



تأثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی و توسعه بازارهای مالی

بر رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه

خالد احمدزاده

عضو هیئت علمی دانشگاه کردستان

Kh.Ahmadzadeh@uok.ac.ir

زهرا ضرونی

دانشجوی کارشناسی ارشد علوم اقتصادی دانشگاه کردستان

zahrazarouni@gmail.com

چکیده

رشد اقتصادی از اهداف مهم اقتصادی هر کشور است. برای رسیدن به یک رشد اقتصادی عوامل زیادی تأثیر گذارند. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، که یک اقتصاد داخلی را با اقتصاد جهانی پیوند می‌زند، عامل مؤثر و تعیین کننده‌ای بر رشد اقتصادی است؛ منوط به اینکه شرایط جذب آن در یک کشور فراهم باشد. یکی از شروط لازم وجود یک بازار مالی توسعه یافته و کاراست. کشورهای توسعه یافته تجربه استفاده از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی برای رسیدن به رشد اقتصادی پایدار دارند که نمی‌توان نقش بازارهای مالی را در آن‌ها نادیده گرفت. در این پژوهش تأثیر سرمایه‌گذاری خارجی و توسعه بازارهای مالی در کشورهای در حال توسعه با درآمد بالاتر و پایین تر از متوسط در دوره ۲۰۱۵-۱۹۹۰ با استفاده از روش داده‌های ترکیبی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه با درآمد بالاتر از میانگین مثبت و معنی دار و در کشورهای با درآمد پایین تر از میانگین معنی دار نبوده است و شاخص مالی در کشورهای در حال توسعه با درآمد بالاتر از میانگین مثبت و معنی دار و در کشورهای در حال توسعه با درآمد پایین تر از میانگین منفی و معنی دار است.

واژگان کلیدی: سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، توسعه‌ی بازار مالی، کشورهای در حال توسعه، رشد اقتصادی، داده‌های

تابلویی.

طبقه بندی JEL: D53, O47, D92, G24



The impact of foreign direct investment and development of financial markets on economic growth in developing countries

Khaled Ahmadzadeh

Assistant Professor, Economics Department, University of Kurdistan
Kh.Ahmadzadeh@uok.ac.ir

Zahra Zarouni

MA student, Economics Department, University of Kurdistan
zahrazarouni@gmail.com

Abstract

The economic growth is the important goals of each country. To achieve the economic growth a lot of factors influence that. Foreign direct investment which links domestic economy with global economy is the main factor on economic growth and as long as the attraction situation has been provided in the country. One of the necessary conditions is the existence of a developed and efficient financial market. Developed countries have the experience of using the foreign direct investment in order to achieve sustainable economic growth and we cannot ignore the role of financial markets in this process.

In this research has been examined the impact of foreign investment and development of financial markets in developing countries with higher and lower of average income in (2014-1990) by Panel Data approach.

The results show that foreign direct investment in high income developing countries is positive and significant and in low income countries is not significant. Financial indicators in high income developing countries are positive and significant and in low income countries are negative and significant.

Key words:

Foreign direct investment, Financial market development, Developing countries, Economic growth, Panel data.

JEL Classification : D53, O47, D92, G24.

مقدمه

در الگوی کلاسیک، انباشت سرمایه یکی از عوامل مهم رشد اقتصادی است، و از منابعی که می‌تواند کمبود منابع لازم برای انباشت سرمایه را تأمین کند، جذب سرمایه‌های خارجی است. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از بین انواع سرمایه‌گذاری خارجی به دلیل مزیت‌هایی می‌تواند منبع کارآمدی برای انباشت سرمایه و به دنبال آن ارتقای رشد اقتصادی باشد. این مزیت‌ها مثل انتقال فناوری، انتقال شیوه‌های مدیریتی، بازارهای نوین و اتصال به بازارهای بین‌المللی هستند. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در بستر یک بازار مالی پویا به صورت مجموعه‌ای از سرمایه‌ارزان، مدیریت کارا، تکنولوژی پیشرفته و دستیابی راحت‌تر به بازارهای بین‌المللی تعریف می‌شود.^۱

نتایج پژوهش‌های مختلف نشان داده که توسعه بازارهای مالی کشور میزبان در تأثیرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی مؤثر است. بازارهای مالی نقش کلیدی در تجهیز و هدایت وجوه موجود در کشور به سمت بخش‌های تولیدی و صنعتی و به تبع آن بهبود رشد اقتصادی دارند. وجود بازارهای مالی توسعه‌یافته راه را برای استفاده بهتر از سرمایه‌گذاری خارجی و جذب آن‌ها هموار می‌سازد. حال آنکه توسعه بازارهای مالی به سرعت و کارایی جذب سرمایه‌گذاری خارجی کمک می‌نماید. گسترش بازارهای مالی جدای از اینکه به‌عنوان یک عامل تسهیل‌کننده در سرمایه‌گذاری خارجی است، خود بیانگر رونق و پویایی اقتصاد نیز هست که می‌تواند نشانه ثبات اقتصادی محسوب شود و عاملی برای جذب بیشتر سرمایه‌گذاری خارجی نیز باشد (جلالی، ۱۳۸۸). توسعه سیستم مالی در کشور میزبان یکی از مهم‌ترین پیش شرط‌های لازم جهت اثرگذاری مثبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. سیستم مالی توسعه‌یافته منجر به تخصیص کارایی منابع و بهبود قدرت جذب یک کشور در رابطه با جریان‌های ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌شود. توسعه سیستم مالی از دو طریق بر رشد اقتصادی مؤثر خواهد بود. اول آنکه منجر به تحرک پس‌اندازها می‌شود و بر حجم منابع در دسترس برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری می‌افزاید. دوم آنکه، منجر به پوشش و کنترل پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین توسعه سیستم مالی در داخل ممکن است امکاناتی را جهت اعطای وام به بنگاه‌های خارجی فعال در داخل در جهت گسترش فعالیت‌های ابداعی آن‌ها در کشور فراهم آورد، که بدین ترتیب، به صورت غیر مستقیم به افزایش سرایت تکنولوژی به بنگاه‌های داخلی می‌انجامد.^۲ بر این اساس، پرسشی که در این مطالعه در نظر دارد این است که توسعه بازارهای مالی در تأثیرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در رشد اقتصادی چگونه است؟ سازمان‌دهی مقاله به صورت زیر است: بخش دوم به مبانی نظری تحقیق اختصاص دارد. بخش سوم به پیشینه پژوهش می‌پردازد. در بخش چهارم نتایج پژوهش گزارش می‌شود و در بخش پنجم نتیجه‌گیری ارائه می‌شود.

