

# تأثیر دوران رونق و رکود اقتصادی در اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در ایران با رهیافت مارکف - سوئیچینگ (Markov-Switching)<sup>۱</sup>

کرم جعفری پرویزخانلو\*

خلیل سعیدی\*\*

محمد خضری\*\*\*

کامبیز هژبر کیانی\*\*\*\*

فاطمه زندی\*\*\*\*\*

DOI: 10.22096/ESP.2020.122096.1314

تاریخ دریافت: ۹۸/۱۲/۰۵ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۱/۱۸

## چکیده

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، سرمایه‌گذاری داخلی را در ابعاد مختلفی تحت تأثیر قرار می‌دهد. ویژگی خاص تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی مربوط به تأثیر مکملی یا جانشینی آن بر سرمایه‌گذاری داخلی است. در ارزیابی تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی سؤال

۱. این مقاله مستخرج از پایان‌نامه دکتری آقای کرم جعفری پرویزخانلو در دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب می‌باشد.

\* دانشجوی دکتری اقتصادی، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران.

Email: Jafari.eco1392@gmail.com

\*\* استادیار، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)

Email: kh\_saeedi@azad.ac.ir

\*\*\* استادیار، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران.

Email: m\_khezri@azad.ac.ir

\*\*\*\* استاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، تهران، ایران.

Email: kianikh@yahoo.com

\*\*\*\*\* استادیار، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران.

Email: f\_zandi@azad.ac.ir



کلیدی این است که آیا سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منجر به افزایش یا کاهش سرمایه‌گذاری داخلی می‌شود؟ بنابراین، هدف این تحقیق مطالعه تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در ایران با تمرکز بر سیکل‌های تجاری ایران در طول دوره ۲۰۱۷-۱۹۸۴ می‌باشد. بدین منظور با استفاده از مدل مارکف - سوئیچینگ دوره‌های رونق و رکود اقتصادی برآورد شده است. سپس با استفاده از روش ARDL تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و اثر متقاطع آن با رونق و رکود اقتصادی بر سرمایه‌گذاری داخلی بررسی شد. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در دوره رونق و رکود تأثیر مستقیم و معناداری بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد. اما تأثیر مجموع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و تقاطع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و دوره رکود اقتصادی، بسیار قوی‌تر از مجموع تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و دوره رونق اقتصادی بر سرمایه‌گذاری داخلی بود. بنابراین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، در دوره رکود، تأثیر درون‌رانی قوی‌تری بر سرمایه‌گذاری داخلی در مقایسه با دوران رونق دارد. همچنین ثبات دولت تأثیر مستقیم و نرخ بهره، شاخص قیمت مصرف‌کننده و تجارت تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران داشتند. مارکف - سوئیچینگ.

طبقه‌بندی موضوعی: O40، O11، E22.

## ۱. مقدمه

یکی از چالش‌های مهم پیش‌روی کشورهای در حال توسعه، تأمین منابع مالی سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشد. چرا که در کشورهای در حال توسعه بین پس‌انداز ملی و سرمایه‌گذاری، ناترازی وجود دارد. ناترازی موجب می‌شود که کشورهای در حال توسعه برای تحقق اهداف کلان اقتصادی و تکمیل منابع داخلی به منابع خارجی به ویژه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی روی آورند. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی یکی از کانال‌های باثبات تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها است (طیبه و بابکی، ۱۳۸۷: ۴۱) و اغلب کشورهای در حال توسعه به دنبال افزایش جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی هستند، اما باید این مسئله را بر اساس مطالعات یائو و دراما ( Yao & Drama, 2019)، جودی (Jude, 2016)، دسویسا (De Soysa, 2005)، باس (Busse, 2003)، آگوسین و مایر (Agosin & Mayer, 2000) و آگوسین و ماکادو (Agosin & Machado, 2005) که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌تواند سرمایه‌گذاری داخلی را تحت تأثیر قرار دهد؛ مدنظر قرار داد. بنابراین تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی بدین صورت قابل بحث است که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری داخلی چه اثراتی بر یکدیگر دارند و ارتباط بین آن‌ها چگونه است؟ و اینکه آیا سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به افزایش سرمایه‌گذاری داخلی منجر می‌شود یا خیر؟. در صورتی که اگر تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی مثبت باشد؛ می‌تواند نقش بسزایی بر سرمایه‌های داخلی داشته و نقش مکملی را ایفا کند. از آنجا که ایران سعی در کسب رتبه برتر اقتصادی در منطقه با تعریف سند چشم‌انداز افق ۱۴۰۴ دارد و سیاست‌گذاران اقتصادی ایران تلاش جدی برای افزایش جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارند؛ بررسی اثرات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی نیازمند مطالعه و پژوهش می‌باشد.

بنابراین تحقیق حاضر سعی دارد آثار سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی را در ایران با تأکید بر سیکل‌های تجاری با استفاده از الگوی خودرگرسیون با وقفه‌های گسترده (ARDL) در طول دوره ۲۰۱۷-۱۹۸۴ مورد بررسی قرار دهد. این مقاله در پنج بخش تدوین شده است که در بخش اول به مبانی نظری تحقیق، در بخش دوم به مرور مطالعات پیشین، در بخش سوم به معرفی روش پژوهش، در بخش چهارم به ارائه نتایج و یافته‌های تحقیق و در نهایت در بخش پنجم به نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها می‌پردازد.

## ۲. مبانی نظری

### ۲-۱ سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

یکی از عوامل اصلی در بهبود و پیشرفت فناوری در کشورها مسئله انباشت سرمایه است. از طرفی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی یکی از منابع تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها و انباشت سرمایه می‌باشد. با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌توان گفت که راه‌حل فائق آمدن بر معضل کمبود سرمایه در کشورهای در حال توسعه، استفاده از سرمایه‌های انباشت شده در کشورهای توسعه‌یافته می‌باشد (شاگری، ۱۳۸۷: ۵۸۶/۱ - ۵۸۲). به منظور درک بهتر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، نخست تعریف دقیقی از آن ارائه می‌شود. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی متضمن مناسبات بلندمدت و منعکس‌کننده‌ی کنترل و نفع مستمر شخصیت حقیقی و یا حقوقی سرمایه‌گذار یک کشور در خارج از کشور سرمایه‌گذار می‌باشد (UNCTAD, 1996: 195). صندوق بین‌المللی پول، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را نوعی از سرمایه‌گذاری تعریف کرده است که با هدف کسب منافع طولانی مدت توسط یک شخصیت حقیقی و یا حقوقی در یک اقتصاد معین انجام می‌شود (Buckley et al, 2016: 4). سازمان همکاری و توسعه اقتصادی نیز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را نوعی از سرمایه‌گذاری تعریف کرده است که با هدف ایجاد روابط اقتصادی مستمر و اعمال نفوذ مؤثر و مدیریت در مواردی از جمله ایجاد یک شرکت با مالکیت کامل، تأسیس مؤسسه فرعی، تأسیس شعبه و تملک دارایی کامل یک شرکت موجود، مشارکت در یک شرکت جدید یا موجود، انجام می‌گیرد. این نوع سرمایه‌گذاری بیشتر به وسیله بخش خصوصی و در قالب شرکت‌های چند ملیتی (Multinational Corporation) انجام می‌شود (داودی و شاهمرادی، ۱۳۸۳: ۸۶).

### ۲-۲ سرریز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

در مطالعات تجربی و نظری، سرریز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به صورت سرریز افقی و عمودی مطرح شده است.<sup>۱</sup>

سرریز افقی: فرآیندی است که طی آن دانش و فناوری به دلیل حضور بنگاه‌های خارجی

1. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)

2. See: Li & Luo, 2019: 1-20; Hasanat Shah et al, 2019: 1-20.

به بنگاه‌های داخلی، به چند طریق سرریز می‌شوند:

الف) به کارگیری فناوری‌های نوین توسط شرکت‌های چند ملیتی و تقلید بنگاه‌های داخلی از آنها بدیهی‌ترین کانال انتقال سرریز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. جمع‌آوری اطلاعات در مورد فناوری و فرآیندهای نوین تولید برای بنگاه‌های داخلی در صورت غیاب بنگاه‌های خارجی، هزینه‌بر خواهد بود. این در حالی است که با حضور بنگاه‌های خارجی و چند ملیتی، اطلاعات به خوبی منتشر شده؛ عدم اطمینان کاهش یافته و بدین طریق سرریز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی افزایش پیدا می‌یابد.<sup>۱</sup>

ب) آموزش نیروی کار توسط بنگاه‌های خارجی و جابجایی آن‌ها به بنگاه‌های داخلی، کانال دیگر انتقال فناوری می‌باشد. به این صورت که استخدام نیروی کار آموزش دیده و ماهر در بنگاه‌های خارجی، هزینه‌های آموزشی بنگاه‌های داخلی را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر بنگاه‌های خارجی و چند ملیتی ممکن است کارگران ماهر را با دستمزدهای بالاتر استخدام کنند که می‌تواند هزینه بنگاه‌های داخلی را در استخدام نیروی کار افزایش داده و اثرات منفی بر بنگاه‌های داخلی داشته باشد.<sup>۲</sup>

ج) کانال دیگر سرریز افقی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، سرریز بهره‌وری است. به این معنی که اگر بنگاه‌های خارجی نسبت به بنگاه‌های داخلی از فناوری پیشرفته‌تری برخوردار باشند؛ فشار رقابتی برای کسب سهم بازار، بنگاه‌های داخلی را به تولید محصولات با کیفیت بهتر مجبور می‌کنند. اما رقابت ممکن است اثرات منفی بر بنگاه‌های داخلی از طریق ترک بازار داشته باشد. به این صورت که ممکن است تقاضا از بنگاه‌های داخلی به سمت بنگاه‌های خارجی سرازیر شود و سهم بازاری و بهره‌وری بنگاه‌های داخلی را کاهش دهد. اما در بلندمدت ممکن است که رقابت، انگیزه بنگاه‌های داخلی را برای بهبود عملکرد افزایش دهد.<sup>۳</sup>

د) صادرات کالاها و خدمات، کانال دیگری است که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و حضور بنگاه‌های خارجی و چند ملیتی بر بنگاه‌های داخلی تأثیرگذار می‌باشند. صادرات کالاها و خدمات، هزینه‌های ثابتی از جمله تأسیس شبکه توزیع، ایجاد زیرساخت‌های حمل‌ونقل،

1. See: Li & Luo, 2019: 1-20; Crespo & Fontoura, 2007: 410-425.

2. See: Sinani & Meyer, 2004: 455-466; Tian, 2010: 276-284.

3. See: Damijan et al, 2007: 100-119.

سرمایه‌گذاری جهت تبلیغ و تحقیق در مورد بازارهای خارجی، کسب اطلاعات از سلاویق مصرف‌کنندگان خارجی و رقبا دارد که با حضور بنگاه‌های خارجی به دلیل برخورداری آنها از دانش و تجربه لازم، کمتر می‌باشد. این اطلاعات و مزیت‌ها می‌تواند به بنگاه‌های داخلی سرریز شوند<sup>۱</sup>.

سرریز عمودی: فرآیند ناشی از پیوندهای بین صنعتی بوده که بیانگر تماس بین بنگاه‌های خارجی و مشتریان و تأمین‌کنندگان مواد اولیه محلی می‌باشد. سرریز عمودی از طریق پیوندهای پسین (Backward linkages) و پیوندهای پیشین (Forward Linkages) اتفاق می‌افتد<sup>۲</sup>. پیوندهای پسین زمانی بروز می‌کنند که بنگاه‌های خارجی‌ای که در صنایع پایین‌دستی فعالیت دارند از بنگاه‌های داخلی‌ای که در صنایع بالادستی فعالیت دارند؛ مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای خریداری می‌کنند. بنگاه‌های خارجی و چند ملیتی از طریق پشتیبانی تکنیکی، نوآوری، تأسیس زیرساخت‌های تولیدی و اکتساب مواد خام و حمایت در زمینه‌های سازمانی و مدیریتی بر سودآوری بنگاه‌های داخلی تأثیرگذار می‌باشند. سرریز پیشین نیز شرایطی است که بنگاه‌های داخلی در بخش‌های پایین‌دستی از کالاهای واسطه‌ای که توسط بنگاه‌های خارجی در صنایع بالادستی عرضه می‌شود؛ استفاده می‌کنند. پیوندهای پیشین، سرریز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را به طرق زیر افزایش می‌دهند<sup>۳</sup>:

الف) بنگاه‌های داخلی با تأمین کالاهای واسطه‌ای و ماشین‌آلات از بنگاه‌های خارجی، محصولات با کیفیت بهتر و با هزینه کمتر تولید می‌کنند.

ب) سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در زیرساخت‌ها و خدمات تجاری، به طور مستقیم بهره‌وری مشتریان آنها را که در واقع همان تولیدکنندگان و بنگاه‌های داخلی هستند؛ افزایش می‌دهد.

ج) بنگاه‌های داخلی خدماتی را به صورت آموزش و یادگیری تکنیک‌های فروش از بنگاه‌های خارجی دریافت می‌کنند.

۱. نک: مرزبان و نجاتی، ۱۳۹۱: ۲۱۹-۲۰۱.

