

## Research Paper

# The Impact of Institutional Quality and Exchange Market Pressure on Foreign Direct Investment: A Cross Countries Study



Bahareh Mofavezi<sup>1</sup> , \* Zohreh Tabataba'i-Nasab<sup>2</sup> , Seyed Yahya Abtahi<sup>2</sup>

1. MSc., Department of Economics, Faculty of Management and Accounting and Economics, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran.

2. PhD. in Economy, Assistant Professor, Department of Economics, Faculty of Management and Accounting and Economics, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran.

Use your device to scan  
and read the article online



**Citation** Mofavezi, B., Tabataba'i-Nasab, Z., & Abtahi, S. Y. (2019). [The Impact of Institutional Quality and Exchange Market Pressure on Foreign Direct Investment: A Cross Countries Study (Persian)]. *Quarterly Journal of the Macro and Strategic Policies*, 6(4), 686-709. <http://dx.doi.org/10.32598/JMSP.6.4.686>

<http://dx.doi.org/10.32598/JMSP.6.4.686>



**Received:** 05 Feb 2018

**Accepted:** 05 May 2018

**Available Online:** 01 Jan 2019

### Key words:

Exchange market pressure, Institutional quality, Foreign direct investment, Generalized method of moments

## ABSTRACT

Foreign Direct Investment (FDI) is one of the important factors in the growth and development of countries and has been flourished in recent decades. This type of fundraising investment depends on several factors; knowing these factors can be useful in policy-making in countries unable to make proper use of FDI. The present study utilizes the Panel Data model and The Generalized Method of Moments to investigate the impact of institutional quality and exchange market pressure on foreign direct investment in 30 middle-income countries over a period of 2002-2015.

The estimation results show that the exchange market pressure has a negative and significant effect, and the general index of governance has a positive and significant effect on FDI attraction. In addition, indicators of political stability, quality of laws and regulations, and control of corruption have had a positive effect on foreign direct investment, and among these components, the index of quality of laws and regulations have had the greatest impact. Moreover, the estimation of the pattern over the interaction term shows that institutional quality has reduced the impact of the exchange market pressure and economic uncertainty on FDI attraction.

**JEL Classification:** F21, F31, H11

### \* Corresponding Author:

**Zohreh Tabataba'i-Nasab, PhD.**

**Address:** Department of Economics, Faculty of Management and Accounting and Economics, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran.

**Tel:** +98 (913) 8596500

**E-mail:** [tabatabaienasab@iauyazd.ac.ir](mailto:tabatabaienasab@iauyazd.ac.ir)

# آثار کیفیت نهادی و فشار بازار ارز بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی: مطالعه بین‌کشوری

بهاره مفوضی<sup>۱</sup>، \* زهره طباطبایی نسب<sup>۲</sup>، سید یحیی ابطحی<sup>۲</sup>

۱- کارشناسی ارشد، گروه اقتصاد، دانشکده مدیریت و حسابداری و اقتصاد، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.  
۲- دکتری اقتصاد، استادیار، گروه اقتصاد، دانشکده مدیریت و حسابداری و اقتصاد، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

## چکیده

تاریخ دریافت: ۱۶ بهمن ۱۳۹۶

تاریخ پذیرش: ۱۵ اردیبهشت ۱۳۹۷

تاریخ انتشار: ۱۱ دی ۱۳۹۷

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی یکی از عوامل مهم رشد و توسعه کشورهاست و در دهه‌های اخیر روند فزاینده‌ای نیز داشته است. جذب این نوع سرمایه‌گذاری تابع عوامل متعددی است که شناخت این عوامل می‌تواند در سیاست‌گذاری کشورهایی که نتوانسته‌اند از این عامل به‌خوبی استفاده کنند، مفید باشد. این مطالعه با استفاده از الگوی داده‌های ترکیبی و روش گشتاورهای تعمیم‌یافته، تأثیر کیفیت نهادی و فشار بازار ارز (به عنوان معیاری مناسب برای سنجش نوسانات نرخ ارز در اقتصادهایی با رژیم‌های ارزی متفاوت) بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ۳۰ کشور با درآمد متوسط، در دوره زمانی ۲۰۰۲-۲۰۱۵ را بررسی کرده است. نتایج نشان می‌دهد فشار بازار ارز، اثر منفی و شاخص کلی حکمرانی، اثر مثبت و معنی‌دار بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارند. علاوه بر این شاخص‌های ثبات سیاسی، کیفیت قوانین و مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد، تأثیر مثبتی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته‌اند و در میان مؤلفه‌های مذکور، شاخص کیفیت قوانین و مقررات بیشترین تأثیر را در جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته است. همچنین برآورد الگو با دوره تعامل نشان می‌دهد کیفیت نهادی به کاهش تأثیر فشار بازار ارز و کاهش تأثیر نااطمینانی اقتصادی بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منجر شده است.

طبقه‌بندی JEL: F21, F31, H11

## کلیدواژه‌ها:

فشار بازار ارز، کیفیت نهادی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، روش گشتاورهای تعمیم‌یافته

\* نویسنده مسئول:

دکتر زهره طباطبایی نسب

نشانی: یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد یزد، دانشکده مدیریت و حسابداری و اقتصاد، گروه اقتصاد.

تلفن: +۹۸ (۹۱۳) ۸۵۹۶۵۰۰

پست الکترونیکی: tabatabaianasab@iauyazd.ac.ir

## مقدمه

سرمایه‌گذاری یا تشکیل سرمایه شرط لازم برای رشد و توسعه اقتصادی است. نقش و جایگاه سرمایه‌گذاری در فرایندهای مذکور تا حدی است که سرمایه‌گذاری را موتور محرک رشد اقتصادی نامیده‌اند. در دیدگاه برخی از اقتصاددانان، نبود سرمایه یکی از علل عقب‌ماندگی بسیاری از کشورهاست. از بین جریان‌های مختلف سرمایه‌گذاری خارجی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی<sup>۱</sup> نقش مهمی در رشد اقتصادی کشورها بازی می‌کند. (غفاری و نیکنژاد، ۲۰۱۳). در این راستا قابلیت انعطاف ساختارهای تولیدی و قدرت جذب سرمایه‌گذاری در کشورها و همچنین شدت نیاز این کشورها به منابع مالی خارجی از عوامل اثرگذار بر میزان اثربخشی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی به شمار می‌رود.

از میان عوامل متعددی که بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثرگذار است، ایجاد اطمینان و فراهم کردن شرایط مناسب برای سرمایه‌گذاری به لحاظ اقتصادی، سیاسی و اجتماعی امری ضروری است که در این میان وجود محیط نهادی مناسب و ثبات و امنیت در محیط سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین معیارها برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است، علاوه بر این، ثبات اقتصادی، اطمینان سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی از بازدهی سرمایه‌گذاری‌شان را افزایش می‌دهد. در این مقاله از معیار فشار بازار ارز<sup>۲</sup> به عنوان شاخص مناسب در تحلیل نوسانات بازار ارز برای سنجش بی‌تعادلی اقتصاد استفاده شده است.

رژیم نرخ ارز در اغلب کشورها و به‌ویژه در کشورهای در حال توسعه بین دو سیستم نرخ ارز کاملاً شناور و ثابت قرار دارد. در این موارد سیاست‌گذار پولی، درجه‌ای از شناور بودن نرخ ارز را می‌پذیرد و با خرید و فروش ذخایر خارجی در بازار مداخله می‌کند. به عبارت دیگر در اشکال متفاوت، نرخ‌های ارز مدیریت‌شده و تعدیل بازار ارز از طریق تغییرات نرخ ارز و مداخله بانک مرکزی روی می‌دهد. در چنین رژیم‌هایی توجه صرف به ذخایر خارجی یا نوسانات نرخ ارز اسمی برای تعیین میزان فشار بر بازار ارز گمراه‌کننده خواهد بود؛ بنابراین، معیاری نیاز است که هم تغییرات نرخ ارز و هم ذخایر خارجی را در نظر بگیرد؛ بنابراین در این پژوهش به منظور توضیح نوسانات نرخ ارز از مدل فشار بر بازار ارز استفاده شده است. این مدل، ترکیبی از مدل پولی تراز پرداخت‌ها و مدل پولی تعیین نرخ ارز است.

بدین ترتیب این تحقیق به دنبال بررسی تأثیر کیفیت نهادی و فشار بازار ارز به عنوان شاخصی از بی‌تعادلی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ۳۰ کشور با درآمد متوسط است. نوآوری این مطالعه نسبت به سایر مطالعات پیشین، استفاده از شاخص فشار بازار ارز (به عنوان شاخص مناسب برای استخراج نوسانات نرخ ارز) و در نظر گرفتن دوره تعامل و بررسی اثر متقابل فشار بازار ارز و کیفیت نهادی است.

در ادامه مقاله به صورت زیر سازماندهی شده است: بخش اول مقاله به ادبیات پژوهش و مبانی نظری و پیشینه تحقیق اختصاص یافته است. در بخش‌های بعدی مدل اقتصادسنجی تصریح شده است و به ارائه نتایج تجربی

1. Foreign Direct Investment (FDI)
2. Exchange Market Pressure (EMP)

حاصل از برآورد مدل پرداخته می شود و در انتها نتیجه گیری و توصیه های سیاستی ارائه شده است.

