

بررسی عوامل مؤثر بر جریان‌های سرمایه خارجی در کشورهای در حال توسعه

نازی محمدزاده اصل* آذرخش صبری بقایی**

محمود رضا مدیرروستا***

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۷/۲۷

تاریخ ارسال: ۱۳۸۸/۱۰/۲۱

چکیده

در این پژوهش، به بررسی اهمیت سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای در حال توسعه و عوامل مؤثر بر آن در دوره زمانی ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۶ می‌پردازیم. برای این منظور ضمن مطالعه روند سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای مختلف از یک مدل داده‌های تابلویی^۱ نیز استفاده کرده تا عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری خارجی را مشخص نماییم. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که متغیرهایی مانند نرخ بهره، سرمایه‌گذاری داخلی، اندازه دولت، نرخ رشد ارز و ساختار اقتصادی-اجتماعی کشورها به عنوان عوامل مؤثر در دریافت سرمایه خارجی در کشورهای در حال توسعه محسوب می‌شوند.

واژگان کلیدی: سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، الزامات جذب سرمایه، کشورهای در حال توسعه.

طبقه‌بندی JEL: F21، E6، F43.

* دکتری اقتصاد، استادیار دانشگاه آزاد اسلامی، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران مرکزی.

E-Mail: Naz.Mohammadzadeh asl@iauctb.ac.ir

** مدرس دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شمال.

*** فوق لیسانس اقتصاد.

1. Panel data

مقدمه

آثار گسترده فرآیند جهانی شدن و تأکید بر روند گریزناپذیر آن یکی از مهم‌ترین مسائلی است که در یک دهه گذشته با سرعت گرفتن تبعات جهانی شدن به عنوان یک چالش مهم برای کشورهای جهان به ویژه کشورهای در حال توسعه مطرح شده است. در میان آثار جهانی شدن، جریان سرمایه به عنوان یکی از نمودهای عینی آن نقش قابل توجهی داشته است. این جریان در مسیر خود، انباشت سرمایه، مدیریت و تکنولوژی، سیاست‌های مبتنی بر اصول خصوصی‌سازی و تحول در نظام مدیریت و برنامه‌ریزی سرمایه را به همراه آورده است. شواهد تجربی و نتایج نظری مدل‌های رشد، نشان‌دهنده اهمیت نقش سرمایه به دنبال آن فرآیند پس‌انداز - سرمایه‌گذاری است که در سازوکار جریان سرمایه به‌ویژه در کشورهای در حال گذار نمایان شده است.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از مجراهای متنوعی بر رشد اقتصادی تأثیرگذار است که از آن جمله می‌توان به مواردی مانند ایجاد تخصص‌گرایی در حوزه‌های مختلف، انگیزه برای سیاست‌های بهتر اقتصادی و سیاسی نزد دولتمردان، افزایش جریان سرمایه‌گذاری داخلی، علامت‌دهی مثبت به بازار، توسعه بازارهای مالی و انتقال تکنولوژی اشاره کرد.

هرچند بسیاری از تبعات ناشی از جریان سرمایه مثبت ارزیابی می‌شود، اما با نگاهی به برخی از کشورهای آسیای جنوب‌شرقی، آمریکای جنوبی و خاورمیانه مشخص می‌شود که این فرآیند اثرات متفاوتی بر جای گذاشته که در حوزه اقتصاد کلان و بازارهای مالی از یک سوی، جهش اقتصادی و از سوی دیگر، در مواردی بحران و شکنندگی مالی را به همراه داشته است.

برای پاسخ به این چندانگی‌ها، پژوهشگران مختلف از بُعد تجربی شرایط عملی حضور جریان‌های سرمایه را بررسی کرده‌اند. بدیهی است که فرصت بهره‌گیری از جریان سرمایه برای تمام کشورها یکسان نبوده و مهم‌تر از آن اثرات ورود سرمایه به کشورهای مختلف، متفاوت بوده است. برخی از کشورها اساساً نتوانسته‌اند در تحولات ناشی از جهانی شدن سریع وارد شده و در عمل، سه دهه طلایی (۱۹۸۰ تا ۲۰۱۰) را از دست داده‌اند؛ برخی دیگر از کشورها ناخواسته و تنها به دلیل قرارگرفتن در این مسیر، بدون آنکه زیرساخت‌های جهانی شدن را آماده سازند، فرصت استفاده از سرمایه جهانی را یافته و گروه سوم، کشورهایی بوده‌اند که در مسیر برنامه‌ریزی برای رشد اقتصادی از فرصت‌های موجود استفاده کرده و آثار و تبعات مثبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ابعاد مختلف در آنها مشهود است.^۱

با توجه به اهمیت جریان‌های سرمایه و عوامل مؤثر بر آن، سه پرسش اصلی این مقاله عبارت‌است از:

1. Ranciere, R., Tornell, A., & F. Westerman (2005)

۱. آیا کشورهای در حال توسعه توانسته‌اند از اثرات جریان‌های بین‌المللی سرمایه بهره‌مند شوند؟
 ۲. چه عواملی اثرات جریان‌های بین‌المللی سرمایه را سبب شده است؟
 ۳. چه عواملی بر دریافت سرمایه خارجی در کشورهای در حال توسعه مؤثر است؟
- برای این منظور، پس از بررسی ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش در بخش دوم، به جریان سرمایه‌های خارجی در کشورهای در حال توسعه و روند و ترکیب آن در سال‌های اخیر پرداخته‌ایم. در بخش سوم، مدل و نمونه آماری را ارائه کرده و در بخش چهارم به نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی می‌پردازیم.

۱. ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش

بر اساس نظریه‌های اقتصادی، جریان سرمایه‌گذاری خارجی در رشد اقتصادی کشورها تأثیر به‌سزایی داشته و مجرای مهمی برای همگرایی جهانی محسوب می‌شود. بررسی‌های تجربی در این زمینه نشان می‌دهد که سهم کشورها از دریافت سرمایه‌های خارجی یکسان نبوده و عوامل مختلفی در جذب سرمایه‌ها و ماندگاری آن نقش دارند. بسیاری از کشورهای در حال توسعه، نظام سیاستگذاری خود را به سمت مشوق‌های سرمایه‌گذاری سوق داده و سعی در ایجاد انگیزه‌های بیشتر برای سرمایه‌گذاران خارجی نموده‌اند. هر چند که از بُعد تجربی و نظری مقاله‌های قابل توجهی در این زمینه وجود دارد، اما نکته حائز اهمیت، تفاوت در نتایج پژوهش‌ها در این زمینه است که توجه بیشتر به عوامل مؤثر در جذب سرمایه و شرایط کشور میزبان را مد نظر قرار می‌دهند.

دگریگوریو^۱ (۲۰۰۴) در پژوهشی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در رشد اقتصادی، به ویژه در شرایط خاصی نقش مثبت بازی می‌کند. وی شرایط خاص را این‌گونه تعریف می‌کند که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی زمانی که کشور میزبان دارای نیروی کار مهارت‌دیده و تحصیل کرده برای بهره‌برداری از تسری سرمایه در کشور باشد، اثر مثبت بر رشد اقتصادی دارد. کینوشیتا و سوچهولم^۲ (۱۹۹۹) در پژوهشی به بررسی فناوری‌های جدید و آثار آن در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه می‌پردازند. آنها نشان می‌دهند که فن‌آوری‌های جدید که از سوی کشورهای توسعه‌یافته در اختیار کشورهای کمتر توسعه‌یافته قرار می‌گیرد، در بیشتر موارد از جانب شرکت‌های چندملیتی به شرکت‌های داخلی وارد شده و در ایجاد بهره‌وری بیشتر سرمایه و نیروی کار در کشور میزبان سهم عمده‌ای را ایفا می‌کنند.