2. See: Li & Luo, 2019: 1-20.

3. See: Li & Luo, 2019: 1-20; Yao & Drama, 2019: 1-10; Moran, 2011: 87.

## ۲-۳ آثار سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی

در نگاه اول شاید تصور بر این باشد که افزایش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی همواره می‌تواند باعث افزایش سرمایه‌گذاری کل شود. اما سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌تواند اثرات مختلفی بر سرمایه‌گذاری، تولید و اشتغال داشته باشد. از طرفی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از طریق انتقال فناوری، افزایش بهره‌وری و تولید می‌تواند بنگاه‌های داخلی را به طور غیرمستقیم تحت تأثیر قرار دهد. بسیاری از مطالعات تجربی نشان داده است که تحت شرایط خاصی، افزایش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نه تنها میزان سرمایه‌گذاری داخلی را افزایش نمی‌دهد بلکه آن را نیز کاهش می‌دهد (Agosin & Mayer, 2000: 4; Kim & Seo, 2003: 5; Mercereau, 2005: 12). از همین رو در خصوص ارتباط بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری داخلی سه حالت مطرح شده است که عبارت‌اند از:

حالت اول زمانی است که این دو متغیر اثر خنثی (Neutral Effect) بر یکدیگر دارند. در این حالت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی باعث افزایش سرمایه‌گذاری داخلی به میزان ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌شود. در واقع ارتباط لازم بین سرمایه‌گذاری داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی برقرار نشده و بنگاه‌های داخلی با بنگاه‌های خارجی ارتباطات پیشین و پسین برقرار نکرده و انتقال دانش نیز صورت نمی‌گیرد و کشور میزبان از فواید سرریز دانش و تکنولوژی ناشی از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بهره‌مندی لازم را کسب نمی‌کند (دلیری، ۱۳۹۶: ۸۳).

حالت دوم زمانی است که اصطلاحاً اثر درون‌رانی (Crowding Effect) یا مکملی بین سرمایه‌گذاری داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی برقرار می‌باشد. در واقع با ورود یک واحد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به کشور میزبان، سرمایه‌گذاری داخلی به میزان بیش از یک واحد جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، افزایش می‌یابد. تأثیر مستقیم سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در صورت جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به بخش اقتصادی، منجر به افزایش سرمایه‌گذاری در آن بخش شده و تأثیر مکملی بر سرمایه‌گذاری داخلی خواهد داشت.<sup>۱</sup> به عبارت دیگر جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در

1. See: Yao & Drama, 2019: 1-10; Agosin & Machado, 2005: 142-169.

بخش‌های توسعه‌نیافته که رقابت داخلی در آن بخش‌ها ضعیف می‌باشند؛ می‌تواند باعث افزایش تشیکل سرمایه داخلی شود.<sup>۱</sup> ضعف رقابتی در بخش‌های توسعه‌نیافته نیز به علت توسعه‌یافته نبودن بنگاه‌های فعال در اثر عدم وجود اطلاعات پایه مربوط به فرآیند تولید می‌باشد.<sup>۲</sup> به طور کلی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از طرق کانال‌هایی بر سرمایه‌گذاری داخلی تأثیر مستقیم دارد که در ادامه به آن‌ها می‌پردازیم.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با وارد کردن فناوری‌های نوین و پیشرفته، تجهیزات، روش‌های سازمان‌دهی جدید، تکنیک‌های نوین مدیریتی، تکنیک‌های جدید بازاریابی و فرصت‌های کسب بازارهای بین‌المللی، پیامدهای اقتصادی برای کشور میزبان ایجاد کرده و باعث افزایش سرمایه‌گذاری داخلی می‌شود. همچنین از طریق ایجاد زیرساخت‌هایی مانند حمل‌ونقل و ارتباطات که برای تشیکل سرمایه داخلی ضروری دارد؛ محرک تشیکل سرمایه و سرمایه‌گذاری داخلی می‌شود.<sup>۳</sup>

از سوی دیگر تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی به علل ورود آن نیز بستگی دارد که اگر هدف از ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی غلبه بر موانع تجاری باشد؛ مانع افزایش سرمایه‌گذاری داخلی می‌شود. اما اگر هدف ایجاد رقابت‌پذیری باشد؛ سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌تواند محرک سرمایه‌گذاری داخلی محسوب شود.<sup>۴</sup> همچنین، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با ایجاد و افزایش تقاضا برای کالاها و تولیدات بنگاه‌ها که منجر به افزایش درآمد بنگاه‌ها و صاحبان عوامل تولید می‌شود؛ تأثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد.<sup>۵</sup>

سومین حالت ارتباط بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه داخلی به اثر برون‌رانی یا اثر جانشینی معروف است. جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به بخش‌هایی از اقتصاد امکان‌پذیر خواهد بود که بنگاه‌های داخلی از رقابت‌پذیری بالایی برخوردار باشند که در این صورت به کاهش توان رقابتی بنگاه‌های داخلی و کاهش سرمایه‌گذاری داخلی منجر خواهد

1. See: Seetanah et al, 2018: 1-9.

2. See: Agosin & Machado, 2005: 142-169.

3. See: Ipec & Kizilgol, 2015: 401-413; Apergis et al, 2006: 385-394.

4. See: Mahmood & Chaudhary, 2012: 1500-1507.

5. See: Yao & Drama, 2019: 1-10; Mahmood & Chaudhary, 2012: 1500-1507.

شد.<sup>۱</sup> این تأثیر اغلب برای بنگاه‌هایی مصداق دارد که به فناوری‌های نوین رقابتی از طریق بنگاه‌های چند ملیتی دست‌یافته‌اند.<sup>۲</sup> چراکه بنگاه‌های چند ملیتی که رقابت‌پذیری و برتری قابل‌ملاحظه‌ای در رقابت با بنگاه‌های داخلی دارند؛ فرصت‌های سرمایه‌گذاری بنگاه‌های داخلی را کاهش می‌دهند.<sup>۳</sup>

بنگاه‌های خارجی از فناوری‌های بالا برخوردار بوده و مزیت‌های بالاتری را در مقایسه با بنگاه‌های داخلی دارند. لذا ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، بنگاه‌های داخلی را به خروج از بازار مجبور می‌کند.<sup>۴</sup> همچنین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی مانع توسعه صنایع نوپا که توان تحمل هزینه‌های بالای آموزشی را ندارند؛ شده و به این طریق به کاهش سرمایه‌گذاری‌های داخلی منجر می‌شود.<sup>۵</sup>

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تراز تجاری را به علت افزایش واردات بدتر می‌کند. چنین پدیده‌ای که باعث افزایش قیمت کالاهای سرمایه‌ای می‌شود بر سرمایه‌گذاری داخلی تأثیر منفی خواهد داشت.<sup>۶</sup> همچنین، شرکت‌های چند ملیتی با استخدام نیروی کار ماهر و متخصص با توجه به مقیاس تولید، منجر به افزایش هزینه بنگاه‌های داخلی در بازار کار می‌شود که می‌تواند تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری داخلی داشته باشد.<sup>۷</sup>

بنگاه‌های خارجی با استفاده از منابع فیزیکی و مالی کمیاب کشور میزبان و همچنین ایجاد موانعی در فرصت‌های سرمایه‌گذاری بنگاه‌های داخلی، تأثیر نامطلوبی بر سرمایه‌گذاری داخلی خواهند داشت. در واقع کشورهایی که از بازارهای مالی توسعه‌یافته برخوردار نیستند؛ نسبت به کسب بهره‌مندی لازم از پیامدهای خارجی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ناتوان‌اند.<sup>۸</sup> چراکه احتمالاً بنگاه‌های چند ملیتی، نرخ‌های بهره را از طریق استقراض از بازارهای مالی افزایش داده و به این شکل تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری داخلی خواهد

- 
1. See: Seetana et al, 2018: 1-9.
  2. See: Titarenko, 2006: 76-83.
  3. See: Agosin & Mayer, 2000: 1-20.
  4. See: Agosin & Mayer, 2000: 149-162.
  5. See: Ipek and Kizilgol, 2015: 401-413.
  6. See: Apergis et al, 2006: 385-394.
  7. See: Ipek and Kizilgol, 2015: 401-413.
  8. See: Mahmood & Chaudhary, 2012: 1500-1507.

داشت<sup>۱</sup>. همچنین، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از طریق افزایش دستمزدها و قیمت نهاده‌ها به خروج بنگاه‌های داخلی از رقابت منجر شده و بر سرمایه‌گذاری داخلی تأثیر منفی خواهد داشت<sup>۲</sup>.

کانال دیگر اثر منفی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی، رفتارهایی است که با بنگاه‌های خارجی صورت می‌گیرد. از جمله این رفتارها می‌توان به معافیت‌های مالیاتی بر واردات ماشین‌آلات و تجهیزات، در اختیار قرار دادن زمین رایگان، تضمین‌های بلندمدت به سرمایه‌گذاران خارجی، مانع رقابت بنگاه‌های داخلی با بنگاه‌های خارجی شده و به این طریق باعث کاهش سرمایه‌گذاری داخلی می‌شود<sup>۳</sup>.

بنابراین بر اساس نتایج مطالعات انجام شده، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌تواند هم اثر برون‌رانی و هم اثر درون‌رانی بر سرمایه‌گذاری داخلی داشته باشد. نتیجه مطالعه‌ای که برای سه گروه از کشورهای آسیایی، آفریقایی و آمریکای لاتین انجام شده است؛ حاکی از آن است که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای آسیایی اثر درون‌رانی، در کشورهای آمریکای لاتین اثر برون‌رانی و در کشورهای آفریقایی اثر خنثی داشته است (1: Agosin and Mayer, 2000). تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در کشور لیتوانی منفی بوده است (76: Titarenko, 2016). همچنین در پی مطالعه انجام شده در گروهی از کشورهای اروپای مرکزی و شرقی، تأثیر منفی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی گزارش شده است (1017: Zuzana, 2015). به طور کلی تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی از کشوری به کشور دیگر با توجه به سیاست‌های اقتصادی، نوع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و شدت و مقاومت شرکت‌های فعال داخلی می‌تواند متفاوت باشد (83: Titarenko, 2016; 151: Agosin & Machado, 2005).

## ۲-۴ نرخ بهره و سرمایه‌گذاری

نرخ بهره هزینه وجوه قرض گرفته شده را نشان می‌دهد که افزایش آن هزینه وجوه قرض

1. See: Yao & Drama, 2019: 1-10; Agosin & Machado, 2005: 142-169.

2. See: Apergis et al, 2006: 385-394.

3. See: Mayanja, 2012: 385-394.

گرفته شده از سوی بنگاه‌ها را افزایش داده و تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری دارد. همچنین، طبق دیدگاه اقتصاددانانی نظیر مک‌کینون (McKinnon, 1973) نرخ بهره منجر به افزایش پس‌اندازها می‌شود و از این طریق باعث افزایش سرمایه‌گذاری و تولید می‌شود. اقتصاددانانی هم‌چون کینز (Keynes, 1930)، آبالرنر (Abalerner, 1950)، توبین (Tobin, 1969) و فریدمن (Friedman, 1968) عقیده داشتند که استمرار وجود نرخ بهره پولی، آثار و تبعات منفی گسترده‌ای بر اقتصاد داشته و تخصیص بهینه منابع را مختل می‌کند که آثار منفی بر سرمایه‌گذاری و اشتغال دارد. نظر کینز (Keynes, 1930) در خصوص نفی اثر نرخ بهره بالا در جهش اقتصادی این بود که برای جهش اقتصادی باید نرخ بهره پولی را پایین نگاه داشت تا به افزایش سرمایه‌گذاری منجر شود. چرا که نرخ بهره بالا باعث می‌شود بخشی از سرمایه‌گذاری‌ها که کارایی نهایی آنها کمتر از نرخ بهره می‌باشد؛ صورت نگیرد و نهایتاً به کاهش تولید و اشتغال منجر شود.

در اغلب کشورهای در حال توسعه، نرخ بهره توسط بانک مرکزی و به صورت دستوری تعیین می‌شود (غفاری و همکاران، ۱۳۹۵: ۱۲۰). در چنین شرایطی نرخ بهره به عنوان معیاری برای هزینه فرصت نگهداری پول و برآورد غیرمستقیم کشش تقاضای پول نسبت به نرخ بهره لحاظ می‌شود. بنابراین افزایش تقاضا برای سایر دارایی‌ها باعث افزایش قیمت آنها شده و نرخ بهره را کاهش می‌دهد که می‌تواند تأثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری داشته باشد (محمدی و محمودی، ۱۳۹۶: ۱۰۵). در صورتی که در کشورهای توسعه یافته نرخ بهره از طریق مکانیسم بازار تعیین می‌شود و رابطه معکوسی بین نرخ بهره و سرمایه‌گذاری مطرح می‌باشد (ربیعی و بیدآباد، ۱۳۸۸: ۷۱).

## ۲-۵ ثبات دولت (ثبات سیاسی) و سرمایه‌گذاری

یکی از مقدمات بنیادین برای افزایش قدرت رقابت‌پذیری کشورها و شکل‌گیری نظام اقتصادی دانش‌بنیان و تخصیص بهینه منابع و استفاده بهینه از ظرفیت و امکانات در دسترس در راستای افزایش سرمایه‌گذاری، بهبود فضای سیاسی حاکم بر کشور می‌باشد (شاه‌آبادی و همکاران، ۱۳۹۷: ۲۲). آزادی سیاسی، ثبات سیاسی و ثبات سیاست‌های

اقتصادی، سه بُعد اصلی هر نظام سیاسی است که شالوده سیاستی مدیریت اقتصادی را شکل می‌دهد و به طور مشترک محیط و فضای سیاسی را برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی فراهم می‌سازد (مجیدی و همکاران، ۱۳۹۶: ۱۴۶).

