

بررسی اثر ناطمینانی بر تصمیم ورود سرمایه‌گذاران خارجی به ایران

مژگان بابایی قانع^۱، یداله رجایی^۲، محمد دالمن‌پور^۳، اشکان رحیم‌زاده^۴

چکیده:

از جمله عوامل تعیین کننده در فرایند جهانی شدن، جریان‌های سرمایه‌گذاری خارجی است. از میان عوامل مؤثر بر جریان‌های سرمایه‌گذاری خارجی، ناطمینانی یکی از موارد تعیین کننده قلمداد می‌شود. ناطمینانی حدود هر عاملی را در هر فرایند انتخاب آشکار می‌کند و منشأ قاعده‌های رفتاری است. عدم اطمینان بیشتر، مدیران را وادار به ساده‌سازی فرایند تصمیم‌گیری و تقویت اعتماد خود به قوانین رفتاری می‌کند. در یک عملیات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، هر تصمیم جدید با منابع بالقوه اطلاعاتی در مورد هزینه‌ها، درآمد و ریسک سروکار دارد. اما دسترسی به خود این منابع، مؤلفه عدم اطمینان است. به دلیل عدم اطمینان مدیران نمی‌دانند که آیا انتخاب اطلاعات جدید عملکرد آن‌ها را بهبود می‌بخشد یا خیر. پاسخ آن‌ها به اطلاعات بالقوه هم به محیط بستگی دارد و هم به ادراکات فردی. در این مقاله به منظور بررسی اثر ناطمینانی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران از روش الگوی خود رگرسیون برداری VAR استفاده شده است. داده‌ها در بازه زمانی ۱۳۷۲ الی ۱۴۰۰ از منابع سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران و صندوق بین‌المللی پول جمع‌آوری شده است. این مقاله؛ از حیث هدف کاربردی و از نظر جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات توصیفی از نوع علی و کاربردی می‌باشد. نتایج به دست آمده از تجزیه و تحلیل بوسیله روش همجعی جوهانسون، بیانگر این است که نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (cpi) تأثیر مثبت، نرخ تورم (inf) تأثیر منفی و درنهایت ناطمینانی (ins) تأثیر منفی بر روی جریان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی دارد. یافته‌های مدل الگوی خود رگرسیون برداری VAR بیانگر این است ناطمینانی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران خارجی اثر منفی دارد.

کلیدواژه: ناطمینانی، اقتصاد رفتاری، تصمیمات سرمایه‌گذاران خارجی، ایران.

طبقه بندی JEL : G41, G11, G21

:

^۱ گروه اقتصاد، واحد زنجان دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران، mozhgan.babaeeghane@iau.ir

^۲ گروه اقتصاد، واحد زنجان دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران (نویسنده مسئول)، Yadollah.rajaei@iauz.ac.ir

^۳ گروه اقتصاد، واحد زنجان دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران، Mohammad.dalmanpour@iauz.ac.ir

^۴ گروه اقتصاد، واحد زنجان دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران، Ashkan.rahimzadeh@iauz.ac.ir

Investigating the Effect of Uncertainty on the Decision of Foreign Investors to Return to Iran

**Mozhgan Babaee Ghane¹, Yadollah Rajaei², Mohammad dalmanpour³,
Ashkan Rahimzadeh⁴**

Abstract

Uncertainty is considered one of the determining factors on foreign capital flows. Naminani chooses the limits of any factor in any process and is the source of behavioral rules. More uncertainty forces managers to make decisions and simply reinforce their behavioral rules. In an FDI operation, each new decision deals with potential sources of information about costs, revenues, and expenses. But access to these resources is a component of uncertainty. Due to uncertainty, the surers do not know whether the new information will improve their performance or not. Their response to potential information is both to the environment and to individual perceptions. In this article, in order to investigate the effect of uncertainty on foreign investments in Iran, the self-regression method of VAR has been used. The data was collected in the period of 1372-1400 from the sources of Iran's Investment and Economic and Technical Assistance Organization and the International Monetary Fund. This article is practical in terms of purpose, and in terms of data collection and description, it is causal and practical. The results obtained from the analysis by Johanson's aggregate method indicate that the capital stock ratio of gross production (cpi) has a positive effect, the inflation rate (inf) has a negative effect, and finally uncertainty (ins) has an effect on the inflow of capital. . $\neg$ has a foreign investment. The findings of the VAR autoregression model indicate that uncertainty has a negative effect on the decisions of foreign investors.

Key words: uncertainty, behavioral economy, foreign investors, Iran

JEL classification: G11, G21, G41

¹ Department of Economics, Zanzan Branch, Islamic Azad University, Zanzan, Iran, mozhgan.babaeeghane@iau.ir

² Department of Economics, Zanzan Branch, Islamic Azad University, Zanzan, Iran (Corresponding author), Yadollah.rajaei@iauz.ac.ir

³ Department of Economics, Zanzan Branch, Islamic Azad University, Zanzan, Iran, dalmanpour@gmail.com

⁴ Department of Economics, Zanzan Branch, Islamic Azad University, Zanzan, Iran, Ashkan.rahimzadeh@iauz.ac.ir

در اقتصاد کلاسیک اعتقاد رایج این بود که رفتار افراد را می‌توان برحسب مؤلفه‌های کاملاً عقلایی و کمی، مدل‌سازی کرد. اما برخی از اقتصاددانان من‌جمله شخص آدام اسمیت (همان‌طور که در کتاب نظریه عواطف اخلاقی اشاره می‌نماید)، باور دارند، هر انسانی در زمان تولدش، دارای یک مدار روحی درونی است که احوال ظاهری او را شکل می‌دهد. اسمیت معتقد بود دست نامرئی، رفتار اجتماعی و اقتصادی را هدایت می‌کند. با این حال تصمیم‌گیری کاملاً عقلایی، هیچ‌گاه در تحلیل‌های اسمیت نفوذ نکرد. نظریه عواطف اخلاقی به اعتقاد وی حتی در موضوعات مالی نیز غالب است؛ نظریه‌ای که بر عناصری مثل مباحثات، شرمساری، تزلزل و خودخواهی متمرکز است. بنتام نیز پایه‌های روانشناختی اصل مطلوبیت مشتریان را ارائه نمود که یکی از اصول پذیرفته شده اقتصاد نئوکلاسیک است. همچنین دیدگاه مشهور به «مطلوبیت‌گرایی قاعده نگر» جان استوارت میل که در سال ۱۸۶۱ ارائه شد می‌گوید: «تنها و تنها کاری درست است که مطابق دستورات نظام اخلاقی باشد که آن نظام بیشتر از هر نظام اخلاقی مشابه شادی به همراه دارد.» بنابراین مطلوبیت‌گرایی قاعده نگر معتقد است که عمل صحیح اخلاقی، عملی است که مطابق عرف اخلاقی بهینه باشد. عرف اخلاقی بهینه، عرفی است که اگر از جانب تمام اعضای جامعه یا دست‌کم آن‌هایی که دغدغه جدی نسبت به مسائل اخلاقی دارند پیروی شود، بیشترین مطلوبیت اجتماعی را نتیجه می‌دهد. جان هارسنایی؛ اقتصاددان، یکی از مشهورترین طرفداران این برداشت است. اسمیت، میل، بنتام و برخی دیگر از متفکران به نقش ویژگی‌های روان‌شناختی در رفتار اقتصادی پی بردند اما آنچه در قرن بعد اتفاق افتاد، این اندیشه‌ها را کم‌رنگ کرد. در دهه ۱۸۷۰ چارچوب انقلابی اقتصاد نئوکلاسیک مطرح شد. تئوری نئوکلاسیک در جست‌وجوی موازنه‌ای بود که افراد از آن طریق مطلوبیت نهایی خود را حداکثر کنند. نئوکلاسیک‌ها از روانشناسی فاصله گرفته و علم اقتصاد را به‌عنوان یک دانش کمی طراحی کردند که با پیروی از یک مدل ساده که با تمرکز تئوری نئوکلاسیک یعنی حداکثر سازی سود، مطابقت داشت. اقتصاددانان این دوره، «انسان اقتصادی عقلایی» را به‌عنوان بازیگر اصلی صحنه اقتصاد خلق کردند، با این فرض که تصمیمات افراد به‌طور کامل اقتصادی و عقلایی است. نتیجه این نگرش نادیده گرفتن برخی ابعاد وجودی انسان بود. انسان اقتصادی عقلایی (REM)^۱ تلاش دارد به اهداف مشخص تا جامع‌ترین حد ممکن دست یابد و هزینه‌های اقتصادی خود را نیز در حداقل ممکن نگه دارد. REM ارزش‌های اجتماعی را نادیده می‌گیرد، مگر آن‌هایی که لذتی را برای او داشته باشد. منتقدینی نظیر وبلن و کینز، این مفهوم را به چالش کشیدند و مفهوم جدیدی بنام «عقلانیت محدود» را ارائه کردند. عقلانیت محدود فرض می‌کند انتخاب‌های انسان، عقلایی اما در معرض محدودیت‌های ناشی از دانش و توانایی‌های شناختی او قرار دارد. برخی روانشناسان معتقدند انسان اقتصادی تعارضات درونی افراد را نادیده می‌گیرد. همین تعارضات است که می‌تواند به بروز رفتارهای غیر عقلایی منجر شود. باینکه تا اوایل قرن بیستم اقتصاد نئوکلاسیک، روانشناسی را به‌عنوان یک عامل اثرگذار در مباحث اقتصادی نادیده می‌انگاشت، وقوع چند رویداد مهم در دهه‌های ۳۰ و ۵۰، اساس اقتصاد رفتاری را شکل داد. «موسترلر» و «نوگی»^۲، تئوری مطلوبیت مورد انتظار را از طریق آزمایش منحنی‌های مطلوبیت، آزمون کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که تشکیل توابع مطلوبیت افراد به‌طور آزمایشی امکان‌پذیر است و اگرچه قدرت پیش‌بینی این توابع کاملاً مطلوب نیست ولی جهت کلی آن‌ها درست است. با تکرار این نوع آزمایش‌ها شواهدی دال بر نقض تئوری مطلوبیت مورد انتظار به دست آمد که مشهورترین آن‌ها متعلق به «موریس آلیس» است. تحقیقات وی نشان داد تئوری حداکثر سازی مطلوبیت مورد انتظار تحت شرایط عدم اطمینان کاربرد ندارد. در اواخر دهه ۱۹۵۰ رشته اقتصاد آزمایشگاهی توسعه یافت و جنبه‌های جدیدی از ابعاد تصمیم‌گیری‌های اقتصادی انسان را روشن ساخت. این تلاش‌ها منجر به توسعه دو رشته علمی جدید شد که در تکوین مالی رفتاری مؤثر بودند: «روانشناسی شناختی» و «تئوری تصمیم». بسیاری از صاحب‌نظران مالی رفتاری جدید، معتقدند ریشه‌های اصلی این رشته را باید در روانشناسی شناختی جست‌وجو کرد. «روانشناسی شناختی» مطالعه علمی شناخت یا فرآیند ذهنی است که به اعتقاد بسیاری، منشأ رفتار انسان است. تورسکی و کانمن چگونگی وقوع، علل و اثرات خطای انسان در منطق اقتصادی را روشن کردند. این دو محقق در سال ۱۹۷۹ در مقاله‌ای با عنوان «تئوری چشم‌انداز: تجزیه و تحلیل تصمیم تحت شرایط ریسکی» با انتقاد از تئوری مطلوبیت مورد

^۱ rational economic man

^۲ Mosteller and Noguee

انتظار، مدل جایگزینی به نام «تئوری چشم‌انداز» را معرفی می‌کنند. افراد، به پیامدهای محتمل در مقایسه با پیامدهای مطمئن کمتر از حد لازم اهمیت می‌دهند (اثر اطمینان) که در موقعیت‌های انتخابی متکی بر سودهای مطمئن به ریسک‌گریزی و در موقعیت‌های دربرگیرنده زیان‌های قطعی، به ریسک‌پذیری می‌انجامد. همچنین افراد در بیشتر موارد، عناصری را که در همه گزینه‌ها مشترک هستند، رها می‌کنند این گرایش یعنی اثر جداسازی، شرایطی را نشان می‌دهد که وقتی گزینه یکسانی در اشکال متفاوت ارائه شود، به اولویت‌های ناسازگاری منتهی می‌شود. تئوری چشم‌انداز، نحوه ارزیابی سود و زیان توسط افراد را توصیف می‌کند. در این تئوری، تابع ارزش در منطقه سود مقعر و در منطقه زیان محدب است یعنی افراد در منطقه سود محافظه‌کار و در منطقه زیان رفتار غیرمحافظه‌کارانه دارند. رابطه نااطمینانی و سرمایه‌گذاری در مطالعات مختلف مورد بررسی قرار گرفته است، در برخی مطالعات، بر رابطه منفی بین نااطمینانی و سرمایه‌گذاری در سطوح بالای نااطمینانی و رابطه مثبت آن در سطوح پایین، تأکید کرده‌اند (مک دونالد و سیگل، ۱۹۸۶؛ پیندیک، ۱۹۹۴) به عبارت دیگر، اثر نااطمینانی بر سرمایه‌گذاری به سطح و مقدار نااطمینانی بستگی داشته باشد. در سطوح پایین، افزایش نااطمینانی موجب افزایش سطح سرمایه‌گذاری و در سطوح بالاتر، افزایش نااطمینانی، سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. به عبارت دیگر، نااطمینانی هم موجب افزایش انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در دوره جاری و هم موجب افزایش ارزش انتظار و تأخیر در سرمایه‌گذاری می‌شود. بنابراین ممکن است نااطمینانی سرمایه‌گذاری را افزایش و یا کاهش دهد و رابطه آن با سرمایه‌گذاری و غیرخطی و غیر همگن باشد. با توجه به اینکه اهمیت سرمایه‌گذاری و نقش آن در توسعه کشور میزبان غیرقابل انکار می‌باشد، لذا؛ این مقاله درصدد بررسی و پاسخ به این سؤال است که وجود نااطمینانی چه تأثیری بر روی تصمیم سرمایه‌گذاران خارجی در ایران دارد؟

۲. ادبیات و پیشینه تحقیق

۲-۱. سرمایه‌گذاری

تأمین منابع مالی موردنیاز کشور، به روش‌های مختلفی امکان‌پذیر است. اول از طریق سرمایه‌گذاری داخلی و استفاده از منابع مالی بخش خصوصی، دولتی و بانکی، روش دوم؛ استقراض از بانک‌های بین‌المللی و روش سوم سرمایه‌گذاری مستقیم یک کشور خارجی در کشوری دیگر است که ممکن است به‌تنهایی و یا به‌صورت سرمایه‌گذاری مشترک با کشور میزبان و یا شرکت‌های داخلی و خارجی صورت گیرد. سرمایه‌گذاری خارجی علاوه بر هدف تأمین مالی پروژه‌ها، اهداف دیگری از قبیل ارتقای بهره‌وری، توسعه مهارت و مدیریت برای ارتقای کیفی نیروی کار داخلی، توسعه بازارهای صادراتی، افزایش استاندارد تولیدات داخلی، ایجاد اشتغال، انتقال تکنولوژی و دانش فنی و... را به دنبال دارد. به‌طور کلی می‌توان، سرمایه‌گذاری را تصمیم به تعویق انداختن مصرف دوره حال به امید انتفاع در آینده، افزایش و یا ذخیره سرمایه تعریف نمود.

