

## اثر گذاری سرمایه گذاری مستقیم خارجی در تعامل با توسعه مالی روی رشد اقتصادی (مطالعه موردی کشورهای منتخب اسلامی)

حسین محمدی<sup>۱</sup>

محبوبه نارویی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۳/۲۵

تاریخ ارسال: ۱۳۹۳/۴/۳۱

### چکیده

بازار مالی به سبب نقش مؤثری که در تأمین منابع مالی و سرمایه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در کشورها دارد، از اهمیت قابل توجهی برخوردار است و به عنوان یکی از عوامل مهم در فرایند رشد اقتصادی توسط بسیاری از اقتصاددانان مورد توجه قرار گرفته است. با توسعه نظریه رشد درونزا، دهه‌های اخیر شاهد توجه زیاد به ارتباط میان بازارهای مالی و رشد اقتصادی بوده است. در این پژوهش با استفاده از روش تعمیم یافته گشتاورها (GMM) به بررسی رابطه بین شاخص های متنوع توسعه مالی و رشد اقتصادی با لحاظ سرمایه گذاری مستقیم خارجی در ۲۵ کشور منتخب اسلامی طی سال‌های ۱۹۹۰-۲۰۱۲ پرداخته شده است. نتایج حاکی از آن است که تعامل بین سرمایه گذاری مستقیم خارجی و شاخص های توسعه مالی بازار محور، باعث افزایش رشد اقتصادی شده است.

**واژگان کلیدی:** رشد اقتصادی، توسعه مالی، سرمایه گذاری مستقیم خارجی، روش تعمیم یافته گشتاورها.

طبقه بندی JEL: O16, C23, F21

hoseinmohammadi@um.ac.ir

m.naruei@yahoo.com

۱. استادیار گروه اقتصاد کشاورزی، دانشگاه فردوسی مشهد

۲. دانشجوی دکتری اقتصاد کشاورزی، دانشگاه فردوسی مشهد

## ۱. مقدمه

در رابطه با اهمیت سیستم مالی و کانال‌های اثرگذاری آن بر رشد اقتصادی، اقتصاددانان نظرات متفاوتی دارند. شومپتر (۱۹۱۲) استدلال می‌کند که بانک‌های خوب از طریق شناسایی و تأمین مالی کارفرمایانی که بیشترین شانس را برای تولید محصولات جدید و اجرای طرح‌های ابتکاری دارند، می‌توانند موجب نوآوری تکنولوژیکی شوند. وی معتقد است که توسعه مالی<sup>۱</sup> موتور رشد اقتصادی است. رابینسون (۱۹۵۲) بیان می‌کند سیستم مالی، دنباله روی بخش حقیقی اقتصاد است و توسعه اقتصادی موجب تقاضا برای انواع خاصی از ترتیبات مالی می‌شود و سیستم مالی به طور خودکار این تقاضا را برآورده می‌سازد. هیکس (۱۹۶۹) معتقد است که سیستم مالی از طریق تسهیل تجهیز سرمایه برای طرح‌های بزرگ سرمایه‌داری، نقش مهمی در آغاز صنعتی شدن انگلستان داشته است. نظریه‌های رشد کلاسیک جدید (رومر<sup>۲</sup>، ریلو<sup>۳</sup>، گراسمن<sup>۴</sup>، هلپمن<sup>۵</sup>) نیز بر اهمیت تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی تأکید کرده و معتقدند که کارکردهای مالی از دو کانال نرخ انباشت سرمایه و نرخ ابداعات تکنولوژی، بر رشد اقتصادی اثر دارد. برخی از اقتصاددانان همچون لوکاس (۱۹۸۸) نیز معتقدند که اقتصاددانان بیش از اندازه بر نقش عنصر مالی در رشد اقتصادی تأکید دارند.

به طور کلی در زمینه تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی دو مکتب نظریات پایه فیزیکی توسعه و نظریات پایه مالی توسعه را می‌توان نام برد. مکتب پایه فیزیکی توسعه تحت تأثیر نظریات رابینسون است که بیان می‌کند توسعه مالی صرفاً باید در خدمت توسعه واقعی اقتصاد و تحقق سرمایه‌گذاری فیزیکی باشد. به عبارت دیگر توسعه مالی موجب افزایش نرخ سرمایه‌گذاری فیزیکی می‌شود و در واقع سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی سرانه و نیز تفاوت در نرخ انباشت سرمایه فیزیکی سرانه، بخش قابل توجهی از رشد درآمد سرانه

---

1. Financial Development

2. Romer

3. Rebelo

4. Grossman

5. Helpman

کشورهای صنعتی را توجیه می‌نمایند و نظریات پایه مالی توسعه که بیشتر تحت تأثیر نظریات شومپیتر قرار دارند، توسعه نهادهای مالی و نقش کلیدی خدمات مالی را علت رشد و توسعه اقتصادی تلقی می‌نمایند (زمانی و همکاران، ۱۳۸۷).

کشورها برای رشد اقتصادی به انباشت سرمایه و تکنولوژی نیازمند هستند. از آنجا که منبع انباشت سرمایه، سرمایه گذاری است؛ بنابراین، برای انجام سرمایه گذاری باید یا پس انداز لازم در سیستم مالی وجود داشته باشد و یا دولت بتواند با استفاده از هزینه‌های عمرانی سرمایه گذاری لازم را انجام دهد. یکی از منابعی که می‌تواند کمبود انباشت سرمایه را جبران کند، استفاده از سرمایه گذاری خارجی است. از بین انواع مختلف سرمایه گذاری خارجی، سرمایه گذاری مستقیم خارجی<sup>۱</sup> به دلیل مزیت‌هایی مانند انتقال تکنولوژی، ارتباط با بازارهای بین‌المللی، انتقال مهارت‌های مدیریتی و غیره منبعی مناسب تر برای انباشت سرمایه و به دنبال آن ارتقای رشد اقتصادی است (مهدوی و همکاران، ۱۳۸۹). کشورهای توسعه یافته به دلیل گسترده بودن نهادها و مؤسسات مالی، استفاده از ابزارهای مختلف مالی و وجود قوانین مالی مناسب، از بخش مالی کارآمدتری برخوردار هستند ولی در بسیاری از کشورهای در حال توسعه به دلیل دولتی بودن بخش بزرگی از نظام مالی، خدمات مالی ناکارا، کمبود منابع، وجود ساختار دوگانه بخش مالی (رسمی و غیررسمی) و غالب بودن عملکرد بخش غیررسمی، نهادها و مؤسسات مالی از کارایی مطلوب برخوردار نیستند (سلمانی و امیری، ۱۳۸۸). ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در دو دهه اخیر توجه بسیاری از اقتصاددانان را در حوزه ادبیات اقتصاد به خود معطوف کرده است. اجماع کلی اقتصاددانان نیز بر آن است که افزایش دسترسی به ابزارهای مالی و نهادهای مالی، هزینه اطلاعات و مبادلات را در اقتصاد کاهش می‌دهد و سبب رشد اقتصادی خواهد شد (سیفی پور، ۱۳۸۹).