در شرایط بی‌ثباتی سیاسی اجرای برنامه‌های توسعه با شکست روبه‌رو می‌شود. چرا که بی‌ثباتی سیاسی به افزایش ریسک و نیز به کاهش ارزش مورد انتظار بازده سرمایه منجر می‌شود.<sup>۱</sup> این امر انگیزه پس‌انداز را کاهش و مصرف‌گرایی را افزایش می‌دهد. بنابراین بی‌ثباتی سیاسی کاهش سرمایه‌گذاری را در پی خواهد داشت.<sup>۲</sup> همچنین بی‌ثباتی سیاسی، باعث از بین رفتن انرژی و ظرفیت‌های اقتصادی که باید در مسیر توسعه اقتصادی به کار گرفته شوند، خواهد شد و به انحراف روند طبیعی سیستم اقتصادی در اثر سوء مدیریت ناشی از منازعات درون حزبی و برون حزبی منجر می‌شود. لذا سرعت دستیابی به اهداف اقتصادی را کاهش داده که اثر منفی بر سرمایه‌گذاری‌ها دارد. در واقع در کشورهایی که احتمال کودتا، شورش خیابانی، ترور و سایر اشکال تغییر غیرمسالمت‌آمیز قدرت وجود دارد؛ انگیزه سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری به شدت پایین خواهد بود (درینی و همکاران، ۱۳۹۵: ۱۰۳).

## ۲-۶ تجارت و سرمایه‌گذاری

آزادسازی تجاری با اهدافی چون افزایش نقش بازار، کاهش موانع تجاری، انتقال سرمایه (بابازاده و همکاران، ۱۳۸۶: ۱۴)، تخصیص بهینه منابع تولیدی، ارتقاء جریان دانش و افزایش رقابت، سرمایه‌گذاری را افزایش داده و به تسریع روند نرخ رشد انباشت سرمایه و پیشرفت فنی منجر می‌شود (ابریشمی و همکاران، ۱۳۸۵: ۹۷). درجه باز بودن اقتصاد می‌تواند اثرات متضادی بر سرمایه‌گذاری داشته باشد. به این معنی که اگر واردات کالاهای مصرفی سهم عمده‌ای از واردات را به خود اختصاص دهد؛ تأثیر منفی بر تشکیل سرمایه خواهد داشت. همچنین با فرض این که اگر کالاهای سرمایه‌ای سهم بالایی از واردات را تشکیل دهند و اقتصاد داخلی توان بهره‌گیری از کالاهای سرمایه‌ای وارداتی را نداشته باشد؛ در این صورت تأثیر منفی بر تشکیل سرمایه خواهد داشت (شاه‌آبادی و همکاران، ۱۳۹۷: ۳۱).

1. See: Yao & Drama, 2019: 1-10.

۲. نک: کاتبی، ۱۳۷۶: ۷۹-۱۰۰.

علاوه بر این، افزایش صادرات می‌تواند توان تولید داخلی را افزایش دهد. چرا که پیش‌نیاز افزایش صادرات، رونق تولید و پیش‌نیاز رونق تولید، سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه می‌باشد (اکبری و کریمی هسنیجه، ۱۳۷۹: ۶۹).

## ۲-۷ تورم و سرمایه‌گذاری

تورم ملایم و اندک، طبیعی تلقی شده و اختلالی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری ایجاد نمی‌کند. تورم به صورت موقت نرخ سود و سهم صاحبان سرمایه را افزایش داده و شرایط را برای پس‌انداز و سرمایه‌گذاری فراهم می‌کند (پژویان و خسروی، ۱۳۹۱: ۵). تورم از نظر تغییر توزیع درآمد، به نفع صاحبان سرمایه و سود می‌باشد که از طریق ایجاد پس‌انداز، شرایط مساعدی برای سرمایه‌گذاری فراهم می‌کند. اما سطوح بالای تورم، نظام قیمت‌ها را با اختلال مواجه می‌کند. در واقع تورم باعث درک اشتباه از سطوح قیمت‌های نسبی و انحراف نشانه‌های قیمتی می‌شود و به ناکارآمدی برنامه‌های سرمایه‌گذاران و کاهش پس‌اندازها منجر می‌شود (رحیمی و حری، ۱۳۹۴: ۱۲۸). همچنین انگیزه سرمایه‌گذاری را در بخش خصوصی کاهش می‌دهد و باعث انتقال سرمایه به بخش‌های سفته‌بازی می‌شود. علاوه بر این، تورم ارزش فعلی سرمایه‌گذاری‌هایی که بازدهی آنها با دوره‌های تأخیر همراه است را کاهش می‌دهد و این پدیده منجر به ضرر سرمایه‌گذاران می‌شود. از طرفی تورم به دلیل ایجاد نااطمینانی و ایجاد اختلال در تخصیص بهینه منابع، منجر به کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود.<sup>۲</sup>

## ۲-۸ سیکل تجاری و سرمایه‌گذاری

سیکل‌های تجاری یکی از موضوعات بسیار مهم اقتصاد کلان به شمار می‌آیند و از آنجا که برنامه‌ریزی اقتصادی، بدون درک چگونگی نوسانات تولید ناخالص داخلی و علت و ریشه این نوسانات، مفهومی ندارد؛ حائز اهمیت می‌باشد. در واقع رکود اقتصادی منجر به افزایش بیکاری و فقر شده (فشاری، ۱۳۹۵: ۹۸) و همچنین نوسانات تولید ناخالص داخلی و بی‌ثباتی آن، اثرات نامطلوبی بر رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری خواهد داشت (جلائی اسفندآبادی و همکاران، ۱۳۹۵: ۷۸).

1. See: Dale & Calvin, 1986: 681-683.

2. See: Djankov et al, 2009: 31-64.

با توجه به مطالعات مک درمات و اسکات (McDermott & Scott, 1999) و هاردینگ و پاگان (Harding & Pagan, 2005) دو شیوه روش‌شناسی برای تعریف سیکل تجاری وجود دارد. نخست چرخه کلاسیکی که به الگوی متوالی شکوفایی‌ها و کسادها در سطح سری‌های زمانی اشاره دارد. بدین معنی که سیکل تجاری نوعی از نوسانات با قاعده و منظم در فعالیت‌های کلان اقتصادی کشورها است که اغلب به وسیله بنگاه‌های تجاری سازمان‌دهی می‌شوند. لذا یک سیکل تجاری با یک دوره رونق اقتصادی که همزمان در فعالیت‌های متعدد اقتصادی روی می‌دهد؛ شروع شده و به دوره رکود منتهی می‌شود. این سلسله تغییرات به طور تناوبی تکرار شده اما حالت منظم و دوره‌ای ندارند. به عبارتی، مدت زمان سیکل تجاری ممکن است از یک تا ۱۰ یا ۱۲ سال متغیر باشد. این سیکل، به چرخه‌های کوتاه‌تری قابل تقسیم نمی‌باشد. دوم چرخه رشد می‌باشد. طبق این روش‌شناسی، سیکل تجاری با توجه به تعریف لوکاس (Lucas, 1977) و کیدلند و پرسکات (Kydlan & Prescott, 1990) به صورت انحرافات تولید واقعی از روند آن بیان می‌شود. تجزیه و تحلیل این نوع سیکل تجاری ایجاب می‌کند که روند از داده‌ها حذف شود؛ به گونه‌ای که به وسیله آن بتوان به تجزیه و تحلیل مؤلفه چرخه‌ای که همان چرخه رشد است؛ پرداخت (غلامی و هژبرکیانی، ۱۳۹۳: ۲۵۵). همچنین دورنبوش و همکاران (Dornbush et al, 2004) سیکل تجاری را فراز و نشیب‌های منظم از رونق و رکود در فعالیت‌های اقتصادی پیرامون مسیر رشد اقتصادی تعریف کرده‌اند. در واقع سیکل تجاری به صورت نوسانات دوره‌ای فعالیت اقتصادی کل، یعنی نوسانات تولید در طول زمان حول یک روند مشخص تعریف می‌شود. به طوری که اگر تولید در طول زمان از روند مذکور بالاتر باشد؛ اقتصاد در رونق و اگر پایین‌تر از روند باشد اقتصاد در رکود قرار می‌گیرد.

با توجه به تعاریف سیکل تجاری، به طور خلاصه می‌توان آن را به چهار مرحله رونق و بهبود (Expansion and Recovery)، نقطه اوج (Prosperity)، رکود (Recession) و نقطه حزیض (Trough or Depression) تقسیم‌بندی کرد. رونق و بهبود به دوره زمانی‌ای اطلاق می‌شود که تولید ناخالص داخلی حقیقی شروع به رشد می‌کند. نقطه اوج، نقطه‌ای است که روند رشد تولید ناخالص داخلی حقیقی متوقف و روند نزولی آن شروع می‌شود. در

1. See: Burns & Mitchell, 1946: 322-340.

این نقطه، اشتغال، مخارج مصرف‌کنندگان و تولید به بالاترین سطح خود می‌رسند. رکود یا کساد دوره‌ای است که مقدار تولید ناخالص داخلی حقیقی کاهش می‌یابد و در طول آن، بنگاه‌ها با توجه به کاهش فروش، تصمیماتی بر کاهش تعداد کارگران، خرید کمتر مواد اولیه و توقف طرح‌های توسعه‌ای به منظور کاهش هزینه‌های خود اتخاذ می‌کنند. در نقطه حزیض یا بحران، اقتصاد با نرخ بیکاری بالا، نزول درآمد سالیانه و مازاد عرضه مواجه می‌باشند (فشاری، ۱۳۹۵: ۹۹).

بسیاری از اقتصاددانان در خصوص علت و محرک سیکل تجاری که می‌تواند شامل تکانه‌های سیاست‌های پولی و مالی، تغییر در تقاضای مصرفی و سرمایه‌گذاری، تکانه‌های تجاری از جمله تکانه‌های ناشی از تغییر قیمت نفت و فناوری باشد؛ اتفاق نظر داشته اما درباره این که کدام یک از این تکانه‌ها برای توصیف نوسانات سیکل تجاری اهمیت بیشتری دارد؛ توافق ندارند (جلائی اسفندآبادی و همکاران، ۱۳۹۵: ۸۰). در مجموع علت سیکل تجاری در دو گروه شوک‌های طرف تقاضا و شوک‌های طرف عرضه دسته‌بندی می‌شوند. شوک‌های طرف تقاضا موجب انتقال منحنی تقاضای کل می‌شود و از عواملی نظیر مصرف، سرمایه‌گذاری، هزینه‌های دولت و خالص صادرات سرچشمه می‌گیرد (آرمن و پیرو، ۱۳۹۲: ۱۱۵).

در ادبیات اقتصادی، سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از عوامل تعیین‌کننده رشد اقتصادی به شمار می‌رود. سرمایه‌گذاری خصوصی و دولتی تأثیر مثبت بر رشد تولید ناخالص داخلی دارند. بنابراین انتظار بر این است که این متغیرها به خوبی بتوانند به توضیح طول مدت سیکل تجاری کمک کنند. با وجود تأکید اقتصاددانان درباره تأثیر افزایش سرمایه‌گذاری و انباشت سرمایه بر رونق و سیکل تجاری رو به بالای اقتصاد، بسیاری بر این عقیده هستند که افزایش سرمایه‌گذاری موجب کاهش کارایی نهایی سرمایه‌گذاری شده و کاهش سودآوری تولید، اقتصاد را به دوره‌های رکود خواهد کشاند (جلائی اسفندآبادی و همکاران، ۱۳۹۵: ۸۰). این دیدگاه در نظریه‌های اقتصاددانانی از جمله لوکاس (Lucas, 1977)، توپین (Tobin, 1969) و جورگنسون (Jorgenson, 1971)، آکانده (Akande, 2013) و باچمان و بایر (Bachmann & Bayer, 2013) نیز مورد مطالعه قرار گرفته است.

### ۳. پیشینه تحقیق

کیت و نیرینگا (Keith & Neringa, 2012) به بررسی اثر درون‌رانی و برون‌رانی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در اتحادیه اروپا در طول دوره ۲۰۰۸ - ۱۹۹۰ با روش پانل دیتا پرداخته و نشان دادند که در اتحادیه اروپا سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری داخلی ندارد. در حالی که کشورهای EU14 اثر برون‌رانی مشاهده می‌شود.

کمالی (Kamaly, 2014) به بررسی تاثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در ۱۶ کشور نوظهور در طول دوره ۲۰۱۰-۱۹۷۸ با رهیافت سیستم معادلات همزمان (Three Stage Least Square (3SLS)) پرداخت. وی نشان داد که در اغلب این کشورها سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیری بر سرمایه‌گذاری داخلی ندارد.

زوزانا (Zuzana, 2015) رابطه بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری داخلی را در کشورهای منتخب اروپای مرکزی و شرقی با روش پانل دیتا در طول دوره ۲۰۱۲ - ۱۹۹۳ مورد بررسی قرار داد و نشان داد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منجر به برون‌رانی سرمایه‌گذاری داخلی در کشورهای مورد مطالعه شده است.

طاها احمد و همکاران (Twaha Ahmed et al, 2015) به بررسی اثر برون‌رانی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در کشور اوگاندا در طول دوره ۲۰۱۲ - ۱۹۹۲ با استفاده از روش حداقل مربعات در دو حالت کل اقتصاد و زیربخش‌های اقتصادی پرداختند. آنها نشان دادند که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در اوگاندا تأثیر ندارد. در زیربخش‌های کشاورزی، اجتماعی، ساختمان و مالی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر برون‌رانی و در بخش‌های معدن و عمده‌فروشی اثر درون‌رانی بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد. همچنین در دو بخش برق و صنعت اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی خنثی بوده است.

