

تأثیر شاخص‌های حاکمیت شرکتی در سطح کلان اقتصادی بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای سند چشم‌انداز بیست ساله کشور^۱

اسماعیل صفرزاده^۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۳/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۶/۱۷

چکیده

بسیاری از کارشناسان بر این اعتقاد هستند که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) می‌تواند منافع قابل توجهی را برای کشورهای در حال توسعه فراهم سازد و به سرعت فرایند توسعه اقتصادی آنها کمک کند. همچنین اطلاعات مندرج در حسابداری ملی این کشورها گویای آن است که FDI بخش قابل توجه جریان ورودی سرمایه به این کشورها را تشکیل می‌دهد. بنابراین تعیین محرک‌ها و عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به این کشورها از اهمیت بالایی برخوردار است. مطالعات متعارف انجام شده از اندازه بازار، مؤلفه‌های سرمایه‌انسانی و غیره، به عنوان مهمترین عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی یاد کرده‌اند؛ اما در اغلب این مطالعات از حاکمیت شرکتی در این زمینه غفلت شده است. شاید یکی از مهمترین دلایل کم توجهی به این مساله، کمبود و یا حتی نبود اطلاعات مناسب در رابطه با

۱. شناسه دیجیتال (DOI): 10.22051/edp.2018.9931.1037

۲. استادیار گروه اقتصاد دانشگاه الزهرا؛ e.safarzadeh@alzahra.ac.ir

معیارها و شاخص‌های حاکمیتی باشد. اما محاسبه و ارائه شاخص‌هایی در این زمینه توسط بانک جهانی (۱۹۹۹)، امکان مطالعه ارتباط بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی و جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را میسر ساخته است. این مقاله با استفاده از شاخص‌های ارائه شده توسط بانک جهانی در دوره (۲۰۰۲-۲۰۱۶) برای ۲۲ کشور منطقه جنوب غرب آسیا، به بررسی و آزمون تجربی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در قالب الگوهای تلفیقی پرداخته است. یافته‌ها بیانگر آن است که ارتقای حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر جریان ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارد. همچنین آزمون علیت بین این دو متغیر نشان می‌دهد که در این کشورها جهت علیت از سمت حاکمیت شرکتی به ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، رویه‌های حاکمیت شرکتی، نظام حاکمیت شرکتی
طبقه‌بندی JEL: F21, F41, G15

۱. مقدمه

بحث حاکمیت شرکتی و آثار و تبعات آن از مهمترین و بحث‌برانگیزترین مباحث دهه‌های اخیر بوده است. بسیاری از مطالعات بیانگر این هستند که حاکمیت شرکتی منجر به بهبود و افزایش ارزش بازاری بنگاه‌ها می‌شود و همچنین تأکید دارند که تمایل سرمایه‌گذاران به شرکت‌هایی که عملکرد بهتری از منظر حاکمیت شرکتی دارند، بیشتر از سایر رقبا در این زمینه‌ها است (پورتا و همکاران^۱، ۲۰۰۲؛ گامپرس و همکاران^۲، ۲۰۰۳ و بای و همکاران^۳، ۲۰۰۴). از طرف دیگر، محققان مختلف بر ارتباط مثبت بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) و رشد اقتصادی، انتقال تکنولوژی و بهره‌وری بنگاه‌های داخلی تأکید دارند (شاه‌آبادی، ۱۳۸۶؛ مطیعی، ۱۳۹۰؛ هرزر و کلاسن^۴، ۲۰۰۸ و اردال و گوچر^۵، ۲۰۱۵). همچنین برخی از محققان نیز بر این ادعا هستند که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از طریق ایجاد بنگاه‌ها توسط سرمایه‌گذاران خارجی و یا همکاری مشترک بین بنگاه‌های داخلی و خارجی، بر سطح حاکمیت شرکتی در کشور میزبان مؤثر است (آلسوبای^۶، ۲۰۱۲).

1. Porta *et al.*

2. Gompers *et al.*

3. Bai *et al.*

4. Foreign Direct Investment

5. Herzer & Klasen

6. Erdal & Gocer

7. Alsubaie

در ادبیات موجود در این زمینه، معمولاً از دو مفهوم رویه‌های حاکمیت شرکتی^۱ و نظام‌های حاکمیت شرکتی^۲ استفاده شده است. بنابراین بهتر است تمایز بین این دو مفهوم بیان شود. نظام حاکمیت شرکتی در برگیرنده نهادهای رسمی و غیر رسمی، قوانین، ارزش‌ها و مقرراتی است که ساختار قانونی و سازمانی هر کشور را تشکیل می‌دهند؛ و این ساختار نیز به نوبه خود تعیین کننده نحوه توزیع قدرت، اختصاص مالکیت، تصمیم‌گیری‌های مدیریتی و نظارت بر آنها، حسابرسی و انتشار اطلاعات و تخصیص و توزیع منافع و سود است (کرنلیوس و کوگت^۳، ۲۰۰۳). این تعریف بر کلیت نظام نهادی و قانونی یک کشور تمرکز دارد. از طرف دیگر، رویه‌های حاکمیت شرکتی عبارت است از مقرراتی که بر بازارهای مالی خاص و تشکیلات سازمانی اعمال می‌شود. این مقررات برای اعضای هیات مدیره امکان کنترل حقوق و اطلاعات و مکانیزم‌هایی را فراهم می‌کند که در اختیار آنها است؛ تا بر آن اساس تصمیمات مدیریتی را اتخاذ کنند، برنامه‌های مهم و استراتژیک را پیشنهاد و تصویب نمایند و نحوه توزیع سود و پاداش را تعیین کنند (کاملیوس و کوگت، ۲۰۰۳).

عده‌ای از محققان بر این باورند که برخی از نظام‌های حاکمیتی در جذب و حمایت از سرمایه‌گذاری‌های داخلی و خارجی بهتر از سایرین عمل می‌کنند. به عنوان مثال پورتا و همکاران (۲۰۰۲) استدلال می‌کنند که در مجموع کشورهایی که قوانین آنها برخاسته از عرف جامعه است، در حمایت از سرمایه‌گذاران، قویترین نظام‌های حاکمیتی را دارند؛ در حالی که کشورهای دنباله رو قوانین مدنی فرانسه^۴ از این نظر بسیار ضعیف ارزیابی می‌شوند. همچنین کشورهایی که از حقوق مدنی آلمان و اسکاندیناوی^۵ پیروی می‌کنند، در حد وسط آن دو قرار می‌گیرند. این مطالعه بر مکانیزم‌هایی متمرکز شده است که از نظر اکثر صاحب‌نظران و سازمان‌هایی مانند سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه (OECD) و بانک جهانی بهترین رویه تلقی می‌شوند. از نظر این سازمان‌ها، رویه‌های حاکمیتی خوب آنهایی هستند که مسائل و مشکلات مرتبط با تعارضات منافع را حل و فصل می‌کنند.

در ادبیات موضوع معمولاً دو نوع تعارض اساسی در رابطه با رویه‌های حاکمیت شرکتی مطرح می‌شود. اولین تعارض در قالب مساله کنشگران و به صورت جدایی مالکیت از مدیریت، نمود پیدا می‌کند. تأکید این تعارض بر آن است که معمولاً صاحبان سرمایه و منابع مالی نگران هستند که مبادا منابع آنها توسط مدیران صرف پروژه‌های غیرمولد شده و یا هدر داده شود (شلایفر و ویشنی^۶، ۱۹۹۷). دومین تعارض منافع زمانی بروز می‌کند که اقدامات سهامداران

-
1. Corporate-Governance Practices
 2. Corporate-Governance Systems
 3. Peter K. Cornelius and Bruce Kogut
 4. French Civil-Law Countries
 5. German and Scandinavian Civil-Law Countries
 6. Shleifer & Vishny

عمده به نفع خودشان و به ضرر سهامداران جزء تمام می‌شود. پورتا و همکاران (۲۰۰۲) بر این باورند که سلب مالکیت سهامداران جزء توسط سهامداران عمده مهمترین تعارض منافع کنشگران مالی در شرکت‌های بزرگ سراسر دنیا است. بدین جهت، این مقاله بر مکانیزم‌هایی تمرکز دارد که به عنوان بهترین رویه‌های شرکتی دو تعارض اشاره شده را مرتفع می‌سازند.