با توجه به شکاف موجود بین درآمد سرانه و شاخص‌های توسعه در کشورهای در حال توسعه اسلامی با کشورهای غربی، در این مطالعه تلاش شده است تأثیر شاخص سرمایه

گذارای مستقیم خارجی در فرایند توسعه مالی بر روی رشد اقتصادی در منتخبی از ۲۵ کشور اسلامی در حال توسعه در سال‌های ۱۹۹۰-۲۰۱۲ مورد بررسی قرار گیرد تا از این مسیر موانع پیش روی رشد و توسعه اقتصادی در این کشورها شناسایی شده و برطرف گردد. با توجه به عدم دسترسی به اطلاعات تمامی کشورهای اسلامی، منتخبی از این کشورها مورد بررسی قرار گرفته است.

## ۲. پیشینه تحقیق

در مبانی تئوری‌های اقتصادی، سرمایه گذاری به عنوان یک عامل مهم و بنیادی نقش تعیین کننده در رشد اقتصادی دارد. تأثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه، بیانگر نقش آفرینی این شکل از سرمایه گذاری در رونق اقتصادی آنان دارد. نکته مهم در این مسیر، نقش بازارهای مالی است. یعنی وجود بازارهای مالی توسعه یافته، راه را برای استفاده بهتر از سرمایه گذاری های خارجی و جذب آنان هموار می‌سازد (موتمنی و آریایی، ۱۳۹۲). در این بخش ابتدا مبانی نظری مربوط به سرمایه گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی و رشد اقتصادی بررسی و سپس مروری بر برخی از مطالعات تجربی در خصوص سرمایه گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی و رشد اقتصادی می‌شود.

### ۲-۱. مبانی نظری آثار سرمایه گذاری مستقیم خارجی از کانال توسعه مالی بر رشد

#### اقتصادی

سرمایه گذاری مستقیم خارجی می‌تواند بر رشد اقتصادی تأثیرگذار باشد، البته این تأثیر به وضعیت توسعه‌ی بازار مالی کشور میزبان بستگی دارد. این رابطه را می‌توان به عنوان تأثیر ترکیبی سرمایه گذاری مستقیم خارجی و توسعه‌ی بازار مالی بر کارایی سرمایه گذاری یا بهره‌وری کل عوامل تولید در نظر گرفت. سیستم مالی توسعه یافته منجر به تخصیص کارایی منابع و بهبود قدرت جذب یک کشور در رابطه با جریان‌های ورودی سرمایه گذاری مستقیم خارجی می‌گردد. بدین ترتیب در صورتی که سیستم مالی داخلی توسعه

یافته باشد، حداقل تا حدودی مشخص خواهد شد که بنگاه داخلی تا چه میزان می‌تواند سرمایه مورد نیازش را از بانک‌ها یا بازار بورس تأمین نماید (موتمنی و آریایی، ۱۳۹۲). کینگ و لوین (۱۹۹۳) با استفاده از تابع کاب-داگلاس رابطه سرمایه گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی و رشد اقتصادی را به شکل زیر توضیح داده‌اند:

$$Y_t = A_t L_t^\alpha K_t^\beta \quad (1)$$

که در آن  $Y$  تولید کل،  $A$  بهره‌وری کل عوامل تولید یا همان TFP،  $L$  نیروی کار و  $K$  موجودی سرمایه است. اکنون، با گرفتن لگاریتم از مدل (۱) خواهیم داشت:

$$\ln Y_t = \ln A_t + \alpha \ln L_t + \beta \ln K_t \quad (2)$$

سرمایه گذاری مستقیم خارجی و توسعه بازار مالی بر بهره‌وری کل عوامل تولید مؤثر است. بر این اساس، در اینجا فرض می‌کنیم که بهره‌وری کل عوامل تولید توسط یک جزء پرونزا ( $\gamma_{A0}$ ) و اثر ترکیبی سرمایه گذاری مستقیم خارجی (FDI) و توسعه بازار مالی (FI) تعیین می‌شود. بنابراین داریم:

$$\ln A_t = \gamma_{A0} + \gamma_{A1} \ln(FI_t, FDI_t) \quad (3)$$

حال با جایگزینی رابطه ۳ در رابطه ۲ داریم:

$$\ln Y_t = \gamma_{A0} + \gamma_{A1} \ln(FI_t, FDI_t) + \alpha \ln L_t + \beta \ln K_t \quad (4)$$

بنابراین، توسعه بازار مالی می‌تواند در برقراری ارتباط بین تولیدکننده داخلی و تولیدکننده خارجی و فعال کردن نیروی کار برای کارآفرین شدن مؤثر باشد. در واقع، توسعه بازار مالی موجب می‌شود تا سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر کارایی سرمایه گذاری داخلی تأثیرگذار باشد و این تأثیر به وضعیت توسعه بازار مالی کشور میزبان بستگی دارد.

## ۲-۲. مروری بر مطالعات خارجی و داخلی

سایینی و همکاران (۲۰۱۰)، در تحقیقی به بررسی تأثیر بازار مالی در رابطه‌ی بین سرمایه گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی پرداختند. آن‌ها در این تحقیق با استفاده از اطلاعات ۹۱ کشور در دوره زمانی ۱۹۷۵-۲۰۰۵ و روش برآورد آستانه‌ای<sup>۱</sup> به این نتیجه رسیدند که وقتی توسعه بازار مالی از حد معینی افزایش یابد، تأثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی مثبت خواهد شد. چونگ و لم (۲۰۱۱)، به بررسی رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی از طریق روش تعمیم یافته گشتاورها<sup>۲</sup> برای ۷۰ کشور توسعه یافته و در حال توسعه طی دوره ۱۹۹۰-۲۰۰۲ پرداختند. نتایج نشان داد که سرمایه گذاری مستقیم خارجی تأثیر منفی قابل توجهی بر رشد اقتصادی دارد. در مرحله بعد با تقسیم بندی کشورها با توجه به درآمدشان نتایج متفاوتی به دست آمد. سرمایه گذاری مستقیم خارجی تأثیر مثبتی بر نرخ رشد اقتصادی کشورهای با درآمد بالا و تأثیر منفی قابل توجهی بر نرخ رشد اقتصادی کشورهای با درآمد متوسط داشت، اما با در نظر گرفتن توسعه مالی در تمام رگرسیون‌ها اثر مثبت بود. آلفرو و همکاران (۲۰۰۴)، در مطالعه‌ای تحت عنوان "سرمایه گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی: نقش بازارهای مالی داخلی" با استفاده از داده‌های ۷۱ کشور در حال توسعه در دوره زمانی ۱۹۷۵-۱۹۹۵ و روش داده های تابلویی<sup>۳</sup>، رابطه سرمایه گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی را از کانال توسعه بازارهای مالی، آزمون و برآورد نموده‌اند. آن‌ها با استفاده از این مدل به این نتیجه رسیده‌اند که سطوح پایین توسعه بازار مالی می‌تواند اثر مثبت سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی را محدود و یا حتی منفی نماید. لچ یونگ وال (۲۰۰۷)، به بررسی موضوع سرمایه گذاری مستقیم خارجی و توسعه بازار مالی و رشد اقتصادی برای ۲۸ استان چین با استفاده از روش تعمیم یافته گشتاورها در دوره زمانی ۱۹۸۶-۲۰۰۳ پرداخت و نشان داد که تأثیر متقابل بین سرمایه گذاری مستقیم خارجی و شاخص مالی رشد اقتصادی را بهبود می-

