

اثر تعاملی توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی (شواهدی از کشورهای شرق و غرب آسیا، شامل ایران)

روح‌اله بابکی (نویسنده مسئول)

استادیار گروه اقتصاد دانشگاه بجنورد

babaki@ub.ac.ir

مرتضی بکی حسکوئی

استادیار و مدیر دفتر مدل‌سازی اقتصاد ایران، دانشگاه امام صادق (ع)

m.baky@isu.sc.ir

مهناز عفتی

کارشناسی ارشد علوم اقتصادی و مدرس دانشگاه بجنورد

mahnaz.efati94@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۶/۰۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۹/۲۵

چکیده:

از زمانی که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی وارد ادبیات اقتصادی جهان شد، کشورها با ایجاد زیرساخت‌های انگیزشی مناسب به دنبال جذب هرچه بیشتر این نوع از سرمایه‌گذاری‌ها بودند. اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی ممکن است تحت تاثیر شرایط اقتصادی مختلف کشور میزبان از جمله توسعه مالی آنها قرار گیرد. از این رو در این مقاله، اثر تعاملی بین توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در دو گروه کشورهای شرق و غرب آسیا (شامل ایران) در دوره زمانی ۲۰۱۷-۱۹۸۰ با استفاده از روش داده‌های تابلویی بررسی شده است. نتایج بیانگر آن است که اثر تعاملی توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در کشورهای غرب آسیا، منفی بوده، در حالی که این اثر در کشورهای شرق آسیا، مثبت بوده است. به عبارت دیگر در کشورهای شرق آسیا، به دلیل برخورداری از بازارهای مالی توسعه‌یافته و جلب اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی برای سرمایه‌گذاری در این کشورها، زمینه‌های افزایش سرمایه‌گذاری داخلی فراهم شده است. بنابراین، به سیاست‌گذاران اقتصادی توصیه می‌شود به منظور افزایش سرمایه‌گذاری داخلی، شرایط مناسب برای توسعه مالی و زمینه‌های ورود سرمایه‌گذاران خارجی به کشور را فراهم نمایند.

طبقه‌بندی JEL: E44، E22، C33.

کلید واژه‌ها: توسعه مالی، داده‌های تابلویی، سرمایه‌گذاری داخلی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی.

۱. مقدمه

اقتصاددانان بر توجه به سرمایه‌گذاری داخلی به‌عنوان یکی از عوامل اصلی رشد و توسعه اقتصادی کشورها اتفاق نظر دارند.^۱ بر این اساس، بسیاری از اقتصاددانان توسعه، تحقیقات زیادی انجام داده و راهکارهای سیاست‌گذاری برای ارتقاء سرمایه‌گذاری داخلی را توسعه داده‌اند. صاحب‌نظران معتقدند در اقتصادهای نوظهور، این‌چنین سیاست‌هایی معمولاً به جمع‌آوری سرمایه از طریق پس‌انداز داخلی کمک می‌کنند. با توجه به نرخ پس‌انداز پایین در کشورهای در حال توسعه، استراتژی‌های اتخاذ شده به منظور تشویق سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی^۲ (FDI) به دلیل دو مسئله مهم مطرح شده است: (۱) شکاف پس‌انداز داخلی را از طریق انتقال سرمایه خارجی پر می‌کند؛ (۲) به‌عنوان یک منبع با ارزش از مهارت‌های مدیریتی و انتقال تکنولوژی به کشور دریافت‌کننده، خدمت می‌کند. در حالی که طبیعی است که ادعا شود جریان ورود FDI موجب آثار مثبتی در کشور میزبان می‌شود، اما این موضوع همیشه ممکن نیست؛ چراکه در این اثرگذاری، شرایط کشور میزبان نیز مؤثر است (بانک جهانی،^۳ ۲۰۱۷). در این زمینه، آلفارو^۴ و همکاران (۲۰۰۴) بر اهمیت یک سیستم مالی خوب به‌عنوان یک کانال کلیدی که از طریق آن اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی منتقل می‌شود، تأکید کردند. یک موسسه مالی توسعه یافته، به نظر می‌رسد هزینه‌های معامله را کاهش می‌دهد و تخصیص کارا و بهینه سرمایه را از پروژه‌های با بهره‌وری کم به پروژه‌های سرمایه‌گذاری‌ای که بازدهی بالاتری را به ارمغان می‌آورند، تسهیل می‌کند (هول و تسار،^۵ ۲۰۰۳). لذا تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر متغیرهای کلان اقتصادی (از جمله سرمایه‌گذاری داخلی) همچنان نیازمند بررسی‌های زیاد در اقتصادهای مختلف، به‌ویژه در ارتباط با توسعه نظام مالی است (سیراگ و همکاران، ۲۰۱۸). بنابراین هدف این پژوهش، در راستای شناسایی عوامل حداکثرکننده آثار مثبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی، بررسی نقش توسعه مالی بر این رابطه است. از این‌رو در این مقاله، نقش توسعه مالی در اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر

^۱. به مطالعات (2002) Butzen et al.، (2003) Krishna et al.، (1995) Loungani and Rush مراجعه کنید.

^۲. Foreign Direct Investment (FDI)

^۳. World Bank

^۴. Alfaro

^۵. Hull & Tesar

^۶. Sirag

سرمایه‌گذاری داخلی در دو گروه کشورهای شرق و غرب آسیا (شامل ایران) در دوره زمانی ۲۰۱۷-۱۹۸۰ بررسی خواهد شد. این مقاله در پنج بخش تنظیم شده است: بعد از مقدمه در بخش اول، مبانی نظری و پیشینه تحقیق در بخش دوم در قالب ادبیات موضوع توضیح داده خواهد شد. بخش سوم به تصریح مدل تحقیق و بخش چهارم به یافته‌های پژوهش اختصاص خواهد داشت. در نهایت در بخش پنجم، نتایج و پیشنهادهای پژوهش ارائه خواهد شد.

۲. ادبیات موضوع

۲-۱. مبانی نظری

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) در سطح مختلف علمی، تجربی، سیاسی و غیره، مورد بحث قرار می‌گیرد. تأثیرات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای میزبان، یکی از موضوعات اصلی مورد بحث در اقتصاد است (سزکروپوا؛ ۲۰۱۵). سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، یکی از عوامل کلیدی است که تأثیر مثبت بر رشد و توسعه اقتصادی کشورهای میزبان این نوع از سرمایه‌گذاری‌ها دارد (لی و سوروگا؛ ۲۰۰۵). یکی از راه‌هایی که FDI می‌تواند به‌طور مستقیم به توسعه اقتصادی کشور میزبان کمک کند، افزایش سرمایه‌های موجود در اقتصاد محلی است. در کشورهای در حال توسعه، که در آن‌ها سرمایه به‌طور معمول نسبت به کار کم است، اغلب سیاست‌گذاران به FDI به عنوان یک منبع تزریق‌کننده سرمایه بالقوه نگاه می‌کنند، چراکه می‌تواند باعث افزایش مستقیم سرمایه‌گذاری و تولید ناخالص داخلی (GDP) در اقتصاد میزبان شود. بنابراین، FDI به کشورهای اجازه می‌دهد که سرمایه مورد نیاز خود را از طریق پس‌انداز محلی با سرمایه‌ای که از خارج از کشور تامین می‌شود، تکمیل کند. همچنین افزایش جریان FDI می‌تواند به کمک کشور میزبان بیاید تا آن را از چرخه‌ی معیوب توسعه‌نیافتگی خارج سازد (هایامی؛ ۲۰۰۱). همچنین انتظار می‌رود جریان FDI منجر به ورود فن‌آوری جدید، دانش و مهارت‌های مدیریتی به کشورهای میزبان و نیز موجب افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری‌ها در این کشورها شود (جود؛ ۲۰۱۶). علاوه بر این، جریان FDI می‌تواند ابزار مناسبی برای افزایش درآمد ارزی خارجی، درآمد صادراتی و درآمد

1. Szkorupová

2. Le & Suruga

3. Hayami

4. Jude

مالیاتی موجود در کشور با شد (موزورا، ۲۰۱۸). اهمیت روزافزون جریان FDI به عنوان منبع تأمین مالی خارجی برای کشورهای میزبان، لزوم استفاده بیشتر از این نوع سرمایه گذاری‌ها را برای ارتقای سرمایه گذاری داخلی نشان می‌دهد (دیتیمی و متئو، ۲۰۱۵).