۲. مبانی نظری

نقش FDI در کشورهای در حال توسعه از دیر باز مورد بحث و اختلاف نظر صاحب‌نظران این حوزه بوده است. برخی بر این عقیده‌اند که FDI در توسعه پایدار اقتصادی این کشورها نقش اساسی ایفا می‌کند؛ در حالی که برخی دیگر ادعا می‌کنند که ضررهای این سرمایه‌گذاری‌ها برای این کشورها از منافع آنها بیشتر است. تأکید مخالفان ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به کشورهای در حال توسعه، بر آثار زیست‌محیطی، استانداردهای بازار کار کشورهای میزبان و تأثیرات فرهنگی و سیاسی این سرمایه‌گذاری‌ها است. به عنوان مثال، کروگمن و آبستفلد^۱ (۲۰۰۶) بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاران خارجی در کشورهای در حال توسعه، کالاهای مورد نیاز بازارهای کشورهای توسعه یافته را به قیمت تخریب محیط زیست کشورهای در حال توسعه تأمین می‌کنند. از طرف دیگر طرفداران FDI، دسترسی فزاینده به سرمایه‌های خارجی توسط کشورهای در حال توسعه، اشتغال‌زایی این سرمایه‌گذاری‌ها، افزایش مهارت‌ها و دستمزدها، انتقال تکنولوژی روزآمد و به تبع آن بهبود بهره‌وری داخلی، هزینه‌های پایین تولید و رویه‌های پیشرفته مدیریت را به عنوان منافع بالقوه ورود سرمایه‌گذاران مستقیم خارجی معرفی می‌کنند (کهن^۲، ۲۰۰۷).

شاید یکی از دلایلی که FDI همواره مورد بحث و مجادله بوده و بسیار متفاوت‌تر از سایر اقسام سرمایه‌گذاری خارجی مانند سرمایه‌گذاری در پورتفو مورد توجه بوده است، این باشد که FDI هم در برگیرنده مالکیت است و هم، کنترل؛ بنابراین چنین سرمایه‌گذاری‌هایی ضرورتاً در مرکز توجهات قرار می‌گیرند. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از یک منظر می‌تواند به مثابه پیگیری هدف کسب «منافع پایدار» توسط یک هویت مستقر در یک کشور (سرمایه‌گذار مستقیم) در یک شرکتی باشد که در کشوری دیگر فعالیت می‌کند (شرکت سرمایه‌گذاری مستقیم). منافع پایدار بیانگر وجود روابط بلندمدت بین سرمایه‌گذار مستقیم و شرکت سرمایه‌گذاری مستقیم، و همچنین تا اندازه زیادی اثرگذاری آن بر مدیریت شرکت است (آدئوی^۳، ۲۰۰۹).

با توجه به موارد مطرح شده فوق، طبیعتاً شناسایی عوامل تعیین کننده و جذب FDI برای دولتمردان و سیاست‌گذاران کشورهای در حال توسعه بسیار مهم خواهد بود. همچنین فهم اینکه کدامیک از این عوامل تحت نظارت و کنترل دولت این کشورها است، نیز از اهمیت بسزایی برخوردار است؛ چرا که در چنین شرایطی می‌توان با یک چارچوب سیاست‌گذاری مؤثر، جذب FDI را تسهیل کرد. در این راستا، شناسایی و تعیین محرک‌های اساسی سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی و بویژه اهمیت حاکمیت شرکتی در سطح کلان اقتصادی در این زمینه بسیار مهم است. اغلب مطالعات انجام یافته تا اواخر قرن بیستم، یا به طور کلی نقش حاکمیت شرکتی در جذب FDI را نادیده می‌گرفتند و یا صرفاً روی مؤلفه‌های خاصی از آن مانند دموکراسی (بوس^۱، ۲۰۰۳) یا قوانین داخلی (پورتا و همکاران، ۱۹۹۸) تأکید می‌کردند. شاید دلیل کم توجهی به این مهم، کمبود و حتی نبود اطلاعات کافی و مناسب در سطح بین‌المللی در زمینه حاکمیت شرکتی بوده است.

بانک جهانی از سال ۱۹۹۶ به تدوین شاخص حاکمیت شرکتی در سطح کلان اقتصادی و برای تمام کشورهای جهان اقدام کرده است. این شاخص در قالب شش مؤلفه پاسخگویی، ثبات سیاسی و فقدان خشونت/تروریسم، اثربخشی دولت، کیفیت قوانین و مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد به صورت سالانه تهیه و گزارش می‌شود. با توجه به این شاخص‌ها، حاکمیت شرکتی در سطح کلان را می‌توان به صورت نحوه مدیریت شرکت یا بخش خصوصی در سطح ملی اقتصاد توسط دولت‌ها، مقامات غیر دولتی، مقررات، قوانین و غیره تعریف کرد. در مقایسه با این مفهوم، حاکمیت شرکتی در سطح خرد اقتصادی به نحوه مدیریت روابط شرکت‌ها با ذی‌نفعان و سهامداران توسط خود بنگاه‌ها می‌پردازد.

با تدوین و اندازه‌گیری شاخص‌های حاکمیتی، نظریه‌ها و مطالعات در حوزه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز مانند سایر حوزه‌ها مورد بازبینی قرار گرفت. در این چارچوب، عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی در دو گروه کلی به شرح زیر طبقه‌بندی می‌شود:

گروه اول، عواملی هستند که به طور مستقیم سودآوری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را تحت تأثیر قرار می‌دهند. در ادبیات موجود از تولید ناخالص داخلی (به عنوان سنجه اندازه بازار)، نرخ تورم، نرخ ارز، درجه باز بودن اقتصاد میزبان و غیره به عنوان مهمترین عوامل در این زمینه یاد می‌شود.

گروه دوم، عواملی هستند که از طریق تأمین امنیت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، بر سودآوری آن مؤثرند. برخی از این عوامل ریشه در ساختار سیاسی و فرهنگ عمومی کشور میزبان دارند و برخی نیز با رویکردهای اقتصادی دولت‌ها و ویژگی‌های کنشگران اقتصادی در ارتباط هستند. ثبات اقتصادی، سیاسی و اجتماعی، قوانین ورود و انجام عملیات تولیدی،

استانداردهای رفتاری با سرمایه‌گذاران خارجی، سیاست‌ها و قوانین مربوط به وظایف و ساختار بازارها، موافقت‌نامه‌های بین‌المللی در زمینه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، سیاست‌های تجاری و فضای کسب و کار از مهمترین عوامل مطرح شده در این گروه هستند که به نوعی در شاخص‌های حاکمیتی منعکس می‌شوند.

