

## بررسی و عرضه مدل رابطه بین ریسک کشوری و جذب سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای در حال توسعه (با تأکید بر جمهوری اسلامی ایران)

رضا راعی\*

سیدمحسن فاضلیان\*\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۵/۴

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۷/۱۳

### چکیده

جهانی‌سازی اقتصادی و بین‌المللی شدن بازارهای مالی در دهه‌های گذشته، به شکل معتنا بهی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را توسعه داده است که تمام این فرصت‌ها به نحوی با ریسک‌های جدید و منحصربه‌فردی ملازم‌اند. جهان سرمایه‌گذاری در دو دهه گذشته، شاهد بحران‌های زیادی در بدهی‌های خارجی کشورهای در حال توسعه و ناتوانی اقتصادی این کشورها در بازپرداخت بدهی‌ها بوده است. ناتوانی کشورها در ایفای تعهدات مالی بین‌الملل در اثر رخداد عوامل مختلف اقتصادی و سیاسی، متغیر مفهومی قیاسی‌ای را با عنوان ریسک کشوری در ادبیات اقتصاد مالی بین‌الملل مطرح کرده است. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، مؤلفه‌ای کاملاً مؤثر در رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه به شمار می‌آید که می‌تواند تحت تأثیر عوامل مختلف اقتصادی و سیاسی-اجتماعی از جمله شاخص کلیدی ریسک کشوری قرار گیرد. تحقیق حاضر، ضمن شناخت و عرضه تعریف جامعی از مفهوم ریسک کشوری و نحوه ارزیابی آن، به بررسی ارتباط بین جذب سرمایه‌گذاری خارجی و عوامل مؤثر از جمله ریسک کشوری می‌پردازد و نتیجه می‌گیرد که بین تغییرات ریسک کشوری و جذب سرمایه‌گذاری خارجی، ارتباط منفی معناداری وجود دارد.

### واژگان کلیدی

ریسک کشوری، ریسک سیاسی، ریسک حاکمیتی، جذب سرمایه‌گذاری خارجی،  
رتبه‌بندی اعتباری، ریسک خارج مرز

\*raei@ut.ac.ir

\* دانشیار گروه مدیریت مالی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

\*\* استادیار گروه مدیریت مالی دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق - علیه السلام - نویسنده

fazelian@isu.ac.ir

مسئول

#### ۱. مقدمه

جهانی‌سازی اقتصادی و بین‌المللی شدن بازارهای مالی در دهه‌های گذشته، به شکل معتناهایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را توسعه داده است که تمام این فرصت‌ها به نحوی با ریسک‌های جدید و منحصربه‌فرد، تلازم دارند. بنابراین، به شکل طبیعی، تمایل بسیار زیادی برای شناخت، اندازه‌گیری و کنترل ریسک‌های مرتبط در فضاهای جدید سرمایه‌گذاری وجود دارد. جهان، در دو دهه گذشته، شاهد بحران‌های زیادی در بدهی‌های خارجی کشورهای در حال توسعه و ناتوانی اقتصادی این کشورها در بازپرداخت بدهی‌ها بوده است (Such, 1996). بعد از بحران نفت، بخش عظیمی از منابع مالی - که از طریق سازمان‌های اعتباری بین‌الملل مانند بانک جهانی و صندوق بین‌الملل پول به کشورهای در حال توسعه پرداخت شد - صرف بازپرداخت بدهی‌های این کشورها گردید. ادبیات موجود درباره ریسک کشوری، متغیرهای مالی اقتصادی و سیاسی را عوامل تعیین‌کننده این ریسک می‌داند. صرف نظر از درجات مختلفی که هر کدام از این متغیرها در تعیین ریسک کشوری دارند، ریسک کشوری می‌تواند با دیدگاه متغیرهای مالی و اقتصادی دیده شود یا اینکه برای اندازه‌گیری آن، از ترکیب متغیرهای مالی و اقتصادی با متغیرهای سیاسی استفاده شود. در تبیین و تفسیر دلایل نکول وام‌های خارجی، دو روش پایه‌ای و ساختاری وجود دارد. روش ظرفیت پرداخت بدهی<sup>۱</sup> که بر حاد شدن وضعیت بدهی‌های کشور تأکید می‌کند که در نهایت، این کشور نمی‌تواند از عهده پرداخت تعهدات خود برآید. مثلاً بلاستورم<sup>۲</sup> و کوکو<sup>۳</sup> (۱۹۹۸) ریسک کشوری را ریسکی می‌دانند که کشوری قادر نیست بدهی‌های خارجی را به دلیل ناتوانی در فراهم کردن ارزش کافی خارجی، پرداخت کند. در چهارچوب این تعریف، ریسک کشوری تابعی از چندین پارامتر مختلف مالی-اقتصادی است. روش تحلیل هزینه-فایده<sup>۴</sup>، نکول را تأخیر عمده کشور در بازپرداخت بدهی‌های خود می‌داند. این روش ممکن است در طولانی‌مدت، اثرات بسیار منفی و مخربی داشته باشد (مثلاً خروج دفعی کشوری از بازار بزرگ متشکل جهانی سرمایه موجب ضربه زدن به اعتبار مالی و اقتصادی کشور دیگری می‌شود). از آنجا که این گونه تأخیر در بازپرداخت بدهی‌های کشور، تصمیمی سیاسی محسوب می‌شود، می‌توان متغیرهای

سیاسی را به موازات متغیرهای مالی-اقتصادی در مدل‌های ریسک کشوری مؤثر دانست. این روش را بریور<sup>۵</sup> و ریولی<sup>۶</sup> (۱۹۹۰) و ویلم<sup>۷</sup> (۲۰۰۴، صص ۳۰۲-۳۲۰) که تأثیر شاخص‌های ثبات وضعیت سیاسی را بر رتبه‌بندی ریسک کشوری مؤثر می‌دانند، قویاً پیشنهاد کرده‌اند. در پاسخ به تقاضای روزافزون به تدوین مدل‌های ریسک کشوری، مؤسسات مختلفی مانند مودی<sup>۸</sup>، استاندارد اند پورز<sup>۹</sup>، فیچ<sup>۱۰</sup>، انیستیتوشنال اینوستر<sup>۱۱</sup>، یورومانی<sup>۱۲</sup> و دان‌اند براداستریت<sup>۱۳</sup>، تحقیقات بسیار زیادی درباره این مفهوم انجام داده‌اند. نتایج این تحقیق‌ها و تحلیل‌ها به صورت رتبه‌بندی (یا علامت‌های خاص) عرضه شده است که این رتبه‌ها نشان‌دهنده ظرفیت نکول محتمل آتی است. هاک<sup>۱۴</sup> (۱۹۹۶، صص ۵۱-۶۵) ریسک اعتباری کشوری را تلاشی در جهت تخمین ریسک‌های منحصربه‌فرد آن کشور مخصوصاً با احتمال اینکه در پرداخت تعهدات خود دچار نکول شود، تعریف می‌کند. رتبه‌بندی کشوری<sup>۱۵</sup> می‌تواند احتمالی در نظر گرفته شود که ممکن است کشوری در بازپرداخت بدهی‌های خود موفق نشود. مدل ریسک کشوری باید از جامعیت لازم برخوردار باشد بدین مفهوم که باید تفسیر آن به راحتی ممکن باشد. مع‌الاسف، تاکنون رتبه‌بندی‌های موجود، در تبیین ریسک کشوری، جامعیت لازم را ندارد و علت این امر، آن است که اولاً مؤسسات اعتباری، روش‌های تعیین ریسک کشوری را مشخص نمی‌کنند و ثانیاً نحوه ترکیب متغیرهای متجانس و غیرمتجانس و به دست آوردن شاخص اعتباری یکسان برای ما مشخص نیست. همچنین، معمولاً فرض بر این است که رتبه‌بندی با ترکیب متغیرهای مالی-اقتصادی و سیاسی به دست می‌آید (Hok, 1996, Pp. 23). باید به این نکته واقف بود که تأثیر واقعی هر کدام از عوامل مؤثر، به درستی، شناختنی نیست؛ به عبارت دیگر، اینکه در میان عوامل متنوع اقتصادی و سیاسی، کدام عوامل می‌تواند تأثیر بیشتری در ارزیابی ریسک کشوری داشته باشد شناختنی نیست. هاک<sup>۱۶</sup> (۱۹۹۸) ادعا می‌کند کافی است تنها، تحلیل خود را به متغیرهای مالی-اقتصادی محدود کنیم؛ در حالی که بریور و ریولی (۱۹۹۰) معتقدند که نه تنها متغیرهای مالی-اقتصادی مؤثر است بلکه عوامل سیاسی نیز می‌تواند در رتبه‌بندی ریسک اعتباری هر کشور مؤثر واقع شود.

لذا نکته حائز اهمیت، جریان ورود و خروج سرمایه‌های مستقیم خارجی<sup>۱۷</sup> به کشورها، به خصوص کشورهای در حال توسعه است که از فرصت‌های بسیار مناسب سرمایه‌گذاری برخوردارند. جذب سرمایه خارجی تابع عوامل متعددی است که مهم‌ترین آن می‌تواند معیار ریسک کشوری برای کشور هدف (میزبان) باشد. معمولاً جذب سرمایه خارجی، یکی از مهم‌ترین شاخصه‌های رشد اقتصادی به خصوص در کشورهای توسعه‌یافته است که تحت تأثیر عوامل بسیار زیادی است که از آن جمله می‌توان به شاخص ریسک کشوری اشاره کرد. فرایند جهانی‌سازی، به طور کلی، خود را در شکل تجارت کالاها و خدمات، جریان انتقال سرمایه در کوتاه‌مدت و افزایش معتنا به سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نشان می‌دهد. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، نشان‌دهنده حجم کلانی از سرمایه‌گذاری در بلندمدت است که می‌تواند تأثیرات زیادی در رشد پایدار کشورهای مقصد داشته باشد. جریان سرمایه‌گذاری مستقیم جهانی از میزان ۱۳ میلیارد دلار در سال ۱۹۷۰ به بیش از ۵۸ میلیارد دلار در سال ۱۹۸۵ رسیده است. این در حالی است که این مقدار با رشدی بیش از ۲۰ برابر در سال ۲۰۰۰ به رقم نجومی ۲۰۰۰ میلیارد دلار رسیده است (WWW.UNCTAD.COM, 2005).

