

ارزیابی جریان‌های جهانی سرمایه

تاریخ دریافت: ۸۹/۰۱/۲۰

تاریخ پذیرش: ۸۹/۰۳/۳۱

اکرم فرزین قره‌شیران^۱

چکیده

بانک جهانی در گزارش سال ۲۰۰۸ با اشاره به عوامل موثر بر جریان‌های سرمایه‌گذاری خارجی اعلام نموده است که گستردگی جریان‌های سرمایه‌گذاری خارجی موجب شده تا جابجایی سرمایه در میان کشورهای جهان در سال‌های اخیر تحت عنوان "جریان‌های جهانی سرمایه" مورد توجه قرار گیرد.

کشورهای جهان در گروه‌های درآمدی متفاوت در جریان‌های جهانی سرمایه نقش‌های متفاوتی را ایفا می‌کنند بطوریکه بسیاری از کشورهای جهان به عنوان سرمایه‌گذار و گروه دیگر به عنوان کشورهای سرمایه‌پذیر می‌باشند. از سوی دیگر میزان حضور کشورهای جهان در گروه‌های درآمدی در عرصه جابجایی جهانی سرمایه متفاوت است. به این ترتیب بسیاری از کشورهای در حال توسعه جهان نه تنها قادر به جذب منابع مالی بین‌المللی نیستند بلکه با خروج (فرار) سرمایه روبرو می‌شوند. مساله اساسی تحقیق حاضر عبارتست از ارزیابی اندازه خالص و ناخالص و همچنین میزان ماندگاری جریان‌های جهانی سرمایه‌گذاری خصوصی خارجی مشتمل بر سرمایه-گذاری مستقیم خارجی، پرتفوی خارجی و وام‌ها و اعتبارات تجاری. بطوریکه گروه بندی کشورهای جهان در جابجایی منابع مالی بین‌الملل مورد ارزیابی قرار خواهد گرفت.

بسیاری از صاحب‌نظران بر این باور هستند که خروج سرمایه و عبارت دیگر فرار سرمایه از کشورهای در حال توسعه به سوی کشورهای توسعه یافته نشأت گرفته از ساختارهای متفاوت اقتصادی-سیاسی-اجتماعی کشورهای جهان می‌باشد. بنابراین ارزیابی جریان‌های جهانی سرمایه و ماندگاری آن می‌تواند به عنوان راهکار حفظ و جذب منابع مالی در کشورهای در حال توسعه تلقی گردد که خود عامل بنیادین در رشد اقتصادی اینگونه کشورها خواهد بود. نتایج حاصل از تحقیق موید وجود تفاوت معنی‌دار آماری میان اندازه ناخالص جریان‌های جهانی سرمایه میان کشورهای جهان در

۱- دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات a.farzin@yahoo.com

گروه‌های درآمدی می‌باشد بطوریکه کشورهای عضو OECD بیشترین مشارکت را در جابجایی سرمایه تجربه کرده‌اند.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاری خارجی، جریان جهانی سرمایه، خروج سرمایه، فرار سرمایه، تامین منابع مالی.

مقدمه

جهانی شدن را می‌توان به عنوان فرایند شدت گرفتن تعامل از دور، میان مردمان سراسر دنیا تعریف کرد. از این طریق، انسانها تجارب خود را تا حد زیادی به اشتراک می‌گذارند. در طول تاریخ، دوره‌های زمانی بسیاری وجود داشته است که مردم از فاصله‌های بسیار دور در تعامل با یکدیگر بوده‌اند. مانند دوران امپراتوری‌های بزرگ، از جمله امپراتوری‌های مغول، رومی‌ها و اروپایی‌ها. قرن نوزدهم، جریانات بین قاره‌ای عظیمی را به خود دیده که این جریان‌ها مردم، تجارت و سرمایه را تحت تاثیر خود قرار داده است. به عنوان مثال اقتصاد در حال گسترش آمریکا، این کشور را با دیگر نقاط جهان در ارتباط قرار داده است. گرچه بعضی از محققان برای تمثيل درباره جهانی شدن به دوره‌های پیشین اشاره می‌کنند، اما استفاده از کلمه "جهانی شدن" در دهه ۱۹۶۰ شروع شد و در اواخر قرن بیستم رواج پیدا کرد. جهانی شدن با دو نوع توسعه همراه بوده است:

(۱) توسعه گسترده،

(۲) توسعه عمیق.

توسعه گسترده، به ادغام مناطق جغرافیایی وسیع‌تری در فرایند جهانی شدن اشاره می‌کند و توسعه عمیق به افزایش پیچیدگی و تراکم تعاملات در هر منطقه جغرافیایی، اشاره دارد. در زمینه جهانی شدن مالی، دایر شدن شعب بانک‌های خارجی در کشوری که قبلاً هیچ بانک خارجی در آن دایر نبوده است، به عنوان توسعه گسترده و گسترش فعالیت‌های مالی این شعب بانکی، به عنوان توسعه عمیق فرض می‌شود.

نظام مالی را می‌توان با توجه به اجزاء تشکیل دهنده آن تعریف کرد. این اجزاء عبارتند از: پول، اعتبار، سرمایه، بانکداری. به طور مختصر می‌توان گفت که مالی^۱، فرایندی است

که از طریق آن، پس اندازها، برای یک دوره زمانی و در ازای یک پرداخت از واحدی به واحد دیگر منتقل می‌شود.

اگرچه پول در مالی اهمیت بسیاری دارد اما معمولاً توسط سه عملکرد دیگر تعریف می‌شود: پول، وسیله‌ای برای پرداخت است، پول یک ذخیره ارزشی است و اینکه پول، یک واحد شمارش است. بنابراین، پول در اصل، بر اساس استفاده‌اش در تسهیل پرداخت-ها و سنجیدن ارزش‌ها تعریف می‌شود.

مالی، هم بخش عمومی و هم بخش خصوصی را شامل می‌شود. مالیه عمومی می‌تواند شامل افزایش موجودی از طریق فراخواندن شهروندان برای خرید اوراق بهادار دولت باشد. مالیه عمومی همچنین می‌تواند شامل قرض دادن پول از سوی یک سازمان بین‌المللی عمومی (مانند صندوق بین‌المللی پول) به یک دولت ملی باشد. مالی خصوصی، بسیار گسترده‌تر است و انواع متعددی دارد. اما به طور کلی می‌توان مالی خصوصی را به سه نوع عمده تقسیم کرد:

- وام
- اوراق بهادار
- بیمه

وام، مستلزم واسطه‌گری است. فرایندی که از طریق آن یک موسسه (معمولاً یک بانک) مسئولیت جمع‌آوری پس‌اندازها را به عهده می‌گیرد سپس آنها را در اختیار متقاضیان وام قرار می‌دهد و در عوض، از متقاضیان بهره بانکی دریافت می‌کند. در اینجا، بانک نقشی کلیدی را ایفا می‌کند زیرا مسئولیت ارزیابی و کنترل ارزش اعتباری وام گیرندگان را به عهده گرفته و خود را در معرض ریسک قرار می‌دهد. فرایند اوراق بهادار، بر عکس فرایند وام است. در فرایند وام، وام گیرنده از یک موسسه (مانند بانک) پول دریافت می‌کند اما در فرایند اوراق بهادار، سرمایه‌گذار از یک شرکت یا دولت، اوراق بهادار را خریداری می‌کند. بیمه، فرایندی است که از طریق آن، یک قرارداد برای پوشش دادن یک واقعه خطرناک به فروش می‌رسد. بنابراین بیمه، یک نوع سرمایه‌گذاری است، زیرا پس‌اندازها از بیمه شونده به بیمه کننده منتقل می‌شود تا در عوض در آینده مبلغی به بیمه شونده پرداخت شود. این مبلغ پرداختی، مشروط به شرایط خاصی است، مانند خراب شدن شیء بیمه شده.

