



فصلنامه‌ی اقتصاد مقداری (بررسی‌های اقتصادی سابق)



صفحه‌ی اصلی وب سایت مجله: www.jqe.scu.ac.ir

شاپا الکترونیکی: ۴۲۷۱-۲۷۱۷

شاپا چاپی: ۵۸۵۰-۲۰۰۸

تعامل جریان‌های بین‌المللی سرمایه و رشد اقتصادی در کشورهای D8

مهدی یزدانی* و آرمن مارکاری**

* استادیار اقتصاد، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و علوم سیاسی، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران (نویسنده مسئول).
** کارشناس ارشد اقتصاد انرژی، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و علوم سیاسی، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

اطلاعات مقاله

تاریخ دریافت: ۲۴ تیر ۱۳۹۷

تاریخ بازنگری: ۹ فروردین ۱۴۰۰

تاریخ پذیرش: ۱۳ فروردین ۱۴۰۰

انتشار آنلاین از تاریخ ۱۳ فروردین ۱۴۰۰

طبقه‌بندی JEL: F41, F34, C33

واژگان کلیدی:

جهانی شدن، سرمایه‌گذاری خارجی، رشد اقتصادی، معادلات همزمان، داده‌های تابلویی

ارتباط با نویسنده (گان) مسئول:

ایمیل: ma_yazdani@sbu.ac.ir

0000-0002-8045-7232

آدرس پستی: ایران، تهران، تهران، بلوار
دانشجو، دانشگاه شهید بهشتی،

۱۹۱۳۹۶۳۱۱۳

چکیده

بر اساس صندوق بین‌المللی پول، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری در پرتفوی به عنوان عوامل اصلی و تأثیرگذار در جهانی شدن شناخته شده‌اند. این مقاله سعی دارد با در نظر گرفتن اهمیت جریان‌های بین‌المللی سرمایه خارجی به عنوان یکی از نمودهای جهانی شدن مالی، آن را به دو بخش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری در پرتفوی تقسیم کرده و به ارزیابی تعامل بین پدیده جهانی شدن مالی و رشد اقتصادی در قالب یک الگوی رشد، برای کشورهای عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی D8 بپردازد. برای این منظور اطلاعات مورد نیاز، برای کشورهای عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی D8 طی دوره زمانی ۱۹۹۵-۲۰۱۵ استخراج و سعی شده که مسأله پژوهش با استفاده از تکنیک معادلات همزمان در چهارچوب الگوهای داده‌های ترکیبی، دنبال شود. نتایج نشان می‌دهند که در معادله رشد اقتصادی، وجود یک رابطه مثبت و بلندمدت بین جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری در پرتفوی با رشد اقتصادی تأیید می‌شود. همچنین نرخ رشد جمعیت و انباشت سرمایه ثابت اثر مثبت، ولی نرخ ارز حقیقی و نرخ تورم اثر منفی بر رشد اقتصادی داشتند. علاوه بر این رشد اقتصادی، نرخ ارز حقیقی و اختلاف نرخ بهره داخلی و خارجی اثر مثبت بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته‌اند، ولی علامت ضریب متغیرهای سرمایه‌گذاری در پرتفوی، رشد جمعیت و انباشت سرمایه ثابت منفی است. در نهایت نرخ رشد اقتصادی و میزان کاربران اینترنت اثر مثبت بر سرمایه‌گذاری در پرتفوی داشته، در حالی که ضریب متغیرهای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نرخ تورم منفی است. بر این اساس نرخ رشد اقتصادی عامل تعیین کننده در جذب سرمایه‌های خارجی است. بر این اساس سیاست‌گذاران باید توجه ویژه‌ای به جریان‌های سرمایه‌گذاری خارجی به ویژه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته باشند.

ارجاع به مقاله:

یزدانی، مهدی و مارکاری، آرمن. (۱۴۰۰). تعامل جریان‌های بین‌المللی سرمایه و رشد اقتصادی در کشورهای D8. فصلنامه‌ی اقتصاد مقداری (بررسی‌های اقتصادی سابق)، ۱۸(۲)، ۱۳-۲۵.

10.22055/jqe.2021.26523.1909



۱- مقدمه

به طور کلی در حوضه اقتصاد و مدیریت، عنوان جهانی شدن برای نخستین بار در موضوع جهانی شدن بازارها در سال ۱۹۸۳ مطرح شده است. این در حالی است که جهانی شدن به عنوان یک پدیده مدرن، تعاریف مختلفی دارد، به گونه‌ای که برخی نویسندگان آن را مرحله‌ای از سرمایه‌داری و یا مدرنیته جدید نامیده و برخی دیگر آن را یک راه تفکر جدید می‌دانند.

در خصوص اهمیت پدیده جهانی شدن باید اشاره شود که این پدیده درهم آمیزی و ادغام متزاید اقتصادهای ملی در اقتصاد جهانی را سبب می‌شود که باعث ایجاد مزایایی از جمله افزایش تجارت بین‌المللی و جهانی شدن تولید و جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی^۱ (FDI) شده و به دلیل مقررات‌زدایی در بازارهای مالی در سراسر جهان و تحول رو به گسترش تکنولوژی اطلاعات، بازارهای مالی در آن به سرعت آزادسازی می‌شوند. از دیگر فواید جهانی شدن می‌توان به بین‌المللی شدن روز افزون خدماتی همچون بانکداری، بیمه، تبلیغات، حسابداری، ارتباطات و رسانه‌های همگانی اشاره کرد که باعث ایجاد تحولی مثبت و کلی در اقتصاد بین‌الملل و در نتیجه رشد و توسعه خواهد شد.

علاوه بر این شاخص‌های جهانی شدن را می‌توان به دو دسته کلی الف) شاخص‌های ترکیبی شامل جهانی شدن تجارت کالاها، جهانی شدن مالی، جهانی شدن تماس‌های شخصی^۲ و اتصال اینترنتی و ب) شاخص‌های غیرترکیبی شامل شاخص‌های باز بودن تجاری و شاخص‌های باز بودن مالی تقسیم کرد. این در حالی است که هر کدام از شاخص‌های ذکر شده فوق خود به چندین دسته تقسیم می‌گردند که از آن‌ها می‌توان به عنوان شاخصی برای سنجش جهانی شدن استفاده کرد و با توجه به این که از چه دیدگاهی به این موضوع پرداخته می‌شود، نوع شاخص نیز متفاوت است.

همچنین در دهه‌های اخیر جریان‌های بین‌المللی سرمایه مانند FDI و نیز سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق بهادار، وام‌های بانکی، اوراق قرضه، سهام و ... که از آن به عنوان سرمایه‌گذاری پرتفوی خارجی^۳ (FPI) یاد می‌شود، از رشد بالایی برخوردار بوده‌اند (UNCTAD, 2015). دلیل این افزایش در تجارت و سرمایه‌گذاری را می‌توان تا حد زیادی ناشی از سیاست‌های گسترده آزادسازی تجاری و مالی در کشورهای مختلف دنیا دانست که از آن به عنوان جهانی شدن مالی یاد می‌شود.

این در حالی است که جریان اخیر جهانی شدن مالی از اواسط دهه ۱۹۸۰ میلادی به بعد، باعث افزایش جریان سرمایه در بین کشورهای صنعتی و در حال توسعه گردیده است. گرچه این افزایش در جریان سرمایه در بین کشورهای در حال توسعه با افزایش قابل توجه نرخ رشد آن‌ها همراه بوده است، اما تعدادی از این کشورها در مقاطعی خاص سقوط نرخ رشد و بحران‌های مالی قابل توجهی را تجربه کردند که در نهایت منجر به ایجاد هزینه‌های اساسی در سطح کلان آن‌ها شده است. این مسأله باعث ایجاد بحث‌هایی در مورد اثرات یکپارچگی و ادغام کشورهای در حال توسعه شده که اکثریت این بحث‌ها بر اساس شواهد تجربی محدود در برخی از کشورها بوده است. بنابراین با در نظر گرفتن اتفاقات اخیر و مبانی نظری موجود می‌توان گفت رابطه‌ای بین جهانی شدن مالی و نرخ رشد اقتصادی کشورها وجود داشته که بسته به میزان توسعه یافتگی، شرایط جغرافیایی، بزرگ یا کوچک بودن اندازه کشورها در تجارت و ... ممکن است اثر مثبت و یا در برخی مواقع منفی داشته باشد.

