

## نقش توسعه مالی در ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و ارتقاء رشد اقتصادی

\*فرشید پورشهابی<sup>۱</sup>، مرضیه اسفندیاری<sup>۲</sup>

۱. استادیار گروه اقتصاد دانشگاه بجنورد، بجنورد، ایران

۲. استادیار گروه اقتصاد دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران

(دریافت: ۱۳۹۴/۱۲/۱۵ پذیرش: ۱۳۹۵/۳/۸)

## The Role of Financial Development in the Arrival of Foreign Direct Investment and Promotion of Economic Growth

\*Farshid Pourshahabi<sup>1</sup>, Marzie Esfandiari<sup>2</sup>

1. Assistant Professor of Economics, Bojnord University, Bojnord, Iran

2. Assistant Professor of Economics, Sistan and Baluchestan University, Zahedan, Iran

(Received: 5/March/2016

Accepted: 28/May/2016)

### Abstract:

Economic growth has always been an important objective of policy in different countries. In developing countries including Iran, to achieving a reasonable rate of economic growth is essential. Since developing countries are facing with low efficiency of investment due to technological backwardness, so this set of countries would be taking advantage from foreign direct investment (FDI) as a source of capital accumulation and promote economic growth. Iran has a good potential for utilization of this resource considering to entering the field of FDI after the implementation of the nuclear deal. But the impact of FDI on economic growth needs required fields, including the host country's financial development. Therefore, in this study financial development as an important variable in the FDI inflow and economic growth is considered. The results for 10 developing Asian countries including Iran in the period 1996-2013 indicate that financial development has a determining effect on FDI inflow to the set of countries, but this is not enough and political stability is essential for FDI inflow. Also, the results indicate that although FDI has a positive and significant effect on economic growth in these set of countries, but financial development has a deterrent effect on economic growth of these countries due to the weak institutions and inefficiency in the allocation of funds.

**Keywords:** Financial Development, Foreign Direct Investment (FDI), Economic Growth.

**JEL:** F43, G30, F21.

### چکیده:

رشد اقتصادی همواره از اهداف مهم سیاستی در کشورهای مختلف است و در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران نیز دستیابی به نرخ بالای رشد اقتصادی ضروری به شمار می‌رود. با توجه به آنکه کشورهای در حال توسعه به دلیل عقب ماندگی تکنولوژیکی با کارایی پایین سرمایه‌گذاری رو به رو می‌باشند، بنابراین، این مجموعه از کشورها می‌توانند از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) به عنوان منبع مناسب انباشت سرمایه و ارتقاء رشد اقتصادی بهره ببرند. در اقتصاد ایران نیز با توجه به فراهم شدن امکان ورود FDI پس از اجرایی شدن توافق هسته‌ای از پتانسیل بهره‌برداری از این منبع برخوردار است. البته تأثیر ورود FDI بر رشد اقتصادی نیازمند زیرساخت‌های لازم از جمله توسعه مالی کشور میزبان می‌باشد. بنابراین در این مطالعه توسعه مالی به عنوان یک متغیر مهم در ورود FDI و ایجاد رشد اقتصادی مورد توجه قرار گرفته است. نتایج مطالعه برای ۱۰ کشور آسیایی در حال توسعه شامل ایران در دوره زمانی ۲۰۱۳-۱۹۹۶ نشان دهنده آن است که توسعه مالی یک متغیر تعیین کننده در ورود FDI به این مجموعه از کشورها می‌باشد، البته بر اساس نتایج، این عامل به تنهایی کافی نبوده و ثبات سیاسی نیز برای ورود FDI ضروری می‌باشد. همچنین نتایج نشان دهنده 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.

**واژه‌های کلیدی:** توسعه مالی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI).

رشد اقتصادی.

**طبقه‌بندی JEL:** F21, G30, F43.

## ۱- مقدمه

بر اساس الگوهای کلاسیک، انباشت سرمایه از عوامل مهم رشد اقتصادی می‌باشد. کشورهای در حال توسعه از جمله ایران برای رشد اقتصادی نیازمند انباشت سرمایه می‌باشند. با توجه به محدودیت سرمایه در کشورهای در حال توسعه استفاده از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی برای انباشت سرمایه در این کشورها مورد توجه قرار گرفته است. سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه از جمله رشد اقتصادی شتابان، بهبود مستمر فضای کسب و کار، گسترش و تعمیق نظام جامع تأمین مالی و جذب سرمایه‌گذاران خارجی به خوبی نشان دهنده ضرورت جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و موضوع مورد بررسی می‌باشد (میرباقری هیر و شکوهی فر، ۱۳۹۵: ۹۵). بنابراین در این مطالعه با توجه به ضرورت موضوع، ارتباط بین میزان توسعه یافتگی مالی کشورهای در حال توسعه و ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به این کشورها مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین در ادامه جهت اهداف سیاستی اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سطح توسعه مالی کشورهای مورد بررسی بر رشد اقتصادی بررسی شده است (آق آراکلی و همکاران، ۱۳۹۵: ۱۳۳).

در ادبیات رشد اقتصادی درون‌زا (رومر<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶؛ لوکاس<sup>۲</sup>، ۱۹۸۸؛ ۱۹۹۳) توسعه مالی می‌تواند بر رشد اقتصادی بلندمدت تأثیرگذار باشد. شومپتر<sup>۳</sup> (۱۹۱۱) در مورد آزادی عمل واسطه‌گری‌های مالی بر اهمیت نقش خدمات مالی بر رشد اقتصادی از طریق تأمین ابداعات تأکید می‌نماید. توسعه مالی رشد اقتصادی را به طور مستقیم و غیرمستقیم از طریق انباشت سرمایه داخلی و افزایش بهره‌وری کل عوامل تولید بهبود می‌بخشد (دلیری، ۱۳۹۶: ۸۳). توسعه مالی از طریق افزایش تحرک پس‌اندازها و کاهش عدم تقارن اطلاعات منجر به بهبود تخصیص منابع می‌شود. همچنین از طریق توسعه مالی و گسترش نظارت بر عملکرد مدیران و بهبود کنترل شرکت‌ها، ریسک در شرکت‌ها کاهش می‌یابد (روبینی و سالای مارتین<sup>۴</sup>، ۱۹۹۲: ۱۰؛ کینگ و لوین<sup>۵</sup>، ۱۹۹۳: ۷۱۷). نتایج مطالعات نشان دهنده آن است که کشورهایی که از توسعه مالی بالاتری برخوردار هستند از مقاومت بیشتری در برابر بحران‌های پولی

برخوردار می‌باشند (فدریک و کاریولی<sup>۶</sup>، ۲۰۰۹: ۲۸۵). توسعه مالی فرایندی است که در آن عوامل، سیاست‌ها و نهادهای لازم برای شکل‌گیری واسطه‌ها و بازارهای مالی مؤثر ایجاد شده و امکان دسترسی عمیق و گسترده به خدمات مالی فراهم می‌شود. توسعه مالی از طریق چند کانال می‌تواند به رشد اقتصادی منجر شود. برای مثال توسعه مالی در شکل افزایش اعتماد در سیستم مالی، خانوارها را به پس‌انداز بیشتر تشویق نموده که عرضه وجوه را برای سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد. همچنین توسعه مالی منجر به استفاده کارآتر از سرمایه‌های مالی می‌شود. از آنجا که منبع انباشت سرمایه، سرمایه‌گذاری است؛ بنابراین، برای انجام سرمایه‌گذاری می‌بایست یا پس‌انداز لازم در سیستم مالی وجود داشته باشد یا دولت بتواند با استفاده از هزینه‌های عمرانی سرمایه‌گذاری لازم را انجام دهد. ولی، مشکل موجود در کشورهای در حال توسعه این است که در این کشورها به دلیل ناکارایی بخش دولتی بیشتر درآمدها صرف هزینه جاری می‌شود و منابع برای هزینه‌های عمرانی کافی نیست. افزون بر این، در این کشورها با پایین بودن پس‌انداز و پایین بودن کارایی سرمایه‌گذاری به دلیل عقب ماندگی تکنولوژیکی سبب می‌شود که از سرمایه موجود به طور کارا استفاده نشود.

یکی از منابعی که می‌تواند کمبود انباشت سرمایه در کشورهای در حال توسعه را جبران کند، استفاده از سرمایه‌گذاری خارجی است. از بین انواع مختلف سرمایه‌گذاری خارجی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به دلیل مزیت‌هایی مانند انتقال تکنولوژی، ارتباط با بازارهای بین‌المللی، انتقال مهارت‌های مدیریتی و غیره منبعی مناسب‌تر برای انباشت سرمایه و به دنبال آن ارتقای رشد اقتصادی می‌باشد (مهدوی و مهدوی، ۱۳۹۰: ۱۳۰). بر اساس تعریف کنفرانس تحقیقات و توسعه سازمان ملل (آنکتاد<sup>۷</sup>) سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی عبارت است از سرمایه‌گذاری که متضمن روابط اقتصادی بلندمدت بوده و نشان دهنده منافع پایدار و کنترل واحد اقتصادی مقیم یک کشور (کشور مادر) بر واحدهای اقتصادی مقیم کشور دیگر (شعبه فرعی بنگاه مادر) باشد.