بالسوبرامانیام و همکارانش^۳ در سال ۱۹۹۹، برای ۴۶ کشور در حال توسعه در دوره ۱۹۷۴-۱۹۸۵ با بررسی عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی، دریافتند که اندازه بازار، شرایط رقابتی در مورد تولیدکنندگان محلی

1. De Gregorio.
2. Kinoshita & Sjolholm.
3. Ballasubramanyam et al.

و اثر مشترک سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌انسانی تأثیر قابل توجهی بر رشد دارد. هانر و کومار^۱ (۲۰۰۵) در پژوهشی به بررسی ۴۰ بازار نوظهور در ۴ ناحیه از جهان شامل آسیای جنوبی و جنوب شرقی، آفریقا - خاورمیانه، اروپای شرقی و آمریکای لاتین پرداخته‌اند. بررسی آنها نشان می‌دهد که برخی اصلاحات ساختاری برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی خارجی مانند افزایش زمان سررسید وام‌ها، کاهش هزینه‌های بالای دولتی و بهبود مدیریت در فرآیند جهانی‌شدن و جذب سرمایه خارجی بسیار مؤثر بوده است.

اسکولاریک و استیگر^۲ (۲۰۰۶) در مقاله خود ابتدا یکپارچگی بازار سرمایه، که تأثیر مثبت بر روی رشد اقتصادی پس از جنگ جهانی اول داشت، بررسی کردند. استفاده از مدل‌های مشابه و تکنیک‌های مطالعات معاصر نشان داد که تأثیرات معنادار و قوی بین رشد اقتصادی و یکپارچگی مالی بین‌المللی در ابتدای دوران جهانی‌شدن مالی وجود دارد.

گوپتا^۳ (۲۰۰۷) در تحلیل اثرات جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در هند، بیان می‌کند که سیاست صنعتی این کشور که در سال ۱۹۹۱ آغاز شد، تغییرات قابل توجهی را در محیط اقتصادی هند به علت اتحاد اقتصاد هند با اقتصاد جهانی ایجاد نمود. وی روند تغییرات در بخش‌های مختلف اقتصاد هند را به دلیل وجود جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از زمان آزادسازی و آزمودن سیاست‌های تغییریافته بر روی رشد و توسعه بخشی در اقتصاد هند می‌داند.

در عین حال، اثرات ناشی از سرمایه‌گذاری خارجی و فراهم کردن شرایط آن مورد انتقادهای گوناگون نیز قرار گرفته‌است. پژوهشگران بر این نکته تأکید می‌کنند که باز بودن درهای اقتصاد در برابر جریان سرمایه، دارای اثرات تقریباً شناخته‌شده‌ای بر کشورها نیز هست. به بیان دیگر، تأثیر تغییراتی که به بهبود سیاست در جهت همگرایی مالی و جذب سرمایه منجر می‌شود، تبعاتی دارد که در برخی موارد می‌تواند برای کشورهای میزبان خطرناک باشد. به طور مثال، در بررسی هرمز و لسنینک^۴ در سال ۲۰۰۳، رویکرد اصلی این است که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به رشد اقتصادی در کشور میزبان منجر می‌شود، ولی تأکید دارند اینکه سهم این اثر چه میزان است، بستگی زیادی به شرایط محیطی کشور میزبان دارد. برای این منظور اطلاعات ۶۷ کشور که ۳۷ کشور دارای سیستم مالی پیشرفته هستند، مدنظر قرار گرفت. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و بازارهای مالی داخلی نسبت به تقویت فرآیند توسعه فناوری، مکمل یکدیگر عمل کرده و بدین ترتیب، نرخ رشد اقتصادی را افزایش

-
1. Hauner David , Kumar Manmohan
 2. Moritz Schularick & Thomas M. Steger
 3. Jaya Gupta
 4. Hermes Niels , Lensink Robert

می‌دهند. اما سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر مستقیم و مثبت قابل ملاحظه‌ای بر روی رشد اقتصادی ندارد. به بیان دیگر، بدون زیرساخت‌های مناسب، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، رشد اقتصادی کشور را بهبود نمی‌بخشد و لذا این بررسی نتایج قابل تأییدی در خصوص ارتباط مثبت میان جریان سرمایه و رشد نشان نمی‌دهد.

کمپوس و کینوشیتا (۲۰۰۳)^۱ نیز در مقاله‌ای به محاسبه عملی تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر نرخ رشد اقتصادی ۲۵ کشور اروپای مرکزی و شرقی و کشورهای در حال گذار اتحاد جماهیر شوروی سابق بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۱۹۹۰ پرداخته‌اند. هدف اصلی آنها در این پژوهش این است که ادبیات تجربی به سختی می‌تواند نتایج نظری را تصدیق کند. آنها بر این باورند که یک دلیل ممکن برای این اختلاف بین نظریه اقتصادی و شواهد بیرونی این است که پیش از این، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و انتقال فناوری را یکی می‌دانستند، در حالی که در بیشتر کشورها، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی شامل مجموعه‌ای از عوامل است که در فرآیند آن، انتقال فناوری قرار می‌گیرد.

رانسی‌یر، تورنل و وسترم‌ن در سال ۲۰۰۶^۲ در پژوهشی که هدف اصلی آن بررسی آثار آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی و تأکید بر آثار همگرایی مالی ناشی از اثرات جهانی‌شدن و وجود استانداردهای مالی در سطح بین‌المللی است، بیان می‌کنند که دو دیدگاه در مورد آزادسازی مالی مطرح است؛ اول، دیدگاهی که عقیده دارد آزادسازی مالی به رشد اقتصادی بالاتر منجر می‌شود. در دیدگاه دوم، آزادسازی مالی مترادف با ایجاد ریسک بالاتر است. برای بررسی این مسأله آنها یک مدل رشد اقتصادی را ساختند که شاخص‌های آزادسازی مالی به عنوان متغیرهای اصلی مستقل در آن به کار می‌رفت. نتایج بررسی آنها نشان داد که آزادسازی مالی اثر مثبت مستقیم بر رشد درآمد سرانه هر کشور دارد. اما تلاقی هم زمان بحران‌های مالی (بحران بانکی و پولی) به اثرات منفی بر رشد اقتصادی منجر می‌شود. بدین ترتیب، به نظر می‌رسد که آزادسازی مالی به افزایش احتمال شکل‌گیری بحران‌های دوگانه منجر می‌شود که بالا بردن کاذب ارزش پول ملی، تورم و بازبودن درهای اقتصاد نیز احتمال افزایش بحران را زیاده‌تر می‌کند.

مودی و مرشید^۳ در سال ۲۰۰۶ در مقاله‌ای به طور مشخص یک رابطه مستقیم را میان جریان‌های سرمایه و سرمایه‌گذاری داخلی مدنظر قرار دادند. نتایج این بررسی نشان داد که رابطه میان سرمایه خارجی و سرمایه‌گذاری داخلی بسیار سست است.

شولریک و استگر^۴ (۲۰۰۷) اطلاعات مربوط به آزادسازی مالی و جریان سرمایه‌ها را در دو دوره

-
1. Nauro F. Campos and Yuko Kinoshita
 2. Ranciere, R., Tornell, A., & F. Westermann
 3. Mody Ashoka, Panini Murshid Antu
 4. Schularick and Steger.