چایاوویزان (Chayawisan, 2015) به بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری داخلی در کشور تایلند در طول دوره ۲۰۱۳ - ۱۹۷۳ با استفاده از روش همجمعی و آزمون علیت گرنجری پرداخت و نشان داد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و

سرمایه‌گذاری داخلی و رشد اقتصادی در ارتباط می‌باشند. همچنین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی علت سرمایه‌گذاری داخلی می‌باشد.

جوادی (Jude, 2016) به بررسی اثر برون‌رانی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در کشورهای در حال گذار در طول دوره ۲۰۱۰ - ۱۹۹۰ با استفاده از روش GMM پرداخت و نشان داد که در کشورهای در حال گذار اثر برون‌رانی وجود دارد.

الشین یحیی و همکاران (Elshin Yahia et al, 2018) به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در کشور سودان در طول دوره ۲۰۱۶ - ۱۹۷۶ با روش ARDL پرداخته و نشان دادند که در این کشور سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد.

سینانا و همکاران (Seetanah et al, 2018) به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در ۲۰ کشور آفریقا در طول دوره ۲۰۱۵ - ۲۰۰۱ با روش PVAR پرداختند. آنها نشان دادند که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در بلندمدت تأثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری داخلی در کشورهای آفریقایی دارد.

حسانات شاه و همکاران (Hasanat Shah et al, 2019) به بررسی ارتباط سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری داخلی در کشور پاکستان با استفاده از روش ARDL در طول دوره ۲۰۱۲ - ۱۹۸۰ پرداختند. آنان پی بردند که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر برون‌رانی بر سرمایه‌گذاری داخلی در پاکستان دارد.

الحداد (Elhaddad, 2019) اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی را در شش کشور صادرکننده نفت حوزه خلیج فارس در طول دوره ۲۰۱۳ - ۲۰۰۳ با استفاده از روش پانل دیتا بررسی نمود. وی نشان داد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری داخلی بخش عمومی دارد. در حالی که اثر معناداری بر سرمایه‌گذاری داخلی بخش خصوصی نداشت.

یائو و دراما (Yao & Drama, 2019) تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی را در چند کشور آفریقایی در طول دوره ۲۰۱۵ - ۲۰۰۱ با روش گشتاورهای تعمیم‌یافته

سیستمی بررسی کرده و نشان دادند که در کشورهای مورد مطالعه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد.

دلیری (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری داخلی در ۱۳۶ کشور منتخب در چهار گروه کشورهای پردرآمد، کم‌درآمد، عضو اوپک و کل کشورها در طول دوره ۲۰۱۳ - ۲۰۰۰ با استفاده از روش PVAR پرداخت و نشان داد که اثر شوک سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در کشورهای با سطوح درآمدی بالا و کشورهای عضو اوپک مثبت بوده است.

بر اساس پیشینه تحقیق مشاهده می‌شود که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثرات متفاوتی در کشورهای مختلف بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد. به عبارتی در برخی از کشورها جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منجر به افزایش سرمایه‌گذاری داخلی می‌شود. در برخی از کشورها نیز باعث کاهش سرمایه‌گذاری داخلی می‌شود که در واقع اثر برون‌رانی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی روی می‌دهد. در حالی که در برخی دیگر از کشورها، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر خنثی بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد.

#### ۴. روش‌شناسی تحقیق

##### ۴-۱ استخراج سیکل تجاری با استفاده از مدل مارکف - سوئیچینگ

امروزه در مطالعات مربوط به استخراج سیکل‌های تجاری استفاده از مدل‌های غیرخطی گسترش فراوانی پیدا کرده است. از جمله معروف‌ترین مدل‌های غیرخطی، مدل مارکف - سوئیچینگ می‌باشد. این مدل برای اولین بار توسط کواندت (Quandt, 1972) و گلدفلد و کوانت (Goldfeld & Quandt, 1973) ارائه شد و همیلتون (Hamilton, 1989) آن را برای استخراج سیکل‌های تجاری توسعه داد. در مدل مارکف - سوئیچینگ فرض می‌شود که رژیم رخ داده در زمان  $t$  قابل مشاهده نیست و به فرآیند مشاهده ناپذیر  $s_t$  وابسته است. در یک مدل با دو رژیم می‌توان فرض کرد که  $s_t$  مقادیر ۱ و ۲ را اختیار کند. بنابراین مدل دو رژیمی را می‌توان به صورت رابطه (۱) تعریف کرد:

$$\begin{aligned} Y_t &= \theta_{0,1} + \theta_{1,1}Y_{t-1}\varepsilon_t & \text{if } s_t &= 1 \\ Y_t &= \theta_{0,2} + \theta_{1,2}Y_{t-1}\varepsilon_t & \text{if } s_t &= 2 \end{aligned} \quad (1)$$

بنابراین به طور خلاصه می‌توان به صورت رابطه (۲) نشان داد:

$$Y_t = \theta_{0,st} + \theta_{1,st}Y_{t-1}\varepsilon_t \quad (2)$$

در مدل مارکف - سوئیچینگ،  $s_t$  یک فرآیند مارکف از درجه اول در نظر گرفته می‌شود. در واقع این فرض، این نکته را نشان می‌دهد که  $s_t$  به رژیم دوره قبل یعنی  $s_{t-1}$  بستگی دارد. برای برآورد مدل‌های تبدیل مارکف از تابع احتمال مشترک بین وقوع  $Y_t$  و  $s_t$  استفاده می‌شود. بر اساس خاصیت توابع حداکثر راست‌نمایی، به منظور حداکثر کردن احتمال رخداد نمونه مورد بررسی در جامعه آماری، احتمال وقوع مشترک کمیت‌های تصادفی در نمونه حداکثر می‌شود. همچنین احتمال انتقال (Transition Probability)  $p_{ij}$  که بیانگر احتمال حرکت زنجیره مارکف از وضعیت  $i$  در زمان  $t-1$  به وضعیت  $j$  در زمان  $t$  می‌باشد و به صورت رابطه (۳) بیان می‌شود:

$$p(s_t = j | s_{t-1} = i) = p_{ij} \quad (3)$$

با توجه به این که هدف این تحقیق بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی به تفکیک برای دوران رونق و رکود اقتصادی می‌باشد؛ مدل مورد نظر به صورت زیر تصریح می‌شود:

$$\begin{aligned} DI_t &= \beta_0 + \beta_1 FDI_t + \beta_2 FDID0_t + \beta_3 gPGDP_t + \beta_4 IR_0 & \text{دوره رونق} \\ &+ \beta_5 GS_t + \beta_6 TR_t + \beta_7 CPI_t + \varepsilon_t \\ DI_t &= \beta_0 + \beta_1 FDI_t + \beta_2 FDID1_t + \beta_3 gPGDP_t + \beta_4 IR_0 & \text{دوره رکود} \\ &+ \beta_5 GS_t + \beta_6 TR_t + \beta_7 CPI_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

DI سرمایه‌گذاری داخلی به صورت درصدی از GDP (تفاضل تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی)، FDI سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به صورت درصدی GDP، gPGDP نرخ رشد تولید ناخالص داخلی سرانه حقیقی، IR نرخ بهره، GS شاخص ثبات دولت (یکی از شاخص‌های ICRG)، TR درجه باز بودن اقتصاد (نسبت مجموع صادرات و واردات به GDP)، CPI شاخص قیمت مصرف‌کننده، FDID0 متغیر تقاطعی دوران رونق اقتصادی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و FDID1 متغیر تقاطعی دوران رکود اقتصادی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. منبع اطلاعاتی متغیرهای مدل

در طول دوره زمانی<sup>۱</sup> ۱۹۸۴ - ۲۰۱۷ بانک اطلاعاتی (WDI(2019) بوده است.

همچنین مدل تأثیر سرمایه‌گذاری داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سیکل تجاری در ایران به صورت زیر تصریح شده است:

$$BS_t = \beta_0 + \beta_1 DI_t + \beta_2 FDI_t + \varepsilon_t$$

BS بیانگر سیکل تجاری ایران است که با استفاده از روش مارکف سوئیچینگ برآورد و محاسبه شده است.

### ۵. برآورد مدل تحقیق

#### ۵-۱ نتایج مدل مارکف - سوئیچینگ

برای برآورد دوره‌های رونق و رکود اقتصادی در ایران، از مدل مارکف - سوئیچینگ در طول دوره زمانی ۲۰۱۸ - ۱۹۷۰ استفاده شده است. در مدل مارکف - سوئیچینگ، معیار آکائیک و مقدار تابع راست‌نمایی، شاخص مناسب‌تری برای تعیین تعداد رژیم‌ها می‌باشد. جدول ۲ نشان دهنده مقادیر معیار آکائیک و تابع راست‌نمایی برای تعداد رژیم دو و سه است.

جدول شماره (۱): نتایج تعیین تعداد رژیم‌ها

تعداد رژیم	ML	AIC
۲	- ۱۶۷/۳۵	۷/۰۳
۳	- ۱۶۳/۰۱	* ۶/۹۳

\* رژیم بهینه

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج جدول شماره (۱) نشان می‌دهد مقدار آماره آکائیک در حالت سه رژیمی کم‌ترین مقدار و برحسب حداکثر راست‌نمایی بیش‌ترین مقدار را در بین دیگر حالت‌ها دارد. در جدول شماره (۲) آماره حداکثر راست‌نمایی برای مدل‌های مختلف نشان داده شده است.

۱. با توجه به محدودیت آماری شاخص ثبات دولت دوره زمانی ۱۹۸۴-۲۰۱۷ مبنای مطالعه قرار گرفته است.

جدول شماره (۲): تعیین حالات بهینه مدل مارکف - سوئیچینگ

مدل مارکف - سوئیچینگ	حداکثر راستنمایی ML
MSI(3)-AR(1)	- ۱۵۹/۹۹
MSI(3)-AR(2)	- ۱۵۴/۴۹
MSI(3)-AR(3)	- ۱۵۳/۳۱
MSMAH(3)-AR(1)	* - ۱۵۲/۲۰
MSMAH(3)-AR(2)	- ۱۵۳/۲۴

\* مدل بهینه

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج جدول شماره (۳) می‌توان گفت که بیش‌ترین مقدار راستنمایی مربوط به مدلی است که عرض از مبدأ و ضرایب وقفه رشد اقتصادی و واریانس آن وابسته به رژیم می‌باشد. بنابراین مدل MSMAH(3)-AR(1) به عنوان مناسب‌ترین مدل شناسایی و برآورد می‌شود. جدول شماره (۳) و نمودار شماره (۱) بیانگر نتایج مدل برآوردی می‌باشند.

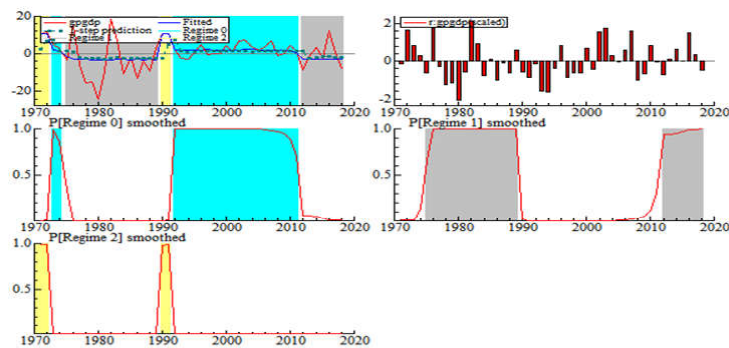
جدول شماره (۳): نتایج برآورد مدل MSMAH(3)-AR(1)

متغیر	ضریب	آماره t
عرض از مبدأ وابسته به رژیم		
C0	۲/۱۰۲	۳/۰۵
C1	- ۳/۱۳۴	- ۱/۳۷
C2	۱۰/۸۱۷	۵۰/۰۰
ضریب خودرگرسیو		
AR(1)	۰/۰۱۴	۰/۲۲۰
واریانس وابسته به رژیم		
$\sigma_0$	۲/۹۷۷	۵/۵۵
$\sigma_1$	۱۰/۱۰۱	۶/۵۱
$\sigma_2$	۰/۳۹۹	۲/۵۴
Linearity LR-test	آماره کای دو: ۲۶/۱۰۸	احتمال آماره کای دو: ۰/۰۰۰۵
توزیع نرمال باقیمانده	آماره کای دو: ۱/۲۲۹	احتمال آماره کای دو: ۰/۵۴۰۷
آزمون ARCH-LM test	آماره F: ۰/۱۴۶	احتمال آماره F: ۰/۸۶۴۵

منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون LR وجود رابطه غیرخطی را مورد تأیید قرار می‌دهد. نتایج مدل نشان می‌دهد که در رژیم‌های صفر و دو، عرض از مبدأ، تأثیر مستقیم و در رژیم یک، تأثیر منفی بر رشد اقتصادی دارد. در واقع عرض از مبدأ مثبت، بیانگر دوران رونق و عرض از مبدأ منفی نیز حاکی از دوران رکود می‌باشد. همچنین ضریب  $AR(1)$  نیز مثبت بوده که از لحاظ آماری معنادار نیست.