## ۱- ادبیات موضوع

### ۱-۱- کیفیت نهادی و حکمرانی

نهادهای قیودی وضع شده از جانب بشر هستند که روابط متقابل انسان ها با یکدیگر را شکل می دهند. در یک تعبیر کلی، نهادها مشتمل بر باورها، رفتارها، سنتها و ضوابط و مقررات حقوقی هستند که پیرامون یک هسته اصلی، مجموعه هماهنگی را شکل می دهند. از این لحاظ نهادهای خوب به عنوان ایجادکننده ساختاری انگیزشی مطرح هستند که باعث کاهش نااطمینانی، تشویق کارایی و بنابراین کمک به بهبود عملکرد اقتصادی می شوند و رشد اقتصادی را تحت تأثیر قرار می دهند (برگرن، الیندر و جردل، ۲۰۰۹). نهادها با حمایت از حقوق مالکیت، تضمین اجرای قراردادهای، ارتقای انگیزه های کارآفرینان، حفظ ثبات در سطح کلان اقتصادی، مدیریت ریسک پذیری و خطر جویی واسطه های مالی، کاهش نااطمینانی و تقلیل هزینه معاملات، ارائه شبکه های تأمین اجتماعی و ارتقای پاسخگویی و انتقادپذیری حاکمان، مجموعه ای از شرایط و بسترهای سیاسی، فرهنگی و اقتصادی را فراهم می کنند که درون آن افراد جامعه به کسب و انباشت مهارت و بنگاه های اقتصادی به انباشت سرمایه و تولید محصول می پردازند. (اسدزاده و جلیلی، ۲۰۱۵). بانک جهانی حکمرانی را به عنوان سنت و نهادهایی تعریف می کند که با آنها قدرت در راستای مصلحت عمومی در یک کشور اعمال می شود.

### ۲-۱- پیدایش نظریه حکمرانی خوب

بانک جهانی و صندوق بین المللی پول به ترتیب از اوایل و اواسط دهه ۱۹۸۰، دولت های حاکم بر کشورهای در حال توسعه را ترغیب کردند که اصلاحات اساسی در خط مشی و سیاست را به عنوان شرایط اعطای اعتبارات بپذیرند. این رهیافت جدید با عنوان «سیاست های تعدیل ساختاری» مطرح شد (هایامی، ۲۰۰۱). به این رهیافت در محافل سیاست گذاری در واشنگتن (نظیر بانک جهانی، صندوق بین المللی پول، خزانه داری آمریکا و فدرال رزرو) توجه شد و به همین دلیل ویلیامسون<sup>۳</sup> (۱۹۹۵)، آن را اجماع واشنگتنی نامید (مهرآرا و اسدیان، ۲۰۱۰). در اواسط دهه ۱۹۹۰ سیاست های تعدیل ساختاری با انتقاد گسترده اقتصاددانان نهادگرا و در رأس آنها استیگلیتز<sup>۴</sup> (۱۹۹۸) مواجه شد. نظرات انتقادی او در قالب اجماع پساواشنگتنی در سال ۱۹۹۸ مطرح شد. در اجماع پساواشنگتنی دولت و بازار دو نهاد مکمل هستند نه دو نهاد رقیب؛ بنابراین، به جای بحث از مداخله کردن یا مداخله نکردن دولت باید از کارایی و اثربخشی دولت سخن گفت. در واقع دولت به عنوان یک نهاد اجتماعی نهادساز باید با ایجاد نهادهای کارآمد و توانمند محیط مناسبی برای تنظیم روابط اقتصادی افراد جامعه به گونه ای کم هزینه، ساده و به دور از اتلاف وقت مهیا کند و به عنوان دست یاری دهنده، موجبات رشد

3. Williamson

4. Stiglitz

اقتصادی را فراهم کند. تدارک موفقیت آمیز این نهادها با عنوان «حکمرانی خوب»<sup>۵</sup> مطرح می شود.

### ۱-۳- شاخص های کیفیت نهادی از دیدگاه بانک جهانی

در این پژوهش به منظور بررسی کیفیت نهادی از شش شاخص منتشرشده از سوی بانک جهانی استفاده می شود. بر اساس این تعریف، هر اندازه ویژگی های مثبت مانند حاکمیت قانون، پاسخگویی و اثربخشی دولت در یک جامعه بیشتر باشد و فساد و مقررات اضافی و بی ثباتی های سیاسی و خشونت کمتر باشد، حکمرانی در آن جامعه برای دستیابی به توسعه مناسب تر است. این شاخص ها حاصل تلاش سه نفر از محققان بانک جهانی، کافمن<sup>۶</sup>، کری و لوباتون است که یافته های مؤسسات مختلف بین المللی همچون واحد اطلاعات اکونومیست<sup>۷</sup>، گروه بین المللی ریسک کشور<sup>۸</sup>، بنیاد هریتیج<sup>۹</sup> و خانه آزادی<sup>۱۰</sup> درباره وضعیت اقتصادی، سیاسی و اجتماعی کشورها را با یکدیگر ادغام و شاخص های جدیدی با عنوان «شاخص های حکمرانی» را معرفی کردند (حسین زاده بحرینی، ۲۰۰۵). این محققان کار خود را با این فرضیه شروع کردند که چگونه رسوم و نهادهایی که از مجرای آن ها حاکمیت در یک کشور اعمال می شود، در رشد و توسعه آن کشور مؤثرند. کافمن و همکارانش این رسوم و نهادها را حکمرانی نامیده و حکمرانی را با معرفی شش شاخص مورد بررسی قرار دادند. بالاتر بودن مقدار شاخص های نمایانگر کیفیت نهادی، نشان دهنده سطح بالاتر کیفیت نهادی است.

#### شاخص اول: کنترل فساد

تعریف سازمان شفافیت بین المللی از فساد عبارت است از: سوءاستفاده از قدرت عمومی به نفع منافع خصوصی؛ برای مثال پرداخت رشوه به مقامات دولتی، باج گیری در تدارکات عمومی یا اختلاس اموال عمومی.

#### شاخص دوم: اثربخشی دولت

کارآمدی دولت در انجام وظایف محوله که شامل مقولات ذهنی همچون کیفیت تهیه و تدارک خدمات عمومی یا کیفیت نظام اداری، صلاحیت و شایستگی کارگزاران و استقلال خدمات همگانی از فشارهای سیاسی است. همچنین به توانایی دولت در قانون گذاری، دآوری دادگاه ها، تصمیم های مدیریتی در ارتباط با حاکمیت قانون، عدالت مدیریتی و قضایی مانند پاسخگویی و شفافیت اشاره می کند.

#### شاخص سوم: میزان ثبات سیاسی و نبود خشونت و تروریسم

بیانگر مفهیمی مانند ناآرامی های اجتماعی، ترور و اعدام های سیاسی، کودتا، آشوب های شهری، تنش های

5. Good Governance
6. Kaufmann and et al.
7. Economic intelligence unit (EIU)
8. International Country Risk Group (ICRG)
9. Heritage Foundation
10. Freedom House

قومی و انتقال آرام قدرت در سطوح بالاست.

### شاخص چهارم: کیفیت تنظیم مقررات

این شاخص بیانگر مفاهیمی مانند مقررات دست‌وپاگیر، مداخله دولت در اقتصاد، سیاست‌های رقابتی، موانع تعرفه‌ای و غیرتعرفه‌ای و دسترسی به بازارهای سرمایه است.

### شاخص پنجم: حاکمیت قانون

میزان احترام عملی‌ای که دولتمردان و شهروندان برای نهادهایی قائل هستند که با هدف وضع و اجرای قانون و حل اختلاف ایجاد شده‌اند. اعتماد مردم به قوانین، قابلیت پیش‌بینی دستگاه قضایی، وجود دستگاه‌های سازمان‌یافته و احتمال موفقیت در شکایت علیه دولت از جمله مؤلفه‌های سنجش حاکمیت قانون هستند.

### شاخص ششم: حق اظهار نظر و پاسخگویی

این شاخص بیانگر مفاهیمی مانند حقوق سیاسی، آزادی بیان و تجمعات سیاسی و اجتماعی، آزادی مطبوعات، میزان نمایندگی حکام از طبقات اجتماعی و فرایندهای سیاسی در برگزاری انتخابات است که به عنوان شاخص دموکراسی از آن یاد می‌شود.

## ۱-۴- کیفیت نهادی و تأثیر بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

از میان عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، می‌توان به عوامل مؤثر بر امنیت سرمایه‌گذاری اشاره کرد. برخی از این عوامل عمقی هستند و ریشه در فرهنگ یا ساختار سیاسی کشور دارند و برخی دیگر به رویکرد اقتصادی دولت‌ها، عوامل فرامرزی و عملکرد کارگزاران اقتصادی مربوط می‌شوند. تحقیقات انجام‌شده در سال‌های اخیر به طور عمده با تکیه بر مفهوم نهادها رابطه میان امنیت و سرمایه‌گذاری را اثبات کرده‌اند (حسین‌زاده بحرینی، ۲۰۰۵). در سال‌های اخیر به حکمرانی خوب به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از سوی تصمیم‌گیران اقتصادی و سیاسی کشورها توجه شده است.