۳. پیشینه پژوهش

بسیاری از ادبیات موجود در زمینه ارتباط بین حاکمیت شرکتی و جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر مؤلفه‌های خاصی از این مفهوم تأکید داشته‌اند. به عنوان مثال وی و شلايفر^۱ (۲۰۰۰) ارتباط بین فساد داخلی و جریان ورودی سرمایه را مورد بررسی قرار داده و نشان داده‌اند که فساد، حجم و ترکیب جریان ورودی سرمایه به کشورها را متأثر می‌سازد؛ بویژه اینکه فساد منجر به کاهش جریان FDI به داخل می‌شود. به عبارت دیگر، FDI نسبت به سایر اشکال جریان ورودی سرمایه به کشور، در مقابل فساد داخلی آسیب‌پذیرتر است. بوس (۲۰۰۳) به بررسی ارتباط بین FDI و دموکراسی در کشور میزبان پرداخته است. بر اساس نتیجه مطالعه وی، با بهبود وضعیت دموکراسی در کشور میزبان، جریان ورودی FDI افزایش می‌یابد.

علاوه بر مؤلفه‌های سیاسی در ادبیات موجود، برخی از مطالعات به بررسی ارتباط و اهمیت محیط قانونی و مقررات‌گذاری در جذب FDI پرداخته‌اند. به عنوان مثال ماسکوس^۲ (۲۰۰۰) نشان داده است که حقوق مالکیت قوی در کشور میزبان می‌تواند اثر مثبتی بر جذب FDI به داخل داشته باشد. اگرچه در اغلب مطالعات انجام یافته در زمینه ارتباط بین مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی خوب و جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تأکید بر ارتباط مثبت بین بهبود این مؤلفه‌ها و جذب FDI بوده است، ولی در این زمینه استثناهایی هم دیده می‌شود. به عنوان یک نمونه مهم هوپر و کیم^۳ (۲۰۰۷) نشان داده‌اند که عدم شفافیت در حسابداری و مقررات‌گذاری منجر به افزایش ورود FDI به کشور شده است. آنها این پدیده را این‌طور توجیه کرده‌اند که شرکت‌های سرمایه‌گذاری چند ملیتی به دنبال مزیت‌ها و فرصت‌های سودآور ناشی از این‌گونه مغایرت‌ها هستند.

آنچه مسلم است تا اواخر قرن ۲۰ در اغلب مطالعات در زمینه حاکمیت شرکتی و ارتباط آن با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، از کلیت این مفهوم استفاده نشده و صرفاً در برخی مقالات به یک یا حداکثر دو مؤلفه آن بسنده شده است. به نظر می‌رسد که یکی از مهمترین دلایل عدم توجه به تمام شاخص‌های حاکمیت شرکتی در مطالعات گذشته فقدان اطلاعات کافی و مناسب در سطح ملی در این زمینه‌ها بوده است؛ تا اینکه از سال ۱۹۹۹ کافمن و

1. Wei & Shleifer

2. Maskus

3. Hooper & Kim

همکاران^۱ در بانک جهانی اقدام به محاسبه و تهیه شاخص‌های حاکمیت شرکتی در سطح کلان اقتصادی کرده و برای اغلب کشورهای جهان به صورت سالانه اطلاعات این شاخص‌ها را منتشر می‌کنند. با دسترسی به شاخص‌های بیشتر در زمینه حاکمیت شرکتی، مطالعات جدی‌تر و جامع‌تر در این زمینه شروع شد. به عنوان نمونه‌ای از این نوع مطالعات می‌توان به آدئوی^۲ (۲۰۰۹)، آدلویو و همکاران^۳ (۲۰۰۹) و دمبین^۴ (۲۰۱۳) اشاره کرد.

آدئوی (۲۰۰۹) با استفاده از شاخص‌های ارائه شده توسط بانک جهانی برای ۳۳ کشور با اقتصادهای نوظهور در طی دوره ۲۰۰۲-۱۹۹۷ به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در این کشورها پرداخته است. یافته‌های وی نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی در سطح کلان اقتصادی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر جریان FDI به داخل این کشورها دارد.

آدلویو و همکاران (۲۰۰۹) نیز به بررسی همین مساله در اقتصاد کشور نیجریه پرداخته و نشان داده‌اند که FDI به طور مثبت به بهبود حاکمیت شرکتی در این کشورها واکنش نشان می‌دهد.

دمبین (۲۰۱۳) به بررسی مفهوم حاکمیت شرکتی، پیشینه، اصول، اهمیت/اهداف و همچنین منافع آن برای اقتصاد نیجریه از منظر سرمایه‌گذاری‌های داخلی و خارجی پرداخته است.

در داخل کشور هم مطالعاتی در این زمینه در سطح ملی و بین‌المللی ولی با عنوان شاخص‌های حکمرانی خوب انجام یافته، که شاخص‌های به کار رفته در آنها بسیار نزدیک به شاخص‌های حاکمیت شرکتی مورد استفاده در این مقاله است. برای اینکه امکان مقایسه نتایج این مقاله با مطالعات داخلی نیز فراهم شود، به چند مورد از آنها اشاره می‌شود.

رضایی (۱۳۸۶) با استفاده از روش توصیفی-مقایسه‌ای، به بررسی اثر حکمرانی خوب بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی به ایران پرداخته است. او در این مطالعه، عملکرد جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران را با کشورهای چین، برزیل و مالزی مقایسه کرده و نشان داده که ایران در مقایسه با این کشورها از لحاظ جذب سرمایه‌های خارجی و کیفیت شاخص‌های حاکمیتی از جایگاه پایین‌تری برخوردار است. محقق بر این اعتقاد است که عدم موفقیت ایران در جذب سرمایه‌های خارجی، ریشه در مخاطرات بالای سیاسی دارد؛ به این صورت که هزینه بالای مبادلاتی ناشی از نااطمینانی در ایران موجب تضعیف مزیت مکانی ایران شده است.

1. Kaufmann *et al.*
2. Adeoye
3. Adelopo *et al.*
4. Dombin

مهدوی عادل و همکاران (۱۳۸۷) با استفاده از روش داده‌های ترکیبی ۳۴ کشور با درآمد متوسط برای دوره ۲۰۰۴-۱۹۹۶ به بررسی تأثیر حکمرانی خوب بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی پرداخته‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که حکمرانی خوب از عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای با درآمد متوسط است.

حیدری و افشاری (۱۳۹۱) به معرفی عوامل اقتصادی و اجتماعی مؤثر بر جریان ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ۸۳ کشور جهان شامل کشورهای عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه و منتخب کشورهای منطقه منای طی دوره ۲۰۰۷-۱۹۹۶ پرداخته‌اند. در این مطالعه، آنها برای بررسی آثار متغیرهای شاخص حکمرانی، شاخص توسعه انسانی، شاخص پایداری محیطی، شاخص ICOR، تولید ناخالص داخلی و شاخص آزادی اقتصادی بر جریان ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از الگوهای تلفیقی استفاده کرده‌اند. نتایج مطالعه آنها نشان می‌دهد که متغیر تولید ناخالص داخلی به عنوان جایگزین شاخص اندازه بازار، شاخص حکمرانی و پایداری محیطی در مدل جهانی و کشورهای عضو OECD به لحاظ آماری معنی‌دار بوده و به ترتیب، بیشترین تأثیر را در افزایش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارند؛ در حالی که در منطقه منای متغیرهای اندازه بازار، بازدهی سرمایه‌گذاری و شاخص آزادی اقتصادی تأثیر معنی‌داری بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را نشان می‌دهند.

راعی دهقی و میرهاشمی (۱۳۹۳) به بررسی آثار کیفیت نهادی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای عضو اوپک پرداخته‌اند. برای این منظور، داده‌های سالانه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، شاخص کیفیت نهادی، تولید ناخالص داخلی، شاخص آزادی تجاری در کشورهای آنگولا، الجزایر، اکوادور، ایران، عراق، کویت، لیبی، نیجریه، قطر، عربستان، امارات و ونزوئلا در دوره زمانی ۲۰۱۰-۱۹۹۹ را به کار گرفته‌اند. به اعتبار وجود خودهمبستگی مقطعی در بین مقاطع، آنها در مطالعه خود از روش رگرسیون‌های به ظاهر نامرتبط (SUR) استفاده کرده و نشان داده‌اند که علاوه بر اینکه تولید ناخالص داخلی و آزادی تجاری اثر مثبت و معنی‌داری بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارد، اثر کیفیت نهادی بر سرمایه‌گذاری خارجی هم در این کشورها مثبت و معنی‌دار است.

