترتیب، در کنار منافع فراوانی که از جهانی شدن منابع سرمایه‌ای به دست می‌آید، اقتصادهای ملی باید مسیر حرکت خود را به گونه‌ای تنظیم کنند که با کمترین آسیبها و خطرات ممکن در این راه مواجه شوند. گزارش پیش رو در همین راستاست و می‌کوشد با شناسایی ویژگیها، عوامل تعیین‌کننده و نقش هر یک از گونه‌های سرمایه‌گذاری خارجی در توسعه اقتصاد ملی، سمت و سوی مناسبی را برای گرایش به سوی جذب منابع ارزی خارجی در چارچوب سازوکارهای موجود بازار سرمایه ایران ترسیم نماید.

۱-۲ تعریف

سرمایه‌گذاری مستقیم^(۱) نوعی سرمایه‌گذاری بین‌المللی است که در آن شخصیت حقیقی یا حقوقی مستقر در یک کشور، سهم و منافع پایدار مرتبط با یک بنگاه مستقر در کشور دیگر را به خود اختصاص می‌دهد. سهم و منافع پایدار، عبارت است از برقراری یک ارتباط بلندمدت میان سرمایه‌گذار مستقیم و بنگاه و نفوذ قابل توجه سرمایه‌گذار در اداره بنگاه. در اینجا، معیار قابل استفاده برای تشخیص سرمایه‌گذاری مستقیم از انواع دیگر سرمایه‌گذاری این است که "سرمایه‌گذاری مستقیم زمانی صورت گرفته است که یک شخصیت حقیقی یا حقوقی مستقر یا مقیم در یک کشور، ۱۰ درصد یا بیشتر از سهام عادی یا حق رأی مربوط به یک بنگاه ثبت شده یا معادل آن را از یک بنگاه ثبت نشده در اختیار داشته باشد. کلیه معاملات بعدی میان واحدهای زیر پوشش، ثبت شده یا ثبت نشده، در طبقه‌بندی سرمایه‌گذاری مستقیم قرار می‌گیرد. سرمایه‌گذاری مستقیم نیز خود به سهام سرمایه‌ای، درآمدهایی که به سرمایه‌گذاری مجدد اختصاص یافته‌اند و بقیه سرمایه تقسیم می‌شود.

- سهام سرمایه‌ای عبارت است از سهام سرمایه‌گذار در شعبه‌ها، واحدهای زیر پوشش و واحدهای وابسته - به استثنای سهام ممتاز غیرشرکتی که به عنوان اسناد بدهی از آن استفاده می‌شود - و بقیه سهم سرمایه‌گذار از کل سرمایه. سرمایه‌گذاری معکوس یا دادوستدهای متقابل در مجموعه مطالعات و تعهدات سرمایه‌گذاری مستقیم قرار می‌گیرد.

- درآمدهایی که به سرمایه‌گذاری مجدد اختصاص یافته‌اند، عبارتند از سهم سرمایه‌گذار مستقیم از درآمدهایی که توسط واحدهای تابعه یا شرکت‌های وابسته به صورت سود تقسیمی توزیع نشده‌اند و یا درآمدهایی که از شعبه‌ها به سرمایه‌گذار مستقیم بازگردانده نشده است.

- بقیه سرمایه سرمایه‌گذار (یا معاملات اسناد بدهی بین شرکتها) نیز کلیه دریافتها و پرداختهای وجوه وامها میان سرمایه‌گذاران مستقیم و واحدهای تابعه، شعبه‌ها و شرکت‌های وابسته را شامل می‌شود.

سرمایه‌گذاری غیرمستقیم^(۲) تمامی سرمایه‌گذاریهای یک شخصیت حقیقی یا حقوقی مقیم یا مستقر در یک کشور در سهام و اسناد بدهی یک بنگاه مستقر در کشور دیگر را شامل می‌شود. این بنگاه در درجه اول به دنبال گردآوری سرمایه مورد نیاز خود است و لازم نیست سود قابل توجه و پایداری را به سرمایه‌گذار برگرداند. کلیه سرمایه‌گذاریها در زمینه‌های اوراق قرضه، سفته، تمامی ابزارهای بازار پول و ابزارهای مشتق، بجز آن دسته از ابزارهایی که در بحث سرمایه‌گذاری مستقیم به آن اشاره شد، یا به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاریهای که کمتر از میزان قانون ده درصد هستند و مشمول واحدهای زیر پوشش را شامل نیستند، در این طبقه‌بندی منظور می‌شوند. خارجیه‌ها،

1- Foreign Direct Investment (FDI)

2- Foreign Portfolio Investment (FPI)

علاوه بر اوراق بهادار منتشر شده توسط بنگاهها، اوراق قرضه دولتی را هم می‌توانند خریداری کنند. طبق آنچه در "راهنمای جامع سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی"، تهیه شده توسط صندوق بین‌المللی پول در سال ۱۹۹۶، آمده مشخصه اصلی ابزارهایی که به عنوان ابزارهای اوراق بهادار از آنها یاد می‌شود این است که قابل دادوستد هستند.

- اوراق سهام، طبق تعریف راهنمای صندوق بین‌المللی پول ابزار و سندی است که در مقابل دعوی بستانکاران، ادعای سرمایه‌گذار را بر ارزش مانده بنگاه ثبت شده - مانند سهام، اسناد مالکیت، اسناد مشارکت، رسید سپرده آمریکایی، اسناد صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک و شرکت‌های سرمایه‌گذاری - اثبات می‌کند.

- اسناد بدهی، شامل اوراق قرضه و اسناد وام، اوراق بازار پول (ابزارهایی نظیر اسناد خزانه کوتاه‌مدت، اوراق تجاری و مالی، گواهی سپرده بانکی قابل دادوستد با سررسید یک سال یا کمتر) و ابزارهای مشتق یا ابزارهای ثانوی مانند برگه‌های اختیار معامله - البته در این راهنما هیچ اشاره‌ای یا تعریفی از ثبت ابزارهای بازار پول و ابزارهای مشتق نشده است.

۲-۲ عوامل تعیین‌کننده

۱- عوامل تعیین‌کننده در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

درباره سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، معمولاً شرکت‌های فراملیتی تصمیم به سرمایه‌گذاری خارجی می‌گیرند، البته در صورتی که بتوانند امتیازهای ویژه مالکیتی خود را از طریق این اقدام فراملیتی با امتیازهای ویژه موقعیت مکانی کشورهای میزبان سرمایه ترکیب کنند. برای مثال، این امر ممکن است از طریق دادوستد بین شرکتها صورت گیرد و نه از طریق دادوستد آزاد. سه عامل اساسی در تعیین محل مورد نظر برای انتقال سرمایه دخیل اند که عبارتند از:

- سیاستهای کشورهای میزبان،

- حمایت فعال کشورها به منظور توسعه و تسهیل سرمایه‌گذاری، و

- ویژگیهای اقتصادی کشورهای میزبان.

چارچوب سیاست سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کشورها عامل ضروری اما نه تنها عامل تعیین‌کننده محل انتقال سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با گسترش دو بحث آزادسازی و جهانی‌سازی، به نسبت اهمیت خود را از دست داده است. چارچوب سیاست کشورها در زمینه جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی شامل یک سری قوانین و مقررات است که بر نحوه ورود و عملکرد سرمایه‌گذاران خارجی، معیارهای عملکرد شرکت‌های خارجی وابسته و کارکرد بازارها حاکم است. در این میان، سیاست بازرگانی و سیاست خصوصی‌سازی کشورها نیز تکمیل‌کننده سیاست اصلی جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. به علاوه اینکه اقدامات تسهیل‌کننده تجارت نیز خود به نسبت از اهمیت بالایی برخوردار است. این تسهیلات عبارتند از:

توسعه سرمایه‌گذاری،

انگیزه‌ها،

خدمات پس از سرمایه‌گذاری،

گسترش امکانات رفاهی

و اقدامات مربوط به کاهش هزینه‌های تجاری.

چنانچه چارچوب مشخص و کارآمدی برای سیاست سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی وجود داشته باشد، آنگاه عوامل تعیین‌کننده اقتصادی مهمترین عوامل در تعیین محل انتقال سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی هستند. از لحاظ تاریخی نیز، دسترسی به منابع طبیعی همواره مهمترین عامل مؤثر در انتقال سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بوده است. در جهان امروز نیز حضور شرکتهای فراملی در فعالیتهای مربوط به استخراج منابع طبیعی، بیشتر از طریق اقدامات خارج از عرصه سهام صورت می‌گیرد و باز کمتر از روش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی استفاده می‌کنند. اما نه به این معنی که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اهمیت خود را در زمینه منابع طبیعی از دست داده است. بزرگی بازار کشورها، از لحاظ وسعت و درآمد جمعیت، نیز همواره عامل مؤثری در سرمایه‌گذاری بوده است. بازارهای بزرگ به شرکتهای این اجازه را می‌دهند که به فکر فعالیتهای اقتصادی عظیم و گسترده باشند. همچنین نرخ رشد بازار، در کل باعث ایجاد انگیزه در سرمایه‌گذاران می‌شود.

از سوی دیگر، عوامل کاهش‌دهنده هزینه همچون وجود نیروی کار ماهر و غیرماهر و امکانات زیربنایی کافی نیز می‌تواند باعث جذب شرکتهای فراملی دست‌اندرکار تولید و صدور به بازارهای بین‌المللی شود. در حال حاضر، راهبرد شرکتهای فراملی، با تولید روزافزون محصولات میانی و وظایف و کارکردی مناسب برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، روز به روز پیچیده‌تر می‌شود و پیچیده شدن فرآیند تولید نیز باعث می‌شود سرمایه‌گذاران همواره در فکر یافتن مناسب‌ترین و کم‌هزینه‌ترین محل برای سرمایه‌گذاری خود باشند. شرکتهایی که در فکر مناسب‌ترین زمینه برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی خود هستند، علاوه بر تلاش برای کاستن از میزان هزینه‌های شرکت و یافتن سهم بیشتری از بازار، سعی‌شان بر این است که به فناوری بالاتر و نوآوری هر چه بیشتر دسترسی پیدا کند.

۲- عوامل تعیین‌کننده در سرمایه‌گذاری خارجی در سبب مالی

برخلاف عوامل مؤثر در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، عوامل تعیین‌کننده در پیشبرد فعالیت سرمایه‌گذاران اوراق بهادار بسیار پیچیده و حاصل تعامل میان محیط پیرامون، راهبردهای سرمایه‌گذاران و عوامل تعیین‌کننده خاص کشور میزبان است.