نکات مثبت FDI عبارتند از: جذب سرمایه، افزایش موجودی ارز و صرفه جویی اعتباری، نوسازی صنایع، افزایش مهارت مدیریتی، افزایش اشتغال، نوآوری تولیدی، افزایش بازدهی سرمایه و نیروی کار، افزایش بهره‌وری، افزایش

1. Romer (1986)
2. Lucas (1988)
3. Schumpeter (1911)
4. Roubini & Sala-I-Martin (1992)
5. King & Levine (1993)

6. Federici & Carioli (2009)

7. UNCTAD

می‌شود و هم از کانال افزایش بهره‌وری کل عوامل به رشد اقتصادی کمک می‌نماید. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی علاوه بر آنکه از چندین کانال بر رشد اقتصادی اثر می‌گذارد به صورت غیر مستقیم نیز منجر به افزایش رشد اقتصادی کشور می‌شود (غفاری و نیک‌نژاد، ۱۳۹۱: ۱۴۷). طرفداران آزادی جریان سرمایه، انتقال دانش فنی، توسعه منابع انسانی، اشاعه مهارت‌های مدیریتی و گسترش تجارت خارجی به ویژه دستیابی به بازارهای جدید صادراتی و افزایش بهره‌وری را از مزایای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌دانند. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از طریق انجام فعالیت‌های تحقیق و توسعه، تنوع بخشیدن به ترکیب صادرات کشور میزبان، رقابت بین دانش فنی جدید و موجود و ارتقای بهره‌وری عوامل تولید می‌تواند آثار مثبتی بر رشد اقتصادی کشور میزبان ایجاد نماید. دملو<sup>۱</sup> بیان می‌نماید که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منافع بیشتری از دیگر جریان‌های مالی دارد که علاوه بر افزایش موجودی سرمایه داخلی تأثیر مثبتی نیز بر رشد بهره‌وری از طریق انتقال تکنولوژی و تخصص مدیریتی دارد. برخی از مدل‌های اقتصادی بیان می‌نمایند که رابطه میان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی به مداخله عوامل دیگر مشروط است (دملو، ۱۹۹۷: ۱). به عنوان مثال، مدلی که توسط هرمس و لنسینک<sup>۲</sup> ارائه شده است، پیش‌بینی نموده که اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی مشروط به توسعه بازارهای مالی کشورهای میزبان می‌باشد (هرمس و لنسینک، ۲۰۰۳: ۱۴۲). نتایج مطالعه هادی زنوز و کمالی دهکردی نیز نشان دهنده آن است که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی رشد اقتصادی کشورهای میزبان را تقویت می‌کند و درجه توسعه‌یافتگی کشور میزبان بر میزان جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر دارد (هادی زنوز و کمالی دهکردی، ۱۳۸۸: ۱۱۳).

برخی از مطالعات تأثیر مثبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی را تأیید نمی‌کنند. اقتصاددانان عوامل متعددی را به عنوان دلایل اصلی تفاوت عملکرد برخی از کشورها در جذب FDI بیان نموده‌اند. شرایط اقتصادی کشور شامل اندازه بازار، نرخ تورم، شدت باز بودن تجاری، نرخ دستمزد، نسبت بدهی خارجی به تولید ناخالص داخلی از آن جمله می‌باشند (طیبه و همکاران، ۱۳۹۲: ۱۳۳). برای مثال مطالعه اتیکن و

دستمزد واقعی کار در قبال کاهش قیمت تولیدات کیفی، افزایش درآمدهای مالیاتی دولت، ایجاد دانش فنی تازه، تحرک بخش‌های اقتصادی-اجتماعی، بهبود تراز پرداخت‌ها، افزایش قدرت رقابت و غیره. نکات منفی FDI نیز عبارتند از: دادن امتیازات خاص به کشور صادرکننده سرمایه، ایجاد ساختار بازار انحصاری در بلندمدت، از بین رفتن صنایع با مقیاس تولید کوچک، افزایش بیکاری، ایجاد کسری در تراز پرداخت‌ها، ایجاد هزینه اخذ برای میزبان سرمایه، توزیع نامتعادل درآمدها و رقابت با پروژه‌های سرمایه‌گذاری ملی، خروج سرمایه‌های داخلی، انحطاط صنایع داخلی و تأثیرپذیری از اقتصاد صادرکننده سرمایه و غیره (نجارزاده و ملکی، ۱۳۸۴: ۱۴۷؛ شاه‌آبادی و محمودی، ۱۳۸۵: ۹۲).

با وجود این که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی یکی از متغیرهای مهم اقتصادی است که می‌تواند با توجه به ویژگی‌های خود بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت داشته باشد، اما نتایج مطالعات در زمینه تأثیرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی در کشورهای مختلف متفاوت بوده است. در برخی از مطالعات وجود این رابطه مثبت تأیید شده است، اما در برخی از مطالعات نیز چنین ارتباطی بین رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی مشاهده نشده است. دلیل عدم تأثیرگذاری مثبت آن می‌تواند عدم مهیا بودن شرایط داخلی کشور میزبان (از جمله توسعه مالی) برای جذب مزایای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی باشد. بنابراین، این مطالعه درصدد آن است که تأثیر توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی را در ۱۰ کشور در حال توسعه آسیایی با تأکید بر ایران مورد آزمون قرار دهد. برای این منظور مطالعه در پنج بخش تدوین شده است. بخش دوم به شرح مختصر ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق در رابطه با موضوع مورد بررسی پرداخته است. همچنین تصریح الگو در بخش سوم مطالعه ارائه شده است، نتایج برآورد الگوی مطالعه در بخش چهارم ارائه شده است و در نهایت بخش پنجم شامل بحث و نتیجه‌گیری می‌باشد.

## ۲- ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

بر اساس تحلیل‌های تئوریک اثر ورود سرمایه بر رشد اقتصادی در طول زمان در حال افزایش می‌باشد. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از بین جریان‌های مختلف سرمایه‌گذاری خارجی بیشترین اثرگذاری را دارا می‌باشد، زیرا این نوع سرمایه‌گذاری هم از کانال افزایش موجودی سرمایه منجر به رشد اقتصادی

1. De Mello (1997)

2. Hermes & Lensink (2003)

اقتصادی را افزایش دهند. ۲- رشد اقتصادی منجر به توسعه مالی می‌شود و رشد اقتصادی تقاضا برای خدمات مالی و توسعه مالی را به همراه دارد. ۳- رابطه دوطرفه بین رشد اقتصادی و توسعه مالی، که در مراحل اولیه توسعه اقتصادی بخش مالی از طریق فراهم نمودن سرمایه باعث رشد اقتصادی می‌شود و در مراحل بعدی اقتصاد در حال رشد تقاضا برای خدمات مالی افزایش یافته و توسعه مالی شکل می‌گیرد (حسینی و دیگران، ۱۳۹۰: ۲۰).

توسعه مالی منجر به استفاده بهتر از مزیت‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌شود و بر کارایی سرمایه‌گذاری داخلی نیز تأثیرگذار است و این تأثیر به وضعیت توسعه مالی کشور میزبان بستگی دارد. بر اساس نظر اقتصاددانان، عملکرد خوب بازارهای مالی ریسک‌های طبیعی در سرمایه‌گذاری توسط بنگاه‌های محلی که به دنبال تقلید فناوری‌های جدید هستند را کاهش می‌دهد. با توجه به مطالعه آلفرو و دیگران<sup>۵</sup> توسعه بازارهای محلی پیش شرط مهمی برای اثرگذاری مثبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی است. سیستم مالی، تخصیص کارآمد منابع را افزایش می‌دهد و با توجه به جریان ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به ظرفیت جذب در کشور میزبان کمک می‌کند. سیستم‌های مالی توسعه یافته‌تر می‌توانند شرایط بهتری را برای برقراری ارتباط بنگاه داخلی با بنگاه خارجی ایجاد نمایند و بر روند انتشار فناوری‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کمک کنند (آلفارو و همکاران، ۲۰۰۴: ۱۰۸). شومپتر (۱۹۱۱) اهمیت واسطه‌های مالی توسعه یافته را در افزایش نوآوری تکنولوژیکی، موجودی سرمایه و رشد اقتصادی در یک قرن قبل مطرح نمود و مطالعات صورت گرفته در این زمینه تأیید می‌کنند که عملکرد خوب بازارهای مالی از طریق کاهش هزینه مبادله، سرمایه اختصاص داده شده در پروژه‌های با بازدهی بالا را تضمین نموده و در نتیجه رشد اقتصادی افزایش می‌یابد (گلداسمیت<sup>۶</sup>، ۱۹۶۹؛ مک‌کینون<sup>۷</sup>، ۱۹۷۳؛ شاو، ۱۹۷۳، به نقل از تقوی و همکاران، ۱۳۹۰: ۶۵).