۱۸۸۰-۱۹۱۴ و ۱۹۸۰-۲۰۰۲ برای ۵۴ کشور در نظر گرفته و متغیرهای مستقل اثرگذار را در قالب الگوی رشد نئوکلاسیک مورد بررسی قرار دادند. مطالعات آنها نشان داد در دوره معاصر دلیل مشخصی برای اثبات اینکه کشورهای با درجه همگرایی بالاتر و بازبودن سیستم مالی، رشد اقتصادی بالاتر دارند، وجود ندارد. "البته این بدان معنا نیست که جهانی شدن بازارهای مالی و همگرایی مالی هیچ منفی نداشته است، چرا که به یقین، برخی از منافع آن در مدل‌های اقتصادسنجی قابلیت اندازه‌گیری ندارند. افزون بر این، بسیاری از کشورها در این فرآیند در حال حرکت هستند و نمی‌توان به صرف دو دهه، شواهد آن را کاملاً به نقد کشید. به بیان دیگر، منافع بلندمدت آزادسازی بازارهای مالی شاید اکنون قابل اندازه‌گیری نباشد. به طور مثال، اثرات هزینه‌ای شکل‌گیری اتحاد پولی اروپا در اوایل دهه ۱۹۹۰ با آثار مثبت کنونی آن متفاوت است."^۱

در پژوهش‌هایی که در ایران انجام شده است، نجارزاده، صباغ‌کرمانی و شقاقی‌شهری در سال ۱۳۸۴، عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ۳۱ کشور اسلامی در دوره ۱۹۹۵-۲۰۰۰ را مورد بررسی قرار دادند. آنها شرایط عمومی برای جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ۴ گروه عوامل سیاستگذاری اقتصادی، ساختار اقتصادی، عوامل تشویقی و حمایتی و عوامل جغرافیایی و سیاسی مؤثر بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تقسیم کردند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص نشان‌دهنده اندازه بازار، در دوره مورد بررسی اثر مثبت بر جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کشورهای اسلامی می‌گذارد.

گوگردچیان و طیبی (۱۳۸۵) در مقاله‌ای، چگونگی جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در صنایع پتروشیمی در دوره ۱۳۷۲-۱۳۸۱ را از طریق روش اقتصادسنجی داده‌های تابلویی برای ۹ مجتمع وابسته به پتروشیمی به تصویر کشیدند. نتایج این بررسی نشان داد که ضرایب متغیرهای تولید و بازبودن اقتصاد به‌لحاظ آماری معنادار بوده و از علامت مورد انتظار نظری نیز برخوردار است. حسینی و مولایی (۱۳۸۵) در پژوهش خود نشان می‌دهند که در ایران پایداری شرایط اقتصادی مانند کاهش نرخ تورم، نرخ مالیات و هزینه‌های دولت به تداوم رشد اقتصادی ناشی از ورود سرمایه خارجی در بلندمدت منجر خواهد شد.

شواهد تجربی حاکی از آن است که موافقان، این‌گونه استدلال می‌کنند که جریان‌های سرمایه بدون محدودیت که ناشی از باز بودن حساب سرمایه و تعاملات گسترده با بازارهای مالی بین‌المللی هستند، پی‌آمدهایی مثبت و قابل توجهی مانند سرریزهای توسعه و انتقال فناوری از کشورهای ثروتمند به کشورهای با درآمد پایین را ایجاد می‌کنند. از سوی دیگر، مخالفان این نظریه اذعان دارند که ارتباط مستقیم و بدون محدودیت با جریان‌های سرمایه بین‌المللی و یکپارچگی مالی، موجبات ایجاد بحران‌های

۱. پراساد، راف، شانگ جین و خوزه، (۲۰۰۳).

بررسی عوامل مؤثر بر جریان‌های سرمایه خارجی در کشورهای در حال توسعه ۱۵

متناوب مالی، چرخه‌های فراز و فرود اقتصادی و بحران‌های مالی ناشی از ناپایدار بودن سرمایه‌گذاری خارجی را به همراه دارد. براین اساس، مقوله سرمایه‌گذاری خارجی در ادبیات موضوع به طور معمول از دو منظر مد نظر قرار می‌گیرد: از یک سوی به آثار جریان سرمایه‌ها توجه می‌شود و از سوی دیگر، عوامل مؤثر بر شکل‌گیری جریان سرمایه و ماندگاری آن در کشور میزبان مورد بررسی قرار می‌گیرد. بر این اساس در این پژوهش، تأکید اصلی ما بر عواملی است که اثرات مثبت جریان سرمایه را تقویت و اثرات منفی آن را تضعیف می‌کنند.

۲. جریان سرمایه‌های خارجی در کشورهای در حال توسعه

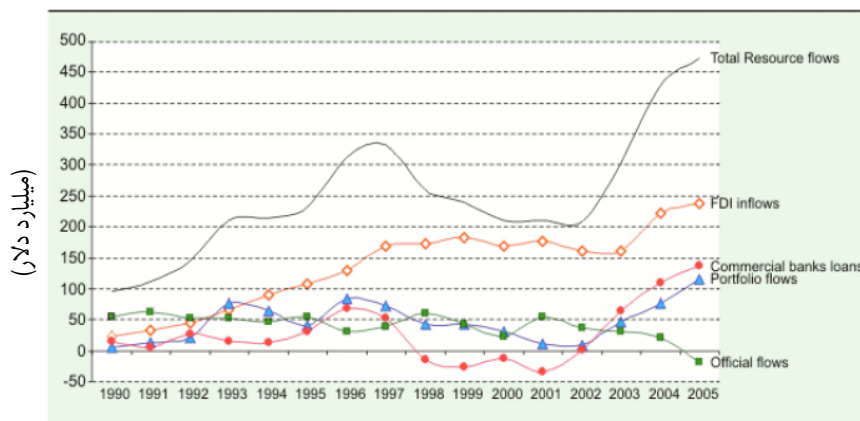
بررسی مسیر سرمایه‌ها نشان می‌دهد که پس از جنگ جهانی دوم، نقش عامل سرمایه در رشد اقتصادی مشخص‌تر شد. نخستین تجربه، "برنامه مارشال" بود که با پیروی از آن، مقادیر انبوه کمک‌های مالی و فنی آمریکا، کشورهای ویران‌شده اروپایی را قادر به بازسازی اقتصادی نمود. این امر بر اهمیت تشکیل سرمایه و لزوم سرمایه‌گذاری برای رشد اقتصادی کشورهای توسعه‌نیافته تأکید داشت. پدیده دوم، قدرت‌گرفتن و تجربه اتحاد جماهیر شوروی در رشد سریع با استفاده از انباشت سریع سرمایه، و ترس ایالات متحده از نفوذ کمونیسم باعث شد، الگوی رشد برای کشورهای توسعه‌نیافته فراهم شود. برای تشکیل سرمایه تأکید روی پس‌انداز قرار گرفت و با توجه به پایین‌بودن سطح پس‌انداز در کشورهای توسعه‌نیافته، استقراض خارجی برای رفع این کمبود تجویز شد. بدین ترتیب، محدودیت سرمایه در شرایط جنگ سرد تبدیل به وسیله‌ای برای انتقال سرمایه و کمک‌های اقتصادی و فنی به کشورهای توسعه‌نیافته شد.

افزایش شدید بهای نفت در سال‌های ۱۹۷۳ و ۱۹۷۹ باعث ایجاد نوسانات اقتصادی بزرگ و تورم فزاینده و سریع در کشورهای توسعه‌یافته شد که این امر موجب ناکامی آنها در اجرای سیاست‌های داخلی و دستیابی به اهداف مورد نظرشان شد. تلاش‌های مؤسسات مالی و تولیدی برای یافتن بازارهای جدید در دوره فشارهای تورمی و نوسانات اقتصادی برای جبران عدم اطمینان داخلی، اعطای اعتبارات گسترده سیستم بانکی به کشورهای جهان سوم و توسعه به نسبت سریع تعدادی از کشورهای تازه صنعتی‌شده در جهان سوم و نفوذ آنها در بازارهای کشورهای توسعه‌یافته، باعث شد تا دولت‌ها اقدام‌های وسیعی را در حذف کنترل ارزی و مقررات‌زدایی در برنامه‌های خود قرار دهند، به طوری که اجرای آنها تسریع بین‌المللی شدن بازارهای مالی را به دنبال داشته‌است. بدین ترتیب، مشاهده می‌کنیم که در فرآیندی تاریخی جریان سرمایه به سوی کشورهای مختلف در حرکت است و این جریان به ویژه از سال ۲۰۰۲ به بعد، نوعی جهش به سوی کشورهای توسعه‌یافته را تجربه کرده است.