بر این اساس هدف از این مقاله ارزیابی و تفکیک اثر جریان‌های بین‌المللی سرمایه شامل FDI و FPI به عنوان مهمترین نمود جهانی شدن مالی بر رشد اقتصادی است. برای این منظور ضمن شناسایی اثر این دو پدیده بر رشد اقتصادی در قالب یک الگوی رشد درون‌زا برای کشورهای D8 در طی دوره ۲۰۱۵-۱۹۹۵، تعامل بین رشد اقتصادی و جهانی شدن مالی (شامل FDI و FPI) با استفاده از روش معادلات همزمان^۴ در چهارچوب الگوی داده‌های تابلویی ارزیابی خواهد شد.

ادامه مقاله این گونه سامان‌دهی شده است که در بخش دوم، ادبیات نظری و پیشینه پژوهش؛ در بخش سوم، الگو، متغیرها و روش پژوهش؛ در بخش چهارم، نتایج تجربی و در نهایت در بخش پنجم، نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی ارائه شده است.

¹ Foreign Direct Investment

² Globalization of Personal Contacts

³ Foreign Portfolio Investment

⁴ Simultaneous Equations

۲- ادبیات نظری و پیشینه پژوهش

به طور کلی نظریات رشد به دو دسته نظریات رشد درون‌زا و نظریات رشد برون‌زا تقسیم می‌گردند. در نظریات رشد درون‌زا، وضعیت رشد اقتصادی کشورها با انتخاب، تصمیم و بهینه‌یابی کارگزاران و عوامل اقتصادی مشخص می‌شود، در حالی که در نظریات رشد برون‌زا، عوامل تأثیرگذار بر رشد و رفاه مثل پیشرفت فنی، نرخ رشد نیروی کار و ... برون‌زا در نظر گرفته می‌شوند.

همچنین تقریباً تمامی اقتصاددانان کلاسیک مانند اسمیت^۵، هیوم^۶، ریکاردو^۷، میل^۸ و ... در نظریات اقتصادی خود به موضوع رشد برای تقویت طرف عرضه اقتصاد پرداخته‌اند که ماهیت این الگوها درون‌زا است. اقتصاددانان کلاسیک افزایش تولید و رشد را با در نظر گرفتن هیچ گونه تغییری در تکنولوژی و برون‌زا یا ثابت بودن دیگر عوامل اثرگذار بر تولید، در گرو افزایش عوامل نیروی کار و سرمایه می‌دانند. از انتقادهای مهم وارد شده به الگوهای رشد کلاسیک این است که تکنولوژی به عنوان مهمترین شاخص در رشد اقتصادی ثابت در نظر گرفته شده و توجهی به بازدهی‌های نسبت به مقیاس نشده است.

از سوی دیگر الگوهای رشد نئوکلاسیک بیشتر ماهیت برون‌زا دارند که از مهم‌ترین آن‌ها می‌توان به الگوهای رشد سولو-سوان^۹، کوزنتس^{۱۰}، آبراموویتز^{۱۱}، چنری^{۱۲} و دنیسون^{۱۳} اشاره کرد. مفهوم رشد همراه با افزایش سهم عامل سرمایه از محصول کل، از طریق الگوی رشد سولو-سوان تدوین شد. این الگو با استفاده از یک سری معادلات، رابطه بین کار، کالاهای سرمایه‌ای، محصول و سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد که در آن تغییرات تکنولوژی نقش مهمی را در ارتباط با میزان رشد ایفا می‌کرد.

در ادامه به دلیل ناتوانی الگوهای رشد برون‌زا در بیان شواهد تجربی در دهه ۱۹۶۰، اقتصاددانان به الگوهای رشد درون‌زا روی آورده و سعی کردند عامل تکنولوژی را به صورت درون‌زا وارد الگوهای رشد نمایند. به طور کلی الگوهای رشد درون‌زا تغییرات تکنولوژی و رشد در سرمایه انسانی را مهمترین عامل رشد اقتصادی در کشورها می‌دانند و عقیده دارند سرمایه انسانی، مهارت و دانش باعث بهره‌وری نیروی کار گشته و از آنجا که این عوامل بر خلاف سرمایه فیزیکی دارای نرخ بازدهی فزاینده هستند، در کل نرخ بازگشت سرمایه ثابت و اقتصاد کشورها بر خلاف الگوهای رشد نئوکلاسیک هیچ‌گاه به حالت پایدار^{۱۴} بلندمدت نمی‌رسد. بنابراین هرچند رشد همانند نرخ انباشت سرمایه در طول زمان کاهش نمی‌یابد، ولی نرخ رشد وابسته به نوع سرمایه‌ای است که کشور در آن سرمایه‌گذاری می‌کند (Shakeri, 2011, pp: 611-622). در اواخر دهه ۱۹۸۰، رومر^{۱۵} از دانشگاه استنفورد و لوکاس^{۱۶} از دانشگاه شیکاگو تکنولوژی را به صورت درون‌زا وارد الگوهای رشد کردند. که در ادامه به بررسی این الگوها پرداخته می‌شود.

۲-۱- الگوی رشد درون‌زای رومر

رومر (۱۹۸۶) اقتصاد را در مقیاس کل، دارای بازدهی نسبت به مقیاس فزاینده و در سطح بنگاه‌ها، آن را دارای بازدهی نسبت به مقیاس ثابت در نظر می‌گیرد و معتقد است سرمایه‌گذاری مقیاس و شاخصی مناسب از افزایش تجربه است. لذا تولید بنگاه λ م در زمان t به صورت زیر خواهد بود.

$$Y_{it} = f(K_{it}, A_t L_{it}) \quad (1)$$

⁵ Smith

⁶ Hume

⁷ Ricardo

⁸ Mill

⁹ Solow-Swan

¹⁰ Kuznets

¹¹ Abramovitz

¹² Chenery

¹³ Denison

¹⁴ Steady State

¹⁵ Romer

¹⁶ Lucas

که در این رابطه Y_{it} تولید بنگاه، K_{it} سرمایه بنگاه، L_{it} نیروی کار بنگاه و A_t انبار دانش در اقتصاد در زمان t است که مقدار آن به میزان تجربه بستگی دارد و از آنجا که تجربه تابعی از سرمایه‌گذاری گذشته همه بنگاه‌های موجود در اقتصاد است، می‌توان آن را به صورت زیر نشان داد.

$$G_t = \int_{-\infty}^t I(V) dv = \kappa_t \quad (2)$$

که در این رابطه K_t سرمایه‌گذاری گذشته همه بنگاه‌های موجود در اقتصاد در سال t ، G_t میزان تجربه در زمان t و $I(V)$ سرمایه‌گذاری به صورت تابعی از متغیر V است. حال می‌توان رابطه انبار دانش در اقتصاد با تجربه را به صورت زیر نمایش داد که به آن فرض یادگیری از طریق انجام کار^{۱۷} نیز گفته می‌شود.

$$A_t = G_t^h, \quad h < 1 \quad (3)$$

رابطه (۳)، بیان می‌کند که با انجام سرمایه‌گذاری، بهره‌وری با نرخ کاهنده افزایش می‌یابد. با جایگذاری K_t به جای G_t در رابطه (۳)، رابطه زیر حاصل می‌شود:

$$A_t = \kappa_t^h \quad (4)$$

در نهایت با جایگذاری **رابطه (۴)**، در تابع تولید ذکر شده در **رابطه (۱)** و جمع تابع تولید کاب-داگلاس تمامی بنگاه‌ها در اقتصاد، تابع تولید در مقیاس کل به صورت زیر است:

$$Y = f(K, L, \kappa) = K^a L^{1-a} \kappa^h \quad (5)$$

با توجه به **رابطه (۵)**، تولید اقتصاد در مقیاس کل را می‌توان تابعی از سرمایه، نیروی کار و انبار سرمایه کل (دانش کل) دانست که در آن بازدهی نسبت به مقیاس به دلیل ثابت فرض نکردن κ فزاینده است (Romer, 1986).