۲-۲. سرمایه‌گذاری خارجی:

سرمایه‌گذاری خارجی به معنای انتقال جریان سرمایه از یک کشور به کشور دیگر و اعطای سهام مالکیت شرکت‌ها و دارایی‌های کشور میزبان است. سرمایه‌گذاران خارجی با توجه به میزان سرمایه‌گذاری، نقش تأثیرگذاری در مدیریت شرکت دارند.

۲-۳. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

بر اساس تعریف کنفرانس سازمان ملل در مورد تجارت و توسعه (آنکتاد^۱)، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی عبارت است از ایجاد و کسب منافع پایدار برای اشخاص حقیقی و حقوقی کشوری در یک فعالیت اقتصادی (سهامداری در شرکت‌ها و ...) واقع در کشور دیگر، به نحوی که این منافع پایدار دلالت بر وجود رابطه بلندمدت میان سرمایه‌گذاری مستقیم از یک‌سو و موضوع سرمایه‌گذاری از سوی دیگر دارد. در جوامعی با حجم پس‌انداز پایین، اندوخته داخلی کفاف سرمایه لازم برای دستیابی به رشد

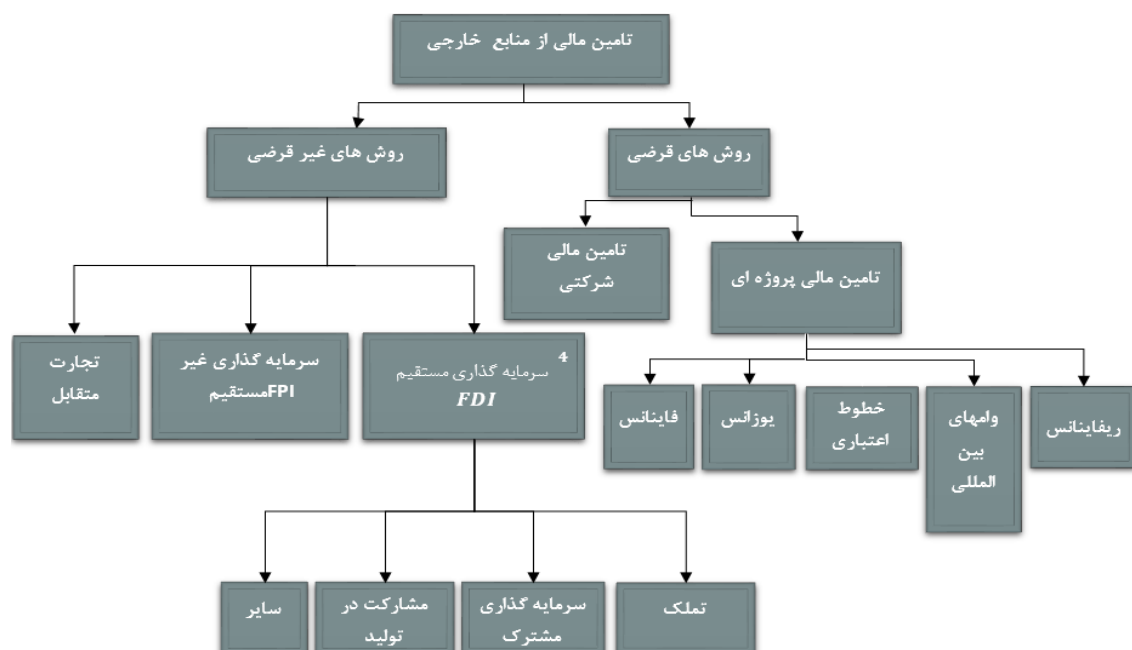
¹ UNECTAD

اقتصادی لازم را نمی‌دهد، در نتیجه ضروری است تا بخشی از نیازهای کشور از منابع خارجی تأمین گردند. به‌طور کلی در خصوص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دو گروه نظریه وجود دارد:

- ۱- نظریات مبتنی بر آثار سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر اقتصاد کشور میزبان.
- ۲- نظریات مربوط به علل انجام FDI توسط شرکت‌های چندملیتی.

نظریات مربوط به آثار سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اغلب در دو گروه نظریات خوش‌بینانه و نظریات بدبینانه نسبت به FDI و فعالیت شرکت‌های چندملیتی قابل بررسی است. نظریات مکتب نئوکلاسیک، طرفداران آزادسازی جریان سرمایه، طرفداران روش چانه‌زنی و نظریه وابستگی متقابل ازجمله نظریات خوش‌بینانه و نظریه مکتب اقتصاددانان رادیکال و مکتب وابستگی نمونه‌ای از نظریات بدبینانه در مورد FDI هستند. دسته دوم از نظریات مربوط به سرمایه‌گذاری، نظریه‌هایی هستند که به بررسی علل انجام سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌پردازند. نظریه‌های مختلفی نیز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را از دیدگاه شرکت‌های چند ملیتی مورد بحث قرار می‌دهند. این نظریه‌ها را می‌توان به الف) مبتنی بر فرض بازارهای کامل و ب) نظریه‌های مبتنی بر فرض بازارهای ناقص دسته‌بندی کرد. در نظریه‌های مبتنی بر فرض بازارهای کامل، عواملی مانند شکست بازار، عدم اطمینان، کمبود اطلاعات و چسبندگی‌های مختلف وجود ندارد و تمامی عوامل موجود در بازار همگن هستند. در مقابل، نظریه‌های مبتنی بر فرض بازارهای ناقص، با نقص کردن فرضیه فوق شکل می‌گیرد. که در این چارچوب سه نظریه مورد توجه می‌باشد که عبارتند از: «نظریه سازمان صنعتی» که اغلب ناظر به مشکلات فعالیت یک بنگاه در کشورهای خارجی، ناشی از فرهنگ، ساختار سیاسی و قضایی و..... است و به نوعی در غالب یک عدم مزیت جلوه می‌کند. «نظریه درونی کردن» که دلالت دارد بر اینکه یک بنگاه با حضور در بازار هدف بسیاری از هزینه‌هایی را که باید در صورت دور بودن از آن بازار متحمل می‌شد، دیگر متحمل نمی‌شود. مانند هزینه کسب اطلاعات، چانه‌زنی برخی نا اطمینانی‌ها و بازاریابی گسترده. «نظریه مکانی» که ناظر بر تمایل سرمایه‌گذاران برای استفاده از برخی عوامل تولید محلی و منطقه‌ای است، که قابلیت انتقال و تحرک بسیار اندکی دارند و استفاده از آن‌ها در محل، مزایای بسیاری به همراه دارد. همچون نیروی کار، منابع طبیعی و لازم به ذکر است که در این مورد نظریه چهارمی نیز مطرح است که از ترکیب سه نظریه گذشته حاصل شده است. این نظریه که به اصطلاح به «نظریه ترکیبی» معروف است، عملاً مجموعه‌ای از مباحث مطرح شده در سه نظریه بالا را در بردارد. (مزینی و مراد حاصل)

شکل (۱): روشهای تأمین مالی از منابع خارجی



۴-۲- نظریات مرتبط با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

الف - تئوری‌های مرتبط با بازار کامل

تئوری‌های مرتبط با بازار کامل، خود به سه دسته مجزا قابل تفکیک هستند:

۱- **نرخ‌های متفاوت بازدهی:** سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در نتیجه وجود نرخ‌های متفاوت سود حاصل از جریان سرمایه در سطح بین‌المللی به وجود می‌آید. بر اساس این فرض، جریان سرمایه کشورهایی را درمی‌نوردد که در آن‌ها نرخ‌های بالای سود وجود داشته باشد. ضعف این فرضیه در این است که با فرض وجود نرخ واحد از سود در بین صنایع، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در آن صنایع رخ نخواهد داد و نیز با فرض نرخ واحد از سود و بازدهی، هیچ‌گاه میان دو کشور، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اتفاق نخواهد (کهل^۱، ۲۰۰۴).

۲- **تنوع سرمایه‌گذاری:** بر اساس این تئوری، تصمیم یک شرکت چند ملیتی برای سرمایه‌گذاری در خارج، فقط متأثر از نرخ‌های بازگشت سود نیست، بلکه آنچه اهمیت بیشتری دارد، مسئله کاهش خطرات ناشی از سرمایه‌گذاری است. بر این اساس، تنوع سرمایه‌گذاری یک شرکت در بازارهای متعدد، امکان خطرات آن را کاهش می‌دهد. مطالعات تجربی از قدرت تبیین این تئوری می‌کاهند، چراکه شرکت‌های چندملیتی تمایل به سرمایه‌گذاری در مناطقی را دارند که دارای همبستگی بالای عواید باشند (گالکو و کوین^۲، ۲۰۰۴).

۳- **اندازه بازار:** فرضیه اندازه بازار، ریشه در تئوری نئوکلاسیک سرمایه‌گذاری دارد. این تئوری بر نقش اندازه مطلق بازار کشور میزبان و نقش نرخ رشد آن تمرکز دارد. بر اساس این فرضیه، هر اندازه حجم و وسعت بازار بزرگ باشد، دسترسی به منابع و کاهش هزینه‌های تولید از طریق توسل به صرفه‌های مقیاس امکان‌پذیرتر است (ذوالقدر، ۱۳۸۸).

ب - تئوری‌های مرتبط با بازارهای ناقص

۱- **تئوری سازمان صنعتی:** بر اساس این فرضیه، هنگامی که بنگاهی شرکت‌های تابعه خود را در دیگر کشورها برپا می‌کند، با عدم مزیت‌های متعددی در رقابت با بنگاه‌های داخلی مواجه می‌شود. این عدم مزیت‌ها از تفاوت در زبان، فرهنگ، نظام قانونی و دیگر تفاوت‌های بین کشوری بروز می‌کند؛ اگر با وجود این عدم مزیت‌ها، بنگاه بخواهد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی انجام دهد، باید برخی از مزیت‌هایی که از دارایی‌های نامشهود برمی‌خیزد، از قبیل علامت تجاری مشهور، حق امتیاز فناوری محافظت شده، مهارت‌های مدیریتی و دیگر عوامل ویژه بنگاه را دارا باشد. علی‌رغم توان نسبی فرضیه سازمان صنعتی هایمر در تبیین برخی موارد، این فرضیه کاملاً متقاعد کننده به نظر نمی‌رسد. این فرضیه از تبیین این مسئله که چرا شرکت‌ها علی‌رغم برخورداری از اشکال ارزان توسعه خود همچون صادرات از طریق سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به‌منظور افزایش مزیت‌های خود وارد می‌شوند، ناتوان است. (گالکو و کوین^۲، ۲۰۰۴).

۲- **نظریه هایمر:** هایمر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را با فرض وجود بازارهای ناقص مورد بررسی قرار داده و محرک سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را وجود انحصار می‌داند، به عبارت دیگر سرمایه‌گذار با بهره‌گیری از قدرت انحصاری به‌واسطه‌ی تکنولوژی بالا و یا استفاده از نام‌های معروف در مناطق دیگر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی انجام می‌دهد.

۳- **نظریه بنگاه:** پس از هایمر، «کاوس» (۱۹۸۲) نظریات وی را گسترش داد. بر اساس نظریات کاوس هنگامی که یک بنگاه، شعبه‌ای را در کشور دیگر افتتاح می‌نماید، با برخی عدم مزیت‌ها ناشی از زبان، فرهنگ و سایر تفاوت‌های بین کشوری

¹ Kehal

² Glaucio and Kevin

مواجه می‌شود. در رویارویی با این عدم مزیت‌ها شرکت باید از برخی مزایا که به آن دارایی‌های نامشهود اطلاق می‌شود، برخوردار باشند که به‌عنوان مثال می‌توان از نام معروف «مدیریت عالی و فناوری پیشرفته» نام برد. این مزیت‌ها باید قابل انتقال به شعبه افتتاح شده باشند تا بتوانند در مقام مقایسه با سایر شرکت‌های داخلی، عدم مزیت‌های موجود را خنثی کند. یکی از ایرادات دیدگاه فوق این است که قادر نیست توضیح دهد چرا این بنگاه‌ها از مزیت‌های ذکر شده در کشور خود استفاده نکرده و اقدام به صادرات نمی‌کنند. از این رو نظریه «درونی کردن» از سوی افرادی نظیر «کاسن» (۱۹۷۹)، «بوکلی و کاسن» (۱۹۷۶) و «رگمن» (۱۹۸۶) مطرح شد.