سرمایه گذاری مستقیم خارجی ممکن است دارای اثر مثبت و یا منفی بر سرمایه گذاری داخلی باشد. FDI می‌تواند نقدینگی کشور میزبان را افزایش دهد و محدودیت‌های مالی را برای شرکت‌های داخلی کاهش دهد (هریسون و همکاران، ۲۰۰۴). همچنین این نوع سرمایه گذاری‌ها با ورود فن‌آوری جدید، دانش و مهارت‌های مدیریتی و نیز به دلیل توسعه ارتباطات تولیدی بین سرمایه‌گذار خارجی و سرمایه‌گذار داخلی، می‌تواند به عنوان مکملی برای سرمایه گذاری داخلی به حساب آید. همچنین FDI می‌تواند باعث انتقال ارزش خارجی به کشورهای میزبان و در نتیجه، بهبود تراز پرداخت‌ها در این کشورها شود. اما این در حالی است که سرمایه گذاری مستقیم خارجی ممکن است اثرات منفی نیز داشته باشد. سزکروپوا (۲۰۱۵) معتقد است FDI، سرمایه گذاری داخلی را از بین می‌برد. زیرا شرکت‌های داخلی قادر به انجام کسب و کار مؤثر نیستند، اما شرکت‌های چند ملیتی^۴ (MNCs)، از مزیت رقابتی بالایی برخوردار هستند. علاوه بر این، آن‌ها می‌توانند پروژه‌هایی را که ممکن است خارج از توان سرمایه‌گذاران داخلی باشد، به عهده بگیرند. توضیحات متعددی در مورد تاثیر منفی FDI بر سرمایه گذاری داخلی وجود دارد (سزکروپوا، ۲۰۱۵). از جمله آثار منفی آن می‌توان به این موارد اشاره کرد: ۱- انتقال سرمایه از کشور میزبان (آنکتاد، ۱۹۹۹)، ۲- کاهش سود شرکت‌های داخلی و در نتیجه، تسخیر سهم آن‌ها از بازار توسط شرکت‌های چند ملیتی در رقابت آن‌ها با یکدیگر در تولید (لیپی و مونتاناگنا، ۲۰۰۰)، و ۳- توقف توسعه فناوری داخلی در بنگاه‌های محلی (لیپی، ۲۰۰۴). البته این آثار منفی می‌تواند تشدید شود، زمانی که رقابت خارجی از لحاظ تکنولوژیکی پیچیده باشند یا اگر شرکت‌های داخلی ظرفیت جذب محدودی داشته باشند (جود، ۲۰۱۹). این عوامل نشان می‌دهند که FDI ممکن

1. Muzurura

2. Ditimi & Matthew

3. Harrison

4. Multinational Corporations (MNCs)

5. UNCTAD

6. Leahy & Montagna

7. Lipsey

است سرمایه‌گذاری داخلی را تهدید کند. لذا کشورهای میزبان باید مراقب تاثیر منفی FDI بر سرمایه‌گذاری داخلی خود باشد (آگوسین و ماچادو، ۲۰۰۵).
به‌طور کلی در سطح جهان، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به عنوان وسیله‌ای برای تحریک رشد و توسعه اقتصادی هر کشوری به حساب می‌آید (گورگ و گریناوی، ۲۰۰۴). اما نکته قابل توجه این است که ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به تنهایی دارای کارکرد و اثرات مثبت برای کشور میزبان نیست. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، زمانی می‌تواند برای اقتصاد یک کشور میزبان، مفید واقع شود و منجر به رشد اقتصادی آن گردد که میان شرکت‌های سرمایه‌گذار خارجی و بنگاه‌های داخلی، پیوند شکل بگیرد و اثرات ناشی از تعاملات آنها همچون انتقال تکنولوژیکی، مهارت‌های مدیریتی، دانش فنی و مواردی از این قبیل را نیز به دنبال داشته باشد. این امر منوط به فراهم بودن یک سری شرایط و به عبارت دیگر ظرفیت جذب در کشور میزبان است. توانمندی دولت‌ها و بنگاه‌ها، شرایط اقتصادی، محیط کسب‌وکار، کیفیت نیروی انسانی، سطح تکنولوژی و به‌ویژه سیستم مالی کشور میزبان از جمله مهمترین عوامل تأثیرگذار در ایجاد و جذب فواید حاصل از سرمایه‌گذاری خارجی هستند.

سیستم مالی یک ابزار کلیدی برای اجرای فعالیتهای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. زیرا پرداخت سرمایه‌گذاری از طریق سیستم مالی صورت می‌پذیرد. فعالیتهای مختلف سرمایه‌گذار خارجی از جمله انتقال پول از کشور مادر به کشور میزبان، پرداختی بابت مصالح ساختمانی، مواد اولیه، نیروی کار، فروش، نقل و انتقال درآمد به خارج از کشور میزبان و غیره، نیازمند یک سیستم مالی توسعه‌یافته است. در فقدان چنین سیستم مالی، پرداخت‌ها به کندی انجام می‌شود و یا اصلاً صورت نمی‌پذیرد، در نتیجه روند سرمایه‌گذاری بسیار کند خواهد بود و یا متوقف خواهد شد. در این صورت جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بی‌معنا است. به همین دلیل، توسعه سیستم مالی جزء حیاتی برای سرعت بخشیدن و تسهیل عملیات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشور میزبان است (امیرخانلو، ۱۳۹۶). بنابراین یکی از عواملی که می‌تواند بر اثرگذاری FDI بر سرمایه‌گذاری داخلی نقش داشته باشد، توسعه مالی کشور میزبان است. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران داخلی می‌توانند از این منبع مالی خارجی استفاده کنند، در صورتی که شرایط تامین مالی محلی مطلوب باشد. آنها همچنین ممکن است در انجام این کار

1. Agosin & Machado

2. Gorg and Greenaway

محدود شوند، اگر موسسات مالی کشور میزبان، تمایلی برای پوشش کامل هزینه‌های FDI نداشته باشند. زیرا نظارت بر یک پروژه خارجی، مشکلاتی را ایجاد می‌کند که در تامین مالی پروژه داخلی وجود ندارد (دس‌بوردس و وی، ۲۰۱۷). لذا میزان رشد خالص سرمایه داخلی ناشی از فعالیت‌های شرکت خارجی، بستگی به توسعه مالی کشور میزبان دارد (آلفارو و چاوین، ۲۰۱۸). این ارتباط به چند دلیل ممکن است وجود داشته باشد: اول این که، یک سیستم مالی پیشرفته‌تر، بستر مناسبی برای تخصیص منابع، نظارت بهتر، تقارن اطلاعات بیشتر و در نتیجه زمینه سرمایه‌گذاری بیشتر را فراهم می‌کند (شن و لی، ۲۰۰۶). سیستم مالی ممکن است از طریق دو کانال به مکملی سرمایه‌گذاری خارجی و داخلی کمک کند: از یک طرف، سیستم مالی به پس‌انداز بیشتر منجر می‌شود؛ این امر به نوبه خود، حجم منابع موجود برای سرمایه‌گذاری داخلی را افزایش می‌دهد. افزایش توان مالی باعث ایجاد انگیزه در سرمایه‌گذار داخلی برای راه‌اندازی سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه‌گذار خارجی می‌شود. همچنین از طرف دیگر، سیستم مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را غربال و نظارت می‌کند (به دلیل کاهش هزینه‌های کسب اطلاعات). این امر به افزایش بهره‌وری پروژه‌های سرمایه‌گذاری کمک می‌کند (گرینوود و یوووویچ، ۱۹۹۰؛ لوین، ۱۹۹۱). به عبارت دیگر، سیستم مالی توسعه یافته، پروژه‌های سرمایه‌گذاری مشترکی بین سرمایه‌گذار خارجی و داخلی را تامین مالی می‌کند که توجیه فنی و اقتصادی مناسبی داشته باشد. این امر منجر به سرمایه‌گذاری داخلی بیشتر در کشور میزبان به واسطه ورود FDI می‌شود.

دوم این که، سیستم‌های مالی بر میزان صدور اعتبار در بازارهای مالی تأثیر می‌گذارد و کارآفرینان و سرمایه‌گذاران بالقوه (خارجی و داخلی) را برای ورود به بازار کشور میزبان تحریک می‌کنند (آلفارو و همکاران، ۲۰۰۴) که این امر نیز به نوبه خود باعث افزایش سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود.