گرایبی‌نژاد و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی موضوع تأثیرگذاری متغیرهای نهادی و ساختاری بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) با استفاده از داده‌های ۳۰ کشور جهان طی دوره زمانی ۲۰۱۱-۱۹۹۸ پرداخته‌اند. نتایج مطالعه آنها نشان می‌دهد که شاخص حکمرانی خوب در تمامی مدل‌های آزمون شده، اثر مثبت و معنی‌دار بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته، در حالی که اثر آزادی اقتصادی بر آن منفی و معنادار بوده است. همچنین بر اساس نتایج این مطالعه، تأثیرگذاری منابع طبیعی بر جذب

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در تمامی مدل‌های آزمون شده، بجز گروه کشورهای غیر صادرکننده منابع طبیعی، مثبت و معنی‌دار بوده است. با علم به سوابق گذشته، در این پژوهش ضمن اینکه تأثیرپذیری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از شاخص‌های حاکمیتی به صورت تکی و ترکیبی و در قالب دو مدل بررسی شده، جهت علیت بین این متغیرها هم مورد بررسی و مذاقه قرار گرفته است.

۴. مدل و روش برآورد آن

جهت تحلیل تجربی مبانی نظری مطرح شده در قسمت‌های گذشته، از اطلاعات سری زمانی مربوط به ۲۲ کشور منطقه جنوب غرب آسیای مطرح شده در سند چشم‌انداز توسعه کشور^۱ طی دوره ۱۶-۲۰۰۲ استفاده شده است. در این مقاله نسبت خالص ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به کشورها به تولید ناخالص داخلی آنها به عنوان شاخص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و کنترل فساد، ثبات سیاسی و فقدان خشونت/تروریسم، کیفیت قوانین و مقررات، حاکمیت قانون، پاسخگویی و اثربخشی دولت به عنوان شاخص‌های حاکمیت شرکتی در سطح کلان اقتصادی مورد استفاده قرار گرفته‌اند. اطلاعات مربوط به این شاخص‌ها از بانک اطلاعات شاخص‌های توسعه جهانی (WDI^۲-2017) و شاخص‌های حاکمیتی در سطح جهان (WGI^۳-2017) جمع‌آوری شده است؛ که هر دو آنها توسط بانک جهانی منتشر می‌شوند. این اطلاعات شامل موارد زیر هستند:

fdi: نسبت خالص ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به *GDP* (درصد)، *coc*: شاخص کنترل فساد، *pnn*: شاخص ثبات سیاسی و فقدان خشونت/تروریسم، *reg*: شاخص کیفیت قوانین و مقررات، *rul*: شاخص حاکمیت قانون، *voa*: شاخص پاسخگویی، *gef*: شاخص اثربخشی دولت، *cg*: شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی، *gdp*: تولید ناخالص داخلی (به مثابه اندازه بازار کشورهای میزبان)، *ggdp*: رشد تولید ناخالص داخلی (به مثابه سنجه رشد بالقوه کشورهای میزبان)، *inf*: تورم (به مثابه سنجه ثبات اقتصادی)، *ex*: نرخ ارز حقیقی به صورت معادل هر واحد دلار آمریکا به پول رایج کشورها (به مثابه ثبات اقتصادی کشورهای میزبان)، *xm*: نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی (به عنوان شاخص درجه باز بودن اقتصاد).

در این راستا، دو گروه فرضیه به شرح زیر طراحی شده و مورد آزمون قرار گرفته‌اند: فرضیه اول، به تأثیرپذیری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از شاخص‌های حاکمیتی مربوط می‌شود و

۱. کشورهای لحاظ شده در سند چشم‌انداز ۲۰ ساله کشور جز دو کشور سوریه و یمن که به دلیل ناآرامی‌های سال‌های اخیر و نبود اطلاعات در این زمینه از فهرست حذف شده‌اند.

2. World Development Indicators
3. The Worldwide Governance Indicators

فرضیه دوم، تأثیر شاخص‌های کلان اقتصادی (تولید ناخالص داخلی (به مثابه اندازه بازار کشورهای میزبان)، رشد تولید ناخالص داخلی (به مثابه سنجه رشد بالقوه کشورهای میزبان)، تورم (به مثابه سنجه ثبات اقتصادی)، نرخ ارز (به مثابه سنجه ثبات اقتصادی کشورهای میزبان) و نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی (به عنوان شاخص درجه باز بودن اقتصاد)) بر روی FDI را مورد آزمون قرار داده است.

الف) بهبود شاخص‌های حاکمیتی بر ورود FDI تأثیر مثبت دارند.

ب) بهبود شاخص‌های کلان اقتصادی بر ورود FDI تأثیر مثبت دارند.

میزان و نحوه تأثیرپذیری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از شاخص‌های حاکمیتی، بسته به عوامل متعدد می‌تواند بسیار پیچیده باشد؛ زیرا عوامل متعددی مانند اندازه اقتصاد، ساختار صنعتی، تراکم جمعیت، رشد تکنولوژی، مبادلات بین‌المللی و ... در این مساله دخیل هستند. در این مطالعه، به منظور رعایت اصل قَلت^۱ متغیرها و جلوگیری از پیچیدگی مدل از عوامل فوق‌الذکر صرف نظر شده است. لذا مدل اقتصادسنجی به صورت زیر تصریح، و از الگوی ارائه شده توسط آدلویو و همکاران با لحاظ تعدیلاتی استخراج شده است:

$$fdi_{it} = \alpha_i + \theta_t + \sum_{j=1}^n \beta_j cg_{it} + \sum_{h=1}^m \gamma_h mac_{it} + \sum_{k=1}^s \lambda_k loc_{it} + u_{it} \quad (1)$$

که در آن، fdi_{it} نسبت خالص ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به تولید ناخالص داخلی در کشور t ، cg_{it} شاخص‌های حاکمیتی در کشور t ، mac_{it} شاخص‌های کلان اقتصادی و loc_{it} نیز شاخص‌های نماگر شرایط اقتصاد داخلی کشورهای میزبان است که در مطالعات مختلف وارد مدل می‌شوند. همچنین آ نشان دهنده مقطع‌ها یا واحدهای مشاهده شده، t نشان دهنده دوره زمانی، α_i و θ_t به ترتیب ضرایب مربوط به اثرات دوره و مقطع هستند. u_{it} نشان دهنده خطای برآورد داده‌های تلفیقی است که تمام شرایط مربوط به جملات خطا تحت فرضیات گوس-مارکوف^۲ را دارا است.

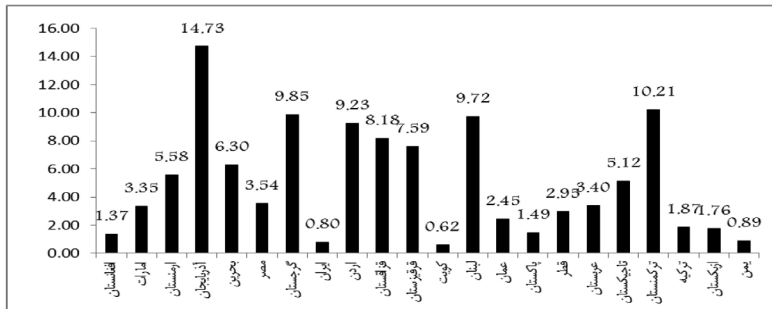
برای بررسی تأثیر شاخص‌های حاکمیتی بر ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، دو مدل برآورد شده است. به این صورت که رابطه فوق یک‌بار با لحاظ شش شاخص حاکمیتی معرفی شده تصریح و برآورد شده است (مدل اول) و یک بار نیز فقط شاخص ترکیبی آنها در مدل گنجانده شده است (مدل دوم).