۲-۲- الگوی سرمایه انسانی لوکاس

لوکاس (۱۹۸۸) در الگوی خود فرض می‌کند تمامی نهاده‌های تولید قابل انباشت هستند. به همین دلیل بازدهی نسبت به مقیاس نسبت به نهاده‌های قابل انباشت، ثابت است. او همچنین در تابع تولید خود بر خلاف رومر (۱۹۸۶) به جای نیروی کار فیزیکی، سرمایه انسانی را معرفی می‌کند و معتقد است عوامل اقتصادی از طریق مطالعه و تحصیل، سرمایه انسانی انباشت می‌کنند و این انباشت سرمایه انسانی به عنوان یک نهاده تولید دارای بازدهی نسبت به مقیاس ثابت است. از این رو تولید نهایی سرمایه انسانی که انگیزه افراد برای تحصیل، آموزش و مطالعه را تعیین می‌نماید، ثابت است. لوکاس تابع تولید کل اقتصاد را تابعی از میزان سرمایه، نیروی کار و مقیاس کیفیت متوسط کارگران دانسته و آن را به صورت زیر فرموله می‌کند.

$$Y = AK^a (u h L)^{1-a} \quad (6)$$

که در آن h مقیاسی از کیفیت متوسط نیروی کار و u نیز آن کسری از زمان غیر از فراغت است که عوامل اقتصادی صرف کار کردن برای تولید محصول می‌کنند (Shakeri, 2011, pp: 629-632).

۲-۳- سرمایه‌گذاری‌های خارجی

به طور کلی پویایی و ساختار سرمایه‌گذاری‌های خارجی به همراه دیگر جریان‌های بین‌المللی اقتصادی یکی از بهترین محرک‌های رشد و از عوامل اصلی ادغام اقتصادی کشورها شناخته می‌شوند. دو نوع از مهم‌ترین این سرمایه‌گذاری‌ها، FDI و FPI هستند.

طبق گزارشات کنفرانس تجارت و توسعه ملل متحد (UNCTAD) در سال ۲۰۱۵، FDI در حال حاضر یکی از موتورهای رشد و توسعه اقتصادی است. همچنین طبق گزارشات این سازمان، رشد سریع‌تر این نوع سرمایه‌گذاری خارجی نسبت به رشد تولید ناخالص داخلی (GDP)، تجارت جهانی، صادرات جهانی و فروش شرکت‌های بین‌المللی و همچنین بالاتر بودن حجم آن در مقایسه با جریان‌های انتقال تکنولوژی به علت نداشتن هزینه‌هایی همچون هزینه مجوز، حق امتیاز و ... از دلایل اصلی این مهم هستند (UNCTAD, 2015).

این در حالی است که بر طبق نظریه التقاطی دانینگ^{۱۸} (۱۹۷۹)، FDI را می‌توان به چهار بخش دنبال کننده بازار، دنبال کننده کارایی، دنبال کننده منابع و دنبال کننده دارایی استراتژیک تقسیم نمود. سرمایه‌گذاری‌های دنبال کننده بازار، به عواملی همچون اندازه

بازار، رشد بازار، ساختار بازار داخلی و ... وابسته هستند که با نفوذ در بازارهای داخلی کشور میزبان سرمایه، باعث رشد اقتصادی می‌گردند. برای ارزیابی عوامل موثر بر این نوع سرمایه‌گذاری، از شاخص‌هایی همچون تولید ناخالص داخلی، رشد جمعیت کشور میزبان سرمایه و صادرات آن کشور می‌توان استفاده کرد. همچنین سرمایه‌گذاری‌های دنبال‌کننده کارایی، بیشتر به دلیل یافتن منابع جدید رقابت، داشتن یک بازدهی نسبت به مقیاس و تخصص و هزینه‌های تولید پایین‌تر ایجاد می‌گردد که از مهم‌ترین شاخص‌های اثرگذار در این نوع سرمایه‌گذاری می‌توان تورم را نام برد.

در مورد سرمایه‌گذاری‌های دنبال‌کننده منابع، این نوع سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر به دلیل یافتن مواد خام و اولیه، نیروی کار و زیرساخت‌های ارزان قیمت یا کمیاب انجام می‌شود. از جمله شاخص‌های اثرگذار بر این نوع سرمایه‌گذاری‌ها، واردات و زیرساخت‌های یک کشور هستند که از نظر ویلر و مودی (۱۹۹۲)، لوری و گوسینجر (۱۹۹۵) و مورست (۲۰۰۰)، عامل زیرساخت‌ها به علت اثر مثبتی که بر بهره‌وری و در نتیجه جذب FDI می‌گذارد، مهمترین شاخص در این نوع سرمایه‌گذاری‌ها شناخته می‌شود (Wheeler & Mody, 1992; Loree & Guisinger, 1995; Morisset, 2000). این در حالی است که طبق مطالعات انجام شده در این زمینه همانند بوتریک و همکاران (۲۰۰۶)، اسیدو و صالحی اصفهانی (۲۰۰۳) و دیزدارویک و آگوست (۲۰۰۵)، از شاخص‌هایی که معرف میزان زیرساخت‌های یک کشور می‌تواند باشد، کاربران اینترنت، مشترکین تلفن همراه و متراژ جاده‌های آسفالت شده در کشور است که هر سه مورد ذکر شده دارای یک رابطه مثبت با میزان جریان FDI هستند (Botric, Sisinacki, & Skuflic, 2006; Asiedu & Salehi Esfahani, 2003; Dizardovic & August, 2005). در نهایت طبق مطالعه دانینگ (۱۹۹۴) در مورد سرمایه‌گذاری‌های دنبال‌کننده دارایی استراتژیک، این نوع سرمایه‌گذاری در مقایسه با دیگر سرمایه‌گذاری‌ها دارای بیشترین رشد است. شرکت‌ها به طور فزاینده از این نوع FDI برای به دست آوردن دارایی‌های استراتژیکی که برای بقای آن‌ها ضروری و در عین حال در کشور موجود نباشد، استفاده می‌کنند (Dunning, 1994).