همزمان با حرکت بسیاری از کشورهای در حال توسعه و در حال گذار به سمت آزادسازی بازار و اصلاح ساختاری، تعداد بازارهایی که سرمایه‌گذاران بین‌المللی می‌توانند اندوخته‌های خود را در آن به کار اندازند، طی ده سال گذشته به شدت افزایش یافته است. همچنین رشد شگرف داراییهای آماده سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی کشورهای عضو سازمان همکاری اقتصاد و توسعه، بازارهای بین‌المللی سرمایه را با حجم نقدینگی عظیمی روبرو ساخته است. برای مثال، در سال ۱۹۹۸، مجموع داراییهای خالص صندوقهای بازنشستگی، چیزی در حدود ۱۱,۰۰۰ میلیارد دلار آمریکا - ۱۴ درصد آن به صورت سرمایه‌گذاری خارجی - بوده، در حالی که مجموع داراییهای صندوقهای مشترک در کل

کشورهای جهان نزدیک به ۸۰۰۰ میلیارد دلار آمریکا - ۵۰۰۰ میلیارد دلار آن متعلق به ایالات متحده - بوده است. همزمان با پیشرفت سریع سرمایه‌گذاران در زمینه‌های مالی، ترکیب این رویدادها نیز باعث بروز تغییراتی در راهبردهای سرمایه‌گذاران شده و سرمایه آنها را به سمت بازارهای نوپا سوق داده است. تا زمان بروز بحران مالی شرق آسیا، دو عامل اساسی باعث فزونی تمایل سرمایه‌گذاران بین‌المللی نسبت به ورود به بازارهای نوپای جهان بوده است: درآمد بالاتر و استفاده از مزایای تنوع فعالیتها. در تصمیم به سرمایه‌گذاری در بازارهای نوپا، عوامل تعیین‌کننده موجود در کشور میزبان از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است. البته میزان اهمیت هر یک از این عوامل برای سرمایه‌گذاران با سود ثابت و سرمایه‌گذاران بخش سهام متفاوت است.

۲-۳ نقش کشور میزبان

نقش کشور میزبان را در بخش سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی می‌توان به دو گروه تقسیم کرد: عوامل اقتصادی و عوامل سیاسی - مقرراتی. عوامل اقتصادی به طور مستقیم ربطی به سیاستهای مربوط به جذب سرمایه‌گذاران اوراق بهادار ندارند. در عوض، این دسته از عوامل، بازتاب سلامت کلی اقتصاد، نشان‌دهنده وجود امکان کسب درآمد برای شرکتهای فعال در این محیط، و دلیل وجود درآمد مناسب برای سرمایه‌گذاریهایی با سود ثابت هستند. سرمایه‌گذاران معمولاً بر روی این عوامل تأکید دارند:

- نرخ بالای رشد اقتصادی
- ثبات نرخ مبادلات ارزی
- ثبات اقتصاد کلان
- میزان ذخایر ارزی
- سلامت نظام بانکی کشور
- نقدینگی بازار سهام و اوراق بهادار
- نرخهای واقعی بهره

البته برخی از این عوامل برای سرمایه‌گذاران سهام و برخی دیگر برای سرمایه‌گذاران با سود ثابت اهمیت بیشتری دارند. برای مثال، نرخهای بالای رشد اقتصادی و نقدینگی بازار سهام برای مدیران اوراق بهادار فعال در سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی اهمیت دارند. از سوی دیگر، میزان نقدینگی بازار اوراق قرضه و سطح نرخهای واقعی بهره برای سرمایه‌گذاران با سود ثابت از اهمیت خاصی برخوردار است.

با وجود اینکه میزان سرمایه‌گذاریهای انجام شده در بخش اوراق بهادار بازارهای نوپا در طول دهه ۱۹۹۰ به شدت افزایش یافته اما توزیع این گونه سرمایه‌گذاریها در کشورهایی که از سیاستهای دقیق اقتصاد کلان و نرخ رشد نسبتاً بالایی برخوردار هستند، بیشتر بوده است. بنابراین، آفریقا که هنوز از چشم‌انداز رشد اقتصادی مطمئنی برخوردار نیست تنها توانسته کمتر از یک درصد کل داراییهای سرمایه‌گذاری شده در بازارهای نوپای جهان را به خود اختصاص دهد. حتی در آسیا که بین سالهای ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۷ نیمی از سرمایه‌گذاریهای خارجی انجام شده در بخش

اوراق بهادار را به خود اختصاص داده، تنها چند کشور توانسته‌اند کل ارقام سرمایه‌گذاریهای خارجی را جذب کنند. چارچوب سیاستها و مقررات حاکم بر بازارهای نوپا نیز از جمله عوامل مؤثری است که سرمایه‌گذاران خارجی توجه خاصی به آن دارند. این دو عامل به گونه‌ای هستند که دولت نفوذ مستقیمی بر آنها دارد. عوامل اصلی این گروه عبارتند از:

- سهولت بازگشت سود و اصل سرمایه
- قوانین داخلی مالیات بر سود سرمایه
- مقررات بازار سهام و اوراق قرضه
- کیفیت عملیات حسابداری و معیارهای افشای صورتهای مالی
- سرعت و قابلیت سیستم تسویه
- دسترسی به مؤسسه‌های امین و کارگزار
- میزان حمایت از حقوق سرمایه‌گذار

البته انتخاب مهمترین عامل از بین عوامل یاد شده کاری غیرممکن است اما می‌توان گفت که برخی از این عوامل از اهمیت بیشتری برخوردارند. برای مثال، دو عامل میزان حمایت از حقوق سرمایه‌گذار و سهولت بازگشت سود و اصل سرمایه معمولاً از نظر سرمایه‌گذاران بسیار با اهمیت است.

برخی دولتها برای توسعه سرمایه‌گذاری خارجی در بخش اوراق بهادار راههای تازه‌ای در پیش گرفته‌اند و دسترسی شرکتهایشان را به منابع مالی بین‌المللی آسان کرده‌اند. برای مثال، دولت مکزیک هنگامی که کشوری به سمت آزادسازی اقتصاد و گشودن بازارهای سرمایه خود حرکت می‌کند دست به کار انتشار اوراق قرضه می‌شود تا به استقرار اوراق قرضه شرکتی خود در بازارهای بین‌المللی کمک کند. دلیل انجام این حرکت آن است که اوراق قرضه با سررسیدهای متفاوت در ارتباط مستقیم با بدهی قطعی و براساس نسبت ریسک احتمالی شرکت به ریسک قطعی آن قیمت‌گذاری می‌شود. با انتشار اوراق قرضه دولتی با سررسیدهای مختلف، بازار بین‌المللی می‌توانست میزان بدهی قطعی را برآورد کند و با استفاده از عامل پاداش ریسک هر شرکت به نسبت ریسک قطعی آن، تعیین میزان بدهی شرکت به سادگی امکان‌پذیر بود. سرمایه‌گذاران بین‌المللی از اقدام دولت مکزیک به شدت استقبال کردند، زیرا این اقدام باعث شفافیت هر چه بیشتر عملیات برآورد بدهی شرکتها شده بود. در همین راستا، سیاست دولت مکزیک نیز زمینه را برای دسترسی صاحبان شرکتها به بازار بین‌المللی سرمایه فراهم می‌ساخت و این فرصت را به آنها می‌داد تا نرخ بهره مورد نظر سرمایه‌گذاران بین‌المللی را به راحتی برآورد کنند.

۲-۴ میزان تأثیر بر توسعه اقتصادی

● دیدگاه کلی

از نظر مالی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی در مقام اجزای جریان انتقال

سرمایه می‌توانند، با هدف تکمیل اندوخته‌های داخلی، به پرکردن شکاف مالی موجود کمک کنند. موضوع "چرخه بدهی"، نقش منابع مالی خارجی در پرکردن شکاف اندوخته سرمایه‌گذاری و تأمین ارز مورد نیاز برای حمایت از دو پدیده رشد و توسعه را کاملاً ثابت کرده است. نقش جریان سرمایه در رشد منابع مالی، در مورد بازارهای نوظهور مندرج در جدول ۱-۲، تا حدودی اثبات شده است. بنابراین، به جز کشورهای عمده صادرکننده سرمایه، مانند کویت و سنگاپور، همبستگی شدید و قابل قبولی میان جریان سرمایه و پدیده رشد وجود دارد: ضریب همبستگی میان جریانهای سرمایه به عنوان درصدی از GDP و میانگین سالانه نرخهای رشد، در طول سالهای ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۷، در بقیه کشورها برابر با ۰/۳۶ بوده است.

جدول ۲ - ۱ خالص جریان سرمایه در ۲۹ بازار نخواستہ بین سالهای ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۷

(میلیون دلار آمریکا)