## ۲. ادبیات موضوع

### ۲-۱. واژه‌شناسی و تحلیل ریسک کشوری

با پایان نظام برتون وودز<sup>۱۸</sup> در سال ۱۹۷۱ و به طور خاص با آغاز دهه ۹۰ میلادی، اقتصاد جهانی به شدت از پدیده جهانی شدن تأثیر پذیرفت. آزادسازی و لیبرالیسم اقتصادی که با تلاش‌های مارگارت تاچر در انگلستان و به تبع آن، بیشتر کشورهای صنعتی از سال ۱۹۷۹ آغاز شده بود، با توجه به نظر مثبت سازمان‌های بین‌المللی همچون صندوق بین‌المللی پول و تداوم برنامه‌های ترویجی این سازمان ادامه یافت و به عنوان سیاست آزاد اقتصادی پدیدار گشت. اکنون، تخصیص منابع مالی تجهیز شده، به هر فرصت سرمایه‌گذاری بدون هیچ گونه محدودیت قانونی و مقرراتی در اسرع زمان ممکن، ممکن شده و تمامی استفاده‌کنندگان از منابع مالی تجهیز شده - محلی یا خارجی - از فرصت‌های یکسان برای استفاده برخوردارند (Buring, 1994, Pp. 79-95). روند حاکم بر تحولات بازارهای مالی بین‌المللی نشان می‌دهد که بحران‌ها و مخاطرات

سرمایه‌گذاری در بازار بین‌الملل به موازات گسترش آزادسازی اقتصادی بین‌الملل، گسترش یافته است و پدیده جهانی شدن شاید مهم‌ترین عامل توسعه و در عین حال، عامل افزایش ریسک‌های سرمایه‌گذاری تلقی شود. زمانی که میزان رویدادهای ناگوار و بحران‌های مالی زمان حاضر با مقطع بعد از جنگ جهانی تا قبل از دهه ۷۰ میلادی مقایسه شود، نشان می‌دهد که روزهای خوب گذشته، احتمالاً نسبت به زمان حاضر مزیتی نداشته و تنها از آرامش بیشتری برخوردار بوده است (Krugman, 2000, Pp. 53-71). بحران بدهی‌های مالی در دهه ۸۰ میلادی، بحران شیلی در ۱۹۸۲، بحران پرو در ۱۹۹۴، بحران مالی شرق آسیا در ۱۹۹۷، بحران روسیه در ۱۹۹۹، بحران اقتصادی آرژانتین در ۲۰۰۳ و بحران‌های اقتصادی در اروپا و آمریکا در ۲۰۰۷، شواهدی است بر ضربه‌پذیری نظام باز اقتصاد بین‌الملل؛ که انتظار افزایش آن نیز در سطح سایر کشورها نامحتمل نیست. به دنبال افزایش تلاطمات و نوسانات اقتصادی - که با جهانی شدن تسریع شده است - بنگاه‌های اقتصادی بیشتری در خارج مرزهای کشور و در سطح بین‌الملل، به سرمایه‌گذاری، تجارت و رقابت، اقدام کرده‌اند. در بین سال‌های ۱۹۵۰ تا ۲۰۰۰ میلادی، نسبت صادرات جهانی به کل تولید ناخالص داخلی جهانی از کمتر از ۱۰ درصد به بیشتر از ۲۰ درصد رشد یافته است (Standard & Poors, 2010). این شاخص، نشان‌دهنده شاخص میزان اثرپذیری بنگاه‌های چندملیتی از اوضاع درهم‌تنیده اقتصاد جهانی است. بنابراین، به طور طبیعی، استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در فضای اقتصاد جهانی به عنوان اولویتی راهبردی در سرمایه‌گذاری بخش دولتی و خصوصی مورد توجه است. به دنبال افزایش حجم بدهی‌ها در کشورهای در حال توسعه و تقاضای تصاعدی جهت تمدید زمان بازپرداخت بدهی‌ها در دهه ۸۰ میلادی، مفهوم ریسک کشوری به عنوان یکی از اصلی‌ترین عوامل، مورد توجه سازمان‌های مالی بین‌الملل و بنگاه‌های سرمایه‌گذاری بزرگ قرار گرفت (Rouy & Coust, 1995). مجموع تلاش‌های مؤثر برای یافتن و تحلیل شاخصی اعتمادپذیر، مفهوم ریسک کشوری را در سطح ادبیات اقتصادی جهان، متبلور کرده است که به موازات رشد بازارهای مالی و پولی بین‌الملل، مبانی نظری و عملی آن نیز تطور یافته است (Bouchet et al., 2004, Pp. 44-71). به دنبال ورشکستگی بسیاری از شرکت‌های آمریکایی در خلال انقلاب کوبا در

سال‌های میانی دهه ۶۰ میلادی، ایده و مفهوم ریسک سیاسی در نوشته‌های برخی محققان چون آشر<sup>۱۹</sup> و روت<sup>۲۰</sup> مطرح شد. اگرچه بنگاه‌های چندملیتی با سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره و پربازده در خارج مرزها، اقدام به افتتاح شعبات کرده‌اند، لکن باید دانست که شرکت‌های تابعه سرمایه‌پذیر در حوزه بازار بین‌الملل همواره فرزندان ناخلفی برای صاحبان بنگاه به شمار می‌روند و این در حالی است که به علت نوظهور بودن بسیار از صنایع در بازارهای تازه و جذاب، افق بازده سرمایه‌گذاری بسیار قابل توجه است (Zenof, 1967). آنچه مسلم است این است که فضای حاکم بر سرمایه‌گذاری در فضای اقتصاد باز بین‌الملل، تغییر کرده و هم‌اکنون، هر روز تعداد بیشتری از شرکت‌ها و بنگاه‌ها، خود را در معرض ریسک بازارهای مالی بین‌الملل قرار می‌دهند. در ابتدا، بسیاری از محققان کوشیدند که ریسک سرمایه‌گذاری خارجی را در قالب محیط سرمایه‌گذاری<sup>۲۱</sup> تحلیل کنند. محیط سرمایه‌گذاری، مفهوم عامی است که به تمامی عوامل مؤثر سیستمی و غیرسیستمی ناظر بر نوعی سرمایه‌گذاری مشخص را توجه می‌کند. در حالی که بسیاری از محققان و نویسندگان حوزه اقتصاد و مالی بین‌الملل علاقه‌مند به مطالعه ارتباط بین سیاست و تجارت بین‌الملل هستند، ارتباط این دو حوزه هنوز بسیار مبهم و ناشناخته است و به عنوان یکی از مهم‌ترین فضاها مورد توجه محققان، مورد تأمل و تحقیق است. در ادبیات مربوط به ریسک سرمایه‌گذاری بین‌الملل، معمولاً از دو مفهوم عام استفاده می‌شود که عبارت است از ریسک کشوری<sup>۲۲</sup> و ریسک سیاسی<sup>۲۳</sup>. همچنین، دو مفهوم دیگر نیز در نوشته‌های محققان دیده شده که عبارت است از ریسک خارج مرز<sup>۲۴</sup> و ریسک حاکمیتی (ساورینگ)<sup>۲۵</sup>. تا قبل از دهه ۷۰ میلادی، اصطلاح ریسک سیاسی، به سرمایه‌گذاری در حوزه بازارهای پولی و مالی بین‌الملل، مربوط می‌شد. در دهه ۷۰، مفهوم ریسک کشوری ظهور کرد و به طور خاص، به تجارت کشورها و به طور عام به تعاملات صنعت بانکداری و تخصیص منابع بانکی به فرصت‌های سرمایه‌گذاری در سطح بین‌الملل، اطلاق یافته است. بعد از بحران بدهی‌های بین‌الملل، بسیاری از محققان و فعالان حوزه تأمین مالی بین‌الملل از کاربرد ریسک حاکمیتی و ریسک کشوری در مقابل ریسک سیاسی استفاده می‌کنند. مؤسسه مودی در سال ۲۰۰۳ اعلام کرد که اصطلاح سقف ریسک حاکمیتی را به سقف

ریسک کشوری تغییر دهد. به طور کلی، ریسک حاکمیتی، اصطلاحی نسبتاً مبهم و پیچیده است که در بعضی مواقع، اشاره‌ای کلی به یک کشور دارد و در برخی مواقع، دولت را به عنوان انتشاردهنده و ضامن‌کننده اوراق قرضه، تلقی می‌کند. جدول شماره ۱، وجوه افتراق و اشتراک بین مفاهیم مذکور را نشان می‌دهد. اکنون، مفهوم ریسک کشوری، شمول بیشتری نزد محققان دارد. ریسک کشوری، ناظر به مفهومی عام است و آن، کلیه ریسک‌های مرتبط به کشور است؛ در صورتی که ریسک سیاسی بیشتر در فحوا و مفهوم خود، تنها، ریسک‌هایی را شامل می‌شود که ماهیت سیاسی داشته باشند (Bouchet et al., 2004, Pp. 66-85).

#### جدول ۱. دیدگاه‌های متفاوت در ادبیات ریسک کشوری

روشن‌شناسی	ماهیت سرمایه‌گذاری	منشأ ریسک	تعریف ریسک	واژه‌شناسی
کیفی	سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی	دخالت دولت	عملکرد	ریسک سیاسی
			واریانس	ریسک کشوری
کمی	وام‌های تجاری بانکی	بی‌ثباتی محیطی	بازده منفی	ریسک حاکمیتی
	پرتفوی سرمایه‌گذاری			ریسک خارج مرز

بعضی نویسندگان، ریسک کشوری را عملکرد واریانس می‌دانند؛ فارغ از اینکه بنگاه‌های اقتصادی به صورت مثبت یا منفی از این ریسک، متأثر شوند. رویاک<sup>۲۶</sup> (۱۹۷۱) تصریح می‌کند که مانند هر نوع ریسک دیگر، ریسک سیاسی می‌تواند منجر به بازده مثبت یا منفی شود. برای این گروه از محققان، ریسک کشوری، اشاره به احتمال اتفاقات سیاسی دارد؛ به طوری که مجموعه‌ای از این اتفاقات، انتظارات را از به دست آوردن نرخ بازده مشخص سرمایه‌گذاری، تغییر دهد. مثلاً شرکت‌هایی که در بخش خودروهای نظامی آرژانتین فعالیت داشته‌اند، در سال ۲۰۰۱ از رشد فروش و سود زیادی بهره برده‌اند و این در حالی بوده است که بی‌ثباتی سیاسی در این کشور، بسیار افزایش داشته است. محققانی چون کوربین<sup>۲۷</sup> و ساباک<sup>۲۸</sup> به این شاخه تعلق دارند. در مقابل، گروه دیگری از محققان، روش دیگری در تبیین و تعریف ریسک کشوری، انتخاب کرده‌اند. در این روش و دیدگاه کاربردی، ریسک کشوری بر مبنای نتیجه منفی، تحلیل و ارزیابی می‌شود. با این معنی، ریسک، زمانی وجود دارد که متضمن نوعی

ضرر و زیان باشد و یا حداقل اینکه انتظار بالقوه در کاهش بازده مورد انتظار وجود داشته باشد. محققانی چون سایمون<sup>۲۹</sup> و روت<sup>۳۰</sup> (۱۹۸۵)، در نوشته‌های خود به این دیدگاه از ریسک کشوری، توجه کرده‌اند. بنابراین، مفهوم ریسک کشوری می‌تواند در دو معنای متفاوت، بررسی شود. اینکه ریسک به معنی عملکرد واریانس تفسیر شود یا اینکه احتمال زیان منفی آن یا کاهش نرخ بازده اولیه آن، مورد توجه قرار گیرد. به هر حال، استفاده‌کنندگان از مفهوم ریسک کشوری بیشتر تمایل به تعریف دوم دارند به طوری که شاپرا<sup>۳۱</sup> و آرچ<sup>۳۲</sup> (۱۹۸۷) معتقدند که نگرانی از عدم حصول انتظارات و عملکرد مورد انتظار در مقابل مجموعه‌ای از اتفاقات مثبت یا منفی، اهمیت بیشتری دارد. بنابراین، به نظر می‌رسد که بسیاری به دیدگاه ریسک زیان اصل سرمایه<sup>۳۳</sup> را در مقابل دیدگاه ریسک کل، توجه کرده‌اند. ناوروکی<sup>۳۴</sup> (۱۹۹۹) در مروری بر ادبیات ریسک، به مزیت استفاده از تحلیل ریسک زیان اصل سرمایه را در مقابل دیدگاه ریسک کلی پرداخته است. مذاقه‌ای در ادبیات ۴۰ سال اخیر درباره ریسک کشوری - در حالی که دربرگیرنده شرایط مختلف و متنوعی است - اشاره به آغاز فعالیت تجاری در خارج مرزها و ریسک‌های خاصی است که مرتبط با این سرمایه‌گذاری است (مهدوی، ۱۳۸۷، صص ۳۱-۵۱). البته، به طور طبیعی، باید به جوانب مختلف و خاص هر سرمایه‌گذاری، توجه شود. هر معامله و فعالیت تجاری، شامل ریسک‌هایی است. زمانی که نوعی سرمایه‌گذاری در حوزه بین‌الملل مد نظر قرار می‌گیرد، به طور طبیعی، ریسک‌هایی مازاد بر ریسک سرمایه‌گذاری در داخل مرزها وجود دارد که به این ریسک‌های مازاد، ریسک کشوری اطلاق می‌شود. ریسک کشوری، به طور معمول، شامل ریسک‌هایی است که ناشی از اختلاف در ساختارهای اقتصادی بین‌الملل، سیاست‌گذاری‌های کلان اقتصادی، محیط جغرافیایی، نظام قیمت ارز و سایر عوامل کلان مؤثر به وجود می‌آید. تحلیل جامع ریسک کشوری، سعی در شناخت ریسک‌های بالقوه‌ای دارد که تأثیرات آن منجر به کاهش نرخ بازده سرمایه‌گذاری در حوزه بین‌الملل می‌شود. تعریف ملدرام از ریسک کشوری مطابق با تعاریف محققان متقدمی چون استوباک<sup>۳۵</sup> و دیگران (۱۹۶۹) است که به اعتقاد آنها، محیط سرمایه‌گذاری در خارج مرزها با محیط سرمایه‌گذاری در داخل مرزها متفاوت است و شامل ریسک‌های