نمودار ۱، نشان می‌دهد در سال‌های اخیر برخی کشورهای در حال توسعه به منبع مهمی برای سرمایه‌گذاری در کشورهای دیگر در حال توسعه بدل شده‌اند. در گذشته، بیشتر سرمایه خارج شده از کشورهای در حال توسعه برای جستجوی جایگاهی برای حفظ ارزش، به کشورهای توسعه‌یافته سرازیر می‌شد؛ اما در دهه گذشته کشورهای در حال توسعه نیز به نوبه خود سهم قابل‌توجهی از سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی، وام‌های بانکی و حتی کمک‌هایی در قالب همیاری‌های توسعه‌ای را در کشورهای دیگر از آن خود ساخته‌اند. به طور کلی، جریان‌های سرمایه از کشورهای در حال توسعه در سایر کشورهای در حال توسعه به جریان سرمایه جنوب- جنوب موسوم است. با افزایش درآمدهای کشورهای در حال توسعه و گسترش بانک‌ها و بنگاه‌های اقتصادی در این گروه از کشورها، طبیعی است که آنها نیز از منابع سرمایه به‌شمار آمده و بخشی از جریان سرمایه به کشورهای دیگر در حال توسعه را بر عهده داشته باشند.

به عنوان نمونه، جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در قالب جریان جنوب- جنوب از ۱۴ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۵ به ۴۷ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۳ افزایش یافته است. وام‌ها و اعتبارات نیز از ۰/۷ میلیارد دلار در سال ۱۹۸۵ یعنی در حدود ۳ درصد مجموع وام‌های فرامرزی به ۶/۲ میلیارد دلار یا ۳/۴ درصد مجموع وام‌ها در سال ۲۰۰۵ افزایش داشته است.^۱

نمودار ۱. روند انواع جریان‌های سرمایه بین‌المللی در کشورهای در حال توسعه در دوره ۱۹۹۰-۲۰۰۵



مأخذ: world bank, 2007

1. UNCTAD.(2007).

بررسی عوامل مؤثر بر جریان‌های سرمایه خارجی در کشورهای در حال توسعه ۱۷

جدول ۱، جریان‌های جهانی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را از سال ۱۹۹۶ تا سال ۲۰۰۵ در جهان به تفکیک مناطق مختلف نشان می‌دهد. جریان‌های جهانی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در سال ۲۰۰۵، ۱۹ درصد بیش از سال ۲۰۰۴ بود و ارزش کل این جریان‌ها به ۹۵۴/۸ میلیارد دلار رسید. نمودار ۲، مقایسه‌ای از سهم کشورهای توسعه‌یافته و اقتصادهای در حال گذار را از جریان‌های جهانی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به تصویر کشیده‌است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود در سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۳ سهم کشورهای توسعه‌یافته از جریان‌های سرمایه، به میزان قابل‌توجهی بیش از کشورهای در حال گذار بوده‌است. این اختلاف از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۵ روندی کاهشی در پیش گرفته و اقتصادهای در حال گذار نیز توانسته‌اند از جریان‌های سرمایه بهره‌مند شوند.

جدول ۱. جریان‌های جهانی FDI

(میلیارد دلار)

سال	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵
کل جهان	۳۹۹.۰	۴۹۳.۸	۷۱۷.۷	۱۱۲۲.۲	۱۴۱۳.۰	۸۷۵.۱	۷۳۳.۲	۶۵۵.۸	۸۰۱.۷	۹۵۴.۸
کشورهای توسعه‌یافته	۲۳۱.۹	۲۸۱.۲	۴۹۸.۴	۸۶۰.۳	۱۱۳۱.۱	۵۸۶.۴	۵۳۹.۶	۴۵۳.۹	۴۸۵.۶	۵۵۵.۶
درصد از کل جهان	۵۸.۱	۵۶.۹	۶۹.۴	۷۶.۷	۸۰.۰	۶۷.۰	۷۳.۶	۶۹.۲	۶۰.۶	۵۸.۲
اقتصادهای در حال گذار	۱۶۷.۱	۲۱۲.۶	۲۱۹.۳	۲۶۱.۹	۲۸۱.۹	۲۸۸.۷	۱۹۳.۷	۲۰۱.۹	۳۱۶.۱	۳۹۹.۲
درصد از کل جهان	۴۱.۹	۴۳.۱	۳۰.۶	۲۳.۳	۲۰.۰	۳۳.۰	۲۶.۴	۳۰.۸	۳۹.۴	۴۱.۸

مأخذ: سایت‌های IMF و UNCTAD

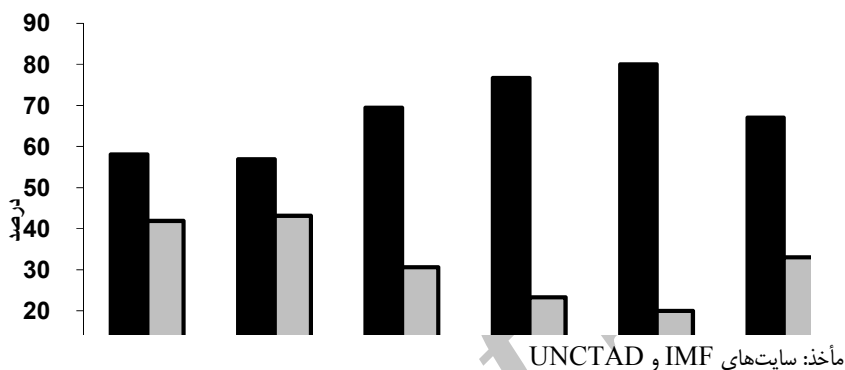
ترکیب جغرافیایی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به سمت اقتصادهای در حال توسعه و در حال گذار، در طول زمان تغییر یافته‌است. سهم آسیا از کل انباشت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در سال ۱۹۸۰ به ۲۳ درصد رسید. این سهم در سال ۱۹۹۰ به ۴۶ درصد و در سال ۲۰۰۵ به ۶۲ درصد افزایش یافت. در مقابل، سهم آمریکای لاتین و کارائیب از ۶۷ درصد در سال ۱۹۸۰ به ۲۵ درصد در سال ۲۰۰۵ کاهش یافت. در سال ۲۰۰۵، بیشترین انباشت جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در میان اقتصادهای در حال توسعه و در حال گذار، به کشورهای هنگ‌کنگ (چین)، جزایر بریتیش ویرجین، روسیه، سنگاپور و تایوان تعلق داشت.

در کنار سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، سرمایه‌گذاری‌های غیرمستقیم (یا سرمایه‌گذاری خارجی در

۱۸ فصلنامه علوم اقتصادی (سال دوم، شماره ۵، زمستان ۱۳۸۷)

پرتفوی^{۱)} نیز بخشی از همگرایی بازارهای مالی تلقی می‌شود. جدول ۲، جریان‌های خالص سرمایه‌گذاری در پرتفوی را از سال ۱۹۹۷ تا سال ۲۰۰۵ در کشورهای در حال توسعه، نشان می‌دهد.