سوم این که، بخش مالی می‌تواند تعیین کند که شرکت‌های خارجی چگونه می‌توانند قرض بگیرند تا فعالیت‌های نوآورانه خود را در کشور میزبان گسترش دهند و این خود باعث می‌شود که فرصت‌های تکنولوژیکی برای شرکت‌های داخلی افزایش یابد. این امر زمانی رخ می‌دهد که بازارهای مالی در کشور میزبان بهتر توسعه پیدا کنند، زیرا این

1. Desbordes & Wei

2. Alfaro & Chauvin

3. Shen & Lee

4. Greenwood and Jovanovic

5. Levine

مساله به نوبه خود اجازه می‌دهد که شرکت تابعه یک شرکت چند ملیتی پس از وارد شدن به کشور میزبان، در مورد سرمایه‌گذاری تصمیم بگیرند (هرمس و لنسینک، ۲۰۰۳). همان‌طور که دمتریادس و اندریانوا^۱ (۲۰۰۴) توضیح می‌دهند، وجود یک بخش صحیح مالی، پیش شرطی برای کشور میزبان برای تحقق نوآوری‌های جدید و بهره‌برداری از منابع خویش است.

در این زمینه، آلفارو و همکاران (۲۰۰۴) دریافتند که در حالی که FDI به تنهایی اثر مبهم بر رشد اقتصادی کشور میزبان دارد، اما کشورهای دارای بازارهای مالی بسیار توسعه یافته، از FDI به میزان قابل توجهی بهره‌مند می‌شوند. به عقیده آنها بازارهای مالی با عملکرد خوب، با افزایش طیف منابع مالی برای کارآفرینان، نقش مهمی در ایجاد ارتباط بین سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی ایفا می‌کنند. از این‌رو به عقیده آلفارو و همکاران (۲۰۰۴) توسعه مالی می‌تواند نقش مثبتی در اثرگذاری FDI بر سرمایه‌گذاری داخلی کشور میزبان داشته باشد.

اما در مقابل، اقتصاددانانی هم هستند که معتقدند این اثر مبهم است. از یک سو، شرایط مالی خوب کشور میزبان، بخشی از سرمایه‌گذاری در بازار میزبان را جذب می‌کند، زیرا به سرمایه‌گذار خارجی اجازه می‌دهد سهم مهمی از سرمایه‌گذاری خود را به صورت محلی تامین کند (لیپسی، ۲۰۰۴). برای یک سرمایه‌گذار خارجی ممکن است تامین مالی محلی بر تامین مالی از خارج از کشور میزبان ترجیح داشته باشد، زیرا به سرمایه‌گذار اجازه می‌دهد تا ریسک نوسان نرخ ارز در بازار محلی را برای خود پوشش دهد.^۲ از سوی دیگر، شرکت‌های خارجی‌ای که از بانک‌های محلی به شدت قرض می‌گیرند، ممکن است محدودیت‌های اعتباری شرکت‌های داخلی را با برون‌رانی آنها از بازار سرمایه داخلی تشدید کنند (آلفارو و چاوین، ۲۰۱۸). هریسون و مک‌میلان^۴ (۲۰۰۳) رفتار اغلب شرکت‌های فرانسوی در ساحل عاج را تحلیل کردند و به این نتیجه رسیدند که نه تنها شرکت‌های داخلی محدودیت اعتباری بیشتری نسبت به شرکت‌های خارجی دارند، بلکه قرض‌گرفتن شرکت‌های خارجی از بانک‌های داخلی کشور میزبان نیز

1. Hermes & Lensink

2. Demetriades & Andrianova

^۳. به عنوان مثال، اگر یک سرمایه‌گذار خارجی بخواهد در ایران سرمایه‌گذاری نماید، ترجیح می‌دهد از بانک‌های ایرانی وام بگیرد. چون در این صورت، وام ریالی دریافت می‌کند و به صورت ریالی نیز بازپرداخت می‌کند. اما اگر بخواهد دلار وارد کشور کند و به صورت ریالی در کشور سرمایه‌گذاری کند، در این حالت، ریسک نوسانات نرخ را نیز باید بپذیرد. در صورتی در حالت اول، مجبور به تحمل ریسک نوسانات نرخ ارز نیست.

4. Harrison & McMillan

محدودیت‌های اعتباری شرکت‌های داخلی را تشدید می‌کند. اما این درحالی است که هریسون و همکاران (۲۰۰۴) به نتایجی رسیدند که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی باعث درون‌رانی اعتباری برای شرکت‌های داخلی در مجموعه‌ای از کشورها می‌شود. در واقع افزایش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، میزان منابع سرمایه‌ای موجود برای شرکت‌های داخلی را افزایش می‌دهد. لذا نتایج این دو مطالعه نشان می‌دهد که تاثیر FDI بر محدودیت‌های اعتباری محلی در بین کشورها ناهمگن است و همبستگی مهمی میان FDI و شرایط مالی کشور میزبان وجود دارد. همچنین گیرما و همکاران (۲۰۰۸)، با تمرکز بر روی کانال‌های اثرگذاری، متوجه می‌شوند که در میان شرکت‌های چینی، میزان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در یک صنعت و در یک استان با فعالیت نوآورانه شرکت (به ویژه فرآیند و نوآوری محصول) ارتباط مثبتی دارد، اما فقط برای شرکت‌هایی با دسترسی آسان به منابع مالی داخلی. این نتایج نشان می‌دهد که ارتباطی بین دسترسی به منابع مالی (توسعه مالی) و توانایی شرکت‌های داخلی برای بهره‌گیری از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی وجود دارد.

لذا نامشخص بودن نقش توسعه مالی در اثرگذاری FDI بر سرمایه‌گذاری داخلی از لحاظ نظری، اهمیت و ضرورت بررسی این رابطه به صورت تجربی را مشخص می‌کند.

۲-۲. پیشینه تحقیق

تعدادی محدودی مطالعات داخلی وجود دارد که در زمینه توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، بررسی‌هایی را انجام داده‌اند که در اینجا به برخی از آنها اشاره می‌شود: موتمنی و آریانی (۱۳۹۲) نقش بازارهای مالی در اثرگذاری FDI بر رشد اقتصادی برای ۱۵ کشور منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا در فاصله سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۰ را با استفاده از مدل‌های داده‌های تابلویی پویا و برآوردگر گشتاورهای تعمیم یافته ارزیابی کرده‌اند. نتایج مطالعه آنها نشان می‌دهد که در کشورهای منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا، تأثیر FDI بر رشد اقتصادی از کانال توسعه‌ی بازارهای مالی، مثبت و معنادار است.

خلیلی عراقی و سلیمی شندی (۱۳۹۳) به بررسی رابطه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی و رشد اقتصادی با استفاده از داده‌های پانل ۱۶ کشور آسیایی طی دوره ۲۰۰۸-۱۹۸۰ پرداخته‌اند. آنها از شاخص‌های مختلف توسعه مالی و از متغیرهای کنترلی نرخ تورم، متوسط سال‌های تحصیل، باز بودن تجاری و تولید ناخالص داخلی

¹. Girma

سرانه اول دوره استفاده کرده‌اند. نتایج مطالعه آنها نشان می‌دهد که اثر ترکیبی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی برای کشورهای با درآمد بالا که از سطح توسعه مالی بالاتری برخوردارند بیشتر از کشورهای با درآمد پایین و متوسط است. لذا آنها نتیجه می‌گیرند که توسعه مالی باعث افزایش تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی می‌شود.

پورشهبابی و اسفندیاری (۱۳۹۶) با بررسی تأثیر ورود FDI بر رشد اقتصادی ۱۰ کشور آسیایی در حال توسعه شامل ایران در دوره زمانی ۲۰۱۳-۱۹۹۶ به این نتیجه رسیده‌اند که توسعه مالی یک متغیر تعیین کننده در ورود FDI به این مجموعه از کشورها است. البته بر اساس نتایج مطالعه آنها، این عامل به تنهایی کافی نبوده و ثبات سیاسی نیز برای ورود FDI ضروری می‌باشد. همچنین نتایج مطالعه آنها نشان‌دهنده آن است که اگرچه FDI اثر مثبت و معنی‌داری بر رشد اقتصادی کشورهای مورد بررسی داشته است، اما توسعه مالی به دلیل ضعیف بودن نهادها و ناکارایی در تخصیص اعتبارات اثر بازدارنده بر رشد اقتصادی این کشورها داشته است.

از مطالعات خارجی انجام شده در این زمینه، می‌توان به موارد زیر اشاره کرد: هوانگ^۱ (۲۰۰۳) به این نتیجه رسید که بهبود سیستم مالی کشور میزبان از ورود شرکت‌های چند ملیتی (MNCs) جلوگیری می‌کند و باعث افزایش سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های خصوصی بومی می‌شود که منجر به رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری داخلی (FDI - DI) می‌شود.