با توجه به اهمیت مباحث رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه مالی، در سال‌های اخیر مطالعات فراوانی در این حوزه انجام شده است که در ادامه به برخی از این مطالعات اشاره می‌شود:

هریسون<sup>۱</sup> (۱۹۹۹: ۶۰۵) برای ونزوئلا و حداد و هریسون<sup>۲</sup> (۱۹۹۳: ۵۱) برای مراکش نشان دهنده آن است که شرایط داخل کشور میزبان در تأثیرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی مؤثر بوده است. مطالعه خلیلی عراقی و سلیمی‌شندی نشان دهنده آن است که اثر ترکیبی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی برای کشورهای با درآمد بالا که از سطح توسعه مالی بالاتری برخوردار هستند، بیشتر از کشورهای با درآمد پایین می‌باشد و به عبارتی توسعه مالی باعث افزایش تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی می‌شود (خلیلی عراقی و سلیمی‌شندی، ۱۳۹۳: ۱۴۳). نتایج مطالعه جلائی و صباغ پورفرد نشان دهنده آن است که توسعه بازارهای مالی موجب افزایش اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی در ایران می‌شود (جلائی و صباغ پورفرد، ۱۳۸۸: ۱۷۷).

نظریه‌های رشد درون‌زا انگیزه برقراری رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را بیان نموده و موجب ابداع راه‌های جدیدی برای تبیین اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی شده‌اند، که مطالعه ترابلسی<sup>۳</sup> (۲۰۰۲) نشان دهنده این موضوع می‌باشد. با توسعه مالی و معرفی ابزارهای جدید تأمین و توسعه مالی، رشد اقتصادی بلندمدت از طریق کاهش ریسک، افزایش کارایی سرمایه از طریق تخصیص بهینه منابع و تحریک‌پذیری سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد (نقل از حسینی و همکاران، ۱۳۹۰: ۲۲). از نظر شاو<sup>۴</sup> گسترش واسطه‌گری‌های مالی که در نتیجه آزادسازی مالی رخ می‌دهد، باعث افزایش انگیزه پس‌انداز و سرمایه‌گذاری می‌شود و متوسط کارایی سرمایه‌گذاری را نیز افزایش می‌دهد. مؤسسات مالی از طریق کاهش ریسک با ایجاد تنوع دارایی، ایجاد صرفه‌های اقتصادی ناشی از مقیاس، افزایش در کارایی عملیات و کاهش هزینه‌های اطلاعات از طریق تقسیم کار و تخصصی نمودن کارها بازدهی واقعی پس‌اندازکنندگان را افزایش داده و هزینه‌های واقعی سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهند (سیفی‌پور، ۱۳۸۹: ۳۳).

مطالعات صورت گرفته در زمینه اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی به سه گروه تقسیم بندی می‌شوند که عبارتند از: ۱- رابطه علیت از توسعه مالی به رشد اقتصادی می‌باشد و سیاست‌گذاران می‌توانند از طریق توسعه بخش مالی رشد

5. Alfaro et al. (2004)  
6. Goldsmith (1969)  
7. McKinnon (1973)

1. Aitken & Harrison (1999)  
2. Haddad & Harrison (1993)  
3. Traboulsi (2002)  
4. Shaw

## جدول ۱. پیشینه مطالعاتی

محققین	موضوع	نتایج تحقیق
خلیلی عراقی و سلیمی شندی (۱۳۹۳)	بررسی رابطه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی و رشد اقتصادی برای ۱۶ کشور آسیایی در فاصله سال‌های ۲۰۰۸-۱۹۸۰	توسعه مالی باعث افزایش تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی می‌شود.
شهیدی و یآوری (۱۳۹۳)	بررسی همزمان رابطه میان رشد اقتصادی، موجودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و موجودی سرمایه داخلی در ایران در دوره ۱۳۵۵-۱۳۸۹	نتایج نشان دهنده آن است که افزایش سطح توسعه مالی بر رشد اقتصادی بی‌تأثیر بوده و موجودی سرمایه داخلی را نه تنها افزایش نداده، بلکه کاهش نیز داده است. همچنین ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تأثیری منفی بر رشد اقتصادی داشته و نتوانسته به انباشت سرمایه داخلی نیز کمک کند.
مومنی و آربانی (۱۳۹۲)	بررسی توسعه مالی در کشورهای منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا به عنوان پیش شرط مهم برای اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی	نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که در کشورهای منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی از کانال توسعه بازارهای مالی مثبت و معنادار می‌باشد.
مهدوی و مهدوی (۱۳۹۰)	بررسی رابطه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی در ایران در فاصله سال‌های ۷۸-۱۳۴۶	نتایج مطالعه نشان می‌دهد که در ایران ضریب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و شاخص بازار مالی به تنهایی در کوتاه‌مدت و بلندمدت تأثیر معناداری بر تولید ناخالص داخلی ندارند، ولی شاخص اثر ترکیبی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و بازار مالی زمانی که شاخص بازار مالی نسبت اعتبارات اعطایی بانک‌ها به کل بخش‌ها باشد، در بلندمدت و کوتاه‌مدت دارای تأثیر مثبت و معنادار بر تولید ناخالص داخلی است.
علیزاده و همکاران (۱۳۹۳)	بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی ترکیبی در دوره زمانی ۲۰۱۰-۱۹۹۸ برای کشورهای عضو D-8	نتایج به دست آمده حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی در نمونه مورد بررسی است.
آدامز <sup>۱</sup> (۲۰۰۹)	بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری داخلی بر رشد اقتصادی برای صحرای آفریقا برای دوره زمانی ۲۰۰۳-۱۹۹۰	نتایج مطالعه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ابتدا اثر منفی بر سرمایه‌گذاری مستقیم داخلی داشته است، اما در دوره‌های بعد اثر مثبت آن نمایان شده است.
آلفارو و همکاران <sup>۲</sup> (۲۰۱۰)	بررسی تأثیر روابط پیشین در افزایش رشد اقتصادی از طریق بازارهای مالی محلی	یافته‌های مطالعه نشان دهنده آن است که افزایش در نسبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منجر به رشد اقتصادی بالاتری در کشورهای برخوردار از بازارهای مالی توسعه یافته می‌شود.
آدنیسی و اوماسکین <sup>۳</sup> (۲۰۱۲)	بررسی رابطه علی بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی در فاصله سال‌های ۲۰۰۵-۱۹۷۰ در کشورهای غنا، سیرالئون، نیجریه و گامبیا	یافته‌های مطالعه نشان می‌دهد که در کشورهای غنا، گامبیا و سیرالئون توسعه بازار مالی، منافع حاصل از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایجاد رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد، در حالی که در نیجریه هیچ رابطه کوتاه‌مدت و بلندمدتی از طرف سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی مشاهده نمی‌شود.
انور و سیزونگ <sup>۴</sup> (۲۰۱۱)	بررسی رابطه بین رشد اقتصادی، انباشت سرمایه خارجی و انباشت سرمایه داخلی	یافته‌های مطالعه نشان می‌دهد که توسعه مالی موجب رشد موجودی سرمایه داخلی شده است، اما تأثیر معناداری بر رشد اقتصادی ندارد. همچنین افزایش در موجودی سرمایه خارجی موجب افزایش موجودی سرمایه داخلی و رشد اقتصادی شده است، اما موجودی سرمایه خارجی تنها به واسطه باز بودن اقتصاد و نرخ ارز واقعی تحت تأثیر قرار گرفته است.
شعیر و ابیدا <sup>۵</sup> (۲۰۱۳)	سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی و رشد اقتصادی، شواهد تجربی از کشورهای شمال آفریقا (تونس، موروکو، مصر و الجزایر)	یافته‌های مطالعه رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی را تأیید نموده و نشان می‌دهد توسعه سیستم مالی داخلی پیش شرط لازم برای ایجاد تأثیر مستقیم سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی است.
لی چی <sup>۶</sup> (۲۰۱۰)	بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی و رشد اقتصادی برای ۴۴ کشور در طی دوره (۱۹۹۶-۲۰۰۵)	نتایج نشان دهنده آن است که توسعه بخش مالی نقش مهمی در افزایش تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی دارد. همچنین بر اساس نتایج به دست آمده سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه مالی مکمل می‌باشند.

مأخذ: یافته‌های تحقیق

1. Adams (2009)
2. Alfaro et al. (2010)
3. Adeniyi & Omisakin (2012)
4. Anwar & Sizhong (2011)
5. Sghaier & Abida (2013)
6. Li Chee (2010)

## ۳- تصریح الگو

در این مطالعه جهت اهداف تحقیق از دو مدل برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. موضوعات مهم مورد بررسی در این مطالعه عبارتند از: بررسی اثر غیرخطی توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، بررسی اثر متقابل توسعه مالی و ریسک سیاسی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و بررسی اثر متقابل توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه آسیایی. جهت بررسی اثر توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از رابطه (۳-۱) بر پایه مدل به کار گرفته شده توسط دوتا و روی<sup>۱</sup> (۲۰۰۸: ۹) استفاده شده است.