نمودار شماره (۱): نتایج حاصل از مدل مارکوف - سوئیچینگ با احتمال انتقال ثابت



منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج به دست آمده از مدل مارکوف - سوئیچینگ (نمودار شماره (۱)) با احتمال انتقال ثابت، مقادیر واقعی و برازش شده متغیر وابسته یعنی تغییرات تولید ناخالص داخلی سرانه حقیقی در قسمت بالا سمت چپ نشان داده شده است. نمودار بالا سمت راست مقادیر رشد اقتصادی را نشان می‌دهد که مقادیر منفی در این نمودار نشانگر کاهش رشد اقتصادی و مقادیر مثبت بیانگر افزایش رشد اقتصادی می‌باشد. در قسمت پایین نیز رژیم‌های شناسایی شده که رژیم صفر و دو، به ترتیب بیانگر رژیم رونق ملایم و رونق بالا و رژیم یک بیانگر رژیم رکود می‌باشد.

به منظور بررسی میزان ثبات و پایداری هر یک از ادوار تجاری و احتمال انتقال هر رژیم به رژیم دیگر، ماتریس احتمال انتقال ادوارهای تجاری استخراج و نتایج آن در جدول شماره (۴) ارائه شده است.

**جدول شماره (۴): نتایج احتمال انتقال از یک رژیم به رژیم دیگر اقتصادی**

	رژیم صفر (رونق ملایم اقتصادی)	رژیم یک (رکود اقتصادی)	رژیم دو (رونق بالای اقتصادی)
رژیم صفر (رونق ملایم اقتصادی)	۰/۹۰۸	۰/۰۰۰	۰/۴۰۸
رژیم یک (رکود اقتصادی)	۰/۰۹۱	۰/۹۴۹	۰/۰۰۰
رژیم دو (رونق بالای اقتصادی)	۰/۰۰۰	۰/۰۵۰	۰/۵۹۱

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج جدول شماره (۴) احتمال ثبات دوران رونق ملایم در ایران ۰/۹۰۸ و احتمال انتقال آن به رژیم رکود و رژیم رونق بالا به ترتیب برابر صفر و ۰/۴۰۸ می‌باشد. همچنین احتمال ثبات دوران رکود در حدود ۰/۹۴۹ و احتمال ثبات دوران رونق بالا ۰/۵۹۱ نیز می‌باشد.

سال‌های دوران رونق و رکود منتج از برآورد مدل مارکف - سوئیچینگ در طول دوره ۲۰۱۸ - ۱۹۷۰ در اقتصاد ایران در جدول شماره (۵) نشان داده شده است.

**جدول شماره (۵): ویژگی‌های زمانی مربوط به رژیم‌ها**

درصد مشاهدات رژیم	میانگین احتمال	تعداد سال	سال	طبقه‌بندی رژیم اقتصادی
۴۵/۸۳	۰/۹۲۸	۲	۱۹۷۳ - ۱۹۷۴	رژیم صفر (رونق ملایم اقتصادی)
	۰/۹۷۶	۲۰	۱۹۹۲ - ۲۰۱۱	
۴۵/۸۳	۰/۹۷۷	۱۵	۱۹۷۵ - ۱۹۸۹	رژیم یک (رکود اقتصادی)
	۰/۹۷۰	۷	۲۰۱۲ - ۲۰۱۸	
۸/۳۳	۰/۹۹۲	۲	۱۹۷۱ - ۱۹۷۲	رژیم دو (رونق بالا اقتصادی)
	۰/۹۸۹	۲	۱۹۹۰ - ۱۹۹۱	

منبع: یافته‌های تحقیق

همان‌طور که در جدول شماره (۵) ملاحظه می‌شود؛ رژیم رونق ملایم در طول سال‌های ۱۹۷۳ - ۱۹۷۴ و ۲۰۱۱ - ۱۹۹۲ حدود ۴۵/۸۳ درصد مشاهدات را شامل می‌شود. همچنین

رژیم رونق بالا در سال‌های ۱۹۷۲ - ۱۹۷۱ و ۱۹۹۱ - ۱۹۹۰ حدود ۸/۳۳ درصد مشاهدات را دارد. اما رژیم رکود در طول سال‌های ۱۹۷۵ - ۱۹۸۹ و ۲۰۱۲ - ۱۹۸۹، ۴۵/۸۳ درصد مشاهدات را شامل می‌باشد.

برای بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در ایران، در دوران رونق و رکود اقتصادی متغیر مجازی برای سال‌های دوران رونق و رکود به صورت زیر تعریف می‌شود:

D0	= ۱ برای سال‌های رژیم صفر (رونق ملایم اقتصادی)
	= ۰ برای سایر سال‌ها
D1	= ۱ برای سال‌های رژیم یک (رکود اقتصادی)
	= ۰ برای سایر سال‌ها
D0	= ۱ برای سال‌های رژیم دو (رونق بالا اقتصادی)
	= ۰ برای سایر سال‌ها

به منظور بررسی تأثیر دوران رونق و رکود اقتصادی بر سرمایه‌گذاری داخلی، متغیرهای مجازی به صورت متغیر تقاطعی (حاصل ضرب متغیرهای دامی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی) به شکل زیر تعریف شده است:

$$FDID0 = FDI * D0$$

$$FDID1 = FDI * D1$$

در متغیرهای تقاطعی تعریف شده،  $FDID0$  بیانگر تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در دوران رونق و  $FDID1$  بیانگر تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در دوران رکود می‌باشد. پس از به دست آوردن دوران رونق و رکود اقتصادی اثرات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در دوره‌های رونق و رکود اقتصادی با استفاده از روش ARDL با توجه به محدودیت آماری متغیر ثبات دولت که در طول دوره ۲۰۱۷ - ۱۹۸۴ فراهم بود؛ مورد بررسی قرار گرفت.

#### ۵-۲ نتایج آزمون مانایی متغیرها

برای بررسی مانایی متغیرهای مدل از آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته ADF استفاده شده

است که نتایج این آزمون در جدول شماره (۶) نشان داده است.

جدول شماره (۶): نتایج آزمون مانایی متغیرها با استفاده از آزمون

دیکی - فولر تعمیم یافته

متغیر	شرایط آزمون	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
DI	با عرض از مبدأ و روند	۳/۰۱ -	۰/۱۴۲۲	نامانا
dDI	با عرض از مبدأ و روند	۵/۰۲ -	۰/۰۰۱۵	مانا
FDI	با عرض از مبدأ و روند	۲/۷۶ -	۰/۲۲۰۳	نامانا
dFDI	با عرض از مبدأ و روند	۶/۴۹ -	۰/۰۰۰۰	مانا
FDID0	با عرض از مبدأ و روند	۲/۲۲ -	۰/۴۶۰۶	نامانا
dFDID0	با عرض از مبدأ و روند	۵/۵۰ -	۰/۰۰۰۰	مانا
FDID1	با عرض از مبدأ و روند	۲/۴۴ -	۰/۳۵۰۹	نامانا
dFDID1	با عرض از مبدأ و روند	۵/۶۱ -	۰/۰۰۰۴	مانا
gPGDP	با عرض از مبدأ و روند	۴/۰۸ -	۰/۰۱۴۹	مانا
IR	با عرض از مبدأ و روند	۳/۷۱ -	۰/۰۳۸۷	مانا
GS	با عرض از مبدأ و روند	۳/۰۸ -	۰/۱۲۶۲	نامانا
dGS	با عرض از مبدأ و روند	۴/۲۷ -	۰/۰۱۰۰	مانا
TR	با عرض از مبدأ و روند	۱/۷۸ -	۰/۶۸۹۳	نامانا
dTR	با عرض از مبدأ و روند	۵/۱۱ -	۰/۰۰۱۲	مانا
CPI	با عرض از مبدأ و روند	۲/۱۵	۰/۹۹۹۸	نامانا
dCPI	با عرض از مبدأ و روند	۶/۲۱ -	۰/۰۰۰۱	مانا
BC	با عرض از مبدأ و روند	۴/۹۶ -	۰/۰۰۱۷	مانا

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول شماره (۶) نشان می‌دهد که متغیرهای سرمایه‌گذاری داخلی (DI)، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)، متغیر متقاطع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و دوره رونق (FDID0) و رکود (FDID1)، ثبات دولت (GS)، تجارت (TR) و شاخص قیمت (CPI) در سطح مانا نبوده و در سطح تفاضل مرتبه اول مانا شده‌اند. همچنین متغیرهای رشد اقتصادی (gPGDP)، نرخ بهره (IR) و سیکل تجاری (BC) در سطح داده‌ها مانا می‌باشند.

۵-۳ نتایج برآورد مدل‌های کوتاه‌مدت

نتایج به دست آمده از برآورد مدل‌های کوتاه‌مدت با استفاده از روش ARDL در دو رژیم رونق و رکود اقتصادی در جدول شماره (۷) نشان داده شده است. مقدار وقفه بهینه متغیرها با استفاده از آماره شوارتز - بیزین انتخاب شده است.

جدول شماره (۷): نتایج مدل کوتاه‌مدت در دو رژیم رونق و رکود اقتصادی

رژیم رکود اقتصادی		رژیم رونق اقتصادی		متغیر
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
۰/۶۸۴۴	۰/۰۳۹	۰/۶۴۵۳	۰/۰۴۵	DI(-1)
۰/۷۷۳۶	۰/۱۰۲	۰/۲۲۳۶	۱/۸۴۶	FDI
-	-	۰/۰۰۱۳	۹/۶۰۱	FDI(-1)
-	-	۰/۲۴۵۴	- ۱/۸۰۲	FDID0
-	-	۰/۰۰۲۲	- ۹/۴۸۲	FDID0(-1)
۰/۲۲۰۳	۱/۶۵۶	-	-	FDID1
۰/۰۰۱۲	۹/۵۸۳	-	-	FDID1(-1)
۰/۶۶۳۷	۰/۰۱۹	۰/۶۳۶۶	۰/۰۲۳	gPGDP
۰/۰۰۰۰	۰/۵۶۵	۰/۰۰۰۰	۰/۵۶۴	gPGDP(-1)
۰/۰۰۱۲	۰/۲۴۱	۰/۰۰۱۵	۰/۲۴۳	gPGDP(-2)
۰/۰۰۱۳	- ۰/۸۱۹	۰/۰۰۲۹	- ۰/۸۱۳	IR
۰/۰۹۴۵	۰/۴۰۳	۰/۱۱۹۳	۰/۳۹۴	IR(-1)
۰/۱۰۷۷	۰/۳۳۹	۰/۱۱۸۶	۰/۳۴۹	GS
۰/۰۰۱۱	- ۰/۲۸۱	۰/۰۰۱۸	- ۰/۲۸۵	TR
۰/۰۰۰۴	۰/۱۹۱	۰/۰۰۰۵	- ۰/۱۹۳	TR(-1)
۰/۸۹۵۳	۰/۰۰۲	۰/۸۹۰۵	۰/۰۰۲	CPI
۰/۰۰۰۰	۰/۱۸۴	۰/۰۰۰۰	۰/۱۸۵	CPI(-1)
۰/۰۰۰۰	- ۰/۳۳۹	۰/۰۰۰۰	- ۰/۳۴۰	CPI(-2)
۰/۰۰۰۰	۴۰/۶۳۳	۰/۰۰۰۰	۴۰/۵۹۵	C
۰/۰۰۰۰	۰/۷۶۹	۰/۰۰۰۰	۰/۷۷۰	T

۰/۹۴	R <sup>2</sup>	۰/۹۴	R <sup>2</sup>
۰/۸۸	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۸۷	R <sup>2</sup> تعدیل شده
۱۵/۹	آماره F	۱۳/۹۹	آماره F
۰/۰۰۰۰	احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰	احتمال آماره F

منبع: یافته‌های تحقیق

همان‌طور که در جدول شماره (۷) مشاهده می‌شود؛ سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در هر دو رژیم، تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران در کوتاه‌مدت ندارد. درحالی‌که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با یک وقفه، تأثیر منفی و معنادار بر سرمایه‌گذاری داخلی در رژیم رونق دارد. اثرات متقاطع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و دوران رونق و رکود در کوتاه‌مدت، تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران ندارند. اثر متقاطع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رونق اقتصادی با یک وقفه، تأثیر منفی و اثر متقاطع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رکود اقتصادی با یک وقفه نیز تأثیر مستقیم و معنادار بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد.

#### ۴-۵ نتایج برآورد مدل‌های بلندمدت

وجود رابطه بلندمدت بین متغیرها با استفاده از آزمون کرانه پسران مورد بررسی قرار گرفت که نتایج آن در جدول شماره (۸) نشان داده شده است.

جدول شماره (۸): نتایج آزمون کرانه پسران

حد بالا I(1)	حد پایین I(0)	سطح معناداری (%)	مقدار آماره F	دوره رونق یا رکود اقتصادی
۴/۱۶	۲/۶۹	۵	۹/۷۱	رژیم رونق اقتصادی
			۱۱/۳۱	رژیم رکود اقتصادی

منبع: یافته‌های تحقیق

بر این اساس، مقدار آماره F در هر دو رژیم، بالاتر از کران بالا بوده و حاکی از وجود رابطه بلندمدت بین متغیرهای مدل می‌باشد. بنابراین نتایج به دست آمده از برآورد مدل بلندمدت در رژیم‌های رونق و رکود اقتصادی در جدول شماره (۹) نشان داده شده است.