روابط مالی در بسیاری از دوره‌های تاریخی و در میان مناطق وسیعی از جهان، گسترش پیدا کرده است. سکه طلای بیزانس که توسط امپراتور کنتانتین در قرن چهارم پس از میلاد معرفی شد، تا زمان قرون وسطی در مدیترانه و اروپا به عنوان پول رایج بین‌المللی مورد استفاده قرار می‌گرفت. در اوایل قرن یازدهم میلادی، دولت شهرهای فلورانس و ونیز ایتالیا، سیستم‌های بانکی بین‌المللی توسعه یافته‌ای داشتند بطوریکه بانک باردی (Bardi) فلورانس، بیش از ۳۰ شعبه در ایتالیا، فرانسه، لندن، اسپانیا، آفریقای شمالی و یونان داشت. در قرن ۱۴، زمانی که پادشاه انگلستان، منکر بدهی خود به بانک‌های ایتالیایی شد (این بدهی تقریباً معادل یک سال بودجه جنگی پادشاه انگلیس بود)، یک بحران مالی را برای ایتالیا رقم زد. در قرن ۱۶، بانک فوگر آلمان، بویژه جهت تدارک مالی جنگ‌ها، به پادشاهان اروپایی، وام می‌داد. در قرن ۱۴، بازارهای مالی لندن، پروژه‌های توسعه‌ای سرتاسر دنیا را یکی بعد از دیگری تامین مالی می‌کردند که شماری از این پروژه‌ها عبارت بودند از پروژه استخراج معدن در آمریکای لاتین، ساخت راه‌آهن بین روسیه و آمریکای شمالی، تجارت بین‌المللی کتان، و پروژه‌های شرکت‌های عظیم تجاری بین‌المللی. همچنین در اوایل قرن بیستم، بانک‌های آمریکا شدیداً درگیر اعطای وام به کشورهای آمریکای لاتین بودند.

مالی بین‌المللی، تاریخی طولانی دارد، اما این تاریخ طولانی، به کرات توسط بحران‌های مالی قطع شده است. امتناع پادشاه بریتانیا در بازپرداخت وام‌های بانکی خود به بانک‌های ایتالیا در قرن چهاردهم، بازارهای ایتالیا را دچار بحران کرد. در دهه ۱۶۳۰، زمانی که بازارهای تجاری آمستردام، مرکز خرید اقتصاد دنیا بود. قیمت پیاز گل لاله نادر تا ۶۰ برابر افزایش یافت. و سپس زمانی که قیمت آن سقوط کرد، باعث خسارت و آشفته‌گی در بازار آمستردام شد.

جدیدترین دوره گسترش مالی بین‌المللی، که ما آن را "جهانی شدن مالی" می‌نامیم، در دهه ۱۹۶۰ شروع شد. جهانی شدن مالی، بعد از یک دوره، در اواسط قرن بیستم اتفاق افتاد. در این دوره، دولت‌ها، محدودیت‌های زیادی را بر جریان‌های مالی جهانی اعمال می‌کردند. نخستین مثال، اتحاد جماهیر شوروی بود که بعد از انقلاب ۱۹۱۷، همه روابطش را با بازارهای مالی بین‌المللی قطع کرد. بعد از جنگ جهانی دوم، اکثر دولت‌ها، کنترل‌های شدیدی را بر سیستم‌های مالی خود اعمال کردند تا برای اولویت‌های آن زمان که عبارت

بودند از رشد صنعتی و بازسازی پس از جنگ، سرمایه تامین کنند. همچنین، این کنترل‌ها بدین منظور اعمال می‌شد تا مشکلات مالی مربوط به رکود اقتصادی دهه ۱۹۳۰ تکرار نشود. دلال بازی و ورشکستگی بازار سهام در ۱۹۲۹، منجر به رکود اقتصادی شده بود. کنترل‌هایی که دولت‌ها پس از جنگ جهانی دوم، اعمال می‌کردند به این خاطر بود که هم اقتصاد داخلی از خطرات مربوط به جریان‌های مالی میان مرزی در امان بماند و هم اثرات منفی دلال بازی در بازارهای داخلی کاهش پیدا کند.

ثبات پول بین‌المللی، توسط نظام پولی برتون وود تقویت شد. در این نظام، دلار آمریکا، به عنوان پول رایج بین‌المللی شناخته شد. برتون وود نام محلی بود که اجلاس‌های مربوط به حمایت‌های مالی در آنجا برگزار می‌شد. در برتون وود علاوه بر ایجاد یک نظام پولی، دو اقدام مهم دیگر نیز صورت گرفت: (۱) تاسیس صندوق بین‌المللی پول و (۲) تاسیس بانک بین‌المللی بازسازی و توسعه که اکنون بانک جهانی نامیده می‌شود. صندوق بین‌المللی پول بدین منظور تاسیس شد تا از طریق اعطای کمک‌های مالی کوتاه مدت به کشورهای که نرخ ارز آنها به دلیل کاهش میزان صادرات در حال کاهش بود، کمک نماید تا نرخ ارز خود را ثابت نگه دارند. بانک بین‌المللی بازسازی و توسعه نیز بدین منظور تاسیس شد تا منابع مالی بین‌المللی را برای بازسازی و توسعه ملی، بسیج کند.

در دهه ۱۹۶۰، اعمال کنترل دولت‌ها بر مالی بین‌المللی کاهش پیدا کرد و این امر منجر به آغاز روند دوره جهانی شدن مالی گردید، دوره‌ای که اکنون در حال تجربه کردن آن هستیم. در دهه ۱۹۶۰، سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی از کشورهای مختلف، پول‌های خود را در لندن سپرده‌گذاری می‌کردند تا از مقررات دولتی کشور خود فرار کنند. در پایان دهه ۶۰، بازارهای اروپا آنقدر بزرگ شده بود که هر بیننده‌ای گمان می‌کرد که این بازارها خارج از کنترل دولت‌ها هستند. این بازارهای مالی بین‌المللی، از لحاظ حجم و پیچیدگی فعالیت سریعاً در حال رشد بود. و عملکرد آنها سریعاً در حال گسترش بود. کار آنها از سپرده‌گذاری‌های بانکی ساده به معاملات بین‌المللی سهام و اوراق قرضه تبدیل شده بود.

این دوره گسترش مالی بین‌المللی با یک سری بحران‌های مالی جدی از جمله، ورشکستگی‌های بانک‌های بین‌المللی در دهه ۱۹۷۰، بحران بدهی کشورهای در حال توسعه در دهه ۱۹۸۰، بحران مکزیکی در ۱۹۹۴، بحران آسیای شرقی در ۱۹۹۸-۱۹۹۷،

همراه بود. در طی هریک از این بحران‌ها، بسیاری از مقامات رسمی دولت‌ها گمان می‌کردند که کل نظام سرمایه‌گذاری جهانی در معرض خطر فروپاشی است اما در عمل، مالی جهانی همچنان جریان دارد و به یکی از بارزترین جنبه‌های جهانی شدن تبدیل شده است، به گونه‌ای که تاجران بین‌المللی مشتاق، بی‌وقفه در این عرصه فعالیت می‌کنند و جنبش‌های الکترونیکی، بلافاصله پول را از یک طرف دنیا به طرف دیگر آن منتقل می‌کنند.

پیشینه تحقیق

بحران‌های مالی طی تاریخ جهان چندین بار اتفاق افتاده‌اند. از جنگ جهانی اول تا کنون چهار بحران مالی جهانی به وقوع پیوسته است. همانگونه که ایچن‌گرین^۲ و فیش‌لو^۳ شرح داده‌اند، هر بحران به خاطر دوره‌ای توأم با دادن وام‌های خارجی مشخص و نمایان آغاز گردید:

(۱) در دهه ۱۹۲۰ اعطای وام با اتکای بر اوراق قرضه دولتی پذیره‌نویسی شده از سوی بانک‌های سرمایه‌گذاری واقع در نیویورک گسترش یافت. این اوراق قرضه که به موسسات و افراد فروخته شده بود در بازار ثانویه معامله گردید.