(۳-۱)

$$FDI = \alpha + \beta_1 FD + \beta_2 FD^2 + \beta_3 X + \varepsilon$$

در مدل فوق FDI نشان دهنده نسبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ورودی به تولید ناخالص داخلی، X ماتریس متغیرهای کنترل شامل: رشد سالانه تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم، نرخ ارز، درجه باز بودن تجاری، جمعیت و غیره می‌باشد. متغیرهای مستقل FD و  $FD^2$  نشان دهنده توسعه مالی و مجذور متغیر توسعه مالی می‌باشد. توسعه مالی توسط متغیر نسبت اعتبارات بخش خصوصی و سپرده‌های پولی بانک‌ها به تولید ناخالص داخلی جانشین شده است. جمله مجذور توسعه مالی نشان دهنده رابطه غیرخطی بین توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ورودی می‌باشد. ضریب مثبت متغیر توسعه مالی نشان دهنده اثر مثبت متغیر فوق بر FDI می‌باشد. همچنین ضریب منفی جمله مجذور توسعه مالی نشان دهنده اثر کاهشی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی برای سطوح بالاتر توسعه مالی می‌باشد.

با توجه به اهمیت بررسی ریسک سیاسی کشورها و بررسی این موضوع که آیا ریسک سیاسی کشورها نقش بالایی در توانایی یک کشور برای استفاده از توسعه مالی در جهت ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بازی می‌نماید یا خیر می‌توان متغیر ریسک سیاسی کشورها (POL RISK) را وارد رابطه (۳-۱) نمود.

(۳-۲)

$$FDI = \alpha + \beta_1 FD + \beta_2 FD^2 + \beta_3 POL RISK + \beta_4 (FD * POL RISK) + \beta_5 Z_t + \gamma$$

علامت و معنی‌داری پارامتر  $\beta_4$  نشان دهنده آن خواهد بود که

برای یک سطح داده شده ریسک سیاسی، توسعه مالی بالاتر با سطح بالاتر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی همراه می‌باشد. برای سطوح داده شده ریسک سیاسی رابطه تعقر بین دو متغیر برقرار است و با سطوح پایداری سیاسی بالاتر، منحنی تعقر به سمت بالا انتقال پیدا خواهد نمود. متغیرهای مورد استفاده در مدل عبارتند از: FDI: نسبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از تولید ناخالص داخلی، FD: توسعه مالی جانشین شده توسط اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی،  $FD^2$ : مجذور توسعه مالی جهت اندازه‌گیری رابطه غیر خطی بین متغیر توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، POL RISK: ریسک سیاسی محاسبه شده توسط پایگاه اطلاعاتی شاخص‌های حکومت جهانی (WGI)، ER: نرخ ارز، g: درصد تغییرات تولید ناخالص داخلی سرانه، POP: جمعیت کشور و نشان دهنده ظرفیت بازار اقتصاد داخلی، TO: درجه باز بودن تجاری برابر با نسبت مجموع صادرات و واردات تقسیم بر تولید ناخالص داخلی، INF: درصد تغییرات شاخص قیمت مصرف کننده (CPI)، POL RISK × FD: رابطه متقابل بین توسعه مالی و درجه ریسک سیاسی کشورها.

همچنین در این مطالعه جهت بررسی اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه مالی بر رشد اقتصادی از رابطه (۳-۳) بر پایه مدل به کار گرفته شده توسط عمران و بلبل<sup>۲</sup> (۲۰۰۳: ۲۳۸) استفاده شده است.

(۳-۳)

$$G = a + b_1 R + b_2 T + b_3 C + e$$

در رابطه (۳-۳)، R بردار متغیرهایی است که به صورت عمومی به عنوان متغیرهای توضیح دهنده رشد شناخته می‌شوند، مانند: درآمد سرانه، سرمایه انسانی، سرمایه‌گذاری، توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی. T بردار متغیرهایی می‌باشد که مورد مطالعه می‌باشند و به صورت احتمالی می‌توانند رشد اقتصادی را متأثر نمایند. C بردار متغیرهای انتخاب شده می‌باشد که معمولاً به عنوان متغیرهای کنترل در برآورد مدل رشد مورد استفاده قرار می‌گیرند، متغیرهای کنترل مانند: نرخ تورم، مخارج دولت، درجه باز بودن تجاری و نرخ ارز. با استفاده از تابع تولید کاب-داگلاس<sup>۳</sup> خواهیم داشت:

(۳-۴)

$$Y = A(FS, FD)L^\alpha K^\beta$$

در رابطه فوق Y: محصول، A: بهره‌وری کل عوامل، FS:

2. Omran &amp; Bolbol (2003)

3. Cobb-Douglas

1. Dutta &amp; Roy (2008)

(۲۰۱۳-۱۹۹۶) می‌باشد و منبع داده‌های مورد استفاده پایگاه اطلاعاتی بانک جهانی (WDI) و پایگاه اطلاعاتی شاخص‌های حکومت جهانی (WGI) می‌باشد. تکنیک‌های اقتصادسنجی مورد استفاده جهت برآورد مدل‌های مورد بررسی تکنیک اقتصادسنجی پانل دیتا می‌باشد که شامل آزمون‌های ریشه واحد و آزمون‌های هم‌انباشتگی در داده‌های پانل می‌باشد.

#### ۴- نتایج برآورد الگو

جهت برآورد مدل‌های مورد نظر ابتدا نتایج آزمون مانایی متغیرها توسط آزمون‌های ایم، پسران و شین<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) و لوین، لین و چو<sup>۲</sup> (۱۹۹۷) برای مجموعه کشورهای مورد بررسی قرار گرفته است و سپس با توجه به اینکه در مدل‌های مورد بررسی متغیرهای نامانا وجود دارد، بنابراین وجود رابطه هم‌انباشتگی بین متغیرهای مدل جهت جلوگیری از برآورد رگرسیون کاذب مورد آزمون قرار گرفته است. آزمون هم‌انباشتگی کائو<sup>۳</sup> (۱۹۹۹) وجود رابطه تعادلی بلندمدت بین متغیرهای مدل‌های مورد بررسی در این مجموعه از کشورها را تأیید نموده است. همچنین پیش از برآورد مدل ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر مدل پانل دیتا و بر اساس آزمون هاسمن مدل اثرات ثابت جهت برآورد مدل انتخاب شده است. نتایج برآورد رابطه ۲ برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در جدول ۲ ارائه شده است.

بر اساس نتایج به دست آمده توسعه مالی اثر مثبت و معنی‌داری بر میزان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ورودی دارد. دلیل این موضوع آن است که کشورهای دارای بخش مالی کارا دارای مزایای رقابتی در بخش‌های صنعتی نیز می‌باشند. توسعه مالی با کارایی توزیع منابع، تحرک پس‌اندازها، کاهش مشکل اطلاعات نامتقارن و کاهش ریسک زمینه ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بیشتری را فراهم می‌نماید. البته بر اساس نتایج به دست آمده از ضریب متغیر مجذور توسعه مالی اثر توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی پس از عبور از یک سطح مشخص منفی می‌شود. همچنین نتایج نشان دهنده آن است که ریسک سیاسی موجود در کشورهای فوق به تنهایی اثر بازدارنده بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای مورد بررسی ندارد. دلیل این موضوع آن است که کشورهای در حال توسعه همواره با درصدی از بی‌ثباتی سیاسی همراه می‌باشند و در نتیجه آن وجود بی‌ثباتی سیاسی به تنهایی

انباشت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، FD: توسعه مالی، L: نیروی کار، K: سرمایه،  $\alpha$  و  $\beta$  سهم نیروی کار و سرمایه می‌باشد. با تفاضل لگاریتم گیری از رابطه (۳-۴) خواهیم داشت:

$$(3-5)$$

$\hat{Y} = A'(FS.dFD + FD.dFS)/A + \alpha\hat{L} + \beta\hat{K}$   
در روابط فوق  $\hat{\ }^{\wedge}$  نشان دهنده نرخ رشد و  $\hat{\ }^{\prime}$  نشان دهنده مشتق بهره‌وری کل عوامل نسبت به  $FS.dFD$  می‌باشد. آشکار است که  $dFS = FDI$  و  $\frac{A'Y}{A} = \lambda$  تولید نهایی بهره‌وری کل عوامل نسبت به تغییر در جمله اثر متقابل می‌باشد. رابطه (۳-۵) را می‌توان به صورت رابطه (۳-۶) نوشت:

$$(3-6)$$

$\hat{Y} = \lambda.FS.\frac{dFD}{Y} + \lambda.FD.FDI/Y + \alpha\hat{L} + \beta\hat{K}$   
در رابطه (۳-۶) عبارت  $FD.FDI/Y$  نشان دهنده رابطه متقابل بین متغیرهای توسعه مالی و نسبت FDI می‌باشد. همچنین رابطه (۳-۶) را می‌توان به صورت رابطه رشد در شکل تابعی قابل برآورد تبدیل نمود. این کار را می‌توان با استفاده از جایگزین نمودن  $\hat{K}$  با نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی، برابر با مقدار ثابت قرار دادن  $\lambda.FS.\frac{dFI}{Y}$  و رشد درآمد سرانه با  $g$  انجام داد. درآمد سرانه، توسعه مالی و نسبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، عناصر بردار  $R$  می‌باشند، که معمولاً رشد اقتصادی را تعیین می‌نمایند.