جدول شماره (۹): نتایج مدل‌های بلندمدت در دو رژیم رونق و رکود اقتصادی

متغیر	رژیم رونق اقتصادی		رژیم رکود اقتصادی	
	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال
FDI	۱۱/۹۸۷	۰/۰۰۰۰	۰/۱۰۶	۰/۷۶۹۲
FDID0	- ۱۱/۸۱۶	۰/۰۰۰۳	-	-
FDID1	-	-	۱۱/۶۹۸	۰/۰۰۰۳
gPGDP	۰/۸۷۰	۰/۰۰۰۰	۰/۸۶۰	۰/۰۰۰۰
IR	- ۰/۴۳۸	۰/۰۱۵۴	- ۰/۴۳۲	۰/۰۱۵۳
GS	۰/۳۶۵	۰/۱۰۸۹	۰/۳۵۳	۰/۰۹۳۱
TR	- ۰/۵۰۱	۰/۰۰۰۰	- ۰/۴۹۲	۰/۰۰۰۰
CPI	- ۰/۱۶۰	۰/۰۰۰۰	- ۰/۱۵۹	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول شماره (۹) بیانگر آن است که در رژیم رونق اقتصادی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با ضریب ۱۱/۹۸۷ تأثیر مستقیم و معنادار و متغیر متقاطع دوره رونق اقتصادی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با ضریب - ۱۱/۸۱۶ - تأثیر منفی و معنادار بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران دارند. همچنین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در دوره رکود اقتصادی با ضریب ۰/۱۰۶ تأثیر مستقیم و غیرمعنادار و اثرات متقاطع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رکود اقتصادی با ضریب ۱۱/۶۹۸ تأثیر مستقیم و معنادار بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران دارند.

مجموع تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در دوره رونق اقتصادی (مجموع ضرایب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و متغیر متقاطع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و متغیر متقاطع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی) برابر ۰/۱۷۱ و مجموع اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در دوره رکود اقتصادی برابر ۱۱/۶۹۸ می‌باشد. بنابراین ملاحظه می‌شود که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری داخلی در ایران دارد. اما میزان تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی در دوره رکود اقتصادی بسیار قوی‌تر از دوره رونق اقتصادی می‌باشد. بر این اساس می‌توان گفت در دوره رکود اقتصادی که سطح سرمایه‌گذاری‌های داخلی

کاهش پیدا می‌کند؛ جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی محرک سرمایه‌گذاری داخلی می‌باشد. لذا سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر دورن‌رانی بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران داشته که اثر آن در دوره رکود اقتصادی قوی‌تر از دوره رونق اقتصادی می‌باشد. در دوره رکود اقتصادی که کشور با کاهش تولید و درآمد مواجه می‌باشد؛ بنگاه‌های داخلی با کمبود منابع مالی برای سرمایه‌گذاری و همچنین به دلیل کاهش تقاضا برای کالاها و خدمات، با مسائل مربوط به عرضه کالاها و خدمات مواجه می‌شوند. این امر باعث کاهش سرمایه‌گذاری توسط بنگاه‌های داخلی می‌شود. در این میان ورود سرمایه‌گذاری‌های خارجی از طرق مختلف منجر به افزایش سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود. از جمله این که جریان ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، شکاف منابع مالی ناشی از کاهش پس‌اندازها را جبران می‌کند. همچنین، ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از طریق سرریز فناوری، تکنیک‌های مدیریتی، بهبود بهره‌وری، تربیت و آموزش نیروی کار، افزایش امکان صادرات و افزایش واردات کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای، بنگاه‌های داخلی را از طریق برقراری پیوندهای پیشین و پسین تحریک نموده و به افزایش سرمایه‌گذاری آنها منجر می‌شود. در حالی که در دوره رونق اقتصادی، بنگاه‌ها و شرکت‌های داخلی در رقابت با بنگاه‌های چند ملیتی خارجی حساسیت بالاتری را دارند. این مسئله ناشی از برتری بنگاه‌های خارجی از لحاظ فناوری، مدیریت، بهره‌وری و هزینه تولید نسبت به بنگاه‌های داخلی می‌باشد. بنابراین جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در شرایط رونق اقتصادی می‌تواند بنگاه‌های داخلی را در رقابت با مشکل مواجه کرده و توان سرمایه‌گذاری آنها را با کاهش دهد.

رشد اقتصادی در دوره رونق و رکود اقتصادی به ترتیب با ضرایب  $0/۸۷$  و  $0/۸۶$  تأثیر مستقیم و معنادار بر سرمایه‌گذاری داخلی در ایران دارد. لذا افزایش رشد اقتصادی به طور معناداری باعث افزایش سرمایه‌گذاری داخلی می‌شود. رشد اقتصادی منجر به افزایش درآمد کشور می‌شود که تأثیر مستقیم بر پس‌اندازها دارد. افزایش پس‌اندازها نیز منابع مالی برای سرمایه‌گذاری‌ها را افزایش می‌دهد.

نرخ بهره با ضرایب  $0/۴۳۸$  - و  $0/۴۳۲$  - تأثیر منفی و معنادار بر سرمایه‌گذاری داخلی در دوران رونق و رکود اقتصادی بر سرمایه‌گذاری داخلی دارد. نرخ بهره هزینه اجاره منابع مالی است و افزایش آن باعث افزایش هزینه تولید و همچنین باعث کاهش نرخ بازدهی

سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود که تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری دارد.

ثبات دولت در دوره رونق و رکود اقتصادی به ترتیب با ضرایب  $۰/۳۶۵$  و  $۰/۳۵۳$  تأثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران دارد که تأثیر آن بر سرمایه‌گذاری داخلی در دوره رکود از لحاظ آماری معنادار می‌باشد.

با توجه به این که در چند دهه‌ی اخیر ثبات نسبی در دولت و انتخاب دولت‌ها در ایران وجود داشته است و این که درگیری‌های داخلی به طور نسبی پایین بوده است؛ این مسئله باعث شده است که ثبات دولت تأثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری داشته باشد. چرا که شرایط مساعد و ثبات سیاسی یکی از مقدمات بنیادین افزایش رقابت‌پذیری کشورها است. ثبات سیاسی منجر به کاهش ریسک و افزایش ارزش مورد انتظار بازده سرمایه می‌شود. از طرفی بی‌ثباتی‌های سیاسی، انرژی و ظرفیت‌های اقتصادی را که باید در مسیر توسعه اقتصادی به کار گرفته شود؛ از بین برده و روند طبیعی سیستم اقتصادی را در اثر سوء مدیریت که ناشی از منازعات دورن حزبی و برون حزبی است؛ منحرف می‌کند. لذا سرعت دستیابی به اهداف اقتصادی را کاهش داده و اثر منفی بر سرمایه‌گذاری‌ها دارد.

تجارت یا همان درجه باز بودن اقتصادی در دوره رونق و رکود اقتصادی به ترتیب با ضرایب  $۰/۵۰۱$  - و  $۰/۴۹۲$  - تأثیر منفی و معنادار بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران دارد. تأثیر منفی تجارت بر سرمایه‌گذاری داخلی در ایران را می‌توان این گونه تحلیل کرد که واردات کالاهای مصرفی سهم زیادی از کل واردات کشور را به خود اختصاص داده است و این مسئله بنگاه‌های داخلی را با مشکلاتی روبرو ساخته و توان سرمایه‌گذاری آنها را کاهش داده است.

شاخص قیمت مصرف‌کننده در مدل‌های رونق و رکود اقتصادی به ترتیب با ضرایب  $۰/۱۶۰$  - و  $۰/۱۵۹$  - تأثیر منفی و معنادار بر سرمایه‌گذاری داخلی در ایران دارد. سطوح بالای تورم (در اقتصاد ایران افزایش تورم و بی‌ثباتی آن در چند دهه اخیر به یک مشکل جدی و مزمن اقتصادی تبدیل شده است)، نظام قیمت‌ها را دچار اختلال کرده و باعث درک اشتباه از سطوح قیمت‌های نسبی می‌شود که برنامه‌های سرمایه‌گذاران را ناکارآمد نموده و این امر باعث کاهش پس‌اندازها می‌شود. از سوی دیگر تورم انگیزه سرمایه‌گذاری را در

بخش تولید کاهش داده و باعث انتقال سرمایه به بخش‌های سفته‌بازی می‌شود. علاوه بر این، تورم ارزش فعلی سرمایه‌گذاری‌هایی که بازدهی آنها با دوره‌های تأخیر همراه است؛ کاهش می‌دهد و این پدیده منجر به ضرر سرمایه‌گذاران می‌شود. از طرفی تورم به دلیل ایجاد نااطمینانی و ایجاد اختلال در تخصیص بهینه منابع باعث کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود.

#### ۵-۵ نتایج آزمون تصحیح خطا

با استفاده از الگوی تصحیح خطا می‌توان نوسانات کوتاه‌مدت متغیرها را به دست آورد. نتایج حاصل از برآورد الگوی تصحیح خطا در جدول شماره (۱۰) نشان داده شده است.

جدول شماره (۱۰): نتایج مدل تصحیح خطا

رژیم رکود اقتصادی		رژیم رونق اقتصادی		متغیر
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
۰/۰۰۰۰	-۰/۹۶۰	۰/۰۰۰۰	-۰/۹۵۴	ECM

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول شماره (۱۰) نشان می‌دهد که ضریب جمله تصحیح خطا (ECM) در مدل رژیم رونق اقتصادی معادل  $-0/954$  و در دوره رژیم رکود اقتصادی برابر  $-0/960$  بوده و از لحاظ آماری نیز معنادار می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت که سرعت تعدیل خطاها در مدل‌های برآورد شده به سمت رابطه بلندمدت بالا می‌باشد. لذا مدل با سرعت بالایی خودش را به سمت رابطه بلندمدت تعدیل می‌کند.

#### ۵-۶ نتایج آزمون‌های تشخیصی مدل‌ها

نتایج آزمون‌های تشخیصی مبنی بر آزمون فروض کلاسیک برای تعیین صحت و قابل‌اطمینان بودن مدل در جدول شماره (۱۱) نشان داده شده است.

جدول شماره (۱۱): نتایج آزمون‌های تشخیصی (آزمون فروض کلاسیک)

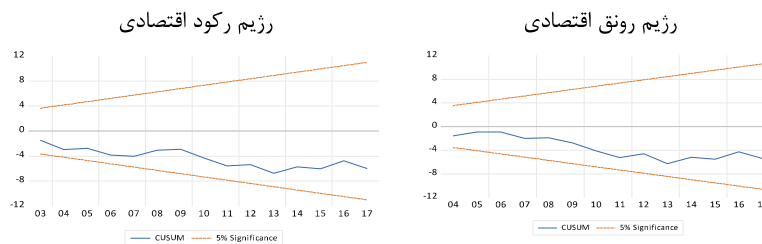
رژیم رکود اقتصادی		رژیم رونق اقتصادی		نوع آزمون	آزمون‌های تشخیصی
احتمال	آماره آزمون	احتمال	آماره آزمون		
۰/۵۶۲	۱/۱۵۰	۰/۴۵۰	۱/۵۹۴	جارک برا	آزمون توزیع نرمال باقیمانده
۰/۲۵۷۰	۱/۵۱۰	۰/۲۸۵۳	۱/۳۹۵	بروش گادفری	آزمون خودهمبستگی سریالی
۰/۸۹۹۹	۰/۵۱۴	۰/۹۲۲۵	۰/۴۸۲	بروش پاگان	آزمون ناهمسانی واریانس
۰/۶۶۱۳	۰/۲۰۰	۰/۷۱۷۲	۰/۱۳۷	رمزی	آزمون رمزی

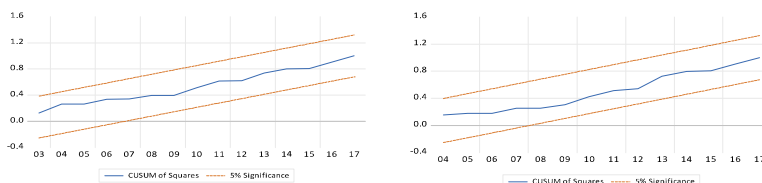
منبع: یافته‌های تحقیق

جدول شماره (۱۱) بیانگر آن است که در هر دو مدل رژیم رونق و رکود اقتصادی با توجه به این که احتمال آماره آزمون‌های توزیع نرمال باقیمانده‌های مدل، آزمون خودهمبستگی سریالی، آزمون ناهمسانی واریانس و آزمون رمزی بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشند؛ لذا فروض کلاسیک مورد تأیید قرار می‌گیرند. به عبارتی باقیمانده‌های مدل از توزیع نرمال برخوردار می‌باشد. همچنین خودهمبستگی سریالی و ناهمسانی واریانس رد شده و بر اساس آزمون رمزی، شکل تبعی تصریح مدل صحیح می‌باشد.

نتایج آزمون ثبات ساختاری مدل‌های برآورد شده در هر دو رژیم رونق و رکود اقتصادی توسط آزمون‌های CUSUM و CUSUMq در نمودار شماره (۲) نشان داده شده است.

نمودار شماره (۲): آزمون‌های ثبات ساختاری مدل‌های برآورد شده





منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون CUSUM در نمودار شماره (۲) نشان می‌دهد که هیچ یک از خطاهای تجمعی از مرزهای معادل با دو انحراف معیار خارج نشده‌اند؛ بنابراین مدل برآورد شده هیچ‌گونه تغییر ساختاری ندارد. همچنین، مشاهده می‌شود که مجموع مجذور خطاهای تجمعی CUSUMq نیز از مرزهای دو انحراف معیار خارج نشده‌اند؛ بنابراین مدل برآورد شده از ثبات ساختاری برخوردار می‌باشد.