۴- نظریه درونی‌سازی: در دهه ۱۹۷۰، شاخه‌ای از ادبیات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با عنوان نظریه درونی‌سازی

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ظهور یافت. مبنای آن با نظریه شرکت کوز (۱۹۳۷) بود که اقدام به آزمون نقش هزینه‌های معاملاتی در شکل‌گیری سازمان می‌کرد. دغدغه اصلی نظریه کوز این بود که چرا شرکت‌ها به وجود می‌آیند و چرا همه معاملات اقتصاد در بازار روی نمی‌دهد؟ وی پاسخ به این سؤالات را در قالب هزینه‌های معاملاتی، ازجمله هزینه تعیین قیمت بازار، هزینه مذاکرات، هزینه‌های امضا و اجرای قراردادهای میان طرفین معامله مورد بحث قرار داد. به زعم کوز، برای غلبه بر این مشکلات و کاهش هزینه‌های معاملاتی، نیاز به مدیریت منابع و معاملات داریم. زمانی که این امر روی دهد، یک شرکت متولد می‌شود و به تبع آن، منافع ناشی از اقدامات عمدتاً به‌جای بازار در درون بنگاه و سازمان به دست می‌آید. در چنین وضعیتی، ما شاهد درونی‌سازی فعالیت در داخل ساختار شرکت خواهیم بود (جونز ۲۰۰۵، ۱). فرایند درونی‌سازی بعدها در راستای تبیین تولید بین‌المللی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی توسعه یافت و از طرفداران پیشگام این نظریه، باکلی و کاسون بودند. بر اساس نظریه این دو، عملیات شرکت‌ها به‌ویژه شرکت‌های بزرگ، تنها تولید کالا و خدمات را شامل نمی‌شود، بلکه فعالیت‌هایی از قبیل بازاریابی آموزش، تحقیق و توسعه، تکنیک‌های مدیریتی و مداخله در بازارهای مالی را نیز دربر می‌گیرد که این فعالیت‌ها در ارتباط متقابل با یکدیگر هستند و می‌توان آن را محصولات واسطه‌ای نامید. نظریه‌های درونی‌سازی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، نقش پراهمیتی در توسعه نظریه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در دهه ۱۹۷۰ ایفا کرده است. این نظریه از پاسخ به این سؤال که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در چه مکان‌هایی روی می‌دهد، ناتوان است. به‌علاوه، این نظریه یک رویکرد پویا نیست، چراکه برای ایجاد یک رویکرد پویا باید رویکردهای مختلف را که بر پویایی و عدم تعادل در سطوح بنگاه، بازار و رقابت بین‌المللی تمرکز یافته‌اند با یکدیگر ادغام کرد (شیخ‌الاسلامی، ۱۳۸۴).

۵- فرضیه چرخه زندگی محصول: بر اساس فرضیه چرخه زندگی محصول (کورنش، ۱۹۵۳؛ پوستر ۱۹۶؛ ورنون، ۱۹۶۶)، تولید

از طریق چرخ‌های از ابتکار شروع می‌شود، رشد نهایی پیدا می‌کند، رشد آن کاهش و در آخر زوال می‌یابد. این نتیجه، در واکنش به فرایند معرفی و ابداع، شیوع، بلوغ و پیری است. این فرضیه، مسلم می‌داند که بنگاه‌های دارای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، در مرحله خاصی از چرخه زندگی، ابتدا دست به تولید ابداع می‌زنند (ذوالقدر، ۱۳۸۸).

۶- پارادایم التقاطی دانینگ: دانینگ با مطالعه تاریخ نظریه‌پردازی درباره سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، اقدام به ارائه

رویکردی می‌کند که طیف وسیعی از نظریه‌ها را در خود جای می‌دهد. وی درصدد پاسخ به چرایی، میزان و مکان بود. مفروضات اصلی پارادایم دانینگ عبارت‌اند از: مزیت‌های مالکیتی، مزیت‌های ناشی از درونی‌سازی و مزیت‌های مکانی (دانینگ ۱۹۷۷، ۲). به گفته وی، شرکت‌ها زمانی به سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی روی خواهند آورد که مزیت‌های سه گانه مالکیت، موقعیت مکانی و درونی‌سازی وجود داشته باشد. هرچند این شرایط برای تحقق سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ضروری است، الزامی نیستند.

¹ Jouns

² Dunning

پارادایم التقاطی دانیینگ، علی‌رغم نقاط قوت عدیده خود، از جمله لحاظ کردن متغیرهای نظریه‌های متعدد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، از یک نقطه ضعف اساسی رنج می‌برد. دربرگرفتن متغیرهای متعدد تأثیرگذار بر شکل‌گیری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی که با هدف تأثیرگذاری همزمان بر انگیزش‌های شرکت در راستای وارد شدن در عرصه تولید خارجی از یک سو و کشور میزبان برای جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ازسوی دیگر انجام گرفته است، عملیاتی شدن این پارادایم را با دشواری‌های جدی مواجه می‌سازد.

در واقع، پیش‌بینی‌های قابل آزمون را نمی‌توان از این پارادایم استخراج کرد. برای مثال، در حالی که متغیرهای مربوط به مزیت مکانی به‌راحتی قابل آزمون هستند، بررسی پیوند بین مزیت‌های مالکیتی و ناشی از درونی‌سازی امری بسیار دشوار است. (گلاکو و کوین، ۲۰۰۴)

ج - تئوری‌های جدید سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

تئوری‌های جدید سرمایه‌گذاری رفتار شرکت‌های چندملیتی را در قالب مدل‌های تعادل عمومی مورد بررسی قرار می‌دهند. همان‌طور که در بخش‌های پیشین ذکر گردید در چنین وضعیتی اگر سرمایه‌گذاری به‌عنوان جایگزینی برای صادرات و تجارت باشد با کاهش محدودیت‌های تجاری، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کاهش می‌یابد. این حالت برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی افقی (که در آن شرکت‌های خارجی، کالا را بطور یکسان در بازارهای خارجی تولید می‌نمایند) قابل مشاهده است. اما اگر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی مکمل صادرات و تجارت باشد، با ایجاد یکپارچگی‌های اقتصادی و افزایش تجارت، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز افزایش می‌یابد. این حالت برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی عمودی (که در آن شرکت‌ها مراحل مختلف فعالیت‌های تولیدی خود را بر اساس مزیت نسبی که ناشی از قیمت‌های متفاوت عوامل تولید بین کشورها است، تقسیم می‌کنند) اتفاق می‌افتد.

د - نظریه‌های نوین مالی سرمایه‌گذاری:

پارادایم اصلی نظریه‌های نوین مالی، عقلایی بودن عوامل اقتصادی و نظریه بازارهای کارا است. از نظریاتی که به‌عنوان چارچوب‌های بنادین نظریه نوین مالی و در راستای مبحث سرمایه‌گذاری است، می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- ۱- عدم وجود فرصت آربیتراژ: به معنی ایده عدم وجود روش بدون ریسک برای کسب سود.
- ۲- ارزش فعلی خالص (NPV^1): به این معنی که معادل ارزش فعلی پرداخت‌های آتی و یا برعکس را می‌توان بدست آورد.
- ۳- نظریه مطلوبیت انتظاری (EUT^2): تصمیم‌گیرنده بین جنبه‌های ریسکی یا نامطمئن، با مقایسه ارزش‌های مطلوبیت انتظاری تصمیم می‌گیرد. بعدها این نظریه در دو حالت الف) تحت شرایط عدم اطمینان با نام نظریه مطلوبیت انتظاری ذهنی و ب) تحت شرایط ریسکی با نام نظریه ون نیومن-مورگن استران^۳ تعمیم یافت.

۴-۲- عوامل مؤثر بر جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

سرمایه‌گذاری خارجی متأثر از عوامل سیاسی، فرهنگی، اقتصادی و اجتماعی کشور میزبان است. در نتیجه کشورها به ویژه کشورهای در حال توسعه اهتمام ویژه‌ای برای ایجاد زیرساخت و بستر لازم برای جلب و جذب سرمایه‌گذاری خارجی به ویژه به‌طور مستقیم دارند. عدم وجود شرایط اجتماعی، سیاسی و اقتصادی پایدار را می‌توان پاشنه آشیل جلب جریان سرمایه خارجی

¹ Net present value

² Expected utility theory

³ Von Neumann & Morgenstern

در کشور میزبان دانست. بر اساس مطالعات «آنکتاد» و مطالعه تجربیات کشورهای مختلف، عوامل مؤثر بر جریان سرمایه‌گذاری خارجی را می‌توان در چهار طبقه بندی نمود:

عوامل سنتی: این عوامل بر اساس نظریه‌های کلاسیک دربرگیرنده عوامل جغرافیایی، منابع طبیعی و نیروی کار فراوان و ماهر است. در گذشته عامل اصلی ورود سرمایه‌گذاران خارجی به کشور میزبان به شرایطی چون داشتن منابع طبیعی و نیروی کار فراوان ارتباط داشت، اما جریان سرمایه‌گذاری‌های گسترده افراد حقیقی و حقوقی در کشورهای میزبان فاقد منابع طبیعی، نظریه‌های موجود در زمینه توجیه جریان سرمایه‌ها را دچار تغییر نمود.

عوامل اقتصادی: از جمله مهمترین عوامل مؤثر در جریان سرمایه‌گذاری خارجی در نظریه‌های جدید عوامل اقتصادی هستند. این عوامل می‌توانند ورود جریان سرمایه‌ها به کشور میزبان را تضمین نموده و یا بالعکس عامل جلوگیری از سرزیر سرمایه خارجی گردد. مهمترین این عوامل عبارتند از:

- درجه باز بودن اقتصادی
- آزادسازی اقتصادی شامل حذف موانع تعرفه‌ای
- خصوصی‌سازی، سیاست‌های ارزی و سیاست‌های مالیات‌ستانی
- اندازه بازار کشور میزبان
- عملکرد متغیرهای کلان اقتصادی از جمله تولید ناخالص داخلی (GNP)، نرخ تورم، کسری یا مازاد بودجه و بدهی‌های خارجی کشور
- شرایط ارتباطی و زیربنایی.

عوامل سیاسی و امنیتی: آخرین دسته از عوامل مؤثر بر جریان سرمایه‌گذاری خارجیان بر اساس نظریه‌های جدید عوامل سیاسی و امنیتی هستند. مهمترین این عوامل عبارتند از:

- نظام سیاسی کشور
- نوع نگرش دولت در رابطه با سرمایه‌گذاری خارجی
- قوانین و مقررات حقوقی
- سیاست‌های متمرکز بر ساختار و عملکرد بازار به‌ویژه سیاست‌های مرتبط با رقابت، ادغام و موقعیت بین‌المللی
- عوامل فرهنگی (فطرس و امامی، ۱۳۹۰).

۲-۲-۲- فرآیند تصمیم‌گیری

در تعریف تصمیم‌گیری می‌توان گفت که پیش‌بینی و ارزیابی نتایج از راه‌حل‌های موجود و انتخاب قطعی یک راه حل برای رسیدن به هدف را تصمیم‌گیری می‌گویند، تصمیماتی که افراد می‌گیرند با توجه به میزان دانش و اطلاعات آن‌ها در وضعیت تصمیم‌گیری به سه دسته تقسیم می‌شود، «تصمیم‌گیری در شرایط اطمینان»، «عدم اطمینان» و «ریسک»، متاثر از عواملی که پیشتر بدان اشاره گردید. سؤال مهمی که مطرح می‌شود اینست که در شرایط تقریباً برابر از نظر اقتصادی و سیاسی، چه عاملی منجر به انتخاب مقصد نهایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. پاسخ به این سؤال به ویژه در کشورهای در حال توسعه که در ایجاد ثبات اقتصادی ناکارآمد هستند بسیار حائز اهمیت است. زیرا توجه به آن می‌تواند نقطه عطفی در جلب سرمایه‌های خارجی تلقی گردد.