کشور	تولید ناخالص داخلی سرانه ۱۹۹۷	کل جریان سرمایه	سرمایه‌گذاری مستقیم	درصد	سرمایه‌گذاری در سید مالی	درصد	سهام	درصد	اوراق بدهی	درصد	سرمایه‌گذاریهای دیگر [شامل وامهای بانکی]	درصد	جریان سرمایه ۹۷-۱۹۹۳	ارزش بازار نسبت به GDP سالانه [درصد]	میانگین رشد
مصر	۱۲۵۲/۸	۹۶۳۹/۵	۳۶۰۳/۴	۳۷/۴	۳۹۳۰/۱	۴۰/۸	۳۰۵۷/۱	۳۱/۷	۸۷۳/۰	۹/۱	۲۱۰۶/۰	۲۱/۸	۳/۲	۱۷/۰	۴/۸
مراکش	۱۲۲۷/۲	۲۱۷۹/۰	۲۷۱۳/۳		۴۶۱/۸		۴۶۱/۸		..		-۹۹۶/۲		۱/۴	۲۱/۱	۳/۰
نیجریه	۳۳۸/۱	۸۸۹۰/۰	۷۵۱۶/۸		-۳۶۶/۴		..		-۳۶۶/۴		۱۷۳۹/۰		۶/۰	۸/۸	۳/۳
افریقای جنوبی	۳۱۷۹/۴	۱۹۱۷۶/۰	۷۱۲/۶	۳/۷	۱۶۷۳۲/۰	۸۷/۳	۷۵۴۸/۱	۳۹/۴	۹۱۸۳/۹	۴۷/۹	۱۷۲۹/۰	۹/۰	۳/۱	۱۸۳/۶	۲/۹
تونس	۲۰۵۵/۰	۴۷۷۱/۰	۱۸۰۵/۱	۳۷/۸	۲۲۸/۳	۴/۸	۱۲۱/۵	۲/۵	۱۰۶/۸	۲/۲	۲۷۳۷/۰	۵۷/۴	۵/۵	۱۶/۲	۴/۵
بنگلادش	۳۳۵/۰۲	۸۳۳/۴	۱۸۰/۲		-۳۴/۰		-۳۴/۰		..		۶۸۶/۷		۰/۴	۴/۸	۶/۶
چین	۷۳۵/۰۰	۱۷۴۵۴۲/۰	۱۶۸۴۹۰/۲		۳۲۷۳۵/۸		۲۲۴۶۳/۴		۱۰۲۷۲/۴		-۲۶۶۸۳/۰		۵/۱	۱۳/۲	۱۰/۳
هند	۳۹۶/۴۸	۳۹۷۸۷/۰	۸۸۹۲/۲	۲۲/۳	۱۴۹۵۲/۴	۳۷/۶	۱۴۹۵۲/۴	۳۷/۶	..		۱۵۹۴۰/۰	۴۰/۱	۲/۴	۳۶/۸	۷/۱
اندونزی	۱۰۲۲/۸۸	۳۳۹۹۹/۰	۱۶۹۸۴/۰	۵۱/۵	۱۲۱۵۵/۰	۳۶/۸	۷۴۵۸/۰	۲۲/۶	۴۶۹۷/۰	۱۴/۲	۳۸۶۰/۰	۱۱/۷	۳/۴	۲۷/۳	۷/۳
کره	۹۶۲۲/۳۸	۵۷۰۶۹/۹	-۸۱۲۸/۱		۵۷۳۰۵/۱		۲۱۱۳۹/۵		۳۶۰۷۵/۶		۷۹۹۳/۹		۲/۷	۳۳/۱	۷/۶
کویت	۱۶۷۸۹/۷۰	-۱۰۱۹۸/۰	-۸۴/۳	۰/۸	-۸۸۸۱/۶	۸۷/۱	..	۸۷/۱	-۸۸۸۱/۶		-۱۲۳۱/۰	۸۷/۱	-۷/۵	۶۴/۶	۲/۵
مالزی	۴۵۴۴/۸۲	۳۱۹۵۲/۰	۲۳۷۰۹/۷		-۳۳۰۹/۵		..		-۳۳۰۹/۵		۱۱۵۵۳/۰		۷/۶	۲۴۷/۳	۸/۸
فیلیپین	۱۱۱۷/۳۸	۳۱۳۳۵/۰	۵۶۵۳/۰	۱۸/۱	۷۳۱۵/۰	۲۳/۴	۱۷۴۶/۰	۵/۶	۵۵۶۹/۰	۱۷/۸	۱۸۲۶۷/۰	۵۸/۵	۸/۷	۷۴/۶	۵/۱
عربستان	۶۹۹۵/۷۳	۳۳۵۸۵/۰	۱۲۸۷/۹		-۷۷۸۴/۴		..		-۷۷۸۴/۴		۴۰۰۸۳/۰		۵/۲	۳۵/۴	۱/۰
سنگاپور	۳۱۰۳۵/۵۱	-۲۰۵۳۰/۰	۱۷۸۰۲/۴		-۴۲۶۵۱/۱		-۳۹۸۱۵/۴		-۲۷۷۵/۵		۴۳۲۰/۰		-۵/۱	۱۶۶/۵	۸/۳
تایلند	۲۵۹۹/۶۷	۵۶۶۰/۱۰	۸۳۷۵/۵	۱۴/۸	۱۹۹۲۲/۹	۳۵/۲	۸۹۸۲/۸	۱۵/۹	۱۰۹۴۰/۲	۱۹/۳	۲۸۳۰۲/۰	۵۰/۰	۷/۳	۶۸/۲	۵/۹
جمهوری چک	۵۰۴۹/۹	۲۰۰۷۱/۵	۶۵۱۰/۸	۳۲/۴	۵۵۳۷/۴	۲۷/۶	۳۱۸۵/۴	۱۵/۹	۲۳۵۳/۳	۱۱/۷	۸۰۵۴/۰	۴۰/۱	۸/۷	۲۶/۳	۳/۸
مجارستان	۴۵۰۲/۷	۱۵۳۹۰/۹	۱۱۴۷۶/۴		۷۱۴۱/۵		۱۵۷۴/۷		۵۵۶۶/۷		-۳۳۲۷/۰		۷/۱	۱۱/۶	۲/۴
لهستان	۳۵۰۹/۹	۱۷۳۲۷/۰	۱۶۴۶۸/۰		۲۹۵۲/۰		۱۷۳۳/۰		۱۲۱۹/۰		-۲۰۹۳/۰		۳/۱	۵/۴	۶/۴
روسیه*	۳۰۳۴/۴	-۲۱۳۲/۰	۷۵۲۸/۰		۵۳۶۴۳/۰		۳۳۶۴/۰		۵۰۲۷۹/۰		-۶۲۳۰۳/۰		-۰/۱	۹/۳	-۴/۷
اسلونی	۹۱۶۴/۸	۲۱۸۵/۹	۸۸۵/۸	۴/۰۵	۸۲۹/۷	۳۸/۰	۵۱/۷	۲/۴	۷۷۸/۱	۳۵/۶	۴۷۰/۴	۲۱/۵	۲/۶	۴/۸	۴/۰
آرژانتین	۹۱۰۹/۹	۴۶۲۷۷/۰	۲۲۰۵۵/۰		۵۹۳۳۰/۰		۱۶۸۳/۰		۵۷۶۴۷/۰		-۳۵۱۰۹/۰		۳/۲	۱۵/۴	۳/۴
برزیل	۵۰۱۱/۸	۱۰۷۲۵۸/۰	۳۶۵۸۸/۰		۱۰۵۱۶۱/۰		۲۶۳۷۷/۰		۷۸۷۸۴/۰		-۳۴۴۹۱/۰		۳/۳	۲۷/۷	۳/۹
شیلی	۵۳۷۱/۷	۲۲۶۷۷/۹	۱۱۵۲۱/۰	۵۰/۸	۵۱۴۱/۴	۲۲/۷	۳۳۷۶/۸	۱۴/۹	۱۷۶۴/۹	۷/۸	۶۰۱۶/۰	۲۶/۵	۷/۶	۱۰۸/۲	۷/۹
کلمبیا	۲۳۹۱/۱	۲۴۰۷۵/۲	۱۰۲۶۶/۳	۴۲/۶	۳۰۲۴/۸	۱۲/۶	..		۳۰۲۴/۸	۱۲/۶	۱۰۷۸۴/۹	۴۴/۸	۶/۲	۲۰/۱	۴/۱
مکزیک	۴۲۷۱/۰	۸۲۱۳۵/۰	۴۶۵۵۰/۸		۴۳۶۸۵/۲		۲۱۳۳۴/۸		۲۳۲۵۰/۴		-۸۱۰۱/۰		۴/۵	۳۷/۲	۱/۸
پرو	۲۶۱۹/۹	۲۱۳۱۳/۰	۱۱۰۵۳/۲	۵۱/۹	۱۳۳۸/۴	۶/۳	۱۱۷۰/۳	۵/۵	۱۶۸/۱	۰/۸	۸۹۰۱/۰	۴۱/۸	۷/۷	۲۰/۰	۷/۰
اروگوئه	۶۱۱۴/۸	۱۹۴۵/۰	۶۷۵/۴	۳۴/۷	۸۳۰/۱	۴۲/۷	..		۸۳۰/۱	۴۲/۷	۴۳۹/۴	۲۲/۶	۲/۲	۱/۲	۳/۳
ونزوئلا	۳۸۴۰/۷	-۶۷۱۵/۰	۶۵۹۵/۰		۷۶۵/۰		۳۶۴۲/۰		-۲۸۷۷/۰		-۱۴۰۷۵/۰		-۱/۹	۱۱/۴	۱/۵
جمع کل		۹۶۰۶۰۰	۴۹۵۱۰۰	۵۱/۵	۴۰۸۰۰۰	۴۲/۵					۵۷۵۰۰	۶/۰			

* برای سالهای ۹۷ - ۱۹۹۴

Source: IMF, Balance of Payment Statistics, Various issues; IMF, World Economic Outlook May 1999; World Bank, Global Development Finance 1999; World Bank, World Development Indicators 1999.

نقش منابع مالی خارجی در پدیده رشد می‌تواند مستقیم و از طریق تأمین مالی سرمایه‌گذاری باشد، که خود همیشه منشأ رشد است، یا غیرمستقیم و از طریق افزایش جذب و مصرف، که به نوبه خود باعث افزایش میزان سرمایه‌گذاری می‌شود. تأثیر عامل توسعه بیشتر در تأمین مالی مستقیم سرمایه‌گذاریها به چشم می‌خورد، در حالی که تأمین مالی یک بودجه غیرسازنده ممکن است با فعال کردن بیش از حد بازار منجر به بی‌ثباتی آن شود یا اینکه باعث ترغیب سرمایه‌گذاریهای نامطمئن شود.

جریان سرمایه‌گذاری همچنین می‌تواند خدمات جانبی مختلفی را در قالب غیرمالی و از طریق گسترش فضای کسب و کار شرکتها، برای اقتصاد کشور میزبان به ارمغان آورد. به علاوه، هنگامی که انجام فعالیتهای اقتصادی خطرناک و نامطمئن باشد، سرمایه‌گذاران با پذیرفتن سهمی از ریسک موجود می‌توانند باعث تشویق و ترغیب کارآفرینان به انجام فعالیت تولیدی شوند.

اما از جنبه منفی قضیه می‌توان گفت که اگر هزینه این اقدام بیش از منافع آن باشد و به تراز پرداختها فشار وارد کند، استفاده از منابع مالی خارجی می‌تواند باری بر دوش اقتصاد کشور میزبان باشد. این هزینه در قالب سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی به شکل پرداخت بهره و سود سهام است و در قالب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به صورت بازگرداندن پس‌اندازها و سود سرمایه‌گذاریها به داخل کشور و واردات کالاهای سرمایه‌ای و واسطه‌ای. تأثیر منفی دیگر استفاده از منابع مالی خارجی هنگامی آشکار می‌شود که جریان سرمایه‌گذاری خارجی در یک رقابت نابرابر یا با انحصار اندوخته‌های داخلی - آن گونه که ممکن است در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی رخ دهد - جای اندوخته‌های داخلی را در مجموع سرمایه شرکتها به خود اختصاص دهد. علاوه بر این، ناپایداری یا برگشت سریع جریان سرمایه‌گذاری می‌تواند برای پدیده توسعه اقتصادی زبان بخش باشد زیرا باعث افزایش میزان ریسک و تردید در میان سرمایه‌گذاران خواهد شد و بی‌ثباتی شدید متغیرهای اقتصاد کلان را در پی خواهد داشت.