بیشتری است. در تقسیم‌بندی منشأ و منبع ریسک کشوری، دو رویکرد، عرضه شده است. یکی از مهم‌ترین منابع ریسک کشوری، دخالت دولت‌ها در فعالیت تجاری بنگاه‌های اقتصادی است (Desta, 1985, Pp. 69-83). ریسک سیاسی، زمانی ایجاد می‌شود که دولت‌ها در امور مربوط به آغاز یا تداوم یا اختتام فعالیت تجاری، حساس باشند و به مقتضیات خاصی، شرایط قراردادهای تجاری را تغییر دهند و یا اینکه در تصمیم‌های دفعی، بخش یا صنعت خاصی را که با مشارکت سرمایه‌گذاران خارجی ایجاد شده است ملی کنند (Weston & serch, 1972). در این حالت، ایجاد ریسک کشوری، محصول دخالت و تصمیم‌های معکوس دولت‌ها و اقدامات قدرت‌مآبانه ایشان است. رویکرد دوم در منشأ و منبع ریسک کشوری به بی‌ثباتی محیط و تأثیرات بالفعل آن بر اوضاع فعالیت بنگاه‌های تجاری بین‌الملل اشاره می‌کند. در این دیدگاه، دخالت دولت یکی از عوامل ریسک کشوری در کنار مجموعه‌ای از عوامل دیگر است که می‌تواند عملکرد بهینه بنگاهی را در خارج مرزها با مشکل مواجه سازد.

## ۲-۲. ریسک کشوری و تحلیل نسبت

تحلیل واقعی تراز تجاری، مشخص‌کننده متغیرهایی است که به عنوان پشتوانه تحلیل اقتصادی و مالی تحلیل ریسک کشوری است. در واقع، بیشتر روش‌ها در تحلیل ریسک کشوری، شامل تکنیک‌های مقایسه‌ای مانند سیستم‌های رتبه‌بندی، تکنیک‌های تحلیلی مانند گزارش‌های خاص و تکنیک‌های اقتصادسنجی مانند لوجیت<sup>۳۶</sup>، تحلیل تفاضلی و مدل‌سازی از ترکیب متغیرهای مذکور در تحلیل تراز تجاری استنباط می‌شوند و یا اینکه از ترکیب برخی متغیرها - که به شکل نسبت عرضه می‌شود - استفاده می‌کند. متغیرها و نسبت‌ها برای تحلیل ریسک اقتصادی، بسیار متنوع است. ریسک اقتصادی اشاره به توسعه اقتصاد ملی دارد که می‌تواند در تولید در مقیاس جهانی، تأثیر بگذارد. مثلاً درباره پرتفوی سرمایه‌گذاری بین‌الملل، کاهش نرخ ارز در کشوری که در آن سرمایه‌گذاری شده است، ارزش کل پرتفوی سرمایه‌گذاری را در کشور مبدأ با کاهش مواجه می‌سازد؛ و درباره سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، رکود یا افول اقتصادی کشوری، می‌تواند انتظارات حصول جریان نقدی مورد انتظار یا بازده سرمایه‌گذاری را با ابهام مواجه کند. تحلیل ریسک اقتصادی به تحلیل اوضاع موجود و مورد انتظار از

وضعیت اقتصادی کشور، اشاره می‌کند. متغیرهایی که جهت ارزیابی ریسک اقتصادی کشورها، استفاده می‌شود می‌تواند به متغیرهایی که در ارتباط با اقتصاد داخلی است و متغیرهایی که در ارتباط با تراز تجاری است، تقسیم شود.

متغیرهای اصلی مرتبط به اقتصاد داخلی عبارت است از:

- ۱- تولید ناخالص داخلی یا تولید ناخالص ملی؛
- ۲- سرمایه‌گذاری ناخالص داخلی؛
- ۳- سرمایه‌گذاری ثابت ناخالص داخلی؛
- ۴- مصرف بخش خصوصی و دولتی؛
- ۵- پس‌انداز ناخالص داخلی؛
- ۶- شکاف منابع<sup>۳۷</sup>؛
- ۷- عرضه پول؛
- ۸- کاهش و کمبود بودجه دولتی؛
- ۹- شاخص تعدیل‌کننده تولید ناخالص داخلی (شاخص پاشه<sup>۳۸</sup>)؛ و
- ۱۰- شاخص قیمت مصرف‌کننده (لاسیپیر<sup>۳۹</sup>).

همچنین متغیرهای اصلی مربوط به تراز تجاری عبارت است از:

- ۱- صادرات کالاها و خدمات؛
- ۲- واردات کالاها و خدمات؛
- ۳- تراز تجاری؛
- ۴- توازن حساب‌های جاری؛
- ۵- شاخص قیمت صادرات؛
- ۶- شاخص قیمت واردات؛
- ۷- نرخ ارز؛ و
- ۸- ذخایر خارجی.

ترکیب متغیرهای مربوط به تحلیل ریسک داخلی اقتصادی و ریسک کشوری منجر به ایجاد نسبت‌هایی به منظور تحلیل اوضاع اقتصادی موجود و تخمین وضعیت آتی آن می‌شود. مجموعه‌ای از نسبت‌ها با هدف تحلیل انتظارات از رشد بلندمدت در تولید

ناخالص داخلی و یا تولید ناخالص ملی به شرح زیر عرضه می‌شود (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۹، صص ۵۵-۹۰):

۱- سرمایه‌گذاری ثابت ناخالص داخلی به تولید ناخالص داخلی (یا تولید ناخالص ملی)؛

۲- پس‌انداز ناخالص داخلی به تولید ناخالص داخلی (یا تولید ناخالص ملی)؛

۳- سرمایه‌نهایی به تولید (میزان دلار لازم برای افزایش در سرمایه‌گذاری به منظور افزایش تولید به ارزش یک دلار)؛

۴- خالص واردات سرمایه‌ای به سرمایه‌گذاری ثابت ناخالص داخلی؛ و

۵- پس‌انداز ناخالص داخلی به سرمایه‌گذاری ثابت ناخالص داخلی.

### ۲-۳. روش‌شناسی‌های تحلیل و ارزیابی: رتبه‌بندی

رتبه‌بندی<sup>۴۰</sup> با درجه<sup>۴۱</sup>، ارائه‌کننده شاخصی است که سطح ریسک را در مقابل تصمیم به سرمایه‌گذاری خارجی عرضه می‌کند. بازرگانان و فعالان تجاری، به طور معمول، نسبت به ریسک‌هایی که فعالیت تجاری آنها به همراه دارد، اشراف کلی دارند لکن به صورت دقیق نمی‌توانند تأثیر تمامی عوامل ریسک را در میزان بازده مورد انتظار، تحلیل کنند (Berili & Mirez, 2000, Pp. 65-78). بنابراین، هدف روش‌شناسی‌های رتبه‌بندی، درجه‌بندی کشورها از منظر ریسک آنها است. با تحلیل و شناخت رتبه ریسک کشوری، مدیران سرمایه‌گذاری بسیاری از بنگاه‌های بین‌الملل می‌توانند فرصت‌های متنوع سرمایه‌گذاری را در کشورهای مختلف، و میزان بازده سرمایه‌گذاری را با توجه به صرف ریسک مقایسه کنند. هم‌اکنون، روش‌شناسی‌های متنوعی در تحلیل و رتبه‌بندی ریسک کشوری وجود دارد که این تنوع، ناشی از ماهیت متفرق ریسک‌ها و نوع سرمایه‌گذاری است. از آنجا که تا کنون نظریه جامعی درباره ریسک کشوری عرضه نشده است می‌توان اعتقاد داشت که تمامی روش‌های به‌کاررفته در سطح بسیاری از مؤسسات رتبه‌بندی، به نحوی، تجربی بوده است و بسیاری از آنها از چک‌لیست‌های از قبل تعیین‌شده، شاخص‌های مورد نظر را جمع و پس از تحلیل پاسخ‌ها، رتبه ریسک کشوری را ارزیابی می‌کنند. برخی از این مؤسسات، صرفاً روش‌های کمی را در ارزیابی رتبه مد نظر قرار می‌دهند که بیشتر، شبیه تحلیل تکنیکی

است، لکن برخی مؤسسات با ترکیب روشه‌ای کمی و کیفی و در نظر گرفتن متغیرهای بنیادین (شبهه تحلیل بنیادین) و ترکیب آن با روش‌های ارزیابی کیفی، رتبه‌های واقعی‌تری را عرضه می‌کنند (Coofak, 2003). روش‌های رتبه‌بندی ریسک کشوری معمولاً در دو گروه عرضه می‌شود. گروه اول به طیف متنوع سرمایه‌گذاری خارجی، توجه می‌کند و تمامی ریسک‌های مرتبط را می‌شناسد و ارزیابی می‌کند و نظام رتبه‌بندی جهانی ریسک کشوری<sup>۴۲</sup> را عرضه می‌کند. گروه دوم، به طور خاص، بر بدهی‌های خارجی کشوری، متمرکز می‌شود و نظام رتبه‌بندی اعتباری کشوری<sup>۴۳</sup> را مورد توجه قرار می‌دهد. سرمایه‌گذاران قرضه بین‌الملل و بانک‌های تجاری در بازارهای سرمایه بین‌الملل، مهم‌ترین مخاطبان این مؤسسات هستند (Bouchet et al., 2004, Pp. 66-85). رتبه‌بندی ریسک کشوری در سطح بسیاری از بنگاه‌ها از جمله بنگاه‌های رتبه‌بندی خاص (BERI, NSE, PRS, ICRG و EIU) و مؤسسات اعتبار صادراتی (EDC) در کانادا، COFAC در فرانسه، HERMES در آلمان، SACE در ایتالیا و ECGD در انگلستان) و مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری (FITCH, MOODYs, S&P, Euro.MONEY و INSTITUTIONAL INVESTOR) اشاره کرد. بیشتر این مؤسسات از تحلیل نسبت‌های مالی و اقتصادی و همچنین شاخص‌های سیاسی و ترکیب آنها با یکدیگر از طریق روش‌های ترکیبی به ارزیابی ریسک کشوری می‌پردازند. روش‌های ریاضی ارزیابی ریسک از جمله ریسک کشوری شامل روش‌های کلاسیک و روش‌های جدید است.

بر این مبنای فرضیات تحقیق به شرح زیر است.

فرضیه ۱- بین رتبه ریسک کشوری و جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه، ارتباط مستقیمی وجود دارد.

فرضیه ۲- تأثیر متغیرهای اقتصادی نسبت به متغیر سیاسی دخیل در ریسک کشوری در جذب سرمایه‌گذاری مستقیم کشورهای در حال توسعه، بیشتر است.

#### ۲-۴. اهمیت شاخص‌های مؤثر در رتبه‌بندی ریسک کشوری

روش‌های رتبه‌بندی ریسک کشوری، در واقع، درجه ریسک اعتباری کشورها را نشان می‌دهد. در واقع، مجموعه‌ای از شاخص‌های کمی و کیفی در ارزیابی ریسک کشوری مورد توجه قرار می‌گیرد که بیشتر شاخص‌ها کیفی است. به طور خلاصه، اهمیت

شاخص‌های اقتصادی - که جهت ارزیابی ریسک کشوری در سطح مطالعات مختلف، استفاده شده و همچنین، مؤسسات رتبه‌بندی، از آنها استفاده کرده‌اند - به شرح جدول زیر است.