رابطه بالقوه بین حکمرانی و جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را اولین بار لوکاس<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۰)، مطرح کرد. او با طرح این پرسش که چرا در اقتصاد جهانی تا زمانی که نسبت سرمایه به نیروی کار و نسبت نرخ بازدهی سرمایه و دستمزد برابر شوند، سرمایه از کشورهای ثروتمند به فقیر منتقل نمی‌شود، یکی از پیش‌بینی‌های مدل نئوکلاسیک مبنی بر همگرایی درآمد سرانه بین کشورها و مناطق جغرافیایی را به چالش کشید (پارادوکس لوکاس) او این‌گونه استدلال می‌کند که وجود روابط غیراقتصادی از جمله مخاطرات سیاسی، روابط استعماری، قوانین و مقررات بی‌ثبات و غیرقابل اعتماد، رشوه و فساد اداری موجب ریسک زیاد سرمایه‌گذاری در کشورهای فقیر شده است و بنابراین بازده نهایی سرمایه در این کشورها

11. Lucas

نسبت به کشورهای غنی در سطح بیشتری قرار نمی‌گیرد. بر این اساس نمی‌توان انتظار داشت سرمایه از کشورهای غنی به کشورهای فقیر سرازیر شود (شپتیلو، ۲۰۰۶).

تحقیقات نشان می‌دهد حکمرانی خوب محیط مناسبی برای فعالیت‌های رشد محور مانند سرمایه‌گذاری فراهم می‌کند. حکمرانی خوب به عنوان یک پیش شرط اساسی برای عملکرد خوب بازارها و ایجاد شرایط جذاب سرمایه‌گذاری و تخصیص پایدار سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی اهمیت ویژه‌ای دارد و می‌تواند از طریق اثرگذاری بر سیاست‌گذاری‌های اقتصادی، سیاسی و اجتماعی و ساختار اقتصادی، سیاسی و اجتماعی اثرات مثبت و درخور توجهی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته باشد (آگاتکو، ۲۰۰۴).

### ۱-۵- تأثیر نوسانات نرخ ارز بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی

آلیبر<sup>۱۲</sup> (۱۹۷۰)، نخستین کسی بود که به بررسی اثرات تغییرات نرخ ارز بر جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی پرداخت. او معتقد بود کشورهایی که نرخ پولشان ضعیف است با هدف افزایش قدرت خرید خود، احتمالاً اقدام به جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌کنند. به این تبیین تا اواخر دهه ۱۹۸۰ و اوایل دهه ۱۹۹۰ چندان توجه نشد و در واقع از آن زمان بود که موضوع نرخ ارز به عنوان یکی از عوامل تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به طور جدی مطرح شد (رضایی، شریفی رنانی، دایی کریم زاده و میرفتی، ۲۰۱۶). برای مثال فروت و آستین<sup>۱۳</sup> (۱۹۹۱)، در مطالعات خود به این نتیجه رسیده‌اند که کاهش ارزش دلار موجب ارتقای نسبی جایگاه سرمایه‌گذاران خارجی و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه‌گذاری می‌شود، به اعتقاد آن‌ها با اینکه کل جریان سرمایه‌گذاری خارجی در مقابل ارزش واقعی دلار آمریکا شکل نزولی یافته است، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تنها شکل سرمایه‌گذاری است که به لحاظ آماری نوعی همبستگی منفی با ارزش دلار داشته است.

اکثر مطالعات نشان می‌دهد نوسانات نرخ ارز می‌تواند به کاهش جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منجر شود، زیرا هرگاه نرخ ارز یک کشور ثبات نداشته باشد و دائم در حال نوسان باشد، سرمایه‌گذاران خارجی به سرمایه‌گذاری در آن کشور اعتماد نمی‌کنند و تصمیمات آن‌ها بی‌ثبات و سودهای مطلق و نسبی غیرقابل پیش‌بینی می‌شود و محیط ناامنی را برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند. همچنین هنگامی که نرخ مبادلات ارزی بی‌ثبات است، در سود مورد انتظار از سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی، کاهش وجود دارد.

در این مطالعه برای بررسی تأثیر نااطمینانی اقتصادی بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، از شاخص فشار بازار ارز استفاده می‌شود، زیرا فشار بازار ارز معیار مناسبی برای بررسی نوسانات نرخ ارز در همه نظام‌های نرخ ارز است. مفهوم فشار بازار ارز، در سال ۱۹۹۷ برای نخستین بار در ادبیات اقتصادی معرفی شد. این مفهوم به طور همزمان نوسانات نرخ ارز و میزان مداخله بانک مرکزی در بازار ارز را تبیین می‌کند. در واقع فشار بازار ارز، نظریات نگرش پولی و تراز پرداخت‌ها و نرخ ارز انعطاف‌پذیر را با یکدیگر تلفیق کرده است.

12. Aliber

13. Froot & Stein

مفهوم فشار بازار ارز را ابتدا **گیرتون و روپر** (۱۹۷۷)<sup>۱۴</sup> مطرح کردند. آن‌ها فشار بازار ارز را به عنوان تغییرات مشاهده شده در نرخ ارز و ذخایر خارجی بانک مرکزی تعریف کرده‌اند. بر اساس تعریفی دیگر **وی مارک**<sup>۱۵</sup> (۱۹۹۵)، معتقد است فشار بازار ارز تقاضای مازاد برای پول ملی در بازار ارز خارجی است که از مجموع تغییرات نرخ ارز و مداخله حاکمیت پولی محاسبه می‌شود. این مداخله یا به طور مستقیم با استفاده از خرید و فروش ذخایر خارجی یا به طور غیرمستقیم با تغییرات اعتبارات داخلی صورت می‌گیرد. در حقیقت شاخص فشار بازار ارز یکی از شاخص‌های مهمی است که در مطالعات مرتبط با بحران‌های ارزی از آن استفاده می‌شود.

تعبیر ساده این شاخص این است که در مواقع بحرانی هم نرخ ارز افزایش می‌یابد (یعنی ارزش پول داخلی کاهش می‌یابد) و هم ذخایر ارزی کاهش می‌یابد که هر دو نشان از وضعیت نامساعد اقتصاد و وجود نااطمینانی دارد. در واقع فلسفه استفاده از این شاخص این است که بررسی تغییرات نرخ ارز به‌تنهایی وضعیت بحرانی را نشان نمی‌دهد، زیرا ممکن است نرخ ارز ثابت بماند، اما ذخایر ارزی رو به اتمام باشد. به این دلیل تغییرات توأمان نرخ ارز و ذخایر ارزی مهم است. در حالت حدی این تغییرات می‌تواند به سقوط و فروپاشی اقتصاد منجر شود. از آنجایی که نرخ مبادلات ارزی نقش مهمی در صادرات و واردات ایفا می‌کند ثبات نرخ ارز می‌تواند موجب انسجام آسان‌تر کسب و کارها و همچنین تعیین راحت‌تر سود سرمایه‌گذاری در یک کشور خارجی و کاهش سطح نااطمینانی شود. در این مطالعه برای اندازه‌گیری فشار بازار ارز، از فرمول زیر بر اساس مقاله **وی مارک** (۱۹۹۵) استفاده شده است:

(۱)

$$EMP_t = \Delta e_t - \Delta f_t$$

که در آن EMP، فشار بازار ارز، تغییرات نرخ ارز و تغییرات ذخایر خارجی بانک مرکزی است. اثبات معادله (۱) در پیوست شماره ۱ مقاله بیان شده است.

بر اساس مقدار و علامت EMP می‌توان شرایط بازار ارز را تحلیل کرد. به این ترتیب که مقدار مثبت EMP دلالت بر افزایش فشار بازار ارز دارد و مقدار منفی آن حاکی از کاهش فشار بر نرخ ارز است. به عبارت دیگر زمانی که  $EMP > 0$  است کاهش ارزش پول و زمانی که  $EMP < 0$  است ترقی ارزش پول رخ می‌دهد.

درواقع شاخص EMP به عنوان مجموع تغییرات نرخ ارز و ذخایر خارجی برای ترسیم تفاوت میان نرخ رشد عرضه و تقاضای پول در نظر گرفته شده است. با این تعریف، شاخص EMP قابل کاربرد برای انواع سیستم‌های نرخ ارز است. بدین ترتیب که در یک سیستم نرخ ارز ثابت، تغییرات ذخایر خارجی نشان‌دهنده فشار بازار ارز است، اما زمانی که نرخ ارز کاملاً شناور باشد و ذخایر خارجی بدون تغییر باقی بماند، EMP برابر با تغییرات نرخ ارز است. در سیستم‌های نرخ ارزی که مابین نرخ ارز شناور و ثابت قرار دارند  $\Delta e_t \neq 0$  و  $\Delta f_t \neq 0$  است؛ بنابراین،

14. Girton &amp; Roper

15. Weymark



فشار بازار ارز برابر با مجموع تغییرات نرخ ارز و ذخایر خارجی است، اما با وجود این **تانر<sup>۱۶</sup>** (۱۹۹۹) در مطالعاتش به این نتیجه رسید که مدل های EMP برای بررسی اثرات سیاست پولی در کشورهایی که نه نرخ ارز ثابت و نه نرخ ارز کاملاً شناور دارند، مفیدتر است. بدین ترتیب شاخص EMP معیاری مناسب برای سنجش نوسانات نرخ ارز در ۳۰ کشور بررسی شده در این پژوهش است.