علاوه بر FDI، از مهم‌ترین اجزای جریان‌های بین‌المللی سرمایه می‌توان FPI را نام برد که شامل خرید سهام، اوراق قرضه، اسناد خزانه‌داری و اوراق بهادار توسط سرمایه‌گذاران خارجی است. با جریان رو به افزایش آزادسازی بازارهای مالی داخلی در کشورهای در حال توسعه و سهولت سرمایه‌گذاری در این بازارها توسط سرمایه‌گذاران خارجی، FPI به عنوان یک جز اثرگذار و دارای سهم بالا در جریان خالص منابع در کشورهای در حال توسعه شناخته می‌شود. بر اساس مطالعات کنفرانس تجارت و توسعه ملل متحد (۱۹۹۹)، حقوق صاحبان سهام FPI، می‌تواند از طریق افزایش نقدینگی بازار داخلی سرمایه و تشویق واسطه‌های مالی اثر مثبتی بر اقتصاد یک کشور داشته باشد. علاوه بر این، از آنجا که سرمایه‌گذاران خارجی توجه ویژه‌ای به انتشار اطلاعات و شفافیت بازار دارند، این نوع سرمایه‌گذاری می‌تواند باعث مدیریت روان‌تر و بهتر شرکت‌ها، افزایش تولید آن‌ها و رشد اقتصادی گردد. همچنین طبق مطالعات جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۸)، جریان داخلی سرمایه‌گذاری خارجی در پرتفوی با ایجاد تحرک در کارایی و بهره‌وری بازار سهام باعث ارتقای کنترل شرکت‌ها، کاهش هزینه‌های نظارت و دیگر موانع سرمایه‌گذاری می‌گردد. در حقیقت یک بازار سهام کارا با در نظر گرفتن قیمت سهام و تمامی اطلاعات مربوط به کارکرد شرکت، باعث نزدیکی علایق بین سرمایه‌گذار و مدیر شده و بدین وسیله باعث کاهش هزینه‌های نظارت، تقویت سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی می‌گردد (Jensen & Meckling, 1987). از دیگر مطالعات در زمینه اثر مثبت FPI بر رشد اقتصادی می‌توان به مطالعات بکاوت و هاروی (۱۹۹۵، ۲۰۰۰) و دورهام (۲۰۰۴) اشاره نمود (Bekaert & Harvey, 1995, 2000; Durham, 2004).

این در حالی است که از منظر سیاست‌های کلان دولتی کشورهای در حال توسعه، مشکل اصلی در این زمینه، غیرقابل پیش‌بینی بودن و حجم بالای جریان FPI در بازارهای سهام داخلی و بازارهای سهام کوتاه‌مدت است که می‌تواند به عنوان یک عامل بی‌ثباتی مالی برای کشورهای در حال توسعه عمل نماید. کشورهای در حال توسعه‌ای که وابستگی بالایی به FPI جهت پوشش ضعف‌های اقتصادی خود دارند، بیشتر در معرض عواقب بلندمدت این نوع سرمایه‌گذاری خواهند بود. همچنین جریان FPI در کشورهای در حال توسعه به خصوص در دو دهه اخیر با نوسانات زیادی روبرو بوده است. از دلایل این امر می‌توان غیرقابل پیش‌بینی بودن و تأثیرپذیری سریع این نوع سرمایه‌گذاری از پیش‌بینی‌های سرمایه‌گذاران نسبت به متغیرهایی مانند نرخ بهره جهانی، ثبات سیاسی و اقتصادی کشورها را نام برد.

در نهایت می‌توان گفت به دلیل داشتن ماهیت سرمایه‌ای، متغیرهای تأثیرگذار بر این نوع سرمایه‌گذاری نیز همانند متغیرهای اثرگذار بر FDI هستند؛ ولی به دلیل کوتاه‌مدت بودن این نوع سرمایه‌گذاری نسبت به FDI، عواملی همچون عمق مالی و انواع ریسک‌های سرمایه‌گذاری نیز می‌توانند بر میزان این نوع سرمایه‌گذاری اثر مثبت و یا منفی داشته باشند.

۲-۴- پیشینه پژوهش

پراساد و همکاران (۲۰۰۳) با بررسی اثرات جهانی شدن مالی بر کشورهای در حال توسعه و با در نظر گرفتن شواهد تجربی به صورت سیستمی و منتقدانه در رابطه با این موضوع، به نتیجه‌گیری کرده‌اند که با وجود پیش‌فرض‌های قوی نظری، پیدا کردن رابطه قوی و معنادار بین ادغام مالی و رشد در کشورهای در حال توسعه دشوار است. همچنین بر خلاف پیش‌بینی‌های نظری، در برخی مواقع ادغام مالی حداقل در دوره‌های کوتاه‌مدت و در بعضی کشورهای در حال توسعه، باعث ایجاد نوساناتی در مصرف می‌شود. در نهایت برخی وقایع و شواهد بیانگر این است که نوع حکومت به طور کمی و کیفی اثر قابل توجهی بر هر دو رابطه ذکر شده در بالا در کشورهای در حال توسعه دارد (Prasad et al., 2003).

ترابی و محمدزاده اصل (۲۰۰۷) با تحلیل نقش جهانی شدن در جذب سرمایه خارجی و رشد اقتصادی به وجود رابطه مثبت بین جریان FDI و FPI با رشد اقتصادی در کشورهای با درجه بالاتری از جهانی شدن، رسیده‌اند. همچنین عوامل موثر و مهم بر رشد اقتصادی در کشورهای با درجه پایین‌تر جهانی شدن را عوامل ساختاری، سیاستی و شاخص‌های جهانی شدن برای جذب سرمایه دانسته‌اند. همچنین مطالعات دیگر به شناسایی تأثیر FDI و آزادی اقتصادی در کشورهای مختلف پرداخته و عوامل موثر و مثبت بر رشد اقتصادی در این کشورها را FDI، سرمایه‌گذاری داخلی، شاخص کل آزادی اقتصادی و دو جزء از اجزای آزادی اقتصادی (شامل ساختار قضایی و امنیت حقوق مالکیت، قوانین و مقررات کسب و کار و اعتبارات) دانسته‌اند (Torabi & Mohammadzadeh Asl, 2007).

علاوه‌براین چیریلادانچو (۲۰۱۳) با بررسی تعامل جهانی شدن و FDI به این نتیجه رسیده است که توازن قدرت اقتصادی باعث تغییر در اقتصاد جهانی شده و کشورهای دارای ساختار صنعتی ثابت و پایدار نسبت به دیگر کشورها، دارای برتری در این زمینه هستند (Chirila – Donciu, 2013). رمضان و کیانی (۲۰۱۲) با بررسی رابطه بین FDI، باز بودن تجاری و رشد تولید حقیقی با استفاده از روش الگو تصحیح خطا برای کشور پاکستان، به رابطه مثبت بین FDI با باز بودن تجاری و رشد تولید حقیقی رسیده‌اند (Ramzan & Kiani, 2012). بایر (۲۰۱۴) به بررسی توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای آسیایی در حال توسعه و با استفاده از روش رگرسیون داده‌های تابلویی پرداخته و به این نتیجه رسیده است که رابطه‌ای مستقیم بین توسعه‌یافتگی بخش بانکی و بازار سهام با میزان رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه وجود دارد (Bayar, 2014).

به طور کلی وجه تمایز مطالعه حال حاضر نسبت به دیگر مطالعات انجام شده به صورت در نظر گرفتن تعامل بین انواع جریان‌های بین‌المللی سرمایه (سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و جریان سرمایه‌گذاری پرتفوی) و رشد اقتصادی است که تقریباً در کمتر مطالعه‌ای به صورت همزمان به این مسأله پرداخته شده است. از طرف دیگر در الگوسازی سعی شده است که از مباحث نظری با دقت بالایی استفاده شود. علاوه‌براین از نظر روش برآورد الگو نیز، از روش معادلات همزمان در فضای داده‌های تابلویی استفاده شده است.

۳- الگو، متغیرها و روش پژوهش

بر اساس مبانی نظری ذکر شده در مورد رشد اقتصادی می‌توان گفت متغیرهای سرمایه، نیروی کار و عوامل اثرگذار بر آن‌ها از اجزای اصلی رشد هستند. همچنین بر طبق الگوهای رشد درونزا مانند الگوهای رشد رومر و لوکاس می‌توان از متغیرهایی همچون سرمایه انسانی، انبار سرمایه کل (دانش کل) و دیگر عوامل موثر بر این متغیرها به عنوان عوامل اثرگذار بر رشد اقتصادی یاد کرد.