۵. داده‌ها و نتایج تجربی

این بخش از پژوهش در دو سطح تدوین شده، در ابتدا با استفاده از واقعیت‌های آماری وضعیت کشورها نسبت به یکدیگر مورد بررسی قرار گرفته و به دنبال آن، نتایج تجربی مطالعه ارائه شده است.

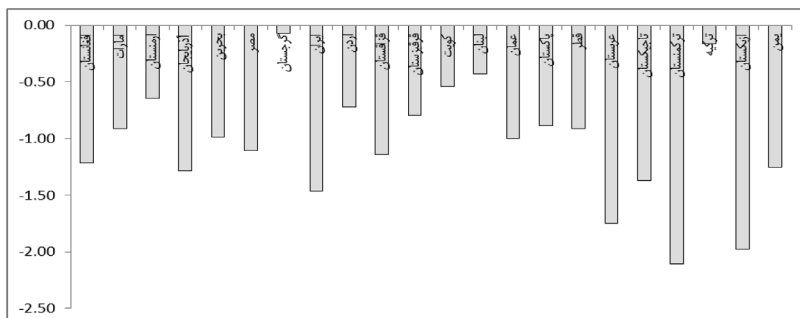
الف) واقعیت‌های آماری

عملکرد جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کشورهای مورد مطالعه در طول دوره مورد بررسی که به صورت نسبت خالص ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به تولید ناخالص داخلی آنها ارائه شده، و بیانگر آن است که در طول این دوره متوسط این شاخص برای ایران فقط ۰٫۸ درصد بوده، در حالی که کشور آذربایجان با ۱۴٫۷۳ درصد، در صدر کشورها قرار گرفته است.



نمودار ۱. متوسط نسبت خالص ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به کشورها به تولید ناخالص داخلی آنها در دوره ۲۰۰۰-۱۶

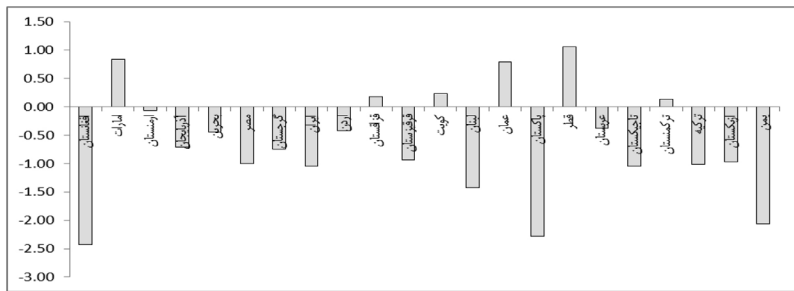
یکی از شاخص‌های اساسی مورد استفاده در حاکمیت شایسته، پاسخگویی است. همان‌طور که در نمودار (۲) ملاحظه می‌شود، متوسط این شاخص برای تمام کشور در طول دوره مورد بررسی منفی بوده است و هیچ‌کدام از کشورها عملکرد قابل دفاعی از خود نشان نداده‌اند.



نمودار ۲. متوسط شاخص پاسخگویی در میان کشورها در دوره ۲۰۰۰-۱۶

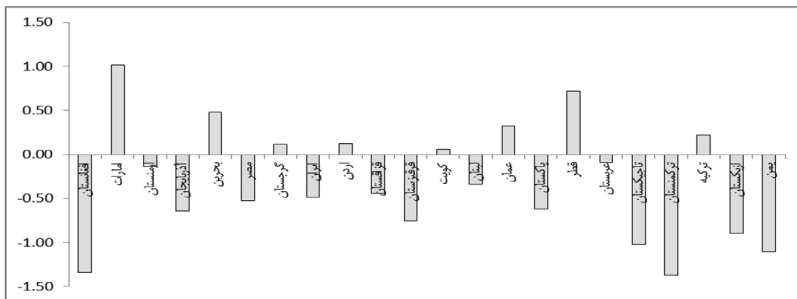
۱۲۰ / تأثیر شاخص‌های حاکمیت شرکتی در سطح کلان اقتصادی بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ...

عملکرد کشورهای مورد مطالعه از منظر شاخص ثبات سیاسی و فقدان خشونت در نمودار (۳) گزارش شده است. متوسط این شاخص در طول دوره مورد بررسی بجز کشورهای امارات، قزاقستان، کویت، عمان، قطر و ترکمنستان در بقیه کشورها منفی بوده، و ایران از این منظر، بعد از کشورهای افغانستان، پاکستان، یمن و لبنان جایگاه پنجم از آخر را به خود اختصاص داده است.



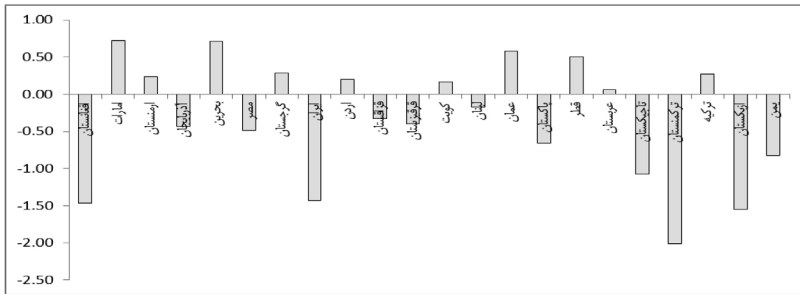
نمودار ۳. متوسط شاخص ثبات سیاسی و فقدان خشونت/تروریسم در میان کشورها در دوره ۲۰۰۰-۱۶

عملکرد شاخص اثربخشی دولت در کشورهای مورد مطالعه، در نمودار زیر ملاحظه می‌شود. بر این اساس، این شاخص هم در اغلب کشورها منفی بوده و ایران هم در جایگاه مناسبی در بین کشورها قرار نگرفته است.



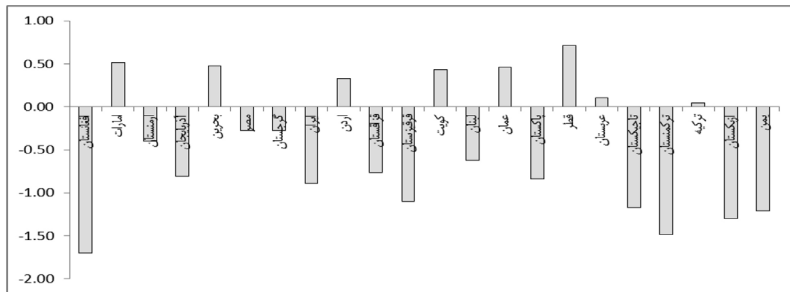
نمودار ۴. متوسط شاخص اثربخشی دولت در میان کشورها در دوره ۲۰۰۰-۱۶

از لحاظ کیفیت قوانین که در نمودار زیر منعکس شده است، کشورهای ترکمنستان، ازبکستان، افغانستان و ایران بدترین عملکرد را در میان کشورهای منطقه از خود به ثبت رسانده‌اند.