مبانی نظری

نظریه‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

نظریه‌های زیادی در مورد سرمایه‌گذاری خارجی وجود دارد که به‌طور کلی می‌توان آن‌ها را به دودسته از نظریات تقسیم نمود: نظریات مبتنی بر آثار سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر اقتصاد کشور میزبان و نظریات مربوط به علل انجام FDI توسط شرکت‌های چندملیتی. نظریات مربوط به آثار سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اغلب در دو گروه نظریات خوش‌بینانه و نظریات بدبینانه نسبت به FDI و فعالیت شرکت‌های چندملیتی قابل بررسی است. نظریات مکتب نئوکلاسیک، طرفداران آزادسازی جریان سرمایه، طرفداران روش چانه‌زنی و نظریه وابستگی متقابل از جمله نظریات خوش‌بینانه و نظریه مکتب اقتصاددانان رادیکال و مکتب وابستگی نمونه‌ای از نظریات بدبینانه در مورد FDI هستند. دسته دوم از نظریات مربوط به سرمایه‌گذاری، نظریه‌هایی هستند که به بررسی علل انجام سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌پردازند. نظریه‌های مختلفی نیز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را از دیدگاه شرکت‌های چندملیتی مورد بحث قرار می‌دهند. این نظریه‌ها را می‌توان مبتنی بر فرض بازارهای کامل و نظریه‌های مبتنی بر فرض بازارهای ناقص دسته‌بندی کرد. در نظریه‌های مبتنی بر فرض بازارهای کامل،

¹ Gupta, K.L. & M.A Islam² Hermes, N. & R-Lensink

عواملی مانند شکست بازار، عدم اطمینان، کمبود اطلاعات و چسبندگی‌های مختلف وجود ندارد و تمامی عوامل موجود در بازار همگن هستند. در مقابل، نظریه‌های مبتنی بر فرض بازارهای ناقص، با نقص کردن فرض‌های فوق شکل می‌گیرد. که در این چارچوب سه نظریه مورد توجه می‌باشد که عبارتند از: نظریه سازمان صنعتی که اغلب ناظر به مشکلات فعالیت یک بنگاه در کشورهای خارجی، ناشی از فرهنگ، ساختار سیاسی و قضایی و... است و به نوعی در غالب یک عدم مزیت جلوه می‌کند. نظریه درونی کردن که دلالت دارد بر اینکه یک بنگاه با حضور در بازار هدف بسیاری از هزینه‌هایی را که باید در صورت دور بودن از آن بازار متحمل می‌شد، دیگر متحمل نمی‌شود مانند هزینه کسب اطلاعات، چانه‌زنی برخی نا اطمینانی‌ها و بازاریابی گسترده. نظریه مکانی که ناظر است بر تمایل سرمایه‌گذاران بر استفاده از برخی عوامل تولید که قابلیت انتقال و تحرک بسیار اندکی دارند و استفاده از آن‌ها در محل، مزایای بسیاری به همراه دارد؛ همچون نیروی کار، منابع طبیعی، ویژگی‌های اقلیمی و... لازم به ذکر است که در این مورد نظریه چهارمی نیز مطرح است که از ترکیب سه نظریه گذشته حاصل شده است. این نظریه که به اصطلاح به نظریه ترکیبی معروف است، عملاً مجموعه‌ای از مباحث مطرح شده در سه نظریه بالا را در بردارد (مزینی و مراد حاصل، ۱۳۸۷).

سرمایه گذاری خارجی از طریق فراهم نمودن سرمایه خارجی رشد اقتصادی را رونق می بخشد. FDI معمولاً به همراه تکنولوژی پیشرفته، سازماندهی و مدیریت برتر وارد کشور م ی‌شود. تحقیقات بر رشد اقتصادی از اواسط دهه ۱۹۹۰ گسترش یافت که بر پایه پیشرفت تکنولوژیکی درون زا بود (بورنرتین و همکاران، ۱۹۹۵). در این راستا، برخی کشورها به دنبال نوآوری و توسعه فناوری بودند، اما دیگر کشورها تنها از انتشار این فناوری سود م ی‌برند. در مباحث مطرح شده توسط برخی اقتصاددانان سرمایه گذاری مستقیم خارجی یکی از کانال های مهم در مورد کشورهای دسته دوم است (گاتاک و هالیچوگلو، ۲۰۰۶). مطالعات دلورمو^۳ وانگ و بلامسترام^۴ و شی^۵ به ترتیب انتقال تکنولوژی از طریق FDI و اثرگذاری آن بر رشد اقتصادی را تحت تأثیر عوامل زیر می داند:

-میزان اختلاف تکنولوژیک بین دو کشور

-سطح سرمایه گذاری آموزشی در کشور میزبان

-هدف کشور میهمان از انجام FDI در کشور میزبان

به عقیده دلورمو هرچه اختلاف تکنولوژیک بین دو کشور کمتر باشد درجه جایگزینی تکنولوژیکی جدید از طریق FDI وارد شده با تکنولوژی موجود در کشور بیشتر بوده و تکنولوژی جدید در کشور جایگزین تکنولوژی قبلی گردیده و اثر FDI بر رشد اقتصادی بیشتر خواهد بود، همچنین ونگ و بلاسترام معتقدند هرچه فعالی تهای آموزشی در کشور میزبان بالاتر باشد انتقال تکنولوژی سریعتر و بیشتر انجام خواهد شد، بنابراین میزان انتقال تکنولوژی به صورت مثبت با سطح سرمایه گذاری آموزشی شرکت های میزبان در ارتباط است؛ بنابراین افزایش سطح سرمایه گذاری آموزشی از کانال بهبود انتقال تکنولوژی می تواند منجر به افزایش رشد اقتصادی گردد (ابزری، ۱۳۸۶).

توسعه بازارهای سرمایه (مالی)

در مورد رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی دیدگاه‌های متفاوتی وجود دارد. دیدگاه غالب، توسعه مالی را پیش شرط رشد اقتصادی می داند. بر این اساس عملکرد مناسب موسسات مالی در تحریک پس انداز، تشکیل سرمایه، ایجاد نقدینگی و انتقال منابع، ارتقاء رشد اقتصادی را به دنبال دارد. در این دیدگاه، که دیدگاه طرف عرضه نامیده می‌شود فرض بر آن است که وجود بازارهای مالی کارا عرضه خدمات مالی را افزایش داده و موجب گسترش تقاضا برای بخش واقعی اقتصاد می‌گردد. این دیدگاه نخست توسط شومپیتتر (۱۹۳۴) مطرح گردید. پژوهشگرانی همچون بک و همکاران (۲۰۰۰)، لوین و همکاران (۲۰۰۰)، نوسر و کوگler (۱۹۹۸)، کینگ و لوین (۱۹۹۳)، بوید و پرسکات (۱۹۸۶)، مور (۱۹۸۶)، دیاموند (۱۹۸۴)، تاوسند (۱۹۷۹)، فرای (۱۹۷۸) و باهیتا (۱۹۷۵) از جمله طرفداران این دیدگاه به شمار می آیند. گلداسمیت (۱۹۶۹)،