$$(3-7)$$

$$g = a + b_{11}y + b_{12}FDI/GDP + b_{13}I/GDP + b_{14}FD + b_2FD.FDI/GDP + b_3C + \epsilon$$

متغیرهای مورد استفاده در مدل (۳-۷) عبارتند از  $g$ : رشد درآمد سرانه،  $y$ : لگاریتم طبیعی درآمد سرانه،  $I/GDP$ : نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی،  $FDI/GDP$ : نسبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به تولید ناخالص داخلی،  $FD$ : نسبت اعتبارات داخلی اعطایی به بخش خصوصی،  $FDI/GDP \times FD$ : رابطه متقابل بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه مالی،  $GC/GDP$ : نسبت مخارج دولت از تولید ناخالص داخلی.

کشورهای مورد بررسی در این مطالعه عبارتند از ۱۰ کشور در حال توسعه آسیایی که از درجه تجاری بالایی برخوردار می‌باشند. کشورهای فوق عبارتند از: ایران، اندونزی، تایلند، چین، پاکستان، فیجی، فیلیپین، مالزی، هند و ترکیه. دوره زمانی مورد مطالعه با توجه به محدودیت‌های آماری سال‌های

1. Im, Pesaran & Shin (1997)  
2. Levin, Lin & Chu (1997)  
3. Kao (1999)

مانعی بر افزایش قابلیت کشورها در ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به شمار نمی‌رود.

بر اساس مطالعه صورت گرفته اثر متقابل توسعه مالی و ریسک سیاسی منفی و معنی‌دار می‌باشد. بر این اساس اگر چه توسعه مالی از عوامل تعیین کننده سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌باشد، اما این عامل به تنهایی کافی نمی‌باشد و ثبات سیاسی در شرایط توسعه مالی جهت ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ضروری می‌باشد. ثبات سیاسی نشان دهنده آن

است که ریسک اعتباری کمتری در اقتصاد وجود دارد و دولت‌ها نیز قادر می‌باشند که از توسعه مالی کشور خود حمایت نمایند. بنابراین سطوح توسعه مالی بالا همراه با بی‌ثباتی سیاسی بیشتر با کاهش جریان ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی همراه است. در کشورهای فوق اثرگذاری توسعه مالی به وضعیت سیاسی کشورها بستگی دارد و بی‌ثباتی سیاسی به عنوان مانعی برای نهادهای مالی در جهت بهره‌مندی از منافع کارایی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی عمل می‌نماید.

جدول ۲. نتایج حاصل از برآورد مدل پانل دیتا با اثرات ثابت برای FDI

Independent variables	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳	مدل ۴	مدل ۵
constant	-۲/۱۴۲۵۴۷ (-۵/۵۲۸۶۵۳)	-۴۳/۷۰۵۱۴ (-۳/۰۶۶۳۵۴)	-۲/۱۰۴۰۰۱ (-۴/۳۰۸۶۲۷)	-۳/۱۳۴۱۸۳ (-۳/۰۴۳۲۶۴)	-۴۲/۳۳۷۹۲ (-۴/۰۴۸۷۷۵)
FD	۰/۱۰۸۷۹۴ (۱۱/۱۶۴۶۲)	۰/۱۰۰۰۹۶۳ (۱۰/۱۴۵۴۰)	۰/۱۰۹۱۹۵ (۱۱/۱۸۶۲۱)	۰/۱۰۶۱۲۷ (۱۱/۱۴۷۷۹)	۰/۱۰۱۶۱۶ (۱۰/۳۱۲۸۷)
FD <sup>2</sup>	-۰/۰۰۰۴۰۵ (-۸/۸۹۹۵۵۴)	-۰/۰۰۰۳۶۴ (-۷/۳۵۷۱۹۷)	-۰/۰۰۰۴۰۷ (-۸/۶۰۲۷۴۵)	-۰/۰۰۰۳۸۵ (-۸/۷۱۷۸۹۷)	-۰/۰۰۰۳۶۱ (-۸/۰۰۳۴۴۳)
Pol risk	۰/۵۷۴۷۵۰ (۴/۸۹۹۵۵۴)	۰/۳۸۶۰۵۰ (۳/۱۸۴۳۹۹)	۰/۵۷۴۰۰۷ (۴/۸۸۶۱۳۳)	۰/۴۸۵۲۴۰ (۴/۱۹۰۶۰۸)	۰/۴۱۷۳۱۷ (۳/۷۰۱۴۲۰)
Pol risk*FD	-۰/۰۰۰۹۳۳۳ (-۳/۹۲۳۷۱۹)	-۰/۰۰۰۹۰۴۵ (-۳/۷۵۸۷۹۱)	-۰/۰۰۰۹۵۰۹ (-۳/۶۱۵۹۰۸)	-۰/۰۰۰۸۸۶۱ (-۳/۹۴۹۰۵۱)	-۰/۰۰۰۹۳۷۷ (-۳/۸۳۶۱۵۵)
g	-	۲/۲۸۹۵۵۴ (۲/۹۲۱۱۶۸)	-	-	-
INF	-	۱/۳۲۲۳۳۶ (۱/۶۴۵۹۸۴)	-	-	-
OPEN	-	-	-۰/۰۰۰۵۸۲ (-۰/۱۵۶۴۴۲)	-	-
Log(ER)	-	-	-	-۰/۲۹۷۲۳۰ (۳/۶۵۲۲۶۲)	-
Log(PoP)	-	-	-	-	۲/۲۱۵۳۲۸ (۳/۸۴۲۰۷۸)
R <sup>2</sup>	۰/۷۹۷۱۶۸	۰/۸۰۴۶۷۰	۰/۷۹۹۱۹۲	۰/۸۰۴۷۴۴	۰/۸۰۶۹۶۴
D-W	۱/۷۶۶۵۱۵	۱/۷۶۹۹۶۹	۱/۷۶۶۲۹۵	۱/۷۶۹۵۳۶	۱/۷۶۳۸۶۹

(توضیحات: اعداد داخل پرانتز معرف آماره t می‌باشد.)

#### مأخذ: یافته‌های تحقیق

انگیزه برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در آن کشور افزایش می‌یابد. محاسبات نشان دهنده آن است که جمعیت اثر مثبت و معنی‌داری بر ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای مورد بررسی دارد. دلیل مثبت بودن اثر متغیر مورد نظر تقاضای بالای محصولات و خدمات ارائه شده توسط سرمایه‌گذار مستقیم خارجی می‌باشد. بر اساس جدول ۲ تورم اثر معنی‌داری بر ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در این کشورها نداشته است. تورم‌های بالا و بی‌ثباتی ناشی از آن موجب بی‌معنی

بر اساس نتایج به دست آمده درجه باز بودن تجاری اثر معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کشورهای مورد نظر نداشته است. همچنین نتایج نشان دهنده آن است که افزایش نرخ ارز اثر مثبت و معنی‌داری بر میزان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای مورد بررسی دارد. دلیل این موضوع آن است که هر چه پول رایج در کشور مبدأ سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نسبت به کشور میزبان قوی‌تر باشد، به دلیل ارزان تمام شدن هزینه سرمایه برای سرمایه‌گذار،



در این کشورها شده و در نتیجه آن درآمد سرانه افزایش می‌یابد. بر اساس نتایج به دست آمده سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر معنی‌داری بر رشد درآمد کشورهای مورد بررسی نداشته است. اگرچه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با افزایش انباشت سرمایه و نیز انتقال تکنولوژی مناسب و پیشرفته و افزایش کارایی سرمایه به صورت مستقیم می‌تواند منجر به افزایش رشد درآمد سرانه کشورها شود، اما با توجه به اینکه حجم سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در مقایسه با حجم اقتصاد این کشورها کوچک می‌باشد، بنابراین میزان اثرگذاری آن بر رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه معنی‌دار نبوده است.