الصدیق^۲ (۲۰۱۳) نشان داد که توسعه مالی (ضریب $M2/GDP$) نشان‌دهنده یک اثر مثبت بر سرمایه‌گذاری خصوصی است که با استدلال نظری مطابقت دارد که هرچه نقدینگی بیشتر در دسترس برای سرمایه‌گذاری باشد، نرخ سرمایه‌گذاری خصوصی بالاتر است. البته نتایج تحقیق وی نشان می‌دهد که اثر تعاملی توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ($FDI * M2$) اثر مثبت اما بی معنی بر سرمایه‌گذاری خصوصی دارد.

گال^۳ و همکاران (۲۰۱۴) نشان می‌دهند که کارایی بازار مالی محلی به عنوان یک کاتالیزور برای هدایت رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری داخلی (FDI - DI) عمل می‌کند.

1. Huang

2. Al-Sadig

3. Gall

بواتنگ و همکاران (۲۰۱۷)، اثر تعاملی توسعه مالی و سرمایه گذاری مستقیم خارجی را بر سرمایه گذاری داخلی در ۱۶ کشور جنوب صحرای آفریقا^۱ (SSA) طی دوره زمانی ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۴ بررسی کرده اند. نتایج حاصل از به کارگیری روش اثر ثابت، OLS و FMOLS در تحقیق آنها نشان می دهد که توسعه مالی به جریان ورود سرمایه گذاری مستقیم خارجی کمک می کند تا سرمایه گذاری داخلی را در SSA افزایش دهد. در میان سایر متغیرهای کنترلی، تاثیر مثبت سرمایه گذاری مستقیم خارجی (FDI)، توسعه بخش مالی، رشد تولید ناخالص داخلی، پس انداز داخلی و تجارت، بر سرمایه گذاری داخلی مشاهده می شود، در حالی که میزان وام دهی و تورم، مانع سرمایه گذاری داخلی در منطقه می شود.

یاو و سلیم^۲ (۲۰۱۸)، رابطه بین FDI و سرمایه گذاری داخلی را با استفاده از داده های پانل سطح شهر در کشور چین طی دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۱ بررسی کرده اند. آنها با استفاده از روش GMM سیستمی، یک رابطه خنثی میان FDI و سرمایه گذاری داخلی (DI) در کل ۲۱۵ شهر یافتند. اما در تحقیق آنها، هنگامی که نمونه مورد بررسی از نظر جغرافیایی به نمونه های منطقه ای تقسیم می شود، رابطه ناهمگونی ظاهر می شود. FDI دارای اثر مثبت قوی بر سرمایه گذاری داخلی در شرق چین است و این اثر مثبت به میزان کمتر در مرکز چین دیده می شود، در حالی که در میان شهرهای غربی، رابطه منفی اما بی معنی بین سرمایه گذاری مستقیم خارجی و سرمایه گذاری داخلی (FDI - DI) وجود دارد. علاوه بر این، نتایج تحقیق آنها نشان می دهد که رابطه تجربی بین سرمایه گذاری مستقیم خارجی و سرمایه گذاری داخلی (FDI - DI) در کشور چین با ظرفیت های جذب محلی، از جمله سرمایه انسانی، توسعه مالی، و کیفیت نهادی تغییر یافته است. به طور کلی، بهبود در این شرایط محلی، FDI را جایگزین DI می کند. جود (۲۰۱۹) به بررسی تجربی رابطه بین سرمایه گذاری مستقیم خارجی (FDI) و سرمایه گذاری داخلی در نمونه ای از ۱۰ کشور اروپای مرکزی و شرقی در طی دوره زمانی ۲۰۱۵-۱۹۹۵ پرداخته است. نتیجه مطالعه وی نشان دهنده اثر برون رانی در کوتاه مدت و اثر درون رانی در بلندمدت است. همچنین وی نتیجه می گیرد که توسعه مالی اثر برون رانی را کاهش داده و حتی می تواند باعث ادغام بین سرمایه گذار خارجی و داخلی شود و امکان اثر درون رانی را فراهم کند.

¹. Sub-Sahara Africa (SSA)

². Yao & Salim

بررسی مطالعات گذشته نشان می‌دهد که مطالعات انجام شده داخلی، نقش توسعه مالی را در اثرگذاری FDI بر رشد اقتصادی بررسی کرده‌اند و در زمینه نقش توسعه مالی در اثرگذاری FDI بر سرمایه‌گذاری داخلی، هیچ پژوهش داخلی وجود ندارد و در بین مقالات خارجی نیز مطالعات محدودی در این زمینه صورت گرفته است که این امر اهمیت و لزوم بررسی این موضوع را نشان می‌دهد. از این رو این مقاله به دنبال بررسی نقش توسعه مالی بر اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در کشورهای آسیایی است. لذا اثر متغیر ضریب توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به عنوان اثر تعاملی این دو متغیر بر سرمایه‌گذاری داخلی بررسی خواهد شد. البته این مقاله بر آن است که این موضوع را در دو گروه کشورهای شرق و غرب آسیا (شامل ایران) مورد بررسی قرار دهد. این تقسیم‌بندی از آن جهت انجام گرفته است که این دو دسته کشورها از نظر توسعه مالی و جذب سرمایه‌گذار خارجی با یکدیگر تفاوت دارند. در واقع کشورهای شرق آسیا در مقایسه با کشورهای غرب آسیا از جمله ایران، کشورهایی هستند با آزادی مالی بیشتر، سیستم‌های مالی توسعه‌یافته‌تر و در جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز موفق‌تر. کوتراجارس^۱ و همکاران (۲۰۱۱) بیان می‌کنند که در طی دهه‌های گذشته، رشد قابل ملاحظه‌ای در میزان ورود سرمایه خارجی به کشورهای شرق آسیا به وجود آمده است، چرا که فضای سرمایه‌گذاری شرق آسیا به طور فزاینده‌ای جذاب‌تر شده است. نرخ رشد اکثر این کشورها زیاد بوده و لذا بازدهی سرمایه‌گذاری جذابی را برای سرمایه‌گذاران خارجی رقم زده است. همچنین آنها به این نتیجه رسیده‌اند که تأثیرات مثبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر کشورهای آسیای شرقی به دلیل وجود عوامل مکملی مانند توسعه بازار مالی، توسعه نهادی، حاکمیت بهتر و سیاست‌های کلان مناسب این کشورهاست. لذا نتایج بررسی موضوع این مقاله برای دو دسته کشورهای شرق و غرب آسیا می‌تواند توصیه‌های سیاستی مهمی در زمینه جذب سرمایه‌گذاری خارجی برای اقتصاد ایران داشته باشد.

۳. تصریح مدل

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) ممکن است دسترسی به منابع مالی برای شرکت‌های داخلی را بهبود بخشد. FDI به عنوان جریان سرمایه بین‌المللی، نقدینگی محلی را افزایش می‌دهد، و در نتیجه باعث کاهش نرخ بهره می‌شود (هریسون و همکاران، ۲۰۰۴).

^۱. Kotrajaras

از این رو FDI می تواند سبب افزایش سرمایه گذاری داخلی شود. به نظر می رسد که این اثر در کشورهای در حال توسعه مهم تر باشد (هریسون و همکاران، ۲۰۰۴)، البته میزان اثرگذاری آن به میزان توسعه بازار مالی کشورهای میزبان بستگی دارد (رازین و همکاران، ۱۹۹۹). در نهایت، شرایط اقتصاد کلان برای جذب FDI، مانند توسعه مالی، توسعه نهادی، ثبات اقتصادی یا زیرساخت بهبود یافته، باید از سرمایه گذاری محلی نیز پشتیبانی و حمایت کند (کوز و همکاران، ۲۰۰۶). آلفارو و همکاران (۲۰۰۴) نیز بر نقش انکارناپذیر توسعه بازارهای مالی تأکید می کردند. لذا سرمایه گذاری داخلی در مدل این مقاله به صورت تابعی از سرمایه گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی، اثر تعاملی توسعه مالی و FDI و همچنین مجموعه ای از متغیرهای کنترلی شامل: نرخ بهره وام، نرخ تورم، پس انداز ناخالص داخلی و درجه باز بودن تجاری (درجه باز بودن اقتصاد) در نظر گرفته شده است:

$$INV_{it} = f(FDI_{it}, FD_{it}, (FDI * FD)_{it}, GDS_{it}, INT_{it}, INF_{it}, TO_{it}) \quad (1)$$