از آنجا که هدف از این مقاله ارزیابی تعامل بین جریان‌های بین‌المللی سرمایه و رشد اقتصادی است، تولید را می‌توان به صورت زیر تعریف کرد:

$$Y = f(FDI, FPI, X) \quad (7)$$

که در این رابطه Y تولید ناخالص داخلی، FDI سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، FPI سرمایه‌گذاری در پورتفوی و X نیز برداری از متغیرهای کنترل است.

همچنین برای بررسی تعامل رشد ارائه شده با جریان‌های بین‌المللی سرمایه و بر اساس مبانی نظری ذکر شده، این جریان‌ها به صورت دو تابع مجزا در غالب روابط (۸) و (۹) قابل نشان دادن است:

$$FDI = g(Y, FPI, Z) \quad (8)$$

$$FPI = h(Y, FDI, W) \quad (9)$$

که در این روابط Z و W به ترتیب بردار متغیرهای کنترل اثرگذار بر FDI و FPI هستند.

بر اساس ادبیات نظری موجود در زمینه رشد اقتصادی، بردار X ارائه شده در معادله (۷) شامل نرخ تورم (Inf)، نرخ ارز حقیقی (RER)، میزان اعتبار اعطایی به بخش خصوصی (DC)، نرخ رشد جمعیت کشور (POP) به عنوان نماینده‌ای از نیروی کار و میزان انباشت سرمایه ثابت (FCF) است. همچنین بردار Z شامل میزان انباشت سرمایه ثابت (FCF)، نرخ ارز حقیقی (RER)، اختلاف نرخ بهره سرمایه‌گذاری هر کشور نسبت به نرخ بهره جهانی (ID) و جمعیت کشور (POP) است. در نهایت بردار W نیز در برگزیده نرخ تورم (Inf)، اختلاف نرخ بهره سرمایه‌گذاری هر کشور نسبت به نرخ بهره جهانی (ID)، شاخص ریسک (RVA)، شاخص عمق مالی (FD) و میزان کاربران اینترنت (IU) به عنوان شاخصی از تکنولوژی ارتباطات است.

در این صورت الگوی معادلات همزمان برای در نظر گرفتن تعامل بین این سه متغیر با تکیه بر مبانی نظری و شرایط خاص کشورهای نوظهور و عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی D8 به صورت **روابط (۱۰)** و **(۱۱)** است:

$$GR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LnFDI_{it} + \alpha_2 LnFPI_{it} + \alpha_3 Inf_{it} + \alpha_4 LnRER_{it} + \alpha_5 LnDC_{it} + \alpha_6 POP_{it} + \alpha_7 LnFCF_{it} + U_{1it} \quad (10)$$

$$LnFDI_{it} = \beta_0 + \beta_1 GR_{it} + \beta_2 LnFPI_{it} + \beta_3 LnFCF_{it} + \beta_4 LnRER_{it} + \beta_5 ID_{it} + \beta_6 POP_{it} + U_{2it} \quad (11)$$

$$LnFPI_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 GR_{it} + \gamma_2 LnFDI_{it} + \gamma_3 Inf_{it} + \gamma_4 LnRER_{it} + \gamma_5 RVA_{it} + \gamma_6 ID_{it} + \gamma_7 FD_{it} + \gamma_8 IU_{it} + U_{3it} \quad (12)$$

که در این رابطه GR تغییرات مربوط به تولید ناخالص داخلی یا به عبارت دیگر نرخ رشد اقتصادی است.

۳-۱- متغیرها

تولید ناخالص داخلی: در اکثر مطالعات تجربی در زمینه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی همانند گرسپک و بابیک (۲۰۰۳) و گزارشات سازمان‌هایی همچون کنفرانس تجارت و توسعه ملل متحد، رشد تولید ناخالص داخلی در یک کشور باعث گرایش سرمایه‌گذاری‌های خارجی به آن کشور می‌گردد (Grcic & Babic, 2003). همچنین آگاروال (۱۹۸۰) معتقد بود اندازه بازار یک کشور به خصوص کشورهای در حال توسعه، محبوب‌ترین انگیزه سرمایه‌گذاران خارجی برای سرمایه‌گذاری در آن کشور است (Agarwal, 1980).

رشد جمعیت: این فاکتور نیز به علت تأثیری که بر اندازه کشور و بازار می‌گذارد، یکی دیگر از شاخص‌های تأثیرگذار بر میزان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. اقتصاددانانی همچون شیندر و فری (۲۰۰۳)، تیلور (۲۰۰۲) و نان کمپ (۲۰۰۲) از شاخص رشد جمعیت در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی استفاده کرده‌اند (Schneider & Frey, 2003; Taylor, 2002; Nunnenkamp, 2002). همچنین نان کمپ (۲۰۰۲) معتقد بود رابطه بین رشد جمعیت و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بیشتر و تأثیرگذارتر از رابطه بین رشد تولید با سرمایه‌گذاری است. همچنین با توجه به مبانی نظری الگوهای رشد رومر و لوکاس، می‌توان سرمایه انسانی را به عنوان شاخصی از موجودی نیروی کار دانست؛ چرا که با انباشت انباره دانش یا به عبارت دیگر افزایش میزان تجربه نیروی کار، تولید به دلیل مولدتر شدن نیروی کار افزایش و به رشد بیشتر منجر می‌گردد.

نرخ تورم: این شاخص برای سرمایه‌گذاران خارجی علاوه بر یک تعیین کننده مزیت مکانی، ثبات اقتصادی در سطح کلان و میزان ریسک، تعیین کننده میزان باز بودن اقتصاد و بدهی خارجی یک کشور نیز است، بنابراین می‌توان گفت ثبات نرخ تورم و پایین بودن سطح آن، باعث جذب بیشتر سرمایه‌گذاری خارجی شده و یک رابطه معکوس بین این دو برقرار است.

نرخ بهره: به طور کلی یکی از عوامل اثرگذار بر میزان سرمایه‌گذاری در هر اقتصادی نرخ بهره است و نقش مهمی در جذب منابع خارجی می‌تواند داشته باشد. همچنین در رابطه با نرخ بهره می‌توان گفت بالا بودن این نرخ با افزایش نرخ بازده سرمایه‌گذاری و بر طبق نظریه مدرن پرتفوی، می‌تواند تأثیر مثبتی بر روی حجم سرمایه‌گذاری داشته باشد.

نرخ ارز حقیقی: نوسانات و بی‌ثباتی نرخ ارز حقیقی می‌تواند از طریق افزایش نااطمینانی سرمایه‌گذاران بر آینده سرمایه‌گذاری و جلوگیری از عدم تخصیص بهینه موجودی سرمایه، باعث کاهش میزان سرمایه‌گذاری شود. همچنین نوسانات مکرر نرخ ارز حقیقی می‌تواند با تحت تأثیر قرار دادن قدرت رقابت‌پذیری کشور، ارزش کالاها، خدمات و در نهایت حجم تجارت و حجم ورود و خروج جریان‌ات سرمایه را کاسته و بر تولیدات و رشد تأثیر منفی بگذارد. از آنجایی که رفتار نرخ ارز حقیقی نتیجه ارتباط بین سیاست‌های ارزی و عملکرد متغیرهای اساسی اقتصادی است، به دلیل سیاست‌هایی که نظام ارزی کشور باعث تنظیم نامناسب نرخ ارز حقیقی می‌شود، انحراف‌های آن باعث

اختلال در برآورد هزینه سرمایه‌گذاری شده، عوامل تولید را به سمت تولید محصولات غیرقابل مبادله سوق داده و باعث انتقال منابع به بخش غیرتجاری و تخصیص آن‌ها به فعالیت‌های غیرقابل مبادله‌ای می‌شود. افزایش نااطمینانی و تشویق افراد، بانک‌ها و صنایع به سفته‌بازی از اثرات انحراف نرخ ارز حقیقی بر بازارهای مالی است که از این طریق رشد اقتصادی نیز متاثر می‌شود (Dv Mark & Shabsy, 1999).