(۲) افزایش سریع اعطای وام در سال‌های دهه ۱۹۶۰ که عمدتاً بر وام‌های بانکی به کشورهای در حال توسعه تمرکز داشت.

(۳) بعد از بحران بدهی دهه ۱۹۸۰، جریان‌هایی سرمایه به طور فزاینده‌ای مربوط سرمایه‌گذاری‌ها خصوصی در مقایسه با اوراق قرضه و وام‌های بانک بود. صندوق مشترک، صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه، بخش بزرگی از منابع خود را در بازارهای نوظهور سرمایه‌گذاری کردند تا بدین طریق بازده‌های بالاتر و تنوع بیشتری را بدست آورند.

(۴) بحران مالی ۲۰۰۷ که از نابسامانی وام‌های مسکن در آمریکا آغاز گردید و به تمامی بازارهای اوراق بهادار و کالاها و... در سراسر جهان سرایت نمود. همانطور که در مقاله ماکس فیلد^۴ نشان داده شده، جریان‌های ورودی سرمایه شبیه یکدیگر نیستند، بلکه آن‌ها باید از نظر هدف و نوع سرمایه‌گذاری از هم جدا شوند. برای نمونه جریان‌های ورودی صندوق بازنشستگی و شرکت بیمه از ثبات نسبی برخوردارند،

زیرا مدیران بر اصول اقتصادی پایبند بوده و اهداف بلند مدتی را نسبت به درآمد جاری، عایدات ناشی از افزایش قیمت و تنوع‌پذیری مد نظر قرار می‌دهند. در مقابل، جریان‌های خصوصی از صندوق‌های مشترک ("پول داغ")^۵ ناشی از تفاوت نرخ بهره بین کشورها بوده و در شرایط کم ثبات با سرعت بیشتری از کشورها خارج می‌شود. افزایش در جریان‌های ورودی پول داغ، در مقایسه با پول صندوق بازنشستگی و بیمه، کشورهای دارای بازار نوظهور را در بحران‌های مالی آسیب‌پذیرتر کرده است. مدیران چنین صندوق‌هایی اغلب به شیوه‌ای شبیه حرکات گله‌ای^۶ با برداشت وجوه در اولین نشانه بی‌ثباتی واکنش نشان می‌دهند. متولیان بازارهای نوظهور برای حفظ جریان‌های ورودی پول داغ، ناگزیر به افزایش نرخ‌های بهره داخلی و نگهداری نرخ ارز فراتر از ارزش ذاتی می‌شوند.

مقاله سابل^۷ نشان می‌دهد که اروپای مرکزی و شرقی در دریافت جریان‌های ورودی پرتفوی از آمریکای لاتین و آسیا کندتر بوده است. در اروپای مرکزی و شرقی این جریان‌ها بصورت جریان‌های اوراق قرضه^۸ و جریان‌های سرمایه^۹، که ۷۲ درصد آن سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه بوده، انجام پذیرفته است. در این منطقه مجارستان بیشترین جریان‌های پرتفوی را جذب کرده است. ماهیت این جریان‌های پرتفوی به منظور حرکت در مسیر سرمایه‌گذاری سهام ادامه یافته زیرا بازارهای سهام در این منطقه شفافیت بیشتر، نقدشوندگی بالاتر و الزامات افشای مطلوبتری داشته‌اند.

مقاله و لاسکو^{۱۰} و کبزاس^{۱۱} ماهیت جریان‌های ورودی پرتفوی کوتاه مدت در بحران پرو^{۱۲} در دسامبر ۱۹۹۴ را مورد بحث قرار می‌دهد. اتکای مکزیکی بر تامین مالی کوتاه مدت در سطحی بود که تا پیش از ۱۹۹۳ میانگین سررسیده‌ها ۲۹۰ روزه بود. بدهی دارای یکسال یا کمتر مانده به سررسید، ۷۸/۴ درصد از بدهی کشور مکزیکی را شامل می‌گردد؛ در شیلی، چنین بدهی کوتاه مدتی ۳۵ درصد از بدهی کشور را تشکیل می‌دهد. بعد از مارس ۱۹۹۴، دولت مکزیکی شروع به جایگزینی اوراق شهرداری کوتاه مدت با نوعی اوراق قرضه کوتاه مدت دلار نمود و این عمل ریسک کل را افزایش داد و مکزیکی را در موقعیت بحران مالی غیر قابل اجتناب قرار داد.

همانگونه که مک کالج^{۱۳}، پتری^{۱۴} و ماکس ول^{۱۵} اشاره می‌کنند که مزیت‌هایی برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی برای تامین مالی مخارج سرمایه‌گذاری^{۱۶} در قیاس با تکیه

به سرمایه‌گذاری کوتاه مدت پرتفوی وجود دارد. هرچند پس‌اندازهای داخلی ممکن است منبع قابل اعتمادتری را نسبت به صندوق‌های سرمایه‌گذاری بشمار آید لیکن این پس-اندازها حین بحران مالی همچین می‌توانند هم در انباشت سرمایه و هم در فرار سرمایه تبخیر شوند. امتیاز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تمایل به طولانی مدت بودن و علاقه-مندی و توجه کمتر به تغییرات کوتاه مدت در نرخ‌های بهره دارد. به علاوه، این نوع سرمایه‌گذاری اغلب مهارت‌های مدیریتی را در نتیجه تمرکز بر سرمایه انسانی و طرح فیزیکی برای کشورهای دارای بازار نوظهور به ارمغان می‌آورد.

از سوی دیگر سرمایه‌گذاری سهام^{۱۷}، کشورها را به درگیر شدن در خط‌مشی کلان اقتصادی پایدارتر و افزایش پایش شرکت‌های خصوصی از طریق افشای مالی کامل و دقیق تشویق می‌نماید. به این ترتیب سرمایه‌گذاری سهام در مقایسه با وام‌های بانکی و اوراق قرضه، بر این موضوع تاکید دارد که سهامداران هوشیارتر از بانک‌ها و صاحبان اوراق قرضه در پایش سرمایه‌گذاری هستند.

در نهایت یافته‌های آماری پژوهش فوق نشان می‌دهد که اندازه بازار سرمایه کشور به طور مثبتی با جمعیت، درآمد، تجارت و تولید ناخالص داخلی آن کشور، و رتبه‌بندی اعتباری آن رابطه دارد، در حالیکه با نرخ تورم رابطه معکوس دارد. متعاقباً کشورهایی که تمایل به جذب سرمایه‌گذاری سهام دارند باید جریان‌های تجاری^{۱۸} را باز کنند و نرخ تورم را کاهش دهند.

شواهد تجربی نشان می‌دهد که جریان‌های خالص و ناخالص نه تنها خصوصیات متفاوتی دارند بلکه در ماندگاری همبستگی با متغیرهای اقتصادسنجی از یکدیگر متمایزند. (Levchenko & Mauro, 2007; Smith & Valderrama, Forthcoming; Contessi, De Pace & Francis, 2008) در بخش اعظم ادبیات جریان‌های بین‌المللی سرمایه بر جریان‌های خالص تمرکز شده است که اغلب به عنوان تفاوت بین جریان‌های ورودی کل و جریان‌های خروجی کل تعریف می‌شوند. نوآوری‌های پژوهشی تجربی جدید؛ همچون

Lipsey (1999); Rothenberg and Warnock (2006), and Kose, Prasad & Terrones (forthcoming) اشاره کرده‌اند که ارزیابی هر یک از جریان‌های جهانی سرمایه مشتمل بر سرمایه‌گذاری مستقیم، پرتفوی و سایر (وام‌ها و اعتبارات تجاری) خصوصی به درک مفاهیم مطلوب‌تری نسبت به جریان‌های مبادلاتی چون وام‌های بانکی، اوراق بهادار دولتی،

اوراق قرضه و سهام توسط بسیاری از خریداران و فروشندگان، در قیمت‌های متعارف بازار اوراق بهادار شکل می‌گیرند. در مقابل، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نتیجه تصمیمات مالی و صنعتی است که در درون بنگاه اتخاذ می‌شوند و نه در میان بازار. مطالعات نشان می‌دهد که افزایش سن، ابعاد موسسات مالی، و حجم پول می‌تواند بر تراز حساب جاری اثر بگذارند. نتایج تحقیق به طور ویژه به زمینه‌های (الف) افزایش سن جمعیت و فرضیه "ذوب شدن سرمایه به شکل اولیه"^{۱۹} (به معنی افت شدید در قیمت اوراق بهادار با توجه به برداشت و فرضیه دارایی‌ها توسط بازنشستگان نسل دوران رشد سریع تولد بعد از جنگ جهانی دوم به سال‌های ۱۹۴۶ - ۱۹۶۴)^{۲۰}، (ب) نقش موسسات مالی در جابجایی جریان‌های سرمایه بین کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته و (ج) اثر نقدینگی پولی^{۲۱} بر جریان‌های سرمایه مربوط می‌شود.