- 
1. Threshold Estimation
  2. Generalized Moment Method
  3. Panel data

بخشد. لی چی (۲۰۱۰)، رابطه میان سرمایه گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی و رشد اقتصادی را برای ۴۴ کشور طی دوره ۱۹۹۶-۲۰۰۵ به طور تجربی از طریق داده‌های پانل مورد ارزیابی قرار داد. شاخص‌های توسعه مالی مورد استفاده در این مطالعه بدهی‌های نقدی به تولید ناخالص داخلی و اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی توسط مؤسسات مالی به تولید ناخالص داخلی می‌باشد. از متغیرهای کنترل تولید ناخالص داخلی سرانه اولیه، تشکیل سرمایه ناخالص، مخارج مصرفی دولت به تولید ناخالص داخلی، باز بودن تجاری، نسبت ثبت نام دوره متوسطه، رشد جمعیت و شاخص اثر بخشی دولت استفاده شده است. نتایج این مطالعه نشان داد که توسعه بخش مالی نقش مهمی در افزایش تأثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی دارد و تأثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی و توسعه مالی مکمل می‌باشند. احمد و مالک (۲۰۰۹)، در مطالعه‌ای تحت عنوان "توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی: تحلیلی تجربی از کشورهای در حال توسعه" از کانال سرمایه گذاری مستقیم خارجی به بررسی این موضوع پرداخته‌اند. آن‌ها با استفاده از داده‌های تابلویی ۳۵ کشور در حال توسعه در فاصله سال‌های ۱۹۷۰ تا ۲۰۰۳ و با استفاده از روش تعمیم یافته گشتاورها به بررسی این رابطه پرداخته‌اند. نتایج مطالعه آن‌ها نشان داد که حتی اگر توسعه بخش مالی منجر به سرمایه گذاری‌هایی در سطح بالا نشود، باعث تخصیص بهینه‌تر سرمایه داخلی و در نتیجه بهبود رشد اقتصادی خواهد شد. موتمنی و آریایی (۱۳۹۲)، در مطالعه خود تأثیر توسعه مالی در اثر گذاری سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی در منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا در فاصله سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۰ با استفاده از مدل داده تابلویی پویا و برآوردگر تعمیم یافته گشتاورها بررسی کردند. نتایج این مطالعه نشان داد که در کشورهای منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا تأثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی از کانال توسعه‌ی بازارهای مالی مثبت و معنی‌دار می‌باشد. خلیلی عراقی و سلیمی شندی (۱۳۹۳)، به بررسی رابطه سرمایه گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی و رشد اقتصادی با استفاده از داده‌های پانل ۱۶ کشور آسیایی طی دوره ۱۹۸۰-۲۰۰۸ پرداختند. با توجه به نتایج به دست آمده اثر ترکیبی سرمایه گذاری

مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی برای کشورهای با درآمد بالا که از سطح توسعه مالی بالاتری برخوردارند بیشتر از کشورهای با درآمد پایین و متوسط می‌باشد. لذا توسعه مالی باعث افزایش تأثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی می‌شود. جلائی و صباغ پورفرد (۱۳۸۸)، در تحقیقی اثر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد را از مسیر بازارهای مالی برای ایران بررسی نمودند. در این مطالعه ابتدا تأثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی در ایران مشخص شده، سپس برای تعیین ثبات این نقش از متغیرهای کنترلی استفاده شده است. با توجه به تصریح مدل و برآوردهای انجام شده سرمایه گذاری مستقیم خارجی عامل اثر گذاری بر رشد اقتصادی در ایران محسوب می‌شود. با وارد نمودن متغیرهای کنترلی مشخص شد که تأثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی غیر معنادار و مبهم است، بنابراین متغیرهای مالی مورد توجه قرار گرفتند تا هم پایداری تأثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی در ایران مشخص شود و هم تأثیر بازارهای مالی بر اثر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی آشکار گردد. بر اساس نتایج به دست آمده توسعه بازارهای مالی موجب افزایش اثر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی در ایران خواهد شد. مهدوی و مهدوی (۱۳۹۰)، در مطالعه‌ای تحت عنوان "تأثیر گذاری سرمایه گذاری مستقیم خارجی و توسعه بازارهای مالی بر رشد اقتصادی ایران" به بحث پیرامون رابطه سرمایه گذاری مستقیم خارجی، توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی در ایران پرداختند. سری زمانی مورد مطالعه سال‌های ۱۳۴۶-۱۳۸۷ بود و مطالعه با استفاده از روش ARDL<sup>۱</sup> برآورد شد. نتایج مطالعه آن‌ها نشان داد که، در ایران ضریب سرمایه گذاری مستقیم خارجی و شاخص بازار مالی به تنهایی در کوتاه مدت و بلندمدت تأثیر معنی دار بر تولید ناخالص داخلی ندارند ولی شاخص اثر ترکیبی سرمایه گذاری مستقیم خارجی و بازار مالی (البته زمانی که شاخص بازار مالی نسبت اعتبارات اعطایی بانک ها به کل بخش‌ها باشد) در بلندمدت و کوتاه مدت دارای تأثیر مثبت و معنی دار بر تولید ناخالص داخلی است. در واقع، نتایج نشان داد که شاخص



بازار مالی (نسبت اعتبارات اعطایی به کل بخش‌ها) در رابطه بین سرمایه گذاری مستقیم خارجی و تولید ناخالص داخلی مؤثر است.