۲-۳- تحلیل رفتار نااطمینانی بر سرمایه‌گذاران خارجی:

تحلیل رفتار سرمایه‌گذاری در ادبیات مالی مدت‌ها بر اساس نظریات کلاسیک مانند نظریه مطلوبیت اقتصادی و نظریه رقابت^۱ تفسیر می‌شد. بر اساس اصول بنیادین نظریه مطلوبیت که توسط مورگنسترن^۲ (۱۹۴۷) توسعه داده شد، یک سرمایه‌گذار: (۱) کاملاً عقلانی تصمیم خواهد گرفت. (۲) دسترسی کامل به اطلاعات دارد و قادر به حل مسائل پیچیده خواهد بود. (۳) ریسک‌گریز است. (۴) همواره درصدد آن است که ثروت خود را حداکثر نماید (ناگی و ابن بنگر^۳، ۱۹۹۴). اما نظریات متداول به ندرت نقش مدیران را در فرآیند تصمیم‌گیری در نظر می‌گیرد. باور انسان اقتصادی عقلایی توسط نئوکلاسیک‌ها به دلایلی از جمله سادگی تجزیه و تحلیل اقتصادی افراد و امکان پردازش بهتر اطلاعات به صورت کمی مطرح گردید. (مالی رفتاری، بدری) روانشناسان بر این باورند که مدیران، به طور کلی انسان‌ها، عوامل انگیزشی متعددی دارند که قائم به ذات و شخصیت آن‌ها هستند و یا توسط محیط آن‌ها شکل می‌گیرند و ممکن است دارای اهداف متعدد و متغیری باشند که اغلب متناقض و مؤثر بر تصمیمات آنان هستند. (فری و آیشنبرگر، ۲۰۰۱). ارزش‌ها می‌توانند با تجربه شخصی افراد تغییر کنند. این تغییر در ارزش‌ها، اهدافی را که افراد سعی در دستیابی به آن‌ها دارند اصلاح می‌کند (آکرلوف، ۱۹۸۳). با توجه به اینکه عملکرد مدیران به شدت زیر ذره‌بین ناظران قرار دارد (از طریق رقابت، سهامداران، مشتریان و کارمندان)، آن‌ها غالباً انتخاب خود را با دقت بیشتری انجام می‌دهند، اما مدیران از تأثیرات اخلاقی، فرهنگی و اجتماعی مصون نیستند و این موضوعی است که معمولاً توسط ادبیات اقتصادی کلاسیک نادیده گرفته می‌شوند. رویکرد رفتاری می‌تواند با شناسایی مجموعه‌ای جدید از عوامل تعیین کننده، مشابه آنچه در امور مالی رفتاری ارائه می‌شود، به نظریه FDI کمک کند. این قوانین رفتاری است که به طور مکرر توسط مدیران دنبال می‌شود و باعث ترغیب بنگاه‌ها به انتخاب موقعیت دقیق در بازارهای خارجی می‌شود. شرکتی را در نظر بگیرید که می‌خواهد تصمیم بگیرد آیا در خارج از کشور سرمایه‌گذاری کند و محل سرمایه‌گذاری خود را در کجا قرار دهد؟. یک تصمیم‌گیرنده منطقی سعی می‌کند هنگام پاسخ دادن به این سوالات، ارزش فعلی تفاوت بین درآمد و هزینه را به حداکثر برساند. برای این منظور باید اطلاعات قابل توجهی را جمع‌آوری کند و با فرض نرخ تنزیل از تورم مورد انتظار، نرخ بازده مطلوب و خطر احتمالی مرتبط، می‌تواند ارزش فعلی خالص را برای سرمایه‌گذاری محاسبه کند. تصمیم برای سرمایه‌گذاری در خارج از کشور و محل استقرار آن بستگی به انتظارات تصمیم‌گیرنده در مورد ارزش این متغیرها برای گزینه‌های مختلف موجود دارد. اگر تصمیم برای رفتن به خارج از کشور اتخاذ شده باشد، محل سرمایه‌گذاری و درآمد و هزینه‌های مورد انتظار آن به موضوع مهم تبدیل می‌شود. بنابراین، می‌توان در نظر گرفت که دو متغیر اصلی برای تصمیم‌گیری منطقی مکان و درآمد-هزینه هستند. ادبیات اقتصادی توضیحات مختلفی را در زمینه درآمد و هزینه‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ارائه داده است. شرکت‌های فراملیتی (TNC) هنگام تصمیم‌گیری در مورد مکان‌های مستقیم سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در بازارهای ناقص، به چندین روش در صدد بهبود جریان درآمد خود هستند. آن‌ها از مزیت‌های خاص خود نسبت به رقبای محلی در بازار میزبان استفاده می‌کنند تا هزینه‌های اضافی سرمایه‌گذاری در خارج از کشور را جبران کنند. منظور از مزیت خاص ذکر شده است: تمایز محصول، مهارت‌های مدیریتی و بازاریابی، نوآوری و فناوری، صرفه‌های ناشی از مقیاس و تجمع، دسترسی بهتر و ارزان‌تر به سرمایه می‌باشد (ایتو-گیلیس^۴، ۲۰۰۵). هرچه عدم اطمینان بیشتر باشد، استفاده از قوانین رفتاری نیز به تبع بالاتر است. در دنیایی از اطمینان، تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در خارج از کشور آسان خواهد بود. آن‌ها فقط باید تفاوت بین درآمد و هزینه را برای همه گزینه‌های موجود از نظر موقعیت مکانی محاسبه کرده و موردی را انتخاب کنند که منجر به سودآوری بالاتر شود. با این حال، در دنیای واقعی زندگی مدیر، همه چیز به همین سادگی نیست. تصمیمات مربوط به مکان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به مقدار زیادی اطلاعات نیاز دارد، مراحل مختلفی را شامل می‌شود که در طی چندین ماه یا چند سال تعداد زیادی تصمیم پی

¹ - Competing Theory

² - Neumann and Morgenstern

³ - Nagy and Obenbenger

⁴ Ietto-Gillies

در پی اتخاذ می‌شود، و سرمایه‌گذاری شده نسبتاً بی‌حرکت و در درازمدت متمرکز است (آهارونی^۱، ۱۹۹۹). در این میان متغیرهای محیطی به‌طور غیرقابل پیش‌بینی به‌طور دائمی در حال تغییر هستند و تصمیم‌گیرندگان خود تحت تأثیر رویدادهای نسبتاً متفاوت قرار می‌گیرند. این روند افراد مختلفی را درگیر می‌کند که به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم بر مکان‌نمایی تأثیر می‌گذارند. علاوه بر این، هر تصمیم‌گیری در مورد مکان قطعی برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نه تنها شامل بخش «منطقی اقتصادی» بلکه همچنین بخش «رفتاری» است که در آن ادراکات و سایر ویژگی‌های شناختی مدیران را شامل می‌شود (کاتونا^۲، ۱۹۷۵). بنابراین، تعریف کامل‌تری از تصمیمات مربوط به مکان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، با عنوان تعریفی با رویکرد رفتاری ارائه می‌شود، همچنین باید نحوه تأثیر مؤلفه رفتاری بر تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را با شناختن ارتباط ویژگی‌های شناختی مدیران در فرآیند تصمیم‌گیری در نظر گرفته شود. علاوه بر این، ویژگی بسیاری از موقعیت‌های تصمیم‌گیری، وجود عدم اطمینان یا «عدم توانایی رمزگشایی از همه پیچیدگی‌های محیط است». به خصوص ساختاری که خود در طول زمان تکامل می‌یابد (هاینر، ۱۹۸۳). که علاوه بر خطر (risk)، مجهولات شناخته شده و مجهولات ناشناخته را نیز شامل می‌شود. بر خلاف خطر، قسمت باقیمانده عدم اطمینان را نمی‌توان کاهش داد و امکان اختصاص احتمال برای همه گزینه‌ها وجود ندارد (نایت، ۱۹۲۱). رویکرد رفتاری در نظر می‌گیرد که چگونه عدم اطمینان و ویژگی‌های شناختی و ذاتی مدیران، بر روند تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارند. بدین منظور فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را با دادن نقشی محوری در هر مرحله به عوامل رفتاری در نظر می‌گیرد. این امر به سه دلیل بسیار مهم است: اول، تأکید بر قوانین رفتاری که از این واقعیت ناشی می‌شود که بیشتر موقعیت‌هایی که تصمیم‌گیرندگان با آن روبرو هستند در شرایط «عدم اطمینان» یا حتی «ناآگاهی غیرقابل تکرار» است (هیجدر^۳، ۱۹۸۸). دوم اینکه افراد معمولاً قبل از ترکیب نتایج با هر واقعه به روشی جداگانه برخورد می‌کنند و بنابراین عدم اطمینان افزایش می‌یابد. این موضوع برای هر مرحله متفاوت در تصمیمات FDI که افراد مختلف در آن مداخله می‌کنند وجود دارد. سوم، همان‌طور که آلچیان (۱۹۵۰) مطرح می‌کند، به نظر می‌رسد منطقی‌تر است که یک مدل از وضعیت اولیه عدم اطمینان ایجاد شود و فقط پس از آن عناصر آینده‌نگری اضافه شود، و نه آن را برای یک هدف خاص مانند حداکثر سود آغاز شود و پس از آن با در نظر گرفتن عدم اطمینان و انگیزه‌های مختلف رفتار عوامل، رها شود. بنابراین، رویکرد رفتاری عدم اطمینان را به‌عنوان یک پدیده در حال تکامل با تمرکز بر ویژگی‌های شناختی افراد به‌عنوان یکی از اصلی‌ترین رکن‌ها در فرآیند تصمیم‌گیری برجسته می‌کند و در نتیجه، به‌عنوان اساس انتظارات متغیر در نظر گرفته شده توسط نظریه نئوکلاسیک؛ یعنی مشکلاتی که تصمیم‌گیرندگان با آن روبرو هستند و با عدم اطمینان تغییر می‌کنند.

در این پیچیدگی است که قوانین رفتاری بوجود می‌آیند. قواعد رفتاری ساده‌سازی استراتژی‌هایی برای کاهش پیچیدگی است که با عدم اطمینان توضیح داده می‌شود و ابتکار عمل اکتشافی یا تعصباتی را آغاز می‌کند که به‌طور سیستماتیک از پیش‌بینی منطبق با عقلانیت منحرف می‌شود. (فری و آیشنبرگر، ۲۰۰۱). از منظر رفتاری، در نظر گرفته می‌شود که مدیران مانند هر فرد دیگر، هنگام عدم اطمینان با خطا و رفتار «ناهنجار» در تصمیم‌گیری روبرو می‌شوند. هرچند ممکن است این خطاها در آینده اصلاح شوند، اما درک آنان، که به‌واسطه شهود ایجاد می‌گردد، زمانی رخ می‌دهد که شرایط با آنچه انتظارش را داشته‌اند به طرز قابل توجهی تغییر کرده است. از آنجا که این تغییرات بر درک مدیران تأثیر می‌گذارد، آنان را ناگزیر به مقابله با شرایط جدید می‌نماید. به‌طور کلی، قوانین رفتاری انتخاب‌های متداولی هستند که متناسب با جایگاه آن‌ها در بازه زمانی، یعنی مربوط به وقایع گذشته یا حال یا انتظارات در مورد تحولات آینده و با توجه به ریشه‌شناختی ذاتی یا بیرونی آن، تعریف می‌شوند. با استفاده از مدل هاینر (۱۹۸۳، ۱۹۸۵، ۱۹۸۹)، که در آن بر صلبیت مورد نظر تصمیم‌گیرندگان تأکید می‌شود و فرضیات بهینه‌سازی معمول ادبیات نئوکلاسیک نادیده گرفته می‌شود، می‌توان شناخت بهتری از روند تصمیم‌گیری هر شرکت بدست آورد. رویکرد رفتاری

¹ Aharoni

² Katuna

از برخی ورودی‌های روانشناسی، یعنی اصطلاحاً اکتشافی در تصمیم‌گیری در صورت عدم اطمینان استفاده می‌کند. این درک اهداف و انگیزه‌های شرکت‌ها و مدیران هنگام سرمایه‌گذاری در خارج از کشور را بهبود می‌بخشد.

پیشینه تحقیق

بیندینگ و دی بیاسی^۱ (۲۰۱۷) در مقاله‌ای به بررسی تأثیر نااطمینانی نرخ ارز بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در کشور سوئیس پرداختند. آن‌ها در بررسی تغییر ناگهانی سیاست پولی کشور سوئیس که در تاریخ ۱۵ ژانویه ۲۰۱۵ رخ داد و موجب شد نرخ ارز یورو در این کشور کاهش یابد به این نتیجه رسیدند که این نااطمینانی در کوتاه مدت تأثیر قابل توجهی بر کاهش سرمایه‌گذاری در تجهیزات و ماشین‌آلات شرکت‌ها داشته است.

میرکینا^۲ (۲۰۱۸) در مقاله‌ای با استفاده از داده‌های پانلی تأثیر تحریم‌ها بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ۱۸۴ کشور طی دوره ۱۹۷۰ تا ۲۰۱۰ را مورد بررسی قرار داد. نتایج این مقاله نشان داد که تأثیر تحریم‌ها بر سرمایه‌گذاری خارجی بسته به هزینه‌های تحریم تحمیل‌کننده مجازات اولیه، به مرور تغییر می‌کند. تحریم‌های گران قیمت (شدید) در کوتاه مدت منجر به کاهش قابل توجه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌شود اگرچه فاقد تأثیر طولانی مدت است.

آگوس و سهرابی^۳ (۲۰۱۹) در مقاله‌ای به بررسی عوامل مؤثر بر جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کشور ترکیه طی دوره ۲۰۱۰ - ۱۹۹۲ پرداختند. نتایج مطالعه آن‌ها نشان داد که گسترش اندازه بازار و افزایش فرصت‌های تجاری در مقایسه با تثبیت قیمت‌ها و نرخ ارز و کنترل بودجه، بیشترین تأثیر را بر جریان ورودی سرمایه به این کشور داشته است.

عبدالمحسن الفالیح و بلحاج^۴ (۲۰۲۰)، در مقاله‌ای با استفاده از روش ARDL به بررسی عوامل تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشور عربستان سعودی طی سال‌های ۲۰۱۷ - ۲۰۱۴ پرداختند. یافته‌های مقاله آن‌ها نشان داد که اندازه، بازار نرخ ارز واقعی و برقراری نظم و قانون تأثیر مثبتی بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کشور عربستان در طی دوره تحت مطالعه داشته است. همچنین مطالعه آن‌ها نشان داد که ورودی سرمایه‌های مستقیم خارجی بیشتر به قیمت نفت حساس هستند و تأثیرپذیری چندانی از فراوانی ذخایر نفتی عربستان سعودی ندارند.