### ۶-۱- پیشینه تحقیق

**آساموا<sup>۱۷</sup> و همکاران (۲۰۱۶)**، در مقاله‌ای با عنوان «نااطمینانی اقتصاد کلان، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و کیفیت نهادی»، اثرات نااطمینانی نرخ ارز و کیفیت نهادی بر جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ۴۰ کشور جنوب صحرای آفریقا و در دوره زمانی ۲۰۱۱-۱۹۹۶ را بررسی کرده‌اند. این مدل با استفاده از روش‌های گشتاورهای تعمیم‌یافته آرانو بوند<sup>۱۸</sup> و بلاندل بوند<sup>۱۹</sup> برآورد شده است. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد نااطمینانی نرخ ارز به کاهش جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منجر می‌شود. در حالی که کیفیت نهادی در حضور متغیرهای کنترل این جریان را افزایش می‌دهد. همچنین تعامل بین نااطمینانی اقتصاد کلان و کیفیت نهادی اثر منفی نوسانات نرخ ارز را کاهش خواهد داد.

**جینرت<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۷)**، در مقاله‌ای با عنوان «فراربت نرخ ارز و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی» اثر فراربت نرخ ارز بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با استفاده از داده‌های تابلویی ۲۷ کشور سازمان همکاری و توسعه اقتصادی را در دوره ۲۰۰۲-۱۹۸۲ بررسی کرده است. نتایج نشان می‌دهد رابطه‌ای ل شکل و غیریکنواخت بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و فراربت نرخ ارز برقرار است. او با فرض نبود همخطی بین داده‌ها دلیل برقرارنشدن یک رابطه سازگار بین جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و فراربت نرخ ارز را توضیح می‌دهد و ارزش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی موردانتظار یک اقتصاد را با محاسبه احتمال سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در یک دوره زمانی به دست می‌آورد و در نهایت چگونگی اثر فراربت نرخ ارز را بر سطح سرمایه‌گذاری موردانتظار بررسی می‌کند.

**ربیعی و همکاران (۲۰۱۷)**، در مقاله‌ای با عنوان «تأثیر مؤلفه‌های نهادی بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی» تأثیر مؤلفه‌های نهادی از جمله آزادی اقتصادی، امنیت اقتصادی و شاخص حکمرانی خوب را بر میزان جلب و جذب سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای حوزه سند چشم‌انداز در دوره ۲۰۱۴-۲۰۰۴ برای دستیابی به اهداف رشد و توسعه اقتصادی بررسی کرده‌اند. برای این منظور با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته برای داده‌های پانل پویا، اثرات شاخص‌های آزادی اقتصادی، امنیت اقتصادی، حکمرانی خوب و شاخص توسعه انسانی بر حجم سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای منتخب آزموده شده است و نتایج حاکی از اثر مثبت و به لحاظ آماری معنادار تمامی متغیرهای نهادی معرفی شده بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کشورهای

16. Tanner

17. Asamoah

18. Arellano-Bond

19. Belandel-Bond

20. Jeannert

منتخب است.

**رضایی و همکاران (۲۰۱۶)** در مقاله‌ای تأثیر نوسانات نرخ ارز را بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران در دوره ۱۳۹۱-۱۳۵۹ با استفاده از رویکرد یوهانسن جوسیلیوس بررسی کرده‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد تأثیر متغیرهای درجه بازبودن تجارت، تولید ناخالص داخلی و نرخ ارز بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی مثبت، ولی اثر متغیرهای فراریت نرخ ارز و قیمت جهانی نفت بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منفی است.

**تحقیق سبحانی و همکاران (۲۰۱۲)**، درباره بررسی رابطه بین نااطمینانی نرخ ارز و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران طی دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۶۰ است. در این ارتباط ابتدا شاخص نااطمینانی نرخ ارز ناشی از نوسان‌پذیری نرخ ارز واقعی را از طریق الگوی واریانس ناهمسانی شرطی اتورگرسیون<sup>۲۱</sup>، محاسبه شد و به عنوان متغیر جایگزین نااطمینانی نرخ ارز واقعی در نظر گرفته شد، آن‌گاه برای به‌دست‌آوردن رابطه بین نااطمینانی نرخ ارز واقعی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از روش خودبازگشتی با وقفه‌های توزیعی<sup>۲۲</sup>، با معیار تعیین شوارتز بیزین استفاده شده است. براساس نتایج، نوسانات نرخ ارز بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بی‌تأثیر بوده است و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با تورم، نرخ ارز با وقفه و موجودی سرمایه با وقفه رابطه معکوس و با شاخص حکمرانی خوب و نیروی انسانی رابطه مستقیم داشته است. همچنین وجود رابطه تعادلی بلندمدت برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تأیید شده است.

**مهدوی عادل و دیگران (۲۰۰۹)** تأثیر حکمرانی خوب بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در سال‌های ۲۰۰۴-۱۹۹۶ را بررسی کرده‌اند. نتایج تحقیق نشان داد تولید ناخالص داخلی، میانگین وزنی شاخص‌های شش‌گانه حکمرانی خوب، نرخ ارز و تورم در اولویت‌های اول تا چهارم مؤثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی هستند.

## ۲- روش‌شناسی پژوهش

از روش‌های مناسب اقتصادسنجی برای حل یا کاهش مشکل درون‌زاد بودن شاخص‌های نهادی و همبستگی بین متغیرهای نهادی با دیگر متغیرهای توضیحی، استفاده از گشتاورهای تعمیم‌یافته است. شیوه اصلی برآورد در این مقاله روش گشتاورهای تعمیم‌یافته متعامد<sup>۲۳</sup> است و پس از برآورد مدل، لازم است از آزمون سارگان<sup>۲۴</sup> برای بررسی معتبر بودن متغیرهای ابزاری تعریف‌شده در مدل و ایجاد اطمینان از مناسب بودن استفاده از این روش برای برآورد مدل استفاده شود.

هدف این تحقیق بررسی ارتباط بین کیفیت نهادی و همچنین نااطمینانی اقتصادی با سرمایه‌گذاری مستقیم

21. Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (GARCH)

22. Auto-Regressive Distributed Lag (ARDL)

23. Orthogonal GMM

24. Sargan test

جدول ۱. متغیرهای استفاده شده در مدل، تعاریف و منابع آماری

منبع	تعریف	متغیر
بانک جهانی (WDI)	جریان خالص ورودی سرمایه گذاری مستقیم خارجی (درصدی از GDP)	FDI
محاسبات محقق	فشار بازار ارز	EMP
بانک جهانی (WDI)	رشد تولید ناخالص داخلی	GDPG
بانک جهانی (WDI))	نرخ ارز رسمی	EX
بانک جهانی (WDI)	مجموع صادرات و واردات به صورت درصدی از GDP	TOPEN
بانک جهانی (WDI)	کل اجاره منابع طبیعی (درصدی از GDP)	TNR
بانک جهانی (WDI)	خطوط تلفن به ازای هر ۱۰۰ نفر	TEL
محاسبات محقق	میانگین حسابی شاخص های شش گانه حکمرانی (VO,ST,EF,QU,RU,CO)	INST
بانک جهانی (WGI)	شاخص حق اظهار نظر و پاسخگویی	VO
بانک جهانی (WGI)	شاخص ثبات سیاسی	ST
بانک جهانی (WGI)	شاخص اثربخشی دولت	EF
بانک جهانی (WGI)	شاخص کیفیت قوانین و مقررات	QU
بانک جهانی (WGI)	شاخص حاکمیت قانون	RU
بانک جهانی (WGI)	شاخص کنترل فساد	CO

فصلنامه سیاست های راهبردی و کلان

منبع: یافته های محقق

خارجی، در ۳۰ کشور با درآمد متوسط<sup>۲۵</sup> و در بازه زمانی ۲۰۱۵-۲۰۰۲ است. دلیل انتخاب این گروه از کشورها قرار گرفتن ایران بر اساس تقسیم بندی بانک جهانی در این گروه و دسترسی به اطلاعات است. الگوی استفاده شده در این تحقیق با توجه به ادبیات نظری و با الهام از مطالعه آساموا و همکاران (۲۰۱۶) به صورت زیر تصریح شده است.

(۲)

$$FDI_{it} = \beta_1 FDI_{it-1} + \beta_2 EMP_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 EMP_{it} \times INST_{it} + \beta_5 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

FDI: سرمایه گذاری مستقیم خارجی، EMP: فشار بازار ارز، INST: کیفیت نهادی (میانگین حسابی شاخص های شش گانه حکمرانی)، EMP×INST: دوره تعامل (اثر متقابل فشار بازار ارز و کیفیت نهادی بر X، FDI: بردار متغیرهای

۲۵. کشورهای ایران، الجزیره، مراکش، تونس، آلبانی، ارمنستان، بنگلادش، برزیل، هند، مکزیک، روسیه، ترکیه، کامرون، دومینیکن، قزاقستان، رومانی، نیکاراگوئه، پاراگوئه، نیجریه، بلغارستان، گرجستان، پاکستان، چین، کلمبیا، غنا، گابن، گواتمالا، مقدونیه، قزاقستان و اندونزی، کشورهای مطالعه شده در این تحقیق هستند.