فرضیه تحقیق

در این تحقیق اندازه‌گیری جریان‌های جهانی سرمایه بصورت ناخالص در بین تمامی کشورهای جهان هریک از انواع جریان‌های سرمایه مدنظر بوده است. بنابراین فرضیه تحقیق عبارتند از:

«کشورهای جهان در گروه‌های درآمدی پنج‌گانه طی سال‌های ۲۰۰۷ - ۱۹۹۰ بطور یکسان در ناخالص جریان‌های جهانی سرمایه مشارکت کرده‌اند.»

روش شناسی تحقیق

با توجه به اینکه مساله تحقیق در مورد میزان مشارکت کشورهای جهان در جریان‌های جهانی سرمایه و متغیرهای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، سرمایه‌گذاری پرتفوی خارجی و سایر سرمایه‌گذاری‌های خارجی به صورت ناخالص است، بنابراین برای بررسی موضوع، از گروه درآمدی کشورهای جهان شامل پنج گروه: کم درآمد، درآمد متوسط رو به پائین، درآمد متوسط رو به بالا، درآمد بالا عضو OECD و درآمد بالا غیرعضو OECD به عنوان متغیر مستقل استفاده شده و میزان هر یک از متغیرهای وابسته براساس گروه بندی مقایسه شده است. پژوهش با روش پس رویدادی و علی - مقایسه ای انجام گرفته است. جامعه آماری پژوهش کشورهای جهان و نمونه آماری را ۱۷۵ کشور

تشکیل می دهند. پژوهش از نظر قلمرو زمانی به دامنه سال های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۷ مربوط است و اطلاعات و داده های آن با روش اسنادی از بانک اطلاعاتی بانک جهانی گردآوری شده است. برای تجزیه و تحلیل داده های تحقیق و استخراج پاسخ های پژوهش از روش های استنباطی آمار استفاده شده است. از روش های استنباطی برای آزمون نتایج برپایه تئوری احتمالات و آزمون های تحلیل واریانس درون گروهی و بین گروهی یک طرفه و پس آزمون های بن فرونی^{۲۲}، دانت - سی^{۲۳} و شفه^{۲۴} استفاده شده است. از تحلیل واریانس درون گروهی و پس آزمون بن فرونی برای مقایسه های زوجی متغیرهای تحقیق با یکدیگر و از تحلیل واریانس بین گروهی و پس آزمون شفه برای مقایسه هر یک از متغیرها در بین پنج گروه درآمدی استفاده شده است.

تحلیل های استنباطی و نتایج حاصل از آزمون های تحقیق

برای بررسی و مقایسه مقدار هر یک از متغیرهای تحقیق بر پایه سطوح درآمدی کشورها از آزمون تحلیل واریانس یک طرفه و سپس آزمون های مناسب با شرایط داده های تحقیق و برای بررسی و مقایسه میانگین متغیرهای تحقیق با یکدیگر از آزمون تحلیل واریانس اندازه های تکراری و پس آزمون مناسب داده های تحقیق استفاده شده است. در ادامه به بررسی پاسخ سوال های مطرح شده در پژوهش پرداخته شده است.

تحلیل و آزمون های متغیرهای مرتبط با اندازه های ناخالص

در مورد متغیرهای مرتبط با اندازه های ناخالص سوال های زیر مطرح شده است:

- ۱) آیا تفاوت معناداری میان کشورهای جهان به تفکیک گروه های درآمدی در مشارکت در جریان های جهانی سرمایه طی سال های ۲۰۰۷-۱۹۹۰ وجود دارد؟ و چه اندازه است؟
- ۲) آیا تفاوت معناداری میان کشورهای جهان به تفکیک گروه های درآمدی در مشارکت در جریان های جهانی مستقیم طی سال های ۲۰۰۷-۱۹۹۰ وجود دارد؟ و چه اندازه است؟

۳) آیا تفاوت معناداری میان کشورهای جهان به تفکیک گروه‌های درآمدی در مشارکت در جریان‌های جهانی پرتفوی طی سال‌های ۲۰۰۷-۱۹۹۰ وجود دارد؟ و چه اندازه است؟

۴) آیا تفاوت معناداری میان کشورهای جهان به تفکیک گروه‌های درآمدی در مشارکت در سایر جریان‌های جهانی طی سال‌های ۲۰۰۷-۱۹۹۰ وجود دارد؟ و چه اندازه است؟

برای پاسخ به سوالات بالا از آزمون از داده‌های سالانه ۱۷۵ کشور در طول ۱۸ سال و آزمون تحلیل واریانس یک راه استفاده شده است. در این آزمون برای بررسی همسانی واریانس بین گروه‌ها از آزمون لون استفاده شده است. در هر چهار بررسی انجام گرفته نتایج بدست آمده از متفاوت بودن معنادار واریانس و متفاوت بودن میانگین متغیر در بین پنج گروه درآمدی پشتیبانی شده است. نتایج آزمون مقایسه واریانس و مقایسه میانگین بین گروهی در جدول شماره ۴ آمده است.

جدول شماره ۴: نتایج آزمون تحلیل واریانس یک طرفه و آزمون مقایسه همسانی واریانس

آزمون مقایسه میانگین			آزمون مقایسه واریانس			نام متغیر مورد بررسی
نتیجه	سطح خطا	آماره f	نتیجه	سطح خطا	آماره لون	
میانگین بصورت معنادار نابرابر است.	.000	181.799	واریانس بصورت معنادار نابرابر است.	.000	334.246	ناخالص جریان‌های جهانی سرمایه
میانگین بصورت معنادار نابرابر است.	.000	86.933	واریانس بصورت معنادار نابرابر است.	.000	153.549	ناخالص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی
میانگین بصورت معنادار نابرابر است.	.000	117.022	واریانس بصورت معنادار نابرابر است.	.000	225.790	ناخالص سایر سرمایه‌گذاری‌های خارجی
میانگین بصورت معنادار نابرابر است.	.000	43.824	واریانس بصورت معنادار نابرابر است.	.000	153.017	ناخالص سرمایه‌گذاری پرتفوی خارجی



با توجه به اینکه واریانس بین گروه‌ها تفاوت معناداری دارد و از طرف دیگر تعداد مشاهده‌های گروه‌های درآمدی تفاوت چشم‌گیری با یکدیگر دارد، از پس آزمون دانت-سی استفاده شده و میانگین متغیرهای مورد مطالعه در بین پنج گروه درآمدی مقایسه شده است. در ادامه به مقایسه دو به دو بین گروه‌های درآمدی در مورد هر یک از متغیرهای تحقیق اشاره می‌گردد:

۱) مقایسه میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی سرمایه:

نتایج بدست آمده از آزمون تعقیبی دانت - سی نشان داده است که:

۱) میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی سرمایه در کشورهای کم درآمد به صورت معنادار کمتر از میانگین سایر گروه‌های درآمدی است