جدول ۲.۲. اهمیت متغیرهای اقتصادی

متغیر	مطالعات قبلی (ادبیات موضوع)
شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI)	Larrain et al., 1997
میزان رشد تعهدات اعتباری دولت‌ها	Monfort & Mulder, 2000
تراز حساب جاری به تولید ناخالص داخلی	Cook & Hebner, 1993; Larrain et al., 1997
بدهی (شامل کل بدهی‌های خارجی) به صادرات	Feder & Uy, 1985
بدهی به تولید ناخالص داخلی	Brewer & Rivoli, 1990; Cook & Hebner, 1993; Feder & Uy, 1985
بدهی به ذخایر	Manasse et al., 2003; Monfort & Mulder, 2000
وابستگی به صادرات نفت	Feder & Uy, 1985
سرمایه‌گذاری داخلی به تولید ناخالص داخلی	Monfort & Mulder, 2000; Larrain et al., 1997
میزان رشد صادرات	Feder & Uy, 1985
آسیب‌پذیری صادرات در مقابل بحران‌های مالی بین‌الملل	Feder & Uy, 1985
بدهی‌های خارجی به تولید ناخالص داخلی	Larrain et al., 1997; Brewer & Rivoli, 1990; Manasse et al., 2003; Monfort & Mulder, 2000
تراز مالی (هزینه دولت به تولید ناخالص داخلی)	Larrain et al., 1997; Cook & Hebner, 1993; Monfort & Mulder, 2000
سیاست سرمایه‌گذاری خارجی	Cook & Hebner, 1993
میزان رشد تولید ناخالص داخلی	Cook & Hebner, 1993; Feder & Uy, 1985; Larrain et al., 1997; Monfort & Mulder, 2000
تولید سرانه ناخالص داخلی	Erb et al., 1996; Feder & Uy, 1985; Larrain et al., 1997; Monfort & Mulder, 2000
میزان تورم	Monfort & Mulder, 2000; Larrain et al., 1997
ذخایر بین‌الملل به واردات	Feder & Uy, 1985; Monfort & Mulder, 2000
نرخ ارز واقعی	Cook & Hebner, 1993; Monfort & Mulder, 2000
پس‌انداز به تولید ناخالص داخلی	Larrain et al., 1997
بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل بدهی‌ها	Monfort & Mulder, 2000
میزان بازده کوتاه‌مدت اوراق خزانه	Monfort & Mulder, 2000

همچنین اهم شاخص‌های سیاسی به شرح جدول زیر است.

**جدول ۳. اهم شاخص‌های سیاسی**

مطالعات قبلی (ادبیات موضوع)	متغیر
Brewer & Rivoli, 1990; Cook & Hebner, 1993; Feder & Uy, 1985; Manasse et al., 2003	ثبات سیاسی
Hok et al. (1998)	تظاهرات ضد دولتی
Brewer & Rivoli, 1990; Cook & Hebner, 1993; Hok et al. (1998)	جنگ
Maroo (1993)	فساد دولتی و سازمانی
Hok et al. (1998)	اعتصابات عمومی
Maroo (1993)	سیستم قانون و مقررات
Hok et al. (1998)	بحران‌های دولتی (اقتصادی یا امنیتی)
Brewer & Rivoli, 1990; Maroo (1993)	تغییرات سیاسی
Brewer & Rivoli, 1990	مشروعیت سیاسی
Maroo (1993)	احتمال تقویت و پیروزی گروه‌های اپوزیسیون
Maroo (1993)	بروکراسی اداری
Maroo (1993)	ارتباط با کشورهای همسایه
Hok et al. (1998)	انقلاب
Maroo (1993)	تروریزم
Cook & Hebner, 1993	ثبات اجتماعی
Maroo (1993)	ثبات نیروی کار

### ۲-۵. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و ریسک کشوری

به ریسک کشوری به عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر پرتفوی سرمایه‌گذاری بین‌الملل، توجه می‌شود و این موضوع، بخش اعظم ریسک‌های سرمایه‌گذاری خارجی را پوشش می‌دهد. سرمایه‌گذاری در بازارهای سهام یا خرید ابزارهای مالی با بازده ثابت در سطح نظام مالی بین‌الملل همواره با مخاطرات متعددی روبه‌رو است که شناخت و تحلیل ریسک کشوری می‌تواند در انتخاب پرتفوی بهینه سرمایه‌گذاری، نقشی حیاتی داشته باشد. همچنین، لازم است که به افتراق معنایی دو مفهوم سرمایه‌گذاری مالی<sup>۴۴</sup> و سرمایه‌گذاری تولیدی یا مولد<sup>۴۵</sup> را در این حوزه، توجه کنیم.

نظریه نوی مالی، به طور معمول، مسائل مرتبط به بودجه‌بندی سرمایه‌ای را در حوزه داخلی مد نظر دارد در حالی که سرمایه‌گذاری مالی علاوه بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را نیز شامل می‌شود. ریسک کشوری به عنوان عاملی مؤثر و مهم در بازده پرتفوی سرمایه‌گذاری بین‌الملل، مورد توجه است. عواملی مانند شاخص‌های کلان و خرد اقتصادی مانند نوسانات نرخ ارز و خصوصیات و ساختارهای سیاسی کشور می‌تواند بازده سرمایه‌گذاری بین‌الملل را با تغییر و ریسک، مواجه کند. پرتفوی سرمایه‌گذاری بین‌الملل به عنوان شاخصی کلیدی در دهه ۹۰ میلادی مطرح بوده و رشد سرمایه‌گذاری بین‌الملل کشورهای گروه ۷ از دهه ۷۰ تا دهه ۸۰ میلادی، در سال، تقریباً معادل ۲ تا ۳ درصد تولید ناخالص داخلی آنها بوده است که این مقدار از دهه ۸۰ تا میانه دهه ۹۰ میلادی به ۱۰ درصد تولید ناخالص داخلی افزایش یافته است. از زمانی که آزادسازی اقتصادی به عنوان پارادایم جدیدی در اقتصاد جهانی مطرح شد و به موازات آن، اتحاد جماهیر شوروی، منحل و فروپاشید پرتفوی سرمایه‌گذاری بین‌الملل با تأسیس و توسعه بازارهای مالی جدید، حائز اهمیت ویژه‌ای شد. موضوع تأثیر ریسک کشوری بر جریان سرمایه‌گذاری خارجی بین‌الملل، مورد توجه محققان بسیار زیادی بوده است. ارتباط مستقیم بین تغییرات در بازده بازار سهام با تغییرات در رتبه ریسک کشوری اعلام شده به دست مؤسساتی مانند *ICRG* و *PRS* از نتایج تحقیق ارب<sup>۴۶</sup> و دیگران (۱۹۹۶) بوده است. تحقیقات دیامونت، سرآغاز تدوین راهبردهای سرمایه‌گذاری بین‌الملل بر اساس شاخص‌های رتبه‌بندی برخی مؤسسات است. ارب و دیامونت تصریح کردند که شاخصه رتبه ریسک کشوری، مهم‌ترین عامل توضیح‌دهنده تغییر در بازده بازارهای سرمایه بین‌الملل است. در مالی جدید، معمولاً پذیرفته شده است که سرمایه‌گذاری بین‌الملل باید با میزان تنزیل بیشتری به جهت نااطمینانی‌های مرتبط، تنزیل شود؛ که این ابهام‌ها شامل ریسک نرخ ارز، ریسک سیاسی و ریسک اقتصادی است. اگرچه تمامی این شاخص‌های عدم‌اطمینان، در سطح بین‌الملل، توزیع‌شدنی نیست، این موضوع در تناقض با نظریه مالی جدید است که بیان می‌کند تنها باید به ریسک‌هایی ارزش داد که قابلیت حذف در تنوع‌سازی را نداشته باشد

(ریسک‌های سیستماتیک). قابل تأمل اینکه نظریه مالی جدید، تأثیر حوادث و ریسک‌های جدیدی همچون ریسک سیاسی را تنزیل نکرده و تنها به رابطه و توازی بین ریسک و بازده، توجه کرده است.

جهش جهانی‌سازی اقتصادی به شکل تجارت بین‌الملل در کالاها و خدمات و همچنین، انتقال سرمایه‌ها به صورت مقطعی و کوتاه‌مدت در بین کشورها، آغاز شده است. از نیمه دهه ۱۹۸۰ میلادی، کشورها در سراسر جهان، مجموعه‌ای از سیاست‌های اقتصادی را اتخاذ کردند که بخش خصوصی را تشویق به مشارکت بیشتر در تأمین مالی حوزه‌های مختلف سرمایه‌گذاری و بازرگانی می‌کرد. افزایش حجم سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در طول دهه‌های گذشته، رشد زیادی داشته است. کل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از حدود ۳۴۱ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۵ میلادی به حدود ۱/۳ تریلیون دلار در سال ۲۰۰۰ میلادی افزایش یافته است (WWW.UNCTAD.COM, 2003). این مقدار در سال ۲۰۰۵ میلادی به حدود ۹۵۰ میلیارد دلار کاهش یافت که مجدداً با رونق اقتصاد جهانی در سال‌های بعد، در سال ۲۰۰۷ میلادی به حدود ۱/۸ تریلیون دلار افزایش یافت. با توجه به بحران‌های اقتصادی سال ۲۰۰۹ میلادی، پیش‌بینی‌ها حاکی از کاهش زیاد حجم سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. در دهه ۹۰ میلادی، نسبت کل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به کل سرمایه‌گذاری‌ها در کشورهای در حال توسعه، رشد زیادی داشته که بخش عمده آن در بخش خدمات، متمرکز بوده است و این بخش هم‌اکنون محور اصلی تجارت بین‌الملل است. قابل تأمل اینکه، ابتدا، باید تعریف مشخصی از کشورهای در حال توسعه عرضه کرد. کشورهای در حال توسعه، کشورهایایی هستند که استانداردهای حداقل و کمی، در چهار عامل دولت‌های دمکراتیک، صنعت توسعه‌نیافته، حقوق بشر و رفاه اجتماعی، داشته باشند. در تعریف دیگر، دسترس حداقلی عامه مردم به منابع مالی و مادی از مشخصه‌های اصلی کشورهای در حال توسعه است. تجربه تاریخی تحولات اقتصادی کشورهای در حال توسعه، نشان می‌دهد که معمولاً بازمهندسی فرایندهای اقتصادی آنها بر اساس مدل‌های کشورهای توسعه‌یافته بوده است فلذا هزینه‌های بسیار زیادی را برای آن پرداخت کرده‌اند. از آنجا که تأمین منابع مورد نیاز در سطح داخلی این کشورها، محدود است،



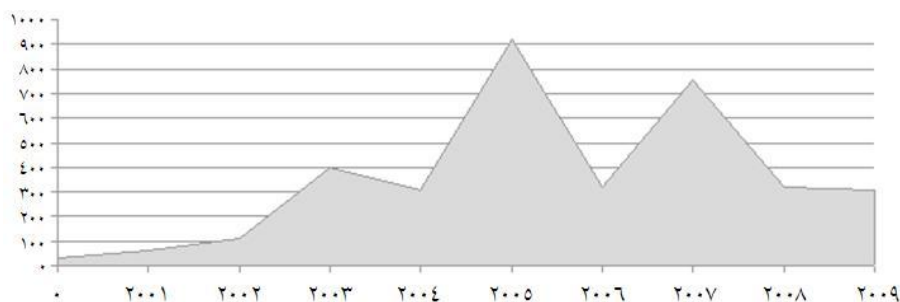
جذب سرمایه مستقیم خارجی در توسعه این کشورها بسیار مؤثر است. مزیت سرمایه‌گذاری خارجی در این است که معمولاً فناوری و دانش فنی را با خود، انتقال می‌دهد که در سایر روش‌ها همانند تأمین مالی استقراضی مستقیم، این ویژگی وجود ندارد. در سطح کلان اقتصادی، تحقیقات تجربی نشان می‌دهد که عملکرد اقتصادی کشورها، نقش تعیین‌کننده‌ای در جذب سرمایه خارجی ایفا می‌کند. همچنین، سایر محققان همانند کمپوس<sup>۴۷</sup>، ارتباط مستقیم جذب سرمایه خارجی و نوع عملکرد اقتصادی کشورهای در حال توسعه را تأیید کرده‌اند (Morloudez & Shourz, 2004). قابل تأمل اینکه در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، انتقال دانش و تجربه نیروی انسانی ماهر نیز مورد توجه است که کشورهای مقصد باید پتانسیل زیادی در جذب آن داشته باشند. سایر مطالعات علمی و تجربی در سطح کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد که دسترس به بازارهای ملی و محلی (منطقه‌ای)، نقشی اساسی در جذب سرمایه مستقیم خارجی دارد. مهم‌ترین عوامل جذب سرمایه مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه که مورد تأیید نظریه‌های اقتصادی و تحقیقات علمی-پژوهشی هستند عبارت‌اند از ریسک کشوری، هزینه واحد کار و حجم بازار (Morloudez & Shourz, 2004).