از آنجا که بررسی تأثیر عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی حائز اهمیت است و توسعه مالی و سرمایه گذاری یکی از عوامل مؤثر بر رشد است و با وجود این که اکثر مطالعات تجربی انجام شده در این زمینه به وجود یک رابطه مثبت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی دست یافته‌اند اما ارتباط دقیق بین شاخص‌های متنوع توسعه مالی و رشد اقتصادی در طی مطالعات مختلف هنوز به طور کامل مشخص نیست. با توجه به مبانی نظری و مطالعات تجربی، کانال‌ها و مسیرهایی که از طریق آن‌ها جریان سرمایه گذاری داخلی و خارجی می‌تواند به رشد اقتصادی منتهی گردد، نیز هنوز مورد شناسایی دقیق قرار نگرفته است. از این رو در این تحقیق تلاش شده است تأثیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی در فرایند توسعه مالی روی رشد اقتصادی بررسی شود.

### ۳. معرفی داده‌ها و مدل مورد استفاده

#### ۳-۱. متغیرهای پژوهش

در این مطالعه به منظور بررسی اثرگذاری سرمایه گذاری مستقیم خارجی در فرایند توسعه مالی بر رشد اقتصادی از داده‌های تابلویی ۲۵ کشور اسلامی شامل: آلبانی، الجزایر، آذربایجان، بنگلادش، چاد، ساحل عاج، مصر، گابن، گامبیا، گویان، جمهوری اسلامی ایران، اردن، قزاقستان، کویت، مالی، مراکش، موزامبیک، سنگال، سودان، سورینام، سوریه، توگو، تونس، اوگاندا و یمن استفاده شده است. یکی از متغیرهای به کار رفته در این مطالعه شامل شاخص توسعه مالی می‌باشد که به دو دسته شاخص‌های توسعه مالی سیستم بانکی و شاخص‌های توسعه مالی بازار تقسیم می‌شود. در مطالعه حاضر دو شاخص برای توسعه مالی بانکی و دو شاخص هم برای توسعه مالی بازار استفاده شده است. اولین شاخص توسعه مالی بانکی، شاخص عمق مالی<sup>۱</sup> است که از نسبت بدهی‌های نقدی به

ناخالص داخلی<sup>۱</sup> بدست می‌آید. بدهی نقدی شامل اسکناس و مسکوک خارج از سیستم بانکی به علاوه حساب‌های جاری و سایر بدهی‌های بهره‌دار بانک‌ها و واسطه‌های مالی غیربانکی است (شکل ۱).



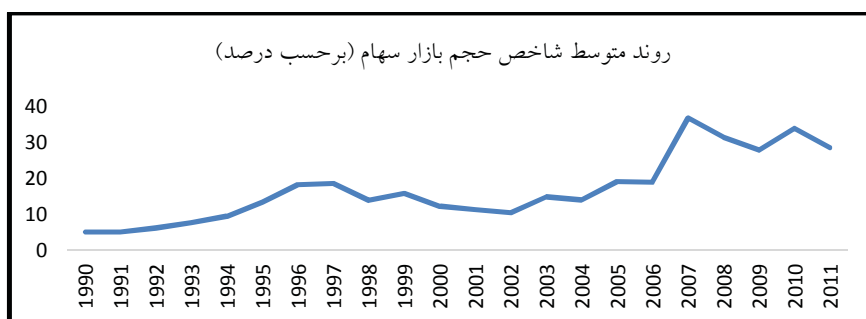
شکل ۱. متوسط شاخص عمق مالی در کشورهای منتخب اسلامی طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۲.

شاخص دیگر توسعه مالی بانکی، اعتبارات بانکی به بخش خصوصی است که نسبت کل اعتبار اعطایی به بخش خصوصی نسبت به GDP می‌باشد. هرچه این شاخص از سطح بالاتری برخوردار باشد، می‌توان نقش فراگیر بخش خصوصی را در جذب بیشتر اعتبارات و تسهیلات، به عنوان توسعه ساختار مالی تلقی نمود (شکل ۲).

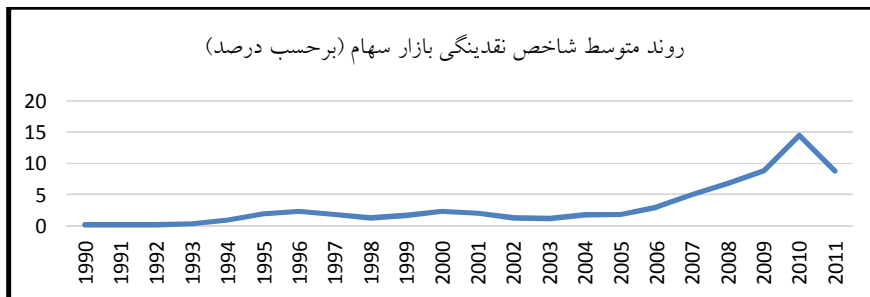


شکل ۲. متوسط شاخص اعتبارات بانکی به بخش خصوصی در کشورهای منتخب اسلامی طی دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۲.

در شکل ۳ و ۴، روند شاخص حجم بازار سهام (که از نسبت ارزش سهام داخلی فهرست شده در بورس به GDP به دست می‌آید) و شاخص نقدینگی بازار سهام گزارش شده است، که این دو شاخص به عنوان شاخص توسعه مالی بازار شناخته می‌شوند. آمار تمام این شاخص‌ها از بانک جهانی گرفته شده است.

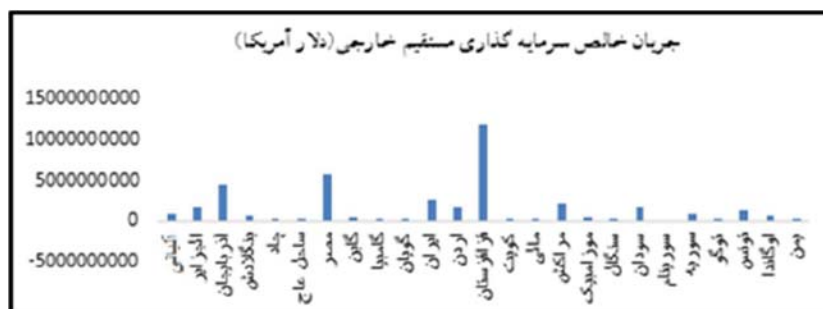


شکل ۳. متوسط شاخص حجم بازار سهام در کشورهای منتخب اسلامی طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۲.



شکل ۴. متوسط شاخص نقدینگی بازار سهام در کشورهای منتخب اسلامی طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۲.

یکی دیگر از متغیرهای به کار رفته در مطالعه خالص ورودی سرمایه گذاری مستقیم خارجی به عنوان سهمی از تولید ناخالص داخلی است، که آمار مربوط به این متغیر از WDI<sup>۱</sup> و UNCTAD<sup>۲</sup> استخراج شده است. در شکل ۵ متوسط جریان سرمایه گذاری مستقیم خارجی در کشورهای مورد مطالعه آورده شده است.