● نقش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

نقش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در پدیده توسعه یک نقش مستقیم است: شرکتهای فراملیتی شعبه‌ها و واحدهای زیر پوشش خود را در کشور میزبان تأسیس می‌کنند و به طور مستقیم باعث افزایش سطح سرمایه‌گذاریها و گسترش ظرفیت تولید و توسعه می‌شوند. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی همچنین می‌تواند باعث ایجاد خدمات جانبی در شکل انتقال فناوری، تخصص مدیریت و مهارتهای بازاریابی شود، هر چند همیشه هم اینطور نیست. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ممکن است دسترسی به بازارهای صادرات را گسترده‌تر کند، چه شرکتهای فراملی معمولاً به صورت کانال توزیع کالا از یک کشور به بازارهای جهانی عمل می‌کنند. شرکتهای فراملی همچنین تمام ریسک احتمالی فعالیتهای واحدهای زیر پوشش خود را در اقتصاد کشور میزبان می‌پذیرند. در اصل، چنانچه واحدهای زیر پوشش سودآور باشند و سرمایه‌گذاری موفقیت‌آمیز باشد، درآمدها هم به داخل کشور برمی‌گردد.

اما اگر از جنبه منفی به قضیه نگاه شود، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی باعث از دست رفتن نظارت و کنترل بر تولید داخل و حتی احتمالاً بر اختیار توسعه داخلی می‌شود. از آنجا که جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر

شرکتها و بخشهای خاصی متمرکز است، توسعه بخشهای خاصی از تولید به انتخاب طرفهای خارجی موکول می‌شود و نه زمینه‌هایی که کشور برای رسیدن به سطح قابل قبولی از توسعه به آن نیازمند است. به علاوه، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ممکن است از طریق ایجاد رقابتی نابرابر و جذب رقمهای هنگفتی از پس‌اندازهای داخلی، مانع از ادامه کار شرکت‌های داخلی شود. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی همچنین ممکن است تأثیری منفی بر تراز پرداختها داشته باشد، البته در صورتی که تولید واحدهای زیرپوشش نیازمند حجم عظیمی از واردات باشد و بالاتر از این در صورتی که تولید این واحدها به جای بازارهای خارجی، وابسته به بازارهای داخل کشور باشد. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در بلندمدت ممکن است پرهزینه شود، زیرا هر چه واحدهای زیر پوشش بیشتر در کار خود وارد می‌شوند، میزان برگشت درآمدها و حق امتیازها نیز افزایش می‌یابد.

● نقش سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی

از آنجا که سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی شکلهای مختلفی دارد، نقش آن در پدیده توسعه هم می‌تواند مستقیم باشد و هم غیرمستقیم. سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی شکلی از تأمین مالی است که اختصاص به بخش یا شرکت خاصی ندارد و هم شرکت‌های داخلی و هم شرکت‌های خارجی می‌توانند از آن استفاده کنند. گاهی سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی می‌تواند بوسیله افزایش میزان منابع مالی شرکت‌های داخلی، شرایط رقابتی‌تری را برای آنها فراهم کند.

برخی شکلهای سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی مانند سرمایه اولیه، انتشار اولیه سهام (در بازارهای داخلی و بین‌المللی سرمایه) و اوراق قرضه شرکتی، ممکن است نقش مستقیم و ارزشمندی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری ایفا کنند. دیگر اشکال سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی همچون خرید اوراق بهادار در بازارهای دست دوم داخلی توسط سرمایه‌گذاران خارجی و بیشتر انواع اوراق قرضه دولتی و ابزارهای مشتق، بر میزان ثروت داخلی و جذب هر چه بیشتر سرمایه تأثیرگذار هستند. این امر از دو راه می‌تواند باعث افزایش میزان مصرف شود: نخست، افزایش ثروت حاصل از بالا رفتن ارزش داراییها می‌تواند صاحبان ثروت را تشویق به افزایش مصرف کند، مگر آنکه آنها تصمیم بگیرند مازاد ثروت خود را در خرید بیشتر اموال و اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند. دوم، خرید اموال از اتباع داخلی کشور موجب افزایش نقدینگی بانکها و بالا رفتن میزان اعتبار می‌شود. البته افزایش سطح دلبستگی مردم چیز بدی نیست، به شرطی که خود باعث افزایش میزان سرمایه‌گذاریها شود. اما اگر افزایش میزان اعتبار باعث افزایش تعداد فرصتهای تأمین مالی برای فعالیتهای اقتصادی نامطمئن و خطرناک شود یا بر فشار تورم بیفزاید، اقتصاد کشور دچار رکود و عقب‌گرد خواهد شد.

سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی همچنین می‌تواند منافع جانبی مختلفی را از طریق افزودن بر میزان نقدینگی بازارهای سرمایه داخل کشور فراهم نماید و به استقرار پدیده توسعه کمک کند. همینطور ممکن است به توسعه دیگر واسطه‌های مالی کمک کند و باعث تقویت زیربنای مالی و گسترش روند واسطه‌گری مالی شود.

سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی همچنین ممکن است باعث افزایش نظارت بر نحوه کار شرکتها شود زیرا

سرمایه‌گذاران خارجی خواهان شفافیت در نحوه عملکرد شرکت خواهند بود. این پیشرفت در بازارهای داخلی سرمایه می‌تواند میزان آورده سرمایه‌گذاران را در شرکت‌های جدید افزایش دهد.

اما جنبه منفی آن هم این است که هزینه‌های عملیات تأمین مالی ممکن است بیشتر از منافع آن باشد. در سرمایه‌گذاری سهام، بخشی از ریسک موجود پذیرفته می‌شود اما در اوراق قرضه که کوپن‌های بهره باید پرداخت شود و هیچ ارتباطی هم به میزان سوددهی شرکت منتشرکننده اوراق ندارد، وضعیت به این صورت نیست. بزرگترین اثر منفی سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی، وضعیت ناپایدار آن است.

۲-۵ درجه ناپایداری

ناپایداری جریانهای انتقال سرمایه به صورت شکست سرمایه‌گذاری در دفعات مختلف و یا نوسان میزان سرمایه، دیده می‌شود. شکست و نوسان سرمایه‌گذاری، هر دو نتیجه این واقعیت هستند که جریان انتقال سرمایه به شدت نسبت به تغییرات عوامل تعیین‌کننده، حساس است. ناپایداری جریانهای سرمایه ممکن است باعث ایجاد محیطی ناپایدار برای سرمایه‌گذاری شود و برای دو پدیده رشد و توسعه زیان‌آور باشد. البته ناپایداری جریانهای انتقال سرمایه از خیلی راهها ممکن است برای شرکت مشکل‌ساز شود. نخست، از راه تغییرات غیرمنتظره در میزان دسترسی به منابع مالی و در نتیجه تغییر میزان هزینه‌ها و ارزش داراییها ممکن است شرکت با مشکل مواجه شود و همین امر باعث شود میزان سود شرکت متغیر باشد و امکان برنامه‌ریزی برای سرمایه‌گذاری وجود نداشته باشد. دوم، در اثر تغییر سیاستهای پولی، مالی و نرخ ارز که به صورت تغییرات سریع در میزان دسترسی به منابع مالی خارجی نمایان می‌شود، شرکت وضعیت دشواری پیش روی خود خواهد دید. سرانجام اینکه ناپایداری سرمایه تأثیر خود را بر میزان مصرف و رشد نشان خواهد داد.

در مجموع، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نسبت به سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی از ثبات بیشتری برخوردار است. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای پذیرنده جریان سرمایه به شکل تأسیس خطوط تولید متجلی می‌شود که انحلال آن در کوتاه‌مدت دشوار است. بنابراین، سرمایه‌گذاری منفی و شکست سرمایه‌گذاری به مراتب دشوارتر از سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی خواهد بود. اوراق بهادار را به سادگی می‌توان در بازارهای مالی به فروش رساند.

براساس تحلیلی که از عوامل تعیین‌کننده ارائه شد، ناپایداری را می‌توان به صورت تأثیر متقابل عوامل مختلف مؤثر بر ریسک و درآمد سرمایه‌گذاری تعریف نمود. این عوامل عبارتند از:

- تغییرات در اصول و مبانی
- ناپایداری بازارهای داخلی سهام
- عوامل مالی (مانند نرخهای ارز و بهره) داخلی و خارجی و میزان نقدینگی بازارهای بین‌المللی سرمایه.
- چرخه‌های سرمایه‌گذاری
- شیوع و سرایت بحران

- اطلاعات نامتقارن و بی‌اساس

- راهبردها و رفتار سرمایه‌گذاران اوراق بهادار.

در حالی که بازارهای مالی همواره از دیرباز وضعیتی ناپایدار داشته‌اند، موقعیتهایی که باعث افزایش ناپایداری جریانهای انتقال سرمایه به کشورهای دارای بازار نوپا می‌شوند از طریق چرخه‌های موفقیت و شکست سرمایه‌گذاری و سرایت بحران به بازارهای دیگر شناخته می‌شوند. در شرایطی که نقدینگی هنگفتی در بازارهای بین‌المللی سرمایه وجود دارد، سرمایه‌ها معمولاً به طرف چند کشوری که از زیربنای محکم و استواری برخوردار هستند - سطح بالای GDP و رشد صادرات، سطح بالای اندوخته داخلی و ثبات اقتصادی - گرایش پیدا می‌کنند. مازاد جریان سرمایه باعث تعیین نرخ واقعی ارز و نقدینگی اضافی در سیستم مالی داخلی می‌شود. نقدینگی اضافی نیز خود باعث بالا رفتن نامعقول حجم داراییها و افزایش سرمایه‌گذاریهای نامطمئن و خطرناک می‌شود.

چنانچه جریان انتقال سرمایه باعث ایجاد کسری فراوان در میزان حساب جاری کشور شود، از میزان اعتبار آن کشور نزد سرمایه‌گذاران کاسته می‌شود، بویژه اگر سیستمهای مالی داخلی موجود نیز ضعیف باشد. در این هنگام سقوط شدید و ناگهانی میزان سرمایه به دلیل هجوم خریداران به بازار ارز که در اثر تصور افزایش نرخها انجام شده، باز هم شدیدتر می‌شود.

میزان و شدت افت و خیزهای جریان سرمایه معمولاً به رفتار عموم سرمایه‌گذاران بستگی دارد و این رفتار عمومی نیز به نوبه خود در نتیجه اطلاعات نامتقارن آژانسهای ارزیابی اعتبار بوجود می‌آید و سرمایه‌گذاران هم نسبت به آن واکنش نشان می‌دهند. علاوه بر این، راهبردهای دیگری همچون عملکرد معیار بهره، سرمایه‌گذاری استقراری و تصور یافتن سود سرمایه در کوتاه‌مدت را نیز می‌توان به واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به هرگونه تغییر در عوامل مالی و مبانای عملکرد بازار - داخلی یا خارجی - اضافه کرد.

