

## مطالعه تطبیقی جذب سرمایه‌گذاری خارجی در تقویت بازار سرمایه کشورهای

### منتخب

زهرا لاشگری<sup>۱</sup>

قدرت اله امام وردی<sup>۲</sup>

الهام حمزه‌ای<sup>۳</sup>

دریافت: ۱۳۹۰/۱۰/۴ پذیرش: ۱۳۹۰/۱۲/۴

### چکیده

در این پژوهش، به بررسی مطالعه تطبیقی جذب سرمایه‌گذاری خارجی در تقویت بازار سرمایه کشورهای منتخب در دوره زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۰ می‌پردازیم. برای این منظور ضمن مطالعه روند سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای مختلف از مدل راسل کالدرون عوامل موثر بر بازدهی و توسعه بازار سرمایه در کشورهای مزبور مورد بررسی می‌باشد. نتایج این بررسی نشان دهنده اثر مثبت رشد اقتصادی، میزان نقدینگی بازار، سرمایه‌گذاری خارجی، شاخص رسیک ترکیبی سیاسی اقتصادی، مالی و اثر منفی سیاستهای آزادسازی بازارهای مالی بر روی شاخص بازار سرمایه می‌باشد.

**واژگان کلیدی:** سرمایه‌گذاری خارجی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، سرمایه‌گذاری غیر مستقیم خارجی، بازارهای مالی، بازار سرمایه.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

۱. استادیار حسابداری دانشکده اقتصاد و حسابداری واحد تهران مرکزی (مسئول)، Email: zahra.lashgari@gmail.com

۲. استادیار اقتصاد دانشکده اقتصاد و حسابداری واحد تهران مرکزی، Email: ghemamverdi@gmail.com

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، Email: e.hamzeie@yahoo.com

## ۱- مقدمه

مهمترین وجه سرمایه گذاری خارجی با دیگر وجوه سرمایه را می توان به میزان و درجه کنترل سرمایه گذاری و میزان مشارکت، سود و زیان هایی که متوجه سرمایه گذار است و همچنین رابطه و منافع بلندمدت میان سرمایه گذار و سرمایه پذیر دانست. علاوه بر وجوه فوق، مهم ترین آثار سرمایه گذاری خارجی در قیاس با سرمایه گذاری های داخلی تاثیر آن بر انتقال فناوری های روزآمد و دانش فنی پیشرفته بر کشور میزبان می باشد که این امر به تدریج به بالا بردن قابلیت های تکنولوژیکی در کشور میزبان کمک مینماید. ادبیات اقتصاد کلان مالی بر این امر اشاره دارد که سرمایه گذاری مستقیم خارجی در طول بحران های مالی انعطاف پذیر است. به عنوان مثال، در کشورهای شرق آسیا سرمایه گذاری قابل ملاحظه با ثباتی در طول بحران های مالی انعطاف پذیر (۱۹۹۷-۱۹۹۸) صورت پذیرفت، در حالی که در خصوص دیگر اشکال جریان سرمایه خصوصی-پرتفلیو و جریان های بدهی و بویژه جریان های کوتاه مدت - در این دوران در معرض برگشت (خروج) بودند. این امر در طول بحران مکزیک در سال های (۱۹۹۵-۱۹۹۴) و بحران بدهی آمریکای لاتین در طول دهه ۱۹۸۰ نیز مشاهده شده است. (رازین و سدکا، ۲۰۰۷)

همچنین براساس مطالعات راسل کالدرون از آنجا که سرمایه گذاری خارجی منجر به سرمایه و اشتغال، صادرات و تولید می گردد امکان دسترسی به منابعی همچون مدیریت، نیروی کار ماهر، شبکه های تولید بین المللی و تاسیس نام های تجاری را فراهم می نماید و همچنین موجبات برخورداری از آثار سرریز و انتقال تکنولوژی را برای کشور میزبان فراهم می سازد، لذا سرمایه گذاری خارجی می تواند موتور رشد اقتصادی کشور میزبان محسوب گردد. از این رو، با توجه به منافع سرمایه گذاری خارجی بررسی در خصوص آثار سرمایه گذاری خارجی ورودی بر تقویت بازار سرمایه به ویژه با توجه به مسئله جهانی شدن از اهمیت بسزایی برخوردار می باشد، لذا در مطالعه حاضر ضمن بیان مبانی نظری مرتبط با رشد اقتصادی و سرمایه گذاری خارجی و مطالعات انجام شده به منظور مطالعه تطبیقی جذب سرمایه گذاری خارجی بر تقویت بازار سرمایه ی کشورهای منتخب به تخمین الگو با استفاده از الگوی ذکر شده پرداخته شده است.

در بررسی های و تحقیقات زیادی، ساختار و عملکرد بازار سرمایه کشورهای مختلف مورد بررسی قرار گرفته است. در تعدادی از این تحقیقات رابطه میان توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی مد نظر بوده و در برخی دیگر، عوامل موثر بر توسعه بخش مالی مورد بررسی قرار گرفته است و در بسیاری از این پژوهش ها، به وجوه خاصی از رشد بازار مالی و عوامل موثر بر آن، از جمله آزاد

سازی مالی (لوین و زروس، ۱۹۹۸)، خصوصی سازی و نرخ رشد سرمایه گذاری (هنری، ۲۰۰۰) پرداخته شده است. در این تحقیق نیز با استفاده از نتایج تحقیقات گذشته رابطه میان، جذب سرمایه گذاری خارجی در تقویت بازار سرمایه کشور ایران و کشورهای منتخب را مورد بررسی قرار می‌دهیم.

## ۲- چارچوب نظری و پیشینه تحقیق

مطالعات در حوزه FDI در ادبیات اقتصاد کلان - مالی با آزمون اثرات نرخ ارز بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی آغاز شد. نتایج این مطالعات بیانگر آثار مثبت کاهش نرخ ارز بر جریان ورودی FDI در کشور میزبان بوده است، بگونه ای که کاهش نرخ ارز باعث کاهش هزینه تولید و سرمایه گذاری در کشور میزبان می شود، بنابراین سود بخشی سرمایه گذاری مستقیم خارجی را افزایش می دهند. (رازین و سدا، ۲۰۰۷)

نظریه OLI دو بعد از فناوری را به عنوان عوامل بالقوه سرمایه گذاری مستقیم خارجی اشاره میکند. بعد اول، شکاف تکنولوژیکی بین منابع بالقوه و کشورهای میزبان که سرمایه گذاری مستقیم خارجی ناشی از مالکیت دارایی های فناوری را تحت تاثیر قرار می دهد و بعد دوم چارچوب نهادی برای انتقال تکنولوژی است که تمایل بنگاه ها را برای استفاده از سرمایه گذاری مستقیم خارجی را به عنوان ارتباط دهنده بین دارایی و مزایای تولید کشور میزبان متاثر می سازد. نتایج این نظریه، اهمیت چارچوب گسترده نهادی در مطالعات تجربی تجارت (یو، ۲۰۱۰) و همچنین سرمایه گذاری مستقیم خارجی (جنسن، ۲۰۰۳) را تایید می نماید (پتری، ۲۰۱۱).