آگوس و وانگ^۵ (۲۰۲۲) در مقاله‌ای با عنوان اثرات آستانه نااطمینانی اقتصاد جهانی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با بررسی اثر نااطمینانی بر سرمایه‌گذاری در ۷۶ کشور با روش پنل پویا دریافتند که در کشورهای توسعه نیافته بروز نااطمینانی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری خارجی گردیده و از بین‌المللی شدن شرکت‌های محلی جلوگیری می‌کند.

یلفانی و همکاران (۱۳۹۵) در مقاله‌ای اثرات و پیامدهای تحریم (به‌عنوان یک نمونه از نااطمینانی) بر سرمایه‌گذاری خارجی در ایران را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها با بیان این که هدف از تحریم می‌تواند محروم کردن کشور مورد نظر از دستیابی به بازار جهانی کالا و خدمات، سرمایه و منزوی کردن باشد، نشان دادند که تحریم‌ها ورودی سرمایه خارجی به کشور را کاهش داده باعث رکود اقتصادی گردیده است.

سعادت مهر (۱۳۹۶) در مقاله‌ای به بررسی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران با تأکید بر نقش تحریم‌های اقتصادی (نمونه‌ای از نااطمینانی) پرداخت این تحقیق که با استفاده از داده‌های سری زمانی ۱۳۹۳-۱۳۶۸ و به روش ARDL انجام شده است، نشان داد که تحریم‌ها تأثیر منفی و معناداری بر کاهش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران داشته‌اند.

¹ Binding, & Dibiasi

² Mirkina,

³ Qgus and Sohrabji

⁴ Abdulmohsen ALfali Abdullah and Hadj

⁵ Konstantinos Lagos and Yuan Wang

همچنین نتایج نشان داد که علاوه بر تحریم‌ها متغیرهای نرخ تورم و بی ثباتی نرخ ارز تأثیر منفی و زیرساخت‌ها تأثیری مثبت بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کشور ایران بر جای گذاشته‌اند.

فشاری (۱۳۹۷) در مطالعه ای چگونگی تأثیرگذاری نظام‌های بی ثباتی نرخ واقعی ارز در دو وضعیت بی ثباتی زیاد و کم را بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ایران طی سال‌های ۱۳۵۳-۱۳۹۵ مورد بررسی قرار داد. نتایج تخمین الگو این مطالعه دلالت بر تأیید دو وضعیت بی ثباتی نرخ واقعی ارز زیاد و کم در رفتار نرخ واقعی ارز داشته و تأثیر منفی و معنی‌دار بی ثباتی نرخ واقعی ارز بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در وضعیت بی ثباتی زیاد بیشتر از حالت بی ثباتی کم است. از سوی دیگر متغیرهای نرخ واقعی ارز، تولید ناخالص داخلی حقیقی و درجه باز بودن تجارت تأثیر مثبت و معنی‌دار بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران در دوره زمانی مورد مطالعه داشته‌اند.

نیکخو (۱۴۰۱) با بررسی اثرات ناطمینانی اقتصاد کلان بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌های ایران طی یک دوره ۱۵ ساله از سال ۱۳۸۳ تا سال ۱۳۹۷ با استفاده از داده‌های تابلویی ۱۵ بانک نشان داد، در شرایط ناطمینانی، فرآیند برنامه‌ریزی، تصمیم‌گیری و سیاست‌گذاری در کلیه بخش‌های اقتصاد بدلیل عدم امکان پیش‌بینی آینده دچار اختلال می‌شود.

۳-۱. مدل تحقیق

هدف اصلی این بخش از مطالعه، بررسی اثر ناطمینانی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری خارجی در ایران می‌باشد؛ بر اساس مدل فلدشتاین و هوریوکا (F-H) به بررسی اثر ناطمینانی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری خارجی در ایران خواهد شد:

$$fdi = \alpha_0 + \alpha_1 cap_{it} + \alpha_2 inf_{it} + \alpha_3 ins_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$fdi_{it} = f(cap, inf, ins)$$

تعریف متغیرهای پژوهش تحقیق

fdi: میزان ورد سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی به ایران

Cap: نسبت موجودی سرمایه به تولید ناخالص داخلی

Inf: نرخ تورم

Ins: شاخص ناطمینانی

داده‌ها در بازه زمانی ۱۳۷۲ الی ۱۴۰۰ گردآوری شده است. برای بررسی فروض تحقیق از مدل اقتصادسنجی خود رگرسیونی در بخش بعدی استفاده خواهد شد. علت استفاده از مدل اقتصادسنجی خود رگرسیونی ساختاری، این است که داده‌های پانل، ناهمگونی فردی را که می‌تواند نتایج گمراه‌کننده و غلط را ایجاد کند کنترل می‌کند. همچنین، در برآورد الگوهای سیستم معادلات هم‌زمان لازم است دو گام اصلی برداشته شود، یکی اینکه باید متغیرهای الگو را به دودسته درون‌زا و برون‌زا طبقه‌بندی کرد و دیگری اینکه باید قیدهایی را بر ضرایب متغیر الگو اعمال کرد تا به شناسایی الگو دست یافت. در حالیکه در روش VAR احتیاج به چنین تفکیکی ما بین متغیرها لازم نیست.

۳-۲. تعریف الگوی خود توضیح برداری یا Var:

هنگامی که رفتار چند متغیر سری زمانی مورد بررسی قرار می‌گیرد، لازم است به ارتباط متقابل این متغیرها در قالب یک الگوی سیستم معادلات هم‌زمان توجه شود. VAR مجموعه‌ای از مدل رگرسیون است (یعنی بیش از یک متغیر مستقل وجود دارد) که می‌تواند به‌نوعی پیوند بین مدل‌های سری زمانی تک متغیره و معادلات هم‌زمان موردتوجه قرار دهد. آنچه

که در مدل سازی برای محقق کردن شرط شناسایی مدل معمول است. آن است که تعدادی از متغیرهای از پیش تعیین شده، تنها در بعضی از معادلات الگو وارد می شوند. (نوفرستی، ۱۳۷۳).

معادله مدل VAR دومتغیره به صورت زیر می باشد:

$$Y_{1t} = \beta_{10} + \beta_{11}Y_{1t-1} + \dots + \beta_{1k}Y_{1t-k} + \alpha_{11}Y_{2t-1} + \dots + \alpha_{1k}Y_{2t-k} + e_{t1} \quad (1-3)$$

$$Y_{2t} = \beta_{20} + \beta_{21}Y_{2t-1} + \dots + \beta_{2k}Y_{2t-k} + \alpha_{21}Y_{1t-1} + \dots + \alpha_{2k}Y_{1t-k} + e_{t2}$$

که در مدل های بالا e_{it} جزء اخلاص نوفه سفید می باشد. همان گونه که مشاهده می شود ویژگی مهم مدل VAR انعطاف پذیری و تعمیم آسان آن به g متغیر وابسته است. یکی دیگر از جنبه های مفید روش VAR این است که با نماد اقتصادی تشریح می شود مثلاً در حالت $K = 1$ یعنی هر متغیر تنها به مقدار بی واسطه قبلی Y_{1t} و Y_{2t} بعلاوه به یک جزئی خطا وابسته است یعنی:

$$Y_{1t} = \beta_{10} + \beta_{11}Y_{1t-1} + \alpha_{11}Y_{2t-1} + e_{t1} \quad Y_{2t} = \beta_{20} + \beta_{21}Y_{2t-1} + \alpha_{21}Y_{1t-1} + e_{t2} \quad (3-2)$$

$$Y_{2t} = \beta_{20} + \beta_{21}Y_{2t-1} + \alpha_{21}Y_{1t-1} + e_{t2}$$

که به زبان ماتریسی عبارت خواهد بود از :

$$\begin{bmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \beta_{10} \\ \beta_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \beta_{11} & \alpha_{11} \\ \alpha_{21} & \beta_{21} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{1t-1} \\ y_{2t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} \quad (3-3)$$

در روش الگوی خود توضیح برداری یا Var باید ابتدا طول وقفه بهینه انتخاب شود.

۱-انتخاب طول وقفه بهینه برای مدل VAR

استفاده از آزمون F برای تعیین طول وقفه بهینه در VAR مناسب نیست، چراکه آزمون F به صورت جداگانه برای مجموعه وقفه ها در هر معادله استفاده می شود ولی آنچه در این جا مورد نیاز است رویه ای به منظور آزمون ضرایب در مجموعه ای از وقفه های تمامی متغیرهای معادلات هم زمان موجود در VAR است.

نکته ای که در این جا باید به آن توجه داشت این است که بر اساس برآورد VAR، متغیرهای مدل تا حد امکان می باید نامقید باشند. یک VAR با طول وقفه های متفاوت برای هر معادله می تواند به عنوان یک VAR مقید مورد توجه قرار گیرد (نوفرستی، ۱۳۷۳).

۴. تجزیه و تحلیل تحقیق

۴-۱- آمار توصیفی

اولین گام در تحلیل آماری، تعیین مشخصات خلاصه شده داده ها و محاسبه شاخصه های توصیفی می باشد، که به این منظور از شاخصه های مرکزی و پراکندگی می توان استفاده نمود. لذا در جدول (۴-۱) آورده شده شاخص های مرکزی و پراکندگی استفاده شده به ترتیب میانگین و انحراف معیار می باشد. تجزیه و تحلیل آمار توصیفی با استفاده از نرم افزار Eviews ۱۲ انجام گرفت به شرح نمودارهای زیر می باشد:

۱- نسبت موجودی سرمایه به تولید ناخالص (cpi)

جدول (۱-۴) شاخص‌های مرکزی و نسبت موجودی سرمایه به تولید ناخالص (*cpi*) در بازه زمانی ۱۳۷۲ الی ۱۴۰۰ نشان می‌دهد. میانگین نسبت موجودی سرمایه به تولید ناخالص (*cpi*) ۳۵.۷۶۶ و میانه ۳۶.۰۱۶ درصد می‌باشد. و بیشترین و کمترین مقدار نسبت موجودی سرمایه به تولید ناخالص (*cpi*) به ترتیب برابر ۴۵.۹۹ و ۲۳.۰۴۷ درصد است. برای قضاوت در مورد نرمال بودن از آماره جاک-برا استفاده می‌کنیم. مقدار این آماره برابر ۱۱.۳۴۳ ارزش احتمال آن برابر ۰.۵۱۰ می‌باشد که بیانگر نرمال بودن توزیع داده‌ها است. چون سطح خطا بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد.

۲- نرخ تورم (*inf*)

جدول (۱-۴) شاخص‌های مرکزی و پراکندگی میزان نرخ تورم (*inf*) در بازه زمانی ۱۳۷۲ الی ۱۴۰۰ نشان می‌دهد. میانگین نرخ تورم (*inf*) ۲۲.۸۷ درصد و میانه ۲۲.۹۳ درصد می‌باشد. و بیشترین و کمترین نرخ تورم به ترتیب برابر ۴۹.۸۹۶ و ۰.۱۹۷ درصد است. برای قضاوت در مورد نرمال بودن از آماره جاک-برا استفاده می‌کنیم. مقدار این آماره برابر ۰.۴۶۸۸ ارزش احتمال آن برابر ۰.۷۹۱ می‌باشد که بیانگر نرمال بودن توزیع داده‌ها است. چون سطح خطا بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد.

۳- نااطمینانی (*ins*)

جدول (۱-۴) شاخص‌های مرکزی و پراکندگی میزان نااطمینانی (*ins*) در بازه زمانی ۱۳۷۲ الی ۱۴۰۰ نشان می‌دهد. میانگین نااطمینانی (*ins*) ۱۸.۳۰۴ (هزار) واحد، و میانه ۱۷.۳۵۰ (هزار) واحد می‌باشد. و بیشترین و کمترین نااطمینانی (*ins*) به ترتیب برابر ۴۵.۴۲۲۰ و ۸.۱۲۲۷ (هزار) واحد است. برای قضاوت در مورد نرمال بودن از آماره جاک-برا استفاده می‌کنیم. مقدار این آماره برابر ارزش احتمال آن برابر ۱۷.۱۲۲ می‌باشد که بیانگر غیرنرمال بودن توزیع داده‌ها است. چون سطح خطا کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد.

۴- میزان ورود سرمایه‌گذاری خارجی (*fdi*)

جدول (۱-۴) شاخص‌های مرکزی و پراکندگی میزان ورود سرمایه‌گذاری خارجی (*fdi*) در بازه زمانی ۱۳۷۲ الی ۱۴۰۰ نشان می‌دهد. میانگین ورود سرمایه‌گذاری خارجی (*fdi*) ۳۷۳۰.۹۶۱ (هزار دلار) و میانه ۴۰۱۰.۳۸۶ (هزار دلار) می‌باشد. و بیشترین و کمترین ورود سرمایه‌گذاری خارجی (*fdi*) به ترتیب برابر ۱۰۴۲۸ و ۴.۷۵۰ (هزار دلار) است. برای قضاوت در مورد نرمال بودن از آماره جاک-برا استفاده می‌کنیم. مقدار این آماره برابر ارزش احتمال آن برابر ۲.۷۰۵ می‌باشد که بیانگر نرمال بودن توزیع داده‌ها است. چون سطح خطا بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد.