نوسانهای شدید جریان سرمایه باعث بروز مشکلات عمده در ادامه کار سیستمهای مالی داخلی می‌شود و این اتفاق نیز تنها از طریق ایجاد تغییرات عمده در میزان نقدینگی و تغییر ارزش داراییها پیش می‌آید. ورود و خروج سرمایه‌های هنگفت، به ویژه در بازارهای کمتر توسعه‌یافته، می‌تواند تأثیر شگرفی بر ارزش داراییهای داخلی داشته باشد. از طرفی، همین تغییرات در میزان ارزش داراییها ممکن است امواج شوک را به سرعت به بازارهای دیگر منتقل کند و برای مثال، شوک وارد شده به بازارهای ارز را به بازارهای سهام و شوک ایجاد شده در نوعی اوراق بهادار رایج در یک کشور را به همان نوع اوراق بهادار در کشوری دیگر سرایت دهد. در این فرآیند، بی‌اعتمادی سرمایه‌گذار در کشوری که از مشکلات اقتصادی شدیدی رنج می‌برد به سرمایه‌گذاران کشورهای دیگر نیز سرایت می‌کند. در این هنگام، بحران موجود در یک کشور به همه کشورهای که دارای ساختارهای اقتصادی یا ویژگیهای سیاسی مشابهی هستند و یا همگی در یک منطقه جغرافیایی قرار گرفته‌اند یا اینکه با وجود دارا بودن بنیانهای محکم اقتصادی دچار حالت هراس و سراسیمگی سرمایه‌گذاران شده‌اند، سرایت می‌کند.

این گونه نوسانهای سرمایه ممکن است در نتیجه عواملی باشد که کشور میزبان هیچ کنترلی بر آنها ندارد. برای مثال، یک تغییر ساده در سیاست پولی ایالات متحده در سال ۱۹۹۴ موجب سقوط ارزش دارایی در بازارهای

نوخاسته و بروز بحران مکزیک شد. به این ترتیب، واضح است که سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی از ثبات و پایداری کمتری نسبت به سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی برخوردار است. البته در اینجا مقایسه بین ضریب پراکندگی نسبی سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز کاملاً مؤید همین موضوع است. جدول ۲-۲، ضریبهای پراکندگی نسبی جریانهای انتقال سرمایه و انواع مختلف آن - سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی و انواع دیگر سرمایه‌گذاری، که مهمترین آنها هم وامهای بانکی است - را طی دوره زمانی ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۸ نشان می‌دهد. از بین ۲۹ کشوری که خلاصه گزارش آنها در این جدول آمده، در ۱۶ کشور ارزش ضریب پراکندگی نسبی ستون "انواع دیگر سرمایه‌گذاری" بسیار بالا بوده و اینها همان ۹ کشوری هستند که بالاترین میزان سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی را داشته‌اند و در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز تنها ۴ کشور دارای چنین شرایطی بوده‌اند. مقایسه ضریب پراکندگی نسبی پرتفوی اوراق سهام و پرتفوی اوراق بدهی نشان می‌دهد که در ۱۹ کشور از ۲۹ کشور جهان، اوراق بدهی ناپایدارتر از اوراق سهام بوده است.

جدول ۲ - ۲ میانگین و ضریب تغییرات جریانهای سرمایه‌ای در ۲۹ بازار نوحاسته بین سالهای ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۸

(میلیون دلار آمریکا)

کشور	جریان سرمایه قبل از تغییر در ذخایر		سرمایه‌گذاری مستقیم		سرمایه‌گذاری در سبد مالی		سهام		اوراق بدهی		خالص سرمایه‌گذاریهای دیگر	
	میانگین	ضریب پراکندگی	میانگین	ضریب پراکندگی	میانگین	ضریب پراکندگی	میانگین	ضریب پراکندگی	میانگین	ضریب پراکندگی	میانگین	ضریب پراکندگی
مصر	۹۶/۳	۵۰/۱	۶۲۱/۴	۰/۵	۴۹۶/۵	۱/۸	۳۸۲/۱	۱/۹	۱۱۴/۴	۱/۸	-۱۲۱۴/۳	-۳/۷
مراکش	۷۷۸/۶	۰/۸	۴۴۵/۴	۰/۶	۵۸/۲	۱/۵	۵۸/۲	۱/۵	۰/۰	۰/۰	۲۷۵/۰	۲/۹
نیجریه	-۲۴/۸	-۱۲۵/۴	۱۲۱۴/۲	۰/۴	۱۵۷/۵	۴/۵	۰/۰	۰/۰	۱۵۷/۵	۴/۵	-۱۳۹۶/۵	-۲/۴
آفریقای جنوبی	۲۳۳۲/۰	۱/۳	-۲۴/۵	-۲۲/۷	۲۰۳۹/۰	۱/۴	۶۶۳/۳	۲/۸	۱۳۰۲/۵	۰/۹	۳۱۷/۱	۲/۶
تونس	۸۰۷/۸	۰/۴	۳۱۵/۷	۰/۶	۲۸/۸	۰/۹	۲۴/۹	۰/۷	۱۳/۸	۱/۴	۴۵۳/۱	۰/۵
بنگلادش	۳۱۷/۲	۱/۰	۲۳/۵	۲/۰	-۲/۸	-۲۱/۴	-۲/۸	-۲۱/۴	۰/۰	۰/۰	۲۹۶/۴	۱/۱
چین	۲۳۳۱۰/۱	۰/۷	۲۲۷۱۹/۵	۰/۷	۴۳۱۵/۰	۰/۸	۳۰۳۸/۸	۰/۹	۱۲۷۶/۲	۱/۱	-۳۷۲۴/۴	-۲/۶
هند	۶۹۲۹/۸	۰/۴	۱۳۲۰/۳	۰/۹	۲۱۷۷/۲	۰/۹	۲۱۷۷/۲	۰/۹	۰/۰	۰/۰	۳۸۶۹/۱	۰/۶
اندونزی**	۴۹۹۲/۷	۰/۹	۲۲۱۷/۶	۰/۹	۸۰۶/۰	۴/۰	۴۹۳/۸	۵/۱	۵۳۶/۴	۳/۷	۱۹۶۹/۰	۱/۰
کره**	۷۷۱۹/۸	۱/۱	-۹۷۱/۸	-۰/۹	۷۱۲۷/۹	۰/۹	۳۱۳۷/۹	۰/۷	۳۹۹۰/۰	۱/۴	۱۵۶۳/۷	۴/۴
کویت	۵۰۰۵/۹	۳/۰	-۱۶۸/۵	-۶/۱	-۱۱۹۹/۰	-۱/۶	۰/۰	۰/۰	-۱۱۹۹/۰	-۱/۶	۶۳۳۳/۵	۲/۲
مالزی	۶۰۱۳/۰	۰/۶	۴۴۰۳/۰	۰/۲	-۵۶۴/۵	-۱/۰	۰/۰	۰/۰	-۵۶۴/۵	-۱/۰	۲۱۷۴/۶	۱/۵
فیلیپین	۴۹۱۵/۴	۰/۶	۸۶۹/۴	۰/۵	۹۲۶/۹	۲/۰	۸۱۳/۰	۲/۰	۷۰۸/۶	۱/۶	۳۱۱۹/۳	۰/۴
عربستان	۹۰۰۴/۰	۱/۲	۴۰۴/۱	۳/۷	-۲۱۴۴/۴	-۲/۹	۰/۰	۰/۰	-۲۱۴۴/۴	-۲/۹	۱۰۷۴۴/۴	۰/۸
سنگاپور	-۱۵۵۵/۶	-۳/۲	۳۳۳۴/۰	۰/۴	-۵۲۶۳/۲	-۰/۹	-۴۸۷۱/۶	-۱/۰	-۳۹۱/۶	-۲/۵	۳۸۳/۹	۸/۵
تایلند	۱۰۸۳۲/۳	۰/۸	۱۸۱۱/۵	۰/۴	۲۵۹۱/۰	۰/۸	۱۲۳۹/۴	۱/۱	۱۳۵۱/۶	۱/۰	۶۴۲۹/۸	۱/۵
جمهوری چک**	۲۵۲۵/۶	۰/۷	۱۲۹۷/۷	۰/۵	۱۱۰۳/۹	۰/۳	۶۰۳/۴	۰/۴	۵۰۰/۵	۰/۴	۱۱۲۹/۲	۱/۹
مجارستان**	۳۰۹۸/۱	۱/۰	۲۱۵۵/۰	۰/۵	۱۵۲۰/۸	۱/۲	۴۱۶/۵	۰/۸	۱۱۴۹/۱	۱/۹	-۶۶۵/۰	-۱/۸
لهستان	۲۳۹۵/۹	۲/۳	۲۱۹۰/۰	۰/۹	۷۳۸/۰	۱/۶	۵۷۷/۷	۰/۴	۳۰۴/۸	۳/۳	-۱۶۳/۱	-۲۴/۸
روسیه*	-۵۳۳/۰	-۲۰/۵	۱۸۸۲/۰	۰/۷	۱۳۴۱۰/۸	۱/۶	۸۴۱/۰	۱/۲	۱۲۵۶۹/۸	۱/۷	-۱۵۸۲۵/۸	-۱/۴
اسلونی*	۳۶۲/۱	۱/۳	۱۶۶/۴	۰/۴	۱۳۶/۸	۱/۹	۵۱/۷	۰/۰	۱۲۸/۲	۲/۰	۵۸/۹	۵/۹
آرژانتین	۶۹۶۵/۶	۰/۸	۳۷۹۳/۶	۰/۴	۷۴۲۶/۸	۱/۳	۳۲۴/۳	۱/۹	۷۱۸۳/۵	۱/۳	-۴۲۵۴/۸	-۱/۸
برزیل	۱۵۲۴۰/۴	۰/۸	۴۸۶۵/۹	۱/۴	۱۵۴۹۳/۴	۱/۰	۳۵۹۵/۳	۰/۸	۱۱۹۸۸/۱	۱/۲	-۵۱۸۸/۵	-۳/۴
شیلی**	۲۵۷۱/۳	۰/۶	۱۷۱۱/۴	۰/۷	۶۰۲/۴	۱/۴	۳۶۸/۷	۱/۸	۲۳۳/۹	۱/۳	۱۲۵۷/۶	۰/۷
کلمبیا**	۳۰۴۶/۶	۰/۹	۱۶۴۹/۴	۰/۹	۳۸۲/۷	۱/۵	۰/۰	۰/۰	۳۸۲/۷	۱/۵	۱۰۱۴/۵	۱/۵
مکزیک	۱۷۹۲۵/۸	۰/۵	۷۳۹۲/۵	۰/۵	۸۸۰/۵	۱/۴	۴۳۰۵/۵	۰/۷	۴۵۷۵/۱	۲/۱	۱۷۵۲/۸	۶/۲
پرو	۳۳۳۹/۹	۰/۵	۱۴۰۳/۰	۱/۰	۲۶۷/۷	۰/۶	۲۳۴/۱	۰/۶	۳۳/۶	۱/۶	۱۷۶۷/۱	۰/۴
اروگوئه**	۱۹۹/۲	۱/۷	۱۳۵/۷	۰/۱	۱۶۴/۶	۰/۷	۰/۰	۰/۰	۱۶۴/۶	۰/۷	-۵۶/۰	-۴/۱
ونزوئلا**	-۴۳۲/۰	-۵/۴	۱۳۸۵/۴	۱/۲	۲۰۸۴/۲	۲/۵	۴۴۵/۶	۱/۲	۱۶۲۸/۷	۳/۳	-۳۹۲۲/۷	-۱/۵

Source: IMF, Balance of Payments Statistics, Various issues.