جدول ۲. نتایج برآورد مدل های مختلف با متغیر وابسته سرمایه گذاری مستقیم خارجی

متغیر	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳
FDI(-1)	۰/۵۶(۲۷/۳۶)*	۰/۵۵(۴۲/۸۱)*	۰/۵(۵۷/۰۰۹)*
GDPG	۰/۲۸(۱۲/۲۴)*	۰/۳۲(۱۰/۲۹)*	۰/۳(۱۲/۱)*
Log(NRENT)	-۰/۰۰۴(-۲/۲۵)*	-۰/۰۰۷(-۳/۵۶)*	-۰/۰۰۶(-۳/۴)*
Log(TOPEN)	۰/۰۰۳(۰/۸۰)	۰/۰۰۱(۰/۲۶)	-
Log(TEL)	۰/۰۰۳(۱/۱۲)	۰/۹(۱/۶۹)**	-
Log(EX)	-۰/۰۱۷(-۲/۴۲)*	-۰/۰۲۶(-۴/۵۹)*	-۰/۰۲۴(-۸/۵)*
EMP	-۰/۰۰۶۳(-۱۳/۵۸)*	-۰/۰۰۶۱(-۸/۰۹)*	-۰/۰۰۲(-۲/۷)*
INST	-	۰/۰۵۴(۴/۳۴)*	۰/۰۵(۴/۹)*
INST*EMP	-	-	۰/۰۱(۵/۱۶)*
J-Statistic	۲۴/۰۴	۲۲/۲۹	۲۴/۹۷
Prob(J-Statistic)	۰/۴	۰/۴۴	۰/۳

فصلنامه سیاست های راهبردی و کلان

منبع: یافته های محقق

مقادیر داخل پرانتز آماره  $t$  را نشان می دهد. علامت \* و \*\* نشان دهنده معنی داری ضرایب در سطح به ترتیب ۱۰ درصد و ۵ درصد هستند.

کنترل (شامل متغیرهای لگاریتم درجه آزادی تجارت، لگاریتم کل اجاره منابع طبیعی، لگاریتم خطوط تلفن به ازای هر ۱۰۰ نفر، لگاریتم نرخ ارز و رشد تولید ناخالص داخلی)؛  $\lambda$ : کشورها و  $t$ : دوره زمانی است.

## ۱-۲- تعاریف و منابع متغیرها

منابع اطلاعاتی و تعریف هریک از متغیرهای مدل مدنظر در **جدول شماره ۱** خلاصه شده است.

## ۳- یافته های پژوهش

در این قسمت پس از انجام آزمون مانایی برای برآورد الگوی مدنظر از سه مدل متفاوت استفاده شد و بهترین الگو از لحاظ معنی داربودن ضرایب انتخاب شد. نتایج حاصل از برآورد الگو در سه تصریح مختلف در **جدول شماره ۲** ارائه شده است.

نتایج حاصل از برآورد مدل اول در ۳۰ کشور با درآمد متوسط نشان می دهد حجم سرمایه گذاری مستقیم خارجی در دوره قبل تأثیر مثبت و معنی داری بر سرمایه گذاری در دوره جاری دارد. معناداربودن حجم سرمایه گذاری در دوره های قبل حاکی از وجود خودهمبستگی قوی در سری زمانی سرمایه گذاری است. کشورهایی که سرمایه گذاری خارجی زیادی دارند به احتمال زیاد در دوره بعد نیز سرمایه گذاری خارجی زیادی

خواهند داشت و برعکس. با توجه به شرایط نهادی و سیاسی مؤثر بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی وجود چنین خودهمبستگی‌ای در سری زمانی آن قابل توجیه است. این نتیجه با مطالعه مشیری و کیانپور (۲۰۱۲) هم‌راستاست.

نتایج جدول شماره ۲ نشان می‌دهد ضریب رشد تولید ناخالص داخلی مثبت و معنی‌دار بوده است و علامت موردانتظار را دارد. در واقع بزرگ‌بودن اقتصاد کشورها که به بزرگ‌شدن تولید ناخالص داخلی منجر می‌شود، تأثیر مثبتی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارد. اولین تحلیل اساسی این ارتباط می‌تواند به وجود زیرساخت‌ها و امکانات تولید کالاها و خدمات بستگی داشته باشد. اقتصادهای بزرگ‌تر شرایط مناسب‌تری را برای استقرار سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی فراهم می‌آورند؛ بنابراین جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در این‌گونه کشورها بیشتر است. دومین تحلیل را می‌توان به این صورت بیان کرد که تولید ناخالص داخلی بزرگ‌تر به معنای بازار مصرف بزرگ‌تر در این کشورهاست. از این رو با افزایش تولید ناخالص داخلی و مصرف، انگیزه خارجی‌ان و شرکت‌های چندملیتی به منظور سرمایه‌گذاری در این کشورها افزایش می‌یابد؛ بنابراین، با افزایش رشد تولید ناخالص داخلی و بزرگ‌شدن اقتصاد کشورها می‌توان انتظار داشت جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی افزایش یابد. در این رابطه می‌توان به تطابق این نتیجه با نتایج تحقیق نجارزاده و همکاران (۲۰۰۵) و روفی قلمزن نیکو (۲۰۱۲) اشاره کرد.

همچنین متغیر اجاره منابع طبیعی تأثیر منفی بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی داشته است. اجاره منابع طبیعی برای سرمایه‌گذاران خارجی به منزله هزینه تلقی شود و سرمایه‌گذاران برای استفاده از منابع طبیعی باید هزینه آن را که همان اجاره است، متقبل شوند. در صورتی که هزینه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در یک کشور زیاد شود، ریسک سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و سرمایه‌گذاران تمایلی به سرمایه‌گذاری در آن کشور نخواهند داشت.

در هر دو مدل تصریح‌شده ضریب متغیر آزادی تجارت تأثیر معنی‌داری بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در این گروه از کشورها ندارد. در تحقیقات مهرآرا و اسدیان (۲۰۱۰) و همچنین مهدوی عادل و همکاران (۲۰۰۹) نیز اثر درجه آزادی تجارت بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در گروه کشورهای با درآمد متوسط بی‌معنی بوده است. در حالی که رضایی و همکاران (۲۰۱۶)، در تحقیق خود با عنوان «تأثیر نوسانات نرخ ارز بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران» اثر مثبت درجه آزادی تجارت بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را نتیجه گرفته‌اند.

خطوط تلفن به ازای هر ۱۰۰ نفر نیز که به عنوان شاخصی برای زیرساخت‌های اقتصادی معرفی شده است در غیاب کیفیت نهادی تأثیر معنی‌داری بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نداشته است. در حالی که در حضور شاخص کلی حکمرانی معنی‌دار است. این نتیجه با دستاورد پژوهش مهرآرا و اسدیان (۲۰۱۰) همخوانی دارد.

ضریب متغیر نرخ ارز منفی و معنی‌دار است و علامت موردانتظار را دارد. افزایش نرخ ارز یا به عبارتی تضعیف ارزش پول ملی کشورها سبب کاهش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌شود. در واقع با افزایش نرخ ارز، سرمایه‌گذار خارجی، احتمال کاهش بعدی در ارزش پول را در آینده می‌دهد. از این رو امکان برنامه‌ریزی برای

او مشکل تر می شود و این موضوع موجب زیان سرمایه گذار خارجی است. از طرفی افزایش نرخ ارز، هزینه تأمین مواد اولیه خارجی شرکت های مرتبط با سرمایه گذاری مستقیم خارجی را افزایش می دهد و در این شرایط هزینه تولید افزایش و قیمت کالاهای خارجی در داخل کشور افزایش می یابد و این امر فروش و سود شرکت های خارجی را کاهش می دهد (اثر درآمدی)؛ بنابراین، سرمایه گذاری مستقیم خارجی کاهش خواهد یافت. این نتیجه با نتایج تحقیقات **رئوفی قلمزن نیکو (۲۰۱۲)**، **کميجانی و عباسی (۲۰۰۷)**، هم راستاست.

نتایج حاکی از آن است که با افزایش فشار بازار ارز، سرمایه گذاری مستقیم خارجی کاهش می یابد. این نتیجه منطبق بر مبانی نظری است، در واقع افزایش فشار بازار ارز باعث به وجود آمدن ریسک و ناطمینانی و موجب کاهش انگیزه سرمایه گذاری خارجی و به طور خاص کاهش ورودی سرمایه گذاری مستقیم خارجی می شود. از دلایل عمده نوسانات نرخ ارز می توان به فقدان یا ناکارآمد بودن بازارهای متشکل سلف ارز برای پوشش ریسک ارز اشاره کرد که با ایجاد یا حضور در این بازارها می توان تا حد درخور توجهی این نوسانات را کاهش داد و شرایط را برای ورود بیشتر سرمایه گذاری مستقیم خارجی به کشور فراهم کرد. همچنین ضریب این متغیر در مدل دوم همچنان منفی و معنی دار است و اثر منفی این شاخص بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بعد از ورود شاخص کلی حکمرانی همچنان پابرجاست. به طور کلی نوسانات نرخ ارز باعث به وجود آمدن ریسک می شود و محیط ناطمینانی را برای تصمیم گیری های خصوصی ایجاد می کند و باعث می شود پیش بینی سودآوری در بخش های تجاری و غیر تجاری دچار مشکل شود.