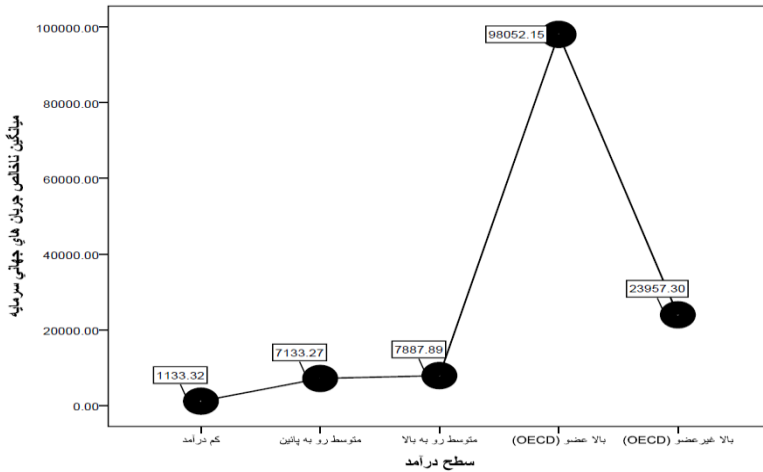
۲) میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی سرمایه در کشورهای با درآمد متوسط رو به بالا و درآمد متوسط رو به پائین تفاوت معناداری ندارد. میانگین این دو گروه درآمدی به صورت معنادار بیشتر گروه کم درآمد و به صورت معنادار کمتر از گروه‌های درآمد بالا عضو OECD و درآمد بالا غیر عضو OECD است،

۳) میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی سرمایه در کشورهای با درآمد بالا غیر عضو OECD به صورت معنادار بیشتر از کشورهای کم درآمد، درآمد متوسط رو به پائین و درآمد متوسط رو به بالا و به صورت معنادار کمتر از کشورهای با درآمد بالا و عضو OECD است

۴) میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی سرمایه در کشورهای با درآمد بالا عضو OECD به صورت معنادار بیشتر از چهار گروه دیگر است.

با توجه به نتایج بالا می‌توان پذیرفت که تفاوت معناداری میان کشورهای جهان به تفکیک گروه‌های درآمدی در مشارکت در جریان‌های جهانی سرمایه در طی سال‌های ۲۰۰۷-۱۹۹۰ وجود دارد.

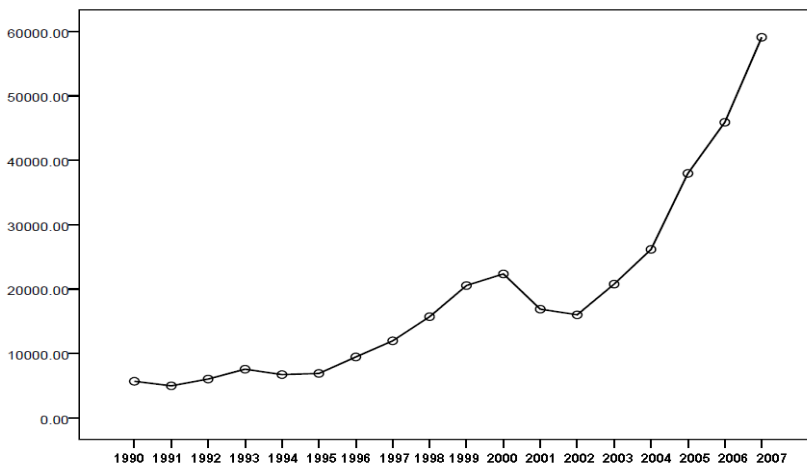
نمودار شماره ۴: نمودار میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی سرمایه در پنج گروه درآمدی

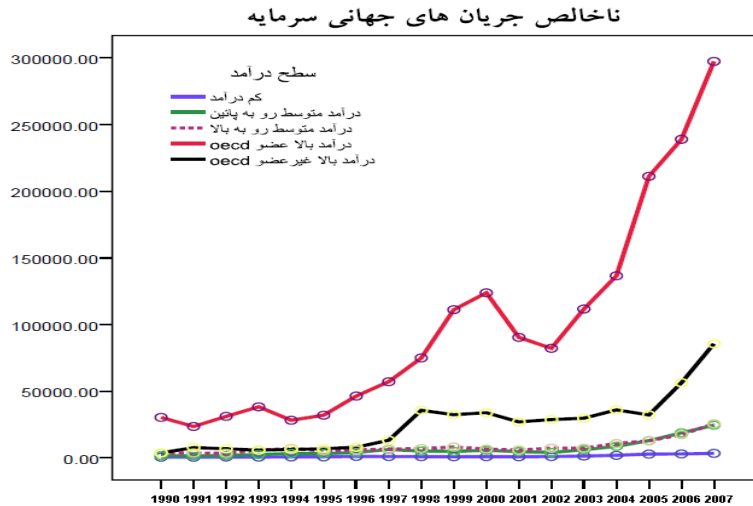


روند رو به رشد مشارکت در جریان‌های جهانی سرمایه ۱۷۵ کشور جهان در دامنه زمانی بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۴ در نمودار شماره ۵ مشخص است. همچنین مشارکت در جریان‌های جهانی در کشورهای با درآمد بالا و عضو OECD علاوه بر آنکه نسبت به سایر گروه‌های درآمدی از مقدار بالایی برخوردار است، بلکه روند رو به شد نیز داشته.

جدول شماره ۵: روند مشارکت در جریان‌های جهانی سرمایه کشورهای جهان در سال ۱۹۹۰-۲۰۰۷

ناخالص جریان‌های جهانی سرمایه



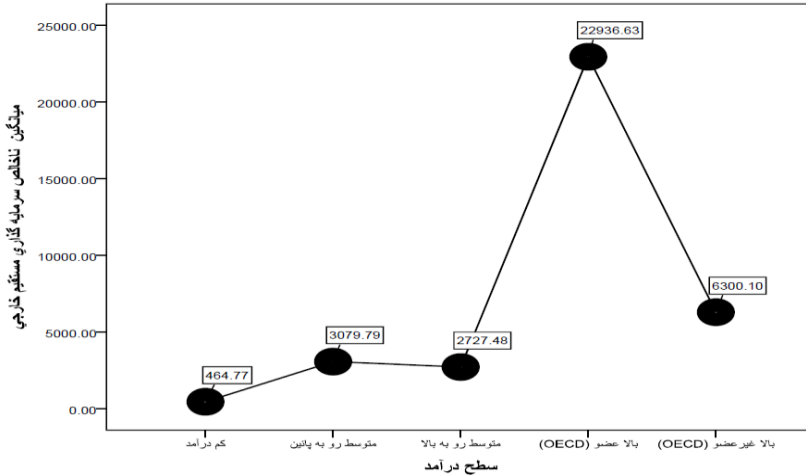


۲) مقایسه میانگین مشارکت در جریان های جهانی مستقیم

نتایج بدست آمده از آزمون تعقیبی دانت - سی نشان داده است که: (۱) میانگین مشارکت در جریان های جهانی مستقیم در کشورهای کم درآمد به صورت معنادار کمتر از میانگین سایر گروه های درآمدی است، (۲) میانگین مشارکت در جریان های جهانی مستقیم تفاوت معناداری در کشورهای با درآمد متوسط رو به بالا و متوسط رو به پایین ندارد. میانگین این دو گروه درآمدی به صورت معنادار بیشتر گروه کم درآمد و به صورت معنادار کمتر از گروه های با درآمد بالا عضو OECD است. همچنین تفاوت معناداری بین گروه متوسط رو به پایین و گروه درآمد بالا غیر عضو OECD وجود ندارد، (۳) میانگین مشارکت در جریان های جهانی مستقیم در کشورهای با درآمد بالا و غیر عضو OECD به صورت معنادار بیشتر از کشورهای کم درآمد و درآمد متوسط رو به بالا و به صورت معنادار کمتر از کشورهای با درآمد بالا و عضو OECD است و (۴) میانگین مشارکت در جریان های جهانی مستقیم در کشورهای با درآمد بالا و عضو OECD به صورت معنادار بیشتر از چهار گروه دیگر است.