### ۲-۱- تاثیر سرمایه گذاری خارجی بر تقویت بازار سرمایه

نئو کلاسیک ها، سرمایه گذاری خارجی را به واسطه خصوصی کردن بنگاه های دولتی، تشویق صادرات و تجارت آزاد، حذف مقررات زاید دولتی و انحرافات قیمتی به عنوان یک عامل مثبت در تقویت بازار سرمایه کشور میزبان تلقی می کنند و سرمایه گذاری مستقیم خارجی را عاملی برای انتقال سرمایه، تکنولوژی پیشرفته و مدیریت کارآمد میدانند که منجر به افزایش رفاه اجتماعی میشود. اقتصاددانان رادیکال، نظریه نئوکلاسیک ها را خوشبینانه می پندارند و موضوع توسعه کشورهای پیشرفته و در حال توسعه را دو موضوع کاملا مجزا به حساب می آورند. معتقدند وضعیت کنونی کشورهای در حال توسعه با شرایط گذشته کشورهای توسعه یافته فعلی تفاوت دارد. پل باران (۱۹۶۴) معتقد است سرمایه دار نه تنها در خصوص بهبود مادی کشورهای جهان سوم

ناتوان است، بلکه عملکرد آن ویژگی های فرهنگی، اجتماعی و اقتصادی این کشورها را تخریب نموده و نارسایی ها و تضادهای ذاتی خود را به این کشورها منتقل ساخته است. بنابر نظریه مکتب وابستگی کشورهای در حال توسعه از طریق مناسبات بازرگانی غیر منصفانه و نابرابر با کشورهای پیشرفته صنعتی تحت استثمار و وابستگی قرار دارند و بدین ترتیب تجارت خارجی عملاً به صورت ابزارهایی برای تحکیم این تابعیت درآمده است.

بنابر نظریه طرفداران آزادی جریان سرمایه، سرمایه گذاری مستقیم خارجی باعث انتقال دانش فنی، توسعه منابع انسانی، اشاعه مهارت های مدیریت و گسترش تجارت خارجی بویژه دستیابی به بازارهای جدید صادراتی می شود و بهره وری را در اقتصاد بالا می برد. انجام فعالیت های تحقیق و توسعه در محل، تنوع بخشیدن به ترکیب صادرات کشور میزبان، رقابت بین دانش فنی جدید و موجود و ارتقا بهره وری عوامل تولید از دیگر آثار سرمایه گذاری مستقیم خارجی می باشد.

براساس مطالعات پاتریک (۱۹۹۶) جامعه ای توسعه یافته و یا با رشد اقتصادی بالا نیازمند نهادهای مالی مدرن و خدمات گوناگون آن است. برخلاف نظریه مک کینون و شاو که معتقد بودند بازارهای مالی توسعه یافته لازمه رشد اقتصادی بالاست. پاتریک معتقد است که جامعه توسعه یافته به نهادهای مالی مدرن و خدماتش نیاز دارد و مطرح میکند که رشد بخش های واقعی اقتصاد به رشد بازارهای مالی کمک می کند. بنابر نظر گرین وود و اسمیت (۱۹۷۷) دو متغیر رشد اقتصادی و بازارهای مالی توسعه یافته رابطه ای متقابل با یکدیگر دارند، به این معنا که آنها در بلند مدت بر هم تاثیر گذارند. به این ترتیب که در آغاز رشد، بازارهای مالی از طریق ایجاد نهادهای مالی و عرضه انواع دارایی ها به رشد بیشتر اقتصاد کمک می کند، اما پس از کامل شدن مراحل توسعه این رابطه برعکس شده و رشد اقتصادی به توسعه بازارهای مالی کمک می کند. کینگ و لوین (۱۹۹۳) و بک و همکاران (۲۰۰۰) معتقدند که سیستم های مالی در بهره وری و توسعه نقش مهمی را دارا هستند. لوین و زرووس (۱۹۹۸) معتقدند که یکی از مهم ترین عوامل موثر بر توسعه بازار سرمایه رشد اقتصادی است که با تکامل روند آnnیاز به نهادهای مالی بیشتر می شود. این رشد تقاضا منجر به ایجاد نهادهای مالی جدید و پیچیده شده تا بتواند پاسخگویی نیاز جامعه باشد. رشد اقتصادی علاوه بر اینکه از طریق قیمت ها بر عرضه و تقاضای بازار اثر می گذارد (طبق نظریه راسل) میتواند سطح اطمینان بازار را نیز افزایش دهد و از این طریق زمینه های رشد تقاضا داخلی و بین المللی را فراهم می آورد. لوین متوجه شد که رشد اقتصادی نیز بر بازار اثر گذار است. وی دریافت که آزاد سازی بازار و رفع محدودیت های سرمایه گذاری می تواند نقدینگی و ارزش بازار را افزایش دهد همزمان با آزادسازی مالی، خصوصی سازی نیز در کشورهای در حال

توسعه صورت گرفت و از این طریق عرضه عمومی اولیه، منجر به رشد بازار سرمایه شد (وفایی، ۱۳۷۸).

بنا به نظر دملو (۱۹۹۷) سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منافع بیشتری از دیگر جریان‌های مالی را به همراه دارد که علاوه بر افزایش موجودی سرمایه داخلی تاثیر مثبتی بر رشد بهره‌وری از طریق انتقال تکنولوژی و تخصص مدیریتی دارد. گلوبمرن و کوکو (۲۰۰۱) مطرح کردند که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در صورتی در رشد اقتصادی کشور میزبان کمک میکند که این کشورها از لحاظ سطح آموزشی در سطح قابل قبولی باشد. در صورتی که بنا به نظر کرکوویس و لوین (۲۰۰۵)، بلومستروم و وولف (۱۹۹۴) شواهدی در این رابطه وجود ندارد. مطالعات انجام شده نشان می‌دهد که چنانچه شرایطی مانند مهارت نیروی کار، ثروت بالا و بازارهای مالی توسعه یافته فراهم باشد رابطه مثبت میان آثار سرریز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با تقویت بازار سرمایه تایید می‌شود. (بورنسزین و همکاران، بلومستروم و همکاران، ۱۹۹۴، الفرو و همکاران، ۲۰۰۸)

در مورد آثار سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه کشور میزبان، تحقیقات زیادی که بتوان آنها را در قالب نظریات مختلف جای داد صورت نگرفته است. شاید یکی از دلایل آن؛ آمیختگی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با مسائل سیاسی، فرهنگی و اجتماعی و پیچیدگی روابط در اقتصاد جهان معاصر می‌باشد که تحلیل و دسته‌بندی آثار آن را دشوار می‌سازد در هر حال می‌کوشیم تا در تحقیق حاضر به بررسی نظریات مطرح در این زمینه پردازیم.

جف فرای<sup>۱</sup> در سال ۲۰۰۱ در تحقیقی به نام «اثرات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای جنوب آسیا و سایر مناطق در حال توسعه» به بررسی اثرات FDI در دو گروه کشورهای آسیای جنوبی و گروه سایر کشورهای در حال توسعه پرداخته است. سپس نشان می‌دهد که بین مناطق مختلف کشورهای در حال توسعه هم ماهیت FDI و هم اثرات جریان FDI متفاوت است و رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری داخلی را در کشورهای در حال توسعه غیر آسیای جنوبی، افزایش نداده است.

ازجان، سایک، چاندا، کالملی<sup>۲</sup> در سال ۲۰۰۲ در تحقیق به نام «سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی: نقش بازارهای مالی محلی» ارتباطات مختلف بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، بازارهای مالی و رشد اقتصادی را بررسی می‌کنند. آنها در این تحقیق به دنبال آن بوده‌اند که آیا کشورهایی که سیستم مالی بهتری دارند از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به شکل کارا تر نسبت به

1. J-Fry

2. Sayek , Ozcan ,Chanda & Kalemlı

کشورهایی که سیستم مالی ضعیف دارند بهره می گیرند؟ کشورهایی که دارای بازارهای مالی خوب توسعه یافته اند از جذب FDI رشد قابل توجهی بدست می آورند.

کامپ<sup>۱</sup> در سال ۲۰۰۲ مطالعه ای با عنوان « تعیین کننده های سرمایه گذاری مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه؛ آیا جهانی سازی روش های بازی را تغییر داده است؟ » انجام داده است. این مطالعه با استفاده از اطلاعات ۲۷ کشور طی دوره ۲۰۰۰-۱۹۸۷ انجام گرفت. کامپ نشان داد: متغیرهای بازار، جمعیت و رشد حقیقی اقتصادی دارای نقش تعیین کننده تری بر جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی می باشند.