در اینجا بر اساس نتایج تجربی و نظری، به عواملی که بر سرمایه گذاری داخلی تأثیر گذارند، اشاره می شود. در این راستا سه نظریه مطرح شده است: الف) نظریه شتاب دهنده انعطاف پذیر چینری^۳ (۱۹۵۲)، ب) نظریه سرمایه گذاری کینز (۱۹۷۳) و ج) فرضیه علل نوسانات سرمایه گذاری مک کینون - شاو^۴ (۱۹۷۳). به طور کلی مدل شتاب دهنده بر اساس این فرض است که سطح سرمایه گذاری متناسب با رشد تولید است. نظریه سرمایه گذاری کینز فرض می کند که هزینه سرمایه و بازدهی نیروی کار بر سرمایه گذاری مؤثر است. همچنین فرضیه نوسانات سرمایه گذاری به خاطر نقض رشد بازارهای مالی در اقتصاد است. علاوه بر این در این پژوهش، از مقاله های الصدیق (۲۰۱۳) و بوآتنگ و همکاران (۲۰۱۷) برای بررسی اثر تعاملی FDI و توسعه مالی بر سرمایه گذاری داخلی پیروی می شود. لذا مدل جهت برآورد به این صورت است:

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FDI_{it} + \beta_2 FD_{it} + \beta_3 (FDI * FD)_{it} + \beta_4 GDS_{it} + \beta_5 INT_{it} + \beta_6 INF_{it} + \beta_7 TO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

که در آن، INV: سرمایه گذاری داخلی است که به وسیله تشکیل سرمایه ثابت ناخالص نسبت به تولید ناخالص داخلی اندازه گیری می شود. FDI: نشان دهنده سرمایه گذاری

1. Razin

2. Kose

3. Chenery

4. Mckinnon-Shaw

مستقیم خارجی است. FD: بیانگر توسعه مالی است که توسط نسبت اعتبارات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری می‌شود. $FDI * FD$: همان اثر تعاملی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه مالی است. همچنین متغیرهای کنترلی‌ای که در این پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرند عبارتند از: GDS: پس‌انداز ناخالص داخلی به‌عنوان سهمی از تولید ناخالص داخلی، INT: نرخ بهره واقعی (نرخ بهره وام)، INF: نرخ تورم که به وسیله شاخص قیمتی مصرف‌کننده اندازه‌گیری می‌شود، TO: باز بودن تجاری که از مجموع صادرات و واردات کالاها و خدمات تقسیم بر تولید ناخالص داخلی به دست می‌آید. t نشان‌دهنده زمان و i تعداد مقاطع (کشورها) و 1 نیز جز اخلال (خطا) را نشان می‌دهد.

در این مدل، سرمایه‌گذاری داخلی تابعی از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) در نظر گرفته شده است^۲ که در بخش مبانی نظری نشان داده شد که از لحاظ نظری ممکن است FDI اثر مثبت یا منفی بر سرمایه‌گذاری داخلی داشته باشد.

متغیر دیگری که در مدل به‌عنوان متغیر اثرگذار بر سرمایه‌گذاری داخلی در نظر گرفته شده است، متغیر توسعه مالی (FD) است.^۳ از لحاظ نظری، کانال‌های مختلفی وجود دارد که از طریق آنها، توسعه مالی می‌تواند بر سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت بگذارد: (۱) توسعه مالی با تغییر نرخ پس‌انداز یا از طریق هدایت پس‌انداز به سمت فن‌آوری‌های مختلف تولید، تأثیر مثبت بر سرمایه‌گذاری می‌گذارد. (۲) یک بازار مالی به‌خوبی توسعه‌یافته، ریسک نقدینگی را که باعث سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با بازدهی بالا می‌شود، کاهش می‌دهد. (۳) یک بازار مالی که به‌خوبی توسعه یافته باشد، امکان ایجاد یک سبد سرمایه‌گذاری متنوع را هم برای مؤسسات مالی و هم برای افراد خصوصی فراهم می‌کند (دوتا و روی، ۲۰۰۹).

^۱ . از این نسبت در مطالعات متعددی استفاده شده است، که از جمله آنها عبارتند از: Omran & Bolbol (2003)، (2004)، Alfaro et al. (2010)، Shahbaz & Rahman (2017)، Boateng et al.

^۲ . بر اساس مدل مطالعات متعدد از جمله: Alfaro et al. (2009)، Al-Sadig (2013)، Ditimi et al. (2015)، Farla et al. (2017)، Boateng et al. (2018)، Yao & Salim (2019) و Jude

^۳ . بر اساس مدل مطالعات: Alfaro et al. (2009)، Boateng et al. (2017) و Malope et al. (2017)

^۴ . Dutta & Roy

همچنین در این مدل، سرمایه‌گذاری داخلی تابعی از متغیر ضربی توسعه مالی و FDI در نظر گرفته شده است.^۱ بر اساس آنچه قبلاً در بخش مبانی نظری اشاره شد، اثر این متغیر نیز مانند خود متغیر FDI بر سرمایه‌گذاری داخلی مبهم است. به عبارت دیگر متغیر $FDI*FDI$ از لحاظ نظری ممکن است اثر مثبت و یا منفی بر سرمایه‌گذاری داشته باشد. در واقع تئوری نمی‌تواند نظر دهد که اثر آن مثبت است یا منفی. بنابراین باید این اثر برای نمونه‌های مختلف به صورت تجربی بررسی شود.

علاوه بر این، چند متغیر کنترلی نیز در مدل تعریف شده است؛ از جمله، نسبت پس‌انداز ناخالص داخلی به تولید ناخالص داخلی (GDS) که واضح است از لحاظ نظری اثر آن بر سرمایه‌گذاری داخلی مثبت است. متغیر دیگر، نرخ بهره واقعی یا نرخ بهره وام (INT) است که انتظار می‌رود نرخ بهره وام از نظر تئوری دارای اثر منفی بر سرمایه‌گذاری باشد. اکثر سرمایه‌گذاران بخش خصوصی برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود ناگزیرند از اعتبارات اعطایی بانک‌ها استفاده نمایند. از طرف دیگر، پایین بودن نرخ بهره وام‌های بانکی در این کشورها، سرمایه‌گذاران را به استفاده از این منابع مالی ترغیب می‌نماید (پایتختی اسکویی و همکاران، ۱۳۹۱). نرخ تورم نیز به عنوان یک متغیر کنترلی در مدل وارد شده است. از لحاظ نظری، تورم اثر مثبت یا منفی بر سرمایه‌گذاری دارد. تورم ملایم و نه چندان زیاد، پدیده‌ای طبیعی است و به نظر می‌رسد اختلالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری خصوصی ایجاد نمی‌کند. تورم موقتاً نرخ سود و سهم صاحبان بنگاه‌ها را افزایش داده و شرایط مساعدی برای پس‌انداز و به تبع آن سرمایه‌گذاری فراهم می‌کند. نرخ تورم در سطوح بالا، علاوه بر آنکه نظام قیمت‌ها را مختل می‌کند، باعث کاهش پس‌اندازها، از بین رفتن انگیزه‌های سرمایه‌گذاری، فرار سرمایه از بخش‌های مولد به سمت فعالیت‌های سفته‌بازی و دلالی می‌شود، ریسک فعالیت‌های اقتصادی را افزایش می‌دهد، اما برای فعالیت‌های تجاری و خدماتی زود بازده به همراه افزایش ریسک، نرخ بازدهی را به شدت افزایش می‌دهد، چرا که این فعالیت‌ها محتاج سرمایه در گردش هستند. تورم، ارزش فعلی سرمایه‌گذاری‌هایی که با چند دوره تأخیر به بازدهی می‌رسند را کاهش می‌دهد و باعث زیان سرمایه‌گذاری‌های دیربازده می‌شود. ماندل و توبین در فرضیه خود بیان می‌کنند که افزایش تورم باعث جاننشینی پول، جهت سرمایه‌گذاری در سرمایه‌های ثابت می‌شود و این وضعیت خود باعث افزایش

^۱ بر اساس مدل مطالعاتی مانند: (Boateng et al. (2017), Al-Sadig (2013), Alfaro et al. (2009) و (Yao & Salim (2018)

سرمایه‌گذاری می‌شود، اما فلدشتین^۱ مکانیزمی را ارائه می‌دهد که تورم، هزینه سرمایه را افزایش می‌دهد و این امر باعث کاهش میزان سرمایه‌گذاری خواهد شد (پژویان و خسروی، ۱۳۹۱). آخرین متغیر کنترلی مدل، درجه باز بودن تجاری (TO) است که از لحاظ نظری ممکن است اثر مثبت یا منفی بر آن داشته باشد. باز بودن تجاری یک کشور می‌تواند از طریق توسعه تکنولوژی و گسترش دانش، موجب افزایش سرمایه‌گذاری داخلی شود. اما اگر مصرف‌کنندگان داخلی، محصولات وارداتی را ترجیح دهند، ممکن است تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری داخلی داشته باشد (اندیکومانا^۲، ۲۰۰۰).