با توجه به نتایج بالا می توان پذیرفت که تفاوت معناداری میان کشورهای جهان به تفکیک گروه های درآمدی در مشارکت در جریان های جهانی مستقیم در طی سال های ۱۹۹۰-۲۰۰۷ وجود دارد.

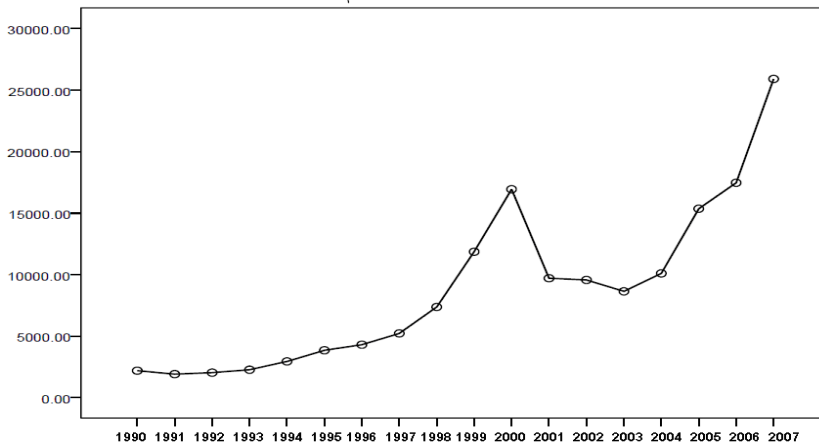
نمودار شماره ۶: نمودار میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی مستقیم در پنج گروه درآمدی



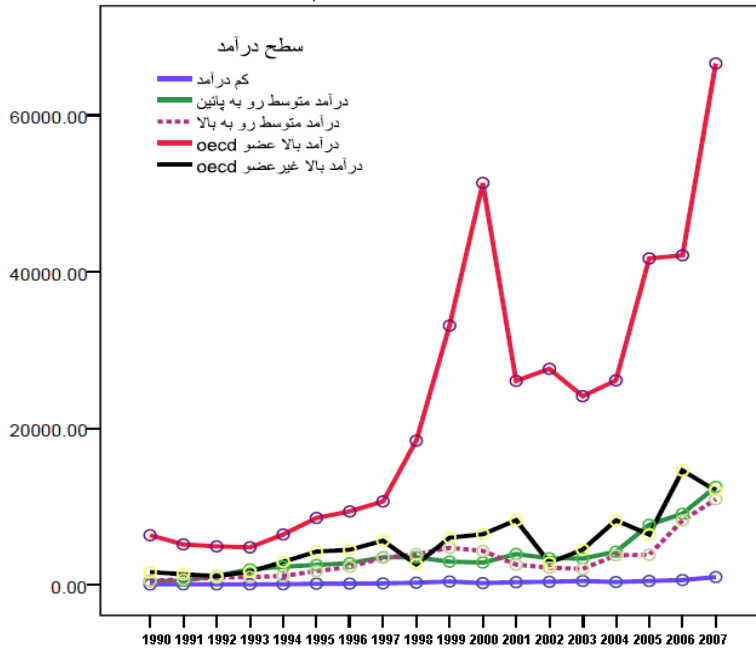
روند رو به رشد مشارکت در جریان‌های جهانی مستقیم ۱۷۵ کشور جهان در دامنه زمانی بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۴ در نمودار شماره ۷ مشخص است. همچنین مشارکت در جریان‌های جهانی مستقیم در کشورهای با درآمد بالا عضو OECD علاوه بر آنکه نسبت به سایر گروه‌های درآمدی از مقدار بالایی برخوردار است، بلکه روند رو به رشد نیز داشته است.

جدول شماره ۷: روند مشارکت در جریان‌های جهانی مستقیم کشورهای جهان در سال ۱۹۹۰-۲۰۰۷

ناخالص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی



ناخالص سرمایه گذاری مستقیم خارجی



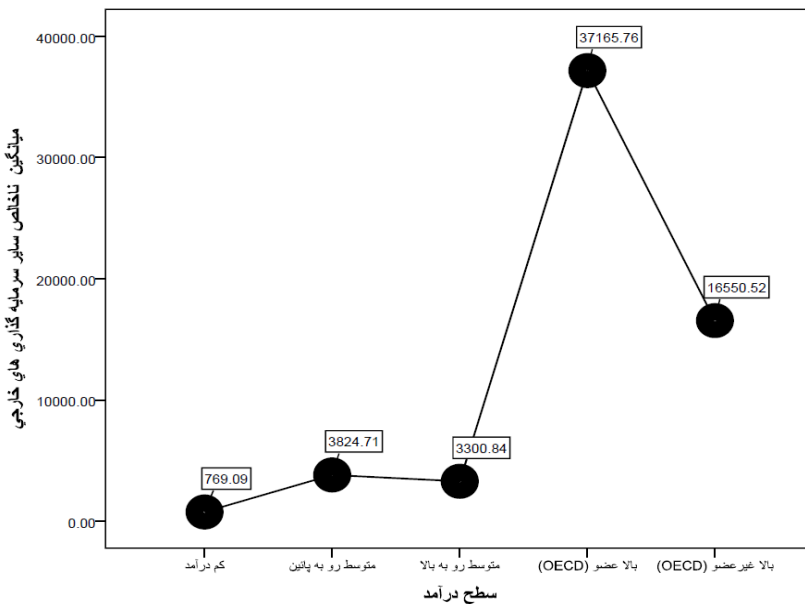
۳) مقایسه میانگین مشارکت در جریان های جهانی سایر

نتایج بدست آمده از آزمون تعقیبی دانت - سی نشان داده است که: (۱) میانگین مشارکت در جریان های جهانی سایر، در کشورهای کم درآمد به صورت معنادار کمتر از میانگین سایر گروه های درآمدی است، (۲) میانگین مشارکت در جریان های جهانی سایر در کشورهای با گروه درآمد متوسط رو به بالا و درآمد متوسط رو به پایین تفاوت معناداری ندارد. میانگین این دو گروه درآمدی به صورت معنادار بیشتر از گروه کم درآمد و به صورت معنادار کمتر از گروه های درآمد بالا غیر عضو OECD و درآمد بالا عضو OECD است، (۳) میانگین مشارکت در جریان های جهانی سایر، در کشورهای با درآمد بالا غیر عضو OECD به صورت معنادار بیشتر از کشورهای کم درآمد و درآمد متوسط رو به بالا است و به صورت معنادار کمتر از کشورهای با درآمد بالا و عضو OECD است.

۴) میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی سایر، در کشورهای با درآمد بالا عضو OECD به صورت معنادار بیشتر از چهار گروه دیگر است.