همچنین بنابر دیدگاه‌های طرف تقاضای اقتصاد کلان و مطالعات اقتصاددانانی مانند میشکین (۱۹۹۵)، افزایش و رشد نرخ ارز با کاهش ارزش پول داخلی باعث ایجاد صادرات بیشتر و واردات کمتر گشته و از این طریق بر رشد اقتصادی کشورها تأثیر مثبت می‌گذارد. از سوی دیگر بنابر دیدگاه‌های طرف عرضه اقتصاد کلان، افزایش نرخ ارز از طریق افزایش هزینه مواد اولیه وارداتی باعث افزایش هزینه‌های تولید گشته و از این طریق مانع از افزایش تولید و رشد اقتصادی می‌گردد. در نهایت می‌توان گفت که رشد نرخ ارز می‌تواند بسته به شرایط کلان اقتصادی کشورها بر رشد تأثیر مثبت و یا منفی داشته باشد (Mishkin, 1995).

عمق مالی: در رابطه با اثر عمق مالی بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و موجودی سرمایه، دو دیدگاه مطرح شده است. دیدگاه اول که دیدگاه طرف تقاضا نیز خوانده می‌شود، دلیل ایجاد عمق مالی را رشد اقتصادی می‌داند و دیدگاه دوم یا دیدگاه طرف عرضه، دلیل رشد اقتصادی را عمق مالی می‌داند. در مورد ارتباط بین عمق مالی و رشد اقتصادی، لوین (۱۹۹۷) از دیدگاه عرضه به این مساله پرداخته است و بیان می‌کند توسعه و افزایش عمق مالی از طریق کاهش هزینه‌ها به توسعه بخش مالی (بازارهای مالی و واسطه‌گری‌ها) منجر شده و با ایجاد اثرات مثبتی همچون انتقال پس‌اندازها، سهولت تجارت، تسهیل کنترل و مدیریت ریسک، تخصیص منابع و اعمال کنترل شرکتی، باعث تقویت موجودی سرمایه و تکنولوژی شده و در نهایت رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد (Levine, 1997). با این وجود مطالعاتی از قبیل سواری و همکاران (۱۳۹۹) نشان می‌دهند که توسعه مالی اثر منفی بر رشد اقتصادی در اقتصاد ایران داشته است (Savari, Fatrus, 2020). (Haji & Najafizadeh, 2020).

زیرساخت‌ها: همان‌طور که در قسمت‌های پیشین این مطالعه بیان شد، طبق مطالعات انجام شده در زمینه زیرساخت‌ها همانند بوتریک و همکاران (۲۰۰۶)، اسپدو و صالحی اصفهانی (۲۰۰۳) و دیزداریک و اگوست (۲۰۰۵)، از شاخص‌هایی که می‌تواند میزان زیرساخت‌های یک کشور را محاسبه کند، کاربران اینترنت، مشترکین تلفن همراه و متراژ جاده‌های آسفالت شده در کشور را می‌توان نام برد که هر سه مورد ذکر شده دارای یک رابطه مثبت با میزان جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی هستند.

عامل ریسک: در رابطه با ارتباط بین ریسک و سرمایه‌گذاری باید گفت در محیط‌های سرمایه‌گذاری همواره اجتناب از ریسک و گرایش به سمت سود و بازده بیشتر، یک اصل و عملکرد عقلایی بوده است؛ زیرا یک سرمایه‌گذار دارای رفتار عقلایی، نسبت به محیط‌های مطمئن و دارای ریسک کمتر گرایش بیشتری داشته و از محیط‌های دارای ریسک و شرایط عدم اطمینان گریزان است. بر طبق نظریه مدرن پرتفوی^{۱۹}، از آنجا که ریسک و خطر با شدت و درصدهای مختلف در تمامی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری وجود دارند، سرمایه‌گذاران عقلایی و یا به اصطلاح ریسک‌گریز با تجزیه و تحلیل شرایط ریسک و بازده فعالیت‌های مالی، سرمایه خود را به فعالیت دارای بیشترین بازده و کمترین ریسک، تخصیص می‌دهند. از آنجا که ریسک مربوط به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت به دلیل غیرقابل پیش‌بینی بودن تغییرات قوانین و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری مانند مالیات بر سود، جریان‌ات سیاسی و ... در یک بازه زمانی طولانی به راحتی قابل محاسبه نیست، عامل ریسک در سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت بیشتر مورد توجه قرار گرفته و در این مقاله به عنوان یک متغیر برای سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت در نظر گرفته شده است.

در نهایت، متغیرهای مورد استفاده در الگو، نماد، تعریف و منبع آن‌ها در [جدول ۱](#) زیر ارائه شده است.

جدول ۱. اطلاعات مربوط به متغیرهای الگو
مأخذ: یافته‌های پژوهش

Table 1. Information of Model's Variables

Source: Research Findings

منبع	توصیف متغیر	نماد در الگو	نام متغیر
WDI (2015)	تفاضل لگاریتم تولید ناخالص داخلی حقیقی	GR	نرخ رشد اقتصادی
WDI (2015)	جریان ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی	FDI	سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی
IMF (2015), بانک مرکزی	تراز حساب مالی	FPI	سرمایه‌گذاری خارجی در پرتفوی
WDI (2015)	درصد تغییر در شاخص قیمتی مصرف کننده	Inf	نرخ تورم
WDI (2015)	نرخ ارز اسمی ضربدر نسبت شاخص‌های قیمت خارج به داخل	RER	نرخ ارز حقیقی
WDI (2015)	تشکیل سرمایه ناخالص ثابت	FCF	تشکیل سرمایه ثابت
PRS (2014)	شاخص‌های ریسک ارائه شده توسط سازمان خدمات ریسک سیاسی	R	ریسک
WDI (2015)	جمعیت کل کشور	PoP	جمعیت
WDI (2015)	تعداد کاربران اینترنت در هر ۱۰۰ نفر	IU	کاربران اینترنت
WDI (2015)	تقسیم مقدار پول و شبه پول بر تولید ناخالص داخلی	FD	عمق مالی
ICE (2014)	نرخ بهره حقیقی منهای نرخ بهره بین بانکی لیبور	ID	اختلاف نرخ بهره

۴- نتایج تجربی

در این قسمت از مطالعه سعی خواهد شد که الگوهای ارائه شده برای رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) و سرمایه‌گذاری پرتفوی خارجی (FPI) در قسمت قبل برای کشورهای D8 طی دوره ۲۰۱۵-۱۹۹۵ مورد برازش قرار گیرد. برای این منظور از نرم افزار Stata14 و از روش تخمین معادلات همزمان در فضای داده‌های تابلویی استفاده شده است. این نتایج در [جدول ۲](#) ارائه شده است، به گونه‌ای که نتایج در قالب سه ستون برای هر یک از الگوهای رشد، FDI و FPI مطرح شده است. علاوه بر این در قسمت پایینی جدول نیز نتایج مربوط به آزمون‌های تشخیصی ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج حاصل از برآورد الگوی معادلات همزمان
مأخذ: محاسبات پژوهش

Table 2. The Estimated Results of Simultaneous Equations Model

Source: Research Results

الگوی FPI	الگوی FDI	الگوی رشد	نام متغیر
۰/۴۹* [۰/۲۹]	۰/۳۰*** [۰/۱۱]	-	رشد اقتصادی
-۳/۶۹* [۲]	-	۲/۴۸*** [۰/۵۴]	سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی
-	-۰/۶۴*** [۰/۲۵]	۲/۰۷*** [۰/۷۲]	سرمایه‌گذاری پرتفوی خارجی
-۰/۱۳ [۰/۱]	-	-۰/۰۶** [۰/۰۴]	نرخ تورم
-	۰/۱۱** [۰/۰۶]	-۰/۳۶*** [۰/۱۸]	نرخ ارز حقیقی