این ناطمینانی در اقتصاد، کاهش انگیزه سرمایه گذاری خارجی و به طور خاص کاهش ورودی سرمایه گذاری مستقیم خارجی را به همراه دارد. درحقیقت هرگاه نرخ ارز یک کشور ثبات نداشته باشد، بستر مناسب برای ورود سرمایه به داخل کشور و اعتماد سرمایه گذاران وجود ندارد، چراکه تصمیمات آن ها بی ثبات و سودهای مطلق و نسبی، غیر قابل پیش بینی می شود و محیط ناامنی را برای تصمیم گیری سرمایه گذاران ایجاد می کند. تا کنون در کشور مطالعه ای در رابطه با تأثیر فشار بازار ارز بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی انجام نگرفته است و بیشتر مطالعات تأثیر نوسانات نرخ ارز را با استفاده از مدل های خانواده گارچ بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بررسی کرده اند که در این رابطه می توان به تحقیق **رضایی و همکاران (۲۰۱۶)** اشاره کرد. نتایج این تحقیق نیز حاکی از تأثیر منفی نوسانات نرخ ارز بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی است.

ضریب شاخص کلی حکمرانی نیز مثبت و معنی دار است و علامت مورد انتظار را دارد. هرچه اجزای شش گانه سازنده INST وضعیت مطلوب تری داشته باشند، سرمایه گذاری مستقیم خارجی نیز بیشتر خواهد بود. اگر در یک جامعه ثبات سیاسی زیاد، قانون گذاری کارتر و فساد کمتر باشد، سرمایه گذاری مستقیم خارجی بیشتر خواهد بود. درحقیقت وجود محیط نهادی مناسب و امنیت در محیط سرمایه گذاری یکی از مهم ترین معیارها برای تصمیم گیری سرمایه گذاران خارجی محسوب می شود. این نتیجه با نتایج تحقیق **مهرآرا و اسدیان (۲۰۱۰)** هم راستاست.

در مدل ۳، الگو با در نظر گرفتن دوره تعامل یا اثر متقابل فشار بازار ارز و کیفیت نهادی بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی، در حضور متغیرهای کنترل و غیاب متغیرهای درجه آزادی تجارت و خطوط تلفن و به

منظور بررسی اثرات این تعامل بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی برآورد شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل با در نظر گرفتن دوره تعامل نشان می‌دهد حجم سرمایه‌گذاری در دوره قبل همچنان اثر مثبت و معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در دوره جاری دارد. رشد تولید ناخالص داخلی و همچنین شاخص کلی حکمرانی اثر مثبت و معنی‌دار بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارد و کل اجاره منابع طبیعی و همچنین نرخ ارز مانند مدل‌های قبل اثر منفی و معنی‌دار بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته است.

ضریب متغیر فشار بازار ارز منفی و معنی‌دار است، در حالی که ضریب تعامل بین فشار بازار ارز و کیفیت نهادی مثبت و معنی‌دار است و با توجه به اینکه در این حالت فشار بازار نسبت به غیاب دوره تعامل کمتر شده است، می‌توان نتیجه گرفت کیفیت نهادی به کاهش تأثیر فشار بازار و کاهش اثر نااطمینانی اقتصادی بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منجر شده است. بر این اساس هرچه نهادهای حکومتی کیفیت بالاتری داشته باشند، می‌توانند در کاهش تأثیر نااطمینانی اقتصادی نقش بسزایی داشته باشند، ولی نمی‌توانند آن را به طور کامل حذف کنند. در این رابطه می‌توان به نتیجه مطالعه آسیدو<sup>۳۴</sup> (۲۰۱۳) اشاره کرد که بر اساس آن کیفیت نهادی در چین اینک می‌تواند اثر منفی بلایای طبیعی بر جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را کاهش دهد، ولی نمی‌تواند این اثر را به طور کامل حذف کند. در این رابطه مطالعه‌ای در کشور صورت نگرفته است و در مطالعات خارجی می‌توان به تحقیق آساموا و همکاران (۲۰۱۶) اشاره کرد که در آن اثر متقابل نوسانات نرخ ارز و کیفیت نهادی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای جنوب صحرای آفریقا مثبت و معنی‌دار است و کیفیت نهادی اثر منفی نوسانات اقتصادی را کاهش داده است.

در هر سه مدل نتیجه آزمون سارگان با توجه به مقدار آماره سارگان (J-Statistic) و سطح احتمال محاسبه شده، فرضیه صفر مبنی بر همبسته نبودن متغیرهای ابزاری و جزء اخلاص را رد نمی‌کند و حاکی از سازگاری تخمین‌زننده گشتاورهای تعمیم یافته و صحت اعتبار نتایج مدل آزموده شده بر اساس روش گشتاورهای تعمیم یافته است.

### ۳-۱- برآورد مدل به تفکیک شاخص‌های حکمرانی خوب

در این بخش تأثیر هر یک از شاخص‌های حکمرانی خوب بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بررسی شده است. بدین منظور مدل‌های جداگانه‌ای برای هر یک از شاخص‌های حکمرانی برآورد می‌شود. به عبارت دیگر به جای متغیر INST در مدل دوم، هر یک از مؤلفه‌های شاخص حکمرانی جایگزین و ثبات نتایج بررسی می‌شود. با توجه به اینکه متغیر درجه آزادی تجارت در هیچ‌یک از تصریح‌های قبل تأثیر معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نداشته است در برآورد مدل به تفکیک شاخص‌ها این متغیر حذف شده است.

نتایج حاصل از برآورد مدل به تفکیک شاخص‌های حکمرانی که در جدول شماره ۳ بیان شده است، نشان می‌دهد شاخص‌های کنترل فساد، ثبات سیاسی، کیفیت قوانین و مقررات و حاکمیت قانون اثر مثبت و معنی‌دار بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارند. در حالی که شاخص‌های اثربخشی دولت و حق اظهار نظر

جدول ۳. نتایج برآورد مدل به تفکیک شاخص های حکمرانی خوب

متغیر	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳	مدل ۴	مدل ۵	مدل ۶
FDI(-1)	-۰/۵۵ (۳۳/۷)°	-۰/۵۶ (۳۴/۹)°	-۰/۵۲ (۲۱/۷)°	-۰/۵۵ (۴۲/۷)°	-۰/۵۴ (۳۲/۴)°	-۰/۵۵ (۳۱/۰۹)°
GDP G	-۰/۲۷ (۱۳/۴)°	-۰/۲ (۱۱/۳)°	-۰/۳ (۱۵/۰۶)°	-۰/۳ (۹/۷)°	-۰/۲۹ (۱۱/۱)°	-۰/۲ (۱۰/۹)°
LOG(NRENT)	-۰/۰۰۱ (۱/۲۵)	-۰/۰۰۴ (۲/۲)°	-۰/۰۰۶ (-۳/۱)°	-۰/۰۰۸ (۴/۰۲)°	-۰/۰۰۴ (۲/۹)°	-۰/۰۰۲ (۱/۶)°
LOG(TEL)	-۰/۰۰۳ (۱/۶)	-۰/۰۰۷ (۰/۶)	-۰/۰۱ (۵/۷)°	-۰/۰۰۵ (۱/۱۹)	-۰/۰۰۰۸ (-۱/۲۶)	-۰/۰۰۳ (۰/۹)
LOG(EX)	-۰/۰۲ (۴/۳)°	-۰/۰۲ (۲/۴)°	-۰/۰۱ (-۲/۴)°	-۰/۰۱ (-۲/۷)°	-۰/۰۲۵ (۵/۷)°	-۰/۰۲ (۳/۰۳)°
EMP	-۰/۰۰۶ (۱۰/۳)°	-۰/۰۰۶ (۸/۱)°	-۰/۰۰۵ (۸/۰۰۲)°	-۰/۰۰۶ (۷/۰۱)°	-۰/۰۰۵ (۱۰/۱)°	-۰/۰۰۶ (۱۱/۸)°
CO	-۰/۰۱۲ (۲/۴)°	-	-	-	-	-
EF	-	-۰/۰۰۲ (۰/۸)	-	-	-	-
ST	-	-	-۰/۰۱ (۳/۳)°	-	-	-
QU	-	-	-	-۰/۰۲ (۲/۸)°	-	-
RU	-	-	-	-	-۰/۰۱ (۲/۳)°	-
VO	-	-	-	-	-	-۰/۰۰۰۳ (۰/۱۶)
J-Statistic	۲۲/۶۳	۲۱/۶۳	۲۳/۸۸	۲۳/۸۷	۲۶/۵۲	۲۴/۶۱
Prob(J.Statistic)	۰/۵	۰/۵	۰/۴	۰/۴	۰/۲	۰/۳

منبع: یافته های تحقیق

مقادیر داخل پرانتز آماره t را نشان می دهد. علامت \* و نشان دهنده معنی داری ضرایب در سطح ۱۰ درصد است.