* اطلاعات در مورد روسیه مربوط به سالهای ۱۹۹۴-۹۷ و برای اسلونی ۱۹۹۲-۹۷

** دوره زمانی اطلاعات سالهای ۱۹۹۰-۹۸ به استثنای جمهوری چک که اطلاعات مربوط به سالهای ۱۹۹۳-۹۸ است.

با بررسی جدول ۲-۲ و مقایسه جریانهای انتقال سرمایه سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی به داخل کشور بدهی‌ها - نیز می‌توان به ناپایداری بیشتر سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی پی برد. این جدول تغییرات سه ماهه این دو جریان را طی سالهای ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۸ در ۴ کشوری که دچار بحران مالی شدیدی شده‌اند - اندونزی، مکزیک، جمهوری کره و تایلند - نشان می‌دهد. ارقام مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی نوسانهای کمتری را نشان می‌دهد و جریان انتقال سرمایه همیشه مثبت است - بجز در اندونزی و در سه ماهه چهارم سال ۱۹۹۷ و سه ماهه نخست سال ۱۹۹۸. اما از سوی دیگر، ارقام مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی در دوره‌های بحران فقط نشان‌دهنده خروج سرمایه است: در اندونزی از سه ماهه سوم ۱۹۹۷ تا سه ماهه دوم ۱۹۹۸؛ در مکزیک از سه ماهه سوم ۱۹۹۴ تا سه ماهه سوم ۱۹۹۵ و سه ماهه سوم و چهارم ۱۹۹۷؛ در جمهوری کره در سه ماهه چهارم ۱۹۹۷ و سه ماهه نخست ۱۹۹۸؛ و در تایلند در سه ماهه اول و دوم ۱۹۹۴. به این ترتیب، واضح است که سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی هم می‌تواند به سرعت بهبود اقتصادی را به ارمغان آورد و هم ممکن است باعث ایجاد دوره‌های کوتاه‌مدت خروج سرمایه شود. جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ثبات بیشتری را نشان می‌دهد اما ریسک نرخ ارز ممکن است باعث بروز رفتارهای خاصی از سوی شرکتهای فراملی و کاهش میزان سرمایه‌گذاری آنها در کشورهای میزان شود و یا ممکن است باعث تشدید مشکلات تراز پرداختهای آنها شود. برای مثال، این قبیل شرکتها می‌توانند بر میزان اتکا به منابع مالی ارزش داخلی بیفزایند، پرداختها را تسریع کنند و پیش از سقوط نرخ ارز، سرمایه ارزی خود را به خارج از کشور منتقل کنند.

۳- رویکردهای سیاستی

۳-۱ دیدگاه کلی

چنانکه از بخشهای پیش پیداست، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی ویژگیهای کم و بیش متفاوتی دارند؛ و نیازهای مالی گوناگونی را پاسخگو هستند. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی متعلق به یک منبع خارجی است اما سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی بیشتر توسط افراد یا شرکتهای داخلی استفاده می‌شود. تمرکز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر روی شرکتها و بخشهای بخصوصی است. حال آنکه سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی به این شکل نیست. سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی از طریق تغییر ارزش داراییها و تغییر میزان نقدینگی موجود در بخش مالی تأثیر عمده‌ای بر اقتصاد کلان دارد، اما سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ممکن است از طریق شکل‌دهی ساختار تولید در کشور میزبان، تأثیر شگرفی در سطح اقتصاد خرد داشته باشد. سرمایه‌گذاران خارجی در سبد مالی، برخلاف سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، در سرمایه‌گذاریشان مسؤولیت مدیریتی بر گردن ندارند و در بسیاری موارد حتی حضور فیزیکی هم در کشورهای میزبان ندارند. تصمیم شرکتهای فراملی مبنی بر انجام سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در یک کشور، به طور عمده متأثر از عوامل تعیین‌کننده موجود در کشور میزبان است، در حالی که سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی از عوامل خارج از کشور میزبان تأثیر می‌گیرد. عواملی همچون

سیاستهای مالی کشورهای صادرکننده سرمایه، وضعیت نقدینگی در بازارهای بین‌المللی سرمایه و تغییرات الگوی تنوع پرتفوی بین‌المللی. سرانجام اینکه در سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌تر و ناپایداری از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. بنابراین، با توجه به این تفاوتها، به منظور پیشبرد برنامه جذب سرمایه‌گذاری خارجی در کشور سیاستهای زیر پیشنهاد می‌شود:

- مجموعه سیاستهای مربوط به این دو نوع سرمایه‌گذاری خارجی باید متفاوت باشد. سیاستهای مربوط به جذب سرمایه‌گذاری خارجی در بخش اوراق بهادار باید با احتیاط بسیار همراه باشد، زیرا ناپایداری سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی ممکن است بر اقتصاد ملی اثر منفی داشته باشد. در این زمینه، باید نسبت به افزودن یا حذف سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی از قراردادهای یا مجموعه قانونی و مقرراتی مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی توجه خاصی صورت گیرد.

- اقتصاد ملی باید بتواند اقداماتی را - به غیر از اقدامات مالی و پولی - با هدف تنظیم دقیق جریان انتقال سرمایه به داخل و به خارج صورت دهد، به ویژه در مورد سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی. بهتر است این اقدامات با توجه به وضعیت بازار صورت گیرد زیرا در این صورت هزینه‌های مربوط به حداقل ممکن می‌رسد.

- باید تلاش شود تا اقداماتی با هدف حمایت از یک بازار نوپا در دستیابی به برخی انواع سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی صورت گیرد و به این ترتیب، واحدهای تولیدی بتوانند منابع مالی محکمی را برای خود فراهم کنند.

۲-۳ خطوط راهنمای شکل‌گیری چارچوب تنظیمی و نظارتی

تدوین و تهیه چارچوب تنظیمی و نظارتی سرمایه‌گذاری خارجی در هر کشور اغلب برپایه سه هدف زیر انجام می‌شود:

۱- ارائه یک چارچوب سرمایه‌گذاری شفاف و با ثبات به سرمایه‌گذاران از طریق شفاف‌کردن قوانین حاکم بر موضوع سرمایه‌گذاری خارجی با هدف متعهد ساختن یا اطلاع‌رسانی رسمی به آنها.

۲- حفظ دارایی و حقوق سرمایه‌گذاران خارجی که برپایه همین اصل، موارد زیر مورد توجه قرار می‌گیرد:

- **رفتار ملی:** این موضوع همواره در تمامی قوانین و مقررات مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی قید می‌شود. بدین معنا که در رفتار با سرمایه‌گذاران خارجی هیچ تبعیضی وجود ندارد و با آنها درست مانند شهروندان کشور میزبان رفتار می‌شود. هر چند عبارت "با آنها حداقل همانند همتای داخلی آنها رفتار می‌شود" از نظر حقوقی به معنی آن است که حتی ممکن است امتیازهای ویژه‌ای هم، با هدف جلب سرمایه‌گذاری خارجی، به آنها تعلق گیرد.

- **جبران خسارت:** خسارتهای ناشی از بروز جنگ، آشوب و دیگر انواع درگیریها و آشوبهای مسلحانه مشمول اصل جبران خسارت خواهد بود.

- **مصادره اموال:** مصادره اموال در شرایطی که مورد آن در موضوع قرارداد مورد اشاره قرار گرفته نشده باشد، باید بدون تأخیر جبران شود.

- **انتقال آزاد وجوه سرمایه:** موضوع این ماده از قرارداد، تضمین آزادی انتقال و ورود و خروج وجوه مربوط به اصل سرمایه، سود سرمایه و درآمد حاصل از آن و انواع دیگر درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری و پاداش و دستمزد افراد است.

- **حل اختلاف:** در این ماده به سازوکارهای گوناگون حل اختلاف پرداخته می‌شود.

- **رفتار گزینشی نسبت به یک کشور خاص:** تبعیض در مورد هیچ یک از طرفهای قرارداد جایز نیست. رفتار بهتر با یک طرف، در واقع، تبعیض علیه دیگران است.

۳- آزادسازی هر چه بیشتر نظام سرمایه‌گذاری در کشور میزبان. البته در بسیاری از قراردادهای دو جانبه سرمایه‌گذاری به این موضوع چندان توجه نمی‌شود. زیرا در بسیاری مواقع آشکارا به کشورهای امضاکننده قرارداد اجازه داده می‌شود سیاستها و اقدامات مورد نظر خود را در امر پذیرش و انجام سرمایه‌گذاری لحاظ کنند. برخی از مهمترین عواملی که در قوانین و مقررات مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی در دستیابی به این هدف مؤثرند، چنین است:

- **تعریفها:** تعریف واژه‌های "سرمایه‌گذاری"، "سرمایه‌گذار" و واژه‌های دیگر باید به گونه‌ای باشد که در همه جا با معنی یکسان مورد استفاده قرار گیرند. برای مثال، اگر عبارت سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی در بخش تعریفها قید شده، میزان حمایت از سرمایه‌گذاران در سبد مالی باید کاملاً برابر با سرمایه‌گذاران سرمایه‌گذاران مستقیم خارجی باشد.

- **پذیرش:** در این بند، شرایطی که براساس آن سرمایه‌گذاران اجازه می‌یابند وارد کشور شوند، قید می‌شود. اگر در متن قانون و مقررات هیچ شرطی برای مرحله پیش از انجام سرمایه‌گذاری طرف خارجی قید نشده باشد، به معنای آن است که پیش از ورود به کشور، با شرکتها و سرمایه‌های خارجی درست مانند شرکتها و سرمایه‌های داخلی رفتار می‌شود و هیچ محدودیتی برای دستیابی سرمایه خارجی به بازار داخلی وجود ندارد.