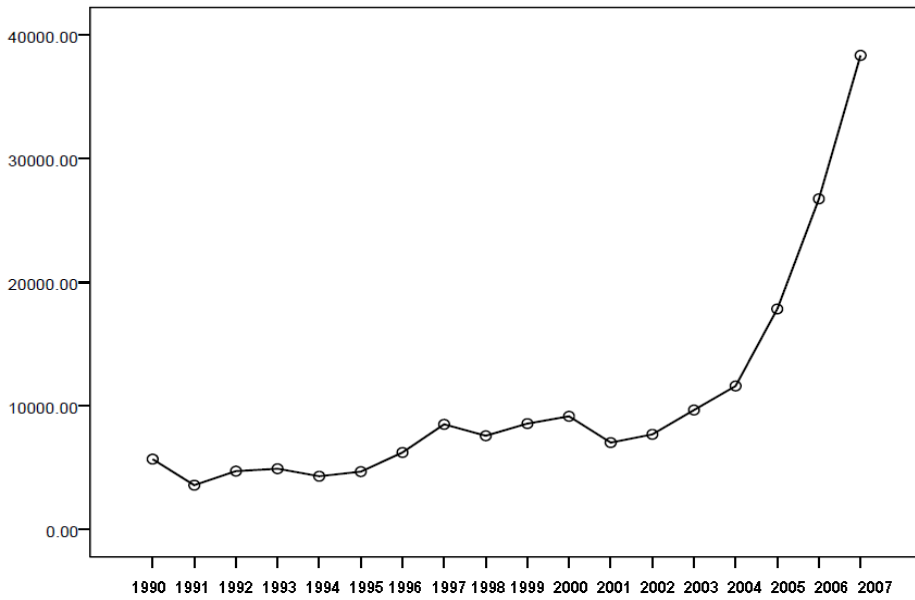
با توجه به نتایج بالا می‌توان پذیرفت که تفاوت معناداری میان کشورهای جهان به تفکیک گروه‌های درآمدی در مشارکت در جریان‌های جهانی سایر در طی سال‌های ۱۹۹۰-۲۰۰۷ وجود دارد.

نمودار شماره ۸: نمودار میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی سایر در پنج گروه درآمدی

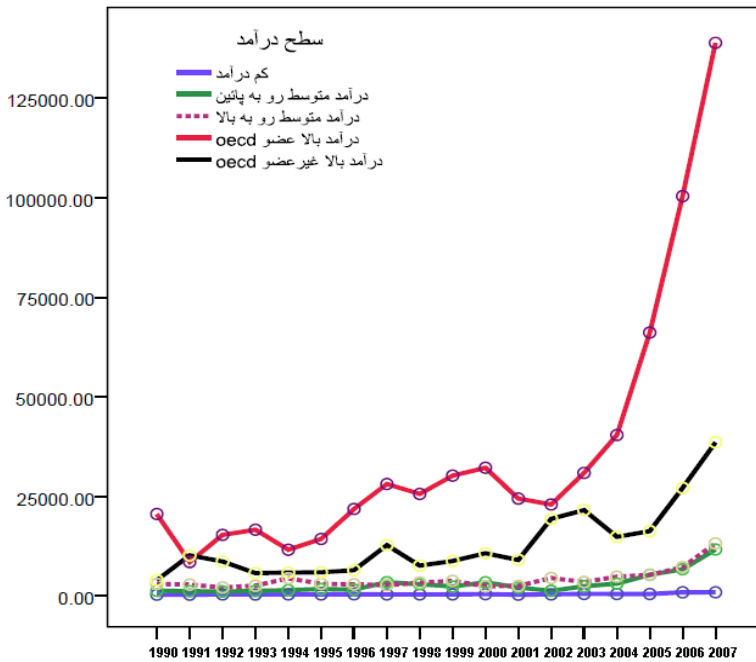


روند رو به رشد مشارکت در جریان‌های جهانی سایر ۱۷۵ کشور جهان در دامنه زمانی بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۷ در نمودار شماره ۹ مشخص است. همچنین مشارکت در جریان‌های جهانی سایر، در کشورهای با درآمد بالای عضو OECD علاوه بر آنکه نسبت به سایر گروه‌های درآمدی از مقدار بالایی برخوردار است، بلکه روند رو به رشد نیز داشته است.

جدول شماره ۹: روند "مشارکت در جریان های جهانی سایر" کشورهای جهان در سال ۱۹۹۰-۲۰۰۷
ناخالص سایر سرمایه گذاری های خارجی



ناخالص سایر سرمایه گذاری های خارجی

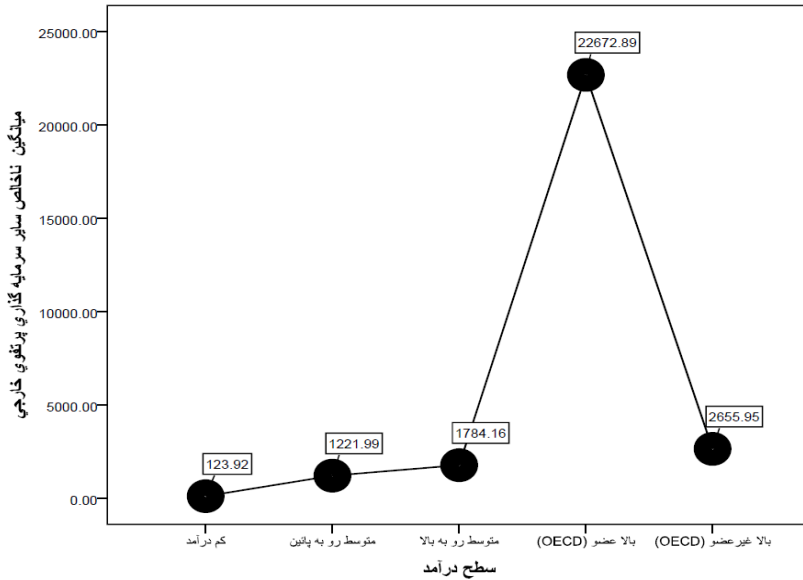


۴) مقایسه میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی پرتفوی:

نتایج بدست آمده از آزمون تعقیبی دانت - سی نشان داده است که: (۱) میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی پرتفوی در کشورهای کم درآمد به صورت معنادار کمتر از میانگین گروه‌های درآمد متوسط رو به بالا و درآمد رو به پائین و درآمد بالا عضو OECD است و تفاوتی با گروه درآمد بالا غیرعضو OECD ندارد، (۲) میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی پرتفوی در کشورهای با گروه درآمد متوسط رو به بالا و درآمد متوسط رو به پائین تفاوت معناداری ندارد. همچنین میانگین این دو گروه درآمدی تفاوت معناداری با بالا غیرعضو OECD ندارند و به صورت معنادار بیشتر گروه کم درآمد و به صورت معنادار کمتر از گروه درآمد بالا عضو OECD است، (۳) میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی پرتفوی در کشورهای با درآمد بالا غیر عضو OECD به صورت معنادار کمتر از کشورهای با درآمد بالا و عضو OECD است و تفاوت معناداری با سایر گروه‌های درآمدی ندارد و (۴) میانگین مشارکت در جریان‌های جهانی پرتفوی در کشورهای با درآمد بالا عضو OECD به صورت معنادار بیشتر از چهار گروه دیگر است. با توجه به نتایج بالا می‌توان پذیرفت که تفاوت معناداری میان کشورهای جهان به تفکیک گروه‌های درآمدی در مشارکت در جریان‌های جهانی پرتفوی در طی سال‌های ۲۰۰۷-۱۹۹۰ وجود دارد.

روند رو به رشد مشارکت در جریان‌های جهانی پرتفوی ۱۷۵ کشور جهان در دامنه زمانی بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۷ در نمودار شماره ۱۱ مشخص است. همچنین مشارکت در جریان‌های جهانی پرتفوی، در کشورهای با درآمد بالا عضو OECD علاوه بر آنکه نسبت به سایر گروه‌های درآمدی از مقدار بالایی برخوردار است، بلکه روند رو به رشد نیز داشته است