شکل ۵- متوسط سرمایه گذاری مستقیم خارجی در کشورهای مورد مطالعه طی دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۲.

در مطالعه علاوه بر متغیر توسعه مالی و سرمایه گذاری مستقیم خارجی، متغیرهایی نیز به عنوان متغیرهای کنترل در مدل به کار می‌روند. در تحقیقات اقتصادی متغیرهای فراوانی به عنوان عوامل تأثیرگذار بر رشد اقتصادی مطرح هستند. ثبات اقتصادی در سطح کلان به

1. World Development Indicator  
 2. United Nations Conference on Trade and Development

عنوان یکی از مؤلفه‌های تعیین کننده رشد اقتصادی است. از شاخص تورم<sup>۱</sup> به عنوان شاخص ثبات اقتصادی استفاده می‌شود. تحقیقات بارو (۱۹۹۵)، نشان می‌دهد که نرخ تورم به طور منفی بر رشد اقتصادی تأثیر گذار است. آزادسازی تجاری و باز بودن اقتصاد<sup>۲</sup> (مجموع واردات و صادرات به GDP) از دیگر عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی است. باز بودن اقتصاد منجر به ارتقاء تکنولوژی داخلی و کارآمدی فرایند تولید و افزایش بهره‌وری می‌شود (جین، ۲۰۰۰). مخارج مصرفی دولت<sup>۳</sup> از دیگر عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی است. بسیاری از مطالعات که به بررسی عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی پرداخته‌اند، مخارج مصرفی دولت را در مدل خود گنجانده‌اند. البته دیدگاه‌ها در خصوص سمت و سوی تأثیرگذاری این متغیر مختلف است (بارو، ۱۹۹۱؛ کیفر و نک، ۲۰۰۷). همچنین از متغیر سرمایه انسانی<sup>۴</sup> نیز بر رشد استفاده شد. آمار نرخ تورم، میزان تجارت به GDP، مخارج مصرفی دولت از مجموعه آمارهای پن<sup>۵</sup> اخذ شده است. منبع آمار سرمایه انسانی، WDI است.

### ۲-۳. مدل تجربی

جهت برآورد الگوی داده‌های تابلویی پویا از روش تعمیم یافته گشتاورها که توسط آرانو و باند<sup>۶</sup> گسترش یافته، استفاده شده است. الگوی داده‌های تابلویی پویا هنگامی به کار می‌رود که تعداد عناصر مقطعی (N) بیشتر از تعداد زمان و سال‌ها (T) باشد که در بحث مقاله نیز این گونه است یعنی تعداد کشورها بیشتر از تعداد زمان است (بوند و همکاران، ۱۹۹۵؛ بالتاجی و همکاران، ۲۰۰۸). برای برآورد اثر سرمایه گذاری مستقیم خارجی در فرایند توسعه مالی بر رشد اقتصادی از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 Y_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

1. Inflation
2. Openness
3. Government Cost
4. Human Capital
5. Penn World Table
6. Arellano and Bond, 1991

که  $Y$  و  $X$  به ترتیب تولید ناخالص داخلی و متغیرهای مستقل را نشان می دهند.  $\alpha_i$  تفاوت های فردی ثابت میان هر کشور را نشان می دهد و  $\varepsilon$  جمله خطاست.

با در نظر گرفتن چهار شاخص متفاوت توسعه مالی، مدل زیر برآورد می گردد:

$$GDP_{it} = \beta_0 GDP_{it-1} + \beta_2 (FDI * FI)_{it} + \beta_3 (IF)_{it} + \beta_4 (GOC)_{it} + \beta_5 (HC)_{it} + \beta_6 (OP)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

که در آن؛  $GDP_{it}$ : تولید ناخالص داخلی کشور  $i$  ام در زمان  $t$  به عنوان متغیر وابسته مدل؛  $GDP_{it-1}$ : وقفه متغیر وابسته،  $(FDI * FI)_{it}$ : نشان دهنده تأثیر متقابل سرمایه گذاری مستقیم خارجی و بازار مالی کشور  $i$  در زمان  $t$  است که از ضرب دو متغیر مربوط به شاخص سرمایه گذاری مستقیم خارجی به عنوان نسبتی از تولید ناخالص داخلی در شاخص توسعه مالی به دست می آید؛ چهار شاخص توسعه مالی ( $FI$ ) به کار گرفته شده در این تحقیق شامل:  $FDE$ : شاخص عمق مالی،  $PE$ : شاخص اعتبارات بانکی به بخش خصوصی،  $CAP$ : شاخص حجم بازار سهام و  $VT$ : شاخص نقدینگی بازار سهام می باشد.  $IF_{it}$ : متغیر نرخ تورم کشور  $i$  در زمان  $t$ ،  $GOC_{it}$ : متغیر مخارج مصرفی دولت کشور  $i$  در زمان  $t$ ،  $HC_{it}$ : متغیر سرمایه انسانی کشور  $i$  در زمان  $t$  و  $\varepsilon_{it}$  جزا خلل کشور  $i$  در زمان  $t$  است.

#### ۴. نتایج برآورد مدل و بحث

جدول شماره ۱ نتایج محاسباتی بدست آمده از سیستم  $GMM$  را ارائه می دهد که در آن ستون ۱ با استفاده از شاخص عمق مالی و ستون ۲ با استفاده از شاخص اعتبارات بانکی بدست آمده اند. جدول شماره ۲ نیز نتایج محاسباتی بدست آمده از سیستم  $GMM$  که در آن ستون ۱ با استفاده از شاخص حجم بازار سهام و ستون ۲ با استفاده از شاخص نقدینگی بازار سهام بدست آمده اند را ارائه می دهد. همانطور که مشاهده می شود در هر چهار مدل تخمین زده شده نتایج صرف نظر از معیارهای توسعه مالی به کار گرفته شده، بسیار مشابه هستند. در هر چهار مدل تخمینی تولید ناخالص داخلی با یک وقفه بر رشد اقتصادی تأثیر