-	-	۰/۰۰۹ [۰/۰۱]	اعتبار اعطایی به بخش خصوصی	
-	-۰/۷۷*** [۰/۲۹]	۲/۷۰*** [۱/۰۳]	رشد جمعیت	
-	-۰/۰۵*** [۰/۰۲]	۰/۱۷*** [۰/۰۳]	انباشت سرمایه ثابت	
۰/۱۹* [۰/۱۲]	۰/۰۲** [۰/۰۱]	-	اختلاف نرخ بهره داخل و خارج	
۰/۰۷ [۰/۰۶]	-	-	ریسک سرمایه‌گذاری	
۰/۰۷* [۰/۰۴]	-	-	میزان کاربران اینترنت	
-۰/۰۱ [۰/۰۲]	-	-	عمق مالی	
-۵/۳۳* [۳/۶۸]	۱۱/۰۳*** [۵/۰۴]	-۴۰/۴۵*** [۱۸/۵۸]	عرض از مبدا	
۴/۸۲	۲/۱۳	۶/۳۶	RMSE	تست‌های تشخیصی
۱۰/۱۶ (۰/۱۸)	۱۶/۷۴ (۰/۰۱)	۴۲/۷۰ (۰/۰۰)	Chi2	
۱۱۷			تعداد مشاهدات	

نکته: *، ** و *** به ترتیب معناداری ضریب در سطح ۹۰، ۹۵ و ۹۹ درصد را نشان می‌دهند. اعداد داخل کروشه انحراف معیار خطاها و داخل پرانتز، احتمال است.

در این قسمت با توجه به ضرایب ارائه شده در [جدول ۲](#) به بررسی و تفسیر نتایج پرداخته می‌شود. در الگوی رشد اقتصادی، ضریب FDI مثبت و معنادار است و نشان می‌دهد که FDI به عنوان یکی از شاخص‌های جهانی شدن مالی برای رشد اقتصادی در کشورهای عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی D8 است. علاوه بر این FPI دارای ضریب مثبت و معنادار است. این نتیجه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری خارجی می‌تواند به عنوان فاکتور تعیین کننده برای نرخ رشد اقتصادی در این کشورها باشد. ضریب نرخ تورم منفی و معنادار است و این ضریب نشان از یک رابطه منفی بین افزایش سطح قیمت‌ها و رشد اقتصادی دارد و می‌توان گفت افزایش تورم با تأثیر منفی بر میزان سرمایه‌گذاری به دلیل افزایش مخارج و هزینه‌های آن، کاهش صادرات، قدرت بازاری و کارایی تولید باعث کاهش رشد اقتصادی می‌گردد. همچنین ضریب نرخ ارز حقیقی منفی و معنادار است و بر این اساس تغییر آن می‌تواند با تحت تأثیر قرار دادن قدرت رقابت‌پذیری کشور، ارزش کالاها، خدمات و حجم تجارت از ورود و خروج جریان‌های سرمایه و کالا کاسته و بر تولیدات و رشد تأثیر منفی بگذارد. در نهایت ضرایب مربوط به رشد جمعیت و انباشت سرمایه ثابت، مثبت و معنادار است و مطابق با انتظارات نظری، افزایش جمعیت و انباشت سرمایه دو جزء اصلی محرک رشد اقتصادی هستند. با این وجود ضریب مربوط به اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی بر رشد اقتصادی در کشورهای مورد نظر اثر معنادار نداشته است و می‌تواند نشانی از انحراف منابع اعطایی باشد.

در مورد نتایج حاصل شده برای الگوی FDI، ضریب متغیر رشد اقتصادی مثبت و معنادار بوده است و می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش سطح تولید و رشد اقتصادی در کشورهای مورد مطالعه، FDI به دلیل نگرش مثبت سرمایه‌گذاران خارجی به اقتصاد این کشورها و آینده سرمایه‌گذاری خود، افزایش می‌یابد. در مورد متغیرهای FPI و انباشت سرمایه، ضرایب مربوط به این متغیرها منفی و معنادار است و با افزایش انباشت سرمایه‌گذاری خارجی در پرتغوی (FPI)، FDI کاهش یافته و یک نوع اثر جانشینی بین این دو جریان سرمایه با FDI در کشورهای D8 وجود دارد. ضریب نرخ ارز حقیقی منفی و معنادار است و افزایش در آن می‌تواند با افزایش نگرانی و ریسک مربوط به FDI در کشورهای D8 همراه باشد که باعث خروج سرمایه‌گذاری‌ها، بسته‌تر شدن اقتصاد و کاهش FDI گردد. همچنین ضریب رشد جمعیت منفی و معنادار است که با افزایش نیروی کار به دلیل پایین بودن شاخص توسعه انسانی در کشورهای در حال توسعه و از جمله کشورهای D8، تأثیر منفی بر FDI دارد. در نهایت ضریب اختلاف نرخ بهره سرمایه‌گذاری در داخل نسبت به خارج، مثبت و معنادار است و می‌توان نتیجه گرفت افزایش نرخ بهره داخلی هر کشور نسبت به نرخ بهره جهانی یا لیبور، باعث تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در آن کشور جهت کسب سود بیشتر می‌گردد.

در الگوی FPI، ضریب رشد اقتصادی مثبت و معنادار است و نشان می‌دهد که رشد اقتصادی بر جذب این نوع سرمایه‌ها تعیین کننده است. با این وجود از آن جا که اغلب کشورهای D8 در حال توسعه هستند، دارای مشکلاتی از قبیل بوروکراسی پیچیده، ضعف مدیریت و در نتیجه ریسک بالاتر سرمایه‌گذاری بوده و این نوع سرمایه‌گذاری به دلیل ماهیت کوتاه‌مدت آن اغلب در کشورهای توسعه یافته و امن صورت می‌گیرد. همچنین ضریب متغیر مربوط به FDI، منفی و معنادار است و مجدداً نشان دهنده جانمایی بین این دو نوع سرمایه‌گذاری است و بیان می‌کند کشورهایی که جذب FDI بیشتری داشته‌اند، کمتر به سمت جذب این نوع سرمایه‌های کوتاه‌مدت‌تر حرکت می‌کنند. ضریب نرخ تورم در الگوی FPI همانند الگوی FDI، معنادار و منفی است و این ضریب نشانگر صادق بودن این فرضیه است که همراه با افزایش تورم، نااطمینانی در کشورهای عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی D8 نیز افزایش می‌یابد و روند جذب FPI را کاهش می‌دهد. همچنین ضریب میزان کاربران اینترنت مثبت است و این متغیر به عنوان شاخص سنجش میزان پیشرفت تکنولوژی نشان می‌دهد که افزایش تکنولوژی در کشورهای D8 باعث افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران در این کشورها می‌شود. با این وجود سایر متغیرهای توضیحی در نظر گرفته شده در الگوی FPI معنادار نیستند.

۵- نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات

هدف اصلی این مقاله ارزیابی تعامل بین پدیده جهانی شدن مالی و رشد اقتصادی در قالب یک الگوی رشد درون‌زا و برای کشورهای نوظهور و عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی D8 در طی دوره ۲۰۱۵-۲۰۰۰، با استفاده از تکنیک معادلات همزمان در چهارچوب الگوهای داده‌های تابلویی بود. برای این منظور سعی شد که با استفاده از ادبیات نظری موجود، الگویی برای تعیین کننده‌های رشد اقتصادی، الگویی برای تعیین کننده‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) و در نهایت الگویی برای تعیین کننده‌های جریان سرمایه‌های پرتغوی خارجی (FPI) در کشورهای مورد نظر تصریح شود.