جدول ۱-۴- آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	آزمون جاک برا	سطح معنی‌داری
نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (<i>cpi</i>)	۲۹	۳۵.۷۶۶۳	۳۶.۰۱۶	۴۵.۹۹	۲۳.۰۴۷	۵.۴۹	۱.۳۴	۰.۵۱
نرخ تورم (<i>inf</i>)	۲۹	۲۲.۸۷۵	۲۲.۹۳	۴۹.۸۹	۰.۱۹۷	۱۱.۷۳	۰.۴۶۸۸	۰.۷۹۱

۰.۰۰۰	۱۷.۳۵۰۵	۸.۱۴۳۷	۸.۱۲۲۷	۴۵.۴۲۲۰	۱۷.۳۵۰۵	۱۸.۳۰۴۷۱	۲۹	نااطمینانی (<i>ins</i>)
۰.۲۵۹	۲.۷۰۰	۳۵۰۶.۹۲۳	۴.۷۵۰	۱۰۴۲۸	۴۰۱۰.۳۸۶	۳۷۳۰.۹۶۱	۲۹	میزان ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (<i>fdi</i>)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در این پژوهش مانایی متغیرها با استفاده از آزمون فیلیپس مورد بررسی قرار گرفت که به شرح جدول (۲-۴) می‌باشد.

$$\begin{cases} H_0 & \text{اگر } Prob \leq 0.05 & (\text{مانا}) \\ H_1 & \text{اگر } Prob \geq 0.05 & (\text{نامانا}) \end{cases} \quad (۱-۴)$$

جدول (۲-۴): بررسی مانایی (ایستایی) متغیرهای تحقیق

نتایج	Prob	مقادیر در سطح	مقدار بحرانی			نام متغیر
			۰/۱۰	۰/۰۵	۰/۰۱	
در سطح صفر ایستا	۰.۰۰۷۰	-۳.۸۳۷	-۲.۶۲۵۱	-۲.۹۷۱	-۳.۶۸۹	نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (<i>cpi</i>)
در سطح صفر ایستا	۰.۰۲۰۲	-۳.۳۸۶	-۲.۶۲۵	-۲.۹۷۱	-۳.۶۸۹	نرخ تورم (<i>inf</i>)
در سطح صفر ایستا	۰.۰۰۱۱	-۵.۲۴۷	-۳.۲۲۵	-۳.۵۸۰	-۴.۳۲۳	نااطمینانی (<i>ins</i>)
در سطح صفر ایستا	۰.۰۵	-۳.۵۲۲	-۳.۲۲۵	-۳.۵۸۰	-۴.۳۲۳	میزان ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (<i>fdi</i>)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

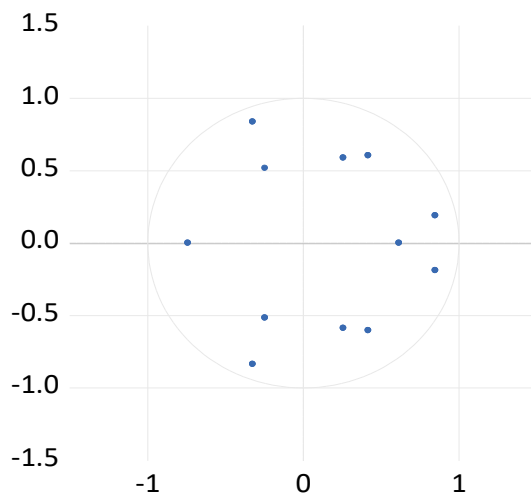
جدول (۲-۴) نشان می‌دهد، با استفاده از آزمون فیلیپس ایستایی یا مانایی متغیرهای تحقیق بررسی شد. با توجه به نتایج جدول (۲-۴) آماره آزمون (t) محاسبه شده برای متغیرهای پژوهش (نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (*cpi*), نرخ تورم (*inf*), نااطمینانی (*ins*) و میزان ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (*fdi*)) سطح خطا کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد، فرض صفر H_1 این آزمون مبنی بر وجود ناایستایی رد می‌شود و پس فرض H_0 آزمون ایستا بودن متغیرها در سطح صفر مورد قبول واقع می‌شود. پس نتیجه گرفته می‌شود در سطح I_0 ایستا می‌باشد.

۲-۴- آزمون ریشه واحد الگوی VAR

آزمون ریشه واحد الگوی VAR مدل اول مطابق نمودار (۱-۴) انجام گرفت. نشان می‌دهد که تمامی ریشه‌ها کوچکتر از یک می‌باشند بنابراین مدل از ثبات برخوردار می‌باشد.

نمودار (۱-۴) آزمون ریشه واحد الگوی AR

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



منبع: یافته‌های پژوهشگر

۳-۴- تعیین طول وقفه مناسب در مدل

برای تعیین تعداد روابط بلندمدت با استفاده از روش جوهانسون لازم است تا ابتداء الگوی خود توضیح برداری متناسب با بردارهای متغیر برآورد شود تا با آزمون ریشه‌های مشخص ماتریس ضرایب حاصل تعداد روابط بلندمدت بین متغیرها تعیین شود. اولین مرحله در برآورد الگوی VAR تعیین وقفه بهینه‌ی الگو است. به این منظور ابتداء لازم است وقفه بهینه برای آزمون مشخص شود. این کار با استفاده از معیارهای (AIC)، شوارتز بیزین (SBC)، حنان کوئین (HQC) و آزمون نسبت راست نمایی (LR) انجام گرفت. در این تحقیق حداکثر با ۳ وقفه برای تعیین وقفه بهینه آزمون انجام گرفت. نتایج جدول (۲۱-۴) وقفه‌های به دست آمده برای معیارهای آکائیک (AIC)، شوارتز بیزین (SBC)، حنان کوئین (HQC) و آزمون نسبت راست نمایی (LR) را نشان می‌دهد. از آنجایی که بهترین معیار برای تعیین وقفه بهینه معیار شوارتز بیزین می‌باشد. جدول (۲۱-۴) معیار شوارتز بیزین (SBC) وقفه بهینه یک را نشان می‌دهد، پس نتیجه گرفته می‌شود بر اساس این معیار، بهترین وقفه سه می‌باشد.

جدول (۳-۴): تعیین وقفه مدل VAR

HQC	AIC	SBC	LR	تعداد وقفه بهینه
۳۹.۴۹۰	۳۹.۴۳۵۲	۳۹.۶۲۸	-----	۰
*۳۹.۲۶۷۸	۳۸.۹۸۹۱	*۳۹.۴۵۶	*۳۵.۲۱۲۳	۱
۳۹.۸۷۰۱	۳۹.۳۶۸۵	۴۱.۱۱۰۴	۱۴.۴۷۴۷	۲
۳۹.۴۸۷۵	*۳۸.۷۶۲۹	۴۱.۲۷۹۱	۲۳.۸۷۲۴	۳

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴-۴ آزمون هم انباشتگی مدل:

در آزمون هم انباشتگی انگل-گرانجر، فرض می‌شود یک بردار هم انباشتگی وجود دارد، در حالیکه در یک مدل ممکن است بیش از یک بردار هم انباشتگی وجود داشته باشد و این یکی از ضعف اساسی هم انباشتگی انگل-گرانجر است: لذا برای برطرف کردن ایرادات روش انگل-گرانجر، برای انجام آزمون هم انباشتگی، از آزمون «هم انباشتگی آماره اثر» و «حداکثر مقدار ویژه» استفاده می‌شود. با توجه تعیین وقفه بهینه یک نتایج آزمون در جدول (۳-۴) بر اساس «آماره اثر» و «آماره حداکثر مقدار ویژه» نشان می‌دهد؛ یک رابطه بلندمدت در سطح اطمینان ۰.۹۵ بین متغیرها وجود دارد.

جدول (۳-۴) نتایج آزمون تعیین مرتبه همگرایی در مدل

فرض H_0	فرض H_1	مقدار ویژه	آماره اثر trace	مقدار بحرانی سطح ۰.۰۵	Prob
$*R = 0$	$R > 0$	۰.۹۳۵۱	۱۰۹.۸۰۶۴	۴۷.۸۵۶۱	۰.۰۰۰۰
$*R = 1$	$R > 1$	۰.۶۹۹	۴۱.۴۰۲	۲۹.۷۹۷۰	۰.۰۰۱۵
$*R = 2$	$R > 2$	۰.۳۴۵۵	۱۱.۳۵۵	۱۵.۴۹۴۷	۰.۱۹۰۶
$R = 3$	$R > 3$	۰.۰۲۹۸	۰.۷۵۶۷	۳.۸۴۱۴	۰.۳۸۴۴
فرض H_0	فرض H_1	مقدار ویژه	آماره حداکثر مقدار ویژه Max-Eigen	مقدار بحرانی سطح 0.05	Prob
$*R = 0$	$R > 0$	۰.۹۳۵۱	۶۸.۴۰۳۷	۲۷.۵۸۴۳	۰.۰۰۰۰
$*R = 1$	$R > 1$	۰.۶۹۹۳	۳۰.۰۴۷۴۸	۲۱.۱۳۱۶	۰.۰۰۲۱
$*R = 2$	$R > 2$	۰.۳۴۵۵	۱۰.۵۹۸۴۴	۱۴.۲۴۶۰	۰.۱۷۵۵
$R = 3$	$R > 3$	۰.۰۲۹۸	۰.۷۵۶۷	۳.۸۴۱۴	۰.۳۸۴۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴-۵- برآورد رابطه بلندمدت اثر نااطمینانی بر ورود سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی:

رابطه بلندمدت اثر رابطه بلندمدت اثر نااطمینانی بر ورود سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی بوسیله روش «همجعی جوهانسون» مورد بررسی قرار گرفت که به شرح جدول (۴-۴) می‌باشد:

جدول (۴-۴): برآورد رابطه بلندمدت اثر نااطمینانی بر ورود سرمایه‌گذاری خارجی بر اساس مدل جوهانسون

نام متغیر	ضرایب متغیرها	انحراف معیار	آمار احتمال t
نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (cpi)	۱۰۶۳۰.۷۹۶	۹۴۱.۹۷	۱۱.۲۸۵
نرخ تورم (inf)	-۶۳۹۶۸.۷۵	۸۱۴۱.۶۵	۷.۸۵۶
نااطمینانی (ins)	-۱۲۵۱۸۷.۷	۱۰۰۵۲.۰	۱۲.۴۵۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۴-۴) نشان می‌دهد؛

➤ نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (cpi) بر روی ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی تأثیر مثبت دارد؛ از لحاظ

آماري مورد تأييد است.

- نرخ تورم (inf) بر روی ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی تأثیر منفی دارد؛ از لحاظ آماری مورد تأیید است.
- نااطمینانی (ins) بر روی ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی تأثیر منفی دارد؛ از لحاظ آماری مورد تأیید است.

۴-۶- برآورد مدل تحقیق بر اساس روش خود رگرسیون برداری

مدل با روش خودرگرسیونی برداری با وقفه بهینه سه مورد برازش قرار گرفته و نتایج در جدول (۴-۵) ارائه گردیده است. برای تفسیر نتایج به این نکته باید توجه کرد که اساساً در تخمین دستگاه معادلات ضرایب و درصد توضیح دهنده پارامترهای الگو، اهمیت روش‌های تک معادله را ندارند و انتظار نمی‌رود که کلیه ضرایب برآورده شده مربوط به وقفه متغیرها از نظر آماری معنادار باشند. اما ممکن است که ضرایب در مجموع بر اساس آماره F معنادار بوده باشند. به عبارتی در حالت کلی آماره آزمون F معنی‌دار بودن ضرایب را در مجموع تأیید می‌کنند.

جدول (۴-۵): نتایج برآورد الگوی رگرسیون خود برداری VAR

نام متغیر	ضرایب متغیرها	انحراف معیار	آمار احتمال t
میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) یک دوره گذشته	۰.۴۷۳	۰.۲۷۶	۱.۷۱۰
نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (cpi) یک دوره گذشته	۷۵.۸۳۲	۲۰۶.۳۸۷	۰.۳۶۷
نرخ تورم (inf) یک دوره گذشته	۱۷.۴۳۳	۷۸.۳۴۱	۰.۲۲۲
نااطمینانی (ins) یک دوره گذشته	-۴.۶۶	۱۰۷.۷۲۹	-۰.۰۴۳
عرض از مبدأ (c)	-۹۱۲.۳۲۳	۸۰۵۷.۲۲	-۰.۱۱۳۲
		$R^2 = ۰.۶۱۵$	$F = ۱۷.۳۰$

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج جدول (۴-۵) نشان می‌دهد آماره F بیان‌گر معناداری کل رگرسیون به دست آمده است. به عبارتی این فرضیه که ضرایب متغیرهای مستقل مدل می‌توانند صفر باشند رد می‌شود ولی کل رگرسیون معنی‌دار است. آماره R^2 که بیانگر قدرت توضیح‌دهندگی مدل‌ها را بیان می‌کند که ضریب تعدیل شده برابر با ۶۱ درصد است. به عبارتی ۶۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته (میزان ورود سرمایه توسط سرمایه‌گذاران خارجی (FDI)) به وسیله متغیرهای مستقل (میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI)) یک دوره گذشته، نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (cpi) یک دوره گذشته، نرخ تورم (inf) یک دوره گذشته و نااطمینانی (ins) یک دوره گذشته، توضیح داده شده است.