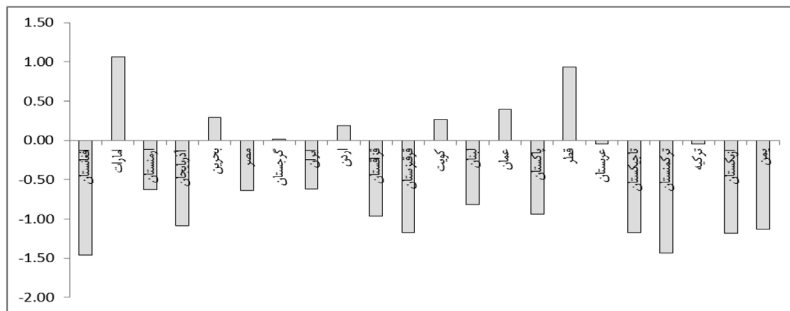


نمودار ۵. متوسط شاخص کیفیت مقررات در میان کشورها در دوره ۲۰۰۰-۱۶

شاخص‌های حاکمیت قانون و کنترل فساد در میان کشورها در نمودارهای زیر ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ایران از نظر این شاخص‌ها هم عملکرد مناسبی نداشته است. کشورهای قطر، امارات، کویت و عمان از این نظر بهترین عملکرد را به خود اختصاص داده‌اند.



نمودار ۶. متوسط شاخص حاکمیت قانون در میان کشورها در دوره ۲۰۰۰-۱۶



نمودار ۷. متوسط شاخص کنترل فساد در میان کشورها در دوره ۲۰۰۰-۱۶

ب) نتایج تجربی

مدل‌سازی اقتصادسنجی به روش‌های سنتی و معمول مبتنی بر فرض مانایی متغیرهای مدل است. بر اساس این فرض، میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان ثابت بوده و مستقل از

زمان است. همچنین کوواریانس بین هر دو مقدار از متغیر سری زمانی تنها بستگی به فاصله زمانی بین آن دو دارد. حال چنانچه متغیرهای لحاظ شده در مدل نامانا باشند، احتمال اینکه رگرسیون به‌دست آمده کاذب^۱ باشد، بسیار بالا است که در این صورت، استفاده از آماره‌های t و F گمراه‌کننده خواهد بود. لذا ضروری است که در کارهای تجربی، قبل از انجام هرگونه آزمون و استنتاج آماری از مانا بودن متغیرهای مورد مطالعه، مطمئن شد. در این راستا، تمام متغیرهای لحاظ شده در مدل این مقاله، از این حیث مورد آزمون قرار گرفته‌اند که نتایج آن در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱. نتایج آزمون‌های ریشه واحد روی متغیرهای مدل

متغیر	LLC ^۲	IPS ^۳
<i>fdi</i>	-۶/۳۰	-۵/۷۲
<i>coc</i>	-۱۱/۹۹	-۵/۸۷
<i>pnn</i>	-۲۲/۴۲	-۳/۴۹
<i>reg</i>	-۱۰/۷۲	-۲/۳۰
<i>rul</i>	-۴/۹۵	-۳/۸۷
<i>voa</i>	-۴/۳۲	-۳/۱۹
<i>gef</i>	-۴/۹۹	-۲/۳۰
<i>cg</i>	-۵/۱۵	-۲/۲۴
<i>gdp</i>	-۵/۸۷	-۳/۲۶
<i>ggdp</i>	-۶/۹۵	-۳/۹۶
<i>inf</i>	-۵/۹۹	-۲/۶۵
<i>ex</i>	-۵/۲۶	-۳/۲۴
<i>xm</i>	-۵/۹۸	-۳/۷۸

نتایج آزمون‌ها بیانگر آن است که تمامی متغیرهای مدل در سطح مانا هستند؛ لذا استفاده از روش‌های متعارف اقتصادسنجی، مشکلی از نظر گرفتاری در دام رگرسیون‌های کاذب ایجاد نخواهد کرد.

در ادامه بحث، در ابتدا مدل بهینه جهت انجام برآورد تجربی با استفاده از آزمون‌های متعارف انجام یافته و به دنبال آن، برآورد تجربی و علیت بین متغیرها ارائه شده است. در استفاده از الگوی داده‌های تلفیقی، انجام دو آزمون بسیار مهم است. ابتدا باید آزمون همگنی مقاطع صورت گیرد. در صورتی که فرض H_0 مبنی بر همگن بودن مقاطع رد شود، می

1. Spurious Regression
2. Levin, Lin & Chu
3. Im, Pesaran & Shin

باید آزمون دوم یعنی آزمون هاسمن^۱ برای بررسی اثرات تصادفی در مقابل اثرات ثابت صورت گیرد. در این راستا، آزمون‌های فوق روی معادلات تصریح شده صورت گرفت که نتایج آنها به شرح جدول (۲) است:

جدول ۲. نتایج آزمون‌های F و هاسمن

۲/۸۶	آزمون F	معادله اول
۱۶/۷۶	آزمون هاسمن	
۳/۷۴	آزمون F	معادله دوم
۳۹/۹۷	آزمون هاسمن	

بر اساس آزمون‌های مذکور، روش بهینه جهت برآورد معادلات تصریح شده، مدل با اثرات ثابت است. همان‌طور که پیش‌تر بیان شد، مدل تصریح شده در قالب دو مدل و یک بار با لحاظ تمامی شش زیر شاخص حاکمیتی (مدل اول) و بار دیگر با لحاظ شاخص ترکیبی در آن (مدل دوم) برآورد، و نتایج آن در ادامه گزارش شده است.

الف) مدل اول

معادله برآورد شده برای این مدل به صورت زیر است:

$$fdi = 10/99 + 0/01coc + 0/001pnn + 0/03ireg + 0/022rul + 0/016voa + 0/041gef + 0/001gdp + 0/004ggdp$$

$$(t) \quad (0/45) \quad (1/90) \quad (2/06) \quad (1/76) \quad (2/90) \quad (2/23) \quad (1/76) \quad (1/58) \quad (-1/02)$$

$$-0/003inf -0/095ex + 0/073xm$$

$$(-1/45) \quad (-2/45) \quad (2/32)$$

$$R^2 = 0/968 \quad \bar{R}^2 = 0/95 \quad F = 55/40 \quad DW = 1/97$$

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ضرایب مربوط به تمامی شش شاخص حاکمیتی مثبت بوده و از معنی‌داری مناسبی برخوردار هستند. این امر نشان می‌دهد که ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با بالا رفتن کیفیت حاکمیت شرکتی در سطح کلان اقتصادی و ارتقای امنیت سرمایه‌گذاری، بهبود پیدا می‌کند. همچنین ورود سرمایه‌گذاری‌های خارجی به کشورها، با بالا رفتن اندازه بازار و رشد بالقوه آنها افزایش یافته ولی با افزایش تورم و نرخ ارز به عنوان شاخص‌های ثبات اقتصاد داخلی (بالا رفتن بی‌ثباتی اقتصادی) کاهش می‌یابد. از طرف دیگر، افزایش درجه باز بودن اقتصادها نیز به اعتبار دسترسی آسان سرمایه‌گذاران به بازارهای بین‌المللی و بهبود چشم‌انداز سوددهی سرمایه‌گذاری‌ها، این کشورها را برای سرمایه‌گذاران خارجی جذاب‌تر می‌کند. تمامی ضرایب و به اعتبار آن، جهت و میزان اثرگذاری متغیرها و

شاخص‌ها بر روی ورودی سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی منطبق بر انتظارات نظری و تجربی است.

بر اساس مقادیر محاسبه شده برای ضریب تعیین (R^2)، متغیرهای لحاظ شده در مدل ۹۵ درصد تغییرات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را توضیح می‌دهند. همچنین آماره F بر معنی‌داری کل مدل دلالت دارد و آماره دوربین واتسون هم بیانگر عدم وجود همبستگی سریالی بین جملات خطای رگرسیون است.