و پاسخگویی تأثیر معنی داری بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نداشته‌اند. به عبارتی اگر در یک کشور ثبات سیاسی بیشتری حاکم باشد، فساد کنترل شود، حاکمیت قانون وجود داشته باشد و مقررات اضافی کمتر باشد، انگیزه سرمایه‌گذاران خارجی برای سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود و هر چه این متغیرها وضعیت مطلوب‌تری داشته باشند، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بیشتر خواهد بود. همچنین در میان متغیرهای مذکور شاخص کیفیت قوانین و مقررات (قانون‌گذاری) به لحاظ اندازه عددی بیشترین اثر را در میان مؤلفه‌های دیگر بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته است؛ بنابراین، به نظر می‌رسد قانون‌گذاری در این گروه از کشورها، بیشترین اولویت را در بهبود حکمرانی و افزایش جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته باشد. علاوه بر این متغیر، حجم سرمایه‌گذاری در دوره قبل و همچنین رشد تولید ناخالص داخلی در تمامی تصریح‌ها اثری مثبت و معنی‌دار بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته‌اند.

#### ۴- بحث و نتیجه‌گیری

این مطالعه با هدف بررسی اثرات فشار بازار ارز و همچنین کیفیت نهادی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی برای ۳۰ کشور با درآمد متوسط (شامل ایران) در سال‌های ۲۰۱۵-۲۰۰۲ و با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته انجام شده است. نتایج برآورد مدل نشان می‌دهد فشار بازار ارز در کشورهای با درآمد متوسط تأثیر منفی بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارد؛ یعنی افزایش فشار بازار ارز سبب ناطمینانی و بی‌ثباتی در تصمیمات سرمایه‌گذاران خارجی برای سرمایه‌گذاری در کشور میزبان می‌شود و سودهای مطلق و نسبی را غیرقابل پیش‌بینی می‌کند. به عبارت دیگر با توجه به نتایج این پژوهش، فشار بازار ارز به حاکمیت شرایط ناطمینانی و بی‌ثباتی در اقتصاد کشور و کاهش جذب سرمایه‌گذاران خارجی منجر می‌شود و شرایط ناطمینانی و بی‌ثباتی سیاسی، تجاری و اقتصادی یکی از دلایل اصلی موفقیت‌نداشتن کشورها در جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است؛ بنابراین، سیاست‌گذاران باید به منظور جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در مسیر ثبات بیشتر سیاست‌های اقتصادی گام بردارند.

بر اساس نتایج این پژوهش، کیفیت نهادی در گروه کشورهای با درآمد متوسط تأثیر مثبتی بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارد. حکمرانی خوب، محیط مناسبی را برای فعالیتهای رشدمحور مانند سرمایه‌گذاری فراهم می‌کند و به عنوان یک پیش‌شرط اساسی برای عملکرد خوب بازارها و ایجاد شرایط جذاب سرمایه‌گذاری و تخصیص پایدار سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی اهمیت ویژه‌ای دارد. مخاطرات سیاسی در کشورهایی که شاخص‌های حکمرانی خوب دارند، کم است و این باعث فراهم‌شدن بستر مناسب برای جذب سرمایه خارجی و مزیت مکانی این کشورها می‌شود. به علاوه در این پژوهش با توجه به نتایج حاصل از تخمین مدل به تفکیک، شاخص‌های حکمرانی، شاخص‌های کنترل فساد، حاکمیت قانون، کیفیت قوانین و مقررات و ثبات سیاسی اثر مثبتی بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارند. این در حالی است که از بین این شاخص‌ها، کیفیت قوانین و مقررات بیشترین تأثیر را بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارد. از این رو توصیه می‌شود دولت‌ها ضمن ایجاد شفافیت در فرایند قانون‌گذاری و عملکرد نهادها، اقداماتی را برای بهبود قانون‌گذاری انجام دهند. همچنین مبارزه مداوم و هدفمند با فساد مالی، ایجاد شفافیت و تغییر نکردن پیاپی

سیاست‌ها به نحوی که شرایط امن برای سرمایه‌گذاران خارجی شود، می‌تواند فرایند جذب سرمایه‌گذاری خارجی را تسریع کند. بنابراین انتظار می‌رود سیاست‌گذاران به توسعه نهادی اهمیت دهند. در واقع بدون پیشرفت در نهادها، پایداری و ثبات اقتصادی به‌تنهایی نمی‌تواند جریان یا سرمایه‌گذاری داخلی را تضمین کند.

همچنین با توجه به تأیید شدن تأثیر مستقیم تولید ناخالص داخلی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌توان گفت افزایش در رشد تولید ناخالص داخلی به بزرگ شدن اندازه بازار یک کشور منجر می‌شود. از این رو اقتصادهای بزرگ‌تر شرایط مناسب‌تری را برای جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی فراهم می‌آورند و باعث افزایش آن می‌شوند؛ بنابراین دولت‌ها می‌توانند با حمایت از تولید داخلی و بهبود فضای کسب‌وکار، موجب افزایش تولید ناخالص داخلی و تسهیل ورود جریان سرمایه‌گذاری به داخل کشور شوند.

خطوط تلفن به ازای هر ۱۰۰ نفر نیز که به عنوان شاخصی برای توسعه‌یافتگی زیرساخت‌ها در نظر گرفته شده است، رابطه مستقیمی با جذب سرمایه‌گذاری خارجی داشته است؛ بنابراین گسترش بنادر، جاده‌ها و فرودگاه‌ها، زیرساخت‌های ارتباطی، حمل‌ونقل و عرضه مواد طبیعی اولیه می‌تواند عاملی برای کاهش هزینه بخش خصوصی، افزایش نرخ بازده سرمایه و جذاب‌تر شدن اقتصاد برای سرمایه‌گذاران خارجی تلقی شود.

## ملاحظات اخلاقی

### حامی مالی

این مقاله حامی مالی ندارد.

### مشارکت‌نویسندگان

تمام نویسندگان در آماده‌سازی این مقاله مشارکت کرده‌اند.

### تعارض منافع

بنا به اظهار نویسندگان، در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

## پیوست ۱. نتایج آزمون مانایی متغیرهای مدل

شاخص لوین		متغیرها
آماره محاسبه شده	سطح احتمال	
-۱۸/۸	*	FDI
-۹/۳	*	GDPG
-۲/۲	۰/۰۱	Log (NRENT)
-۴/۸	*	Log (TOPEN)
-۱/۸	۰/۰۲	Log (TEL)
-۲/۳	۰/۰۰۹	Log (EX)
-۵/۲	*	INST
-۱۹/۶	*	EMP
-۸/۹	*	VO
-۵/۴	*	ST
-۷/۵	*	EF
-۳/۲	۰/۰۰۰۵	QU
-۴/۰۹	*	RU

## نحوه محاسبه و استخراج فشار بازار ارز (EMP)

مدل گیرتون و روپر بر اساس شرایط تعادل پولی که در معادلات زیر بیان شده، تنظیم شده است.

(۱)

$$H^s = \mu B = \mu(D+F) = PY^\beta e^{-\alpha i} = H^d$$

(۲)

$$H^s = \mu B^* = \mu^* D^* + F^* = P^* Y^{*\beta} e^{-\alpha i^*} = H^{d^*}$$

می توان معادلات بالا را به شکل لگاریتمی و تفاضل مرتبه اول نوشت:

(۳)

$$\Delta h^s = \Delta d + \Delta f = \Delta p + \beta \Delta y - \alpha \Delta i = \Delta h^d$$

(۴)

$$\Delta h^* = \Delta d^* + \Delta f^* = \Delta p^* + \beta^* \Delta y^* - \alpha^* \Delta i^* = \Delta h^{d^*}$$

گیرتون و روپر انحراف از برابری قدرت خرید را مجاز می دانند بنابراین:

(۵)

$$\Delta P = \Delta P^* + \Delta e + \Delta \theta$$

با فرض انتقال کامل سرمایه خواهیم داشت:

(۶)

$$\Delta \delta = \Delta i - \Delta i^*$$

ارتباط پولی میان داخل و خارج از کشور با استفاده از معادلات ۳ و ۴ عبارتست از:

(۷)

$$\Delta f - \Delta f^* = \Delta d^* - \Delta d + \Delta P + \beta \Delta y - \alpha \Delta y^* - \beta^* \Delta y^* + \alpha \Delta i$$

با ترکیب معادلات ۵، ۶ و ۷ و اینکه  $\alpha^* = \alpha$  خواهیم داشت:

(۸)

$$\Delta e - \Delta f + \Delta f^* = -\Delta d^* + \Delta d + \beta \Delta y + \theta - \beta^* \Delta y^* - \alpha \Delta \delta$$

در این مدل محاسبه EMP، تفاوت نسبی در پویایی عرضه و تقاضای پول و مداخله در دو کشور را منعکس خواهد کرد؛ بنابراین:

(۹)

$$EMP = \Delta f - \Delta f^* + \Delta e$$

با گرفتن اولین تفاضل از معادله ۱۱ خواهیم داشت:

(۱۰)

$$H^d = kPYe^{\alpha i}$$

(۱۱)

$$H_i = \mu B_i = \mu (D_i + F_i)$$

(۱۲)

$$H_t - H_{t-1} = \mu[(D_t - D_{t-1}) + (F_t - F_{t-1})]$$

(۱۳)

$$\frac{\Delta H_t}{H_{t-1}} = \frac{\mu(\Delta D_t + \Delta F_t)}{H_{t-1}} = \frac{\mu(\Delta D_t + \Delta F_t)}{\mu B_{t-1}}$$

(۱۴)

$$\frac{\Delta H_t}{H_{t-1}} = \frac{\Delta D_t}{B_{t-1}} = \frac{\Delta F_t}{B_{t-1}}$$

(۱۵)

$$\Delta h_t = \Delta d_t + \Delta f_t$$

شرایط تعادل پولی عبارتست از:

(۱۶)

$$H^s = H^d$$

تئوری قدرت خرید نیز با معادله ۱۷ بیان می شود.