³ De Lur Mello

⁴ Wang & Blomstrom

⁵ Shi

مکینون(۱۹۷۳) و شاو(۱۹۷۳) نیز بر این باور بودند که بازار مالی دارای نقش کلیدی در توسعه و رشد اقتصادی است. به اعتقاد آنها تفاوت در کمیت و کیفیت خدمات ارائه شده توسط موسسات مالی می‌تواند بخش مهمی از تفاوت در نرخ رشد بین کشورها را بازگو کند. در مقابل طرفداران دیدگاه تقاضا که نخستین بار توسط رابینسون(۱۹۵۲) مطرح شد، معتقدند که رشد و شکوفایی اقتصادی، تقاضای جدیدی را برای خدمات مالی در پیش خواهد داشت که این امر موجب توسعه مالی می‌گردد. در واقع به باور آنها رشد اقتصادی علت توسعه بازار مالی است. ایرلند(۱۹۹۴)، جانگ(۱۹۸۶)، گرلی و شاو(۱۹۶۷) و فریدمن و شواترز(۱۹۶۳) از جمله حامیان این دیدگاه به حساب می‌آیند. برخی دیگر نیز مانند لوینتل و خان(۱۹۹۹) و گرین وود و اسمیت(۱۹۹۷) اعتقاد دارند که رابطه بین این دو، یک رابطه همزمان و دو طرفه می‌باشد بطوری که در مراحل اولیه رشد اقتصادی، گسترش بازار مالی و افزایش عرضه خدمات مالی موجبات رشد بیشتر اقتصادی را فراهم می‌کند و از طرف دیگر سطوح بالای رشد اقتصادی، رونق بازار مالی را به دنبال خواهد داشت.

توسعه سیستم های مالی در کشور میزبان به عنوان یک پیش شرط مهم در اثرگذاری FDI بر رشد اقتصادی مطرح است. توسعه سیستم های مالی باعث افزایش کارایی در تخصیص منابع می گردد و ظرفیت و جذابیت کشور میزبان را در جذب FDI افزایش می دهد. یکی از مهمترین کانال های انتقال آثار FDI بر رشد اقتصادی، از طریق توسعه فناوری است که همراه با جریان FDI قابل دسترسی است. یک سیستم توسعه یافته مالی به دلایل زیر در فرایند ترویج فناوری از طریق FDI اثر مثبت ایفا می کند:

الف- در تجزیه و تحلیل برنامه های سرمایه گذاری، توسعه سیستم مالی داخلی (بانک ها و بازارهای سرمایه و سهام و...)، میزان توسعه شرکتهای داخلی را از طریق تامین منابع خارجی روشن می کند.

ب- سیستم های مالی بطور عموم و موسسه های مالی به طور اخص، در کاهش ریسک سرمایه گذاری در فناوری های جدید موثر هستند.

ج- سیستم های مالی توسعه یافته می تواند وام های موردنیاز شرکتهای خارجی را تامین کند تا آنها فعالیت های خود را در کشور میزبان توسعه دهند.

سرمایه گذاری مستقیم خارجی، توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی

کشور های در حال توسعه برای رشد اقتصادی به انباشت سرمایه و تکنولوژی نیاز دارند. از آنجا که منبع انباشت سرمایه، سرمایه گذاری است؛ بنابراین، برای انجام سرمایه گذاری می باید پس انداز لازم در سیستم مالی وجود داشته باشد و یا دولت بتواند با استفاده از هزینه های عمرانی سرمایه گذاری لازم را انجام دهد. ولی، مشکل موجود در کشورهای در حال توسعه این است که در این کشورها با پایین بودن پس انداز و پایین بودن کارایی سرمایه گذاری به دلیل عقب ماندگی تکنولوژیکی منابع برای سرمایه گذاری کافی نیست. یکی از منابعی که می تواند کمبود انباشت سرمایه را جبران کند، استفاده از سرمایه گذاری خارجی است. از بین انواع مختلف سرمایه گذاری خارجی، سرمایه گذاری مستقیم خارجی به دلیل مزیت های مانند انتقال تکنولوژی، ارتباط با بازارهای بین المللی، انتقال مهارت های مدیریتی و غیره منبعی مناسب تر برای انباشت سرمایه و به دنبال آن ارتقای رشد اقتصادی است. سرمایه گذاری مستقیم خارجی با تاثیر گذاری بر کارایی سرمایه گذاری داخلی تاثیر گذار می تواند بر رشد اقتصادی تاثیر مثبتی داشته باشد، البته این تاثیر به وضعیت توسعه بازار مالی کشور میزبان بستگی دارد این رابطه را می توان به عنوان تاثیر ترکیبی سرمایه گذاری مستقیم خارجی و توسعه بازار مالی بر کارایی سرمایه گذاری یا بهره وری کل عوامل تولید در نظر گرفت(مهدوی، ۱۳۸۹).

نظام های مالی کارآمد با شناسایی و تامین مالی فرصت های مناسب کسب و کار، تجهیز پس اندازها، پوشش و متنوع سازی ریسک و همچنین تسهیل مبادلات کالاها و خدمات موجب گسترش فرصت های سرمایه گذاری می گردند. از سوی دیگر، افزایش کارایی در سیستم مالی در نهایت با بهبود تخصیص منابع، ارتقای سرمایه گذاری و تسریع در انباشت سرمایه، موجبات رشد بالاتر اقتصادی را فراهم می آورد. همچنین، سیستم های مالی کارآمد موانع تامین مالی خارجی را کاهش داده و با تسهیل شرایط دسترسی واحد های تولیدی و صنعتی به سرمایه خارجی، زمینه گسترش سرمایه های خارجی، و رشد