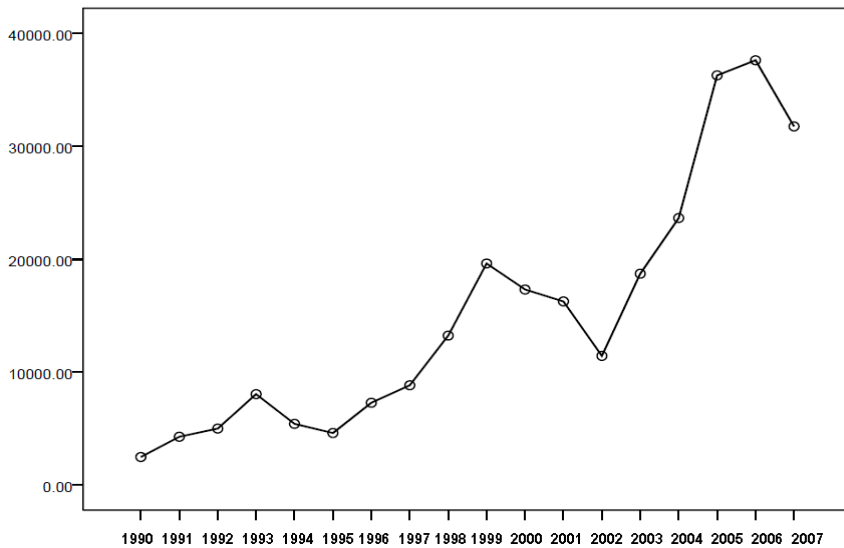
نمودار شماره ۱۰: نمودار میانگین مشارکت در جریان های جهانی پرتفوی در پنج گروه درآمدی

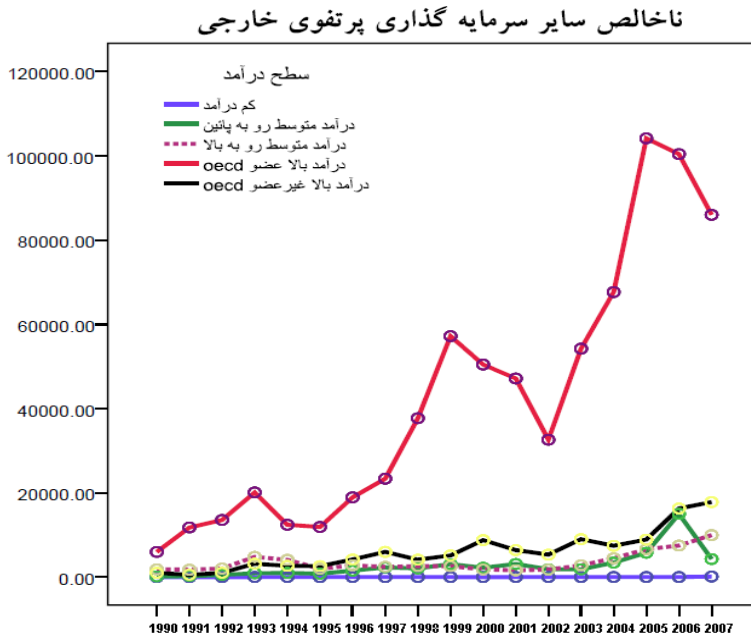


جدول شماره ۱۱: روند "مشارکت در جریان های جهانی پرتفوی" کشورهای جهان

در سال ۱۹۹۰-۲۰۰۷

ناخالص سایر سرمایه گذاری پرتفوی خارجی





نتیجه‌گیری و بحث:

سرمایه‌گذاری خارجی و جریان‌های مرتبط با آن از جمله جذب و استفاده کارآمد و مؤثر از موضوعات بسیار با اهمیت در توسعه پایدار اقتصادی کشور به شمار آمده و با ورود به هزاره سوم، جایگاه متفاوتی یافته است. گستردگی جریان‌های سرمایه‌گذاری خارجی موجب شده است تا جابجایی سرمایه در میان کشورهای جهان در سالهای اخیر تحت عنوان «جریانهای جهان سرمایه» مورد توجه قرار گیرد. مقاله حاضر، به بررسی موضوع می‌پردازد تا شواهد لازم مبنی بر اینکه «آیا کشورهای جهان در گروه درآمدی پنج گانه در سالهای ۲۰۰۷-۱۹۹۰ بطور یکسان در ناخالص جریان‌های جهانی سرمایه مشارکت کرده‌اند و میزان مشارکت تا چه اندازه با یکدیگر تفاوت معنی‌داری داشته است؟

در مطالعه حاضر، جریان‌های جهانی سرمایه بصورت کلی و همچنین در قالب جریان جهانی پورتفوی و سایر جریان‌های جهانی آزمون گردید. نتایج حاصل از تحقیق مؤید وجود تفاوت معنی‌دار آماری میان اندازه ناخالص جریان‌های جهانی سرمایه میان

کشورهای جهان در گروه‌های درآمدی می‌باشد. بطوریکه، کشورهای OECD، بیشترین مشارکت را در جابجایی سرمایه تجربه کرده‌اند.

نتایج مطالعه تائید نمود که موضوع فرار سرمایه از مباحث با اهمیت در ادبیات توسعه است و کشورهای جهان توجه خاصی به آن داشته‌اند. بحث خروج سرمایه از کشورهای در حال توسعه و جذب سرمایه توسط کشورهای نوظهور (تازه صنعتی شده) و کشورهای توسعه یافته، از مهم‌ترین یافته‌های مطالعه حاضر است که می‌بایست به آن توجه شود.

فهرست منابع

- ۱) تقوی، مهدی، (۱۳۸۳)، "بحران‌های مالی بین‌المللی"، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات.
- ۲) تقوی، مهدی، (۱۳۸۳)، "مالیه بین‌الملل"، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات.
- ۳) وفادار-عباس، فاطمه دادبه، (۱۳۸۳)، "حسابرسی"، موسسه حسابرسی آزمون پرداز.
- 4) Bond Timothy James, (1998), Capital Flows to Asia: The Role of Monetary Policy, Empirical, 25: 165-182.
- 5) De Sontis A.Roberto, (2004), Melanie Luhrmann, on The Determinants of Net International Portfolio Flows: A Global Perspective, Journal of International Money and Finance, 28, 880-901.
- 6) Smith Katherine A.,Diego Valderrama, (2008), The Composition of Capital Inflows, Journal of Development Economics.

یادداشت‌ها

- 1- Finance
- 2- Eichengreen
- 3- Fishlow
- 4- Sylvia Maxfield
- 5- Hot Money
- 6- Herd – Like Manner
- 7- sobol
- 8- Bonds Flows
- 9- Equity Flows
- 10- Velsaco
- 11- Cabezas
- 12- Peso Crisis

¹³ - Mc Colluch

¹⁴ - Petri

¹⁵ - Maxwell

¹⁶ - Capital Expenditures

¹⁷ - Equity Investment

¹⁸ - Trade Flows

¹⁹ - "Asset Meltdown" Hypothesis

²⁰ - Baby Boomers

۲۱- فرضیه "ذوب و استحاله سرمایه به شکل اولیه" بر پایه یک کاربرد حسابداری ساده قرار دارد: هنگامی که پیرترین افراد از نسل رشد سریع تولد به سن ۶۵ سالگی می‌رسند (که این امر در سال ۲۰۱۰ برای چندین کشور پیشرفته دنیا به وقوع می‌پیوندد) به فروش یکجا و ارزان سهامشان به نسل جوان‌تر خریداران روی می‌آورند و موجبات افت قیمت سهام را فراهم می‌کنند. از طرف مقابل اگر جابجایی جهانی سرمایه تحرک یابد افت قیمت دارایی‌ها با جریان‌های (۲۰۰۴) *Poterba* تنها اثرات نسبتاً کم و معتدلی از ساختار سنی جمعیت را بر بازده‌های واقعی اوراق قرضه کوتاه مدت خزانه، اوراق قرضه دولتی بلند مدت و سهام شرکتی پیدا می‌کند. (۱۹۹۴) *Bakshi and Chen* شواهدی تجربی را در جهت ارتباط دادن بین توزیع سنی جمعیت و عمده سرمایه در ایالات متحده ارائه می‌دهند و بر فرضیه افزایش ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار با افزایش سن وی صحه می‌گذارند. در عوض (۲۰۰۵) *Ang and Maddaloni* در می‌یابند که این رابطه هنگام بسط به دیگر کشورها ضعیف است. هرچند این شواهد باید با احتیاط تفسیر و ترجمه شوند.

²² - Bonferroni

²³ - Dunnett C

²⁴ - Scheffe