نمودار ۲. سهم کشورهای توسعه‌یافته و در حال گذار از جریان‌های جهانی FDI در دوره ۱۹۹۶-۲۰۰۵



جدول ۲. جریان‌های خالص سرمایه‌گذاری در پرتفوی در کشورهای در حال توسعه

شرح	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵
کل کشورهای در حال توسعه	۳۰.۶	۶.۹	۱۲.۶	۱۴.۱	۶.۴	۵.۸	۲۵.۲	۳۷.۳	۶۱.۴
آسیای غربی و اقیانوس آرام	۴.۱	-۳.۱	۲.۲	۶.۶	۲.۰	۴.۰	۱۲.۴	۱۷.۶	۲۶.۵
اروپا و آسیای مرکزی	۴.۰	۴.۰	۲.۰	۱.۳	-۰.۳	-۰.۱	۰.۵	۴.۲	۵.۸
آمریکای لاتین و کارائیب	۱۳.۳	-۲.۲	-۳.۶	-۰.۶	۲.۵	۱.۴	۳.۴	-۰.۶	۸.۵
خاورمیانه و آفریقای شمالی	۰.۷	۰.۲	۰.۷	۰.۲	-۰.۱	-۰.۲	۰.۱	۰.۶	۰.۹
آسیای جنوبی	۲.۹	-۰.۶	۲.۴	۲.۴	۲.۷	۱.۰	۸.۰	۸.۸	۱۲.۲
آفریقای جنوب صحرای ساهارا	۵.۶	۸.۷	۹.۰	۴.۲	-۰.۱	-۰.۴	۰.۷	۶.۷	۷.۲

مأخذ: IMF (۲۰۰۵)

۱. منظور سرمایه‌گذاری‌هایی است که کشور خارجی به صورت خرید اوراق بهادار مؤسسه و یا شرکت مالی بدون آنکه به طور مستقیم در امر سرمایه‌گذاری شرکت نماید، به سرمایه‌گذاری پرداخته و سرمایه خود را در اختیار کشور واردکننده سرمایه قرار می‌دهد.

در بین کشورهای در حال توسعه، تعداد محدودی توانسته‌اند از جریان سرمایه در پرتفوی بهره‌مند شوند. بررسی آمارها نشان می‌دهد که کشورهای آسیای جنوب شرقی همچنان بیشترین استفاده‌کنندگان از این جریان‌ها هستند. این جریان‌ها در فاصله سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۵، ۱۰۰ درصد رشد داشته و سهم آن از کل جریان‌های سرمایه خصوصی در سال ۲۰۰۵، ۴۰ درصد برآورد می‌شود.

۳. عوامل مؤثر بر جریان‌های خارجی سرمایه

پایه مبانی تجربی بر این اصل استوار است که چرا در برخی از کشورها جذب سرمایه خارجی به سهولت انجام می‌گیرد و ماندگاری سرمایه نیز در کشور میزبان به گونه‌ای است که آثار جریان‌های مستقیم سرمایه‌گذاری خارجی در رشد و توسعه اقتصادی این کشورها نمود می‌یابد، در مقابل، برخی از کشورها هستند که به‌رغم تمایل در جذب سرمایه نتوانسته‌اند شرایط مناسب را ایجاد کنند و در برخی موارد، جذب سرمایه آثار و تبعاتی مانند بحران‌های مالی و اقتصادی در این کشورها به همراه داشته است.

پراساد، شانگ جی و خوزه^۱ (۲۰۰۲) دو نیروی مهم زیر را در این زمینه برشمرده‌اند:

۱. نیروی‌های کشنده،

۲. نیروی‌های جلو برنده.

منظور از نیروهای کشنده آن بخش از عواملی است که به تغییرات سیاستی و قانونی برای حرکت به سمت اقتصاد باز منجر می‌شوند. به طور مثال، عواملی مانند آزادسازی حساب سرمایه و بازار اوراق بهادار و یا برنامه‌های گسترده خصوصی‌سازی از جمله این عوامل است. در واقع، این عوامل نشان‌دهنده وضعیت داخلی اقتصاد، فرصت‌ها و ریسک‌های موجود در کشور واردکننده سرمایه هستند. شواهد تجربی حاکی از آن است که کیفیت مناسب دولت، و وجود نهادها و ساختارهای توسعه‌یافته پولی از مهم‌ترین عوامل کشنده محسوب می‌شوند. اما نیروهای جلوبرنده بیشتر تأکید بر عوامل برونزایی دارد که ناشی از تحولات جهانی بوده و جریان‌های سرمایه را تحت‌تأثیر قرار می‌دهند؛ مانند سیاست‌گذاری‌ها و شرایط اقتصادی که سیاست‌های کلان به ویژه کشورهای توسعه‌یافته را تحت‌تأثیر قرار داده و برگرفته از افزایش اهمیت سرمایه‌گذاری صنعتی، تغییر ساختارهای جمعیتی و پذیرش‌های چندگانه در بورس‌های خارج از مرزهاست.

۳-۱. تبیین مدل

با توجه به مباحث مطرح‌شده در بخش ادبیات موضوع، عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری خارجی به صورت زیر دسته‌بندی می‌شوند. هر چند که بی‌تردید عوامل دیگری مانند امنیت داخلی، سیاست‌های تشویقی

1. Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei and M. Ayhan Kose

دولت‌ها، توسعه زیرساخت‌های فناوری اطلاعات و ارتباطات به عنوان عواملی هستند که می‌توانند سرمایه‌گذاری خارجی را تحت تأثیر قرار دهند؛ اما با توجه به دوره مورد بررسی و کشورهای انتخاب‌شده به متغیرهای زیر با دقت بیشتری مد نظر قرار می‌گیرند.

الف. نرخ بهره: یکی از عوامل خارجی تأثیرگذار بر جریان‌های سرمایه خصوصی، نرخ بهره بین‌المللی است. اثر نرخ بهره بین‌المللی بر جریان‌های سرمایه از دو جنبه قابل توجه است. از یک سوی، با افزایش نرخ بهره بین‌المللی هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در کشورهای توسعه‌یافته افزایش می‌یابد. از سوی دیگر، افزایش نرخ بهره بین‌المللی الزامات کشورهای در حال توسعه را در قبال مجموع بدهی‌ها یا به بیان دیگر، افزایش نرخ بهره بار بدهی این کشورها را افزایش می‌دهد. بنابراین، ریسک کشورهای در حال توسعه افزایش یافته و از اعتبار آنها کاسته می‌شود.^۱

آنچه که به عنوان نرخ بهره اثرگذار در این مقاله به کار می‌رود، نرخ بهره نسبی است که در مقایسه با نرخ بهره بین‌المللی محاسبه و ارزیابی می‌شود. به این معنا که اختلاف بین نرخ بهره میان کشورهای توسعه‌یافته و کشورهای در حال توسعه یا بالاتر بودن این نرخ در بازار کشورهای در حال توسعه موجب می‌شود، سرمایه‌های خصوصی به دنبال کسب بازدهی بیشتر به این کشورها سرازیر شود. برای این منظور از تفاوت نرخ بهره لایبور ۹۰ روزه و نرخ بهره هر کشور استفاده می‌شود.

ب. رشد اقتصادی: فرض بر این است که بین رشد اقتصادی و جریان سرمایه‌گذاری‌های خارجی ارتباط مثبت وجود دارد. رشد اقتصادی و پویایی اقتصاد را می‌توان متأثر از عوامل مختلفی مانند فشارهای سیاسی و اجتماعی برای افزایش استاندارد زندگی، بهبود سیاست‌های اقتصاد کلان، افزایش تجارت و سرمایه‌گذاری، افزایش پویایی بخش خصوصی، گسترش فناوری اطلاعات و ارتباطات، بهبود اقتصادی و مدیریتی و اصلاحات ساختاری برشمرد. بدیهی است که رشد اقتصادی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، بنابراین، نرخ رشد اقتصادی با علامت مثبت در مدل قرار می‌گیرد.