اقتصادی را فراهم می سازند. با گسترش بازارهای مالی، امکان و زمینه های مختلف سرمایه گذاری شکل می گیرد و بخش خصوصی قادر است انواع راهکار های مناسب با نیازهای خود برای پس انداز در شرایط با ریسک کمتر را انتخاب کند. همچنین از طریق تجهیز منابع حاصل از وجوه پس انداز کنندگان و هدایت آنها به فعالیت های اقتصادی سودآور و دارای ارزش افزوده بالایی می تواند باعث افزایش رشد اقتصادی شود. بخش مالی با کاهش هزینه های مبادله در اقتصاد نهایتا باعث ارتقای سطح پس انداز، انباشت سرمایه و رشد فناوری می شود. توسعه مالی زمانی اتفاق می افتد که توانایی بازار مالی در انجام این وظایف توسعه یابد و تصمیم گیری برای پس انداز و سرمایه گذاری را بهبود دهد در نهایت موجب رشد اقتصادی گردد (اکبریان، ۱۳۸۸). سرمایه گذاری مستقیم خارجی و سیاست های توسعه بازار مالی می تواند ناکارایی در تولید را کاهش دهد. این واقعیت از آنجا نشأت می گیرد که کشورهایی که از جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی بیشتری و همچنین از بازارهای مالی توسعه یافته تری برخوردارند رشد اقتصادی سریع تری را تجربه نموده اند. در حالی که تاثیر ساختار مالی بر ساختار اقتصادی آن چنان مهم است که بدون داشتن یک بخش مالی کارا نمی توان منابع خارجی را جذب نمود. توسعه سیستم های مالی باعث افزایش کارایی در تخصیص منابع می شود و ظرفیت کشور میزبان را در جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی افزایش می دهد. یکی از مهمترین کانال های انتقال آثار سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی توسعه فناوری است که همراه با جریان سرمایه گذاری مستقیم خارجی قابل دسترس است. مهم ترین دلایل تاثیر مثبت یک سیستم مالی توسعه یافته بر فرایند ترویج فناوری از طریق سرمایه گذاری مستقیم خارجی عبارت است از: الف) واضح است که اکثر شرکت های داخلی برای به هنگام کردن و تجهیز فناوری جدید، و نیز ارتقای مهارت کارکنان خود نیاز به سرمایه گذاری دارند. در تجزیه و تحلیل برنامه های سرمایه گذاری، توسعه سیستم های مالی داخلی (بانک ها و بازارهای سرمایه و سهام)، میزان توسعه شرکت های داخلی را از طریق تامین منابع خارجی روشن می کند. ب) از آنجا که سرمایه گذاری در فن آوری های جدید، نسبت به دیگر پروژه های سرمایه گذاری، از ریسک بالاتری برخوردار است، سیستم مالی به طور عام، و موسسه های مالی ویژه به طور خاص، در کاهش این ریسک موثرند. بدین طریق کارآفرینان با انگیزه داخلی، عملا به هنگام کردن فن آوری های موجود یا تجهیز فن آوری های جدید ارائه شده توسط شرکت خارجی را بر عهده گرفته و موجب افزایش سرعت، خلاقیت و فن آوری می شود. ج) سیستم های مالی توسعه یافته می توانند وام های مورد نیاز شرکت های خارجی را تامین کنند تا آنان فعالیت های خود را در کشور میزبان توسعه دهند. این مسئله افق سرریز فن آوری جدید، به شرکت های داخلی را افزایش خواهد داد. در واقع بخشی از سرمایه گذار مستقیم خارجی، داده های مالی است که شرکت های خارجی برای تامین منابع خود از طریق قرض یا سهام در بازارهای مالی کشور میزبان، سرمایه گذاری می کنند. بنابراین کیفیت و در دسترس بودن بازارهای مالی داخلی بر نفوذ سرمایه گذاری مستقیم خارجی در ترویج فناوری در کشور میزبان تاثیر گذار است (درگاهی، ۱۳۸۵).

برای کسب دانش جدید، بنگاه های داخلی نیازمند جایگزینی فعالیت های بیشتر، سازماندهی ساختار، خرید ماشین آلات جدید و استخدام مدیران جدید و نیروی کار ماهر هستند. اگر چه بعضی از بنگاه های داخلی قادر هستند تا هزینه این موارد را با منابع داخلی تامین کنند ولی شکاف زیاد بین تکنولوژی فعلی بنگاه های کشور میزبان و فن آوری روز، نیاز به تامین مالی از خارج، بنگاه را الزام آور میکند. بنابراین، اگر بازار مالی کشور میزبان از توسعه کافی برخوردار باشد می تواند به بنگاه های داخلی بهتر خدمات دهد و از این طریق بنگاه های داخلی شرایط بهتری برای ارتباط با بنگاه های خارجی پیدا کرده و بیشتر می تواند از مزیت های این ارتباطات برخوردار شوند. علاوه بر این، تولید کننده خارجی در فرایند تولید از نیروی کار کشور میزبان استفاده می کند. چنین تولید کننده ای برای تولید و آشنا کردن این نیروی کار با فن آوری بنگاه تولیدی خود، مجبور است تا نیروی کار کشور میزبان را آموزش دهد. بدین ترتیب نیروی کار با اشتغال در بخش تولیدی خارجی هم درآمد کسب می کند و هم سرمایه انسانی وی افزایش می یابد. نیروی کار بعد از مدتی که در بخش خارجی مشغول کار بود، می تواند با استفاده از توانایی های جدید خود در بخش داخلی به عنوان کارآفرین فعالیت کند. فعالیت وی به عنوان کارآفرین بستگی به این دارد که آیا این نیروی کار می تواند سرمایه اولیه را برای راه اندازی بخش تولیدی فراهم کند یا نه. در اینجا بازار مالی در صورت توسعه یافتگی با تامین نیاز مالی کارآفرین می تواند موجب افزایش تولید گردد. بنابراین، توسعه بازار مالی در برقراری ارتباط بین تولید کننده داخلی و تولید کننده خارجی و فعال کردن نیروی کار برای کارآفرین شدن موثر واقع می شود. در

واقع، توسعه بازار مالی موجب می شود تا از مزیت های سرمایه گذاری مستقیم خارجی بهتر استفاده گردد. پس به طور خلاصه، سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر کارایی سرمایه گذاری داخلی تاثیر گذار است و این تاثیر به وضعیت توسعه بازار مالی کشور میزبان بستگی دارد.^۶

توسعه بازارهای مالی در کشور میزبان یکی از مهم ترین پیش شرط های لازم جهت اثر گذاری مثبت FDI بر رشد اقتصادی است. بازارهای مالی توسعه یافته منجر به تخصیص کارای منابع و بهبود قدرت جذب یک کشور در رابطه با جریان های ورودی FDI می شود. بدین ترتیب اثرات سرریز تکنولوژی ناشی از FDI به مقدار ماکزیمم خود خواهند رسید. هنگامی که کانال های مختلفی را که از طریق آنها تکنولوژی ناشی از FDI به کشور میزبان سرایت می کند در نظر می گیریم، متوجه می شویم که در بیشتر موارد بنگاه های داخلی به منظور تقویت تکنولوژی مورد استفاده خود و به کار گیری تکنولوژی جدید باید سرمایه گذاری نمایند. بدین ترتیب در صورتی که بازار های مالی داخلی توسعه یافته باشند، حداقل تا حدودی مشخص خواهد شد که بنگاه داخلی تا چه میزان می تواند سرمایه مورد نیازش را از بانک ها یا بازار بورس تأمین نماید. علاوه بر این توسعه بازارهای مالی بر کارایی تخصیص منابع مالی پروژه سرمایه گذاری اثر می گذارد. بنابراین بازارهای مالی از دو طریق در رشد اقتصادی موثر خواهند بود. اول آنکه منجر به تحرک پس اندازها می شود و بر حجم منابع در دسترس برای تأمین مالی سرمایه گذاری می افزاید. دوم آنکه، منجر به پوشش و کنترل پروژه های سرمایه گذاری می شود. همچنین توسعه بازارهای مالی ممکن است امکاناتی را جهت اعطای وام به بنگاه های خارجی فعال در داخل در جهت گسترش فعالیت های ابداعی آنها در کشور فراهم آورد که بدین ترتیب به صورت غیر مستقیم منجر به افزایش سرایت تکنولوژی های جدید به بنگاه های داخلی و بنابراین افزایش رشد اقتصادی خواهد شد.^۷

پیشینه تحقیق

مطالعات خارجی

عمران و لبلیل^۸ (۲۰۰۳) در تحقیقی نقش بازار مالی را در تأثیرگذاری سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی در کشورهای عربی بررسی کردند. آنها در این پژوهش با استفاده از داده های دوره زمانی ۲۰۰۰-۱۹۷۵ و روش داده های تلفیقی به این نتیجه رسیدند که اصلاحات بازار مالی باید برای جذب بهتر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بیشتر مورد توجه قرار گیرد.