#### جدول ۴. روند جذب سرمایه خارجی (ارقام به میلیون دلار) (Standard & poors, 2010)

کشور	۲۰۰۷	۲۰۰۶	۲۰۰۵	۲۰۰۰	۱۹۹۵	۱۹۹۰
کشورهای توسعه یافته	۱۲۴۷۶۳۵	۹۴۰۸۶۱	۶۱۱۲۸۳	۱۱۳۴۵۲۷	۲۲۰۹۵۶	۱۷۲۱۰۵
کشورهای در حال توسعه	۴۹۹۷۴۷	۴۱۲۹۹۰	۳۱۶۴۴۴	۲۵۶۶۱۶	۱۱۵۹۷۳	۳۵۱۰۲
آفریقا	۵۲۹۸۲	۴۵۷۵۴	۲۹۴۵۹	۹۶۷۱	۵۶۵۵	۲۸۰۵
آمریکای لاتین	۱۲۶۲۶۶	۹۲۹۴۵	۷۶۴۱۲	۹۸۲۵۹	۲۹۵۱۳	۸۹۴۱
آسیا و خاورمیانه	۲۴۷۸۴۰	۲۰۸۹۰۲	۱۶۷۴۰۴	۱۴۴۹۰۹	۷۷۶۱۹	۲۱۸۲۵
جمع	۱۸۳۳۳۲۴	۱۴۱۱۰۱۸	۹۵۸۶۹۷	۱۳۹۸۱۸۳	۳۴۱۰۴۱	۲۰۷۲۷۸

سهم جمهوری اسلامی ایران در جذب سرمایه خارجی در سال ۲۰۰۰ حدود ۲۹ میلیون دلار بوده است که این رقم در سال ۲۰۰۵ به حدود ۱ میلیارد دلار و در سال‌های بعد از ۲۰۰۵ با کاهش ۲۵ درصدی به حدود ۷۰۰ میلیون دلار در سال ۲۰۰۷ و به

حدود ۳۰۰ میلیون دلار در سال ۲۰۰۸ میلادی رسیده است (WWW.UNCTAD.COM). ایران در طول سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۷ فقط توانسته است ۰/۲٪ (۰/۰۰۲) از ورودی سرمایه‌های خارجی در حال جریان در قاره آسیا را به خود اختصاص دهد که رقم بسیار کمی است؛ همچنین، نسبت سرمایه‌های وارد شده به ایران به کل سرمایه‌های وارد شده به کشورهای در حال توسعه ۰/۱٪ (۰/۰۰۱) است (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۹، صص ۷۷-۹۵).



#### نمودار ۱. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (ارقام به میلیون دلار) (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۹، صص ۱۳-۴۰)

ریسک کشوری، یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر در سرمایه‌گذاری خارجی است. مهم‌ترین موارد و سؤالاتی که سرمایه‌گذاران خارجی به جهت نااطمینانی مربوط به ریسک کشوری در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی مد نظر دارند عبارت است از:

- چگونه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی شود؟
- در چه زمان و در چه مکانی، سرمایه‌گذاری خارجی کنند؟
- نقش ریسک کشوری در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی افقی<sup>۴۸</sup> یا سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی عمودی<sup>۴۹</sup> چیست؟

به طور کلی، بنگاه‌های بزرگ بین‌الملل و کارتل‌های بزرگ اقتصادی با در نظر داشتن عوامل متنوعی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌کنند. مهم‌ترین موضوع، مکان و زمان سرمایه‌گذاری است. موضوع دوم، این است که آیا تمامی فرایند تولید نهایی محصول، باید در کشور مقصد باشد یا اینکه مراحل مختلف تولید به صورت طبقه‌بندی شده می‌تواند در کشورهای مختلف و به صورت زنجیره ارزش در نظر گرفته

شود. بنابراین، می‌توان مفهوم سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به شکل افقی یا عمودی را تعبیر به نوعی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کرد که مراحل مختلف تولید محصول نهایی در کشورهای مختلف انجام پذیرد. و نکته آخر اینکه، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، اقدام به انتقال فناوری و ساخت مجموعه سرمایه‌گذاری جدیدی کند<sup>۵۰</sup> یا اینکه واحدهای موجود را بخرد<sup>۵۱</sup>. پارادیم مالکیت، مکان و درونی‌سازی<sup>۵۲</sup> (OLI) مبین دلایل ورود بنگاه‌های چندملیتی به فضای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. پارادیم، بر این اعتقاد است که بنگاه‌ها باید دارای مزیت نسبی در موضوع فعالیت خود در مبدأ باشند تا بتوانند سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کنند. همچنین، باید توانمندی‌هایی داشته باشند که بتوانند حداکثر استفاده را از توانمندی‌های نسبی کشور مقصد کنند و در نهایت، بنگاه‌ها باید بتوانند تمامی زنجیره ارزش را در موضوع مربوط به فعالیت خود، اکتساب و کنترل کنند.

### ۳. روش تحقیق

در این پژوهش، از تحلیل رگرسیون چندمتغیره با داده‌های مقطعی و پنل دیتا مدل استفاده شده است که تأثیر متغیرهای مختلف مستقل (اعم از اقتصادی و سیاسی) بر متغیر وابسته یعنی جذب سرمایه مستقیم خارجی را بررسی می‌کند.

$$Y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta_{it} + \delta_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

به طوری که  $Y_{it}$  متغیر وابسته (جذب سرمایه مستقیم خارجی) و  $X_{it}$  برداری از  $k$  متغیر توضیحی است.  $\varepsilon_{it}$  نیز جزء خطای مدل است. در مدل فوق  $i$  (۱ و ۲ و ... و  $M$ ) و  $t$  (۱ و ۲ و ... و  $T$ ) مبین تعداد مشاهدات و  $t$  (۱ و ۲ و ... و  $T$ ) مبین دوره مشاهده است. ضریب  $\alpha$  جزء ثابت کلی مدل، نام دارد. حال آنکه  $\delta_i$  و  $\gamma_t$  به ترتیب، مقادیر ثابت مقطعی و دوره‌ای و یا اصطلاحاً اثرات ثابت و تصادفی است. همچنین باید توجه داشت که متغیر ریسک کشوری که از جمله متغیرهای مستقل و مؤثر در جذب سرمایه مستقیم خارجی است، خود، تابعی از متغیرهای اقتصادی و سیاسی است که باید به اثر خودرگرسیون اجزاء متغیرهای مستقل در تحلیل توجه کرد.

$$CR_{it} = f(ER, PR)$$

با توجه به ادبیات موضوع ریسک کشوری و جذب سرمایه مستقیم خارجی، شاخص‌هایی که بیشترین تأثیر را در جذب سرمایه مستقیم خارجی داشته‌اند به عنوان متغیرهای مستقل انتخاب شده‌اند که عبارت‌اند از:

- تولید سرانه ناخالص ملی<sup>۵۳</sup>؛
- تولید سرمایه ناخالص<sup>۵۴</sup>؛
- نسبت کل بدهی‌های خارجی به میزان صادرات<sup>۵۵</sup>؛
- نسبت ذخایر بین‌الملل به واردات<sup>۵۶</sup>؛
- تراز حساب تجاری به درآمد ناخالص ملی<sup>۵۷</sup>؛
- میزان رشد صادرات<sup>۵۸</sup>؛
- بی‌ثباتی سیاسی<sup>۵۹</sup> یا ریسک کشوری<sup>۶۰</sup>؛
- تورم<sup>۶۱</sup>؛
- فضای باز تجاری<sup>۶۲</sup>؛
- نسبت بدهی‌های دولت به تولید ناخالص ملی<sup>۶۳</sup>؛
- میزان مصرف انرژی<sup>۶۴</sup>؛ و
- تغییرات واقعی نرخ ارز<sup>۶۵</sup>.

### ۳-۱. نحوه جمع آوری داده‌ها

در تحقیق حاضر برای گردآوری اطلاعات از مشاهده آمار و ارقام اقتصادی از بانک اطلاعات داده‌های بانک جهانی<sup>۶۶</sup>، صندوق بین‌الملل پول (مرکز آمار مالی بین‌الملل)<sup>۶۷</sup> و بانک تصفیه بین‌الملل و همچنین، جست‌وجو در پایگاه‌های تخصصی مربوط به ریسک کشوری در اینترنت و مجلات تخصصی لاتین استفاده شده است. در وهه زمانی تحقیق، سال‌های بین ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷ میلادی را در نظر گرفته است. گفتنی است به علت نبود دسترس به اطلاعات در سال‌های بعد از ۲۰۰۷، امکان توسعه زمان تحقیق به سال‌های بعد از ۲۰۰۷ میلادی نبوده است. کشورهای در حال توسعه طبق آنچه در صندوق بین‌الملل پول موجود است به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته می‌شود (فهرست کشورهای در حال توسعه در ضمیمه آمده است). نمونه آماری به روش نمونه‌گیری تصادفی شامل ۳۰ کشور در حال توسعه به شرح ضمیمه تحقیق است. روش این

پژوهش، رگرسیون چندمتغیره با داده‌های مقطعی و پنل دیتا است. اگر مدل داده‌های تلفیقی را به صورت زیر تصریح کنیم:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

در این صورت، مدل داده‌های تلفیقی به مدلی با داده‌های جمعی<sup>۶۸</sup> تبدیل خواهد شد. در مدل فوق، مفروض است که عرض از مبدأ و ضرایب رگرسیون برای همه مقاطع، یکسان است؛ به عبارت دیگر، در این حالت برای تمامی مقاطع مقدار واحدی عرض از مبدأ برآورد شده و مقادیر سایر ضرایب نیز برای تمامی مقاطع، یکسان است.

#### ۴. تجزیه و تحلیل اطلاعات

##### ۴-۱. آزمون پایایی، واریانس ناهمسانی، تخمین مدل به صورت جمعی در مقابل تخمین به صورت پانل و تفکیک مدل بر مبنای اثرهای ثابت یا تصادفی

در این بخش، رابطه متغیرهای اقتصادی و شاخص ریسک کشوری بر جذب سرمایه‌های مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه با روش تحلیل رگرسیونی مبتنی بر داده‌های مقطعی برآورد می‌شود. بدین منظور، ابتدا، آزمون‌های تشخیص لازم بر روی داده‌ها، اجرا و سپس، نوع مدل رگرسیونی تعیین می‌شود. پس از تعیین مدل رگرسیونی مناسب، رابطه برآورده، تجزیه و تحلیل می‌شود. پیش از برآورد رابطه میان جذب سرمایه‌های خارجی و مجموعه شاخص‌های اقتصادی و ریسک، لازم است پایایی تمامی متغیرهای تخمین، آزمون شود. بر اساس نظریه‌های اقتصادسنجی، استفاده از داده‌های ناپایا در تحلیل رگرسیون، باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. به این معنی که در صورت وارد کردن داده‌های ناپایا در رگرسیون، ضرایب برآورده، معتبر نخواهد بود. در ادبیات اقتصادسنجی برای آزمون پایایی عمدتاً از آزمون‌های دیکی-فولر<sup>۶۹</sup> استفاده می‌شود. لیکن درباره داده‌های تلفیقی (مقطعی-زمانی)، لازم است از آزمون‌های پایایی جمعی<sup>۷۰</sup> متغیرها استفاده شود. از میان آزمون‌های پایایی جمعی، دو آزمون لوین، لین و چو<sup>۷۱</sup> و هادری<sup>۷۲</sup> عمومیت بیشتری دارد و امکان اجرای آنها با نرم‌افزار Eviews فراهم است.