مثبت دارد و از نظر آماری نیز در سطح بالایی معنی دار است. این موضوع نشان دهنده آن است که در کوتاه مدت، رشد اقتصادی هر کشور به میزان رشد اقتصادی آن در دوره قبل بستگی دارد. در هر چهار مدل تخمینی تأثیر تورم و مخارج مصرفی دولت بر GDP منفی شده است. با افزایش قیمت‌ها، کالاهای خارجی در مقایسه با کالاهای داخلی ارزان‌تر شده و واردات افزایش می‌یابد. بنابراین هجوم تقاضا به سمت کالاهای وارداتی، انگیزه را برای تولید کالاهای داخلی از بین می‌برد. وجود نرخ‌های تورم بالا و متغیر موجب افزایش هزینه مبادله و کاهش انگیزه تولید، کاهش قدرت خرید مردم و در نتیجه کاهش پس اندازها، کاهش سرمایه‌گذاری و در نتیجه کاهش رشد اقتصادی می‌شود. براساس ادبیات اقتصادی، هزینه‌های مصرفی دولت از طریق جانشینی جبری باعث کاهش پس انداز بخش خصوصی و از این رو کاهش میزان سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و رشد اقتصادی می‌شود. سرمایه انسانی، بر طبق تئوری‌های مرسوم تأثیر مثبتی را بر رشد اقتصادی داشته است. یک کشور با سرمایه انسانی بالاتر، توانمندی بیشتری برای جذب تکنولوژی و اختراع آن خواهد داشت. سرمایه انسانی، بهره‌وری نیروی کار و در نتیجه توان تولید یک کشور را نیز ارتقا می‌دهد. بر طبق نتایج، باز بودن اقتصاد اثر مثبت و معنی دار بر رشد اقتصادی دارد. تجارت از طریق ارزآوری، انتقال تکنولوژی و انتقال سرمایه و با افزایش بازدهی، انگیزه سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد که توسعه بازار مالی را نیز سبب می‌شود (بالتاجی و همکاران، ۲۰۰۸).

با توجه به جدول ۱، در کشورهای منتخب اسلامی مورد مطالعه که اکثراً در حال توسعه می‌باشند، شاخص توسعه مالی اعتبارات بانکی به بخش خصوصی (مدل دوم) تأثیر معنی داری بر روی رشد اقتصادی نگذاشته است. بانک‌های تجاری کشورهای مورد مطالعه در اعطای اعتبارات به بخش خصوصی و سرمایه‌گذاران خارجی خیلی انعطاف نداشته و بوروکراسی‌های شدید، نرخ‌های بهره بانکی بالا، ضمانت‌های سنگین و مقررات دست و پاگیر موجب شده است بخش بانکی این کشورها نتواند نقش موثری در رشد اقتصادی این کشورها ایفا نماید.

جدول ۱- نتایج برآورد مدل اثر سرمایه گذاری مستقیم خارجی در تعامل با توسعه مالی بر رشد اقتصادی (با در نظر گرفتن شاخص توسعه مالی بانکی)

متغیرها	نام متغیرها	شاخص عمق مالی در سیستم بانکی	مدل اول- با در نظر گرفتن شاخص اعتبارات بانکی به بخش خصوصی برای سیستم بانکی
B۰	عرض از مبدا	۰/۰۰۲۴	۲۲/۵۱ ۰/۰۰۹
GDPPt-1	وقفه متغیر وابسته	۰/۰۱۸	۰/۶۴۹ ۰/۰۳۴
FDI*FDE	شاخص تأثیر متقابل سرمایه گذاری مستقیم خارجی و عمق مالی	۰/۰۰۰۳	-
FDI*PC	شاخص تأثیر متقابل سرمایه گذاری مستقیم خارجی و اعتبارات بانکی	-	۰/۰۰۰۹ ۰/۰۰۰۱
IF	نرخ تورم	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۰۷ ۰/۰۰۰۴
GOC	مخارج دولت	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۰۲ ۰/۰۰۰۳
HC	سرمایه انسانی	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۲۱ ۰/۰۰۰۷
OP	باز بودن اقتصاد	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۶ ۰/۰۰۰۶
Sargan test1	آزمون سارگان	۰/۲۳۱	۰/۳۲۵
AR(1)	آزمون همبستگی مرتبه اول پسماند	۰/۰۰	۰/۰۰
AR(2)	آزمون همبستگی مرتبه دوم پسماند	۰/۵۷۳	۰/۸۷۶
***, **, *	معنی داری در سطح ۱۰، ۵ و ۱ درصد	اعداد سطر اول ضرایب	اعداد سطر دوم خطای معیار

۱- اعداد به دست آمده مقادیر p می باشد. مأخذ: محاسبات تحقیق



پیشنهاد مشخص آن است که شرایط اعطای اعتبارات به بخش تولیدی در این کشورها تسهیل گردد و ضمن اعطای وام به بخش خصوصی، شرایطی از قبیل ورود فن آوری و سرمایه خارجی، تسهیل در ضمانت‌ها و نرخ‌های بهره پایین نیز مد نظر قرار گیرد. در مدل اول، شاخص ترکیبی عمق مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر منفی و معنی‌داری بر رشد اقتصادی داشته است. در کشورهای مورد مطالعه به خاطر دخالت دولت در نظام بانکی و تخصیص نامناسب اعتبارات بانکی، این رابطه منفی و معنی‌دار شده است. سیاست‌های نامناسب بانکی، عدم شفافیت و نبود رقابت واقعی در بخش بانکداری، نرخ‌های دستوری بهره بانکی و تسهیلات تکلیفی و نظایر آن موجب شده است که رابطه بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سیستم مالی ضعیف بوده و نهایتاً به مانعی در جهت رشد اقتصادی تبدیل شود. شفاف‌سازی فرایندها و حرکت به سمت رقابت سالم در سیستم بانکداری و کاهش دخالت و تصدی‌گری دولت در نظام بانکی از جمله مواردی است که می‌تواند موجب تاثیر مثبت فعالیت‌های سیستم بانکی بر رشد اقتصادی شود.

با توجه به نتایج جدول ۲، هر دو شاخص ترکیبی حجم بازار سهام (مدل سوم) و شاخص نقدینگی (مدل چهارم) با در نظر گرفتن متغیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر مثبت بر رشد اقتصادی داشته‌اند اما فقط شاخص حجم بازار سهام اثر معنی‌دار بر رشد اقتصادی داشته است. در واقع، بر اساس این نتیجه می‌توان گفت که هر چه حجم بازار سهام در این گروه از کشورها بیشتر باشد، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی تأثیر بیشتری خواهد داشت.

بازار سهام با فراهم کردن اطلاعات درباره بازدهی بنگاه‌های داخلی و بهبود مدیریت ریسک می‌تواند در جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی مؤثر باشد. گسترش بازار سهام در چند دهه اخیر و تخصیص منابع مالی از سوی بازار سهام به بنگاه‌های تولیدی داخلی، اهمیت این شاخص را بیش از پیش نمایان کرده است. پیشنهاد می‌گردد در راستای حمایت از بازار سهام، با ایجاد شفافیت در بازار، جلوگیری از رانت‌های احتمالی و نوسانات شدید

در بازار گرفته شده و از این مسیر، زمینه لازم برای جلب سرمایه های داخلی و خارجی به کشور فراهم گردد تا رشد اقتصادی کشور بهبود یابد.