گلوبرمن<sup>۲</sup> در سال ۲۰۰۲ به بررسی ارتباط ما بین ادغام های اقتصادی و FDI در شمال آمریکا و اروپا پرداخت. بررسیهای وی نشان میدهد که هیچ قرابتی بین جریان تجاری و FDI در مناطق شمالی آمریکا وجود نداشته است، در حالی که در اتحادیه اروپا تجارت و سرمایه گذاری مستقیم خارجی مکمل یکدیگر بوده اند.

آزمین، ساینی و همکاران ۲۰۱۰ در تحقیق نقش بازار مالی را در رابطه بین سرمایه گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی بررسی کردند. آنها در این تحقیق با استفاده از داده های ۹۱ کشور در دوره زمانی ۲۰۰۵-۱۹۷۵ و روش تخمین آستانه ای به این نتیجه رسیدند زمانی که توسعه بازار مالی از حد معینی افزایش یابد، تاثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی مثبت خواهد بود.

همایون خاتمی در سال ۱۳۷۶ در تحقیق پایان نامه خود تحت عنوان «بررسی سرمایه گذاری مستقیم خارجی در ایران» او به سوابق کشورهای جهان در جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی به نظریه ها و راهبردهای ناظر بر FDI و اینکه چرا اصولاً کشورها تمایل به جذب سرمایه های خارجی دارند، همچنین تلفیق نظریه های FDI و تجارت، تحلیل و نقد قوانین و مقررات سرمایه گذاری مستقیم خارجی در جوامع مختلف و در انتها به فرآیند پذیرش FDI در ایران و نارسایی آن می پردازد.

رضا سید آقازاده ۱۳۷۷ در تحقیق پایان نامه خود تحت عنوان «نقش سرمایه گذاری خارجی در رشد اقتصادی و مطالعه تطبیقی ایران، با کشورهای منتخب» به این نتیجه می رسد که دسترسی به سرمایه خارجی امکان افزایش تولید و رشد اقتصادی را فراهم می کند و با توجه به این نتایج،

1. Kamp

2. Globrmn

اثر بخشی مثبت سرمایه‌های خارجی بستگی به سیاستگذاری کشورهای میزبان خواهد داشت و در نهایت در بلند مدت برنامه ریزی برای FDI پاسخگوی رشد می‌باشد.

نچارزاده و..... در سال ۱۳۸۲ مقاله با عنوان «رتبه بندی کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی بر اساس عوامل موثر بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی» انجام داده اند. نتایج حاصل از رتبه بندی نشان می‌دهد که کشور مالزی (به دلیل رشد اقتصادی بالا و نیز اجرای برنامه های آزادسازی تجاری طی سال های گذشته، نرخ های تعرفه پایین و سیاست آزادسازی ورود و خروج سرمایه ها در این کشور و ....) بهترین وضعیت را از لحاظ جذب سرمایه گذاری خارجی داراست و کشور جمهوری اسلامی ایران در بین ۴۲ کشور مورد مطالعه عضو سازمان کنفرانس اسلامی در رتبه ۳۵ قرار دارد.

داوودی و... در سال ۱۳۸۳ در مقاله با عنوان «بازشناسی عوامل موثر بر جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی در اقتصاد ایران و ۴۶ کشور جهان در چارچوب یک الگوی تلفیقی» انجام داده اند. هدف این مطالعه بررسی عوامل موثر بر جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی در ۴۷ کشور جهان طی دوره ۲۰۰۲-۱۹۹۰ است. نتایج مطالعه نشان می‌دهد که توجه به زیرساخت های قانونی، تشویق و تقویت سرمایه گذاری بخش خصوصی، توجه به کارایی و بهره وری سرمایه گذاری انجام شده در زیر ساخت ها و تحقیق و توسعه، توجه به کارایی، بهره وری و سطح مهارت نیروی کار و اقداماتی در جهت افزایش ثبات سیاسی کشور شاید بتواند به جذب بیشتر سرمایه گذاری مستقیم خارجی در ایران منجر شود.

### ۳- روند سرمایه گذاری خارجی در ایران

در حالی که روند جذب سرمایه گذاری های خارجی در جهان رو به افزایش است و بسیاری از کشورهای در حال توسعه با اهداف دستیابی به منابع مورد نیاز توسعه اقتصادی خود اتکا و پویا با کمترین هزینه برای اقتصاد ملی امروزه به رقابتی فشرده در بازار جهانی سرمایه پرداخته اند. ایران با وجود برخورداری از مزیت های نسبی فراوان فرصت های سرمایه گذاری در بخشهای مختلف اقتصادی شرایط اقلیمی مناسب موقعیت جغرافیایی راهبردی و دسترسی آسان به بازارهای منطقه تاکنون در زمینه جذب سرمایه گذاری خارجی تلاش زیادی نکرده است و سهم این کشور از حجم سرمایه گذاری های خارجی تقریباً صفر است و در سیر تحولات آن و نوسان های پدید آمده در جریان ورودی سرمایه های خارجی نه تنها اهداف اقتصادی در این فرآیند مورد نظر نبوده است بلکه بیشتر متاثر از تحولات سیاسی و اوضاع و احوال خاص سیاسی کشور در مقاطع زمانی گوناگون

بوده است. لذا در این بخش به ارزیابی و بررسی روند انجام سرمایه گذاری خارجی در کشور طی دوره زمانی قبل و بعد از پیروزی در انقلاب پرداخته و تا حد ممکن کوشش شده است تا تصویری از این روند با توجه به اطلاعات و آمار در دسترس ارائه شود.

جدول ۱- سرمایه گذاری خارجی در ایران طی سال های ۵۷-۱۳۳۵ (میلیون دلار)

سال	سرمایه گذاری خارجی	سال	سرمایه گذاری خارجی	سال	سرمایه گذاری خارجی
۱۳۳۵	۸۷.۱	۱۳۴۳	۱۴۰	۱۳۵۱	۱۲۶۲
۱۳۳۶	۳.۱	۱۳۴۴	۲۹۲	۱۳۵۲	۲۶۲۰
۱۳۳۷	۲۵.۶	۱۳۴۵	۳۷۵	۱۳۵۳	۲۸۳۵
۱۳۳۸	۱۰۶.۴	۱۳۴۶	۴۰۴	۱۳۵۴	۳۰۱۸
۱۳۳۹	۳۷.۴	۱۳۴۷	۸۶۷	۱۳۵۵	۵۹۸۱
۱۳۴۰	۵۶.۷	۱۳۴۸	۲۷۱۳	۱۳۵۶	۵۴۹۲
۱۳۴۱	۲۵۲	۱۳۴۹	۱۳۵۶	۱۳۵۷	۶۲۳۶
۱۳۴۲	۲۱۷	۱۳۵۰	۷۳۹		

منبع: سازمان سرمایه گذاری و کمک های اقتصادی و فنی ایران

سرمایه گذاری خارجی در ایران از لحاظ تحلیل تاریخی سرمایه گذاری خارجی در ایران را می توان به دو دوره اصلی تقسیم کرد:

۱-۳- دوران قبل از انقلاب اسلامی

۲-۳- دوران پس از انقلاب اسلامی

پس انقلاب اسلامی بیشترین جذب سرمایه گذاری خارجی در ایران، سرمایه گذاری مستقیم خارجی بوده است و سرمایه گذاری غیر مستقیم خارجی از سهم بسیار ناچیزی برخوردار بوده است که در بسیاری از سالها نزدیک به صفر بوده است. با توجه به تقسیم بندی بالا در جداول ذیل بطور جداگانه، به میزان جذب سرمایه گذاری خارجی در ایران و می پردازیم.