#### ۷-۵ نتایج برآورد مدل تأثیر سرمایه‌گذاری داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سیکل تجاری در ایران

##### ۷-۵-۱ نتایج برآورد مدل‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت

نتایج به دست آمده از برآورد مدل‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت با استفاده از روش ARDL در جدول شماره (۱۲) نشان داده شده است. مقدار وقفه بهینه متغیرها با استفاده از آماره شوارتز-بیزین انتخاب شده است. همچنین وجود رابطه بلندمدت بین متغیرها با استفاده از آزمون کرانه پسران مورد بررسی قرار گرفته است. آماره آزمون پسران در سطح معنی‌داری پنج درصد معادل ۱۲/۴۳ بوده که بزرگ‌تر از کران بالای آزمون (۴/۸۵) می‌باشد. بنابراین وجود رابطه بلندمدت مورد پذیرش قرار گرفت.

جدول شماره (۱۲): نتایج مدل کوتاه‌مدت و بلندمدت مدل تأثیر سرمایه‌گذاری داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سیکل تجاری در ایران

مدل بلندمدت		مدل کوتاه‌مدت		متغیر
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
-	-	۰/۱۹۴۲	۰/۹۰۵	C
-	-	۰/۸۰۸۳	۰/۰۳۶	BC(-1)
۰/۰۳۷۸	- ۰/۰۴۶	۰/۰۶۰۴	- ۰/۰۴۴	DI
۰/۰۰۰۰	۰/۷۴۴	۰/۰۰۰۰	۰/۷۱۷	FDI
۰/۳۵		R <sup>2</sup>		
۰/۲۸		R <sup>2</sup> تعدیل شده		
۵/۳۰		آماره F		
۰/۰۰۴۸		احتمال آماره F		

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول شماره (۱۲) بیانگر آن است که سرمایه‌گذاری داخلی در بلندمدت با ضریب ۰/۰۴۶ - تأثیر منفی و معنادار در سطح معنی‌داری پنج درصد بر سیکل‌های تجاری ایران دارد. همچنین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز با ضریب ۰/۷۴۴ تأثیر مستقیم و معنادار در سطح معنی‌داری یک درصد بر سیکل‌های تجاری ایران دارد. بنابراین در بلندمدت افزایش سرمایه‌گذاری داخلی به طور معناداری منجر به کاهش سیکل تجاری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز به افزایش سیکل تجاری در ایران منجر می‌شود. در واقع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تشدیدکننده سیکل تجاری در ایران می‌باشد.

#### ۵-۷-۲ نتایج آزمون تصحیح خطای مدل

نتایج حاصل از برآورد الگوی تصحیح خطای مدل تأثیر سرمایه‌گذاری داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سیکل تجاری در ایران، در جدول شماره (۱۳) نشان داده شده است.

**جدول شماره (۱۳): نتایج مدل تصحیح خطای مدل تأثیر سرمایه‌گذاری داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سیکل تجاری در ایران**

متغیر	ضریب	احتمال
ECM	- ۰/۹۶۳	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول شماره (۱۳) نشان می‌دهد که ضریب جمله تصحیح خطا (ECM) در مدل، معادل - ۰/۹۶۳ بوده و از لحاظ آماری نیز معنادار می‌باشد. بنابراین مدل با سرعت بالایی خودش را به سمت رابطه بلندمدت تعدیل می‌کند.

**۵-۷-۳ نتایج آزمون‌های تشخیصی مدل**

نتایج آزمون‌های تشخیصی مبنی بر آزمون فروض کلاسیک برای تعیین صحت و قابل‌اطمینان بودن مدل تأثیر سرمایه‌گذاری داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سیکل تجاری در ایران در جدول شماره (۱۴) نشان داده شده است.

**جدول شماره (۱۴): نتایج آزمون‌های تشخیصی (آزمون فروض کلاسیک) مدل تأثیر سرمایه‌گذاری داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سیکل تجاری در ایران**

آزمون‌های تشخیصی	نوع آزمون	آماره آزمون	احتمال
آزمون توزیع نرمال باقیمانده	جارك برا	۰/۴۹۵۴	۰/۷۸۰۵
آزمون خودهمبستگی سریالی	بروش گادفری	۱/۴۹۲	۰/۲۴۲۹
آزمون ناهمسانی واریانس	بروش پاگان	۰/۲۶۵۹	۰/۸۴۹۴
آزمون رمزی	رمزی	۰/۰۹۲۳	۰/۷۶۳۴

منبع: یافته‌های تحقیق

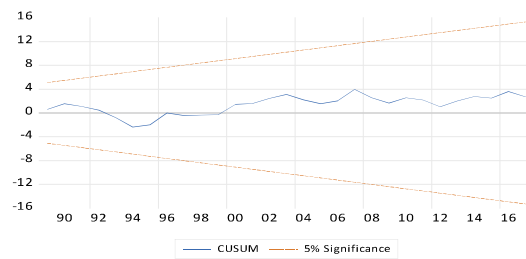
جدول شماره (۱۴) بیانگر آن است که احتمال آماره آزمون‌های توزیع نرمال باقیمانده‌های مدل، آزمون خودهمبستگی سریالی، آزمون ناهمسانی واریانس و آزمون رمزی بزرگ‌تر از ۰/۰۵ بوده و بنابراین، فروض کلاسیک در خصوص برآورد مدل مورد تأیید قرار می‌گیرند.

نتایج آزمون ثبات ساختاری مدل برآورد شده توسط آزمون‌های CUSUM و CUSUMq

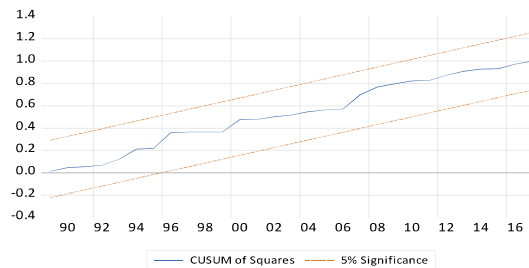
در نمودار شماره (۳) نشان داده شده است.

نمودار شماره (۳): آزمون‌های ثبات ساختاری تأثیر سرمایه‌گذاری داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سیکل تجاری در ایران

آزمون CUSUM



آزمون CUSUMq



منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون CUSUM در نمودار شماره (۳) نشان می‌دهد که هیچ یک از خطاهای تجمعی از مرزهای معادل با دو انحراف معیار خارج نشد و بنابراین، مدل برآورد شده هیچ‌گونه تغییر ساختاری ندارد. همچنین، مجموع مجذور خطاهای تجمعی CUSUMq نیز از مرزهای دو انحراف معیار خارج نشده و در نتیجه مدل برآورد شده از ثبات ساختاری برخوردار می‌باشد.

۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این تحقیق به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی با تأکید بر تأثیر متقاطع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رونق و رکود اقتصادی در ایران در طول دوره زمانی ۲۰۱۷ - ۱۹۸۴ پرداخته شد. دوره‌های رونق و رکود اقتصادی ایران با

استفاده از مدل مارکف - سوئیچینگ برآورد شد. سپس با استفاده از روش خودرگرسیون با وقفه‌های گسترده، تأثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و اثر متقاطع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و دوره‌های رونق و رکود اقتصادی بر سرمایه‌گذاری داخلی مورد مطالعه قرار گرفت. همچنین تأثیر سرمایه‌گذاری داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سیکل‌های تجاری (دوره‌های رونق و رکود اقتصادی) نیز مورد مطالعه قرار گرفت. نتایج مدل بلندمدت نشان داد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر مستقیم و معنادار بر سرمایه‌گذاری داخلی در رژیم رونق اقتصادی دارد که تأثیر مستقیم آن در رژیم رکودی معنادار نبود. همچنین اثر متقاطع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رژیم رونق اقتصادی تأثیر منفی و اثر متقاطع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رژیم رکود اقتصادی تأثیر مستقیم و معنادار بر سرمایه‌گذاری داخلی دارند. از طرفی مجموع اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رژیم رونق و رکود اقتصادی تأثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران دارند. میزان اثرگذاری مجموع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رژیم رکودی بسیار قوی‌تر از اثر مجموع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رژیم رونق اقتصادی بود. بنابراین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر بسیار قوی‌تری بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران در دوره‌های رکود اقتصادی دارد. در واقع جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در دوران رکود اقتصادی اثر دورن‌رانی بیشتری بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران دارد.

همچنین نتایج نشان داد نرخ بهره، تجارت و شاخص قیمت مصرف‌کننده تأثیر منفی و معنادار بر سرمایه‌گذاری داخلی در ایران دارد. در واقع نرخ بهره طبق مبانی نظری رابطه منفی با سرمایه‌گذاری دارد و افزایش آن منجر به کاهش بازدهی انتظاری سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود. همچنین افزایش نرخ بهره هزینه تأمین مالی بنگاه‌ها را افزایش می‌دهد که تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری دارد. افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده باعث افزایش بی‌ثباتی اقتصادی می‌شود که پیش‌بینی سرمایه‌گذاران را با مشکل مواجه ساخته و تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری دارد. نتایج نشان داد که ثبات دولت تأثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران در هر دو مدل رژیم رونق و رژیم رکود داشت. به عبارتی با افزایش ثبات دولت در ایران، ریسک‌های سیاسی ناشی از بی‌ثباتی دولت و بی‌ثباتی سیاسی کاهش می‌یابد و این امر باعث کاهش نااطمینانی به خصوص نااطمینانی اقتصادی می‌شود. بنابراین ثبات دولت

انگیزه سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری را ارتقاء می‌دهد.

نتایج حاصل از مدل مبنی بر تأثیر سرمایه‌گذاری داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سیکل تجاری در ایران نشان داد که سرمایه‌گذاری داخلی تأثیر منفی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأثیر مستقیم بر سیکل تجاری ایران دارد.

بر اساس نتایج، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و اثر متقاطع آن با دوره‌های رونق و رکود تأثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری داخلی ایران به خصوص در دوره رکود اقتصادی دارد. بنابراین پیشنهاد می‌شود سیاست‌های تشویقی و حمایتی برای جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از سوی سیاست‌گذاران و برنامه‌ریزان اقتصادی دنبال شود. یکی از راهکارهای افزایش جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، شناسایی بخش‌هایی از اقتصاد است که جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌تواند در آن بخش‌ها محرک سرمایه‌گذاری داخلی باشد. در واقع این بخش‌ها دارای مزیت می‌باشند. از جمله این بخش‌ها در اقتصاد ایران می‌توان به بخش صنایع از جمله صنعت نفت و صنایع سنگین که بنگاه‌های داخلی توان لازم برای سرمایه‌گذاری را ندارند و همچنین بنگاه‌های داخلی از فناوری و دانش کافی در این زمینه برخوردار نمی‌باشند؛ اشاره کرد. همچنین در اقتصاد ایران که اغلب تولیدات صنعتی و معدنی به صورت خام صادر می‌شود؛ جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در مسیر فرآوری مواد اولیه و تبدیل آن به محصولات با ارزش افزوده بالا جهت صادرات راهکار بسیار مؤثری می‌تواند باشد. چرا که در چنین حالتی پیوندهای پسین و پیشین بین بنگاه‌های داخلی و بنگاه‌های خارجی برقرار شده و این مسئله سرریز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر بنگاه‌های داخلی و کل اقتصاد ایران را افزایش می‌دهد که می‌تواند نقش مؤثری در رشد و توسعه کشور ایفاء کند.

## کتابنامه

### الف) کتب و مقالات

#### ۱. فارسی

- آرمین، سید عزیز و پیرو، فرزانه (۱۳۹۲)، «بررسی عدم تقارن در ادوار تجاری و نقش تکانه‌های نفتی در ایجاد آن»، *فصلنامه اقتصاد مقداری*، شماره ۴، دوره ۱۰، صص ۱۱۳ - ۱۴۶.
- ابریشمی، حمید؛ مهرآرا، محسن و محسنی، رضا (۱۳۸۵)، «تأثیر آزادسازی تجاری بر رشد صادرات و واردات»، *فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی*، شماره ۴۰، صص ۹۵ - ۱۲۶.
- اکبری، محمدرضا و کریمی هسنیجه، حسین (۱۳۷۹)، «تأثیر رشد صادرات بر رشد اقتصادی و تشکیل سرمایه»، *مجله برنامه و بودجه*، شماره ۴ و ۵، صص ۶۳ - ۸۴.
- بابازاده، محمد؛ قدیمی دیزج، خلیل و رضایی بختیار، علیرضا (۱۳۸۶)، «آزادسازی تجاری و رشد اقتصادی در ایران»، *پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی ویژه اقتصاد*، شماره ۲۶، دوره ۷، صص ۱۳ - ۴۴.
- پژویان، جمشید و خسروی، تانیا (۱۳۹۱)، «تأثیر تورم بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی»، *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، شماره ۴، دوره ۱، صص ۱ - ۱۷.
- جلائی‌اسفندآبادی، عبدالمجید؛ شکیبایی، علیرضا؛ نجاتی، مهدی و انصاری‌نصب، مسلم (۱۳۹۵)، «بررسی آثار عوامل مؤثر بر شکاف تولید در اقتصاد ایران»، *فصلنامه نظریه‌های کاربردی اقتصادی*، شماره ۴، دوره ۳، صص ۱۰۰ - ۷۷.
- داوودی، پرویز و شاه‌مرادی، اکبر (۱۳۸۳)، «بازشناسی عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) در اقتصاد ایران و ۴۶ کشور جهان در چارچوب یک الگوی تلفیقی»، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، شماره ۲۰، دوره ۶، صص ۸۱ - ۱۱۳.
- درینی، ولی‌محمد؛ اسماعیل پورمقدم، هادی و دهباشی، وحید (۱۳۹۵)، «تجزیه و تحلیل تاثیر بی‌ثباتی سیاسی با توجه به موقعیت ژئوپلیتیکی ایران بر تجارت بین‌المللی»، *فصلنامه پژوهش‌های سیاسی جهان اسلام*، شماره ۳، دوره ۶، صص ۱۰۱ - ۱۱۹.
- 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*، شماره ۲۱، دوره ۷، صص ۸۱ - ۹۶.
- ربیعی، مهناز و بیدآباد، بیژن (۱۳۸۸)، «رابطه بین نرخ ارز و نرخ بهره در اقتصاد ایران (بازبینی و توسعه نظریه مقداری پول)»، *فصلنامه تحقیقات اقتصادی*، شماره ۳۲، صص ۶۷ - ۹۶.
- رحیمی، الهام و حرّی، حمیدرضا (۱۳۹۴)، «اثرات نااطمینانی نرخ ارز و تورم بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *مجله دانش حسابداری*، شماره ۲۳، دوره ۶، صص ۱۲۵ - ۱۴۶.
- شاکری، عباس (۱۳۸۷)، *اقتصاد کلان: نظریه‌ها و سیاست‌ها*، جلد اول، چاپ اول، تهران: انتشارات پارس نویسان.
- شاه‌آبادی، ابوالفضل؛ رهنما، حمیده و امید، وحید (۱۳۹۷)، «تأثیر متقابل درآمد نفتی با شاخص نهادی حکمرانی بر تشکیل سرمایه‌ی فیزیکی»، *فصلنامه اقتصاد مقداری (بررسی‌های اقتصادی سابق)*، شماره ۳، دوره ۱۵، صص ۲۱ - ۴۲.
- طیبی، سید کمیل و بابکی، روح‌الله (۱۳۸۷)، «نقش بازبودن اقتصاد بر درجه تأثیرگذاری سرمایه‌گذاری