هرمس و لسنینک^۹ (۲۰۰۳) با استفاده از داده های سری زمانی در دوره زمانی ۱۹۷۰-۱۹۹۵ برای ۶۷ کشور به بررسی نقش توسعه بازار مالی در تاثیر گذاری سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی پرداختند. آنها در نمونه های گرفته شده از کشورهای صحرای آفریقا که دارای بخش مالی ضعیفی بودند، این دیدگاه را که افزایش سرمایه گذاری مستقیم خارجی، رشد اقتصادی را بهبود می دهد، رد کردند. همچنین آنها به این نتیجه رسیدند که کشورهای کمتر توسعه یافته برای اینکه بتواند تاثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی را بر روی رشد بهبود دهند، در ابتدا باید سیستم مالی داخلی شان را اصلاح کنند.

آلفرو همکارانش^{۱۰} (۲۰۰۴) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین سرمایه گذاری مستقیم خارجی، توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی پرداختند. آنها در این تحقیق ابتدا به تشریح ساختار مفهومی در دو قسمت رفتار بنگاه و رفتار خانوارها در قالب مباحث خرد پرداختند و سپس، با استفاده از مبانی نظری در این زمینه مدلی مناسب را تشکیل دادند. در مرحله بعد آلفرو و همکارانش با استفاده از داده های ۷۱ کشور در دوره زمانی ۱۹۷۵-۱۹۹۵ با استفاده از روش پانل دیتا به این نتیجه رسیدند که

⁶ Alfro, Chanda, Kalemli-ozcan, & Sayek

⁷ Hermes, & Lensink

⁸ Omran, & Bolbol.

⁹ Hermes, & Lensink

¹⁰ Alfro, Chanda, Kalemli-ozcan, & Sayek

سطوح پایین توسعه بازار مالی می‌تواند اثرات مثبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی محدود و حتی منفی کند.

لیجنگ وال^{۱۱} (۲۰۰۷) موضوع توسعه بخش مالی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی در را چین بررسی کردند. آنها در این تحقیق از روش گشتاورها تعمیم یافته ۵ برای ۲۸ استان چین در دوره زمانی ۲۰۰۳-۱۹۸۶ استفاده کردند و نشان دادند که تأثیر متقابل بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و شاخص مالی، رشد اقتصادی را بهبود میدهد. چیانگ لی و همکارانش^{۱۲} (۲۰۰۹) در پژوهشی با استفاده از داده‌های ۳۷ کشور در دوره زمانی ۱۹۷۰-۲۰۰۲، تأثیر بازارهای مالی را در تأثیر گذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی بررسی کردند. آنها در این تحقیق با استفاده از روش تصحیح و خطا و هم‌انباشتگی به این نتیجه رسیدند در بلند مدت تأثیر توسعه بازار مالی بر رشد اقتصادی بیشتر از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است.

آزمن ساینی و همکارانش^{۱۳} (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی تأثیر بازار مالی در رابطه بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی پرداختند. آنها در این تحقیق با استفاده از داده‌های ۹۱ کشور در دوره زمانی ۱۹۷۵-۲۰۰۵ و روش برآورد آستانه‌ای به این نتیجه رسیدند زمانی که توسعه بازارهای مالی از حد معینی افزایش یابد، تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی مثبت خواهد شد.

چونگ و لم^{۱۴} (۲۰۱۱) به بررسی رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی از طریق روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) برای ۷۰ کشور توسعه‌یافته و در حال توسعه طی دوره (۱۹۸۸-۲۰۰۲) پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر منفی قابل‌توجهی بر رشد اقتصادی دارد. در مرحله بعد تقسیم‌بندی کشورها به ۳ گروه با توجه به درآمدشان نتایج متفاوتی به دست آمد:

- سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر مثبتی بر نرخ رشد اقتصادی کشورهای با درآمد بالا داشت.
- سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر منفی قابل‌توجهی بر نرخ رشد اقتصادی کشورهای با درآمد متوسط داشت.
- گرچه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر منفی در برخی رگرسیون‌ها داشت، اما با در نظر گرفتن توسعه مالی در تمام رگرسیون‌ها اثر مثبت داشت.

مطالعات داخلی

زیرک نژاد^{۱۳۸۲} در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود به عنوان نقش ویژگی کشور میزبان در اثر گذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی به بررسی عوامل موثر در تأثیر گذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی پرداخته است. وی در این تحقیق با استفاده از روش‌های همبستگی و تجربی برای ۶۵ کشور کمتر توسعه یافته، به تأثیر گذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی با توجه به وضعیت کشور پرداخته و نشان داد که به استثنای تأثیر منفی بی‌ثباتی اقتصادی، فراهم بودن سطح معینی از توسعه یافتگی سیستم بانکی و توسعه نیروی انسانی در کشور میزبان، در اثر گذاری سرمایه‌گذاری خارجی بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت دارد.

داوودی و شاهرادی^{۱۳۸۳} در تحقیقی به عنوان بازشناسی عوامل موثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در اقتصاد ایران و ۴۶ کشور جهان در چارچوب یک الگوی تلفیقی به بررسی عوامل موثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ۴۷ کشور جهان در دوره زمانی ۱۹۹۰-۲۰۰۲ پرداختند. آنها در این تحقیق با استفاده از روش پانل دیتا به این نتیجه رسیدند که توجه به زیر ساخت‌های قانونی، تشویق و تقویت سرمایه‌گذاری داخلی بخش خصوصی، توجه به کارایی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری انجام شده در زیر ساخت‌ها و تحقیق و توسعه، بهره‌وری و سطح مهارت نیروی کارا و اقداماتی برای افزایش ثبات سیاسی کشور شاید بتواند به جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشور ایران منجر شود.