شدن اثر این متغیر بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی شده است. نتایج به دست آمده در جدول ۳ نشان دهنده آن است که اندازه اقتصاد اثر مثبت و معنی‌داری بر رشد درآمد سرانه کشورهای مورد بررسی داشته است. دلیل این موضوع آن است که کشورهای در حال توسعه با توجه به بازار بزرگی که رودرروی خود دارند، بنابراین تولید داخلی امکان رشد بالایی را جهت پاسخ‌گویی به تقاضای فوق دارد. سرمایه‌گذاری داخلی نیز اثر مثبت و معنی‌داری بر رشد درآمد سرانه این مجموعه از کشورها داشته است. سرمایه‌گذاری داخلی با افزایش سرمایه فیزیکی به عنوان یک عامل تولید منجر به افزایش رشد تولید

جدول ۳. نتایج حاصل از برآورد مدل پانل دیتا با اثرات ثابت برای رشد درآمد سرانه

Independent variables	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳	مدل ۴	مدل ۵
constant	-۱۳/۰۲۰۴۳ (-۲/۳۱۶۷۱۷)	-۱۶/۵۷۱۳۹ (-۳/۰۰۹۷۳۳)	-۱۲/۵۸۳۳۵ (-۲/۲۴۲۲۳۰)	-۱۵/۷۴۴۹۷ (-۲/۵۶۱۲۱۱)	۱۶/۴۲۸۳۴ (-۲/۷۲۵۹۹۱)
y	۱/۹۸۴۲۱۲ (۲/۴۰۱۰۸۵)	۱/۹۷۹۳۴۰ (۲/۵۸۷۱۸۶)	۱/۹۰۷۴۱۶ (۲/۳۰۵۲۵۹)	۳/۵۳۱۷۹۴ (۳/۹۶۰۷۷۵)	۳/۴۴۷۱۶۷ (۳/۶۴۳۰۸۶)
I	۰/۱۹۸۸۳۱ (۸/۲۸۸۵۵۰)	۰/۱۸۹۵۹۹ (۱۰/۰۰۶۸۱)	۰/۱۷۴۰۷۶ (۶/۱۶۶۷۹۸۹)	۰/۱۵۱۴۸۹ (۶/۰۰۱۹۲۶)	۰/۱۴۲۷۱۸ (۵/۹۱۳۶۰۶)
FDI	۰/۰۸۱۰۷۷ (۰/۵۰۶۱۶۴)	۰/۰۷۸۸۳۸ (۰/۵۳۴۸۰۶)	۰/۰۸۶۲۹۱ (۰/۵۵۰۲۸۹)	۰/۲۳۸۶۶۸ (۱/۹۴۵۲۵۹)	۰/۲۳۷۸۹۹ (۱/۹۰۷۴۲۸)
FD	-۰/۰۷۰۹۳۱ (-۱۱/۳۰۰۹۳)	-۰/۰۶۹۷۶۶ (-۱۲/۴۳۱۹۴)	-۰/۰۷۳۶۵۲ (-۱۲/۱۰۳۸۹)	-۰/۰۷۳۶۴۸ (-۱۳/۲۴۷۱۰)	-۰/۰۷۵۲۳۹ (-۱۳/۸۱۵۶۹)
FDI*FD	۰/۰۰۲۰۱۹ (۱/۲۷۱۷۷۹)	۰/۰۰۲۰۸۳ (۱/۴۵۶۷۴۸)	۰/۰۰۲۰۳۲ (۱/۳۴۹۳۱۸)	۰/۰۰۰۸۴۰ (۰/۷۶۷۵۵۷)	۰/۰۰۰۸۲۴ (۰/۷۴۵۰۹۳)
Log(GC)	-	۱/۵۱۷۶۲۴ (۱/۶۷۵۵۴۹)	-	-	-
OPEN	-	-	۰/۰۱۱۲۵۲ (۱/۲۶۵۰۶۹)	-	۰/۰۰۷۵۸۵ (۰/۸۰۰۶۴۶)
Log(CPI)	-	-	-	-۱/۸۵۹۰۸۶ (-۴/۷۲۲۹۱۲)	-۱/۶۱۵۲۵۷ (-۲/۶۳۰۲۷۰)
R <sup>2</sup>	۰/۹۲۲۲۶۶	۰/۹۲۷۴۹۵	۰/۹۲۳۲۸۹	۰/۹۱۹۶۹۳	۰/۹۱۹۷۱۷
D-W	۱/۸۹۶۷۷۶	۱/۹۱۶۷۰۱	۱/۹۳۳۰۳۱	۱/۹۳۴۰۸۶	۱/۹۵۷۷۹۸

(توضیحات: اعداد داخل پرانتز معرف آماره t می‌باشد.)

#### مأخذ: یافته‌های تحقیق

سرمایه‌گذاری‌های مولد به سمت مصرف، بی‌ثباتی‌های اقتصادی، سطح حقوق مالکیت و نااطمینانی سیاسی نیز می‌توانند منجر به منفی شدن اثر توسعه مالی بر رشد درآمد سرانه کشورهای فوق شود. مطابق جدول ۳ اثر درجه باز بودن تجاری کشورهای مورد بررسی بر رشد درآمد سرانه آنها مثبت، اما از نظر آماری بی‌معنی می‌باشد که نشان دهنده آن است که

نتایج جدول ۳ نشان دهنده آن است که توسعه مالی اثر منفی و بازدارنده‌ای برای رشد درآمد سرانه این مجموعه از کشورها داشته است. دلیل این موضوع ظرفیت نهادی ضعیف موجود در ساختار اقتصادی کشورهای فوق می‌باشد که منجر به ناکارایی فراگیر در مکانیزم تخصیص اعتبارات در این کشورها می‌شود. همچنین عوامل دیگری از جمله انتقال منابع از

این کشورها توانسته‌اند از دسترسی به بازارهای خارجی و افزایش مقیاس تولید به درستی استفاده نمایند.

همان‌طور که در جدول ۳ ملاحظه می‌شود با توجه به آنکه ظرفیت‌های نهادی موجود در کشورهای در حال توسعه دارای ساختار ضعیف می‌باشند، بنابراین با توجه به آنکه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر معنی‌داری بر رشد اقتصادی این کشورها نداشته است، اثر متقابل بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه مالی نیز از نظر آماری اثر معنی‌داری بر رشد درآمد سرانه کشورهای فوق نداشته است. همچنین بر اساس نتایج به دست آمده مخارج دولت اثر مثبت و معنی‌داری بر رشد اقتصادی کشورهای مورد بررسی داشته است. دلیل این امر را می‌توان این موضوع دانست که در کشورهای در حال توسعه سهم دولت در اقتصاد زیاد می‌باشد و در نتیجه آن با افزایش مخارج مصرفی دولت رشد اقتصادی افزایش می‌یابد. در نهایت نیز نتایج مطالعه نشان دهنده آن است که افزایش سطح عمومی قیمت‌ها در کشورهای فوق اثر منفی و معنی‌داری بر رشد درآمد سرانه این مجموعه از کشورها داشته است. افزایش سطح عمومی قیمت‌ها در سطوح پایین برای افزایش تولید و سودآوری بنگاه‌های اقتصادی لازم می‌باشد، اما تورم بالا با کاهش سطح رقابت‌پذیری بنگاه‌های داخلی همراه می‌باشد که اثر منفی بر رشد اقتصادی کشورهای مورد بررسی دارد.

##### ۵- بحث و نتیجه‌گیری

در این مطالعه جهت بررسی اثر غیر خطی توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، بررسی اثر متقابل توسعه مالی و ریسک سیاسی بر ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نیز بررسی اثر متقابل توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه از ۲ مدل استفاده شده است. نتایج برآوردی مدل اول نشان دهنده آن است که توسعه مالی منجر به افزایش میزان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ورودی می‌شود. البته اثر توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی پس از عبور از یک سطح مشخص منفی می‌شود. نتایج به دست آمده نشان دهنده آن است که ریسک سیاسی موجود در کشورهای فوق به صورت مستقیم اثر بازدارنده بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ندارد، زیرا کشورهای در حال توسعه همواره با درصدی از بی‌ثباتی سیاسی همراه می‌باشند و در نتیجه آن وجود بی‌ثباتی سیاسی تأثیر چندانی بر ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نداشته است. بر اساس نتایج به دست آمده اثر متقابل توسعه مالی و

ریسک سیاسی منفی و معنی‌دار می‌باشد. بر این اساس اگرچه توسعه مالی از عوامل تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌باشد، اما این عامل به تنهایی کافی نمی‌باشد و ثبات سیاسی در شرایط توسعه مالی جهت ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ضروری است. درجه باز بودن تجاری اثر معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کشورهای مورد نظر نداشته است. بنابراین کشورهای مورد بررسی نتوانسته‌اند از دسترسی به بازارهای خارجی و افزایش مقیاس تولید به درستی استفاده نمایند. افزایش نرخ ارز اثر مثبت و معنی‌داری بر میزان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای مورد بررسی داشته است. با افزایش نرخ ارز و کاهش ارزش پول داخلی به دلیل ارزان تمام شدن هزینه سرمایه برای سرمایه‌گذار خارجی، انگیزه برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشور افزایش می‌یابد.