جدول ۲- نتایج برآورد مدل اثر سرمایه گذاری مستقیم خارجی در تعامل توسعه مالی بر رشد اقتصادی (با در نظر گرفتن شاخص توسعه مالی بازار)

متغیرها	نام متغیرها	مدل سوم- با در نظر گرفتن شاخص حجم بازار سهام	مدل چهارم- با در نظر گرفتن شاخص ارزش نقدینگی سهام
<b>B<sub>0</sub></b>	عرض از مبدا	۲۳/۵۶	۲۸/۰۴
		۰/۰۰۴۴	۰/۰۰۶۱
<b>GDPP<sub>t-1</sub></b>	وقفه متغیر وابسته	***۰/۸۱۶	***۰/۸۲۲
		۰/۰۱۸	۰/۰۱۸
<b>FDI*CAP</b>	شاخص تأثیر متقابل سرمایه گذاری مستقیم خارجی و حجم بازار سهام	***۰/۰۰۱	-
		۰/۰۰۰۶	
<b>FDI*VT</b>	شاخص تأثیر متقابل سرمایه گذاری مستقیم خارجی و ارزش نقدینگی سهام	-	۰/۰۰۰۲
			۰/۰۰۰۳
<b>IF</b>	نرخ تورم	-۰/۰۰۲	*-۰/۰۲۶
		۰/۰۰۳	۰/۰۱۲
<b>GOC</b>	مخارج دولت	***۰/۰۰۶	***۰/۰۰۴
		۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۱
<b>HC</b>	سرمایه انسانی	***۰/۰۰۱۲	**۰/۰۰۱
		۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۵
<b>OP</b>	باز بودن اقتصاد	***۰/۰۰۲۵	***۰/۰۰۲۸
		۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۴
<b>Sargan test<sup>1</sup></b>	آزمون سارگان	۰/۱۶۰	۰/۲۴۳
<b>AR(1)</b>	آزمون همبستگی مرتبه اول پسماند	۰/۰۰	۰/۰۰
<b>AR(2)</b>	آزمون همبستگی مرتبه دوم پسماند	۰/۵۹۱	۰/۲۷۶
***, **, *	معنی داری در سطح ۱۰، ۵ و ۱ درصد	سطر اول ضرایب	اعداد سطر دوم خطای معیار

<sup>1</sup>- اعداد به دست آمده مقادیر p می باشد. مأخذ: محاسبات تحقیق

برای ایجاد اطمینان در خصوص مناسب بودن استفاده از این روش تخمین برای برآورد مدل دو آزمون مطرح است؛ یکی از این آزمون‌ها، آزمون سارگان می‌باشد که برای صحت و اعتبار متغیرهای ابزاری به کار می‌رود. آزمون دوم، آزمون همبستگی پسماند مرتبه اول (۱) AR و مرتبه دوم (۲) AR است. این آزمون نیز برای بررسی اعتبار و صحت متغیرهای ابزاری به کار می‌رود. آرلانو و باند (۱۹۹۱) قائلند که در تخمین GMM، باید جملات اخلاص دارای همبستگی سریالی مرتبه اول (۱) AR بوده و دارای همبستگی سریالی مرتبه دوم (۲) AR نباشند. نتایج آزمون سارگان و آزمون‌های همبستگی پسماندها مرتبه اول و دوم در هر چهار مدل نیز صحت اعتبار نتایج مدل‌های آزمون شده بر اساس GMM را تایید می‌کنند.

#### ۵. جمع بندی و نتیجه گیری

در این پژوهش به بررسی رابطه بین شاخص‌های متنوع توسعه مالی و رشد اقتصادی با لحاظ سرمایه گذاری مستقیم خارجی در ۲۵ کشور منتخب اسلامی طی سال‌های ۱۹۹۰ الی ۲۰۱۲ پرداخته شد. بر اساس برآوردهای قبل می‌توان نتیجه گرفت که مداخله کمتر دولت و شاخص‌های توسعه مالی بازار محور، عواملی اساسی در ارتباط میان سرمایه گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی می‌باشند. به عبارت دیگر توسعه مالی بازار محور، عاملی مهم در ارتباط میان سرمایه گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی است. سیستم مالی کشورهای مورد مطالعه، هنوز برطبق استانداردهای کشورهای صنعتی شده توسعه نیافته اما توسعه مداوم سیستم مالی این کشورها، واکنش رشد اقتصادی به سرمایه گذاری مستقیم خارجی را افزایش می‌دهند. اصلاحات بخش مالی، محیط اقتصادی بهتری برای سرمایه خارجی فراهم کرده و ضمن تأثیر مستقیم بر رشد اقتصادی، از کانال بهبود اثر بخشی سرمایه گذاری مستقیم خارجی نیز می‌تواند بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت بر جا بگذارد. شاخص‌های بازار محور توسعه مالی نظیر توسعه بازار سهام و افزایش تعداد و ارزش معاملات آن در این خصوص از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند. کشورهای مورد مطالعه برای

اینکه بتوانند با توسعه بازار مالی بهتر از سرمایه گذاری مستقیم خارجی استفاده کنند باید بازار سهام خود را گسترش داده و همراه با گسترش کمی و کیفی این بازار، سرمایه گذاری های داخلی و خارجی را نیز به بهترین و کارآمدترین سمت هدایت نمایند.

با توجه به کمبود منابع مالی داخلی و تأثیر منفی شاخص عمق مالی بر رشد اقتصادی کشورهای تحت بررسی، پیشنهاد می گردد راهکارهای لازم در خصوص کاهش نسبت بدهی های جاری سیستم بانکی به تولید ناخالص داخلی انجام پذیرد و در تأمین مالی پروژه های بزرگ سرمایه گذاری، اولویت بر منابع سرمایه گذاری خارجی باشد که به همراه بازارهای مالی توسعه یافته تر می تواند موجبات تسریع رشد اقتصادی را فراهم سازد.

هدایت منابع مالی محدود داخلی به سمت فعالیت های مولد و دارای ارزش افزوده بالاتر، تلاش برای ایجاد ثبات و امنیت در بازار سرمایه و بالا بردن ضریب امنیت برای سرمایه گذاران داخلی و خارجی می تواند در زمینه افزایش رشد اقتصادی کشور مؤثر واقع گردد.