¹¹ Ljungwall, C

¹² Chiang Lee et al

¹³ Azman-Saini, W. & A Abd Halim

¹⁴ Choong, C. K. & S. Y. Lam

هادی زنوز و کمالی دهکردی (۱۳۸۸) در مقاله ای تحت عنوان اثر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی کشور های میزبان نتخب به بررسی اثر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی کشور های میزبان پرداخته اند. در این خصوص ۶۷ کشور در بین ۱۴۰ کشور جهان در جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی از عملکرد بهتری برخوردار بوده اندانتخاب کردند و با کاربرد تکنیک های اقتصاد سنجی در قالب داده های تابلویی برای سال های ۱۹۹۸-۲۰۰۴ برآورد های لازم را انجام داده اند. نتایج آنها بیانگر این است که: سرمایه گذاری مستقیم خارجی رشد اقتصادی کشور میزبان را تقویت می کند، درجه توسعه ی کشور میزبان بر میزان جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی اثر گذاشته و تفاوت معنا داری بین تعیین کننده های رشد اقتصادی در کشور های نفت خیز با کشور های دیگر وجود دارد.

مطالعه فرزین و همکاران(۱۳۹۱) در خصوص رابطه میان FDI و رشد اقتصادی موید اثر مثبت و معنی دار سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی است.

نتایج پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشنهاد مطالعات انجام شده مدل‌های مورد استفاده در این تحقیق به منظور بررسی تاثیر سرمایه گذاری و توسعه بازارهای مالی بر رشد اقتصادی به صورت زیر است.

$$Y = C + \alpha DCPF + \beta_1 FDI + \beta_2 GFC + \beta_3 GSE + \beta_4 MC + \beta_5 IN + \beta_6 T + \beta_7 LF + \varepsilon_i$$

که در آن (Y) رشد تولید ناخالص داخلی، (DCPF) شاخص مالی، (FDI) سرمایه گذاری مستقیم خارجی، (GFC) تشکیل سرمایه ناخالص داخلی، (GSE) مخارج دولتی، (MC) بازار سرمایه، (IN) تورم، (T) آزادسازی تجاری، (LF) نیروی کار، ε_i یک متغیر تصادفی است که اثر سایر عواملی را که بر روی رشد اقتصادی تأثیر می گذارند ولی در اینجا در نظر گرفته نشده است و $\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$ پارامترهای مجهولی هستند که تخمین زده می شوند.

برآورد مدل

برای تخمین مدل ابتدا کشورها را به دو دسته با درآمد بالاتر از متوسط و پایین تر از متوسط با توجه به طبقه بندی بانک جهانی تقسیم بندی شده اند این مسئله به دلیل اثر متفاوت سرمایه گذاری مستقیم خارجی و توسعه بازار های مالی بر رشد اقتصادی است. سپس آزمون F لیمر برای کشورهای در حال توسعه با درآمد بالاتر و پایین تر از میانگین انجام شده است. نتایج نشان می دهند فرضیه صفر برای کشورهای در حال توسعه با درآمد بالاتر و پایین تر از میانگین رد می شود. بنابراین، برای تخمین مدل می توان از روش پانل دیتا استفاده کرد. آزمون هاسمن به منظور تعیین روش اثرات ثابت یا تصادفی برای برآورد مدل ها مورد استفاده قرار می گیرد. در صورتی که فرضیه صفر رد و فرضیه مقابل پذیرفته شود، روش اثرات ثابت سازگار و روش اثرات تصادفی ناسازگار است. و مدل به روش اثرات ثابت برآورد شود. آماره هاسمن دارای توزیع کای دو است که در صورتی که احتمال آن کوچکتر از ۰/۰۵ باشد در سطح ۰/۹۵ اطمینان فرضیه صفر رد و بیانگر این است که مدل دارای اثرات ثابت است در غیر این صورت اثرات تصادفی هستند. با توجه به نتایج آزمون F و هاسمن در جدول (۱) آورده شده است. رگرسیون با اثرات ثابت برای کشورهای در حال توسعه با درآمد بالاتر و پایین تر از میانگین برآورد می شود.

جدول (۱): نتایج آزمون F و هاسمن برای کشورهای در حال توسعه با درآمد پایین تر از میانگین

نوع آزمون	مقدار ضریب	Prob
F آزمون	۲/۲۹	۰/۰۰۲
آزمون هاسمن	۱۹/۱۲	۰/۰۰۷

منبع: یافته های پژوهش

جدول (۲): نتایج تخمین مدل برای کشورهای در حال توسعه با درآمد پایین تر از میانگین

متغیر	variable	ضریب
شاخص مالی	DCPF	-۰/۱۱۰۵ ۰/۰۰۰*
سرمایه گذاری مستقیم خارجی	FDI	-۲/۲۸ ۰/۹***
تورم	IN	-۰/۱۶۵۴ ۰/۰۴*
بازار سرمایه	MC	۴/۹ ۰/۰۰۰*
مخارج دولتی	GSE	-۴/۵۶ ۰/۰۰۰۵*
تشکیل سرمایه ناخالص	GFC	-۴/۳۸ ۰/۵***
نیروی کار	LF	-۱/۱۹ ۰/۵***
آزاد سازی تجاری	T	۰/۰۶۷ ۰/۰۵*
عرض از مبدأ	C	۲/۱۲ ۰/۰۲*
قدرت توضیح دهندگی مدل	R^2	۰/۳۴
تعداد مشاهدات	Observation	۲۰۴

منبع: یافته های پژوهش

* این ضرایب در سطح اطمینان ۰,۰۵ درصد، معنادار می باشد.

** این ضرایب سطح اطمینان ۰,۰۵ تا ۰,۱ است.

*** معنی دار نیستند.

جدول (۳): نتایج آزمون F و هاسمن برای کشورهای در حال توسعه با درآمد پایین تر از میانگین

نوع آزمون	مقدار ضریب	Prob
F آزمون	۲/۲۹	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۸۱/۶۹	۰/۰۰۰

منبع: یافته های پژوهش

جدول(۴): نتایج تخمین مدل برای کشورهای در حال توسعه با درآمد بالا تر از میانگین

متغیر	variable	ضریب
شاخص مالی	DCPF	۰/۰۰۱۶ ۰/۰۰۱*
سرمایه گذاری مستقیم خارجی	FDI	۰/۱۸۴۷ ۰/۰۰۴*
تورم	IN	-۰/۰۰۰۱۹ ۰/۰۱*
بازار سرمایه	MC	۰/۰۱۲ ۰/۰۰۵*
مخارج دولتی	GSE	-۰/۰۲۴۳ ۰/۰۱*
تشکیل سرمایه ناخالص	GFC	۰/۵۹۵۹ ۰/۰۰۰*
نیروی کار	LF	۰/۳۲۴ ۰/۰۱*
آزاد سازی تجاری	T	۰/۰۰۰۴۹ ۰/۴***
عرض از مبدأ	C	-۱۰/۶۷ ۰/۰۰۰*
قدرت توضیح دهندگی مدل	R^2	۰/۹۳
تعداد مشاهدات	Observation	۲۸۱

منبع: یافته‌های پژوهش

* این ضرایب در سطح اطمینان ۰,۰۵ درصد، معنادار می باشد.