۴. برآورد مدل

۴-۱. آزمون ریشه واحد

قبل از هر نوع برآورد باید پایایی متغیرهای استفاده شده در مدل بررسی شود تا نتایج برآورد رگرسیون کاذب نباشد (جدول ۱). یا باید تمام متغیرهای مستقل و وابسته، در سطح پایا باشند و یا اگر حداقل یکی از متغیرها در سطح پایا نبود، کلیه متغیرها همجمع باشند.

در مدل (۱) حداقل سه متغیر در سطح پایا نیستند، اما در تفاضل مرتبه اول پایا هست. با توجه به اینکه حداقل سه متغیر در سطح پایا نیستند در نتیجه برای بررسی وجود رابطه تعادلی بلندمدت بین سری‌های تلفیقی باید آزمون هم‌انباشتگی انجام شود. همچنین در مدل (۲) نیز دو متغیر در سطح پایا نیستند اما در تفاضل پایا هستند در نتیجه به آزمون هم‌انباشتگی برای بررسی رابطه تعادلی بلندمدت نیاز است.

۴-۲. آزمون هم‌انباشتگی در داده‌های پانل

در این قسمت، از آزمون فیشر و کائو و همچنین پدرونی برای بررسی هم‌انباشتگی میان متغیرها استفاده می‌گردد که نتایج حاصل از آزمون‌ها به ترتیب در جدول (۲) آمده است. در این پژوهش با توجه به آزمون‌های مانایی که صورت گرفت، جهت بررسی رابطه بلندمدت میان متغیرها آزمون هم‌انباشتگی انجام شده است.

جدول ۱: بررسی پایایی متغیرها با آزمون LLC در سطح و تفاضل متغیرها

در تفاضل	در سطح	نام متغیر
----------	--------	-----------

^۱. Feldestein

^۲. Ndikumana

مدل		آماره	احتمال	آماره	احتمال
مدل (۱) کشورهای آسیای غربی	INV	-۱/۳۷	۰/۰۸	-۱/۹۸	۰/۰۲
	FDI	-۱/۶۱	۰/۰۵	-۳/۴۳	۰/۰۰
	FD	۱/۷۰	۰/۹۵	-۲/۷۳	۰/۰۰
	INT	-۶/۷۷	۰/۰۰	-۵/۴۱	۰/۰۰
	GDS	-۱/۸۹	۰/۰۲	-۴/۶۰	۰/۰۰
	INF	-۵/۳۲	۰/۰۰	-۴/۸۸	۰/۰۰
	TO	-۲/۸۰	۰/۰۰	-۸/۳۷	۰/۰۰
مدل (۲) کشورهای آسیای شرقی	INV	-۲/۵۱	۰/۰۰	-۱۲/۷۳	۰/۰۰
	FDI	-۱/۰۲	۰/۱۵	-۷/۴۸	۰/۰۰
	FD	-۲/۷۳	۰/۰۰	-۷/۳۱	۰/۰۰
	INT	-۲/۳۵	۰/۰۰	-۵/۳۱	۰/۰۰
	GDS	-۰/۷۲	۰/۲۳	-۷/۵۳	۰/۰۰
	INF	-۳/۳۳	۰/۰۰	-۵/۷۱	۰/۰۰
	TO	-۷/۶۲	۰/۰۰	-۱/۸۲	۰/۰۰

منبع: نتایج تحقیق با استفاده از Eviews

جدول ۲: نتایج آزمون هم انباشتگی کائو

احتمال	آماره ADF	مدل
۰/۰۰۱	۳/۰۶	مدل (۱)
۰/۰۰	-۴/۰۱	مدل (۲)

منبع: نتایج تحقیق با استفاده از Eviews

با توجه به مقدار آماره ADF برای آزمون هم انباشتگی کائو مشاهده می شود که رابطه بلندمدت میان متغیرها تأیید می شود.

حال با استفاده از آزمون لیمر، الگوی پانل یا تجمیعی برای برآورد رگرسیون را انتخاب می شود که نتایج در جدول (۳) برای مدل های مختلف ارائه گردیده است.

۳-۴. آزمون F لیمر

آزمون F آزمون معناداری گروه (انتخاب بین اثرهای مشترک و اثرهای ثابت) اولین گام برای برآورد مدل آزمون معنادار بودن گروه (مقاطع) یا به عبارت دیگر انتخاب روش برآورد مدل از بین دو روش اثرهای مشترک و اثرهای ثابت است. به منظور بررسی اثر گروهها و کشورهای گوناگون فرضیه ای را باید آزمون کرد که در آن همه عبارات ثابت برآورد با یکدیگر برابرند. بدین ترتیب مشخص خواهد شد که آیا پانل دیتا برای برآورد تابع مورد

نظر کارآمد خواهد بود یا خیر. نتایج آزمون F برای هر دو گروه کشور در جدول (۳) به‌طور خلاصه آمده است.

جدول ۳: نتایج آزمون لیمر

مدل	مقدار ارزش احتمال f	مقدار آماره آزمون F
مدل (۱)	۰/۰۰	۱۲۱/۹۵
مدل (۲)	۰/۰۰	۱۴۲/۶۶

منبع: نتایج تحقیق با استفاده از Eviews

همانطور که مشاهده می‌شود مقدار احتمال محاسبه شده برای این آزمون برای هر دو گروه کشورها (هر دو مدل) کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین، فرض صفر مبنی بر نبود تفاوت بین عرض از مبدأ کشورها تأیید نمی‌شود. بنابراین، بهتر است مدل با استفاده از روش‌های اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی برآورد می‌شود، نه اثرهای مشترک.

۴-۴. آزمون هاسمن

از آزمون هاسمن برای انتخاب یکی از روش‌های پانل دیتا استفاده می‌شود. نتیجه کلی این آزمون به صورت زیر در جدول (۴) آمده است. نتایج ارائه شده آزمون هاسمن در جدول (۴) حاکی از رد فرضیه صفر مبنی بر برتری الگوی اثرات تصادفی بر الگوی اثرات ثابت می‌باشد. بنابراین الگوی مناسب برای برآورد مدل (۱) و مدل (۲)، الگوی اثرات ثابت می‌باشد.

جدول ۴: نتایج آزمون هاسمن

مدل	مقدار ارزش احتمال f	مقدار آماره کای دو
مدل (۱)	۱۴۶/۶۳	۰/۰۰
مدل (۲)	۱۶/۳۵	۰/۰۲

منبع: نتایج تحقیق با استفاده از Eviews

در برآورد اولیه تمام مدل‌ها نتایج آماره دوربین واتسون^۱ بیانگر خودهمبستگی آدر مدل می‌باشد در نتیجه برآورد با الگوی رگرسیون تجمیعی و روش GLS و انتخاب گزینه Period SUR آماره دوربین واتسون به ۲ و مقادیر نزدیک به آن افزایش یافت که به معنای رفع خودهمبستگی است.

^۱. Durbin-Watson stat

^۲. Autocorrelations

۴-۵. نتایج تخمین مدل با اثرات ثابت

در این برآورد، تأثیر نقش توسعه مالی در اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در کشورهای آسیای شرقی (چین، ژاپن، تایوان، مغولستان و کره شمالی و جنوبی) و آسیای غربی (ایران، بحرین، روسیه، قطر، اسرائیل، اردن، یمن، عربستان، کویت، عراق و ترکیه) مورد بررسی قرار گرفت. این الگو در چهارچوب داده‌های تابلویی طی دوره زمانی ۲۰۱۷-۱۹۸۰ تخمین زده شده است. در ابتدا، مانایی متغیرهای الگو با استفاده از آزمون لوین-لین-چو سنجیده شده است. با توجه به نتایج مانایی، که بر وجود ریشه واحد دلالت دارد، آزمون هم‌انباشتگی کائو پیشنهاد شده است که این آزمون وجود رابطه بلندمدت میان متغیرها را تأیید می‌کند. در این پژوهش با توجه به اینکه مدل دارای خودهمبستگی و واریانس ناهمسانی است، از رگرسیون پانل GLS استفاده می‌شود. نتایج برآورد رگرسیون پانل برای کشورهای آسیای غربی و شرقی در جدول (۵) آمده است.