۴-۶- تحلیل شوک داده‌ها و مدت استهلاک آن‌ها

معمولاً در استنتاج مربوط به یک الگوی خود رگرسیون برداری، به توابع واکنش ضربه‌ای و تجزیه واریانس توجه می‌شود. یک واکنش ضربه‌ای مؤلفه‌های مربوط به متغیرهای درون‌زا را به شوک‌ها با جهش‌هایی که متغیرهای خاصی وارد می‌شود تفکیک می‌کند سپس تأثیر تغییر در جهش به اندازه یک انحراف معیار شوک‌های مقادیر جاری و آینده متغیرهای درون‌زا را مشخص می‌کند. در این بخش از مقاله تأثیر این شوک را طی برنامه ۱۰ ساله مورد بررسی قرار می‌دهیم. نتایج نمودارها نشان می‌دهد که هرگاه تکانه یا شوکی به اندازه یک انحراف معیار بر روی متغیر وابسته میزان ورودی سرمایه توسط

سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) اعمال گردد چه تأثیری بر روی متغیرهای دیگر مستقل (میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI)، نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (cpi)، نرخ تورم (inf) و نااطمینانی (ins) دارد.

۱. اثر شوک میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) بر میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI)

نمودار (۲-۴) اثر شوک میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) بر روی خود متغیر ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) نشان می‌دهد؛ از سال اول الی سال سوم اثر شوک مثبت ولی نزولی می‌باشد و از سال سوم الی سال پنجم اثر شوک تقریباً یکنواخت و مثبت، از سال پنجم الی ششم اثر شوک مثبت ولی صعودی، از سال ششم الی هفتم تقریباً یکنواخت ولی اثر شوک مثبت، از سال هفتم الی سال نهم اثر شوک مثبت و نزولی و در نهایت از سال نهم الی سال دهم تقریباً ثابت و یکنواخت می‌باشد.

۲. اثر شوک میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) بر نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (cpi)

نمودار (۲-۴) اثر شوک میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) بر روی متغیر نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (cpi) نشان می‌دهد؛ از سال اول الی سال دوم اثر شوک مثبت و صعودی می‌باشد. از سال دوم الی سوم اثر شوک مثبت ولی نزولی، از سال سوم الی پنجم اثر شوک منفی و به‌صورت نزولی، از سال پنجم الی هشتم اثر شوک منفی ولی به‌صورت صعودی، از سال هشتم الی سال دهم اثر شوک مثبت و صعودی می‌باشد.

۳. اثر شوک میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) بر نرخ تورم (INF)

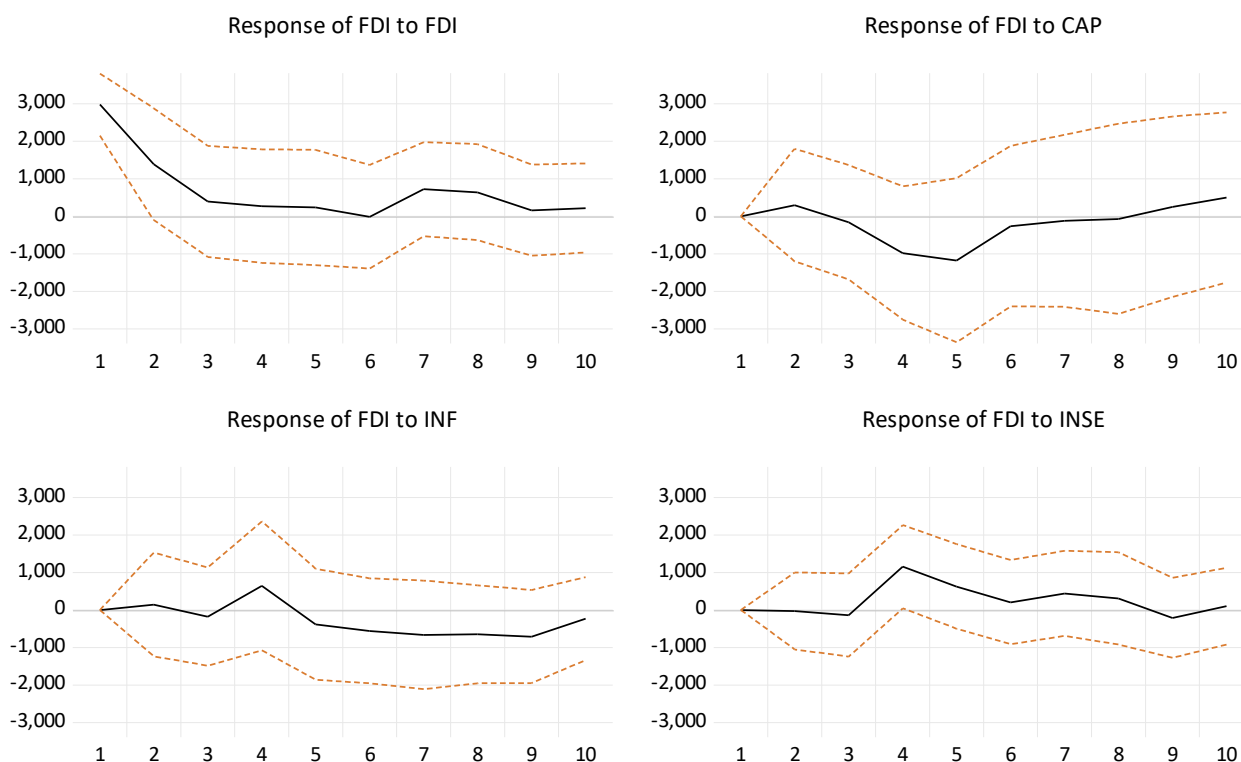
نمودار (۲-۴) اثر شوک میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) بر روی متغیر نرخ تورم (INF) نشان می‌دهد؛ از سال اول الی سال دوم اثر شوک مثبت و صعودی می‌باشد. از سال دوم الی سوم اثر شوک منفی و نزولی، از سال سوم الی چهارم اثر شوک مثبت و به‌صورت صعودی، از سال چهارم الی پنجم اثر شوک مثبت ولی به‌صورت نزولی، از سال پنجم الی سال دهم اثر شوک منفی و نزولی می‌باشد.

۴- اثر شوک میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) بر نااطمینانی (INS)

نمودار (۲-۴) اثر شوک میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) بر روی متغیر نااطمینانی (INS) نشان می‌دهد؛ از سال اول الی سال دوم اثر شوک تقریباً ثابت می‌باشد. از سال دوم الی سوم اثر شوک منفی و نزولی، از سال سوم الی هشتم اثر شوک مثبت و گاهی به‌صورت صعودی و نزولی، از سال هشتم الی دهم اثر شوک منفی ولی گاهی به‌صورت نزولی و صعودی می‌باشد.

نمودار (۲-۴): اثر شوک میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) بر میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI)

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴-۷-۴- تجزیه واریانس مدل

تجزیه واریانس، مقوله‌ای است که بعد از وارد آمدن شوک مطرح می‌شود که یکی از کاربردهای مدل‌های رگرسیون برداری است. در این روش، واریانس خطای پیش‌بینی به عناصری که از شوک‌های هر یک از متغیرها را در بر دارد، تجزیه می‌گردد. به عبارتی دیگر، در این مدل این امر را نشان می‌دهد که چند درصد تغییرات متغیر توسط متغیرهای دیگر، توضیح داده می‌شود. لذا می‌توان گفت که تجزیه واریانس به عنوان معیاری بر عملکرد پویایی، قادر است به تعیین بی‌ثباتی هر متغیر در مقابل شوک وارده بر هریک از متغیرهای دیگر بپردازد، بنابراین برای تعیین سهم بی‌ثباتی ایجاد شده در هریک از معادلات توسط متغیرها می‌باید از تجزیه واریانس استفاده کرد که در جدول‌های زیر آمده است. در ستون اول جدول SE که خطای پیش‌بینی متغیرهای مربوطه را طی دوره‌های مختلف (۱۰) سلاله نشان می‌دهد به دلیل اینکه خطای پیش‌بینی هر سال، روی خطای پیش‌بینی سال بعد تأثیر می‌گذارد، طی دوره زمانی با گذشت زمان، خطای پیش‌بینی در حال افزایش است.

۱- اثر تجزیه واریانس میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI)

نمودار (۳-۴) اثر تجزیه واریانس میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) نشان می‌دهد؛ در سال اول ۱۰۰ درصد تغییرات، در مهر و موم‌های دوم و سوم نیز بیشترین تغییرات توسط خود متغیر توضیح داده می‌شود. از سال سوم الی

سال دهم میزان توضیح‌دهندگی تغییرات از سوی خود متغیر نزولی بوده است به‌طوری‌که در سال دهم میزان تغییرات توضیح‌دهندگی خود متغیر ۶۰ درصد می‌باشد.

۲. اثر نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (cpi) بر روی میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI)

نمودار (۳-۴) می‌دهد؛ سال اول ۱۰۰ درصد تغییرات توسط خود متغیر میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) توضیح داده می‌شود. از سال دوم الی سال پنجم میزان تغییرات توضیح‌دهندگی میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) از سوی نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (cpi) صعودی و از سال پنجم الی دهم تقریباً ثابت بوده است به‌طوری‌که در سال دهم میزان توضیح‌دهندگی تغییرات از نسبت موجودی سرمایه تولید ناخالص (cpi) ۲۰ درصد می‌باشد.

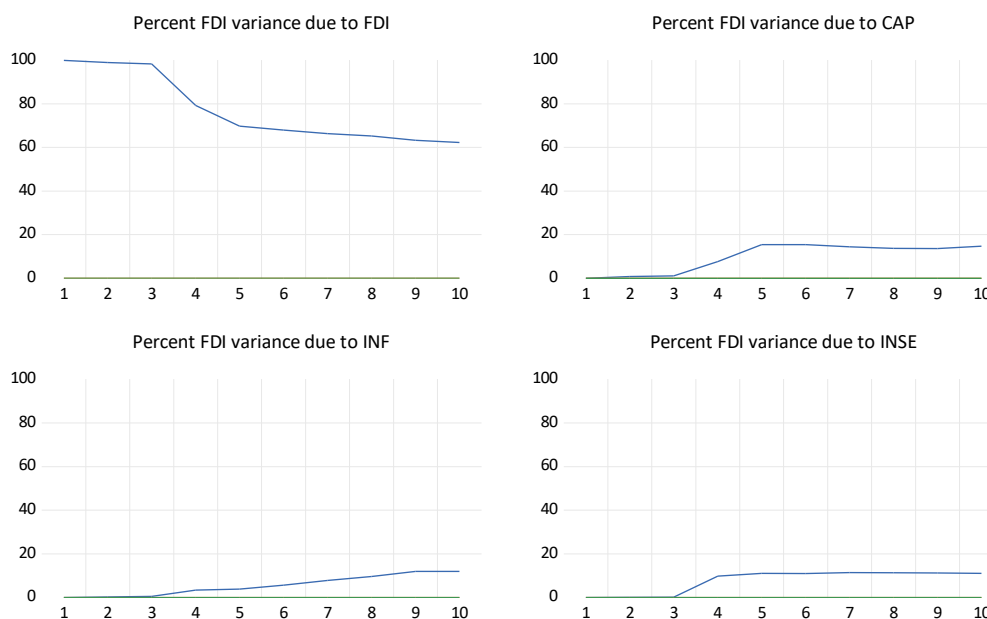
۳. اثر نرخ تورم (INF) بر روی میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI)

نمودار (۳-۴) می‌دهد؛ سال اول ۱۰۰ درصد تغییرات توسط خود متغیر میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) توضیح داده می‌شود. از سال دوم الی سال دهم میزان تغییرات توضیح‌دهندگی میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) از سوی نرخ تورم (INF) صعودی و در سال دهم ۱۰ درصد می‌باشد.

۴- اثر نااطمینانی (INS) بر روی میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI)

نمودار (۳-۴) می‌دهد؛ سال اول الی سال سوم ۱۰۰ درصد تغییرات توسط خود متغیر میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) توضیح داده می‌شود. از سال سوم الی سال چهارم میزان تغییرات توضیح‌دهندگی میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) از سوی نااطمینانی (INS) صعودی و از سال چهارم الی سال دهم میزان تغییرات توضیح‌دهندگی میزان ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی (FDI) از سوی نااطمینانی (INS) تقریباً ثابت و در سال دهم ۱۰ درصد می‌باشد.