## فهرست منابع

- جلایی، عبدالمجید، و صباغ پور فرد، مینا، (۱۳۸۸)، «بررسی اثر سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی ایران از مسیر بازارهای مالی»، *پژوهشنامه اقتصادی*، سال نهم، شماره ۲، تابستان، صفحات ۱۷۱-۱۸۸.
- خلیلی عراقی، منصور و سلیمی شندی، رقیه، (۱۳۹۳)، «رابطه بین سرمایه گذاری مستقیم خارجی، توسعه مالی و رشد اقتصادی: مطالعه موردی کشورهای منتخب آسیایی»، *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، سال بیست و دوم، شماره ۷۱، پاییز، صفحات ۱۵۶-۱۴۳.
- زمانی، فهیمه؛ مهرابی بشرآبادی، حسین و اسماعیلی، عادل، (۱۳۸۷)، «بررسی تأثیر توسعه مالی بر رشد بخش کشاورزی در ایران»، *مجموعه مقاله‌های ششمین کنفرانس اقتصاد کشاورزی ایران*، کرج، انجمن اقتصاد کشاورزی ایران، پردیس کشاورزی و منابع طبیعی دانشگاه تهران.
- سلمانی، بهزاد و امیری، بهزاد، (۱۳۸۸)، «توسعه مالی و رشد اقتصادی»، *فصلنامه اقتصاد مقداری (بررسی‌های اقتصادی سابق)*، سال ششم، شماره ۴، بهار، صفحات ۱۴۵-۱۲۵.
- سیفی پور، رؤیا، (۱۳۸۹)، «بررسی تجربی تأثیر سطح توسعه مالی بر رشد اقتصادی»، *مجله مطالعات مالی*، سال پنجم، شماره ۶، بهار، صفحات ۷۰-۴۹.
- محمدی، حسین؛ کرباسی، علیرضا و تعالی مقدم، آزاده، (۱۳۹۲)، *اقتصادسنجی کاربردی رهیافتی مدرن با استفاده از ابویوز و میکروفیت*، چاپ اول، مشهد: انتشارات دانشگاه فردوسی مشهد، ۴۹۲ صفحه.
- مومنی، مانی و آریانی، فائزه، (۱۳۹۲)، «تأثیر توسعه مالی در اثرگذاری سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی در منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا»، *فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، سال ششم، شماره ۱۸، تابستان، صفحات ۱-۱۵.
- مهدوی، رحمان و مهدوی، روح الله، (۱۳۹۰)، «تأثیرگذاری سرمایه گذاری مستقیم خارجی و توسعه بازار مالی بر رشد اقتصادی ایران»، *فصلنامه اقتصاد و تجارت نوین*، سال چهارم، شماره ۱۴، پاییز، صفحات ۱۲۹-۱۴۷.
- مهدوی، روح الله، جهانگرد، اسفندیار، و ختائی، محمود، (۱۳۸۹)، «تأثیر توسعه بازار مالی در تأثیرگذاری سرمایه گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی کشورهای میزبان با استفاده از

روش داده های تابلویی»، فصلنامه تحقیقات مدل سازی اقتصادی، سال اول، شماره ۲، زمستان، صفحات ۲۱-۴۰.

Ahmed, E., and Malik, A, (2009), "Financial Sector Development and Economic Growth: An Empirical Analysis of Developing Countries", *Journal of Economic Cooperation and Development*, vol. 3, no. 30, pp. 17-40.

Alfro, L., Chanda, A., Kalemli-ozcan, S, (2004), "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets", *Journal of International Economics*, vol 1, no. 64, pp. 89-112.

Arellano, M., Bond, S., (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies*, vol. 58, no. 2, pp. 277-297.

Baltagi, B. H. Demetriades, P. O. Law, S. H. (2008), "Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data", *Journal of Development Economics*, vol. 89, no. 2, pp. 285-296.

Barro, R.J. (1991), "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, no. 2, pp. 407-33.

Barro, R.J. (1995), "Inflation and Economic Growth", NBER Working Paper No. 5326, NBER Program, Cambridge.

Blundell, R.W. and Bond, S, (1998), "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", *Journal of Econometrics*, vol. 87, no. 1, pp. 115-143.

Bound, J., Jager, D.A. and Baker, R.M, (1995), "Problem with Instrumental Variables Estimation When the Correlation between the Instrumental and the Endogenous Explanatory Variable Is Weak", *Journal of American Statistical Association*, vol. 430, no. 90, pp. 443-450.

Breitung, J. (2002). "Nonparametric Tests for Unit Roots and Cointegration", *Journal of Econometrics*, vol 51, No. 108, pp. 343-363.

Choong, C. K. & S. Y. Lam, (2011), "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth: Panel Data Analysis", *the IUP Journal of Applied Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 220-224.

Hicks, John. (1969), *A Theory of Economic History*. Oxford: Clarendon Press.

Im KS, Pesaran MH and Y. Shin (2003), "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels", *Journal of Econometrics*, vol. 50, no. 115, pp. 53-74.

Jin, J. C. (2000), "Openness & Growth: an Interpretation of Empirical Evidence From East Asian Countries", *The Journal of International Trade and Economic Development*, vol. 9, no.1, pp. 5-17.

Kao, C. (1999). "Spurious Regression and Residual-Based Tests for Cointegration in Panel Data", *Journal of Econometrics*, vol. 30, No. 90, pp. 1- 44.

Keefer, Philip. & Knack, Stephen, (2007), "Boondoggles, Rent Seeking, and Political Checks and Balances: Public Investment Under Unaccountable Governments", *Review of Economics and Statistics*, vol. 89, no. 3, pp. 566-572.

King, R.G. and Levine, R (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, no. 3, pp. 717-737.

Li Chee, Y. (2010), "The Impact of FDI and Financial Sector Development on Economic Growth: Empirical Evidence from Asia and Oceania", *International Journal of Economics and Finance*, vol. 2, no. 2. pp. 107-119.

Ljungwall, C (2007). "Financial Sector Development, FDI and Economic Growth in China", *Journal of International Business Review*, vol. 4, no. 17, pp. 452-465.

Lucas, Robert E., JR. (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *J. Monetary, Econ.* vol. 22, no. 1, pp. 3-42.

Pedroni, P. (2004). "Panel Cointegration, Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests With an Application to the PPP Hypothesis", *Econometric Theory*, vol. 1, No. 3, pp.597-625.

Pham, T., Nguyen, D. (2010). Does Exchange Rate Policy Matter for Economic Growth? Vietnam Evidence from a Co- Integration Approach, *Economics Bulletin*, vol. 30, no.1, PP. 169-181.

Robinson, Joan. (1952), "The Generalization of the General Theory, in The Rate of Interest", *The Economic Journal*, vol. 91, no. 346, pp. 67-142.

Saini Azman W.N.W., Siong Hook Law, Abd Halim Ahmad, (2010), "FDI and Economic Growth: New Evidence on the Role of Financial Markets", *Economics Letters*, vol. 107, no. 2, pp. 211-213.

Schumpeter, J.A. (1912), *the Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

Solow R. M. (1956), "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol 1, no. 70, pp. 65-94.