(۱۷)

$$P = EP^*$$

با جایگذاری معادلات ۱۰ و ۱۱ در ۱۶ به معادله ۱۸ دست می یابیم:

(۱۸)

$$kPY = \mu(F + D)$$

با جایگزینی معادله ۱۸ در معادله ۱۷ خواهیم داشت:

(۱۹)

$$k(EP^*)Y = \mu(F + D)$$

با گرفتن لگاریتم و اولین تفاضل از معادله بالا به معادله زیر دست می یابیم:

(۲۰)

$$\Delta P^* - \Delta e + \Delta y = \Delta f + \Delta d$$

(۲۱)

$$-\Delta f - \Delta e = -(\Delta P^* + \Delta y - \Delta d)$$

با این فرض که  $EMP = \Delta f + \Delta e$ ، شاخص EMP را می توان به صورت زیر بیان کرد:

(۲۲)

$$EMP = \Delta P^* + \Delta y - \Delta d$$

معادله زیر بیانگر ارتباط پویا بین نرخ ارز، ذخایر خارجی و متغیرهای برونزا از قبیل تولید واقعی داخلی و خارجی، عرضه پول خارجی، تغییر در نرخ بهره پوشش داده نشده و انحراف از PPP است.

(۲۳)

$$\Delta e = -(\Delta h^* + \beta \Delta y - \beta^* \Delta y^* - \theta + \alpha \Delta \delta - \Delta d) - \Delta f$$

زمانی که مداخله وجود ندارد یا  $\Delta f = 0$  است، تمام فشار بر بازار ارز از طریق تغییرات در نرخ ارز کاملاً شناور حذف می شود و بنابراین  $\Delta e = EMP = -EDC$  که EDC تقاضای اضافی پول است. اگر بانک مرکزی تلاش کند تا نوسانات نرخ ارز را از طریق مداخله مستقیم در بازار ارز (با خرید و فروش ذخایر خارجی) کنترل نماید، در این صورت مدل ویژه گیرتون و روپر به شکل زیر بیان می شود:

$$EMP = \Delta e + \gamma \Delta f$$

با این فرض که تغییر در عرضه پول خارجی با تغییرات اعتبارات داخلی و ذخایر خارجی تعیین می شود  $(\Delta h^* = \Delta d^* + \Delta f^*)$  شاخص فشار بر بازار ارز برابر است با:

$$EMP = \Delta e - \Delta f$$

## References

- Agheli Kohne Shahri, L. (2006). [Estimating the function of foreign direct investment in selected Islamic countries (Persian)]. *Economic Research*, 5(2), 189-207.
- Asadadeh, A., & Jalili, Z. (2015). [Institutional quality and economic growth, democracy or the rule of law? (Case study of Islamic Countries) (Persian)]. *Biquarterly Journal of Economic and Developmental Sociology*, 3(1), 28-55.
- Aizenman, J., & Hutchison, M. M. (2012). Exchange market pressure and absorption by international reserves: Emerging markets and fear of reserve loss during the 2008–2009 crisis. *Journal of International Money and Finance*, 31(5), 1076-91. [DOI:10.1016/j.jimonfin.2011.12.011]
- Aliber, R. Z. (1970). A theory of direct foreign investment. In C. P. Kindleberger (Ed.), *The International Corporation* (pp. 12-36). New Haven: Yale University Press.
- Asamoah, M. E., Adjasi, C. K., & Alhassan, A. L. (2016). Macroeconomic uncertainty, foreign direct investment and institutional quality: Evidence from Sub-Saharan Africa. *Economic Systems*, 40(4), 612-621. [DOI:10.1016/j.ecosys.2016.02.010]
- Asiedu, E. (2013). *Foreign direct investment, natural resources and institutions*. Kansas: University of Kansas.
- Bergren, N., Elinder M., & Jordahl, H. (2009). Trust and growth: A shaky relationship. *Empirical Economics*, 35(2), 251-74. [DOI:10.1007/s00181-007-0158-x]
- Froot, K., & Stein, J. (1991). Exchange rate and foreign direct investment: an imperfect capital markets approach. *Quarterly Journal of Economic*, 427(4), 1191-217. [DOI:10.2307/2937961]
- Ghaffari, F., & Niknezhad, E. (2013). [Investigating the effect of direct foreign investment on economic growth in some MENA countries (Persian)]. *Journal of Economic Research*, 20(6), 147-72.
- Girton, L., & Roper, D. (1977). A monetary model of exchange market pressure applied to the postwar Canadian experience. *The American Economic Review*, 67, 537-48.
- Hayami, U. (2001). Development economy: From poverty to nation's wealth [G. A. Armaki Persian Trans]. Tehran: Ney.
- Hosseinzadeh Bahreini, M. (2005). [The factors of investment security in Iran (Persian)]. *Journal of Economic Literature*, 1(2), 109-56.
- Jeannert, A. (2007). *Foreign direct investment and Exchange rate volatility: A non-linear story; Working paper, No. 399*. Zurich: Swiss Finance Institute.
- Komijani, A., & Abbasi, M. (2007). [Explaining the role of factors affecting foreign capital in Iran (Persian)]. *Economic Research*, 73, 96-105.
- Lucas, R. E. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review*, 80(2), 92-6.
- Ögütçü, M. (2004). *Good Governance and Best Practices for Investment Policy and Promotion*. Paper presented at nited Nations Conference on Trade and Development, Geneva, Switzerland, 1-3 November 2004.
- Moshiri, S., & Kian Poor, S. (2012). [Determinants of foreign direct investment: A cross country analysis (1980-2007) (Persian)]. *Quarterly Journal of Quantitative Economics*, 9(2), 1-30.
- Mahdavi Adeli, M. H., Hoseinzadeh Bahreini, M. H., & Javadi, A. (2009). [Effect of good governance on attracting foreign direct investment in middle income countries (Persian)]. *Journal of Science and Development*, 15(24), 85-102.

- Mehrara, M., & Asadian, Z. (2010). [Effect of good governance on foreign direct investment in middle income countries (Persian)]. *International Economics Studies*, 20(2), 1-20.
- Najjarzade, R., Sabbagh Kerman, M., & Shaghghi Shahri, V. (2005). [Estimating the direct supply function of foreign direct investment in OIC countries (Persian)]. *Iranian Journal of Trade Studies*, 9(35), 177-212.
- Rabi'i, M., Rezaei, A., & Mohebbi, M. (2017). [The influence of institutional components on attracting foreign direct investment (Persian)]. *Journal of Humanities*, 41(1), 120-46.
- Raoufi, Ghalamzan Nikoo, H. R. (2012). [Factors affecting the attraction of foreign direct investment in the 27 selected countries (advanced and developing, including Iran) (Persian)]. *Financial and Development Economics*, 5(14), 116-27.
- Rezaee, H., Sharifi Ranani, H., Daei Karimzadeh, S., & Mirfatah, M. (2016). [The impact of exchange rate volatility on foreign direct investment in Iran (Persian)]. *Monetary And Financial Economics*, 22(10), 153-78.
- Sahabei, B., Ghanbari, A., Shafiei, A. (2012). [Factors affecting foreign direct investment in Iran with emphasis on exchange rate fluctuations (Persian)]. *Quarterly Journal of Quantitative Economics*, 8(3), 27-52.
- Shepotylo, O. (2006). *Regional governance infrastructure: The positive externality on the inflow foreign direct investment*. Maryland: University of Maryland.
- Stiglitz, J. E. (1998). *More Instruments and broader goals: Moving toward the post-washington consensus*. Paper Presented at The 1998 WIDER Annual Lecture, Helsinki, Finland, 7 January 1998.
- Tanner, E. (1999). Exchange market pressure and monetary policy: Asia and Latin American in the 1990's. *International Monetary Fund*, 47(3), 311-33.
- Weymark, D. N. (1995). Estimating exchange market pressure and the degree of exchange market intervention for Canada. *Journal of International Economics*, 39(3-4), 273-95. [DOI:10.1016/0022-1996(95)01389-4]
- Williamson, O. E. (1995). Hierarchies, markets and power in the economy: An economic perspective. *Industrial and Corporate Change*, 4(1), 21-49.