** این ضرایب سطح اطمینان ۰,۰۵ تا ۰,۱ است.

*** معنی دار نیستند

ضریب شاخص مالی در کشورهای با درآمد بالاتر از میانگین با فرض ثابت بودن سایر شرایط مثبت و معنادار و در کشورهای با درآمد پایین تر از میانگین منفی و معنی دار است. سیستم مالی نقش حیاتی در صنعتی شدن از طریق تسهیل تحرک سرمایه برای فعالیت های بزرگ ایفا کرده است. همچنین بانک های کارآمد از طریق شناسایی و تأمین مالی کردن کارآفرینانی که بهترین شانس را برای انجام تولید نوآورانه یا فرایندهای تولید دارند، نوآوری فنی را گسترش می دهند. اثر منفی بازارهای مالی بر رشد اقتصادی احتمالا می تواند به دلیل دولتی بودن بانک ها و دخالت دولت در تکلیف بانک ها برای اعطای اعتبار به شرکت ها و موسسات فاقد کارایی اقتصادی است. و تسهیلات بانکی مجموعه ای از اهداف مختلف را دنبال می کند که لزوماً ملاحظات اقتصادی در این مجموعه از اولویت لازم برخوردار نیست.

ضریب سرمایه گذاری مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه با درآمد بالاتر از میانگین با فرض ثابت بودن سایر شرایط مثبت و معنادار است و در کشورهای با درآمد پایین تر از میانگین تأثیر معناداری بر رشد اقتصادی ندارد. دلیل بی اثر بودن سرمایه گذاری مستقیم خارجی می تواند به دلیل مهیا نبودن زمینه های لازم در کشور برای استفاده بهتر از سرمایه گذاری مستقیم خارجی باشد. سرمایه گذاری مستقیم خارجی تأثیر مثبتی بر شاخص های اقتصادی دارد. از جمله اینکه باعث کاهش نرخ بهره و نرخ ارز، تأثیر مثبت بر تراز پرداخت ها، انتقال تکنولوژی، افزایش اشتغال و بهره وری، افزایش درآمد مالیاتی و توسعه صادرات می شود و از این طریق باعث افزایش رشد اقتصادی می شود.

ضریب تورم در هر دو گروه از کشورها با فرض ثابت بودن سایر شرایط منفی و معنا دار است. که می‌تواند به این دلیل باشد که تورم هزینه سرمایه و ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش و در نتیجه سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. لذا تورم اثرات منفی و بازدارنده نسبت به رشد اقتصادی دارد.

ضریب بازار سرمایه در کشورهای در حال توسعه با درآمد بالاتر و پایین‌تر از میانگین با فرض ثابت بودن سایر شرایط مثبت و معنا دار است. بازار سرمایه با هدایت سرمایه‌ها و پس انداز مردم راه توسعه و ایجاد شغل و افزایش سطح رفاه عمومی را هموار می‌کند و برای کارایی و رشد یک اقتصاد حیاتی است.

ضریب مخارج دولتی در هر دو گروه از کشورهای در حال توسعه منفی و معنا دار است. بزرگتر شدن دولت و به عبارت دیگر افزایش روزافزون سهم مخارج حقیقی دولت از کل درآمد ملی امری طبیعی است. این نگرانی بیشتر از این جهت است که در برخی موارد بزرگتر شدن دولت و افزایش مخارج نسبی آن با کاهش نرخ‌های رشد و بهره‌وری همراه خواهد بود. و همچنین سیاست‌های پولی و مالی ممکن است تاثیر منفی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی بگذارد.

ضریب تشکیل سرمایه داخلی در کشورهای در حال توسعه با درآمد بالاتر از میانگین با فرض ثابت بودن سایر شرایط مثبت و معنی دار است و در کشورهای در حال توسعه با درآمد پایین‌تر از میانگین بی‌معنی است. چون سرمایه در رابطه کلان یکی از مهم‌ترین اجزای تقاضای کل است؛ با افزایش سرمایه‌گذاری، تقاضای کل افزایش یافته و در نتیجه تولید افزایش و نهایتاً رشد اقتصادی خواهیم داشت.

ضریب تجارت در هر دو گروه از کشورهای در حال توسعه مثبت و معنی دار است. تجارت خارجی از لحاظ نظری می‌تواند روی نرخ رشد اقتصادی اثر مثبت داشته باشد. افزایش حجم مبادلات بین‌المللی یک کشور می‌تواند باعث شود که کشور به سمت تخصص در تولید کالاهایی برود که در آنها مزیت نسبی دارد. از طرف دیگر افزایش حجم تجارت می‌تواند انتقال تکنولوژی را تسهیل و تسریع نماید و از این طریق نیز بر رشد اقتصادی اثر مثبت داشته باشد. ضریب نیروی کار در کشورهای در حال توسعه با درآمد بالاتر از میانگین مثبت و معنی دار است و در کشورهای در حال توسعه با درآمد پایین‌تر از میانگین بی‌معنی دار است. افزایش نیروی کار ماهر باعث تولید نهایی نیروی کار و بهره‌وری می‌شود و از این طریق باعث افزایش رشد اقتصادی می‌شود.

نتیجه‌گیری

با توجه به مطالب و برآوردهایی که در قسمت گذشته آمده است، می‌توان نتیجه گرفت که در کشورهای در حال توسعه بازار مالی نقش تأثیرگذاری در رابطه بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و تولید ناخالص داخلی دارد. در این پژوهش اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه بازارهای مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه با درآمد بالاتر و پایین‌تر از میانگین طی دوره ۲۰۱۴-۱۹۹۰ با استفاده از روش داده‌های تابلویی بررسی شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری خارجی و شاخص مالی در کشورهای در حال توسعه با درآمد بالاتر از میانگین مثبت و معنی دار و در کشورهای در حال توسعه با درآمد پایین‌تر از میانگین معنی دار نشده است. متغیرهای تورم، مخارج دولتی بر رشد اقتصادی تأثیر منفی دارند و همچنین متغیرهای تجارت، نیروی کار، بازار سرمایه و تشکیل سرمایه داخلی اثر مثبت و معنی داری بر رشد اقتصادی دارند. بنابراین، برای اینکه بازار مالی بتواند نقش بیشتری در تأثیرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر تولید ناخالص داخلی داشته باشد، باید این شاخص تقویت یابد. لازم است تصدی‌گری دولت بر بانکها کاهش یابد و با ایجاد فضای رقابتی در سیستم بانکی و کارآمد کردن نرخ بهره، انتقال اعتبارات به بخشهای اقتصادی ناکارا و فاقد ارزش افزوده بالا متوقف گردد. بنابراین، برای اینکه بازار مالی بتواند نقش بیشتری در تأثیرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر تولید ناخالص داخلی داشته باشد، میبایست این شاخصها نیز تقویت یابند. البته شایان ذکر است، علاوه بر توسعه بازار مالی عوامل دیگری نیز در رابطه بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی مؤثر هستند. از این رو، برای جذب و استفاده بهتر از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، به همراه توسعه بازار مالی، عوامل دیگری همچون سرمایه‌انسانی و ثبات اقتصادی و باید بهبود یابد.