جدول ۵: نتایج برآورد مدل‌ها

مدل (۲)			مدل (۱)		
مقدار احتمال	ضریب	نام متغیر	مقدار احتمال	ضریب	نام متغیر
۰/۰۰	۶۸/۷۳	C	۰/۰۰	۱۲/۴۰	C
۰/۵۴	۰/۰۳	FD	۰/۰۰	۰/۰۵	FD
۰/۰۰	۲/۲۹	FDI	۰/۷۹	۰/۰۵	FDI
۰/۰۰	۰/۹۱	FDI*FD	۰/۰۰	-۰/۰۱	FDI*FD
۰/۳۲	-۰/۵۲	INF	۰/۴۳	-۰/۰۰	INF
۰/۰۱	-۱/۵۵	INT	۰/۶۱	-۰/۰۱	INT
۰/۰۰	۰/۰۹	TO	۰/۰۰	۰/۱۰	TO
۰/۰۰	-۹/۷۱	GDS	۰/۹۶	۰/۰۲	GDS
R-squared = ۹۱٪ D.W=۱/۸۴			R-squared = ۶۲٪ D.W=۱/۶۹		

منبع: نتایج تحقیق با استفاده از Eviews

در مدل (۱) رگرسیون پانل با اثرهای ثابت مناسب‌ترین بود. نتایج رگرسیون مشخص می‌کند که متغیرهای توسعه مالی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و درجه باز بودن

اقتصادی اثر مثبت بر سرمایه‌گذاری داخلی دارند. متغیر اثر متقابل توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، متغیرهای تورم و نرخ بهره اثر منفی بر سرمایه‌گذاری داخلی دارند.

اثر توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری داخلی کشورهای آسیای غربی، مثبت و معنی‌دار است. این بدان معناست که با افزایش توسعه بازارهای مالی، سرمایه‌گذاری داخلی این کشورها نیز افزایش یافته است. اما این در حالی است که اثر تعاملی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه مالی در کشورهای غرب آسیا تأثیر منفی و معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد.

همچنین با افزایش درجه باز بودن اقتصادی و همچنین افزایش میزان صادرات و واردات FDI و به تبع آن سرمایه‌گذاری داخلی نیز افزایش می‌یابد. افزایش درجه باز بودن اقتصادی که لازمه آن تسریع در مبادلات تجاری، اصلاح نرخ تعرفه‌ها و تسریع در امور گمرکی است، باعث افزایش تمایل به سرمایه‌گذاری و جذب سرمایه‌گذاری می‌شود که نقش دولت در این زمینه بسیار مهم و اساسی است و لازم است دولت با اصلاح ساختار مناسب در این بخش، زمینه‌های جذب FDI و به تبع آن سرمایه‌گذاری داخلی را فراهم نماید.

در مدل (۲) رگرسیون پانل با اثرهای ثابت مناسب‌ترین بود. نتایج رگرسیون مشخص می‌کند که متغیرهای توسعه مالی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، درجه باز بودن اقتصادی و متغیر اثر تعاملی توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر مثبت بر سرمایه‌گذاری داخلی دارند، اما متغیرهای تورم و نرخ بهره اثر منفی بر سرمایه‌گذاری داخلی دارند.

FDI دارای اثر مثبت قوی بر سرمایه‌گذاری داخلی در کشورهای آسیای شرقی است. همچنین اثر تعاملی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) و توسعه مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد. این اثر تعاملی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه مالی منجر به افزایش سرمایه‌گذاری داخلی در این دسته از کشورها می‌شود. با توسعه بازارهای مالی این کشورها و افزایش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به‌طور همزمان زمینه را برای سرمایه‌گذاری داخلی در این کشورها فراهم می‌کند. با توسعه بازارهای مالی، رغبت و تمایل سرمایه‌گذاران خارجی برای سرمایه‌گذاری در این بازارها افزایش و به دنبال آن سرمایه‌گذاری داخلی نیز افزایش می‌یابد.

همچنین ضریب نرخ بهره وام بر سرمایه‌گذاری داخلی در کشورهای شرق آسیا، اثر منفی و معنی‌دار دارد. با افزایش نرخ بهره وام‌دهی در این کشورها تمایل برای وام گرفتن کاهش

می‌یابد و سرمایه‌گذاری داخلی نیز کاهش می‌یابد. پس‌انداز ناخالص داخلی نیز رابطه منفی و معنی‌داری با سرمایه‌گذاری داخلی در این کشورها دارد. با کاهش نرخ بهره در این کشورها، افراد پس‌اندازهای خود را به سمت دیگر کشورها سوق داده و پس‌انداز در داخل این کشورها کاهش یافته و سرمایه‌گذاری‌ها نیز کمتر می‌شود. علاوه بر این، درجه باز بودن اقتصادی رابطه مثبت و معنی‌داری با سرمایه‌گذاری داخلی در این کشورها دارد. با یک درصد افزایش درجه باز بودن تجاری، ضریب سرمایه‌گذاری داخلی به اندازه ۹ درصد افزایش می‌یابد.

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

جریان ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) می‌تواند موجب آثار مثبتی در کشور میزبان شود، اما این اثر مثبت ممکن است همیشه برقرار نباشد و برخی مداخلات سیاستی که توسط اکثر کشورهای میزبان برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی انجام می‌شود، ممکن است مانع این آثار مثبت شود. بر اساس تئوری، بازار مالی توسعه‌یافته، یک کانال کلیدی بسیار مهم و ضروری است که از طریق آن، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی تأثیر می‌گذارد. اما مثبت یا منفی بودن این اثر در تئوری، مشخص نیست. از این رو در این تحقیق به صورت تجربی، نقش توسعه مالی در اثرگذاری FDI بر سرمایه‌گذاری داخلی در دو گروه کشورهای شرق و غرب آسیا (شامل ایران) در دوره زمانی ۲۰۱۷-۱۹۸۰ با استفاده از روش داده‌های تابلویی بررسی شده است.

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در کشورهای آسیای غربی، توسعه مالی اثر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد، اما اثر متقابل توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، اثر منفی و معناداری بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد. در حالی که در کشورهای آسیای شرقی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و اثر تعاملی توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری داخلی دارند. از این رو می‌توان به این نتیجه رسید که توسعه مالی کشورهای غرب آسیا به صورت صحیح نتوانسته پیوندی بین سرمایه‌گذاران خارجی و داخلی این کشورها برقرار نماید. در واقع این کشورها در توسعه مالی بین‌المللی خود ناتوان بودند و توسعه مالی آنها برای سرمایه‌گذاران خارجی جذاب نبوده است. اما کشورهای شرق آسیا با گسترش تعاملات بین‌المللی خود در بازارهای مالی توانسته‌اند ارتباط مناسبی بین سرمایه‌گذاران خارجی

و داخلی خود ایجاد نمایند. به عبارت دیگر توسعه مالی این کشورها توانسته است نقش مثبتی در اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی داشته باشد و رابطه آنها را تقویت نماید.

مکملی بین FDI و شرایط بازار مالی داخلی در کشورهای شرق آسیا، نشان می‌دهد که سیاست‌ها باید در راستای بهبود شرایط مالی داخلی و کاهش محدودیت‌ها، به منظور دسترسی بهتر و آسان‌تر به اعتبارات داخلی، به‌ویژه برای شرکت‌های داخلی در بخش‌هایی که احتمالاً تحت تاثیر حضور شرکت‌های خارجی و یا در تعامل با آنها هستند، باشد. بنابراین کشورها باید سیاست‌ها با هدف جذب FDI و سیاست‌هایی که به دنبال بهبود شرایط مالی محلی هستند را به‌گونه‌ای دنبال کنند که این دو سیاست با یکدیگر سازگار باشند. چراکه شرایط بهتر مالی محلی نه تنها باعث جذب شرکت‌های خارجی می‌شود، بلکه به اقتصاد میزبان اجازه می‌دهد تا مزایای سرمایه‌گذاری خارجی را به حداکثر برساند.

از این‌رو بر اساس نتایج این پژوهش، می‌توان به سیاست‌گذاران اقتصادی توصیه کرد که تعمیق بخش مالی را در اولویت سیاست‌گذاری‌های خویش قرار دهند، زیرا نتایج این پژوهش، توسعه بخش مالی برای کشورهای شرق آسیا را به عنوان یک کانال بسیار مهم و کلیدی معرفی می‌کند که از طریق آن، FDI بر سرمایه‌گذاری داخلی تاثیر مثبت می‌گذارد.