**۳-۱- دوران قبل از انقلاب اسلامی**

در طول این دوره که مهمترین هدف آن اجرای طرحهای عمرانی و زیربنایی اقتصادی بود و با توجه به مدت زمان اجرایی این طرح ها و دیربازده بودن آنها فقط برای کسانی که در این طرحها شرکت داشتند درآمد ایجاد شد و یک رونق نسبی گذرا در کشور بوجود آمد که موجب تشویق سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری خارجی شد. قبل از دهه ۱۳۵۰ بیش از ۹۰ درصد سرمایه‌گذاری های خارجی در بخش نفت انجام می گرفت. اما بعد از دهه ۵۰ سایر بخش های اقتصاد جایگاه مهم تری در جذب سرمایه‌گذاری های مستقیم خارجیافتند. به طور کلی در این دوره با تصویب قانون جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی و اتخاذ تدابیری مناسب از جمله ایجاد امنیت سرمایه‌گذاری، حجم سرمایه‌گذاری در ایران با رشدی معادل ۴۴ درصد در سال ۳ میلیون ریال در سال ۱۳۶۶ به ۶۲۳۵ میلیون ریال در سال ۱۳۵۷ افزایش یافت.

**۳-۲- دوران پس از انقلاب اسلامی**

آمار موجود حاکی از آن است سرمایه‌گذاری خارجی انجام شده در ایران در سال های بعد از پیروزی انقلاب اسلامی و دوران جنگ تحمیلی متوقف بوده است و در سال های بعد از پایان جنگ و دوران پنج ساله اول توسعه اقتصادی و اجتماعی (۷۲ - ۶۸) از میزان بسیار پائینی برخوردار بوده است. همچنانکه از ارقام جدول (۲) پیداست حجم سرمایه‌گذاری های خارجی در ایران پس از پیروزی انقلاب اسلامی با ۲۰/۳ در سال ۱۳۷۲ شروع شده و با طی فراز و نشیب های شدید و وجود تفسیرهای گوناگون بین مسئولین نظام و برداشت های متفاوت بین مردم جامعه، به بیش از یک میلیارد دلار در سال ۱۳۷۸ افزایش یافته، لیکن در سال های ابتدایی برنامه سوم توسعه شدیداً کاهش یافته و به ۶۸ میلیون دلار در سال ۱۳۸۰ رسید، اما با شفاف سازی سیاست های دولت مبنی بر استقبال از سرمایه‌گذاری خارجی و ایرانیان مقیم خارج از کشور برای توسعه سرمایه‌گذاری در داخل کشور این سرمایه‌گذاری ها به بیش از ۱۰ میلیارد دلار در سال ۱۳۸۶ افزایش یافته است، را نشان می دهند. بیشترین مبلغ جذب سرمایه خارجی به ترتیب در سالهای ۸۶ و ۸۵ و ۸۴ بوده است.

جدول ۲- میزان سرمایه گذاری های خارجی در ایران طی سال های ۸۷-۱۳۷۲

سال	تعداد طرح	حجم سرمایه گذاری (میلیون دلار)	سال	تعداد طرح	حجم سرمایه گذاری (میلیون دلار)
۱۳۷۲	۲	۲۰,۳	۱۳۸۰	۷	۶۸
۱۳۷۳	۳	۱۸۷,۷	۱۳۸۱	۲۷	۶۱۲,۷
۱۳۷۴	۷	۱۲۲,۷	۱۳۸۲	۴۰	۱۳۵۷,۶
۱۳۷۵	۱۳	۶۷	۱۳۸۳	۳۱	۲۷۰۲,۷
۱۳۷۶	۱۹	۱۷۴,۸	۱۳۸۴	۵۹	۴۲۷۵,۲
۱۳۷۷	۶	۵,۸	۱۳۸۵	۸۰	۱۰۲۷۷,۹
۱۳۷۸	۱۸	۱۰۴۹,۳	۱۳۸۶	۱۰۴	۱۱۸۷۵,۲
۱۳۷۹	۱۶	۴۳۸,۷	۱۳۸۷	۲۰	۳۴۷,۵
			جمع	۴۲۳	۳۳۵۸۳,۱

منبع: سازمان سرمایه گذاری و کمک های اقتصادی و فنی ایران گزارش تا تاریخ ۵-۳-۸۷

### ۳-۳- روند سرمایه گذاری خارجی در کشورهای منتخب

در کشورهای میزبان نیز نحوه نگرش نسبت به سرمایه گذاری خارجی در حال دگرگونی میباشد. اغلب کشورهای میزبان شروع به وضع مقرراتی برای افزایش منافع حاصل از سرمایه گذاری خارجی و شرکت فراملی جهت دادن سرمایه های خارجی به سمت فعالیت سازگار با اهداف توسعه ای خود نمودند. در حالی که روند جذب سرمایه گذاری های خارجی در جهان رو به افزایش است و بسیاری از کشورهای در حال توسعه با هدف دستیابی به منابع مورد نیاز توسعه اقتصادی خود اتکا و پویا با کمترین هزینه برای اقتصاد ملی امروزه به رقابتی فشرده در بازار جهانی سرمایه پرداخته اند.

در ادامه با توجه به گزارشات بانک جهانی به میزان جذب سرمایه گذاری خارجی در بین کشورهای منتخب می پردازیم. که با توجه به امار و اطلاعات کشورهای برزیل و هند و مکزیک به ترتیب بیشترین جذب سرمایه گذاری خارجی را در میانگین ۱۰ ساله (۲۰۱۰-۲۰۰۱) در بین کشورهای منتخب را به خود اختصاص داده اند.

جدول ۳- میزان جذب سرمایه‌گذاری‌های خارجی در کشورهای منتخب و میانگین ده‌ساله جذب

سرمایه‌گذاری خارجی ۲۰۱۰-۲۰۰۱ (میلیارد دلار)

میانگین ساله جذب سرمایه‌گذاری خارجی	۲۰۱۰	۲۰۰۹	۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۶	
27,400,362,802	86,190,755,296	63,019,818,000	37,492,788,854	60,802,236,969	26,498,028,898	برزیل
23,740,519,267	64,130,687,111	56,707,702,283	28,376,271,991	58,345,469,179	29,845,062,105	هند
11,800,499,106	20,848,932,419	20,127,912,181	23,385,252,874	30,831,297,826	22,811,595,760	مکزیک
9,327,300,000	12,506,000,000	11,238,000,000	20,220,000,000	27,185,000,000	22,124,000,000	ترکیه
5,588,763,875	7,050,329,727	14,717,262,673	4,937,856,123	14,406,834,853	14,775,355,377	آفریقای جنوبی
5,823,530,852	10,899,274,206	13,280,271,070	13,041,342,451	11,947,364,709	9,067,056,085	فراقستان
4,295,950,000	8,110,000,000	7,104,600,000	8,821,000,000	8,379,200,000	10,544,700,000	مصر
2,979,801,735	9,167,201,907	938,773,386	3,339,664,887	7,921,102,806	8,431,274,368	مالزی
2,485,192,895	4,442,928,790	5,732,698,660	4,798,735,470	4,167,040,758	3,225,332,372	لبنان
2,230,200,000	2,542,000,000	2,301,000,000	5,168,000,000	6,866,000,000	5,425,000,000	پاکستان
1,156,457,919	3,616,905,190	3,016,081,000	1,615,449,000	1,669,576,000	1,646,568,000	ایران
1,408,162,757	1,680,985,915	2,397,042,254	3,347,886,012	2,968,125,238	3,687,588,152	اردن
1,291,677,503	1,844,473,342	1,842,132,640	1,491,807,542	4,961,508,453	2,776,853,056	عمان
893,246,361	1,808,430,584	230,084,481	1,950,381,333	1,895,077,345	3,048,489,868	بحرین
701,268,550	495,177,113	1,614,268,549	3,948,988,022	788,490,478	165,761,340	کویت