جدول ۵. نتایج آزمون پایایی جمعی بر روی متغیرهای رگرسیون

Hadri Z-Test		Levin, Lin & Chu t-Test		متغیر
مقدار	احتمال	مقدار	احتمال	
۷/۷۲	۰/۰۰۰	-۶/۲۹	۰/۰۰۰	FISB (میزان سرمایه‌گذاری خارجی)
۹/۵۲	۰/۰۰۰	-۵/۷۲	۰/۰۰۰	GPC (تولید سرانه ناخالص ملی)
۱۱/۰۵	۰/۰۰۰	-۹/۹۲	۰/۰۰۰	GCF (تولید سرمایه ناخالص)
۱۳/۸۷	۰/۰۰۰	-۸/۶۱	۰/۰۰۰	FDXR (نسبت بدهی‌های خارجی به صادرات کالاها و خدمات)
۱۹/۱۶	۰/۰۰۰	-۹/۱۴	۰/۰۰۰	REM (نسبت ذخایر به واردات)
۱۷/۰۹	۰/۰۰۰	-۱۱/۲۵	۰/۰۰۰	JGGR (نسبت بدهی به تولید ناخالص ملی)
۲۵/۲۳	۰/۰۰۰	-۱۴/۴۵	۰/۰۰۰	EGR (میزان رشد صادرات)
۳۹/۶۳	۰/۰۰۰	-۴۳/۱۸	۰/۰۰۰	INF (تورم)
۴۵/۷۹	۰/۰۰۰	-۵۳/۵۹	۰/۰۰۰	CR (ریسک کشوری)
۱۱/۹۸	۰/۰۰۰	-۷/۱۹	۰/۰۰۰	TOP (فضای باز سیاسی)
۱۳/۹۷	۰/۰۰۰	-۱۴/۹۰	۰/۰۰۰	ENER (میزان مصرف انرژی)
۱۵/۹۲	۰/۰۰۰	-۹/۶۸	۰/۰۰۰	DGN (نسبت بدهی‌های دولت به تولید ناخالص ملی)
۱۱/۲۴	۰/۰۰۰	-۱۸/۳۲	۰/۰۰۰	REX (تغییرات واقعی نرخ ارز)

جدول ۵ نشان می‌دهد که کلیه متغیرهای تخمین، فاقد ریشه واحد و دارای ویژگی پایایی است. با توجه به ماهیت داده‌های تلفیقی، امکان بروز ناهمسانی واریانس در تحلیل‌های رگرسیونی مبتنی بر این داده‌ها، زیاد است. با توجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس بر برآورد انحراف معیار ضرایب و همچنین مسئله استنباط آماری، لازم است قبل از پرداختن به هر گونه تخمین درباره بود یا نبود واریانس ناهمسانی، تحقیق شود. به منظور آزمون واریانس ناهمسانی در داده‌های تلفیقی، ابتدا، مدل مبتنی بر داده‌های تلفیقی به روش حداقل مربعات معمولی برآورد می‌شود. پس از ثبت پسماندهای حاصل از مدل برآورده، آزمون برابری واریانس بر روی پسماندهای ثبت شده اجرا می‌شود. جدول ۶ نتایج آزمون واریانس ناهمسانی بر روی پسماندهای مدل جذب سرمایه‌های مستقیم خارجی را نشان می‌دهد. آن گونه که در این جدول ملاحظه می‌شود برای آزمون برابری واریانس از سه آزمون بارتلت<sup>۷۳</sup>، لوین<sup>۷۴</sup> و براون-فورسایس<sup>۷۵</sup> استفاده شده است. آماره هر سه آزمون فوق، آماره F و فرضیه صفر آنها، همسانی واریانس است؛ به عبارت دیگر، چنانچه مقدار آماره F مربوط به هر سه

آزمون، در ناحیه بحرانی قرار گیرد فرضیه صفر همسانی واریانس، رد خواهد شد. بررسی مقادیر آماره F آزمون‌های مندرج در جدول ۶ نشان می‌دهد، فرضیه صفر برابری واریانس بر اساس هر سه آزمون، رد می‌شود فلذا مشکل واریانس ناهمسانی، مشهود است.

جدول ۶. آزمون بارتلت

آزمون	مقدار آماره آزمون	احتمال پذیرش فرضیه صفر
بارتلت	۱۰۵/۸۱	۰/۰۰۰۰
لوین	۳/۵۷	۰/۰۰۰۰
براون-فورسایس	۲/۴۷	۰/۰۰۰۴

تخمین مدل‌های مبتنی بر داده‌های تلفیقی به روش‌های مختلفی ممکن است. ساده‌ترین روش، تخمین مدل به صورت جمعی است؛ به این معنی که فرض کنیم داده‌های مقطعی و زمانی در کنار یکدیگر، مجموعه‌ای از داده‌ها را تشکیل می‌دهد لذا به روش حداقل مربعات معمولی می‌توان ضرایب معادله رگرسیونی را برآورد. در مقابل، می‌توان از روش‌های پانل برای تخمین مدل رگرسیونی بهره جست. مدل‌های پانل نیز در دسته‌بندی کلی به مدل‌های اثرهای ثابت و اثرهای تصادفی تقسیم می‌شود. لذا قبل از برآورد مدل، لازم است تعیین کنیم که آیا می‌توان بدون توسل به روش‌های تخمین پانل، مدل را به شیوه جمعی برآورد. بالتاجی<sup>۷۶</sup> (۲۰۰۱، صص ۴۳-۸۷) آزمونی را برای تشخیص اینکه آیا مدل به شیوه جمعی و یا به شیوه پانل و از نوع اثرهای ثابت برآوردپذیر است پیشنهاد کرده است. آماره آزمون پیشنهادی بالتاجی به صورت زیر است:

$$\frac{(e'e_{Efficient} - e'e_{Robust})/(n-1)}{(e'e_{Robust})/(nT - n - k)} = \frac{(R^2_{Robust} - R^2_{Efficient})/(n-1)}{(1 - R^2_{Robust})/(nT - n - k)} \sim F(n-1, nT - n - k)$$

در معادله فوق،  $e'e$  مجموع مربعات خطای رگرسیون است. همچنین Efficient و Robust به ترتیب، مبین مدل اثرهای ثابت و مدل جمعی است.  $n$ ،  $T$  و  $k$  نیز به ترتیب، نشان‌دهنده تعداد مقاطع (در مطالعه حاضر کشورها)، تعداد دوره‌های زمانی در هر مقطع و تعداد متغیرهای توضیحی موجود در مدل رگرسیونی است. فرضیه صفر آزمون

فوق، نبود تفاوت معنادار میان ضریب تعیین (مجموع مربعات خطای) مدل اثرهای ثابت با مدل جمعی است. به عبارت دیگر، فرضیه صفر این آزمون، مبین این است که می‌توان مدل را به صورت مدل داده‌های جمعی برآورد. لذا اگر مقدار آماره محاسباتی این آزمون در ناحیه بحرانی قرار گیرد، فرضیه صفر، رد خواهد شد و لذا برآورد مدل به روش اثرهای ثابت مناسب‌تر خواهد بود. جدول ۷ نتیجه آزمون اثرهای ثابت در مقایسه با مدل داده‌های جمعی را نشان می‌دهد. با توجه به مقدار آماره  $F$ ، تخمین مدل به شیوه اثرهای ثابت مناسب‌تر خواهد بود.

**جدول ۷. آزمون قابلیت تخمین مدل به صورت جمعی در مقابل تخمین به صورت پانل (اثرات ثابت)**

نتیجه	مقدار بحرانی آماره $F$ در سطح اطمینان ۹۵٪	درجه آزادی	مقدار آماره $F$	$R^2$	مدل
--	--	--	--	۰/۴۵۹۲	مدل داده‌های جمعی
رد فرضیه صفر	۱/۵۲	(۲۹ و ۲۳۷)	۳۴/۴۴	۰/۸۹۶۸	مدل داده‌های پانل، اثرات ثابت

مشخص شد که مدل اثرهای ثابت در مقایسه با مدل داده‌های جمعی، مناسب‌تر است؛ اما با توجه به اینکه مدل داده‌های پانل به دو گروه مدل‌های با اثرهای ثابت و تصادفی تقسیم می‌شود، لازم است تعیین کنیم که کدام یک از این دو نوع مدل، برای برآورد رابطه رگرسیونی مناسب‌تر است. یکی از رایج‌ترین آزمون‌ها برای تعیین مدل اثرهای ثابت در مقایسه با مدل اثرات تصادفی، آزمون هاسمن<sup>۷۷</sup> است. فرضیه صفر آزمون هاسمن، این است که مدل، دارای اثرهای تصادفی است. آماره این آزمون نیز آماره  $\chi^2$  یا کای دو است. اگر مقدار آماره  $\chi^2$  بیشتر از مقادیر بحرانی آن باشد، فرضیه صفر مذکور، پذیرفته نخواهد شد. نحوه محاسبه این آماره به صورت زیر است:

$$m = (b_{Robust} - b_{Efficient})' \Sigma^{-1} (b_{Robust} - b_{Efficient}) \sim \chi^2(K)$$

در رابطه فوق  $b_{Robust}$  بردار ضرایب برآورده با فرض وجود تأثیرات ثابت است و  $b_{Efficient}$  بردار ضرایب برآورده با فرض وجود اثرهای تصادفی است.  $\Sigma^{-1}$  نیز عبارت است از ماتریس وارینانس کوواریانس ضرایب برآورده که از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$\Sigma = Var[b_{Robust} - b_{Efficient}] = Var(b_{Robust}) - Var(b_{Efficient})$$



در رابطه فوق  $Var(b_{Robust})$  و  $Var(b_{Efficient})$  به ترتیب، ماتریس واریانس کواریانس برآورده مدل با فرض اثرهای ثابت و تصادفی است. درجه آزادی آماره  $\chi^2$  محاسبه شده برابر با K یا تعداد پارامترها است. جدول زیر، نتیجه آزمون هاسمن را نشان می‌دهد. با توجه به اینکه مقادیر  $\chi^2$  محاسبه شده بزرگ‌تر از مقدار بحرانی متناظر با سطح اطمینان ۹۵٪ است فرضیه صفر وجود اثرهای تصادفی رد می‌شود.

#### جدول ۸. نتیجه آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت و یا تصادفی

آزمون	درجه آزادی	مقدار $\chi^2$ محاسبه شده	مقدار $\chi^2$ متناظر با سطح اطمینان ۹۵٪	نتیجه
هاسمن	۱۳	۳۰/۵۷	۲۳/۳۶	رد فرضیه صفر

#### ۲-۴. برآورد مدل جذب سرمایه‌های مستقیم خارجی

با توجه به اهمیت مقوله ریسک کشوری و اینکه این شاخص ریسک دربرگیرنده مجموعه شاخص‌های ریسک از جمله ریسک سیاسی است، در بخش حاضر، مدل جذب سرمایه‌های مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه با لحاظ ریسک کشوری، برآورد و تحلیل می‌شود. به عبارت دیگر، در این بخش، مدل تحقیق به صورت زیر فرض می‌شود:

$$FISB_{it} = \alpha + \beta_1 GPC_{it} + \beta_2 GCF_{it} + \beta_3 FDXR_{it} + \beta_4 REM_{it} + \beta_5 CGNR_{it} + \beta_6 EGR_{it} + \beta_7 INF_{it} + \beta_8 CR_{it} + \beta_9 TOP_{it} + \beta_{10} ENER_{it} + \beta_{11} DGN_{it} + \beta_{12} REX_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۹ نتایج برآورد مدل اثرهای ثابت با لحاظ ریسک کشوری را نشان می‌دهد.

در مدل حاضر نیز برخی متغیرها شامل GCF، EGR، INF، TOP و ENER در سطوح اطمینان رایج، معنادار نیست.