پ. حساب‌های دولت: وضع مالی دولت از متغیرهای دیگر اقتصادی است که بر جریان سرمایه و سرمایه‌گذاری تأثیر دارد. چنانچه دولت با کسری بودجه مواجه باشد و آن را با روش‌های مختلف استقراض تأمین کند، فشار تورمی به وجود می‌آید و باعث خروج سرمایه از کشور و کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود. بار بدهی خارجی دولت به نوعی عملکرد دولت را نشان می‌دهد. نسبت بازپرداخت اصل و فرع بدهی به تولید ناخالص داخلی، شاخص مناسبی برای اندازه‌گیری بار بدهی خارجی دولت است. نسبت بالاتر اصل و فرع بدهی به این معناست که منابع کمتری برای استفاده داخلی (سرمایه‌گذاری) وجود دارد. از این رو، نرخ سرمایه‌گذاری کاهش پیدا می‌کند. افزون بر این، اگر حجم بالای بدهی، به مشکلاتی در

1. Fernandez.(2006).

بازپرداخت آن منجر شود، روابط با طلب‌کاران با مشکل مواجه خواهد شد. بدیهی‌است که این امر تأمین مالی سرمایه‌گذاری را مشکل‌تر و یا پرهزینه‌تر خواهد کرد. ریسک عدم بازپرداخت بدهی از جمله شاخص‌هایی است که در محاسبه ریسک کشورها توسط مؤسسات بزرگ محاسبه‌کننده ریسک اعتباری مورد استفاده قرار می‌گیرد.^۱

ساختار دولتی کشورهای در حال توسعه، که در آنها عموماً سرمایه‌گذاری‌های زیادی از طریق بخش دولتی صورت می‌گیرد، اهمیت بررسی نقش دولت را در این کشورها دوچندان می‌کند. برای نشان‌دادن وضع مالی دولت از متغیر حساب دولت به تولید ناخالص داخلی استفاده می‌شود. توازن این حساب نشان از عملکرد بهتر دولت دارد، بنابراین، با علامت مثبت در مدل جای می‌گیرد.

ث. سرمایه‌گذاری داخلی: نرخ سرمایه‌گذاری کشور میزبان بر جریان سرمایه‌گذاری خارجی مؤثر است. نرخ سرمایه‌گذاری داخلی بازتابی از گرایش مردم برای کسب و کار و اعتماد آنها به آینده اقتصاد است.^۲ این متغیر همچنین، اطلاعاتی از محیط سرمایه‌گذاری در کشور ارائه می‌دهد. نرخ سرمایه‌گذاری بالا در واقع نشان از بهره‌وری بالای ظرفیت‌های سرمایه‌گذاری یک کشور است. افزون بر این، نرخ سرمایه‌گذاری بالا، ظرفیت بالاتر بازپرداخت کشورها را نیز نشان می‌دهد.

یکی از راه‌های تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، از طریق منابع پس‌اندازهای خارجی صورت می‌گیرد؛ بدین معنی که اگر پس‌اندازهای خارجی منبع اصلی تأمین مالی خارجی باشد، میان نرخ سرمایه‌گذاری و جریان‌های ورودی سرمایه هم‌بستگی مثبت وجود دارد. بنابراین، سرمایه‌گذاری داخلی به عنوان معیاری که از دید سرمایه‌گذاران خارجی مورد توجه قرار می‌گیرد، در مدل قرار داده می‌شود. از این رو، انتظار می‌رود وقتی سرمایه‌گذاری داخلی در سطح بالایی قرار دارد، جریان سرمایه‌گذاری خارجی نیز افزایش یابد.

ج. اعتبارات بخش خصوصی به کل اعتبارات: توسعه مالی کشورها را به طور معمول با چند معیار اندازه می‌گیرند. یکی از رایج‌ترین آنها نسبت حجم پول در جریان (M_2) به تولید ناخالص داخلی است. معیار دیگری که برای سنجش توسعه‌یافتگی بخش مالی کشورها استفاده می‌شود، نسبت اعتبارات بخش خصوصی به کل اعتبارات است. به‌کارگیری معیارهای کمی تک‌بعدی نمی‌تواند تصویر درستی از توسعه بخش مالی به‌دست دهد؛ چرا که ساختار مالی کشورها امروزه از بازارهای گوناگون مالی (شامل بازار سرمایه و بازار پول) و محصولات متنوع مالی تشکیل شده است. وجود متغیرهای متعدد و پیچیده در این ساختار باعث شده که در ارزیابی‌ها، نباید تنها به متغیرهای پولی کلان و نرخ‌های بهره اکتفا کرد.

1. Hauner David , Kumar Manmohan.(2005).

2.Grzegorz W. Kolodko (2004).

بلکه به عناصر مهم دیگری مانند درجه باز بودن مالی، مقررات و نظارت و ظرفیت‌های نهادی (از قبیل توانمندی و قدرت بستانکاران در احقاق حقوق خود) نیز باید مورد توجه قرار گیرد. افزون بر این، به کارگیری معیارهای ناقص برای سنجش توسعه‌یافتگی بخش مالی می‌تواند باعث ارائه تصویری نادرست و گمراهی سیاست‌گذاران شود.

وقتی نسبت پول در جریان به تولید ناخالص داخلی رقم بالاتر را نشان می‌دهد، این بیشتر حکایت از آن دارد که "نقد شونگی" "عمق" بازارهای مالی افزایش یافته‌است. اگر سیستم مالی کشور توسعه یابد، این نسبت به جای آنکه بالا رود کاهش می‌یابد؛ زیرا مردم برای سرمایه‌گذاری پس‌اندازهای خود برای مدت‌زمان طولانی‌تر، فرصت‌های بیشتری پیدا کرده و از ابزارهای مالی با قدرت نقد شونگی کمتر بهره‌جسته‌اند.

منطق استفاده از متغیر اعتبارات بانکی اعطایی به بخش خصوصی این است که رشد سریع اعتبارات اعطایی نظام بانکی به بخش خصوصی می‌تواند علت کاسته‌شدن کیفیت پرتفوی بانک‌ها یا رشد سریع قیمت‌ها و به شکل تورم بالاتر باشد، که در هر دو صورت نشان از اقتصاد رو به قهقرا است.^۱ متغیر اعتبارات بانکی به بخش خصوصی به عنوان متغیر جانشین رشد حقیقی اعتبارات و نرخ تورم مورد استفاده قرار می‌گیرد.^۲

چ. تجارت خارجی: بخش تجارت خارجی به عنوان یکی از بخش‌های اصلی اقتصاد در جذب جریان‌های سرمایه تأثیرگذار است. درجه باز بودن اقتصادی، نشانگر حجم مبادلات هر کشور با کشورهای دیگر بوده و با شاخص‌های گوناگونی از قبیل نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی یا نسبت صادرات به تولید ناخالص داخلی هر کشور محاسبه می‌شود. به نظر می‌رسد کشورهایی که از سطح تجارت خارجی بالاتری برخوردارند، در جذب جریان‌های سرمایه نیز توانا تر عمل می‌کنند.^۳ از این رو، متغیر نسبت صادرات به تولید ناخالص داخلی با علامت مثبت در مدل قرار می‌گیرد.

ح. بدهی خارجی: به نظر می‌رسد با افزایش بدهی خارجی، میزان خروجی اقتصاد افزایش می‌یابد، در نتیجه، تقاضا برای کالاهای تولید داخل و واردات کاهش می‌یابد. همچنین، بدهی خارجی باعث افزایش نسبت بازپرداخت وام‌های خارجی به کل درآمدهای صادراتی و باعث کاهش رشد اقتصادی و نرخ سرمایه‌گذاری می‌شود. از آنجا که سرمایه‌گذار خارجی به دنبال حداکثر کردن سود با کم‌ترین ریسک است، انتظار می‌رود با افزایش بدهی خارجی کشور، انگیزه سرمایه‌گذاران خارجی به سرمایه‌گذاری کاهش

۱. تورنل و ولاسکو، (۱۹۹۶).

۲. هرماندز، ملادو و والدز، (۲۰۰۱).

3. Li, Quan, and Adam Resnick. (2003).

بررسی عوامل مؤثر بر جریان‌های سرمایه خارجی در کشورهای در حال توسعه ۲۳

یابد.^۱ بنابراین، شاخص بدهی خارجی که نشان‌دهنده نسبت بدهی خارجی به تولید ناخالص داخلی است، بر ورود سرمایه به داخل کشور اثر منفی داشته و پیش‌بینی می‌شود افزایش بدهی‌های خارجی اثر معکوسی بر جریان‌های سرمایه خصوصی داشته باشد.