- **رفتار ملی:** منظور از درج بند رفتار ملی، ایجاد یک نظام آزاد سرمایه‌گذاری با کمترین تعداد یا حتی بدون استثناست.

با اینکه یک تعریف گسترده از مفهوم سرمایه‌گذاری خارجی می‌تواند تمامی انواع آن را شامل شود؛ برخی بندهای مشخص در مجموعه قانون و مقرراتی مربوط، همواره ممکن است منظور آن تعریف را محدودتر یا وسیع‌تر کند. بسیاری از مجموعه‌های قانونی، تعریف گسترده‌ای از مفهوم سرمایه‌گذاری را ارائه می‌کند که سرمایه‌گذاری در سبد مالی را هم شامل می‌شود. با این حال، عوامل زیر می‌توانند محدوده عمل آن را محدود کنند:

(۱) در متون قانونی معمولاً قید می‌شود که حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی همسو با قوانین، مقررات و سیاستهای کشور خواهد بود.

(۲) در بیشتر متون قانونی تنها به شرایط پس از ورود سرمایه‌گذار اشاره شده است.

(۳) برخی فاقد بند حل اختلاف هستند که از بار تعهدات آنها می‌کاهد و بیشتر افراد هم خواهان همین مسأله

هستند. علاوه بر این، قراردادهای دوجانبه و چندجانبه سرمایه‌گذاری خارجی نیز قابل انعقاد است که با یکدیگر متفاوتند. قراردادهای دوجانبه، بسیار سفارشی و ویژه همان کشور تنظیم می‌شود، در حالی که قراردادهای چندجانبه، با بند حذف رفتار گزینشی، دامنه شمول بسیار گسترده‌تری دارند.

از سوی دیگر، طبق موضوع بند مربوط به رفتار ملی، سرمایه‌گذاران خارجی در سبد مالی اغلب از شرایطی برابر با سرمایه‌گذاران داخلی برخوردار می‌شوند. دولتهای کشورهای میزبان در نوع سرمایه‌گذاری مورد نظر خود و شرایط ورود و نحوه عمل سرمایه‌گذاران خارجی گزینشی عمل نمی‌کنند. البته، هنگام بروز مشکلاتی در تراز پرداختهای خارجی، دولت می‌تواند به طور موقت از انجام تعهدات خود در بند رفتار ملی شانه خالی کند و بدین منظور قید و شرطهای ویژه‌ای ممکن است به مجموعه قانونی و مقرراتی افزوده شود. استثنای دیگری در بند مربوط به رفتار ملی، مسأله توجه به نظم عمومی و امنیت ملی است. همچنین برخی سیاستها و اقداماتی که کشورها برای حفظ حق مالکیت خود در پذیرش و نحوه برخورد با سرمایه‌گذاران خارجی در سبد مالی در پیش می‌گیرند و زیاد هم با اصل رفتار ملی همخوانی ندارد، چنین است:

- محدودیت‌های سهم سرمایه‌گذار خارجی از مالکیت یک شرکت. برخی کشورها برای تعداد سهام سرمایه‌گذاران خارجی محدودیت قایل می‌شوند. این محدودیت می‌تواند برای افراد و یا شرکتهای بزرگ خارجی منظور شود. این محدودیتها همچنین ممکن است به صورت سقفی برای سهامداران دارای حق رأی باشد؛
- مالیات ویژه سرمایه‌گذاران خارجی. مالیات بر درآمد سود سهام و مالیات سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت؛
- تعدیل بازارهای مختلف. انواع مختلف سهام برای سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی؛
- محدودیت مالکیت بخشهای خاص از اقتصاد کشور مانند مخابرات، حمل و نقل، خدمات مالی؛
- روشهای خاص تأیید و تصویب برای جلوگیری از ورود بی‌رویه سرمایه‌گذاران خارجی؛
- حداقل دوره انتظار یا محدودیتهای دیگر در دادوستد سهام. اوراق قرضه و ارز؛
- حداقل سرمایه مورد نیاز.

موضوع آزادی انتقال سرمایه، بویژه برای سرمایه‌گذاران خارجی در سبد مالی، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. انتقال سرمایه، به دلیل ماهیت سرمایه‌گذاریهای خارجی در سبد مالی، ممکن است ناگهانی و در حجم عظیمی صورت گیرد. از این رو، در متون قانونی مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی قید و شرطهایی بدین منظور در نظر گرفته می‌شود، از جمله اینکه در صورت بروز مشکلاتی در تراز پرداختها و نیاز به برقراری نظم عمومی، تأخیر موقتی در انتقال سرمایه مجاز شمرده می‌شود.

۳-۳ کنترل درجه ناپایداری

با توجه به تأثیر زیان بخش ناپایداری جریانهای سرمایه بر اقتصادهای ملی و همچنین با توجه به سرعت سرایت بحران مالی به سایر بازارهای بین‌المللی، به ویژه پس از بحران مالی در کشورهای جنوب شرقی آسیا، توجه جهانی به سوی اتخاذ روشهایی برای کنترل این ناپایداری جلب شده است. در سطح بین‌المللی، تلاش بسیاری صورت

گرفته تا قوانین و معیارهای بین‌المللی خاصی برای کنترل بازارها تنظیم شود. در سطوح ملی نیز اکنون همه پذیرفته‌اند که کشورها باید در آزادسازی حساب سرمایه دقت بیشتری به خرج دهند و باید بتوانند اقداماتی را با هدف مهار جریان سیل‌آسای انتقال سرمایه به داخل کشور انجام دهند. اقدامات مربوط به کنترل جریان سرمایه را می‌توان به سه بخش جداگانه تقسیم کرد:

اقدامات مبتنی بر بازار یا قیمت اوراق بهادار،
وضع محدودیت کمی اوراق قابل خرید برای سرمایه‌گذاران خارجی
و وضع قوانین و مقررات ویژه.

الف - اقدامات مبتنی بر بازار

این گونه اقدامات به سازوکار قیمت مربوط می‌شود و معمولاً با هدف کاهش اختلاف میان سود داراییهای داخلی و خارجی انجام می‌شود؛ اما هیچ تبعیضی در حق سرمایه‌گذاران خارجی صورت نمی‌گیرد و هزینه اضافی به آنها تحمیل نمی‌شود. به این ترتیب، آنها همچنان در دسترسی به بازارهای مالی داخلی آزاد خواهند بود. وضع مالیاتهای آشکار و پنهان بر دادوستدهای مالی خارجی و درآمد سرمایه‌گذاری خارجی از جمله این اقدامات است. وضع مالیات می‌تواند اختلاف میان سود داراییهای داخلی و خارجی را کاهش دهد و مانع از انجام دادوستد کوتاه‌مدت سرمایه شود. ساختار مالیاتها را می‌توان به گونه‌ای تنظیم نمود که به سررسید سرمایه‌گذاری وابسته باشد. مالیاتها غیرشخصی، شفاف و قابل پیش‌بینی هستند. برخی انواع اقدامات مبتنی بر قیمتها به شرح زیر است:

(۱) شرایط اندوخته

شیلی برای اعتبارات، سرمایه‌گذاریها و سپرده‌های غیربانکی خارجی که برای مدت یکسال یا کمتر به داخل کشور آورده شده‌اند، شرط ۳۰ درصد اندوخته را قرار داده است. در مورد سرمایه‌گذاری در سبد مالی، شرط اندوخته ۳۰ درصدی برای سرمایه‌گذاری در بازارهای دست دوم در نظر گرفته شده، در حالی که سرمایه‌گذاریهای دست اول از این شرط مستثنا هستند. البته شیلی این اقدام را با انعطاف زیادی به اجرا درآورده، به طوری که از سپتامبر ۱۹۹۸ این روش به دلیل میزان اندک سرمایه ورودی، کاملاً کنار گذاشته شده است.

برخی مطالعات در این زمینه، نشان‌دهنده تأثیر این گونه اقدامات در کاهش انتقال سرمایه به داخل کشور و تغییر ترکیب سرمایه ورودی و طولانی شدن سررسید آنهاست. البته تأثیر اینگونه اقدامات موقتی است و امکان فرار از قانون هم از طریق استفاده از ابزارهای مشتق یا دیگر ابزارهایی که در قوانین و مقررات به آنها اشاره نشده، وجود دارد.

(۲) تعیین نرخهای متفاوت مالیات بر سود سرمایه

تفاوت نرخهای مالیات بر سود سرمایه اقدامی است که باعث کاهش سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت در داخل کشور می‌شود، زیرا نرخ مالیات بر سرمایه‌گذاریهای کوتاه‌مدت را می‌توان بالاتر از سرمایه‌گذاریهای بلندمدت تعیین نمود. در ایالات متحده، سود سرمایه مشمول قانون ملی مالیات بر درآمد است. به این ترتیب، اگر سرمایه‌گذاری برای مدتی بیش از یک سال انجام شده باشد، سود سرمایه آن بلندمدت محسوب می‌شود و اگر برای مدتی کمتر از یکسال باشد، سود سرمایه آن کوتاه‌مدت به حساب می‌آید. از طرفی، نرخ مالیات بر سود سرمایه کوتاه‌مدت بیشتر از سرمایه‌گذاریهای بلندمدت است.

در دیگر کشورهای صنعتی، سود سرمایه معمولاً بندرت در سطح افراد، مشمول پرداخت مالیات می‌شود و دلیل آن هم این است که محاسبه آن کار دشواری است. ارزیابی سود سرمایه نیازمند مقایسه ارزش داراییها در دو نقطه زمانی متفاوت است. به علاوه، انجام این اقدام، نیازمند همکاری بین‌المللی برای هماهنگی قوانین موجود و پرهیز از دریافت مجدد مالیات است.

(۳) مالیات بر خروج سرمایه

برخی کشورها، مانند مالزی، مالیاتی را برای خروج سرمایه خارجی از کشور وضع کرده‌اند که بسته به مدت حضور سرمایه در بازار کشور میزبان نرخ آن متفاوت است.

ب - وضع محدودیت کمی

این اقدام معمولاً با هدف ایجاد محدودیت در مقدار سرمایه خارجی قابل ورود به بازارهای داخلی انجام می‌شود. مشکل این اقدام آن است که اختیار آن در دست مسئولان است و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند هزینه‌های خود را در محاسبه پرتفوی خود منظور کنند. دامنه عمل و کاربرد آن نیز نامحدود است و ریسک دیگری را سر راه سرمایه‌گذار قرار می‌دهد.