**جدول ۹. نتیجه برآورد مدل جذب FDI با لحاظ ریسک کشوری**

متغیر توضیحی	ضریب برآورده	انحراف معیار	آماره t
GPC	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۳	۴/۸۸***
GCF	‡ ۰/۰۰۰	‡ ۰/۰۰۰	۰/۴۶
FDXR	-۰/۰۷۴	۰/۰۲۷۵	-۲/۶۸***
REM	۰/۰۴۲	۰/۰۲۴۲	۱/۷۲*
CGNR	۰/۰۸۸	۰/۰۴۹۴	۱/۷۸*
EGR	۰/۰۱۸	۰/۰۱۵۷	۱/۱۴
INF	-۰/۰۵۲	۰/۲۸۷۱	-۰/۱۸
CR	-۰/۵۴۱	۰/۱۹۱۰	-۲/۸۳***
TOP	۰/۰۳۱	۰/۰۲۰۶۰	۱/۵۱
ENER	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۲۱	-۱/۰۷
DGN	-۰/۴۴۳	۰/۲۳۴۰	-۱/۸۹*
REX	۰/۱۱۶	۰/۰۴۱۶	۲/۷۸***

$R^2=۰/۸۹۷$ ,  $F=۳۷/۶۴$  ( $PR=۰/۰۰۰$ )  
 \* معنادار در سطح اطمینان ۹۰٪، \*\* معنادار در سطح اطمینان ۹۵٪، \*\*\* معنادار در سطح اطمینان ۹۹٪، ‡ ارقام، بسیار کوچک است

مجدداً با توجه به اینکه در مدل رگرسیونی جدول ۹ برخی متغیرها، به تنهایی، فاقد معنای آماری است می‌توان درباره حذف این متغیرها از مدل، تصمیم گرفت. بدین منظور از آزمون والد<sup>۷۸</sup> برای بررسی صفر بودن هم‌زمان ضرایب متغیرهای بی‌معنی استفاده شده است. جدول شماره ۱۰ نتیجه آزمون والد برای بررسی صفر بودن هم‌زمان ضرایب برآورده را نشان می‌دهد. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، بر اساس مقادیر آماره‌های F و  $\chi^2$  صفر بودن هم‌زمان ضرایب متغیرهای مورد بحث، رد نمی‌شود لذا می‌توان مجموعه این متغیرها را از رگرسیون حذف کرد.

**جدول ۱۰. نتیجه آزمون والد برای آزمون معناداری هم‌زمان متغیرها**

آماره	مقدار محاسبه شده	احتمال پذیرش فرضیه صفر
F	۱/۲۳۶	۰/۴۱۳۶
$\chi^2$	۲/۱۴۷	۰/۴۰۳۲۵

پس از حذف متغیرهای بی‌معنی از مدل، مدل جدول شماره ۱۱ حاصل خواهد شد. در این مدل، به استثنای متغیرهای REM و CGNR که به ترتیب در سطوح اطمینان ۹۰ و ۹۵ درصد معنادار است، سایر متغیرها در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. مجدداً در این مدل، علائم ضرایب با علامت‌های انتظاری تطابق دارد. نکته دیگر اینکه در این مدل نیز همانند مدل قبل، حاصل جمع قدرمطلق مقادیر ضرایب متغیرهای اقتصادی (۰/۷۷۳٪) بیشتر از قدرمطلق تأثیر شاخص ریسک کشوری (۰/۵۸۰٪) است. به عبارت دیگر، می‌توان نتیجه گرفت تأثیر متغیرهای اقتصادی بر جذب سرمایه‌های خارجی به کشورهای در حال توسعه، بیشتر از تأثیر شاخص ریسک کشوری است.

**جدول ۱۱. نتیجه برآورد مدل جذب FDI با لحاظ ریسک کشوری پس از حذف متغیرهای بی‌معنی**

متغیر توضیحی	ضریب برآورده	انحراف معیار	آماره t
GPC	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۴	۴/۸۵***
FDXR	-۰/۰۷۱	۰/۰۲۳۸	-۲/۹۹***
REM	۰/۰۳۹	۰/۰۲۲۶	۱/۷۵*
CGNR	۰/۱۰۵	۰/۰۵۱۷	۲/۰۲۳**
CR	-۰/۵۸۰	۰/۱۱۲	-۵/۱۷۴***
DGN	-۰/۴۴۲	-۰/۲۰۵	-۲/۱۵**
REX	۰/۱۱۴	۰/۰۴۳	۲/۶۸***

$R^2=۰/۸۹۵$ ,  $F=۴۴/۰۶۳$  ( $PR=۰/۰۰۰$ )  
 \* معنادار در سطح اطمینان ۹۰٪، \*\* معنادار در سطح اطمینان ۹۵٪، \*\*\* معنادار در سطح اطمینان ۹۹٪

- به این ترتیب، با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از جدول ۱۱ می‌توان نتیجه گرفت:
- جذب سرمایه‌های مستقیم خارجی، رابطه مثبت و معناداری با درآمد ناخالص ملی سرانه دارد.
  - جذب سرمایه‌های مستقیم خارجی، رابطه منفی و معناداری با «نسبت بدهی‌های خارجی به صادرات کالاها و خدمات» دارد.
  - جذب سرمایه‌های مستقیم خارجی، رابطه مثبت و معناداری با «نسبت ذخایر به واردات» دارد.

- جذب سرمایه‌های مستقیم خارجی، رابطه منفی و معناداری با ریسک سیاسی دارد.
- جذب سرمایه‌های مستقیم خارجی، رابطه منفی و معناداری با «نسبت بدهی به درآمد ناخالص داخلی» دارد.
- جذب سرمایه‌های مستقیم خارجی، رابطه مثبت و معناداری با نرخ ارز واقعی دارد.
- جذب سرمایه‌های مستقیم خارجی، رابطه مثبت و معناداری با «نسبت تراز حساب جاری به تولید ناخالص داخلی» دارد.

#### ۴-۳. تحلیل فرضیات تحقیق

فرضیه اول: بین رتبه ریسک کشوری و جذب سرمایه مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه، ارتباط مستقیمی وجود دارد.

با توجه به نتایج جداول فوق، رابطه منفی و معناداری میان شاخص‌های ریسک کشوری با جذب سرمایه‌های خارجی به کشورهای در حال توسعه وجود دارد. لذا بر اساس نتایج این مطالعه، فرضیه فوق‌الذکر رد نمی‌شود.

فرضیه دوم: تأثیر متغیرهای اقتصادی نسبت به متغیرهای سیاسی دخیل در ریسک کشوری در جذب سرمایه‌های خارجی در کشورهای در حال توسعه، بیشتر است.

نتایج برآورد مدل جذب سرمایه‌های خارجی مشتمل بر شاخص ریسک کشوری نیز نشان داد که حاصل جمع قدرمطلق مقادیر ضرایب متغیرهای اقتصادی (۰/۷۷۳) بیشتر از قدرمطلق تأثیر شاخص ریسک کشوری (۰/۵۸۰) است؛ به عبارت دیگر، تأثیر متغیرهای اقتصادی بر جذب سرمایه‌های خارجی به کشورهای در حال توسعه، بیشتر از تأثیر شاخص ریسک کشوری است. با توجه به این نتایج، فرضیه فوق‌الذکر رد نمی‌شود.

#### ۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

ریسک کشوری به عنوان یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌هایی است که در دهه‌های اخیر در ادبیات اقتصاد مالی جهانی، بروز یافته است. ریسک کشوری به کلیه عواملی اطلاق می‌شود که به دلیل تغییر اوضاع اقتصادی یا سیاسی-اجتماعی، کشورها از پرداخت تعهدات مالی بین‌الملل درمی‌مانند. این تعهدات، ممکن است مربوط به تعهدات قبلی یا پرداخت‌های جاری واردات کشور باشد. تجربه بحران‌های مختلف اقتصادی و مالی در

سطح بین‌الملل به خصوص از سال‌های بعد از جنگ جهانی دوم، کشورها و سرمایه‌گذاران بزرگ بین‌الملل را بر آن داشت که با تخمینی درست از اوضاع حاکم بر اقتصادهای منطقه‌ای و کشوری، سعی در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کنند به طوری که ضمن شناخت کلیه ریسک‌های سیستمی و غیرسیستمی، تأثیر آنها را در میزان بازده مورد انتظار به حداقل برسانند. تجمیع این تلاش‌ها از دهه ۷۰ میلادی به بعد منجر به شکل یافتن و بروز مفهومی با عنوان ریسک کشوری شد که مجموعه‌ای از ریسک‌های اقتصادی، سیاسی-اجتماعی، منطقه‌ای و خارج مرز را در بر می‌گیرد. در این فضا، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به عنوان یکی از مهم‌ترین نقاط تمرکز کشورهای توسعه‌یافته، به موازات کشورهای در حال توسعه، به منظور کسب مزیت‌های هم‌افزایی در حوزه برون و درون‌کشوری است. کشورهای توسعه‌یافته با هدف نفوذ به بازارهای جهانی و تکمیل زنجیره ارزش سرمایه‌گذاری و کشورهای در حال توسعه به منظور جذب فناوری و ایجاد زیرساخت‌های توسعه به شدت به سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی علاقه‌مند بوده‌اند. جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ورودی، بیشتر به شکل سرمایه‌گذاری از صفر<sup>۷۹</sup> با خرید دارایی‌ها و شرکت‌های موجود<sup>۸۰</sup> و یا ایجاد پرتفوی سرمایه‌گذاری اوراق بهادار<sup>۸۱</sup> در کشورهای میزبان بوده است. بدین لحاظ شناخت ریسک‌های مختلف مترتب با نوع سرمایه‌گذاری و تجمیع آن به صورت فرآیند استقرایی، مفهومی با عنوان ریسک کشوری را در ذهن سرمایه‌گذاران بین‌الملل، ایجاد کرده است. تحقیق حاضر، ضمن شناخت نظریه‌ها و شاخص‌های مؤثر در جذب سرمایه‌گذاری خارجی، مقوله ریسک کشوری و ارتباط آن با جذب سرمایه‌گذاری خارجی را در کشورهای در حال توسعه، بررسی کرده است.

مدل جذب سرمایه‌گذاری خارجی با لحاظ ریسک کشوری نشان می‌دهد که بین ریسک کشوری کشورهای در حال توسعه مورد مطالعه و جذب سرمایه‌های خارجی در این کشورها، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج برآورد مدل نشان می‌دهد که متغیرهای تشکیل سرمایه ناخالص (GCF)، میزان رشد صادرات (EGR)، میزان تورم (INF)، متغیر آزادی تجاری (TOP) و مصرف انرژی (ENER) در سطوح اطمینان رایج، معنادار نیست. تنها متغیر تراز حساب جاری به تولید ناخالص داخلی

(CGNR) است که در سطح اطمینان ۹۰٪ معنادار است. مقدار ضریب تعیین شده مدل مذکور معادل ۹۰٪ است که نشان دهنده قدرت توضیح دهنده زیاد متغیرهای توضیحی مدل است. حاصل جمع قدرمطلق مقادیر ضرایب متغیرهای اقتصادی مدل (۰/۷۷۳) بیشتر از قدرمطلق تأثیر شاخص ریسک کشوری (۰/۵۸۰) است. به عبارت دیگر، می‌توان نتیجه گرفت تأثیر متغیرهای اقتصادی بر جذب سرمایه‌های خارجی به کشورهای در حال توسعه، بیشتر از تأثیر شاخص ریسک کشوری است.

مارسلو براگا<sup>۸۲</sup> و دیگران (۲۰۰۴) عوامل جذب سرمایه مستقیم خارجی را در کشورهای در حال توسعه، بررسی کرده‌اند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با سطح دانش نیروی کار، فضای آزاد اقتصادی، ریسک کشوری، تورم و افزایش حجم بازار سهام، ارتباط دارد که مطابق با یافته‌های تحقیق حاضر است. همچنین، تحقیقات بسیاری تأثیر منفی ریسک کشوری و ریسک سیاسی را در جذب سرمایه مستقیم خارجی تأیید کرده است.