نتایج و یافته‌های این تحقیق وجود یک رابطه مثبت، بلندمدت و معنادار بین جریان‌های FDI و FPI با رشد اقتصادی را تأیید کرد و با توجه به مقادیر ضرایب مربوطه می‌توان نتیجه گرفت در بلندمدت FDI اثر بیشتری نسبت به FPI، بر روی رشد اقتصادی داشته است. همچنین نرخ رشد جمعیت و انباشت سرمایه ثابت اثر مثبت، ولی نرخ ارز حقیقی و نرخ تورم اثر منفی بر رشد اقتصادی داشته‌اند. در الگوی تخمینی برای FDI، رشد اقتصادی، نرخ ارز حقیقی و اختلاف نرخ بهره داخلی و خارجی اثر مثبت بر این متغیر داشته‌اند، در حالی که علامت ضریب متغیرهای FPI، رشد جمعیت و انباشت سرمایه ثابت منفی است و نتایج نشان از جانمایی بین انواع جریان‌های سرمایه دارد. در نهایت در الگوی FPI، ضریب دو متغیر نرخ رشد اقتصادی و میزان کاربران اینترنت مثبت و ضریب متغیرهای FDI و نرخ تورم منفی است.

به عنوان توصیه سیاستی، پیشنهاد می‌گردد سیاست‌گذاران توجه ویژه‌ای به جریان‌های سرمایه‌گذاری خارجی به ویژه FDI داشته و با بکارگیری سیاست‌های لازم جهت بهبود فرآیند جذب این جریان‌ها از جمله گسترش ساختارها و ظرفیت‌های کشور، به ایجاد رشد اقتصادی پایدار کمک نمایند. این در حالی است که افزایش نرخ تورم و نرخ ارز حقیقی، می‌تواند مزیت‌های رقابتی کشورهای در حال توسعه در زمینه جذب جریان‌های سرمایه بین‌المللی را خنثی کند و باید سیاست‌های مدیریت اقتصاد کلان را در الویت قرار داد. علاوه بر این کشورهای فوق باید سعی کنند که از منافع مثبت سرمایه‌گذاری‌ها در پرتغوی بهره برده و با تمهیدات برنامه‌ریزی شده، آثار سوء این نوع از سرمایه‌گذاری‌ها را که غالباً کوتاه‌مدت و فرار هستند را حداقل کنند.

قدردانی: از تمامی افراد و موسساتی که در انجام این تحقیق مولف را مساعدت نمودند، قدردانی می‌شود.

Acknowledgments: Acknowledgments may be made to individuals or institutions that have made an important contribution.

تضاد منافع: نویسندگان مقاله اعلام می‌کند که در انتشار مقاله ارائه شده تضاد منافی وجود ندارد.

Conflict of Interest: The authors declare no conflict of interest.

منابع مالی: نویسندگان (ها) هیچگونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده‌اند.

Funding: The author(s) received no financial support for the research, authorship, and publication of this article.

Reference

- Agarwal, J.P. (1980). Determinants of foreign direct investment: a survey. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 106, 739–77.
- Asiedu, E. & Salehi Esfahani, H. (2003). The Determinants of Foreign Direct Investment Employment Restrictions. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=835345> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.835345>.
- Bayar Y. (2014), Financial Development and Economic Growth in Emerging Asian Countries, *Asian Social Science*, 10(9), 1-17.
- Bekaert, G. & Harvey, C. R. (1995), Time-varying World Market Integration, *Journal of Finance*, 50, 403-444.
- Bekaert, G. & Harvey, C. R. (2000), Foreign Speculators and Emerging Equity Markets, *Journal of Finance*, 55, 565-614.
- Botric, V., Sisinacki, J. & Skuflic, L. (2006), Road Infrastructure and Regional Development: An Evidence From Croatia, ERSA conference papers ersa06p88, European Regional Science Association. Available at: <https://ideas.repec.org/p/wiw/wiwrsa/ersa06p88.html>
- Chirila–Donciu E. (2013), Globalization and Foreign Direct Investments. *CES Working Papers*, 5(2), 177-186.
- Vlahinić-Dizdarević, N., & Biljan-August, M. (2005, May). FDI performance and determinants in southeast European countries: evidence from cross-country data. In *th International Conference on Enterprise in Transition, May* (pp. 26-27).[Online] Available: <http://bib.irb.hr/prikazi-rad?&lang=en&rad=203502>.
- Dunning, J.H. (1994), Multinational enterprises and the globalization of innovatory capacity, *Research Policy*, 23(1), 67-88.
- Durham, B.J. (2004), Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth, *European Economic Review* 48(2), 285-306.
- Grčić, B., & Babić, Z. (2003). The determinants of FDI: evaluation of transition countries attractiveness for foreign investors. In *5th International Conference Enterprise in Transition. Tučepi*.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1978). Can the Corporation Survive? *Financial Analysts Journal*, 34(1), 31-37.
- Levine, R. (1997), Financial development and economic growth: Views and agenda, *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- Loree, D.W. & Guisinger, S.E. (1995), Policy and Non-Policy Determinants of U.S. Equity Foreign Direct Investment, *Journal of International Business Studies*, 26(2), 281–299.
- Lucas, R.E. (1988), On The Mechanics of Economic Development, *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.
- Mishkin, F.S. (1996), The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, [NBER Working Papers](https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/5464.html) 5464, National Bureau of Economic Research, Inc. Available: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/5464.html>
- Morisset, J. (2000), Foreign Direct Investment in Africa : Policies Also Matter, *Policy Research Working Paper*; No. 2481. World Bank, Washington, DC. © World Bank.
- Nunnenkamp, P. (2002). Determinants of FDI in Developing Countries: Has Globalization Changed the Rules of Game? *Kiel Working paper* No. 1122, Kiel Institute of World Economics, Germany. [Online] Available: http://www.ifw-members.ifw-kiel.de/publications/de..._the-game/kap1122.pdf
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S.J. & Kose, M.A. (2003), Effect of Financial Globalization on Developing Countries, Some Empirical Evidence, *IMF Occasional Paper* 220 (Washington, International Monetary Fund).
- Ramazan D. & Kiani A. K. (2012), Analyzing the Relationship between FDI, Trade Openness and Real output Growth: An ECM Application for Pakistan, *International Journal of Basic and Applied Science*, 1(2), 813-819.
- Romer, P.M. (1986), Increasing Returns and Long-Run Growth, *The Journal of Political Economy*, 94(5), 1002-1037.

- Savari, A., Fatrus, M., Haji, G., & Najafizadeh, A. (2020). Asymmetric analysis of the effect of energy consumption and financial development on economic growth in Iran: Application of nonlinear ARDL method. *Quarterly Journal of Quantitative Economics (JQE)*, 17(3), 69-90. doi: [10.22055/jqe.2019.28107.2012](https://doi.org/10.22055/jqe.2019.28107.2012)
- Schneider, F., & Frey, B. S. (1985). Economic and political determinants of foreign direct investment. *World Development*, 13, 161-175. [http://dx.doi.org/10.1016/0305-750X\(85\)90002-6](http://dx.doi.org/10.1016/0305-750X(85)90002-6).
- Shakeri, A. (2011), *Macroeconomics*, Rafe Press [In Persian].
- Torabi, T. & Mohammadzadeh Asl, N. (2010). Analyzing the Role of Globalization in Attracting Foreign Investment and Affecting the Economic Growth, *Journal of Economic Research*, 10(2), 217-240. Available at: https://joer.atu.ac.ir/article_2775.html?lang=en [In Persian].
- Taylor, C. T. (2000). The Impact of Host Country Government Policy on US Multinational Investment Decisions. *World Economy*, 23(5), 635-647. EBSCOhost. <http://dx.doi.org/10.1111/1467-9701.00294>.
- UNCTAD (2015), World Investment Report. PDF.
- Wheeler, D. & Mody, A. (1992), International Investment Location Decisions: the Case of Us Firms, *Journal of International Economics*, 33(1-2), 54 – 76.