منبع: گزارشات و اطلاعات و آمار بانک جهانی

#### ۴- متغیرهای پژوهش

طبق مدل راسل دو متغیر نسبت ارزش بازار سهام به تولید ناخالص داخلی و نسبت ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص را به عنوان متغیرهای وابسته و پنج متغیر رشد اقتصادی (تولید ناخالص داخلی)، میزان نقدینگی بازار (شاخص گردش نقدینگی)، سیاستهای آزادسازی بازار، سرمایه گذاری خارجی و شاخص ریسک ترکیبی سیاسی، اقتصادی و مالی را به عنوان متغیرهای مستقل (توضیحی)، تعیین کرد. راسل ارزش بازار را با حاصلضرب تعداد سهام موجود در بازار در قیمت اسمی آنها تعریف کرد و عنوان کرد، رشد اقتصادی از دو راه منجر به رشد ارزش بازار سهام میشود. اول اینکه رشد اقتصادی از طریق افزایش ارزش شرکت، سود و درآمد و قیمت سهام را بالا برده و در نتیجه به انتشار مجدد سهام، می انجامد. دوم اینکه رشد اقتصادی، افزایش درآمدها و پس انداز را به همراه دارد. به این ترتیب منابع اضافی مجددا وارد بازار سهام شده و تقاضای سهام را افزایش می دهد.

بنابراین، مشاهده میکنیم که رشد اقتصادی از طریق قیمت ها، بر هر دوی عرضه و تقاضای سهام اثر می گذارد. این نظریه پرداز افزایش میزان نقدینگی که یکی از عوامل موثر بر رشد بازار است، را اینگونه بیان می کند، رشد نقدینگی از یک سو، منجر به افزایش تعداد سهام منتشر شده و شرکتها موجود در بازار شده و از یک سوی دیگر، با افزایش تعداد شرکتها و سهام موجود در بازار، قیمت سهام و بالطبع ارزش شرکتها کاهش مییابد. همچنین در مورد تاثیر سرمایه گذاری غیر مستقیم خارجی در توسعه بازار سرمایه اعتقاد دارد، که ورود سرمایه گذاران خارجی به بازار باعث افزایش مشارکت در سرمایه گذاری، افزایش عمق بازار و اصلاح قوانین و نهادها و در نهایت منجر به توسعه بازار می شود. به این ترتیب مدلی که راسل ارائه داد، به صورت زیر است:

$$S = (G, T, F, P, R)$$

S: نشان دهنده شاخص های بازار سرمایه است که با نسبت ارزش بازار سهام به تولید ناخالص داخلی و نسبت ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص داخلی تعریف میشوند.

G: رشد اقتصادی که با متغیر نرخ تولید ناخالص داخلی نشان داده میشود.

T: میزان نقدینگی بازار است که توسط شاخص گردش نقدینگی که از تقسیم ارزش سهام معامله شده به ارزش بازاری سهام به دست می آید، تعریف میشود براساس نظریه راسل افزایش نقدینگی با توسعه بازار سهام رابطه مستقیم دارد اما از آنجایی که شاخص های گردش نقدینگی ارزش سهام

معامله شده بازار هر دو شاخص های سنجش نقدینگی بازار هستند، تا زمانی که ارزش معامله شده بازار به عنوان متغیر وابسته تعریف شود گردش نقدینگی جز متغیرهای توضیحی نخواهد بود. F: سیاستهای آزادسازی بازارهای مالی، برای این متغیر دو متغیر جدید تعریف میشود که عبارتند از:

الف- نسبت سرمایه گذاری مستقیم خارجی به تولید ناخالص داخلی ب-درجه باز بودن بازار که عبارتست از نسبت حاصله جمع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی. انتظار می‌رود متغیرهای تعریف شده، همبستگی مثبتی با سیاستهای آزادسازی بازارهای مالی داشته باشد. نکته: با توجه به در دسترس بودن اطلاعات بند الف، ما را بر این میدارد در این تحقیق، جهت بدست آوردن اطلاعات سیاستهای آزادسازی بازارهای مالی از نسبت سرمایه گذاری مستقیم خارجی به تولید ناخالص داخلی استفاده مینمائیم. P: نشان دهنده سرمایه گذاری خارجی است.

R: معیاری برای شاخص ریسک ترکیبی سیاسی، اقتصادی و مالی کشورها است. و به این ترتیب راسل نظریه خود را کامل کرد و رشد اقتصادی، سرمایه گذاری خارجی، سیاستهای مالی و اقتصادی کشور و در سطح ریسک کشورها را از مهمترین عوامل موثر بر رشد بازار سرمایه (شاخصهای بازار) مطرح کرد. (کالدرون، ۱۹۹۰، ۱۲۴) نکته: در این تحقیق متغیرها واقعی و استخراج اطلاعات مربوط به متغیرها از یک منبع غیرممکن بوده است که البته در بخش نحوه گردآوری داده ها، جامعه آماری و قلمرو زمانی، به نحوه بدست آوردن اطلاعات و آمارهای مربوط به متغیرها بصورت کامل خواهیم پرداخت.

##### ۵- فرضیه های پژوهش

هدف این تحقیق آزمون فرضیه های زیر می باشد که عبارتند:

۱- سرمایه گذاری خارجی بر توسعه بازارهای مالی اثر مثبت و مستقیم دارد. (ایران و کشورهای منتخب)

۲- ارزش بازار کشورهایی که حجم سرمایه گذاری خارجی بیشتری دارند بالاتر است. ارزش بازار: به مجموع ارزش روز و متعارف سهام یک شرکت سهامی عام گفته می‌شود. این ارزش معادل ارزش روز و جاری یک سهام ضرب در تعداد سهامهای منتشره توسط یک شرکت است.

### ۶- روش تحقیق

با توجه به اهمیت و ابعاد بسیار وسیع سرمایه گذاری خارجی پژوهش ها و تحقیقات بسیاری در مورد سرمایه گذاری خارجی انجام گرفته است که میتوان از اثر سرمایه گذاری خارجی به اقتصاد کشورهای میزبان (در ابعاد مختلف) و یا حتی در بعد حقوقی و قوانین کشورهای مختلف نیز تحقیقاتی صورت گرفته است. اما در مورد اثر سرمایه گذاری خارجی بر بازارهای مالی آنطور که می بایست بدان پرداخته شود پژوهش های انجام نگرفته بود و از آن جا که بازارهای مالی از مهمترین بخشهای اقتصاد هر کشوری می باشد، با توجه به تعداد کم پژوهش ها و تحقیقات مناسب در این باره و موضوع مورد بررسی از آن دسته موضوعاتی است که کمتر بدان پرداخته شده است ما را بدان داشت که اثر سرمایه گذاری خارجی را بر روی آن را مورد بررسی قرار دهیم و بطور مستقیم اثر سرمایه گذاری خارجی بر بازارهای مالی را مورد بررسی قرار دادیم.

در این تحقیق به منظور توصیف، تجزیه و تحلیل اطلاعات با استفاده از روش پانل دیتا به برآورد شاخص های بازار سرمایه در کل کشور پرداخته، و با بر قرار کردن یک رابطه ریاضی میان شاخص بازار سرمایه با رشد اقتصادی، میزان نقدینگی بازار، سیاستهای آزادسازی بازارهای مالی، سرمایه گذاری خارجی و شاخص ریسک ترکیبی سیاسی، اقتصادی و مالی میزان تاثیر گذاری این متغیر ها را بر روی شاخص بازار سرمایه با استفاده از روش ذکر شده برآورد و آزمون نموده ایم. برای تشخیص نوع مدل، مدل داده های تلفیق شده، مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی از دو آزمون F و هاسمن استفاده شده است.