منابع:

- امیرخانلو، منیره (۱۳۹۶)، موانع تولید و سرمایه‌گذاری در ایران، بررسی مسائل روز اقتصاد ایران، گزارش شماره ۲، اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران، معاونت اقتصادی، ۴۳-۳۳.
- پایتختی اسکویی، سید علی، طاهری، حسن، و ابقایی، فلود (۱۳۹۱)، مدیریت عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ایران، فراسوی مدیریت، ۶ (۲۳): ۱۴۹-۱۷۰.
- پور شهبابی، فرشید و اسفندیاری، مرصیه (۱۳۹۶)، نقش توسعه مالی در ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و ارتقاء رشد اقتصادی، پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، ۷ (۲۸): ۱۱۳-۱۲۶.
- خلیلی عراقی، منصور و سلیمی شندی، رقیه (۱۳۹۳)، رابطه بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی و رشد اقتصادی: مطالعه موردی کشورهای منتخب آسیایی، پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۲۲ (۷۱): ۱۴۳-۱۵۶.

موتمنی، مانی و آریانی، فائزه (۱۳۹۲)، تاثیر توسعه مالی در اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی در منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۶ (۲): ۱۵-۱.

Agosin, R. M. & Machado, R. (2005), Foreign investment in developing countries: Does it crowd in domestic investment?, *Oxford Development Studies*, 2: 149-162.

Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan S. & Sayek, S. (2004), FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets, *Journal of International Economics*, 64(1): 89-112.

Alfaro, L. & Chauvin, J. (2018), Foreign Direct Investment, Finance, and Economic Development, Chapter for the: *Encyclopedia of International Economics and Global Trade*, Vol. 3: Foreign Direct Investment and the Multinational Enterprise, edited by Mariana Spatareanu. Singapore: World Scientific, forthcoming.

Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. & Sayek, S. (2009), FDI, Productivity and Financial Development, *The World Economy*, 32(1): 111-135.

Al-Sadig, A. (2013), The Effects of Foreign Direct Investment on Private Domestic Investment: Evidence from Developing Countries, *Empir Econ*, 44: 41267-1275.

Boateng, E., Amponsah M. & Baah, C. A. (2017), Complementarity Effect of Financial Development and FDI on Investment in Sub-Saharan Africa: A Panel Data Analysis, *African Development Review*, 29(2): 305–318.

Demetriades, P. O. & Andrianova, S. (2004), Finance and Growth: What We Know and What We Need to Know, In: Goodhart CAE (ed) *Financial development and Growth: Explaining the Links*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 38-65.

Ditimi, A. & Matthew, O. (2015), FDI, Private Investment and Public Investment in Nigeria: An Unravelling Dynamic Relation, *Journal of Economic & Financial Studies*, 3(5): 10-18.

Dutta, N. & Roy, S. (2009), The Impact of Financial Development on Domestic Investment: A Quantile Regression Approach, *Indian Macroeconomics Annual*, 6: 107 -130.

Farla, K., Crombrughe, D. & Verspagen, B. (2016), Institutions, Foreign Direct Investment, and Domestic Investment: Crowding Out or Crowding In?, *World Development*, 88: 1-9.

Harrison, A. E., Love, I. & McMillan. M. S. (2004), Global Capital Flows and Financing Constraints, *Journal of Development Economics*, 75: 269-301.

Harrison, A. E. & McMillan. M. S. (2003), Does direct foreign investment affect domestic credit constraints?, *Journal of International Economics*, 61(1): 73-100.

- Hayami, Y. (2001), *Development Economics: From the Poverty to the Wealth of Nations*. Oxford University Press, <http://dx.doi.org/10.1093/0199243972.001.0001>
- Hermes, N. & Lensink, R. (2003), Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth, *Journal of Development Studies*, 40:142-163.
- Huang, Y. (2003), *Selling China: Foreign Direct Investment during the Reform Era*, Cambridge University Press, New York.
- Hull, L. & Tesar I. (2003), Risk, Specialization and the Composition of International Capital Flows, University of Michigan, Working Paper.
- Gall, T., Schiffbauer, M. & Kubny, J. (2014), Dynamic Effects of Foreign Direct Investment When Credit Markets Are Imperfect, *Macroeconomic Dynamics*, Cambridge University Press, 18(8): 1797-1831.
- Girma, S., Gong, Y. & Görg, H. (2008), Foreign direct investment, access to finance, and innovation activity in Chinese enterprises, *The World Bank Economic Review*, Oxford University Press, 22(2): 367-382.
- Gorg, H. & Greenaway, D. (2004) Much Ado about Nothing? Do Domestic Firms Really Benefit from Foreign Direct Investment?, *The World Bank Research Observer*, 19(2): 171-197.
- Greenwood, J. & Jovanovic, B. (1990), Financial Development, Growth, and the Distribution of Income, *Journal of Political Economy*, 98(5): 1076-1107.
- Jude, C. (2016), Technology Spillovers from FDI. Evidence on the Intensity of Different Spillover Channels, *The World Economy*, 39(12): 1947-1973.
- Jude, C. (2019), Does FDI Crowd out Domestic Investment in Transition Countries?, *Economics of Transition and Institutional Change*, 27(1): 163-200.
- Kotrajaras, P., Tubtimtong, B. and Wiboonchutikula, P. (2011), Does FDI Enhance Economic Growth? New Evidence from East Asia, *ASEAN Economic Bulletin*, 28(2): 183-202.
- Le, M. V. & Suruga, T. (2005), Foreign Direct Investment, Public Expenditure and Economic Growth: the Empirical Evidence for the Period 1970-2001, *Applied Economics Letters*, 12: 45-49.
- Leahy, D. & Montagna, C. (2000), Unionisation and Foreign Direct Investment: Challenging Conventional Wisdom?, *The Economic Journal*, 110(462): 80-92.
- Levine, R. (1991), Stock Markets, Growth, and Tax Policy, *Journal of Finance*, 46(4): 1445-1465.
- Lipsey, R. E. (2004), Home-and Host-country Effects of Foreign Direct Investment, Chapter in NBER book: *Challenges to globalization: Analyzing the economics*, University of Chicago Press, 333-382.

- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff K. & Wei. S.-J. (2006), Financial Globalization: a Reappraisal, IMF Working Paper, 06/189.
- Malope, Sh., Ncanywa, Th. & Matlasedi, T. (2017), The Influence of Financial Market Development on Investment Activities in a Developing Country, Risk Governance and Control: Financial Markets & Institutions, 7(4): 41-50.
- Muzurura, J. (2018), Spillover Effects of Foreign Direct Investment Inflows on Domestic within Zimbabwe's Manufacturing Sector: Truth is not Truth. International Journal of Economics, Commerce and Management, 10: 338-353.
- Ndikumana, L. (2000), Financial determinants of domestic investment in Sub-Saharan Africa: Evidence from panel data, World development, 28(2): 381-400.
- Omran, M. & Bolbol, A. (2003), Foreign Direct Investment, Financial Development, and Economic Growth: Evidence from the Arab Countries, Review of Middle East Economics and Finance, 1(3): 231-249.
- Razin, A., Sadka, E. & Yuen, C. (1999), Excessive FDI under asymmetric information, NBER Working Paper 7400, Cambridge.
- Shahbaz, M. & Rahman, M. M. (2010), Foreign Capital Inflows-Growth Nexus and Role of Domestic Financial Sector: An ARDL Co-integration Approach for Pakistan, Journal of Economic Research, 15: 207-231.
- Shen, C. & Lee, C. (2006), Same Financial Development yet Different Economic Growth- Why?, Journal of Money, Credit and Banking, 38(7): 1907-1944.
- Sirag, A., Sid A. S. & Sadi A. H. (2018), Financial development, FDI and economic growth: evidence from Sudan, International Journal of Social Economics, 45(8): 1236-1249.
- Szkorupová, Z. (2015), Relationship between Foreign Direct Investment and Domestic Investment in Selected Countries of Central and Eastern Europe, Procedia Economics and Finance, 23: 1017 – 1022.
- UNCTAD (1999), World Investment Report, FDI and the Challenge of Development, World Investment Report, United Nations, New York Geneva.
- Wei, Sh. (2017), The effects of financial development on foreign direct investment. Journal of Development Economics, 127(C): 153-168.
- World Bank (2017), Investment Climate, World Bank, Washington, DC.
- Yao, Y. & Salim, R. (2018), Crowds in or Crowds out? The Effect of Foreign Direct Investment on Domestic Investment in Chinese Cities, Empirical Economics, DOI: [10.1007/s00181-018-1611-8](https://doi.org/10.1007/s00181-018-1611-8).