برآوردها نشان دهنده آن است که جمعیت اثر مثبت و معنی‌داری بر ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای مورد بررسی داشته است. دلیل مثبت بودن اثر آن تقاضای بالا برای محصولات و خدمات ارائه شده توسط سرمایه‌گذار مستقیم خارجی ناشی از بزرگ بودن بازار می‌باشد. بر اساس نتایج تورم اثر معنی‌داری بر ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در این کشورها نداشته است. نتایج مدل ۲ نشان دهنده آن است که اندازه اقتصاد اثر مثبت و معنی‌داری بر رشد درآمد سرانه کشورهای مورد بررسی داشته است. دلیل این موضوع آن است که کشورهای در حال توسعه با توجه به بازار بزرگی که رودرروی خود دارند می‌توانند تولید داخلی را افزایش داده و رشد اقتصادی بالایی را تجربه نمایند.

سرمایه‌گذاری داخلی نیز اثر مثبت و معنی‌داری بر رشد درآمد سرانه این مجموعه از کشورها داشته است. سرمایه‌گذاری داخلی با افزایش سرمایه فیزیکی به عنوان یک عامل تولید منجر به افزایش رشد تولید در این کشورها شده و در نتیجه آن درآمد سرانه افزایش می‌یابد. بر اساس نتایج به دست آمده سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر مثبت و معنی‌داری بر رشد درآمد کشورهای مورد بررسی نداشته است. با توجه به اینکه حجم سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در مقایسه با حجم اقتصاد این کشورها کوچک می‌باشد، بنابراین میزان اثر گذاری آن بر رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه معنی‌دار نبوده است.

نتایج نشان دهنده آن است که توسعه مالی اثر منفی و بازدارنده‌ای برای رشد درآمد سرانه این مجموعه از کشورها داشته است. دلیل این موضوع ظرفیت نهادی ضعیف موجود در ساختار اقتصادی کشورهای فوق می‌باشد که منجر به ناکارایی

شفاف، برطرف نمودن مناقشات خارجی و بهره‌مندی از دیپلماسی فعال سیاسی می‌تواند در این زمینه راه‌گشا باشد.

همچنین جهت افزایش سرمایه‌گذاری خارجی ورودی افزایش حمایت از حقوق مالکیت معنوی که نقش اساسی در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی شرکت‌های خارجی دارد، بایستی مورد توجه قرار گیرد. در این راستا عضویت در سازمان‌های جهانی و موافقت نامه‌های بین‌المللی و نهادهای آموزشی اثرگذار می‌باشد. اتخاذ راهبرد برون‌گرا یا استراتژی توسعه صادرات در تجارت خارجی و همکاری‌های مشترک با کشورهای منطقه و کشورهای اسلامی، بهره‌مندی از توافقاتی که پارچگی منطقه‌ای، حذف موانع تجاری و پیوستن به اتحادیه‌های تجاری موجود در جهان در این راستا می‌تواند مفید باشد. یکنواختی سیاست‌های اقتصاد کلان (پولی و مالی) در جهت شکل‌گیری شرایط اطمینان و ثبات در کشور از جمله جلوگیری از نوسانات نرخ ارز که منجر به بی‌ثباتی و نااطمینانی اقتصادی و کاهش امنیت سرمایه برای سرمایه‌گذار می‌شود و تک‌نرخ نمودن نرخ ارز و تثبیت آن در سطح مناسب با استفاده از سیستم نرخ ارز شناور مدیریت شده می‌تواند ثبات نسبی را در بازار ارز به همراه داشته باشد. همچنین سیاست‌های برون‌گرا همراه با کاهش تدریجی موانع تعرفه‌ای و غیرتعرفه‌ای در برابر تجارت خارجی در جهت آزادسازی اقتصادی می‌تواند نقش بالایی در رقابت‌پذیر نمودن بنگاه‌های داخلی و جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته باشد.

با توجه به اثر بازدارنده توسعه مالی بر رشد اقتصادی کشورهای مورد بررسی، وضع قوانین قوی در بخش مالی و نیز نظارت بر سیستم بانکداری، افزایش کارایی توزیع منابع، تحرک پس‌اندازها و کاهش مشکل اطلاعات نامتقارن موجبات افزایش کارایی بخش مالی را فراهم می‌آورد که بازارهای مالی توسعه یافته نشان دهنده پویایی اقتصاد بوده و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بیشتری را به داخل کشور جذب می‌نماید که اثر مثبت غیرمستقیم بر رشد اقتصادی کشور خواهد داشت. از سوی دیگر منجر به از بین رفتن اثر بازدارنده توسعه مالی بر رشد اقتصادی این کشورها خواهد شد. همچنین آزادسازی مالی و عدم سرکوب مالی با ایجاد تعادل در بازار پول در کشور منجر به توسعه سیستم بانکی و ایجاد فضای رقابتی بین بانک‌ها می‌شود که با ارائه خدمات مناسب تر برای سرمایه‌گذاران خارجی همراه بوده و جذب بیشتر سرمایه‌گذاران خارجی را به همراه دارد.

با توجه به اثر مثبت سرمایه‌گذاری داخلی بر رشد اقتصادی تخصیص اعتبارات داخلی توسط بانک‌ها به سرمایه‌گذاران مولد

فراگیر در مکانیزم تخصیص اعتبارات در این کشورها می‌شود. اثر متقابل بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه مالی نیز از نظر آماری اثر معنی‌داری بر رشد درآمد سرانه کشورهای فوق نداشته است. همچنین بر اساس نتایج به دست آمده مخارج دولت اثر مثبت و معنی‌داری بر رشد اقتصادی کشورهای مورد بررسی داشته است. دلیل این موضوع سهم بالای دولت در اقتصاد این مجموعه از کشورها می‌باشد که با افزایش مخارج مصرفی دولت رشد اقتصادی افزایش می‌یابد.

اثر درجه باز بودن تجاری کشورهای مورد بررسی بر رشد درآمد سرانه آنها از نظر آماری بی‌معنی می‌باشد. همچنین بر اساس نتایج به دست آمده افزایش سطح عمومی قیمت‌ها در کشورهای در حال توسعه مورد بررسی اثر منفی و معنی‌داری بر رشد درآمد سرانه این مجموعه از کشورها داشته است. افزایش سطح عمومی قیمت‌ها در سطوح پایین برای افزایش تولید و سودآوری بنگاه‌های اقتصادی لازم می‌باشد، اما سطح تورم بالا با کاهش سطح رقابت‌پذیری بنگاه‌های داخلی همراه می‌باشد، که اثر منفی بر رشد اقتصادی کشورهای مورد بررسی داشته است.

## ۶- پیشنهادات سیاستی

با توجه به نتایج به دست آمده سیاست‌های پیشنهادی زیر می‌تواند در ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و دستیابی کشورهای در حال توسعه به رشد اقتصادی بالا با توجه به سیاست‌های توسعه مالی کمک نماید:

بر اساس نتایج افزایش حجم سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ورودی برای افزایش رشد اقتصادی لازم می‌باشد، بنابراین بایستی سیاست‌های مناسب در خصوص جذب سرمایه‌گذاران خارجی اتخاذ گردد. بازبینی قانون جلب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با هدف گسترش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به کشور از طریق تسهیل شرایط عمومی پذیرش سرمایه، ارائه تسهیلات تشویقی، ارائه مشوق‌های مالیاتی، شفاف نمودن قوانین، تسهیل ورود و خروج سرمایه، حذف بروکراسی اداری و شناسایی نقاط ضعف قانونی و بر طرف نمودن آنها می‌تواند مفید باشد. همچنین با توجه به اثر بازدارنده مخاطرات سیاسی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی لزوم کاهش مخاطرات سیاسی جهت کاهش هزینه‌های معاملاتی موجب تشویق سرمایه‌گذاران خارجی برای انجام سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌شود. سیاست‌های حکمرانی خوب از قبیل ثبات سیاست‌های دولت، ایجاد سیستم قانونی

سزایی در افزایش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در کشور داشته باشد که به عنوان نشانه مناسب بودن وضعیت اقتصادی کشور منجر به تشویق سرمایه‌گذاران خارجی برای ورود به کشور می‌شود. همچنین تلاش دولت در جهت بهبود فضای کسب و کار نیز می‌تواند در افزایش سرمایه‌گذاری داخلی و در نتیجه آن ارتقای رشد اقتصادی کشور مؤثر باشد.