خ. نرخ ارز: نرخ ارز عامل مؤثر دیگری در فرآیند انتقال سرمایه است. ثبات نرخ ارز، اطمینان در محیط اقتصادی داخل را افزایش می‌دهد و تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در حال و آینده را منطقی‌تر می‌نماید. ناپایداری و عدم ثبات، از دید سرمایه‌گذاران خارجی امری منفی تلقی می‌شود و از جذابیت سرمایه‌گذاری در کشورها می‌کاهد.^۲ به علت دشواری‌های مرتبط با برآورد انتظارات بازار به جای کاهش قدرت خرید انتظاری^۳ از متغیر رشد نرخ ارز حقیقی که مستلزم برآورد تعادل بلندمدت نرخ ارز حقیقی برای هر کشور است، استفاده می‌شود.

برای بررسی عوامل مؤثر بر جریان مستقیم سرمایه خارجی از رویکرد هرماندز، ملادو و والدز (۲۰۰۱) که در قالب یک الگوی تلفیقی با اثر ثابت، به بررسی عوامل خارجی و داخلی مؤثر بر جریان‌های سرمایه خصوصی در کشورهای در حال توسعه پرداخته‌اند، استفاده می‌کنید. مدل تبیین‌شده به صورت زیر است:

$$Fi_{jt} = \alpha_i + \Psi_{j,t-1} \bar{\beta} + \Omega_i \bar{\chi} + \varepsilon_{j,t}$$

که در آن:

Fi_{jt} جریان خصوصی در کشور j در زمان t ،

$\Psi_{j,t-1}$ بردار عوامل داخلی (جذب‌کننده)،

Ω_t بردار عوامل خارجی (پیش‌برنده)،

α_j ضرایبی که برآورد می‌شوند،

β, χ بردارهای ضرایبی که باید برآورد شوند،

ε_{jt} جزء اختلال است.

دوره زمانی در نظر گرفته‌شده سال‌های ۱۹۹۰-۲۰۰۶ را در بر می‌گیرد. با توجه به منطق بلندمدت بودن پروژه‌های سرمایه‌گذاری از مدل (تعدیل جزئی ذخیره) متغیر جریان سال گذشته استفاده کرده‌ایم که به صورت اختلاف جریان هر سال با سال گذشته نیز در مدل وارد شده است. برای برآزش مدل، ۲۲ کشور در حال توسعه را در نظر گرفته و از روش داده‌های تابلویی بر مبنای روش تصادفی^۴ استفاده می‌کنیم.

1. Balasubramanyam. (1999).

۲. هرماندز و ردولف. (۱۹۹۵).

3. Expected Depreciation

4. Random Effect

نتایج آزمون هاسمن انتخاب مدل تصادفی را تأیید می‌کند. این آزمون، فرضیه ناهمبسته بودن اثرات انفرادی و متغیرهای توضیحی است، که طبق آن برآوردهای حداقل مربعات تعمیم یافته (با فرضیه H_0) سازگار و با فرضیه H_1 ناسازگار است. توزیع این آماره χ^2 با K درجه آزادی است که K همان تعداد متغیرهای توضیحی است. در اینجا مقدار χ^2 به دست آمده برابر $22/87$ است که از مقدار آماره جدول توزیع χ^2 با اطمینان حدود ۹۹ درصد کمتر است، بنابراین، مدل با اثرات تصادفی پذیرفته می‌شود.

جدول ۳. نتایج برآورد مدل

ضرایب	متغیرهای مستقل
۰.۰۱۹۱ (۱.۷۹۶۲)	تفاوت نرخ بهره هر کشور با نرخ لایبور
۰.۰۷۷۸ (۲.۴۲۴)	رشد تولید ناخالص داخلی
۰.۰۲۶۷۵ (۴.۷۴۷۰)	سهم سرمایه‌گذاری از تولید ناخالص داخلی
-۰.۰۷۹۸ (-۲.۱۲۲۸)	سهم مخارج دولت از تولید ناخالص داخلی
۰.۳۳۸ (۲.۵۸۷۶)	بدهی خارجی به تولید ناخالص داخلی
۰.۰۱۵۷ (۱.۵۶۴۴)	رشد اعتبارات سیستم بانکی
۰.۰۳۳۷ (۱.۹۹۵)	رشد نرخ ارز حقیقی مؤثر
Random	روش برآورد
۰.۴۵۷۳۹۱	Adj R ²

اعداد داخل پرانتز، ضریب t هستند.

نتایج حاصل از مدل نشان می‌دهد که:

- اثر نرخ بهره به عنوان یک عامل خارجی یا پیش‌برنده مؤثر بر جریان سرمایه خصوصی از کشورهای توسعه یافته به کشورهای در حال توسعه، نشان می‌دهد بالاتر بودن این نرخ در مقایسه با نرخ حقیقی

- بهره‌بازارهای در کشورهای در حال توسعه باعث جذب سرمایه سرازیر می‌شود.
- برای اثبات این فرض که بین رشد اقتصادی و جریان سرمایه‌گذاری‌های خارجی ارتباط مثبت وجود دارد، از متغیر رشد حقیقی تولید ناخالص داخلی کشورها استفاده کرده‌ایم. علامت انتظاری رشد اقتصادی در سطح معناداری ۹۵ درصد نشان می‌دهد که رشد اقتصادی، یا به عبارت بهتر سلامت اقتصاد کشور و بهبود گسترده سیاست‌های اقتصادی و مدیریتی که از عوامل رشد و پویایی اقتصادی برای کشورها محسوب می‌شوند، بر جریان‌های سرمایه خصوصی اثر مثبت دارد. کینگ و وارادی (۲۰۰۲)^۱ نشان دادند افزایش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی رابطه مثبت دارند، به طوری که رشد یک درصد نسبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به تولید ناخالص داخلی، رشد اقتصادی را تقریباً برابر یک درصد افزایش می‌دهد. هرمنز و لنسینک (۲۰۰۳)^۲، دورهام (۲۰۰۳)^۳، مودی و مورشید (۲۰۰۲)^۴ نیز این رابطه را در بررسی‌های خود تأیید می‌کنند.
 - برای بررسی وضع مالی دولت از متغیر مخارج دولتی به تولید ناخالص دولتی استفاده کرده‌ایم. علامت منفی و مقدار ۰/۰۷۹ ضریب برآوردشده برای نقش دولت در جذب جریان‌های سرمایه خصوصی می‌تواند به علت این باشد که ساختار دولتی کشورهای در حال توسعه، که در آنها در بیشتر موارد سرمایه‌گذاری‌های زیادی از طریق بخش دولتی صورت می‌گیرد، از اهمیت بخش خصوصی در امر سرمایه‌گذاری تا حدودی می‌کاهد. از سوی دیگر، اندازه بزرگ دولت، فرصت‌های سوء استفاده از سرمایه را افزایش می‌دهد، افزون بر این، دولت بزرگ باعث ایجاد پدیده جان‌شینی جبری سرمایه‌گذاری بخش خصوصی داخلی و خارجی در بخش‌های حساس اقتصاد می‌شود. این متغیر در مدل‌های ترنل، وسترن، مارتینز و مکزیکو (۲۰۰۴) با علامت منفی بوده است. مان‌وول و تروکاز (۲۰۰۵) در بررسی‌های خود نشان می‌دهند که رابطه بین هزینه‌های جاری عمومی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در افزایش نرخ رشد اقتصادی بسیار پیچیده و کلی است.
 - ضریب ۰/۲۶۷، عامل سهم سرمایه‌گذاری در تولید ناخالص داخلی کشور میزبان نشان می‌دهد که در سطح معناداری ۹۵ درصد، سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته از نظر سرمایه‌گذاران خارجی برای ورود سرمایه‌های خصوصی در کشورهای در حال توسعه عامل مهمی تلقی می‌شود.
 - هر چند که به نظر می‌رسد بخش تجارت خارجی به عنوان یکی از بخش‌های اصلی اقتصاد در جذب جریان‌های سرمایه تأثیرگذار باشد، اما نتایج برآورد مدل در این باره بی‌معناست. ضریب سهم تجارت

1. King, L.P. & B. Varadi. (2002).
2. Hermes, Lensink. (2003).
3. Durham. (2003).
4. Mody, Murshid. (2002).

خارجی به تولید ناخالص داخلی، هر چند که با علامت انتظاری مطابقت دارد، اما در سطوح قابل قبول برای پذیرفتن فرضیه، معنادار نیست. این نتیجه با نتایج کوریو و هرناندز (۱۹۹۸) و هرناندز و ردولف (۱۹۹۵) مطابقت دارد؛ چرا که در برآورد مدل توسط آنها نیز این متغیر معنادار نبوده و مدل بدون در نظر گرفتن آن برآورد شده است.