منابع

- اکبریان، رضا و حیدری پور، سید محسن (۱۳۸۸). بررسی تأثیر توسعه بازار مالی بر رشد اقتصادی در ایران در طی سالهای ۱۳۸۶-۱۳۴۵. *پژوهشنامه اقتصادی*، ۹، ۶۳-۴۳.
- ابرزی و تیموری (۱۳۸۶). سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای توسعه نیافته، مجله تدبیر، شماره ۱۷۹.
- جلائی، سید عبدالمجید و مینا صباغ پورفرد (۱۳۸۸). بررسی اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی ایران از مسیر بازارهای مالی. *پژوهشنامه اقتصادی*، ۲، ۱۸۸-۱۷۱.
- داوودی، پرویز و شاهمرادی، اکبر (۱۳۸۳). بازشناسی عوامل موثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در اقتصاد ایران و ۴۶ کشور جهان در چهر چوبیک الگوی تلفیقی. *فصل‌نامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، ۲۰، ۱۱۳-۸۱.
- درگاهی، حسن (۱۳۸۵). عوامل موثر بر توسعه ی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی درسهایی برای اقتصاد ایران. *فصلنامه علمی پژوهشی شریف*، ۳۶، ۷۳-۵۷.
- زیرک نژاد، مروارید (۱۳۸۸). نقش ویژگی های کشور میزبان در اثر گذاری FDI بر رشد اقتصادی. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی.
- فرزین، خ؛ تراز، م و سرلک، ا (۱۳۹۱). بررسی اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی: تلفیق روش های سیستم داینامیک و اقتصاد سنجی. *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، ۶۱، ۶۲-۲۹.
- مزینی، امیر حسین و مراد حاصل، نیلوفر (۱۳۸۷). باز شناسی عوامل موثر بر جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی. *مجله پژوهشنامه اقتصادی*، ۷، ۳۳-۱۵.
- مهدوی، روح‌الله؛ جهان‌گرد، اسفندیار و ختایی، محمود (۱۳۸۹). تأثیر توسعه بازار مالی در تأثیر گذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی کشورهای میزبان با استفاده از روش داده های تابلویی. *فصلنامه تحقیقات مدل سازی اقتصادی*، ۲، ۴۰-۲۱.
- زرنوز، هادی. بهروز و پروانه کمالی دهکردی (۱۳۸۸). اثر بر رشد اقتصادی کشورهای میزبان منتخب. *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، ۳۹، ۱۳۶-۱۱۳.
- Alfro, L, Chanda, A., Kalemli-ozcan, S., and Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: The role of local financial markets, *Journal of International Economics*, 64(1), 89-112.
- Azman-Saini, W., Law, S., and A Abd Halim, (2010). FDI and economic growth: New evidence on the role of financial markets, *Economics Letters*, 107(2), 211-213.
- Bahita, R.J. and Khatkhate, D.R. (1975). Financial intermediation, savings mobilization and entrepreneurial development: the African experience. *IMF Staff Papers*, 22: 132-158.
- Beck, T., Levine, R. and Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, 58: 261-300.
- Borensztein, M. (1998), "Foreign Investment and Spillover Efficiency in Under Developed Economy: Evidence from the Mexican Manufacturing Industry", *World Development*, Vol. 11, PP. 493-501.
- Boyd, j. and Perscott, E.C. (1986). Financial intermediary-coalitions. *Journal of Economic Theory*, Elsevier, 2: 232-211.
- Choong, C. K. and Lam, S.Y. (2011). Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth: Panel Data analysis, *The IUP Journal of Applied Economics*.
- Diamond, D.W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 3: 393-414.
- Friedman, M., and Schwartz, A. J. (1963). A Monetary History of the United States. Princeton University Press.
- Fry, M. J. (1993). Foreign direct investment in Southeast Asia differential impacts. Institute of Southeast Asian Studies. Singapore



- Ghatak, A. and Halicioglu, F. (2006), "Foreign Direct Investment and Economic Growth: Some Evidence from Across the World", MPRA Paper, No. 3563.
- Goldsmith, R.W. (1969). Financial structure and Development. Newhaven, CT: Yale University Press.
- Greenwood J. and Smith, B. (1997). Financial markets in development and the development of financial market. *Journal of Economic Dynamic and Control*, 21: 145-181.
- Gupta, K.L, and Islam, M.A (1983), *Foreign Capital, Savings and Growth- An International Cross-Section Study*, Reidel Publishing Company
- Gurely, J.G. and Shaw, E.S. (1967). Financial structure and economic
- Hermes, N, and Lensink, R. (2003), Foreign direct investment, financial Development and economic growth, *The Journal of Development Studies*, 40(1), 142-163.
- Hermes, N, and Lensink, R. (2000), Foreign direct investment, financial Development and economic growth, university of Groningen, Research Institute SOM, Research Report, Number (ooE27)
- Ireland, P.N. (1994). Money and Growth: An Alternative Approach. *American Economic Review*, 84 (1): 47-65.
- Jung, W.S. (1986). Financial development and economic growth: international evidence. *Economic Development and Cultural Change*, (34): 336-346.
- King, R. G. and Levine.R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3): 717-737.
- Lee, C, & Chang, C. (2009), FDI financial development and economic growth: international evidence, *Journal of Applied Economics*, 12(2), 249-271.
- Levine, R., LOayze, N., and Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46: 31-77
- Ljungwall, C. (2007). *Financial sector development, FDI and economic growth in China*, China Center For Economic Research.
- Luintel, K & Khan, M. (1999). A Quantitative Reassessment of the Finance- Growth Nexus: Evidence from a Multivariate VAR. *Journal of Development Economics*, 2: 381- 405.
- Mckinnon, R.I. (1973). Money and capital in economic development, The Brookings Institution, Washington D. C.
- Moor, B.J.(1986). Inflation and Financial Deepening. *Journal of Development Economic*, 1: 125-133.
- Neusser, Klaus and Kugler, Maurice. Manufacturing (1998). Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries. U. of Bern mimeo
- 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.
- Robinson, Joan (1952). The Rate of Interest and Other Essays. London: Macmillan.
- Schumpeter, Joseph A. 1934. The Theory of Economic Development. Cambridge: Harvard University Press.
- Show, E.S. (1973). Financial deepening in Economic development. New York: oxford university press.
- Townsend, R.M. (1979). Optimal contracts and competitive markets with costly state verification. *Journal of Economic Theory*, 21(2): 265-293.