### ۷- نحوه گردآوری داده ها، جامعه آماری و قلمرو زمانی تحقیق

گردآوری داده های این تحقیق از یک منبع اطلاعاتی ممکن نبود. داده های تولید ناخالص داخلی، صادرات، واردات و جمعیت کشورها از آمارهای مالی بین المللی صندوق بین المللی پول جمع آوری شده است. اطلاعات مربوط به سرمایه گذاری مستقیم خارجی از گزارش سرمایه گذاری آنکتاد در سال های ۲۰۰۱ الی ۲۰۱۰ به دست آمده است. منبع اصلی اطلاعات سرمایه گذاری غیر مستقیم خارجی نیز آمارهای بین المللی صندوق بین المللی پول است، اما اطلاعات بازار سرمایه کشورهای ایران و کشورهای منتخب از گزارش های بانک مرکزی و بورس اوراق بهادار کشورهای منتخب استخراج شده است. شاخص ریسک ترکیبی تحلیلی از ریسک سیاسی، میزان ثبات یک نظام سیاسی، محیط اجتماعی و روابط بین الملل یک کشور و ریسک اقتصادی توانایی بازپرداخت بدهی بر اساس موقعیت مالی خارجی، انعطاف تراز پرداختها، ساختار اقتصادی و رشد مدیریت اقتصادی و

چشم‌انداز اقتصادی ارائه می‌دهد. کشورها نیز از راهنمای بین‌المللی ریسک کشورها در سال‌های مختلف استخراج شده است. در تحقیق حاضر یک مطالعه تطبیقی بین ایران و کشورهای منتخب (مالزی، ترکیه، پاکستان، مصر، اردن، لبنان، قزاقستان، آفریقای جنوبی، هند، فیلیپین، برزیل، مکزیک، کویت، گرجستان، عمان، بحرین) می‌باشد که به بررسی رابطه بازارهای مالی با جذب سرمایه‌گذاری خارجی در دوره زمانیده ساله از (سال ۲۰۰۱ الی ۲۰۱۰ میلادی) پرداخته می‌شود و به دلایل مختلفی کشورهای منتخب را انتخاب و مورد بررسی قرار دهیم که در ادامه به برخی از دلایل آن اشاره می‌نمائیم:

- موقعیت متفاوت جغرافیایی کشورها
- شرایط و وضعیت متفاوت اقتصادی کشورها مورد بررسی
- مدنظر قرار دادن اقتصاد تک محصول برخی از کشورها (مانند ایران و کویت)
- کشورها با قدمت بالا و قدمت پائین از نظر اقتصادی و تاریخچه تاسیس بازارهای سرمایه (مانند قزاقستان، مصر)

### برآورد مدل

در این تحقیق ابتدا به مبانی نظری روش داده‌های تلفیقی اشاره شده است، سپس با استفاده از روش پانل دیتا به برآورد شاخص‌های بازار سرمایه در کل کشور پرداخته و با برقرار کردن یک رابطه ریاضی میان شاخص بازار سرمایه با رشد اقتصادی، میزان نقدینگی بازار، سیاست‌های آزادسازی بازارهای مالی، سرمایه‌گذاری خارجی و شاخص ریسک ترکیبی سیاسی، اقتصادی و مالی‌میزان تاثیر گذاری این متغیرها را بر روی شاخص بازار سرمایه با استفاده از روش ذکر شده برآورد و آزمون شده است. برای تشخیص نوع مدل، مدل داده‌های تلفیقی شده، مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی از آزمون‌های ریشه واحد، F و هاسمن استفاده شده است.

### نتایج مربوط به آزمون ریشه واحد:

نام متغیر	نوع آزمون	Statistic	Prob.	نتیجه آزمون
T	Levin, Lin & Chu t*	-۳,۵۳۲۶۷	۰,۰۰۰۲	I(۰)
S	Levin, Lin & Chu t*	-۵,۵۶۳۱۵	۰,۰۰۰۰	I(۰)
R	Levin, Lin & Chu t*	-۹,۶۰۱۶۷	۰,۰۰۰۰	I(۰)

I(۰)	۰,۰۰۰۰	-۷,۴۶۵۹۳	Levin, Lin & Chu t*	P
I(۰)	۰,۰۰۰۰	۶,۲۱۹۱۸	Levin, Lin & Chu t*	G
I(۰)	۰,۰۰۰۰	-۷,۰۰۸۲۱	Levin, Lin & Chu t*	F

### آزمون F

در این آزمون به منظور تعیین مدل بهینه ابتدا لازم است از طریق آزمون اول برابری عرض از مبدا شاخص های بازار سرمایه را مورد بررسی قرار داده و بین روش pooling data و روش panel data انجام دهیم.

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n$$

$$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2$$

در غیر این صورت:

آماره این آزمون دارای توزیع F می باشد. و در واقع مثل این است که ما با دو مدل مقید و غیر مقید مواجه هستیم. که در مدل مقید، عرض از مبداها ثابت و یکسان هستند.

$$F = \frac{(SSR_R - SSR_{UR}) / N - 1}{SSR_{UR} / NT - N - k}$$

نتیجه آزمون که نشان می دهد آزمون F با درجات آزادی (۱۴،۱۳۰) برابر ۴۳,۴ است که در نتیجه در سطح احتمال ۱۰۰ درصد فرضیه صفر رد شده. بنابراین ما باید در مدل برابری عرض از مبدا را برای صنایع مختلف متفاوت در نظر بگیریم. حال برای اینکه بدانیم تفاوت در عرض از مبداها به طور اثرات ثابت عمل می کند یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن را انجام می دهیم.

### آزمون هاسمن

هاسمن در سال ۱۹۸۷ آزمونی را پیشنهاد کرده است، که بر اساس آن وجود اختلاف بین تخمین زن های روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی به عنوان فرض صفر در نظر گرفته شده است. به این ترتیب با رد فرض صفر می توان نتیجه گرفت که استفاده از روش اثرات ثابت بهتر است. در این آزمون فرض صفر با در نظر گرفتن عدم وجود همبستگی بین  $U_{it}$  و  $X_{it}$  بوجود می آید. همانگونه که بیان گردید، ایده اصلی در آزمون هاسمن مقایسه دو تخمین زن اثرات ثابت و اثرات تصادفی



می باشد. وجود تفاوت معنی دار بین این دو تخمین زن بیانگر این مطلب است که فرض صفر را نمی توان پذیرفت. بنابراین به منظور انتخاب بین دو روش اثرات ثابت و تصادفی آزمون هاسمن را انجام می دهیم. که نتایج این آزمون با درجه آزادی ۵ توسط نرم افزار به مقدار ۴۴,۴ محاسبه گردید که در نتیجه در سطح احتمال ۱۰۰ درصد فرضیه صفر رد می شود و برای تخمین مدل، تفاوت بین عرض از مبدا برای واحد های مقطعی بصورت ثابت عمل می کند. بنابراین این مدل از نوع داده های پانل با اثرات ثابت می باشد.

### ۸- تحلیل و تفسیر مدل بر آورد شده

نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول (۴) ارائه شده است. قابل توجه است که تمامی ضرایب به جزء سیاستهای آزادسازی بازارهای مالی مابقی متغیرها مطابق انتظار تئوریک و در سطح ۵ درصد معنادار هستند. و همچنین  $R^2 = 0/98$  می باشد که به معنای اینست متغیرهای مستقل ۹۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهد. همچنین آماره دوربین واتسون برابر ۱,۸ نشان دهنده عدم خود همبستگی بین متغیرها می باشد.

$$\text{LOG}(S) = 0.95 + 0.95*(G) + 0.51*(T) + 0.12*\text{LOG}(P) + 0.015*(R)$$

S: نشان دهنده شاخص های بازار سرمایه است.

G: رشد اقتصادی است.

T: میزان نقدینگی بازار است.