الف) مدل دوم

نتیجه معادله برآورد شده برای مدل دوم، به صورت زیر است:

$$fdi = 3/11 + 0/043cg + 0/006gdp + 0/025ggdp - 0/016inf - 0/082ex + 0/067xm$$

$$(t) \quad (1/12) \quad (3/50) \quad (1/89) \quad (2/01) \quad (-1/79) \quad (-1/94) \quad (2/33)$$

$$R^2 = 0/984 \quad \bar{R}^2 = 0/979 \quad F = 181/30 \quad D.W = 2/00$$

بر اساس نتایج برآورد معادله دوم، اثرگذاری شاخص کیفیت حاکمیت بر ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی مثبت و معنی‌دار است؛ به عبارت دیگر، با بهبود کیفیت حاکمیت در سطح کلان اقتصادی کشورها، ورود سرمایه‌گذاری خارجی به آنها افزایش می‌یابد. افزایش اندازه بازار کشورها و رشد بالقوه آنها نیز فرایند ورود سرمایه‌ها را بهبود می‌بخشد. با افزایش میزان تورم و نرخ ارز به عنوان شاخص‌های ثبات اقتصادی کشورها، ورود سرمایه به آنها کاهش می‌یابد؛ به عبارت دیگر، هرچه در این کشورها بی‌ثباتی اقتصادی افزایش یابد، اقتصاد آنها جذابیت خود برای سرمایه‌گذاران خارجی را از دست می‌دهد. نکته دیگر اینکه با افزایش درجه باز بودن اقتصاد در این کشورها، ورود سرمایه به آنها افزایش می‌یابد.

بر اساس مقادیر محاسبه شده برای ضریب تعیین (R^2)، متغیرهای لحاظ شده در مدل ۹۸ درصد تغییرات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را توضیح می‌دهند. همچنین آماره F بر معنی‌داری کل مدل دلالت دارد و آماره دوربین واتسون هم بیانگر عدم وجود همبستگی سریالی بین جملات خطای رگرسیون است.

یکی از بحث‌هایی که در تحقیقات مربوط به ارتباط بین حاکمیت شرکتی و FDI در قالب الگوهای تلفیقی نسبتاً مورد غفلت قرار می‌گیرد، مساله جهت‌علیت بین این متغیرها است. سؤال این است که در الگوهای تلفیقی، جهت‌علیت از طرف بخش حاکمیت به سمت FDI است یا اینکه عکس این پدیده صادق است؟ در این مقاله، جهت بررسی جهت‌علیت بین این دو متغیر از آزمون سیمز^۱ (۱۹۷۲) استفاده می‌شود که بر مبنای تعریف علیت گرانجر^۲ (۱۹۶۹) بنا شده است.

1. Sims
2. Granger

در روش سیمز، رابطه علیت گرانجر در قالب دو جفت معادله رگرسیونی و بر اساس متغیرهای وابسته و مستقل به شرح زیر بیان می‌شود (گورسوی و مسلم‌اف^۱، ۲۰۰۰):

$$X_t = \theta_{11}X_{t-1} + \theta_{12}X_{t-2} + \dots + \theta_{1p}X_{t-p} + \theta_{21}Y_{t-1} + \theta_{22}Y_{t-2} + \dots + \theta_{2p}Y_{t-p} + u_{1t} \quad (۲)$$

$$Y_t = \theta_{21}Y_{t-1} + \theta_{22}Y_{t-2} + \dots + \theta_{2p}Y_{t-p} + \theta_{11}X_{t-1} + \theta_{12}X_{t-2} + \dots + \theta_{1p}X_{t-p} + u_{2t} \quad (۳)$$

$$X_t = \theta_{11}X_{t-1} + \theta_{12}X_{t-2} + \dots + \theta_{1p}X_{t-p} + u_{1t} \quad (۴)$$

$$Y_t = \theta_{21}Y_{t-1} + \theta_{22}Y_{t-2} + \dots + \theta_{2p}Y_{t-p} + u_{2t} \quad (۵)$$

اگر (۶) $\theta_{21} = \theta_{22} = \dots = \theta_{2p} = 0$ باشد، Y علت X نیست.

اگر (۷) $\theta_{11} = \theta_{12} = \dots = \theta_{1p} = 0$ باشد، X علت Y نیست.

جهت قضاوت در مورد اینکه آیا این شرایط برقرار هستند یا نه، سیمز آماره F را به شرح زیر برای معادلات (۲) و (۳) در مقابل (۴) و (۵) به کار برده است:

$$F = \frac{(R_{ur}^y - R_r^y) / m}{(1 - R_{ur}^y) / (n - 2m - 1)} \quad (۸)$$

که در آن، R_{ur}^y ضریب تعیین معادله نامقید، R_r^y ضریب تعیین معادله مقید، n تعداد مشاهدات و m طول وقفه‌هاست. بر اساس این آزمون، جهت علیت به صورت جدول زیر قابل تشخیص است:

جدول ۳. تعیین جهت علیت بر اساس آزمون F

نتیجه آماره F محاسبه شده	جهت علیت
(۶) رد نشود ولی (۷) رد شود.	X علت Y است. ($X \rightarrow Y$)
(۶) رد شود ولی (۷) رد نشود.	Y علت X است. ($Y \rightarrow X$)
هر دو (۶) و (۷) رد شوند.	علیت دو طرفه بین دو متغیر برقرار است. ($X \leftrightarrow Y$)
هر دو (۶) و (۷) برقرار باشند.	دو متغیر مستقل از هم هستند.

با استفاده از آزمون فوق، رابطه علیت بین حاکمیت شرکتی در سطح کلان اقتصادی و ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بررسی شده که نتایج آن در جدول (۴) آمده است.

جدول ۴. آزمون علیت بین حاکمیت شرکتی و ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

فرضیه	آماره F	نتیجه آزمون F	جهت علیت
cg علت fdi نیست.	۲۷/۴۱	فرضیه صفر رد نمی‌شود.	cg علت fdi است.
fdi علت cg نیست.	۰/۱۲۳	فرضیه صفر رد می‌شود.	

بر اساس نتایج آزمون فوق، ملاحظه می‌شود که جهت علیت از حاکمیت شرکتی به ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است و با توجه به ساختار اقتصادی و اجتماعی و سطح توسعه کشورهای منطقه، ورود سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی نمی‌تواند به بهبود شاخص‌های حاکمیت شرکتی منجر شود.

۶. نتیجه‌گیری

ارتباط بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی در سطح کلان اقتصادی و جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، یکی از بحث‌های کلیدی در ادبیات اقتصاد توسعه و بالاخص نظام تأمین مالی کشورها است. در این زمینه، برخی بر این اعتقاد هستند که بهبود شاخص‌های حاکمیت شرکتی جذابیت اقتصاد کشورها برای جذب سرمایه‌گذاران خارجی را افزایش داده و از این طریق، منجر به افزایش این نوع سرمایه‌گذاری‌ها و تأمین مالی بین‌المللی می‌شود. از طرف دیگر، برخی صاحب‌نظران هم بر تأثیرپذیری کیفیت حاکمیت شرکتی کشورها از ورود سرمایه‌گذاران خارجی تأکید دارند.