پ - وضع قوانین و مقررات

در این حالت، اقداماتی صورت می‌گیرد که برای سرمایه‌گذار خارجی تبعیض‌آمیز است - برای مثال، تعیین انواع داراییهای که خرید آن برای خارجیها آزاد است - و زمان حداقلی هم برای حضور سرمایه خارجی در کشور تعیین می‌شود و همچنین انواع مشخصی از دادوستد مانند ابزارهای مشتق و فروش استقراضی مورد کنترل و نظارت بیشتری قرار می‌گیرد. هر چند تأثیر این روشها باید مورد ارزیابی قرار گیرد؛ در بلندمدت به کارگیری این روشها باعث اختلال در کار بازار می‌شود.

۳-۴ نقل و انتقال سرمایه

همانطور که پیش از این نیز اشاره شد، در تعدادی از کشورهای با درآمد متوسط موضوع انتقال سرمایه بسیار مورد توجه قرار گرفته است. بازارهای نوپا، با توجه به اینکه عوامل مؤثر در سرمایه‌گذاری خارجی، در اصل وابسته به بنیان اقتصادی کشور میزبان است، مایلند روشهایی را به کار گیرند تا میزان دسترسی خود را به منابع پایدار سرمایه‌گذاری خارجی افزایش دهند. در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تاکنون تحقیق گسترده‌ای روی موضوع انجام شده و تلاشهایی هم از سوی آژانسهای توسعه سرمایه‌گذاری صورت گرفته است. در یافتن منابع باثبات برای سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی، همچون اوراق قرضه بلندمدت و میان‌مدت (داخلی یا بین‌المللی)، انتشار اولیه سهام، رسید سپرده، صندوق سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق سرمایه‌گذاری خاص (محدود)، همیشه عامل ریسک از اهمیت بالایی برخوردار است. از آنجا که همواره سرمایه‌گذاران اهمیت خاصی برای نقدینگی سرمایه‌گذاریشان قایل‌اند، ارزیابی دقیق ریسک موجود در سرمایه‌گذاری بلندمدت را بسیار بااهمیت می‌دانند. در بازار اوراق قرضه، آژانسهای تعیین‌کننده درجه اعتبار از نقش حساسی در ارزیابی میزان ریسک قرض‌گیرندگان برخوردارند. در برخی موارد، مقامهای رسمی، در سطح ملی یا بین‌المللی، می‌توانند با تضمین یا برخی روشهای دیگر به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری کمک کنند و اعتبار ناشران و سرمایه‌گذاران را بالا ببرند.

۱- نقش تعیین درجه اعتبار

در بازارهای مالی بین‌المللی، تعیین اعتبار دولتی به چند دلیل از اهمیت خاصی برخوردار است. نخست اینکه با فشار دولت، کار تعیین درجه اعتبار مطابق و هماهنگ با انتشاردهندگان بخش خصوصی داخلی انجام می‌شود و دوم اینکه بسیاری از سرمایه‌گذاران، بویژه سرمایه‌گذاران نهادی، ترجیح می‌دهند یا نیاز دارند که پیش از انجام سرمایه‌گذاری، یک آژانس بین‌المللی معتبر میزان اعتبار اوراق را مورد ارزیابی قرار دهد. در واقع، سرمایه‌گذاران نهادی در برخی موارد از انجام سرمایه‌گذاری در اوراقی که درجه اعتبار آن کمتر از یک میزان حداقل تعیین شده، معذورند. برای مثال، وزارت کار ایالات متحده به صندوقهای بازنشستگی اجازه داده تنها در اوراقی سرمایه‌گذاری کنند که براساس طبقه‌بندی Standard & Poor (S&P) در یکی از سه رتبه بالای تعیین اعتبار قرار می‌گیرند (رتبه‌های AAA، AA و A). توجه به این مقررات باعث می‌شود سرمایه‌گذاران نهادی در آمریکا از سرمایه‌گذاری در اوراق نامطمئن و خطرناک خودداری کنند. سوم اینکه آنها در افزایش فراوان نرخ بهره اوراق قرضه نقش مهمی دارند، زیرا با افزایش میزان ریسک ناتوانی بازپرداخت از درجه اعتبار اوراق قرضه کاسته می‌شود.

به تازگی و بعد از بحران مالی شرق آسیا، آژانسهای تعیین درجه اعتبار نقش بسیار حساسی در این زمینه به عهده گرفته‌اند. در نتیجه مذاکرات انجام شده در کمیته بالا در خصوص مقررات بانکی مربوط به اصلاح موافقتنامه اولیه در سال ۱۹۸۸، یک طرح مشورتی حاوی پیشنهادهایی در راستای تنظیم چارچوب جدید برای موضوع کفایت سرمایه تنظیم شد تا شرایط و پیش‌نیازهای سرمایه را در بانکهای تجاری با سطح ریسک و امها تطبیق دهد. در مورد ریسک اعتبار، توصیه کمیته این است که بانکها باید طلبکار دولت باشند (وام و دیگر داراییهای مالی) و میزان اعتبار اوراق

شرکتها را هم می‌توان از روی شرکت‌های مشابه تعیین نمود. همچنین توصیه شده که تعیین اعتبار آژانسها و تشکیلات دیگری که کار ارزیابی ریسک را انجام می‌دهند، مانند آژانسهای بیمه صادرات کشورهای گروه ۱۰، در این زمینه قابل استفاده است. البته افزودن عبارت "تشکیلات دیگر" در واقع، به خاطر پرهیز از اتکای کامل به ارزیابیهای این قبیل آژانسهاست که بیشتر به تعیین اعتبار طرفهای بسیار معتبر می‌پردازند.

هنگام بروز بحران مالی در کشورهای شرق آسیا، آژانسهای معروف تعیین درجه اعتبار، به دلیل آنکه درجه اعتبار کشورهای همچون تایلند، جمهوری کره و اندونزی را پایین‌تر از سطح مطمئن برای سرمایه‌گذاری ارزیابی کرده بودند و باعث خروج بی‌رویه سرمایه‌های خارجی و تسریع بروز بحرانهای نقدینگی در این کشورها شده بودند، به شدت مورد انتقاد قرار گرفتند. اما همین تأثیر مقوله تعیین درجه اعتبار در ناپایداری بازارهای مالی و به دنبال آن بروز بحران مالی در این کشورها، نقش آژانسها را بیش از پیش نمایان ساخت. هنگامی که درجه اعتبار این کشورها پایین‌تر از سطح مورد قبول برای انجام سرمایه‌گذاری اعلام شد، دست کم تعدادی از سرمایه‌گذاران نهادی در ایالات متحده مجبور شدند نظر خود را نسبت به سرمایه‌گذاری در این کشورها تغییر دهند.

انتقاد دیگر نسبت به آژانسهای تعیین درجه اعتبار این بود که آنها نتوانسته بودند پیش از آغاز بحران سرمایه‌گذاران را از وضع پیش آمده آگاه کنند. S&P هشدار داده که هم اکنون روش تعیین درجه اعتبار به تنها راه موجود در روند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تبدیل شده و عده‌ای از سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری خود بیش از اندازه به گزارشهای این قبیل آژانسها متکی هستند. مؤسسه بین‌المللی امور مالی نیز نسبت به "اتکای بیش از اندازه" سرمایه‌گذاران به گزارشهای تعیین درجه اعتبار، آنهم بدون تحقیق شخصی کافی در زمینه مورد نظر برای سرمایه‌گذاری، که منجر به بروز یک رفتار جمعی در میان سرمایه‌گذاران می‌شود، هشدار داده است. در تحلیل نقش گزارشهای تعیین درجه اعتبار نباید اهمیت فراوان این روش در دستیابی کشورها به بازارهای بین‌المللی نادیده گرفته شود. اگر این آژانسها اطلاعاتی هم راجع به روشهای تعیین درجه اعتبار کل اقتصاد کشور ارائه می‌کردند که بتوان برپایه آن میزان آسیب‌پذیری کشور را در مقابل مشکلات مربوط به تراز پرداختها، بدهی خارجی و نقدینگی خارجی مشخص نمود، می‌توانست بسیار سودمند باشد.

۴- سخن آخر

در این گزارش به مسایل مربوط به گرایش‌های جدید در جریان انتقال سرمایه به بازارهای نوظهور پرداخته شد. بروز بحرانهای مالی متعدد در سطح جهان، پرسش‌هایی را در مورد هزینه‌ها و منافع جریان انتقال سرمایه و همچنین مزایای به کارگیری شیوه‌گزینی در پذیرش منابع مالی خارجی و تبعیض نسبت به سرمایه‌گذاریهای کوتاه‌مدت، پیش آورده است. بروز بحرانهای مالی پی در پی در مکزیک، آسیا و روسیه، درسها و تجربه‌های زیادی از ناپایداری جریانهای انتقال سرمایه به همراه داشته ولی هنوز هم اطمینانی به اجرای سیاستهای مناسب در سطح ملی و بین‌المللی وجود ندارد.

در سطح ملی، تردید موجود در نتیجه این واقعیت است که کشورها معمولاً در انتخاب میان دو مقوله نیاز به جذب سرمایه، که در نتیجه تغییر شکل بازارهای مالی بین‌المللی به صورت کوتاه‌مدت درآمد، و نیاز به حمایت از اقتصاد کشور در برابر آثار منفی ناپایداری سرمایه‌گذاریهای کوتاه‌مدت، بر سر دوراهی مانده‌اند. علاوه بر این، در شرایطی که مقررات بین‌المللی در خصوص مهار رفتار خطرناک و نامطمئن سرمایه‌گذاران بین‌المللی از شفافیت کافی برخوردار نیست، تأثیر اقدامات گوناگون با هدف کنترل سرمایه، جای تردید است. از سوی دیگر، بحث در مورد تأثیر انواع مختلف سرمایه‌گذاری و سهم هر یک در توسعه اقتصاد کشور میزبان بسیار گسترده است.

در این گزارش سعی شده در تحلیل جریان انتقال سرمایه، و نیز درباره گونه‌های سرمایه‌گذاری خارجی دیدگاه کامل و دقیقی ارائه شود، اما به نظر می‌رسد ارزیابی کامل تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی بر پدیده توسعه اقتصادی به تحقیق بیشتری نیازمند باشد. البته این موضوع، مسئله پیچیده‌ای است که شاید بیشتر به شرایط خاص هر کشور بستگی داشته باشد. همچنین در این گزارش به سیاستهای گوناگون مربوط به سرمایه‌گذاری پرداخته شده که عبارتند از:

- برخورد متفاوت با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی در مجموعه سیاستهای سرمایه‌گذاری؛

- طرح اقدامات مبتنی بر بازار به منظور کنترل ناپایداری جریانهای سرمایه و تأثیر هر یک از آنها؛

- انجام اقداماتی در سطح بین‌المللی با هدف افزایش دسترسی کشورهای در حال توسعه به منابع پایدار سرمایه‌گذاری خارجی.