P: نشان دهنده سرمایه گذاری خارجی است.

R: معیاری برای شاخص ریسک ترکیبی سیاسی ، اقتصادی و مالی کشورها است.

جدول ۴- نتایج بررسی تاثیر سرمایه گذاری خارجی بر شاخص های بازار

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prop
G	۰,۹۵	2,6	0.0108
T	۰,۵	۵,۱	0.0000
LOG(p)	۰,۱۱۴	۴,۷	۰,۰۰۰۰
R	۰,۰۱۵	۲,۹	۰,۰۰۰۴
C	-۴,۶	۶,۷	0.0000
2010 ۲۰۰۱ Sample:		R-squared=0.91 Durbin-Watson=1.8	

منبع: محاسبات پژوهش

جدول ۵- نتایج بررسی تاثیر سرمایه گذاری خارجی بر شاخص های بازار سرمایه

	R	P	F	T	G	S
Mean	۷۲,۲۵۲۶۷	۹,۵۵E+۰۹	۰,۰۴۰۵۹۱	۰,۳۴۹۶۲۵	۰,۰۵۹۹۱۴	۰,۷۲۷۱۹۱
Median	۷۳,۰۵۰۰۰	۳,۴۸E+۰۹	۰,۰۲۵۸۵۴	۰,۱۹۹۳۵۱	۰,۰۶۳۳۸۸	۰,۴۴۷۳۶۹
Maximum	۹۰,۰۰۰۰۰	۸,۶۲E+۱۰	۰,۲۳۵۳۷۴	۱,۸۹۱۱۱۴	۰,۲۳۰۴۹۱	۲,۹۸۹۸۹۷
Minimum	۵,۶۰۰۰۰۰	۳۶۱۹۴۴۲	۴,۰۴E-۰۵	۰,۰۰۳۲۳۹	-۰,۱۵۲۳۴۶	۰,۰۵۴۳۵۰
Std. Dev.	۹,۷۸۳۶۳۰	۱,۴۲E+۱۰	۰,۰۴۳۳۴۳	۰,۳۸۰۸۰۴	۰,۰۶۱۸۷۵	۰,۶۵۵۵۲۷
Skewness	-۲,۱۷۹۷۷	۲,۷۷۷۱۰۱	۱,۶۸۳۱۲۸	۱,۴۳۷۷۸۵	-۰,۴۹۱۹۲۷	۱,۴۳۴۲۹۴
Kurtosis	۱۵,۷۵۰۹۳	۱۱,۹۲۷۷۷	۵,۸۴۲۵۶۱	۴,۸۲۰۳۵۴	۳,۹۸۷۱۶۵	۴,۶۹۰۵۲۰
Jarque-Bera	۱۱۳۴,۹۵۰	۶۹۰,۹۶۴۳	۱۲۱,۳۲۴۰	۷۲,۳۹۱۲۳	۱۲,۱۴۰۴۱	۶۹,۲۹۱۵۶
Probability	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۲۳۱۱	۰,۰۰۰۰۰۰
Sum	۱۰۸۳۷,۹۰	۱,۴۳E+۱۲	۶,۰۸۸۶۰۶	۵۲,۴۴۳۷۴	۸,۹۸۷۱۳۹	۱۰۹,۰۷۸۶
Sum Sq. Dev.	۱۴۲۶۲,۱۹	۲,۹۹E+۲۲	۰,۲۷۹۹۱۶	۲۱,۶۰۶۷۸	۰,۵۷۰۴۴۸	۶۴,۰۲۷۶۲
Observations	۱۵۰	۱۵۰	۱۵۰	۱۵۰	۱۵۰	۱۵۰
Cross sections	۱۵	۱۵	۱۵	۱۵	۱۵	۱۵

## ۹- نتیجه گیری و بحث

متغیرهای شاخص های بازار سرمایه، سرمایه گذاری خارجی و سیاستهای آزادسازی بازارهای مالی در مدل به صورت لگاریتم می باشند بنابراین این ضرایب آنها نشان دهنده کشش می باشد و مابقی متغیرها بدون لگاریتم وارد مدل شده است.

ضریب G رشد اقتصادی در مدل می باشد، طبق انتظار از لحاظ آماری مثبت و معنا دار برآورد شده است که نشان می دهد ضریب رشد اقتصادی برابر ۰,۹۵ می باشد که نشان دهنده این است که با فرض ثابت بودن سایر عوامل، با افزایش یک درصد در رشد اقتصادی، شاخص های بازار سرمایه ۰/۹۵ درصد افزایش مییابد. بنابراین فرضیه تحقیق تایید می شود پس رشد اقتصادی اثر مثبت و معناداری بر شاخص های بازار سرمایه دارد. که نتایج مطالعات انجام شده بر روی شاخص بازار سرمایه تایید کننده این نتیجه در مدلی باشد.

ضریب متغیر T که نماینگر میزان نقدینگی بازار در مدل می باشد، طبق انتظار از لحاظ آماری مثبت و معنا دار برآورد شده است که نشان می دهد با فرض ثابت بودن سایر عوامل، با افزایش یک درصد در T، شاخص بازار سرمایه ۰/۵ درصد افزایش مییابد. بنابراین فرضیه تحقیق تایید می شود پس T اثر مثبت و معناداری بر شاخص بازار سرمایه دارد.

ضریب متغیر P که نشان دهنده لگاریتم سرمایه گذاری خارجی، طبق انتظار از لحاظ آماری مثبت و معنا دار برآورد شده است که نشان می دهد کشش سرمایه گذاری خارجی نسبت به شاخص بازار

سرمایه برابر ۰/۱۱۴ می باشد به عبارت دیگر با فرض ثابت بودن سایر عوامل، با افزایش یک درصد در سرمایه گذاری خارجی، شاخص بازار سرمایه ۰/۱۱۴ درصد افزایش مییابد. بنابراین فرضیه تحقیق تایید می شود.

ضریب R که معیاری برای شاخص ریسک ترکیبی سیاسی، اقتصادی و مالی در مدل می باشد، طبق انتظار از لحاظ آماری مثبت و معنا دار برآورد شده است که نشان می دهد ضریب شاخص ریسک ترکیبی سیاسی، اقتصادی و مالی برابر ۰/۱۵ می باشد که نشان دهنده این است که با فرض ثابت بودن سایر عوامل، با افزایش یک درصد در شاخص ریسک ترکیبی سیاسی، اقتصادی و مالی، شاخص های بازار سرمایه ۰/۱۵ درصد افزایش مییابد. بنابراین فرضیه تحقیق تایید می شود پس شاخص ریسک ترکیبی سیاسی، اقتصادی و مالی اثر مثبت و معناداری بر شاخص های بازار سرمایه دارد. که نتایج مطالعات انجام شده بر روی شاخص بازار سرمایه تایید کننده این نتیجه در مدل می باشد.

ضریب F که نماینگر سیاستهای آزادسازی بازارهای مالی است از لحاظ آماری معنادار نمی باشد. با توجه به نتایج بدست آمده و نقش غیر قابل انکار سرمایه خارجی می توان به اثر بخشی و تاثیر سرمایه گذاری خارجی بر روی بازارهای مالی اشاره نمود که هر چقدر بتوان بستر سازی و شرایط بهتری جهت جذب هر چه بیشتر سرمایه گذاری خارجی انجام داد اثرات مثبت و خوبی بر اقتصاد کشورهای میزبان خواهد داشت و طبق نتایج تحقیق (p) سرمایه گذاری خارجی اثر مستقیم و مثبتی بر شاخص بازار سرمایه داشته و با افزایش آن شاخص بازار نیز افزایش مییابد که افزایش ورود سرمایه گذاری خارجی به بازار سهام خود بیانگر اقتصاد پویا و خوب کشورهای میزبان می باشد که توانسته است با بستر سازی مناسب سرمایه های خارجی را جذب نماید و هر چه بازار سرمایه کشورها از بازدهی مناسبی برخوردار باشند با جذب سرمایه های خارجی و داخلی و سوق دادن آنها به سمت تولید به هر چه شکوفایی اقتصاد کشورهای میزبان کمک شایانی می کنند.