- منطبق استفاده از متغیر اعتبارات بانکی اعطایی به بخش خصوصی توسط هرناندز، ملادو و والدز (۲۰۰۱) این بود که رشد سریع اعتبارات اعطایی نظام بانکی به بخش خصوصی می تواند علت کاسته شدن کیفیت پرتفوی بانکها یا رشد سریع قیمت ها و به شکل تورم بالاتر باشد، که در هر دو صورت نشان از اقتصاد رو به قهقراست. نتایج برآورد مدل به لحاظ علامت متفاوت از علامت انتظاری است. شاید بتوان این نتیجه را در ساختار تأمین مالی کشورهای در حال توسعه جستجو نمود. در واقع، هر چه وضعیت نظام بانکی کشوری قوی تر باشد و تسهیلات بیشتری در اختیار مشتریان قرار دهد، نشان دهنده نظامی با کارایی خوب و فارغ از مناسبات غیربروکراتیک است. این امر از نظر سرمایه گذاران خارجی نکته ای مثبت تلقی می شود و زمینه های لازم برای ورود سرمایه های خارجی را فراهم می آورد.
- همان طور که بیان شد، نرخ ارز عامل مؤثری در فرآیند انتقال سرمایه به شمار می رود. علامت مثبت حاکی از رد فرضیه صفر مبنی بر تأثیر منفی نوسان نرخ ارز حقیقی مؤثر بر جریان های سرمایه خصوصی است. می توان این گونه استدلال نمود که از دیدگاه کلان اقتصادی، وجود یک نرخ ارز واقعی رقابتی به افزایش انگیزه صادراتی برای سرمایه گذاران داخلی و خارجی منجر می شود و کاهش انگیزه برای واردات را به همراه دارد. نوسان نرخ ارز می تواند در نتیجه نظام نرخ ارز شناور یا شناور مدیریت شده در یک کشور باشد، که این موضوع حاکی از اتخاذ سیاست های ارزی و مدیریت صحیح بر نرخ ارز و ذخایر ارزی است.
- مثبت بودن ضریب بدهی خارجی به ویژه در مورد کشورهای در حال توسعه از این منظر قابل توجیه است که این کشورها توانسته اند اعتبار لازم را نزد وام دهندگان بین المللی کسب کنند و جریان وامها به سوی این کشورها به عنوان علامتی مثبت تلقی می شود.

۴. نتیجه‌گیری

نکته مشترک در تمامی کشورهای در حال توسعه، تلاش برای استفاده از سرمایه‌های خارجی برای دستیابی به رشد اقتصادی و کاهش فقر است. در این بررسی با تأکید بر عواملی که بر جریان سرمایه و ماندگاری آن مؤثر هستند، از بعد تجربی برخی از شاخص‌های مهم را مورد بررسی قرار داده‌ایم. یافته‌ها نشان می‌دهد که برخی از شاخص‌های پیش‌برنده و اثرگذار بر جریان مستقیم سرمایه خارجی حتی در کشورهای در حال توسعه که در مورد بسیاری از زیرساخت‌ها دچار کاستی هستند، در مدل اقتصادسنجی از علامت‌دهی و معناداری مناسب برخوردار بوده و قابلیت دفاع دارند. در عین حال، بدیهی است که به دلیل ساختارهای مختلف اقتصادی و اجتماعی در چنین کشورهایی نمی‌توان عواملی را به عنوان متغیرهای قطعی اثرگذار بر جریان سرمایه معرفی کرد. اما توجه به این نکته ضروری است که نتایج تجربی برگرفته از پژوهش‌ها به ویژه در دو دهه گذشته نقش سیاست‌های تشویقی و مدیریت دولت را بر متغیرهایی مانند اندازه دولت، کسری بودجه، نرخ ارز و تورم تأیید می‌کنند.

Archive of SID

منابع

- گوگردچیان، احمد و طیبی، سید کمیل. (۱۳۸۵). بررسی عوامل جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در صنایع پتروشیمی ایران به روش داده‌های تابلویی. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران. سال هشتم، شماره ۲۶، صص ۱۸۱-۲۰۳.
- نजारزاده، رضا، صباغ کرمانی، مجید و شقاقی شهری، وحید. (۱۳۸۴). تخمین تابع عرضه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی. فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی. شماره ۳۵، صص ۱۷۷-۲۱۲.
- محمدزاده اصل، نازی. (۱۳۸۶). تأثیر الزامات نهادی سرمایه خارجی بر رشد اقتصادی کشورهای درحال توسعه - با تأکید بر ایران. پایان‌نامه دکتری دانشگاه آزاد، واحد علوم و تحقیقات. مدیرروستا، محمود. (۱۳۸۶). بررسی عوامل مؤثر بر جذب سرمایه خارجی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه علامه طباطبائی.

- Balasubramanyam VN.(1999). *Foreign direct investment as an engine of growth. Journal of International Trade and Economic Development*, vol,8(1), pp 27-40.
- Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei and M. Ayhan Khose.(2003). *Effects of Financial Globalization on Developing Countries, Some Empirical Evidence. March*.
- Glass, Amy Jocelyn & Saggi, Kamal.(2002). *Multinational Firms and Technology Transfer. Scandinavian Journal of Economics, Blackwell Publishing*, vol. 104(4), pages 495-513, December.
- Haurer David and S. Kumar Manmohan.(2005). *Financial Globalization and Fiscal Performance in Emerging Markets.IMF, Working Paper, WP/05/212*.
- Gupta, Jaya.(2007). *Globalization and Indian Economy: Sector-wise Analysis of FDI Inflows in India. The Icfai Journal of Industrial Economics, Vol. 4, No. 3, pp. 62-70*.
- Ranciere, Romain, Tornell, Aaron, and Westermann, Frank.(2006). *Decomposing the effects of financial liberalization: Crises VS. Growth. Journal of Banking and Finance; No.30; 2006; pp.3331-3348*.
- Grzegorz W. Kolodko.(2004). *Globalization and Catching Up in the Emerging Market Economies. The Nigeria Institute for International*

Affairs, Lagos.

Yuko Kinoshita & Nauro F. Campos.(2003). Why Does Fdi Go Where It Goes? New Evidence From The Transition Economies. William Davidson Institute Working Papers Series 2003-573.

Mody, A., & P. Murashid.(2002). Growing up with Capital Flows, IMF Working Paper.

Schularick Moritz and Thomas M. Steger.(2006).Does Financial Integration Spur Economic Growth? New Evidence from the First Era of Financial Globalization,WIF Institute of Economic Research Working Paper No. 06/46, CESifo Working Paper Series No. 1691

Kinoshita & Sjolholm.(1999). FDI, International Technology Transfer and Technological Spill-overs to the Host Economy: an exploration of the active role of MNC subsidiaries in the case of Argentina in the 1990s, SPRU – Science and Technology Policy Research, University of Sussex.

José De Gregorio.(2004). The Role of Foreign Direct Investment and Natural Resources in Economic Development, Central Bank of Chile.

Yuko Kinoshita and Nauro F. Campos.(2004). Estimating the Determinants of Foreign Direct Investment Inflows: How Important are Sampling and Omitted Variable Biases? BOFIT Discussion Papers · No. 10

World Investment Report ,UNCTAD.(2005&2007).

world bank.(2007).

Archiv