- مستقیم خارجی بر صادرات کشورهای آسیایی و اقیانوسیه: درسی برای اقتصاد ایران»، *فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی*، شماره ۴۸، دوره ۱۲، صص ۳۹-۶۸.
- غفاری، هادی؛ سعادتمهر، مسعود؛ سوری، علی و رنجبر فلاح، محمدرضا (۱۳۹۵)، «بررسی تأثیر افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی بر متغیرهای کلان اقتصادی ایران»، *فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات اقتصادی کاربردی ایران*، شماره ۱۸، دوره ۵، صص ۱۰۹-۱۳۲.
- غلامی، الهام و هژبرکیانی، کامبیز (۱۳۹۳)، «بررسی موقعیت چرخه تجاری در ایران و تأثیر آن بر کارایی برنامه‌های محرک مالی و سرمایه‌گذاری»، *فصلنامه علمی و پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، شماره ۱۲، دوره ۳، صص ۲۵۳-۲۷۱.
- فشاری، مجید (۱۳۹۵)، «عوامل مؤثر بر مدت زمان بقای رونق اقتصادی کشورهای منتخب سازمان همکاری اسلامی (رهیافت تحلیل بقا)»، *فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی*، شماره ۳، دوره ۱۰، صص ۹۷-۱۲۰.
- کاتبی، محمود (۱۳۷۶)، «فرهنگ، ثبات سیاسی و توسعه ایران در فرآیند نوسازی و توسعه»، *مجله فرهنگ*، دوره ۲۲ و ۲۳، صص ۷۹-۱۰۰.
- مجیدی، علی‌فقه؛ سلامی، فریبا و ضرونی، زهرا (۱۳۹۶)، «بررسی اثر دموکراسی بر رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه»، *پژوهشنامه علوم سیاسی*، شماره ۴، دوره ۱۲، صص ۱۳۷-۱۶۴.
- محمدی، حسین و محمودی، مهدی (۱۳۹۶)، «بررسی اثرات متقابل نرخ بهره با متغیرهای منتخب اقتصاد کلان در کشورهای اسلامی و غیر اسلامی»، *فصلنامه تحقیقات و مدل‌سازی اقتصادی*، شماره ۲۸، صص ۱۰۳-۱۳۷.
- مرزبان، حسین و نجاتی، مهدی (۱۳۹۱)، «اثر سرریز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نقش قابلیت جذب بنگاه‌های داخلی در بخش صنعت: مورد ایران (۱۳۸۶-۱۳۷۶)»، *مجله تحقیقات اقتصادی*، شماره ۴، دوره ۴۷، صص ۲۰۱-۲۱۹.

## ۲. لاتین

- Agosin, R. M. & Machado, R. (2005). "Foreign Investment in Developing Countries: Does it Crowd in Domestic Investment?", *Oxford Development Studies*, Vol. 2, No. 2, pp. 149-162.
- Agosin, R. M. & Mayer, R. (2000). "Foreign Investment in Developing Countries-does it Crowd in Domestic Investment?", *UNCTAD Discussion Paper 146*, Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, pp. 1-20.
- Akande, E. O. (2013). "Investment Shocks: A Source of Fluctuations in a Small Open Economy", *Economic and Business Review for Central and South-Eastern Europe*, Vol. 15, No. 3, pp. 213-235.
- Apergis, N.; Katrakilidis, C. P. & Tabakis, N. M. (2006). "Dynamic Linkages between FDI Inflows and Domestic Investment: A Panel Cointegration Approach", *Atlantic Economic Journal*, Vol. 34, No. 4, pp. 385-394.
- Bachmann, R. & Bayer, C. (2013). "Wait-and-See 'Business Cycles'?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 60, No. 6, pp. 704-719.
- Buckley, P. J.; Chen, L.; Clegg, L. J. & Voss, H. (2016). "Experience and FDI Risk-taking: A Microfoundational Reconceptualization", *Journal of International Management*, Vol. 22, No. 2, pp. 131-146.
- Burns, A. & Mitchell, W. (1946). "Measuring Business Cycles", *NBER*, pp. 322-340.
- Busse, M (2003). "Democracy and FDI", *HWWA Discussion Paper 220*, Department World Economy Neuer Jungfernstieg 21 D-20347 Hamburg Germany. Available at <http://www.hwwa.de>.
- Chayawisan, N (2015). "Interaction between Domestic and Foreign Direct Investment in Thailand", *British Journal of Economics, Management & Trade*, Vol. 9, No. 2, pp. 1-6.
- Crespo, N. & Fontoura, M. P (2007). "Determinant Factors of FDI Spillovers- What Do We

- Really Know?", *World Development*, Vol. 35, No. 3, pp. 410-425.
- Dale, W. Jorgenson. & Calvin, D. Siebret (1986). "A Comparison of Alternative Theories of Corporate Investment Behavior", *A.E.R.*, Vol. LxIII, No. 4, pp. 681-683.
  - Damijan, J.; Kostevc, C.; Rojec, M. & Jaklic, A. (2007). "The Effects of Own R&D and Ext. Knowledge Spillovers on Firm Innovation, Productivity: The Case of Slovenia", *Proceedings of EIBA Conference, International Business, Local Development & Science-Technology Relationships*, pp. 100-119.
  - De Soysa, I. (2005). "Foreign Direct Investment, Democracy and Development: Assessing Contours", *Correlates and Concomitants of Globalization*. London Today, Book Announcement, pp. 172.
  - Djankov, S.; Ganser, T.; McLiesh, C.; Ramalho, R. & Shleifer, A. (2009). "The Effect of Corporate Taxes on Investment and Entrepreneurship", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 3, pp. 31-64.
  - Dornbush, R.; Fisher, S. & Startz, R. (2004). "Macroeconomics", *McGraw-Hill- Europe*, 11 edition, pp. 636.
  - Edet Etim, I.; Abang, M. A. & Ekpenyong, I. B. (2018). "Interest Rate and Domestic Private Investment in Nigeria", *International Journal of Research and Innovation in Social Science (IJRISS)*, Vol. II, No. X, pp. 198-206.
  - Elheddad, M. (2019). "Foreign Direct Investment and Domestic Investment: Do Oil Sectors Matter? Evidence from Oil-Exporting Gulf Cooperation Council Economies", *Journal of Economics and Business*, Vol. 103, pp. 1-12.
  - Elshain Yahia, Y.; Haiyun, L.; Asif Khan, M. & Hussain Shah, S. S. (2018). "The Impact of Foreign Direct Investment on Domestic Investment: Evidence from Sudan", *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 8, No. 6, pp. 1-10.
  - Friedman, M. (1968). *Dollars and Deficits*, Hall, Newjersey: Englewood Cliffs.
  - Glass, A. J. & Saggi, K. (2000). "Crowding out and Distributional Effects of FDI Policies", *Journal of International Economics*, Vol. 49, pp. 309-332.
  - Goldfeld, S. M. & Quandt, R. E. (1973). "A Markov Model for Switching Regressions", *Journal of Econometrics*, Vol. 1, No. 1, pp. 3-15.
  - Hamilton, J. D. (1989). "A New Approach to the Economic Analysis of Non-Stationary Time Series and the Business Cycle", *Econometrica*, Vol. 57, No. 2, pp. 357-384.
  - Hasanat Shah, S.; Hasanat, H.; Cottrell, S. & Hasanian, A. M. (2019). "Sectoral FDI inflows and domestic Investments in Pakistan", *Journal of Policy Modeling*, Available online at [www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com).
  - Jorgenson, D. W. (1971). "Econometric Studies of Investment Behavior: a Survey", *Journal of Economic Literature*, Vol. 9, No. 4, pp. 1111-1147.
  - Jude, C. (2016). "Does FDI Crowd out Domestic Investment in Transition Countries?", *HAL Archives-Ouvertes*, Available at <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01252565>.
  - Kamaly, A. (2014). "Dose FDI Crowding in or out Domestic Investment? New Evidence from Emerging Economies", *Modern Economy*, Vol. 4, No. 5, pp. 391-400.
  - Keith, P. & Neringa, O. (2012). "Does Foreign Direct Investment Crowd In or Crowd Out Domestic Investment? Evidence from the European Union", *The Journal of Economic Asymmetries*, Vol. 9, No. 1, pp. 89-104.
  - Kim, D. D. & Seo, J. S. (2003). "Does FDI Inflow Crowd out Domestic Investment in Korea?", *Journal of Economic Studies*, Vol. 30, No. 6, pp. 605-622.
  - Kydland, F. E. & Prescott, E. C. (1990). "Business Cycle: Real Facts and a Monetary Myth", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 14, No. 2, pp. 3-18.
  - Li, C. & Luo, Y. (2019). "Spillover Effect of Foreign Direct Investment: Evidence from the West Midlands of England", *Economic Issues*, Vol. 24, No. 1, pp. 1-20.
  - Lucas, R. E. (1977). "Understanding Business Cycles", *In Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 5, pp. 7-29.
  - Lucas, R. E. (1977). "Understanding Business Cycles, Stabilization of the Domestic and International Economy", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 80, No. 2, pp. 33-54.
  - Mahmood, H. & Chaudhary, A. R. (2012). "Foreign Direct Investment-Domestic Investment Nexus in Pakistan", *Middle-East Journal of Scientific Research*, Vol. 11, No. 11, pp. 1500-1507.
  - McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington DC: Brookings Institution.
  - Mercereau, B. (2005). "FDI Flow to Asia: Did the Dragon Crowd Out the Tigers?", *Working Paper, International Monetary Fund*, WP/05/189.

- Moran, T. H. (2011). *Foreign Direct Investment and Development: Launching a second generation of policy research: Avoiding the mistakes of the first*, Washington: Peterson Institute for International Economics.
- Quandt, R. E. (1972). "A New Approach to Estimating Switching Regressions", *Journal of American Statistical Assoc*, Vol. 67, No. 338, pp. 306-310.
- Seetanah, B.; Matadeen, J.; Fauzel, S. & Kheshansing, G. (2018). "Does FDI crowd-in or crowd-out domestic investment? Evidence from African Economies", *Conference Proceedings, University of Economics in Bratislava*, pp. 1-9.
- Sinani, E. & Meyer, K. (2004). "Spillovers of Technology Transfer form FDI: The Case of Estonia", *Journal of Comparative Economics*, Vol. 32, No. 32, pp. 455-466.
- Tian, X. (2010). "Managing FDI Technology Spillovers: A Challenge to TNCs in Emerging Markets", *Journal of World Business*, Vol. 45, No. 3, pp. 276-284.
- Titarenko, D. (2006). "The Influence of Foreign Direct Investment on Domestic Investment Processes in Latvia", *Transport and Telecommunication*, Vol. 7, No. 1, pp. 76-83.
- Tobin, J. (1969). "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No. 1, pp. 15-29.
- Twaha Ahmed, K.; Ghanib, M. G.; Mohamad, M. & Derus, M. A. (2015). "Does inward FDI crowd-out Domestic Investment? Evidence from Uganda", *Global Conference on Business & Social Science-2014, GCBSS-2014, 15th & 16th December, Kuala Lumpur, Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 172, pp. 419-426.
- United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD (1996). "World Investment Report 1996 Investment", *Trade and International Policy Arrangement*, pp. 1-362.
- Yao, K. A. P. & Drama, B. G. H. (2019). "Governance, FDI and Private Domestic Investment in West African Economic and Monetary Union (WAEMU)", *Journal of International Business and Economics*, Vol. 7, No. 1, pp. 1-10.
- Zuzana, S. (2015). "Relationship between Foreign Direct Investment and Domestic Investment", *Procedia Economics and Finance*, Vol. 23, pp. 1017-1022.
- Ipek, E. & Kizilgol, A. O (2015). The Contribution Of FDI Flows To Domestic Investment: An Econometric Analysis Of Developing Countries, *Yönetim ve Ekonomi*, Vol. 22, No. 2, pp. 401-413.