داخلی نیز می‌تواند به عنوان سیاستی در جهت ارتقای تولیدات داخلی و رشد اقتصادی دنبال گردد. این موضوع بهره‌برداری از بازار موجود در کشور را توسط تولیدات داخلی فراهم می‌نماید. همچنین کاهش حجم تصدی‌گری‌های دولت می‌تواند منجر به کاهش فساد در اقتصاد گردد و محیط مناسب‌تری را برای سرمایه‌گذاری داخلی فراهم نماید. اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی و خصوصی سازی اقتصاد نیز می‌تواند نقش به

## منابع

- آق ارکاکلی، آنامحمد؛ یحیی زاده‌فر، محمود و نوبخت، مهدی (۱۳۹۵). "مطالعه توسعه مالی بین الملل و نقش آن بر جهانی شدن اقتصاد در کشور ایران با استفاده از داده‌های تابلویی". فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، دوره ۶، شماره ۲۲، ۵۶-۳۷.
- تقوی، مهدی؛ امیری، حسین و محمدیان، عادل (۱۳۹۰). "توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منا با استفاده از روش پانل پویا GMM". *مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، شماره ۱۰، ۸۲-۶۳.
- جلائی، سید عبدالمجید و صباغ پورفرید، مینا (۱۳۸۸). "بررسی اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی ایران از مسیر بازارهای مالی". *پژوهشنامه اقتصادی*، شماره ۳۳، ۱۸۸-۱۷۱.
- حسینی، سید مهدی؛ اشرفی، یکتا و صیامی‌عراقی، ابراهیم (۱۳۹۰). "بررسی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران با معرفی متغیرهای جدید". *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، سال نوزدهم، شماره ۶۰، ۳۴-۱۹.
- خلیلی عراقی، منصور و سلیمی‌شندی، رقیه (۱۳۹۳). "رابطه بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی و رشد اقتصادی: مطالعه موردی کشورهای منتخب آسیایی". *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، سال ۲۲، شماره ۷۱، ۱۵۶-۱۴۳.
- دلیری، حسن (۱۳۹۶). "بررسی اثر متقابل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری داخلی (مطالعه تطبیقی ایران و ۱۳۶ کشور دنیا)". *فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی*، دوره ۷، شماره ۲۶، ۹۶-۸۱.
- دودانگی، محمد (۱۳۹۵). "عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی در ایران". *فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی*، دوره ۶، شماره ۲۳، ۱۴۷-۱۳۱.
- سیفی‌پور، رویا (۱۳۸۹). "بررسی تجربی تأثیر سطح توسعه مالی بر رشد اقتصادی". *مجله مطالعات مالی*، شماره ۵، ۵۲-۳۳.
- شاه‌آبادی، ابوالفضل و محمودی، عبدالله (۱۳۸۵). "تعیین کننده‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران". *جستارهای اقتصادی ایران*، سال ۵، شماره ۳، ۱۲۹-۹۲.
- شهیدی، آمنه و یآوری، کاظم (۱۳۹۳). "توسعه مالی، موجودی سرمایه، سرمایه‌گذاری خارجی و رشد اقتصادی در ایران". *سیاست‌گذاری پیشرفت اقتصادی*، دوره ۲، شماره ۱، ۶۸-۴۱.
- طیبی، سید کامیل؛ پورشهبابی، فرشید؛ خانی‌زاده امیری، مجتبی و کاظمی، الهام (۱۳۹۲). "اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و درجه باز بودن تجاری بر سرمایه‌گذاری داخلی و رشد اقتصادی (مطالعه موردی ۱۰ کشور در حال توسعه آسیایی)". *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، سال ۲۱، شماره ۷، ۱۵۲-۱۳۱.
- علیزاده، محمد؛ بابایی، مجید؛ جعفری، محمد و خدایی، مهدی (۱۳۹۳). "اثر متقابل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی در کشورهای عضو D-8 (مدل معادلات همزمان)". *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، سال ۲، شماره ۶، ۱۰۴-۸۷.
- غفاری، فرهاد و نیک‌نژاد، الهام (۱۳۹۱). "بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی برخی از کشورهای منطقه منا". *فصلنامه علوم اقتصادی*، سال ۶، شماره ۲۰، ۱۷۲-۱۴۷.
- مهدوی، رحمان و مهدوی، روح... (۱۳۹۰). "تأثیرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه بازار مالی بر رشد اقتصادی ایران، *فصلنامه اقتصاد و تجارت نوین*، شماره ۱۴،

- اقتصادی، دوره ۷، شماره ۲۵، ۱۰۸-۹۳.
- نजारزاده، رضا و ملکی، مهران (۱۳۸۴). "بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی با تأکید بر کشورهای صادرکننده نفت". *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، سال ۷، شماره ۲۳، ۱۶۴-۱۴۷.
- هادی زنون، بهروز و کمالی دهکردی، پروانه (۱۳۸۸). "اثر FDI بر رشد اقتصادی کشورهای میزبان". *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، سال ۱۳، شماره ۳۹، ۱۳۸-۱۱۳.
- Adams, S. (2009). "Foreign Direct Investment, Domestic Investment, and Economic Growth in Sub-Saharan Africa". *Journal of Policy Modeling*, 31, 939-949.
- Adeniyi, O. & Omisakin, O. (2012). "Foreign Direct Investment, Economic Growth and Financial Sector Development in Small Open Developing Economies". *Economic Analysis & Policy*, 42(1), 105-127.
- Aitken, B. J. & Harrison, A. (1999). "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela". *American Economic Review*, 89, 605-618.
- Alfaro, L., Areendam, Ch., Sebnem, K. O. & Selin, S. (2004). "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets". *Journal of International Economics*, 64(1), 89-112.
- Alfaro, L., Chanda, A., Ozcan, S. & Selin, S. (2010). "Does Foreign Direct Investment Promote Growth? Exploring the Role of Financial Markets on Linkages". *Journal of Development Economics*, 91, 242-256.
- Anwar, S. & Sizhong, S. (2011). "Financial Development, Foreign Investment and Economic Growth in Malaysia". *Journal of Asian Economics*, 22, 335-342.
- De Mello, L. R. Jr. (1997). "Foreign Direct Investment in Developing Countries: A Selective Survey". *Journal of Development Studies*, 34(1), 1-34.
- ۱۴۷-۱۲۹.
- مومنی، مانی و آریانی، فائزه (۱۳۹۲). "تأثیر توسعه مالی در اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی در منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا". *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، سال ۶، شماره ۱۸، ۱۵-۱.
- میرباقری هیر، میرناصر و شکوهی فرد، سیامک (۱۳۹۵). "بررسی تطبیقی اثرات توسعه مالی بر توزیع درآمد و فقر در کشورهای منتخب اسلامی (رویکرد داده‌های تابلویی)". *فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی ایران*، سال ۱۳، شماره ۳۹، ۱۳۸-۱۱۳.
- Dutta, N. & Roy, S. (2008). "Foreign Direct Investment, Financial Development and Political Risks". *MPRA Paper*, No. 10186, posted 27, August 2008 08:28 UTC.
- Federici, D. & Carioli, F. (2009). "Financial Development and Growth: An Empirical Analysis". *Economic Modelling*, 26(2), 285-294.
- Goldsmith, R. W. (1969). "Financial Structure and Development". *Yale University Press*, New Haven, CT, 1969.
- Haddad, M. & Harrison, A. (1993). "Are There Positive Spillovers from Direct Foreign Investment?". *Journal of Development Economics*, 42(1), 51-74.
- Hermes, N. & Lensink, A. (2003). "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth". *Journal of Development Studies*, 140, 142-163.
- Im, K. S., Pesaran, M. H. & Shin, Y. (1997). "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels". *Mimeo, Department of Applied Economics*, University of Cambridge, Working Paper, No. 9526.
- Kao, C. (1999). "Spurious Regression and Residual-Based Tests for Cointegration in Panel Data". *Journal of Econometrics*, 90, 1-44.
- King, R. G. & Levine, R. (1993). "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right". *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.

- Levin, A., Lin, C. F. & Chu, J. (1997). "Unit Root Test in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties". University of California, San Diego.
- Li Chee, Y. (2010). "The Impact of FDI and Financial Sector Development on Economic Growth: Empirical Evidence from Asia and Oceania". *International Journal of Economics And Finance*, 2, 107-119.
- Lucas, R. (1988). "On the Mechanics of Economic Development". *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.
- Lucas, R. (1993). "On the Determinants of Direct Foreign Investment: Evidence from East and Southeast Asia". *World Development*, 21, 391-409.
- McKinnon, R. I. (1973). "Money and Capital in Economic Development". *The Brookings Institution*.
- 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.
- Romer, p. (1986). "Increasing Return and Long-Run Growth". *Journal of Political Economy*, 94, 1002-1037.
- Roubini, N. & Sala-i-Martin, X. (1992). "Financial Repression and Economic Growth". *Journal of Development Economics*, 39, 5-30.
- Schumpeter, J. A. (1911). "The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle". 1934 Translation, Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- Sghaier, I. M. & Abida, Z. (2013). "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth: Empirical Evidence from North African Countries". *Journal of International and Global Economic Studies*, 6(1), 1-13.
- Shaw, E. S. (1973). "Financial Deepening in Economic Development". New York: Oxford University Press.
- Traboulsi, O. (2002). "Desk Research on Regional Communities of Practice". *World Bank Institute: Washington DC; UNDP: New York*.