بررسی نتایج این تحقیق با سایر تحقیقات صورت گرفته نشان می‌دهد که در تأیید بسیاری از تحقیقات قبلی بوده است. اتین موسونرا<sup>۸۳</sup> (۲۰۰۸) تأثیر ثبات اوضاع سیاسی و اقتصادی را در جذب سرمایه مستقیم خارجی، بررسی کرده و نتیجه گرفته است که ثبات اوضاع سیاسی، نقشی اساسی در جذب سرمایه مستقیم خارجی دارد. تحقیق حاضر نیز ارتباط بین افزایش ریسک سیاسی و کشوری و کاهش جذب سرمایه خارجی را تأیید می‌کند. درویم داملوداگ<sup>۸۴</sup> و دیگران (۲۰۰۷) تأثیر سازمان‌های سیاسی، اقتصادی و اجتماعی کشورهای در حال توسعه را در جذب سرمایه مستقیم خارجی، بررسی کرد و یافته‌های ایشان نشان می‌دهد که ثبات سیاسی و اقتصادی، سطح فساد سازمانی، دخالت ذی‌نفعان و فشار مقرراتی، نقش زیادی در جابه‌جایی سرمایه مستقیم خارجی دارد که مورد تأیید مطالعه حاضر نیز است. همچنین پتروس آناطوس<sup>۸۵</sup> (۲۰۰۷) در تحقیق خود با عنوان عوامل تقاضای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، ثبات اوضاع اقتصادی، سیاسی و اجتماعی را عامل اصلی در جذب سرمایه مستقیم خارجی عنوان کرده است. تأثیر ثبات محیط سیاسی و اقتصادی به موازات حداقل بودن هزینه‌های تولیدی در جذب سرمایه مستقیم کشورهای مکی و شرقی اروپا در مطالعه سایمون

راسیکوت<sup>۸۶</sup> (۲۰۰۶) تأیید شده است. مانسرت آوارز<sup>۸۷</sup> (۲۰۰۴) عوامل تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را به دست بنگاه‌های بزرگ چندملیتی، بررسی کرده و نتیجه مطالعات تجربی نشان می‌دهد که عواملی چون ریسک کشوری کم، بازار بزرگ و سطح بالای تبادلات بین‌الملل و مزیت‌های نسبی در نیروی انسانی در اقدام به سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی مؤثر است.

## یادداشت‌ها

### 1. Debt-Service-Capacity approach

در روش ظرفیت پرداخت بدهی، احتمال نکول به عنوان تابعی از بی‌ثباتی در سطح بدهی‌های خارجی کشور تلقی می‌شود؛ خواه این مسئله در نتیجه مشکلات نقدینگی در کوتاه‌مدت باشد خواه در نتیجه اعسار در بلندمدت که ناشی از همان مشکلات نقدینگی است. در این روش، فرض بر این است که در وضعیت بودجه‌ای کشور بدهکار، محدودیت‌هایی به وجود می‌آید. حال ممکن است این مشکلات به دلیل مشکلات مدیریتی در کوتاه‌مدت یا ناشی از مشکلات ساختاری اقتصاد در بلندمدت باشد. مسائل خارجی بین‌الملل نیز عامل مؤثری می‌تواند باشد مانند افزایش میزان بهره بین‌الملل و وخیم‌تر شدن وضع تجاری کشور.

2. Blomstrom
3. Kokko
4. Cost-Benefit Approach
5. Brewer
6. Rivoli
7. Willem
8. Moody's
9. Standard & Poor
10. Fitch
11. The Institutional Investor
12. Euro-money
13. Dun & Bradstreet
14. Hok
15. Sovereign ratings
16. Hok
17. FDI
18. Bretton woods
19. Usher
20. Rout
21. Investment Climate
22. Country Risk
23. Political risk

24. Cross Border Risk
25. Sovereigns Risk
26. Robuck
27. Kourbin
28. subuk
29. Suimoon
30. Rout
31. Shapra
32. Arch
33. Downside Risk
34. Novoroky
35. Estoobak
36. LOUJIT

۳۷. شکاف منابع به تفاوت پس‌انداز ناخالص داخلی و سرمایه‌گذاری ناخالص داخلی گفته

می‌شود.

38.  $PI = \frac{\sum ptqt}{\sum p0qt}$
39.  $LI = \frac{\sum ptq0}{\sum p0q0}$
40. Rating
41. Rank
42. Global Country Risk Ranking
43. Country Credit Ranking
44. Financial Investment
45. Productive Investment
46. Erb
47. Kampous
48. Horizontal FDI
49. Vertical FDI
50. Green Field Investmnt
51. Merge & Acquisition (M & A)
52. Ownership, Location and Internalization
53. GNI Per Capita
54. Gross Capital Formation
55. Net Foreign Debt to Export
56. Reserves to Import
57. Current Account Balance to GNI
58. Export Growth Rate
59. Political Instability
60. Country Risk
61. Inflation
62. Trade Openness
63. Public Debt To GNI
64. Energy Consumption
65. Real Exchange Rate Change
66. World Development Indicators
67. International Financial Statistics
68. Pooled Data
69. Diki Foulter
70. Panel Unit Root



71. Levin, Lin & Chu t-Test
72. Hadri Z-Test
73. Bartlett
74. Levene
75. Brown-Forsythe
76. Bultulchi
77. Hausman
78. Waaled
79. Greenfield Investment
80. Acquisition
81. International Portfolio Management
82. Marsoberagha
83. Etienne Musonera
84. Dervim Damludag
85. Petros Ioannatos
86. Simona Rasciute
87. Montserrat Álvarez

#### کتابنامه

- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۹)، گزارش سالانه بانک مرکزی، تهران: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- مهدوی، سیدحسین (۱۳۸۷)، مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع).
- Álvarez, M. (2004), "FDI Determinant Factors: The Case of Catalan Multinational Manufacturing Firms", Barcelona: Institut d'Economia de Barcelona.
- Berili, G. & Mirez, A. S. (2000), *The International Operations of Firms: A Study of Foreign Direct Investment*", Ph.D. Dissertation (MIT), Cambridge, MA: MIT Press.
- Blomstrom, M. & Kokko, A. (1998), "Foreign Investment and Spillovers Efficiency in an Underdeveloped Economy: Evidence from the Mexican Manufacturing Industry", *World Development*, Vol. 11, Pp. 493-501.
- Bouchet, M. H., Clark, E. & Gros Lambert, B. (2004), *Country Risk Assessment: A Guide to Global Investment Strategy*, University of Amsterdam: John Wiley & Sons Ltd.
- Brewer, T. & Rivoli, P. (1990), "Politics and Perceived Country Creditworthiness in International Banking", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 22, No. 32, Pp. 357-369.
- Bultulchi, A. W. (2001), *An Empirical Investigation of the Determinants of Foreign Direct Investment in the Central and Eastern European Countries Using Multi-level Data*, Loughborough: Department of Economics, Loughborough University.
- Buring, H. f. (1994), "Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings", *OECD Development Center*, Vol. 7, No. 3, Pp. 79-95.
- Coofak, F. (2003), "Regional Integration and Foreign Direct Investment in Developing Countries", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 2, No. 4, Pp. 76-89.

- Cook W. D. & Hebner K. J. (1993), "A Multicriteria Approach to Country Risk Evaluation: With an Example Employing Japanese Data", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 2, No. 4, Pp. 327-348.
- Dervim Damludag. (2007), *The Impact Of Macro Economic and Imitational Variable On FDI In Emerging Economies*, Mudrid: Marmura Univ.
- Desta, Z. (1985), *The International Operations of Firms*, Barcelona: Institut d'Economia de Barcelona.
- Erb, C. B., Harvey, C. R. & Viskanta, T. E. (1996), "Political Risk, Economic Risk and Financial Risk", *Financial Analysts Journal*, Vol. 5, No. 8, Pp. 29-46.
- Estoobak, J., Gersovitz, M. & ghabril J. E. (1969), "The Pure Theory of Country Risk", *European Economic Review*, 30, Pp. 481-513.
- Feder, G. & Uy, V. U. (1985), "The Determinants of International Creditworthiness and their Policy Implications", *Policy Modeling*, Vol. 7, No. 1, Pp. 133-156.
- Hok, A. (1996), "Predicting Sovereign Debt Crises", *IMF Working Paper*, Mudrid: Marmura Univ.
- Hok, A. (1998), "A Study of Debt Servicing Capacity Applying Logit Analysis", *Journal of Development Economics*, Vol. 3, No. 4, Pp. 25-38.
- Krugman, F. S. (2000), *An Empirical Investigation of the Determinants of Foreign Direct Investment in the Central and Eastern European Countries Using Multi-level Data*, Cambridge: Department of Economics, Loughborough University.
- Larrain, G., Reisen, H. & Von Maltzan, J. (1997), 'Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings', Technical Paper No. 124, : Paris: OCDE Development Centre.
- Lewandowski, P. (1997), "Risk and Foreign Direct Investment in Emerging Economies: Lessons from the Former Soviet Union", *Middle States Geographer*, Vol. 6, No. 9, Pp. 97-104.
- Manasse, P., Roubini, N. & Schimmelpfennig, A. (2003), "Predicting Sovereign Debt Crises", *IMF Working Paper*, Loughborough: Loughborough University, WP/03/221.
- Marsoberagha, J. P. (2004), "Determinants of Foreign Direct Investment: A Survey", *Weltwirtschaftliches Archive*, Vol.116, No. 6, Pp. 739-773.
- Maroo, g. (1993), "The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis", *Economic Notes*, Vol. 3, No. 8, Pp. 335-355.
- Monfort, B. & Mulder, C. (2000), "Using Credit Ratings for Capital Requirements on Lendingto Emerging Market Economies: Possible Impact of a New Basel Accord", *IMF Working Paper*, Loughborough: Loughborough University, WP/00/69.
- Morloudez, K. B. & Shourz, H. Z. (2004), "Country Risk, Country Risk Indices and Valuation of FDI: A Real Options Approach", *Emerging Markets Review*, Vol. 4, No. 9, Pp. 197-217.
- Novoroky, K. B. (1999), "Country Risk, Country Risk Indices and Valuation of FDI: A Real Options Approach", *Emerging Markets Review*, 2, Pp. 197-217.
- Rasciute, S. (2006), *An Empirical Investigation of the Determinants of Foreign Direct Investment in the Central and Eastern European Countries Using Multi-level Data*, Loughborough: Department of Economics, Loughborough University.
- Robuck, S. H. (1971), "Political Risk: Identification and Assessment". *Columbia Journal of World Business*, Vol. 7, No. 6, Pp. 6-20

- Rouy, A. & Coust, A. (1995). "Political Risk: Identification and Assessment". *Columbia Journal of World Business*, Vol. 6, No. 8, Pp. 51-78.
- Shapra, B. & Arch, A. D. (1987), "Predicting Sovereign Debt Crises", *IMF Working Paper*, Loughborough: Loughborough University, WP/ 03/221.
- Standard & poors (2010), *Islamic Finance outlook 2010*, NY: McGraw Companies, www.standardandpoors.com
- Such, T. C. (1996), "Economic and Political Determinants of Foreign Direct Investment", *World Development*, Vol. 15, No. 13, 21-39.
- Suimoon, F. & Rout, B. (1985), "Economic and Political Determinants of Foreign Direct Investment", *World Development*, Vol. 4, No. 13, Pp. 161-175.
- Weston, T. & serch, J. (1972), "Indicators of Developing Country Creditworthiness", *International Monetary Fund Working Paper*, Vol. 43, No. 4, Pp. 688-724.
- Willem te Velde et al. (2004), Regional Integration and Foreign Direct Investment in Developing Countries, *International Monetary Fund Working Paper*, London.
- WWW.UNCTAD.COM, 2003.
- WWW.UNCTAD.COM, 2005.
- Zenof, S. (1967), "A Multicriteria Approach to Country Risk Evaluation: With an Example Employing Japanese Data", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 2, No. 4, Pp. 88-109

#### ضمیمه

اسامی برخی کشورهای در حال توسعه			
امارات	تایلند	آفریقای جنوبی	آرژانتین
مجارستان	اوکراین	رومانی	مالزی
لهستان	ترکیه	مکزیک	هند
آذربایجان	کریباتی	عربستان	اندونزی