نمودار (۳-۴): اثر تجزیه واریانس



منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵. نتایج تجزیه و تحلیل

پس از جنگ جهانی دوم و با ظهور شرکت‌های چندملیتی، سرمایه‌گذاری خارجی رشد چشمگیری پیدا کرد. این پدیده با نظریات اقتصاد کلاسیک در تناقض بود، به این دلیل که نسخه‌های ریکاردویی و سایر نسخه‌های دکترین مزیت نسبی، که بی‌حرکی کامل بین‌المللی عوامل تولید (بنابراین FDI صفر) را فرض می‌کرد. سایر اقتصاددانان بین‌المللی که قادر به توضیح افزایش بی‌سابقه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از طریق دکترین مزیت نسبی نبودند، به نظریه آربترژ نئوکلاسیک «جریان‌های پرتفوی» پایبند بودند. در نسخه اصلی، این نظریه برای توضیح فعالیت سرمایه‌گذاری خارجی به شکل پورتفولیوی (و نه مستقیم) آن مورد استفاده قرار داد. باین‌حال، نظریه پورتفولیو نیز قادر به توضیح سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (یا سایر اشکال) بین‌المللی نبود. بنابراین، تلاش‌های دیگری برای توضیح نظریه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به وجود آمد. در همین زمان نظریات جدید سرمایه‌گذاری خارجی به تدریج از اقتصاد محض دور شده و به سمت حوزه‌های میان‌رشته‌ای حرکت کردند. این حرکت را می‌توان به دلیل فقدان واقع‌گرایی از سوی نظریات نئوکلاسیک، پیچیدگی‌های غیرقابل‌انکار محیط بین‌المللی و عدم برقراری فروض پایه‌ای اقتصاد متعارف دانست. از آنجایی که؛ سرمایه‌گذاری یکی از اجزای مهم تقاضای کل در اقتصاد کلان است که لازمه رشد اقتصادی می‌باشد اصطلاح «سرمایه‌گذاری» برای اقتصاددانان معنای متفاوتی دارد. اقتصاددانان اصطلاح سرمایه‌گذاری را برای معاملاتی که میزان ثروت کل واقعی را در اقتصاد افزایش می‌دهند به کار می‌برند که عمدتاً شامل خرید (یا تولید) دارایی‌های با دوام واقعی جدید مانند کارخانه‌ها و ماشین‌آلات می‌باشد. مهم‌ترین مقوله سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری ثابت تجاری است که خرید ساختارها و تجهیزات جدید توسط شرکت‌های تجاری برای اهداف تولید است. نوع دیگری از سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری موجودی کالا می‌باشد که شامل افزایش سهام کالاهای فروخته نشده با مواد ورودی بلااستفاده است. این نوع سرمایه‌گذاری کاملاً متفاوت از سرمایه‌گذاری ثابت تجاری است زیرا سرمایه موجودی به‌طور معمول عمر بسیار کوتاهی دارد. هنگامی که موجودی‌ها از یک دوره به دوره دیگر کاهش می‌یابد، سرمایه‌گذاری موجودی منفی می‌شود. یکی دیگر از انواع سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌گذاری مسکونی است که شامل خرید واحدهای مسکونی جدید توسط بنگاه‌ها و خانوار است. سرمایه‌گذاری از مباحث مهم در اقتصاد کلان است. سرمایه‌گذاری در اقتصاد کلان خرید دارایی‌های فیزیکی جدید است و خرید دارایی‌های فیزیکی موجود و یا خرید دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری محسوب نمی‌شود. در اقتصاد کلان، نوسانات سرمایه‌گذاری باعث تحرک تولید ناخالص داخلی در چرخه تجارت می‌شود. همچنین، هزینه‌های سرمایه‌گذاری نرخ اضافه شده به سهام سرمایه در اقتصاد را تعیین می‌کند و بنابراین تعیین‌کننده بهره‌وری و نرخ رشد بلندمدت اقتصادی می‌باشد. نتایج نشان داد نااطمینانی (ins) بر روی ورودی سرمایه توسط سرمایه‌گذاری خارجی تأثیر منفی دارد؛ این یافته پژوهش نیز از لحاظ آماری مورد تأیید است. حیدری و بشیری (۲۰۱۲) نشان دادند بین متغیر نااطمینانی نرخ ارز واقعی و شاخص قیمت سهام، رابطه منفی و معنی‌دار وجود داشته و بین نااطمینانی قیمت سهام و نرخ ارز، رابطه معنی‌داری وجود ندارد. امامی و احمدی (۲۰۱۰) نشان دادند دو متغیر نااطمینانی مخارج جاری و عمرانی دولت در بلندمدت تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دارند. کادر و اورست (۲۰۱۲) نشان دادند اثرات نااطمینانی در تقاضا و رقابت اثرات متفاوتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری دارد. نتایجی در این پژوهش به دست آمده هم‌سو با مطالعات حیدری و بشیری (۲۰۱۲) و امامی و احمدی (۲۰۱۰) متفاوت با کادر و اورست (۲۰۱۲) می‌باشند. عوامل متعددی بر ورودی سرمایه‌گذاری خارجی به کشور نقش دارند که با شناخت این عوامل و کنترل نسبی آن‌ها می‌توان زمینه را برای ورود هرچه بیشتر آن به کشور فراهم کرد در راستای نتایج مطالعه، پیشنهاد می‌شود که دولتمردان و کارگزاران اقتصادی با مقررات‌زدایی و کاهش

تعرفه‌ها کوشش کنند تا موانع موجود در زمینه واردات و صادرات را به حداقل رسانیده و با افزایش حجم تجارت خارجی و آزادسازی تجارت خارجی، راه را برای ورود سرمایه‌گذاران خارجی هموارتر کنند. به علاوه با توجه به تبلور هرچه بیشتر ناطمینانی در منطقه، اهتمام لازم را در افزایش شفافیت اطلاعاتی و ثبات در رویه‌های داخلی داشته باشند. همچنین بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر، تحریم‌ها در مقایسه با سایر متغیرها، به مراتب تأثیر عمیق‌تری بر جریان ورودی سرمایه به کشور داشته‌اند به گونه‌ای که تحریم‌ها مانند دیواری بلند بر سایر عوامل سایه افکنده و انگیزه‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران را به شدت کاسته است. لذا پیشنهاد می‌گردد که کارگزاران دولتی و دستگاه دیپلماسی کشور حداکثر تلاش خود را در جهت رفع تحریم‌ها به کار گیرند تا با شکستن دیوار تحریم، راه ورود سرمایه‌های خارجی به کشور هموار گردد.

منابع و مأخذ

- نیکخو، حافظ، رحمانی، تیمور، خلیلی، فرزانه. (۱۴۰۱). ناطمینانی اقتصادکلان و تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌ها. اقتصاد مالی. شماره ۵۸
- جهانگرد، اسفندیار، دانشمند، آرین، پناهی، سامان، نیک بین، بهنام. (۱۳۹۶). اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی ایران بسط مدل پاجولا. اقتصاد مالی، شماره ۴۰
- قادری مقدم، رضا، باصری، بیژن، فلیحی، نعمت & عباسی، غلامرضا. (۱۴۰۱) ارزیابی اثرگذاری ناطمینانی ناشی از تورم و رشد اقتصادی بر مصرف نفت و گاز در ایران. اقتصاد مالی. شماره ۵۹
- تلنگی، احمد (۱۳۸۳) تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری، تحقیقات مالی بهار و تابستان ۱۳۸۳، شماره ۱۷، صص ۲۳ توکلی محمدی امجد و دکتر مصطفی قاضی زاده (۱۳۸۸) بررسی رفتار مدیران سرمایه‌گذار و تحلیل گران مالی در مورد پیش بینی بازار و انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران. دوماهنامه علمی - پژوهشی دانشگاه شاهد، سال شانزدهم، دوره جدید شماره ۳۵ تیر ۱۳۸۸
- جهانخانی علی، محمد نو فرستی و فرهنگ قراگوزلو (۱۳۸۸) بررسی اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران. چشم‌انداز مدیریت، شماره ۳۰ صص ۱۰۵-
- لیلی عراقی، مریم، دکتر فریدون رهنمای رودپشتی، آرام جودکی (۱۳۸۸)، بررسی تفاوت‌های رفتاری بین سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی، مجله پژوهش‌های مدیریت، شماره ۸۳ زمستان ۸۸ صص ۸۰ - ۸۹ خواجهی، شکراله و حسن فتاحی نافچی (۱۳۹۲) مالی عصبی، افق پیش روی مالی رفتاری، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری سال دوم، شماره هفتم، پاییز ۱۳۹۲، صص ۲۱
- خواجهی، شکراله و میثم قاسمی (۱۳۸۵) فرضیه‌ی بازار کارا و مالی رفتاری، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، پاییز و زمستان ۱۳۸۶ از صص ۶۹-۶۹ دهقان، عبدالمجید (۱۳۸۷) عوامل روانی تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری در بورس، مجله تدبیر، شماره ۱۹۹، شهریور ۸۷ صص ۹۰-۹۳ - راعی ارضا، غلامرضا اسلامی بیدگلی، مهدی میرزا بیاتی (۱۳۹۰) ارزش گذاری سهام و ناهمگنی سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال دوم، شماره ۲، تابستان ۹۰، صص ۱۰۳-۱۲۹.
- علیرضا و سعید فلاح پور (۱۳۸۳) مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت در حوزه مالی، تحقیقات مالی شماره ۱۸ پاییز و زمستان ۱۳۸۳ صص ۷۷-۱۰۶
- رهبر، فرهاد، محمود متوسلی و میثم امیری (۱۳۹۲) اقتصاد دانان رفتاری و نظریه‌های آن‌ها، فصلنامه علمی پژوهشی برنامه ریزی و بودجه، سال هیجدهم، شماره ۱، بهار ۹۲ صص ۱۶۵-۱۳۳
- رهنمای رودپشتی، فریدون، فرشاد هیبتی و سیدرضا موسوی (۱۳۹۱). بررسی الگوی ریاضی انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری مبتنی بر مالی رفتاری، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۱۲، صص ۱۷-۳۷
- زنجیر دار، مجید، رضا موسوی و مریم صابری (۱۳۹۳) تبیین عوامل رفتاری انسان در انتخاب پرتفوی بهینه در مقایسه با مالی استاندارد، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری سال سوم، شماره نهم، بهار ۱۳، صص ۲۰۷-۲۲۲

- سرمد زهرا، دکتر عباس بازرگان و دکتر الهه حجازی، روش های تحقیق در علوم رفتاری، آگاه، تهران، چ پنجم
- زارعی، ع. دارابی، ر. (۱۳۹۷). تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال دهم، شماره ۳۳: ۱۵۷-۱۳۱.
- دستگیر، م. میرکی، ف.؛ کاظمی نوری، س. (۱۳۹۳). تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر آشفته گی و مالی، بررسی های حسابداری، سال اول - شماره ۲: ۳۷ - ۵۶.
- علی آبادی، ا. و کیلی فرد، ح. (۱۳۹۳). تبیین و ارائه الگویی برای سنجش عوامل روانشناختی و رفتاری در بازار سرمایه ایران، فصلنامه مطالعات روانشناسی بالینی شماره پانزدهم، سال ۴: ۲۱-.
- Abdullah, Tarek, Hadj Bel, (2020) Abdulmohsen Alfalih in determinants investment direct Foreign. run-long and Short: country host abundant oil an Volume, Policy Resources, Arabia Saudi for approach .
- Abbate, Nicolo (۲۰۱۲), "Investing in vahie stocks: enpirical Research in the Italian stock market, Copenhagen Business School, Master Thesis October ۲۰۱۲
- Aduda. Josiah, Paul Muimi (۲۰۱۱) "Test for Investor Rationality for Companies Listed at the Nairobi Stock Exchange", Journal of Modern Accounting and Auditing, ISSN ۶۵۸۳-۱۵۴۸ August ۲۰۱۱, Vol ۷, No. ۸, pp ۸۴۰-۸۲۷
- Aguila, Nataliadel (۲۰۰۹), 'Beliaivoral Financ : Learning From Market anonalies And Psychological Factors", Revista de Instituciones, Ideas y Mercados N ۵۰, Mayo ۲۰۰۹ pp. ۴۷-۱۰۴
- Ahsan A. F. M. Mainuk (۲۰۱۳) "Herding in Dlaka Stock Exchange", Journal of Applied Business and Economics vol ۱۴(۲) ۲۰۱۳.
- Amin, Amjad, Sehrish Shoukat, Zahoor Khan (۲۰۰۹), "Gambler's Fallacy And Behavioral Finance In The Financial Markets (A Case Study Oflalore Stock Exchange)", Abasyn University Journal of Social Sciences, Volume ۳, No. ۲, July-December ۲۰۰۹
- Anwar, Zeshan, Mian Sajid Nazir, Kaleem Khan and Asma Khan (۲۰۱۳), "Behavior of Small Equity Investors in Pakistan's Stock Exchanges". MiddleEast Journal of Scientific Research ۱۸(۳): pp ۳۲۶-۳۲۱, ۲۰۱۳.
- Awan. Hayat M & Shanza Arslad (۲۰۱۲) "Factors Valued By Investors While Investing In Mutual Funds-A Behavioral Context". Sciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, Vol ۴, No ۱, pp ۵۱۴-۵۰۳ Baker. Malcolm and Jeffrey Wurgler (۲۰۰۷)
- Barghi Osgooi, M. & Shokri, M. (2018). Study of economic factors affecting FDI absorption in Iran with emphasis on the role of income tax (fuzzy approach). Economic Growth and Development Research, 9 (33), 109-120 (In Persian).
- "Investor Sentinent in the Stock Market, Journal of Economic Perspectives", Volume ۲۱, Number ۲, Spring ۲۰۰۷, pp ۱۲۹-۱۵۱ hrish Shoukalics vol (۲) ۱۴
- Gitman, L.J., Joehnk, M. D., (2008). Fundamentals of Investing. 10th edn. Boston: Pearson Education Inc.
- Garsia Lara, J. M., Garsia Osmá, B. and Penalva, F. (2010). Accounting conservatism and firm investment efficiency. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1383642 & <http://www.google.com/search?hl=fa&q=Accounting+Conservatism+and+Firm+Investme>.

- Garcia Lara, J. M., Garcia Osma, B. and penalva, F. (2016). Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 61, Pp. 221-238.
- Hermalin, B.E., and M.S. Weisbach.(2010). Information Disclosure and Corporate Governance. Working paper, University of California.
- Hirt, Geoffrey. A., Block S. B., (2012). *Fundamentals of Investment Management*. 10th edn. New York: McGraw-Hill.
- Kaustia, M., Rantapuska, E. (2015). Does mood affect trading behavior? *Journal of Financial Markets*, 15, 41-81.
- Mirkina, I. (2018). FDI and sanctions: An empirical analysis of short- and long-run effects. *European Journal of Political Economy*, 54, 198-225.