در ادبیات نظری و تجربی موجود، عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی معمولاً در دو گروه عوامل خلاصه می‌شود: گروهی از عوامل به طور مستقیم، سودآوری این نوع سرمایه‌گذاری‌ها را افزایش داده و جذابیت اقتصاد کشورهای میزبان را برای سرمایه‌گذاران خارجی افزایش می‌دهند. این عوامل، اغلب در قالب متغیرهای کلان اقتصادی مطرح می‌شوند که در این مطالعه برای این منظور از متغیرهای تولید ناخالص داخلی (به مثابه اندازه بازار کشورهای میزبان)، رشد تولید ناخالص داخلی (به مثابه سنجه رشد بالقوه کشورهای میزبان)، تورم (به مثابه سنجه ثبات اقتصادی)، نرخ ارز (به مثابه سنجه ثبات اقتصادی کشورهای میزبان) و نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی (به عنوان شاخص درجه باز بودن اقتصاد) استفاده شده است. اما گروه دیگری از عوامل از طریق تأمین امنیت سرمایه‌گذاری و تضمین حقوق مالکیت، جریان ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را تحت تأثیر قرار می‌دهند؛ که در این مطالعه برای این منظور نیز شاخص‌های حاکمیتی به صورت شاخص کنترل فساد، شاخص ثبات سیاسی و فقدان خشونت/تروریسم، شاخص کیفیت قوانین و مقررات، شاخص حاکمیت قانون، شاخص پاسخگویی و شاخص اثربخشی دولت مورد استفاده قرار گرفتند.

بر این اساس در این مقاله، عوامل تعیین کننده ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به اقتصاد کشورهای مطرح شده در سند چشم‌انداز بیست ساله کشور با تأکید بر شاخص‌های حاکمیتی مورد بررسی قرار گرفت و نتایج به شرح زیر به دست آمد:

۱- ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی در سطح کلان اقتصادی افزایش پیدا می‌کند. همچنین ورود سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی به

کشورها، با بالا رفتن اندازه بازار و رشد بالقوه آنها افزایش یافته ولی با افزایش تورم و نرخ ارز به عنوان شاخص‌های ثبات اقتصاد داخلی (بالا رفتن بی‌ثباتی اقتصادی) کاهش می‌یابد. از طرف دیگر، افزایش درجه باز بودن اقتصادها نیز این کشورها را برای سرمایه‌گذاران خارجی جذاب‌تر می‌کند. بر این اساس فرضیه اول، مبنی بر تأثیرگذاری مثبت بهبود شاخص‌های حاکمیتی بر ورود FDI مورد تأیید قرار می‌گیرد؛ و همچنین ادعای فرضیه دوم، مبنی بر اینکه «بهبود شاخص‌های کلان اقتصادی بر ورود FDI تأثیر مثبت دارند» نیز رد نمی‌شود.

۲- آزمون علیت بین شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی و جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، نشان داد که جهت علیت از حاکمیت شرکتی به ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است و با توجه به ساختار اقتصادی و اجتماعی و سطح توسعه کشورهای منطقه، ورود سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی نمی‌تواند به بهبود شاخص‌های حاکمیت شرکتی منجر شود.

منابع

- حیدری، پروین و افشاری، زهرا. (۱۳۹۱). عوامل اقتصادی و اجتماعی مؤثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با تأکید بر شاخص‌های حکمرانی در دوره زمانی ۲۰۰۷-۱۹۹۶. *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی*، سال دوازدهم، شماره اول، صص ۷۰-۱۴۱.
- راعی دهقی، مرتضی و میرهاشمی، سید محمد. (۱۳۹۳). نقش حکمرانی خوب در جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با تأکید بر بهبود محیط کسب و کار. مجموعه مقالات دومین همایش ملی مهندسی صنایع و مدیریت پایدار، دانشگاه آزاد اسلامی واحد لنگران.
- رضایی، مهدی. (۱۳۸۶). تأثیر حکمرانی خوب بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران. *فصلنامه علمی پژوهشی رفاه اجتماعی*، سال هفتم، شماره ۲۶، صص ۸۵-۱۰۴.
- شاه‌آبادی، ابوالفضل. (۱۳۸۶). اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تجارت بین‌الملل و سرمایه انسانی بر بهره‌وری کل عوامل اقتصاد ایران. *دوفصلنامه علمی- پژوهشی جستارهای اقتصادی*، سال چهارم، شماره هفتم، صص ۱۳۴-۹۹.
- گرایی‌نژاد، غلامرضا؛ دقیقی‌اصلی، علیرضا و استاد رمضان، آذین سادات. (۱۳۹۳). عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با تأکید بر متغیرهای نهادی و ساختاری. *فصلنامه علوم اقتصادی*، سال ۸، شماره ۲۹، صص ۵۰-۱۳۱.
- مطیعی، محسن. (۱۳۹۰). تأثیر سرریزهای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) بر نوآوری در کشورهای در حال توسعه. *فصلنامه علمی- پژوهشی پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی*، سال اول، شماره دوم، صص ۴۱-۶۹.
- مهدوی عادل، محمدحسین؛ حسین‌زاده بحرینی، محمد حسین و جوادی، افسانه. (۱۳۸۷). تأثیر حکمرانی خوب بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای با درآمد متوسط. *مجله دانش و توسعه*، سال پانزدهم، شماره ۲۴، صص ۸۵-۱۰۲.

- Adelopo, I. A., Omotoso, K., & Obalola, M. (2009). Impact of corporate governance on foreign direct investment in Nigeria. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1514982>
- Adeoye, A. (2009). Macro-economic level corporate governance and FDI in emerging markets: Is there a close relationship?. *Journal of Economics and International Finance*, 1(2), pp. 30-43.
- Alsubaie, N. A. (2012). The influence of foreign direct investment on corporate-governance practices: A conceptual framework. In *Proceedings of International Conference on Arts, Economics and Literature (ICAEEL 2012)* (pp. 14-15).
- Bai, C. E., Liu, Q., Lu, J., Song, F. M., & Zhang, J. (2004). Corporate governance and market valuation in China. *Journal of Comparative Economics*, 32(4), pp. 599-616.
- Busse, M. (2003). Democracy and FDI. Hamburg Institute of International Economics Discussion Paper: 220.
- Cohen, S. D. (2007). *Multinational corporations and foreign direct investment: Avoiding simplicity, embracing complexity*. Oxford University Press.
- Cornelius, Peter K. and Bruce Kogut, (2003). *Corporate Governance and Capital Flows in Global Economy*. Oxford University Press, 2-3
- Dombin, A. N. (2013). Role of corporate governance in attracting foreign investment in Nigeria. *Journal of Educational and Social Research*, 3(9), 35.
- Erdal, L., & Göçer, İ. (2015). The effects of foreign direct investment on R&D and innovations: panel data analysis for developing Asian countries. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 195, 749-758.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp. 107-156.
- Granger, C. W. (1969). Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 37, 424-438.
- Gürsoy, C. T., Müslümov, A. (2000). Stock markets and economic growth: A casualty test. *Dogus University Journal*, 2, 124-132.
- Herzer, D., & Klasen, S. (2008). In search of FDI-led growth in developing countries: The way forward. *Economic Modelling*, 25(5), pp. 793-810.
- Hooper, V., & Kim, S. J. (2007). The determinants of capital inflows: Does opacity of recipient country explain the flows?. *Economic Systems*, 31(1), pp. 35-48.
- Im, K. S., Pesaran, M. H., & Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of econometrics*, 115(1), pp. 53-74.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Zoido-Lobaton, P. (1999). Governance matters (World Bank Policy Research Working Paper No. 2196). *Washington, DC: World Bank*.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Zoido-Lobaton, P. (1999). *Aggregating governance indicators* (Vol. 2195). World Bank publications.
- Krugman, P.R., & Obstfeld, M. (2006), *International economics-theory & policy (7th edition)*, Pearson-Addison Wesley.

- Levin, A., Lin, C. F., & Chu, C. S. J. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24.
- Maskus, K.E. (2000). Intellectual property rights and foreign direct investment. *Centre for International Economic Studies, Policy Discussion Paper*, No. 0022.
- Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), pp. 1147-1170.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783.