#### سیاست‌های پیشنهادی

اتخاذ سیاست های مناسب در مقوله سرمایه گذاری خارجی ، به نوع نگاه و رویکرد سرمایه گذاران اقتصادی به جریان های سرمایه خارجی بستگی دارد. میتوان به جریان های سرمایه به عنوان عاملی موجب رشد اقتصادی و کاهش فقر، انتقال دانش و تکنولوژی و... نگریست، یا آن که جریان های سرمایه را عاملی برای ایجاد بحران و تزلزل اقتصادی در نظر گرفت. برگزیدن هر یک از این رویکرد ها، جهت گیری یک کشور در سیاست های آن را در قبال سرمایه گذاری خارجی مشخص

می‌کند. با توجه به نتایج تحقیق و اثر مثبت و معنادار سرمایه‌گذاری‌های خارجی به نظر می‌رسد یکی از راه‌های توسعه بازار افزایش فرصت‌های جذب سرمایه‌های خارجی در بورس است. به این منظور پیشنهادات ذیل در جهت جذب سرمایه‌های بیشتر نام برده می‌شوند:

(۱) تنظیم و تکمیل سیستم نظارت بر بازار به منظور پیاده‌سازی اصول مربوط به منع دستکاری بازار، داد و ستد دارندگان اطلاعات نهایی و تشویق جهت فعالیت بیشتر اشخاص خارجی در بورس اوراق بهادار

(۲) به منظور ارتقای جایگاه بین‌المللی بورس اوراق بهادار تهران، شورای بورس بایستی زمینه لازم برای ارتباط موثر و انجام معاملات بورس‌های جهانی و منطقه‌ای و مشارکت فعال در نهادهای بین‌المللی مربوط و نیز امکان پذیرش و اجرای استانداردها و رویه‌های حسابرسی تصریح شده در کنفرانسیون‌های بین‌المللی را برای تنظیم بازار سرمایه فراهم نماید.

(۳) به نظر می‌رسد موافقت نامه‌ها و یادداشت تفاهم در خصوص سرمایه‌گذاری مستقیم، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار یا اعطای وام، میان کشورهای در حال توسعه به رونق بازارهای مالی و فضای سرمایه‌گذاری کشورهای در حال توسعه کمک کند. همچنین باید گفت:

(۴) کشورهای دارای شرایط اقتصادی بی‌ثباتی هستند و بازارهای مالی توسعه یافته‌ای ندارند (مانند ایران) آزادسازی تدریجی برای آن‌ها توصیه می‌شود. خصوصاً در کشورهای با درآمد پایین و متوسط، برای آغاز آزادسازی بازارهای مالی، ابتدا آزادسازی بازار سرمایه توصیه نمی‌گردد. بلکه آزادسازی جریان‌ات ورود سرمایه (مثل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی) در اولویت قرار دارد.

#### ۱۰- پیشنهاد برای تحقیقات آتی

در ارتباط با تاثیر سرمایه‌گذاری خارج در سبد مالی در توسعه بازار سهام و در ادامه این تحقیق، بررسی موارد زیر موجب شناخت و درک بهتری از عوامل موثر و مسایل پیش روی سرمایه‌گذاری خارجی خواهد شد:

(۱) بررسی تاثیر سرمایه‌گذاری خارجی در سبد مالی در توسعه بازار سهام کشورهای توسعه یافته

(۲) مقایسه بازار سرمایه کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته از لحاظ ابزارها و قوانین بازار

(۳) بررسی آزادسازی حساب سرمایه و انسجام مالی

(۴) بررسی عوامل غیر اقتصادی موثر بر جریان‌های سرمایه خصوصی

(۵) بررسی موردی شرکت های سرمایه گذاری خارجی در ایران، دلایل فنی و اقتصادی موفقیت این گونه شرکت ها که جهت تقویت مزایای اقتصادی کشور ایران برای خارجیان، مفید فایده است

(۶) بررسی اینکه تامین مالی ازخارج (سرمایه گذاری خارجی) از نظر اسلام واهداف جامعه اسلامی چگونه می‌باشد.



## منابع

- آفازاده، سیدرضا، ۱۳۷۷، «بررسی زمینه های اقتصادی لازم سرمایه گذاریهای مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی و مطالعه تطبیقی ایران و کشورهای منتخب
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره بررسی ها و سیاستهای اقتصادی، نماگرهای اقتصادی، شماره های مختلف
- خاتمی، همایون، ۱۳۷۶ بررسی سرمایه گذاری مستقیم خارجی در ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران
- دادگر، یداله، نظری، روح اله، ارزیابی شاخصهای توسعه مالی در ایران، مجموعه مقالات همایش بین المللی توسعه تامین مالی در ایران، دانشگاه صنعتی شریف، بهار ۱۳۸۸ ص ۱-۳۵
- زنوز، بهروز، ۱۳۷۹ سرمایه گذاری مستقیم خارجی، نشر دیده آوران
- سرمایه گذاری خارجی و تبیین جایگاه آن در اقتصاد کشور، سازمان امور اقتصادی و دارایی استان مرکزی، معاونت اقتصاد و سازمان، بهمن ماه ۱۳۸۶
- سازمان بورس اوراق بهادار
- سازمان سرمایه گذاری و کمک های اقتصادی و فنی ایران
- لطفی، ح، مرداد ۱۳۸۵، نقش متغیرهای کلان اقتصادی در بازار سرمایه و توسعه سرمایه گذاری، مجموعه مقالات همایش اقتصاد ایران در گام نهم
- وفايي، سارا (۱۳۸۷)، مطالعه تطبیقی سرمایه گذاری خارجی در بازار سرمایه ایران و کشورهای حوزه خلیج فارس، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی
- Alfaro, L., Kalemli Ozcan, S. & V. Volosovych (2008), Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countryman Empirical Investigation, Review Of Economics and Statistics, Vol. 90, NO.2, PP.347-368
- Blomstrom, M., Lipsey, R., & M. Zejan (1994), What Explains Developing Country Growth? PP Calderon –Rosel, Jorge R. (1990). The Structure and Evolution of World Stock Markets. Capital Markets Research Proceeding of the First Annual Pacific –Basin Finance Conference, Taipei. 243-259
- Demirguc-Kunt, A. and E. Detragiache, (1999) , "Financial Liberalization and Financial Fragility"
- Edvard Borensztien, September 1989 "The Effect of External Debt on Investment" Finance and Development
- Greenwood, Jeremy, and Bruce D. Simith (1997). Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets Journal of Economics Dynamics and Control .January
- Levine, R. and S. Zervos. (1998b). Capital Control Liberalization and Stock Market Development, World Development 26

- Madura, Jeff, Financial Institutions and Markets 2006
- Patrik, HT (1966). On the Mechanics of Economic Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries Economic Development and Cultural Change Journal, No.34
- Petri, P. A. (2011), "The Determinants Of Bilateral FDI: Is Asia Different? Journal of Asian Economics xxx, XXX\_XXX
- Ritab S. Al-Khouri, (2007), Financial Sector Development and Sustainable Economic Growth in Regionally Co-Integrated Emerging Markets, Advances in Financial Economics, Volume 12, pp.345-360.
- Suleiman Abu-Bader, and Aamer S. Abu-Qarn, (2008), financial development and economic growth: The Egyptian experience, Journal of Policy Modeling, Article in vol. 30, issue 5, pages 887-898
- World Federation of Exchanges
- WWW.gulfbase.com
- WWW.irbourse.com





پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی