



## Determinants of International Capital Flows in Emerging Countries with Emphasis on Financial Globalization

Yazdani, M.<sup>1</sup>; Sharifi shifteh, M.<sup>2</sup>

Type of Article: **Research**

Received: 2022.02.19; Accepted: 2022.09.03

Pp: 85-104

### Abstract

This article examines the determinants of international capital flows with an emphasis on financial globalization in emerging countries during 1985-2013. In addition, by entering the interactive variable of institutions' quality with financial globalization, the simultaneous effect of institutions' quality and financial globalization on international capital flows has been evaluated. For this purpose, two-stage generalized moment estimator has been used. The results show that financial globalization increases capital flows in countries that have high-quality institutions and political stability. But in countries with poor quality institutions and political instability, it does not increase capital flows or even decreases them. Also, based on the results, there is a threshold level for the quality of institutions, before reaching it, financial globalization causes a decrease in capital flows, and when the quality of institutions reaches this threshold level, financial globalization causes an increase in capital flows. In addition, among the selected emerging countries, only Hungary, Czech Republic, Slovakia, Chile, Malaysia, Poland, Bulgaria, Lithuania, Mexico, Oman, Estonia and Latvia have been able to reach this threshold level. Considering that the quality of institutions in most emerging countries is below the threshold, these countries should improve the quality of institutions and establish political stability in their country before financial globalization.

**Keywords:** Capital Flows, Financial Globalization, Emerging Markets, Quality of Institutions, Political Risk.

**JEL Classification:** C23, F32, F60.

1. Assistant Professor, Department of Economics, Faculty of Economics and Political Science, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran (Corresponding Author).

**Email:** [ma\\_yazdani@sbu.ac.ir](mailto:ma_yazdani@sbu.ac.ir)

2. Ph.D Student in Economics, Department of Economics, Faculty of Economics and Political Science, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.

**Email:** [m\\_sharifishifteh@sbu.ac.ir](mailto:m_sharifishifteh@sbu.ac.ir)

**Citations:** Yazdani, M., & Sharifi Shifteh, M. (2022). "Determinants of International Capital Flows in Emerging Countries with Emphasis on Financial Globalization". *Public Sector Economics Studies*, 1 (1), 85-104.

**Homepage of this Article:** [https://pse.razi.ac.ir/article\\_2288.html?lang=en](https://pse.razi.ac.ir/article_2288.html?lang=en)



## تعیین‌کننده‌های جریان‌های بین‌المللی سرمایه در کشورهای نوظهور با تأکید بر جهانی شدن مالی

مهدی یزدانی<sup>۱</sup>، مجتبی شریفی شیفته<sup>۲</sup>

نوع مقاله: پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۳۰، تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۶/۱۲

صص: ۸۵-۱۰۴

### چکیده

مقاله حاضر به بررسی عوامل تعیین‌کننده جریان‌های بین‌المللی سرمایه با تأکید بر جهانی شدن مالی در کشورهای نوظهور طی سال‌های ۱۹۸۵-۲۰۱۳ پرداخته است. علاوه بر این، با وارد کردن متغیر تعاملی کیفیت نهادها با جهانی شدن مالی، اثر هم‌زمان کیفیت نهادها و جهانی شدن مالی بر جریان‌های بین‌المللی سرمایه ارزیابی شده است. برای این منظور، از برآوردگر گشتاوری تعمیم‌یافته دومرحله‌ای استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد جهانی شدن مالی در کشورهایی که از نهادهای باکیفیت و ثبات سیاسی برخوردارند، موجب افزایش جریان‌های سرمایه می‌شود؛ اما در کشورهایی که نهادهای بی‌کیفیت دارند و دچار بی‌ثباتی سیاسی‌اند، موجب افزایش جریان‌های سرمایه نمی‌شود و یا حتی موجب کاهش آن می‌شود. همچنین بر اساس نتایج، یک سطح آستانه برای کیفیت نهادها وجود دارد که تا قبل از دستیابی به آن، جهانی شدن مالی موجب کاهش جریان‌های سرمایه می‌شود و با رسیدن کیفیت نهادها به این سطح آستانه‌ای، جهانی شدن مالی موجب افزایش جریان‌های سرمایه می‌شود. علاوه بر این، از میان کشورهای نوظهور مورد مطالعه، تنها کشورهای مجارستان، جمهوری چک، اسلواکی، شیلی، مالزی، لهستان، بلغارستان، لیتوانی، مکزیک، عمان، استونی و لتونی توانسته‌اند به این سطح آستانه دست یابند. با توجه به این‌که کیفیت نهادها در بیشتر کشورهای نوظهور کمتر از حد آستانه است، این کشورها قبل از جهانی شدن مالی باید اقدام به بهبود کیفیت نهادها و ایجاد ثبات سیاسی در کشور خود نمایند.

**واژه‌های کلیدی:** جریان‌های سرمایه، جهانی شدن مالی، بازارهای نوظهور، کیفیت نهادها، ریسک سیاسی.

**طبقه‌بندی JEL:** C23, F32, F60

۱. استادیار، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و علوم سیاسی، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران (نویسنده مسؤؤل).

*Email:* ma\_yazdani@sbu.ac.ir

۲. دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و علوم سیاسی، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.

*Email:* m\_sharifshifteh@sbu.ac.ir

## ۱. مقدمه

بحران مالی دهه ۱۹۹۰ زیان‌های فراوانی از جنبه‌های مختلف به اقتصاد جهانی وارد کرد. سیستم بانکی در بسیاری از کشورها سقوط کرد؛ رشد بالای اقتصادی ناگهان جای خود را به رکود داد و جریان پررونق سرمایه‌های بین‌المللی از اواسط این دهه به شدت کاهش یافت. علاوه بر این، پس از این بحران، برخی کشورهای آسیایی دچار بحران بی‌انضباطی بازارهای سرمایه و مشکلات هزینه‌بر بودن سرمایه‌گذاری شدند. این موضوع سبب شد تا انتقاداتی به جهانی شدن مالی وارد شود. به‌عنوان مثال، استیگلیتز<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) به کشورهای درحال توسعه پیشنهاد داد برخی محدودیت‌ها را بر بازارهای مالی خود اعمال کنند تا از رفتارهای هیجانی در این بازار جلوگیری شود. همچنین کروگمن<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) بیان کرد که اعمال کنترل بر جریان سرمایه حداقل در کوتاه‌مدت، به‌جای محدود کردن سرمایه‌گذاران، به مدیریت سرمایه‌گذاران کمک کند. رودریک<sup>۳</sup> (۱۹۹۸، ۱۹۹۹) اعتقاد داشت که آزادسازی مالی می‌تواند به سقوط مالی منجر شود. از نظر وی، با توجه به ماهیت رکود-رونق جریان‌های سرمایه، کنترل سرمایه ممکن است مفید باشد.

با این حال به نظر می‌رسد یک جهان متعادل همچنان بتواند از مزایای جریان‌های سرمایه سود ببرد. بسیاری از محققان معتقدند که آزادسازی مالی عملکرد سیستم‌های مالی را بهبود می‌بخشد، دسترسی به منابع مالی را افزایش می‌دهد و امکان تقسیم<sup>۴</sup> ریسک‌داری‌ها را بین کشورها به وجود می‌آورد (کامینسکی و اشموکله<sup>۵</sup>، ۲۰۰۳). برای نمونه، آبستفلد<sup>۶</sup> (۱۹۸۸) بیان می‌کند که بازارهای سرمایه بین‌المللی می‌تواند پس‌اندازهای جهانی را به کاراترین مصارف، صرف‌نظر از محل، تخصیص دهد. استالز<sup>۷</sup> (۱۹۹۹) و میشکین<sup>۸</sup> (۲۰۰۱) ادعا می‌کنند که آزادسازی مالی شفافیت و پاسخگویی را ترویج می‌دهد و موجب کاهش گزگزینی<sup>۹</sup> و مخاطرات اخلاقی<sup>۱۰</sup> می‌شود. آنان همچنین استدلال می‌کنند که بازارهای سرمایه بین‌المللی به منظم کردن سیاست‌گذاران کمک می‌کند؛ چرا که در صورت عدم وجود بازارهای سرمایه بین‌المللی، سیاست‌گذاران وسوسه می‌شوند تا از سرمایه‌های داخلی سوءاستفاده کنند.

در مجموع چنین استدلال می‌شود که تلاطم‌های مالی اغلب موجب مشکلاتی برای اقتصادهای درحال توسعه می‌شود؛ به‌خصوص در مواقع بحران که می‌تواند به بازگشت ناگهانی جریان سرمایه بینجامد. در بحث جاری، جهانی شدن مالی نگرانی‌هایی دربارهٔ ثبات جریان‌های سرمایه به وجود می‌آورد. با این حال، اغلب چنین فرض می‌شود که جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) از سایر انواع جریان‌ها باثبات‌تر است؛ زیرا با توجه به بلندمدت

- 
1. Stiglitz
  2. Krugman
  3. Rodrik
  4. Diversification
  5. Kaminsky and Schmukler
  6. Obstfeld
  7. Stulz
  8. Mishkin
  9. Adverse Selection
  10. Moral Hazard

بودن سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی که از ماهیت مالکیت آن نشأت می‌گیرد، احتمال وقوع بازگشت ناگهانی این نوع جریان کمتر است (نیومن<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۹).

بر این اساس، هدف این مقاله بررسی عوامل مؤثر بر جریان‌های بین‌المللی سرمایه با تأکید بر جهانی شدن مالی است. برای این منظور از داده‌های کشورهای نوظهور طی دوره ۱۹۸۵-۲۰۱۳ استفاده شده است و با به‌کارگیری روش GMM سیستمی دومرحله‌ای، سعی خواهد شد تا به این موضوع پرداخته شود.

سامان‌دهی مقاله به این صورت است که ابتدا در بخش مبانی نظری، پشتوانه نظری مناسب برای این پژوهش بیان شده است. بخش مطالعات پیشین، به بررسی مطالعات انجام‌شده در این زمینه پرداخته اختصاص دارد. در بخش چهارم الگو، متغیرها و روش پژوهش و در بخش پنجم نیز نتایج تجربی ارائه شده است. سرانجام در بخش پایانی که به نتیجه‌گیری اختصاص دارد، نتایج الگو به‌طور خلاصه بیان شده و با توجه به این نتایج، پیشنهادها و سیاستی مناسب ارائه شده است.

## ۲. مبانی نظری

### ۲-۱. نظریه جهانی شدن مالی

برخی صاحب‌نظران در تعریف پدیده جهانی شدن، بر جنبه اقتصادی آن تأکید ورزیده و اقتصاد واحد جهانی و پیامدهای آن را به‌عنوان جهانی شدن مطرح کرده‌اند. برخی دیگر از اندیشمندان نیز سعی کرده‌اند جهانی شدن را به‌عنوان یک مفهوم سیاسی تعریف کنند.<sup>۲</sup> با مطالعه در این زمینه می‌توان دریافت که جهانی شدن در ابعاد گوناگون نظیر اقتصاد، سیاست و فرهنگ تعریف خاص خود را دارد؛ به عبارت دیگر، چون جهانی شدن به تکامل نرسیده است، نمی‌توان تعریف کامل و کلی ارائه کرد.

در فرایند جهانی شدن، مناسبات مختلفی مانند توسعه روابط مالی بین کشورها را می‌توان مشاهده کرد که در راستای سایر جریان‌های جهانی قرار گرفته است. جهانی شدن مالی مفهومی است که به افزایش ارتباطات جهانی از طریق جریان‌های مالی بین‌المللی و سرمایه‌ای اشاره دارد؛ بنابراین، می‌توان گفت هرگونه ارتباط مالی کشورها که با رویکردهای متفاوت به گسترش ارتباطات جهانی منجر شود، جهانی شدن مالی را توسعه می‌بخشد (پراساد<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۵). پس عواملی مانند بازارهای بین‌المللی سرمایه، گسترش روابط مالی و تشکیل بلوک‌ها و نواحی مالی منطقه‌ای و بین‌المللی، همگرایی در نرخ‌های بهره منطقه‌ای و بین‌المللی و کاهش کنترل و تشکیل اتحادیه‌های پولی به ایجاد و توسعه فرایند جهانی شدن مالی می‌انجامد و به‌عنوان جلوه‌های بارز این پدیده مطرح می‌شود؛ اما عملاً مفهوم نوین جهانی شدن مالی در برخی کشورها، توسعه فناوری اطلاعات و ارتباطات و شاخص‌های جدید تأثیرگذار بر روابط مالی است که در عرصه اقتصاد جهانی ظهور می‌یابد (داس<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶).

1. Neumann

۲. مانند فوکویاما که در کتاب *پایان تاریخ* به جهانی شدن الگوی حکومتی دموکراسی-لیبرال اشاره کرده و آن را شکل نهایی حکومت بشری قلمداد می‌کند و صاحب‌نظران دیگر نیز به تبیین این مفهوم در چارچوب تحولات اقتصادی، سیاسی و زیست‌محیطی پرداخته‌اند.

3. Prasad

4. Das

این در حالی است که جهانی شدن بازارهای مالی هر روز توسعه بیشتری می‌یابد. توسعه بازارهای مالی بین‌المللی و افزایش حجم معاملات در بازارهای خارجی و بازارهای سرمایه واقعیتهای انکارناپذیر است. پیشرفت در فناوری‌های ارتباطات و اطلاعات، آزادسازی در بازارهای سرمایه و ارائه ابزارهای جدید مالی باعث تحرک بیشتر گردش بین‌المللی سرمایه و راهنمایی برای افزایش توسعه و کارایی در بازارهای مالی بین‌المللی است.

### ۳. پیشینه پژوهش

با نگاهی به ادبیات تجربی می‌توان دریافت که مطالعات اندکی در زمینه عوامل تعیین‌کننده جریان‌های سرمایه بین‌المللی وجود دارد. در این میان، به‌ندرت می‌توان به مطالعاتی رسید که اثر جهانی شدن مالی را بر جریان‌های سرمایه بررسی کرده باشند. در حقیقت بیشتر مطالعات انجام‌شده جریان‌های سرمایه را جانشینی برای جهانی شدن مالی در نظر گرفته‌اند؛ حال آن‌که تأثیر این دو بر هم، خود از موضوعات بحث‌برانگیز است. در ادامه سعی شده به مطالعاتی اشاره شود که بیشترین ارتباط را با موضوع این پژوهش دارند.

باگواتی<sup>۱</sup> (۱۹۷۸) اشاره می‌کند که جریان‌های بین‌المللی سرمایه از کانال افزایش بهره‌وری به رشد اقتصادی کمک می‌کنند. همچنین بیان می‌کند که باز بودن اقتصاد منجر به افزایش جریان‌های سرمایه می‌شود. گاستانگا<sup>۲</sup> و همکاران (۱۹۹۸) نیز بیان می‌کنند که جهانی شدن مالی می‌تواند به افزایش جریان‌های سرمایه بینجامد. آن‌ها در مقاله خود با بررسی ۴۹ کشور در حال توسعه به این نتیجه می‌رسند که جهانی‌سازی مالی اثر مثبت و معناداری بر سطح سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارد. همچنین کیاو<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) پیشنهاد می‌دهد که کشورهای در حال توسعه باید با کاهش موانع جریان سرمایه، تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری را افزایش دهند. برونر و ریگوبون<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) به بررسی این موضوع پرداخته‌اند که چرا جریان‌های سرمایه در کشورهای نوظهور پرنوسان‌تر از کشورهای توسعه‌یافته است. این پژوهش دلایل امر را در چند بخش خلاصه می‌کند: اول آن‌که نتایج نشان می‌دهد بخش کوچکی از این اختلاف ناشی از نوسان‌های عوامل بنیادی یا حساسیت بالاتر بازارها به عوامل بنیادی است. همچنین نتایج حاکی از آن است که بخش اعظم تفاوت نوسان جریان‌های سرمایه در کشورهای نوظهور و توسعه‌یافته در سه ویژگی جریان‌های سرمایه خلاصه می‌شود: ۱. جریان سرمایه به سمت کشورهای نوظهور بیشتر تحت تأثیر شوک‌های منفی (بحران‌ها) قرار می‌گیرد تا جریان سرمایه به سمت کشورهای توسعه‌یافته؛ ۲. شوک‌ها از منطقه‌ای به منطقه دیگر سرایت می‌کند؛ ۳. شوک‌های وارده به جریان سرمایه کشورهای نوظهور به‌شدت پایدارتر از شوک‌های وارده به جریان‌های سرمایه کشورهای توسعه‌یافته است. از نظر برونر و ریگوبون، این عامل مهم‌ترین عامل تفاوت نوسان‌های جریان‌های سرمایه در کشورهای نوظهور و توسعه‌یافته است.

1. Bhagwati
2. Gastanaga
3. Kyaw
4. Broner and Rigobon

آسیدو و لین<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) اثر سه نوع از سیاست‌های کنترل جریان‌های سرمایه را بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بررسی کرده‌اند. سیاست‌هایی که در این مقاله ارزیابی شده‌اند عبارت‌اند از: وجود نرخ ارز چندگانه، اعمال محدودیت در حساب سرمایه و اعمال قوانینی برای بازگشت ارزهای صادراتی. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تحت تأثیر سیاست‌های حاکم بر کنترل جریان‌های سرمایه است. با این حال، این نتایج تنها در شرایطی صادق است که مناطق مختلف از یکدیگر تفکیک شده باشند. به‌طور دقیق‌تر، تأثیر کنترل جریان‌های سرمایه بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در مناطق مختلف، متمایز از یکدیگر است و در طول زمان تغییر می‌کند. بر اساس نتایج این مقاله، در دهه ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ هیچ‌یک از سیاست‌های کنترل جریان‌های سرمایه تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نداشته است. با این حال، در دهه ۱۹۹۰ هر سه سیاست اثر معناداری بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته‌اند. علاوه بر این، اثر سیاست‌های کنترل سرمایه بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در مناطق آفریقای سیاه<sup>۲</sup> و خاورمیانه بی‌معنا و در مناطق آسیای شرقی و آمریکای لاتین منفی بوده است. لوثیان<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) با تمرکز بر جریان‌های سرمایه در کشورهای توسعه‌یافته و کشورهای کمتر توسعه‌یافته به دنبال پاسخگویی به این سؤال است که چرا جریان‌های سرمایه در کشورهای مختلف متفاوت از یکدیگر است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد علاوه بر سیاست‌های مناسب (شامل دستیابی به ثبات قیمت‌ها، مداخلات مستقیم کمتر و ساختارهای بنیادی دقیق‌تر) با جریان‌های سرمایه بالاتر و سیاست‌های بد با جریان‌های سرمایه پایین‌تر همراه است.

نوی و وو<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) نیز به بررسی اثر آزادسازی حساب سرمایه بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی پرداخته‌اند. آن‌ها برای این منظور از داده‌های ۶۲ کشور در حال توسعه و ۲۱ کشور توسعه‌یافته طی سال‌های ۱۹۸۴-۲۰۰۰ استفاده کرده‌اند. در این مقاله فرض شده که عوامل تعیین‌کننده جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای توسعه‌یافته با کشورهای در حال توسعه متفاوت است. از این‌رو، برای کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته دو برآورد جداگانه انجام شده است. بر اساس نتایج این پژوهش، بازتر شدن جریان‌های سرمایه به اندازه یک انحراف معیار موجب افزایش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه و کشورهای توسعه‌یافته به ترتیب به میزان ۰/۷۳ و ۰/۳۲ درصد خواهد شد. نتایج این مقاله همچنین تأکید می‌کند که بازتر شدن جریان‌های سرمایه شرط کافی برای افزایش جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیست، مگر در شرایطی که با ریسک سیاسی و فساد کمتر در آن کشور همراه باشد.

چریف<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۱) نیز به این نتیجه دست یافته‌اند که آزادسازی مالی با ترغیب جریان‌های سرمایه همراه نخواهد بود، مگر در شرایطی که این آزادسازی با تصویب قوانین جدید، تسهیل مقررات و بهبود حاکمیت در راستای جذب سرمایه‌گذاران همراه باشد.

1. Asiedu and Lien
2. Sub-Saharan Africa (SSA)
3. Lothian
4. Noy and Vu
5. Cherif

الو<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) اثر کنترل جریان‌های سرمایه بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را تحلیل کرده و برای این منظور از داده‌های ۸۱ کشور طی سال‌های ۱۹۸۰-۲۰۰۱ بهره گرفته است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که کنترل جریان‌های سرمایه مقدار سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را کاهش و نوسانات آن را افزایش می‌دهد.

آلفارو<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۰۷) به بررسی نقش سیاست و نهادها در جریان‌های سرمایه بین‌المللی پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد کیفیت نهادها یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده جریان‌های سرمایه است. همچنین بر اساس این پژوهش، سیاست نقش معناداری در توضیح تغییرات جریان‌های سرمایه و نوسانات آن دارد.

لین گو<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) بیان می‌کند که تحرکات بین مرزی سرمایه یکی از نتایج جهانی شدن مالی است. ضمن آن که بدون توسعه محلی مالی، کشورهای نوظهور نمی‌توانند منفعت خالصی از جهانی شدن مالی کسب کنند و حتی ممکن است از تحرکات بین‌المللی سرمایه متضرر شوند.

اصلان و ترزی<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) به بررسی اثر جهانی شدن مالی و جریان‌های سرمایه خصوصی بین‌المللی بر توسعه کشورهای در حال گذار پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که جهانی شدن مالی اثر مثبت و معناداری بر توسعه بازارهای مالی، سرمایه‌گذاری، پس‌انداز و انتقال تکنولوژی دارد. علاوه بر این، جهانی شدن مالی موجب افزایش اندازه، پیشرفت ساختار و افزایش کارایی بخش مالی در کشورهای در حال گذار می‌شود.

نیومن<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۰۹) اثر آزادسازی بازارهای مالی را بر نوسانات جریان‌های سرمایه مورد آزمون قرار داده‌اند و برای این منظور از یک الگوی داده‌های ترکیبی طی دوره ۱۹۷۳ تا ۲۰۰۰ استفاده کرده‌اند. نتایج این الگو نشان می‌دهد که انواع مختلف جریان‌های سرمایه واکنش‌های متفاوتی در برابر آزادسازی مالی از خود نشان می‌دهند. با توجه به نتایج، به نظر می‌رسد جریان پرتفوی‌ها واکنش کمی به آزادسازی مالی نشان می‌دهند؛ در حالی که آزادسازی مالی تأثیر معناداری بر نوسانات جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، به‌خصوص در بازارهای نوظهور دارد.

اوانس و ناتکووسکا<sup>۶</sup> (۲۰۱۲) نشان داده‌اند که چگونه همگرایی بیشتر بازارهای مالی بر رفتار جریان‌های سرمایه بین‌المللی و بازده‌های مالی اثرگذار است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد در مراحل اولیه همگرایی مالی - که تجارت بین‌المللی دارایی‌ها بیشتر بر اوراق قرضه متمرکز شده است - جریان سرمایه (به‌طور مطلق) بزرگ و بسیار پرنوسان است. در ادامه فرایند همگرایی مالی - که خانوارها از دسترسی به بازارهای جهانی سهام سود کسب می‌کنند - اندازه و نوسانات جریان‌های اوراق قرضه کاهش می‌یابد. این امر نتیجه طبیعی اشتراک‌گذاری بیشتر ریسک در پی افزایش همگرایی است. همچنین این پژوهش پیش‌بینی می‌کند که نوسانات بازدهی اوراق قرضه و سهام با همگرایی مالی کاهش یابد.

1. Elo
2. Alfaro
3. Lin Guo
4. Aslan and Terzi
5. Neumann
6. Evans and Hnatkovska

اوکادا<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) با استفاده از یک الگوی داده‌های ترکیبی به برآورد اثر جهانی شدن مالی و کیفیت نهادها بر جریان‌های بین‌المللی سرمایه پرداخته است. وی از داده‌های ۱۱۲ کشور طی سال‌های ۱۹۸۵-۲۰۰۹ استفاده کرده است. بر اساس نتایج این پژوهش، در حالی که جهانی شدن مالی و کیفیت نهادها به‌تنهایی اثر معناداری بر جریان‌های سرمایه بین‌المللی ندارند، اثر متقاطع آن‌ها بر جریان‌های بین‌المللی سرمایه معنادار است. این مقاله همچنین به تأیید این موضوع می‌پردازد که اثر جزئی آزادسازی حساب سرمایه بر جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، ارتباط معناداری با سطح کیفی نهادها دارد. به عبارتی، اوکادا بیان می‌کند که آزادسازی حساب سرمایه در کشورهایی که نهادها با کیفیت‌تری دارند سبب افزایش بیشتری در جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌شود. همچنین بر اساس نتایج این پژوهش، از بین انواع معیارهای کیفیت نهادها، «کیفیت بروکراسی» و «نظم و قانون» مهم‌ترین نقش را در تحریک جریان‌های سرمایه ایفا می‌کنند.

کارپ<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) به بررسی این موضوع می‌پردازد که نوسانات جریان‌های سرمایه که به‌واسطه جهانی شدن مالی رخ می‌دهد، چه تأثیری بر رشد اقتصادی دارد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد زمانی که اقتصاد کلان در عدم تعادل به سر می‌برد، جهانی‌سازی مالی برای اقتصاد مناسب نیست؛ زیرا در این حالت نوسانات جریان‌های سرمایه دارای اثر منفی بر توسعه اقتصادی کشور است.

دی‌نیکولو و جوونال<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) اثر همگرایی مالی و جهانی شدن را بر ابعاد مختلف فعالیت‌های حقیقی اندازه گرفته‌اند. آنان نتیجه گرفته‌اند که پیشرفت در هر دو پدیده همگرایی مالی و جهانی شدن، با رشد بالاتر و نوسانات رشد اقتصادی کمتر همراه است. همچنین نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شواهد محکمی مبنی بر جایگزینی<sup>۴</sup> میان پیشرفت در همگرایی مالی، جهانی شدن و رشد و ثبات اقتصاد کلان وجود ندارد.

گامودی و چریف<sup>۵</sup> (۲۰۱۵) اثر آزادسازی حساب سرمایه بر جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را بررسی کرده‌اند. آن‌ها برای این منظور، با استفاده از داده‌های ۱۷ کشور خاورمیانه و شمال آفریقا (منطقه منا) طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۲۰۰۹ و با به‌کارگیری روش GMM، الگوی خود را برآورد کرده‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که اثر مثبت آزادسازی حساب سرمایه بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تحت تأثیر ثبات سیاسی در کشور میزبان است. همچنین افزایش نهادها، دموکراتیک، بهبود حقوق مالکیت، کاهش ریسک ناشی از مصادره و کاهش تنش‌های مذهبی از مهم‌ترین عوامل نهادی هستند که سبب تشویق سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌شوند. علاوه بر این، نتایج پژوهش‌های گتمودی و چریف نشان می‌دهد که از منظر سرمایه‌گذاران خارجی وجود نهادها با کیفیت مهم‌تر از نبود فساد یا کیفیت بروکراسی است. آن‌ها برای اطمینان از این نتایج، شاخص‌های مختلفی را برای کیفیت نهادها به کار گرفته‌اند. این شاخص‌ها شامل شاخص راهنمای ریسک بین‌المللی کشورها (منتشرشده از سوی گروه PRS)<sup>۶</sup> و شاخص‌های حکمرانی جهان است.

1. Okada
2. Carp
3. De Nicolò and Juvenal
4. Trade-off
5. Gammoudi and Cherif
6. The PRS Group's International Country Risk Guides (PRS-ICRG)



شل و ژنگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) به بررسی چگونگی تأثیر کیفیت نهادها و جهانی شدن بر جریان‌های سرمایه بین‌المللی پرداخته‌اند. آن‌ها برای این منظور از شاخص جهانی شدن KOF استفاده کرده و نشان داده‌اند که جهانی شدن و بهبود کیفیت نهادها هر یک به تنهایی می‌تواند تأثیر مثبت و معناداری بر جریان‌های بین‌المللی سرمایه داشته باشد. همچنین تعامل این دو عامل با یکدیگر نیز دارای اثر مثبت و معنادار بر جریان‌های سرمایه است. علاوه بر این، هنگامی که جهانی شدن افزایش و کیفیت نهادها بهبود یابد، جریان‌های سرمایه با نرخ کاهنده‌ای افزایش می‌یابد. در مطالعات داخلی موضوع مشابهی یافت نشد؛ با وجود این، یزدانی و مارکاری (۱۴۰۰) در مقاله‌ای با عنوان «تعامل جریان‌های بین‌المللی سرمایه و رشد اقتصادی در کشورهای D8»، یکی از اهداف خود را شناسایی تعیین‌کننده‌های جریان‌های بین‌المللی سرمایه معرفی کرده‌اند که شامل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری پرتفوی خارجی است. الگوی اقتصادسنجی تصریح‌شده در این مقاله شامل سه معادله برای نرخ رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری در پرتفوی است. برای برآورد آن اطلاعات کشورهای عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی D8 طی دوره زمانی ۱۹۹۵-۲۰۱۵ استخراج گشته و سعی شده مسئله پژوهش با استفاده از تکنیک معادلات هم‌زمان در چهارچوب داده‌های تابلویی ارزیابی شود. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که در معادله تخمینی برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، رشد اقتصادی، نرخ ارز حقیقی و اختلاف نرخ بهره داخلی و خارجی اثر مثبت بر این متغیر داشته‌اند؛ در حالی که علامت ضریب متغیرهای سرمایه‌گذاری در پرتفوی، رشد جمعیت و انباشت سرمایه ثابت منفی است و نتایج نشان از جانشینی بین انواع جریان‌های سرمایه دارد. سرانجام در معادله سرمایه‌گذاری در پرتفوی، ضریب دو متغیر نرخ رشد اقتصادی و میزان کاربران اینترنت مثبت و ضریب متغیرهای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نرخ تورم منفی است. بر این اساس، نرخ رشد اقتصادی عامل تعیین‌کننده در جذب سرمایه‌های خارجی است.

در وجه تمایز این مطالعه در مقایسه با مطالعات دیگر، باید اشاره کرد که در کل به‌رغم وجود مطالعات خارجی در زمینه موضوع پژوهش، کمتر به مسئله پرداخته‌اند. علاوه بر این، ضمن استفاده از نمونه و روشی متفاوت در مطالعه حاضر، سعی شده تا اثر تعاملی بین جهانی شدن و کیفیت نهادها بر جریان‌های بین‌المللی سرمایه ارزیابی شود؛ چرا که در کمتر مطالعه‌ای به این امر توجه شده است.

#### ۴. تصریح الگو و داده‌ها

همان‌گونه که در بخش‌های قبل اشاره شد، هدف این مطالعه بررسی عوامل تعیین‌کننده جریان‌های سرمایه با تأکید بر اثر جهانی شدن مالی است. برای این منظور از داده‌های ۴۵ اقتصاد نوظهور طی سال‌های ۱۹۸۵-۲۰۱۳ استفاده خواهد شد. الگوی تجربی مقاله حاضر از مطالعات نوی و وو (۲۰۰۷)، اوکادا (۲۰۱۳) و گامودی و چریف (۲۰۱۵) الهام گرفته است. همچنین برای برآورد الگو از روش داده‌های ترکیبی پویا (GMM) استفاده شده است که در آن وقفه متغیر وابسته نیز به‌عنوان متغیر مستقل وارد معادله می‌شود.

معادله پایه‌ای مطالعه حاضر به صورت زیر است:

$$CapFlow_{it} = \theta_i + \alpha CapFlow_{it-1} + \beta KAOPEN_{it} + \gamma Political_{it} + \lambda (KAOPEN_{it} * Political_{it}) + \sum_{j=1}^J \delta_j X_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

که در آن  $i$  اندیس کشورها،  $t$  اندیس زمان و  $\theta_i$  نشان‌دهنده اثرات ثابت کشورهاست. متغیر وابسته این معادله ( $CapFlow_{i,t}$ ) جریان‌های سرمایه بین‌المللی است که از مجموع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به GDP و سید دارایی به GDP به دست می‌آید. همچنین  $CapFlow_{i,t-1}$  نشان‌دهنده وقفه اول متغیر وابسته است. این متغیر  $KAOPEN_{i,t}$  شاخص باز بودن سرمایه را نشان می‌دهد که معیاری برای اندازه‌گیری جهانی شدن مالی است. این متغیر بر اساس مطالعه چین و ایتو<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) استخراج شده و مقادیری بین ۲/۵ تا -۲/۵ را اتخاذ می‌کند؛ به گونه‌ای که مقادیر بزرگ‌تر آن نمایانگر درجه بالاتری از جهانی شدن مالی است. متغیر  $Political_{i,t}$  شاخص ICRG-PRS را نشان می‌دهد که معیاری برای اندازه‌گیری ریسک سیاسی و کیفیت نهادهای هر کشور است. این شاخص از سوی گروه PRS منتشر می‌شود و از ترکیب ۱۲ عامل مختلف به دست می‌آید. این شاخص عددی بین صفر و یک است و مقادیر بالاتر آن ریسک سیاسی کمتر و باکیفیت‌تر بودن نهادهای آن کشور را نشان می‌دهد. همچنین متغیر  $KAOPEN_{i,t} * Political_{i,t}$  که از حاصل ضرب دو متغیر  $KAOPEN_{i,t}$  و  $Political_{i,t}$  به دست می‌آید، نشان‌دهنده اثر تعاملی یا اثر غیرمستقیم جهانی شدن مالی و ریسک سیاسی بر جریان‌های سرمایه بین‌المللی است. در نهایت، متغیر  $X_{it}$  شامل مجموعه‌ای از متغیرهای کنترلی است که در بیشتر مقالات از آن‌ها استفاده می‌شود. این متغیرها عبارت‌اند از:

$GDPGR$ : برای محاسبه اندازه بازار، از نرخ رشد سالانه تولید ناخالص داخلی به قیمت بازار استفاده شده است.  $TO$ : این متغیر عبارت است از حاصل جمع واردات و صادرات کالا و خدمات در هر کشور، تقسیم بر تولید ناخالص داخلی آن که شاخصی برای درجه باز بودن تجاری است.  $INF$ : نرخ تورم است که این نرخ بر مبنای شاخص قیمت مصرف‌کننده محاسبه شده است.  $PC$ : شاخص توسعه مالی است که در این پژوهش برای نشان دادن توسعه مالی از اعتبارات داخلی به بخش خصوصی استفاده شده است. این اعتبارات که به صورت درصدی از GDP آورده شده نشان‌دهنده منابع مالی است که در اختیار بخش خصوصی قرار گرفته است.  $FUEL$ : فراوانی منابع طبیعی که برای نشان دادن فراوانی منابع طبیعی از داده‌های صادرات سوخت به عنوان درصدی از صادرات کالا استفاده شده است. این داده‌ها از بانک جهانی استخراج شده است.

در این الگو می‌توان اثر جزئی جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه را نیز محاسبه کرد. این اثر برای سطوح مختلف ریسک سیاسی متفاوت است و از معادله زیر محاسبه می‌شود:

$$\frac{dCapFlow_{it}}{dKAOPEN_{it}} = \beta + \lambda * Political_{it} \quad (2)$$

بر اساس این معادله، تأثیر جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه بین‌المللی نامعلوم و تحت شرایط زیر متفاوت خواهد بود:

- اگر علامت  $\beta$  و  $\lambda$  هر دو مثبت باشند، تأثیر جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه مثبت است و عوامل نهادی نیز این تأثیر مثبت را تقویت می‌کنند.
- اگر علامت  $\beta$  مثبت و علامت  $\lambda$  منفی باشد، تأثیر جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه مثبت است؛ اما عوامل نهادی از این تأثیر مثبت می‌کاهند.
- اگر علامت  $\beta$  منفی و علامت  $\lambda$  مثبت باشد، تأثیر جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه منفی است؛ اما عوامل نهادی این تأثیر منفی را کاهش می‌دهند.
- اگر علامت  $\beta$  و  $\lambda$  هر دو منفی باشند، تأثیر جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه منفی است و عوامل نهادی نیز این تأثیر منفی را تقویت می‌کنند.

علاوه بر این، معادله (۱) این امکان را فراهم می‌کند تا بتوان سطح آستانه‌ای از ریسک سیاسی را در دوره کوتاه‌مدت محاسبه کرد که بر اساس آن، نحوه اثرگذاری جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه مشخص می‌شود. بنابراین، اثر جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه زمانی مثبت خواهد شد که رابطه زیر برقرار باشد:

$$\frac{dCapFlow_{it}}{dKAOPEN_{it}} > 0 \quad (۳)$$

$$\beta + \lambda * Political_{it} > 0 \quad (۴)$$

بنابراین سطح آستانه ریسک سیاسی از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$Political_{it} > \left(-\frac{\beta}{\lambda}\right) \quad (۵)$$

یکی از مشکلات اقتصادسنجی که ممکن است در برآورد معادله (۱) به وجود آید ساختار پویای الگو است. این مشکل -با توجه به همبستگی میان ویژگی‌های مشاهده‌نشده کشورها و وجود وقفه جریان‌های بین‌المللی سرمایه در الگو- برآوردگر OLS را با تورش و ناسازگاری همراه می‌کند.<sup>۱</sup> برای حل مشکلاتی که در این گونه الگوها بروز می‌کند، آرانو و باند<sup>۲</sup> (۱۹۹۱) یک برآوردگر سازگار به نام برآوردگر GMM ارائه کرده‌اند. این برآوردگر که گاهی برآوردگر GMM «تفاضلی» نیز نامیده می‌شود، از متغیر درون‌زا تفاضل مرتبه اول گرفته و با یک وقفه به‌عنوان متغیر ابزاری وارد الگو می‌کند. این موضوع سبب می‌شود تا درون‌زایی ناشی از همبستگی میان ویژگی‌های مشاهده‌نشده کشورها و متغیرهای توضیحی از بین برود.

۱. برای آگاهی بیشتر در این باره می‌توان به مطالعه بالتاجی (۲۰۰۸) مراجعه کرد.

آرلانو و باور<sup>۱</sup> (۱۹۹۵) و بلوندل و باند<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) به این نکته اشاره می‌کنند که وقتی متغیرهای توضیحی در طول زمان مانا باشند، وقفه‌های متغیر ابزاری ضعیف برای تفاضل مرتبه اول است. بلوندل و باند برآوردگر کارآمدتری پیشنهاد می‌کنند و آن را برآوردگر GMM «سیستمی» می‌نامند. این برآوردگر مشکل ضعیف بودن ابزار را با استفاده از شرایط گشتاوری بیشتر کاهش می‌دهد. با این حال، این سیستم یک ضعف نیز دارد؛ زیرا از متغیرهای ابزاری زیادی استفاده می‌کند؛ بنابراین، برآوردگر تفاضلی از مشکل ضعیف بودن ابزارها و برآوردگر سیستمی از مشکل زیاد بودن ابزارها رنج می‌برد (آسیدو و لین<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱). در مطالعه حاضر از برآوردگر GMM سیستمی استفاده شده که با افزایش دقت و کاهش تورش نمونه‌های محدود، معمولاً برآوردهای سازگارتر و دقیق‌تری نسبت به برآوردگر GMM تفاضلی ارائه می‌دهد (بالتاجی<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸).

در این مطالعه، برای اطمینان از سازگاری برآوردگر GMM از دو آزمون تشخیصی استفاده شده است. اولین آزمون تشخیصی، آزمون محدودیت‌های بیش از حد شناسایی شده سارگان-هانسن<sup>۵</sup> است که از آن برای تشخیص عدم همبستگی متغیرهای ابزاری با جملات خطای الگو استفاده می‌شود. اگر فرض صفر این آزمون رد نشود، متغیرهای ابزاری قابل استفاده هستند. دومین آزمون تشخیصی، آزمون آرلانو-باند (آماره M) است که وجود همبستگی سریالی در جملات خطای تفاضلی مرتبه اول را آزمون می‌کند. برآوردگر GMM در صورتی سازگار است که همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا از معادله تفاضلی مرتبه اول وجود نداشته باشد؛ بنابراین، در صورتی استفاده از برآوردگر GMM توصیه می‌شود که فرض صفر این آزمون مبنی بر وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم تأیید نشود. لازم به ذکر است که در مطالعه حاضر، تنها همبستگی سریالی مرتبه دوم (AR(2)) گزارش خواهد شد.

## ۵. نتایج تجربی

در این بخش با استفاده از روش اقتصادسنجی توضیح داده‌شده در بخش پیشین، نتایج رگرسیون مربوط به عوامل مؤثر بر جریان‌های بین‌المللی سرمایه با تأکید بر جهانی شدن مالی و با فرض وجود ریسک سیاسی ارائه شده است. برای این منظور با استفاده از معادله (۱) برآوردهای مختلفی انجام شده که نتایج این برآوردها در جدول (۱) نمایش داده شده است. همچنین برای هر یک از این برآوردها آزمون‌های تشخیصی سارگان-هانسن و آرلانو-باند انجام شده و نتایج آن در انتهای هر ستون درج شده است. از نتایج این آزمون‌های تشخیصی می‌توان دریافت که برآوردگر GMM سیستمی، محدودیت‌های شناسایی بیش از حد و همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا را برطرف کرده است. در تمامی الگوهای تصریح‌شده، بر اساس آزمون سارگان-هانسن، دلیلی برای رد فرض صفر مبنی بر عدم همبستگی متغیرهای ابزاری با جملات خطای الگو وجود ندارد؛ بنابراین، متغیرهای ابزاری معتبر است و

1. Arellano and Bover
2. Blundell and Bond
3. Asiedu and Lien
4. Baltagi
5. Sargan-Hansen Test (J Test)

می‌تواند در الگو وارد شود. علاوه بر این، آزمون آرلانو-باند نشان می‌دهد که فرض صفر مبنی بر عدم همبستگی مرتبه دوم در جملات خطا رد نمی‌شود.

جدول (۱) نتایج رگرسیون مربوط به عوامل مؤثر بر جریان‌های بین‌المللی سرمایه را با تأکید بر جهانی شدن مالی و با فرض وجود ریسک سیاسی، برای یک نمونه آماری شامل ۴۵ کشور طی سال‌های ۱۹۸۵-۲۰۱۳ ارائه می‌کند. در گام اول، در معادله برآوردی (۱)، تنها متغیرهای کنترلی مانند اندازه بازار، درجه باز بودن تجاری، نرخ تورم، توسعه مالی و فراوانی منابع طبیعی، بدون در نظر گرفتن متغیر جهانی شدن مالی و ریسک سیاسی وارد الگو شده‌اند. در گام دوم، در معادله‌های برآوردی (۲) و (۳)، دو متغیر توضیحی آزادی مالی و ریسک سیاسی به‌طور جداگانه وارد الگو شده‌اند. معادله برآوردی (۴) نیز نتایج به‌کارگیری هر دو این متغیرها را به‌طور هم‌زمان ارائه می‌دهد. در نهایت، معادله برآوردی (۵)، نتایج حاصل از ورود متغیر تعاملی به الگو را گزارش می‌کند. این متغیر تعامل بین جهانی شدن مالی و ریسک سیاسی را نشان می‌دهد. با ورود این متغیر به الگو می‌توان محاسبه کرد که آیا ریسک سیاسی می‌تواند به تغییر رابطه جهانی شدن مالی با جریان‌های بین‌المللی سرمایه منجر شود یا خیر.

جدول ۱. نتایج برآورد الگو با استفاده از برآوردگر GMM سیستمی (آرلانو-باند) دومرحله‌ای طی سال‌های ۱۹۸۵-۲۰۱۳

| متغیرهای توضیحی    | معادله (۱)           | معادله (۲)           | معادله (۳)           | معادله (۴)           | معادله (۵)            |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
| $CapFlow_{t-1}$    | ۰/۴۸۵۰<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۴۸۶۶<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۴۷۴۵<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۴۷۵۷<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۴۶۹۰<br>(۰/۰۰)***   |
| $KAOPEN$           | -                    | -۰/۰۳۱۳<br>(۰/۷۹)    | -                    | -۰/۰۷۷۸<br>(۰/۰۰)*** | -۱/۲۷۹۰<br>(۰/۰۰)***  |
| $Political$        | -                    | -                    | ۶/۹۴۷۳<br>(۰/۰۰)***  | ۶/۵۹۲۴<br>(۰/۰۰)***  | ۷/۶۴۳۴<br>(۰/۰۰)***   |
| $KAOPEN*Political$ | -                    | -                    | -                    | -                    | ۱/۸۹۰۹<br>(۰/۰۰)***   |
| $GDPGR$            | ۰/۰۷۷۸<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۰۸۵۷<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۰۶۹۵<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۰۶۹۲<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۰۶۹۶<br>(۰/۰۰)***   |
| $TO$               | ۰/۰۵۷۷<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۰۵۷۴<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۰۵۷۶<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۰۵۸۶<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۰۵۵۷<br>(۰/۰۰)***   |
| $INF$              | ۰/۰۰۰۱<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۰۰۰۱<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۰۰۰۱<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۰۰۰۱<br>(۰/۰۰)***  | ۰/۰۰۰۱<br>(۰/۰۰)***   |
| $FUEL$             | -۰/۰۱۸۲<br>(۰/۰۰)*** | -۰/۰۱۸۹<br>(۰/۰۰)*** | -۰/۰۱۵۵<br>(۰/۰۰)*** | -۰/۰۲۱۷<br>(۰/۰۰)*** | -۰/۰۲۷۷<br>(۰/۰۰)***  |
| $PC$               | -۰/۰۰۷۸<br>(۰/۰۰)*** | -۰/۰۰۷۸<br>(۰/۰۰)*** | -۰/۰۱۳۰<br>(۰/۰۰)*** | -۰/۰۰۹۸<br>(۰/۰۰)*** | -۰/۰۱۲۲۲<br>(۰/۰۰)*** |
| $Constant$         | -۲/۱۳۸۵<br>(۰/۰۰)*** | -۲/۱۱۸۵<br>(۰/۰۰)*** | -۶/۱۸۴۸<br>(۰/۰۰)*** | -۶/۰۱۵۴<br>(۰/۰۰)*** | -۶/۳۴۳۱<br>(۰/۰۰)***  |
| آزمون سارگان-هانسن | ۰/۹۹                 | ۰/۹۹                 | ۰/۹۹                 | ۱/۰۰                 | ۱/۰۰                  |

|      |      |      |      |      |                   |
|------|------|------|------|------|-------------------|
| ۰/۳۶ | ۰/۳۶ | ۰/۳۶ | ۰/۳۷ | ۰/۳۶ | آزمون آرلانو-باند |
| ۴۲   | ۴۲   | ۴۳   | ۴۳   | ۴۴   | تعداد کشورها      |
| ۸۴۸  | ۸۴۸  | ۸۵۹  | ۸۹۷  | ۸۹۷  | تعداد مشاهدات     |

(مأخذ: یافته‌های پژوهش).

ستون اول جدول (۳) عوامل اصلی تعیین‌کننده جریان‌های سرمایه در غیاب جهانی شدن مالی و ریسک سیاسی را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در این جدول مشاهده می‌شود، ضرایب برآوردشده برای متغیرهای وقفه جریان‌های سرمایه، اندازه بازار، درجه باز بودن تجاری و نرخ تورم مثبت و در سطح یک درصد معنادارند. بر اساس نتایج، یک واحد افزایش در انحراف معیار متغیر نرخ رشد GDP، درجه باز بودن تجاری و نرخ تورم، موجب افزایش نسبت جریان‌های سرمایه به GDP در کشورهای نوظهور به ترتیب معادل ۰/۴۷، ۲/۴۱ و ۰/۰۳ درصد می‌شوند:

$$\{dCapFlow/dTO=0.0577 \times 41.74=2.41\}, \{dCapFlow/dGDPDR=0.0778 \times 6.01=0.47\},$$

$$\{dCapFlow/dINF=0.0001 \times 335.62=0.03\}.$$

ضریب برآوردشده وقفه جریان‌های سرمایه، مثبت و معنادار است و این امر پایداری این متغیر را نشان می‌دهد. در واقع، این مورد تأییدی بر به‌کارگیری برآوردکننده GMM «باندل» و «باند» (۱۹۹۸) است (گامودی و چریف، ۲۰۱۵). همچنین ضرایب برآوردشده برای متغیرهای فراوانی منابع طبیعی و شاخص توسعه مالی، منفی و در سطح یک درصد معنادارند. بدین معنی که یک واحد افزایش در انحراف معیار سهم سوخت در کل صادرات کالا - که نماینده‌ای از فراوانی منابع طبیعی در نظر گرفته می‌شود- و اعتبارات اعطایی به خصوصی - که نماینده‌ای از توسعه مالی در نظر گرفته می‌شود- نسبت جریان‌های سرمایه به GDP را در کشورهای نوظهور به ترتیب معادل ۰/۵۹ و ۰/۲۵ درصد کاهش می‌دهد.

$$\{dCapFlow/dPC=0.0078 \times 31.59=0.25\} \{dCapFlow/dFUEL=0.0182 \times 32.56=0.59\}.$$

ضمناً نتایج تجربی نشان می‌دهد که ورود متغیر جهانی شدن مالی به الگو، بدون در نظر گرفتن ریسک سیاسی کشورها در معادله برآوردی (۲)، اثر معناداری بر جریان‌های سرمایه بین‌المللی ندارد. با این حال، متغیر ریسک سیاسی کشورها، بدون در نظر گرفتن جهانی شدن مالی در معادله برآوردی (۳)، دارای اثر مثبت و معنادار بر جریان‌های سرمایه بین‌المللی است. طبق توضیح چریف و دیگران (۲۰۱۱)، سرمایه‌گذاران خارجی در پی یافتن تضمینی‌اند که بر اساس آن بتوانند در هر زمانی سرمایه خود را به کشورشان بازگردانند؛ پس آنان ترجیح می‌دهند در کشورهایی سرمایه‌گذاری کنند که خروج سرمایه آن‌ها از این کشورها با محدودیت روبه‌رو نشود. بر اساس نتایج، به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران خارجی ریسک سیاسی را عامل محدودکننده مهم‌تری نسبت به جهانی‌سازی مالی می‌دانند. این یافته با نتیجه پژوهش اوکادا (۲۰۱۳) و نوی و وو (۲۰۰۷) نیز سازگار است.

معادله برآوردی (۴) نتایج تجربی حاصل از ورود هردو متغیر جهانی شدن مالی و ریسک سیاسی را به‌طور هم‌زمان نشان می‌دهد. همان‌گونه که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، ورود توأمان این دو متغیر سبب می‌شود جهانی شدن مالی اثر منفی و معنادار بر جریان‌های سرمایه داشته باشد؛ حال آن‌که این متغیر، تا قبل از ورود ریسک

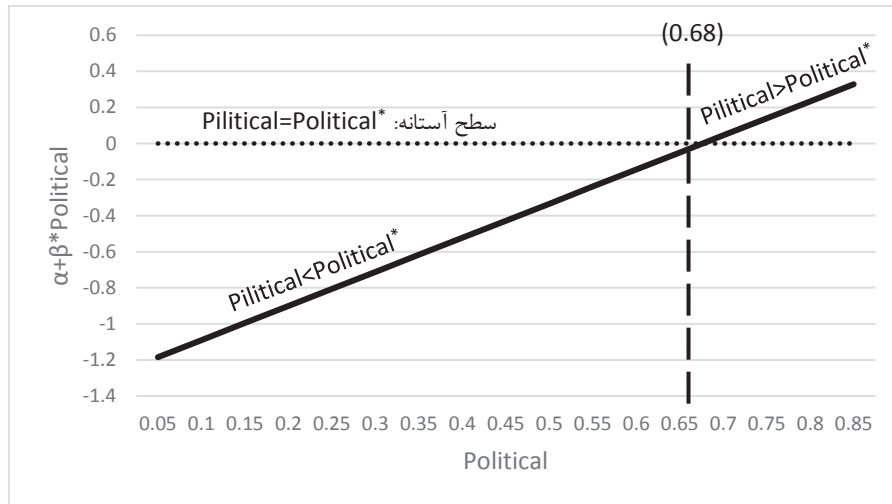
سیاسی به الگو، اثر معناداری بر جریان‌های سرمایه نداشت. می‌توان این‌گونه استنباط کرد که عدم ثبات سیاسی دارای اثر منفی بر رابطه بین سیاست آزادی جابه‌جایی سرمایه و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. برای بررسی این موضوع که اثر جهانی شدن مالی بر جریان‌های بین‌المللی سرمایه نسبت به ریسک سیاسی حساس است یا خیر، جمله تعاملی بین این دو متغیر نیز در الگو وارد شده است. نتایج برآورد این الگو در ستون پنجم (معادله برآوردی ۵) گزارش شده است. بر اساس معادله (۲)، اثر نهایی جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه به این صورت به دست می‌آید:  $\frac{dCapFlow}{dKAOPEN} = \beta + \lambda * Political_t$ ؛ در نتیجه با توجه به برآورد (۵) در جدول (۱) و این نکته که  $\lambda > 0$  و  $\beta < 0$  به دست آمده، تأثیر جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه منفی است؛ اما عوامل نهادی این تأثیر منفی را کاهش می‌دهند. به عبارتی یک آستانه برای کیفیت نهادی وجود دارد، به طوری که در آن می‌توان نوشت:

$$\frac{dCapFlow_{it}}{dKAOPEN_{it}} = \beta + \lambda * Political_{it} = 0 \quad (6)$$

$$\Rightarrow \left[ \frac{dCapFlow_{it}}{dKAOPEN_{it}} > 0 \right] \Leftrightarrow^{if \text{ and only if}} Political_{it} > Political^*$$

اثر نهایی جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه با فرض بهبود ریسک سیاسی و نهادها افزایش می‌یابد. بر اساس نتایج تجربی، حد آستانه‌ای ریسک سیاسی برای کشورهای نوظهور ۰/۶۸ است (1.279/1.8909=0.68). در نمونه آماری این پژوهش، ۳۹ درصد (۶۱ درصد) از مشاهدات بزرگ‌تر (کوچک‌تر) از ۰/۶۸ است. همچنین به‌طور متوسط کیفیت نهادها در ۲۹ درصد (۷۱ درصد) از کشورهای این نمونه بزرگ‌تر (کوچک‌تر) از ۰/۶۸ است. بدین معنی که جهانی شدن مالی در ۳۹ درصد از نمونه حاضر، اثر مثبتی بر جریان‌های سرمایه خواهد داشت و برای سایر کشورها این اثر منفی است.

برای محاسبه اثر کل یک واحد افزایش در جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه باید از متوسط ریسک سیاسی استفاده کرد. این عدد برای کشورهای نوظهور معادل ۰/۶۲ است. در نتیجه اثر کل این متغیر ۰/۱۱- خواهد بود (1.279+(1.8909\*0.62)=-0.11). اثر منفی جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه را می‌توان بر اساس این واقعیت توضیح داد که کشورهای نوظهور به‌طور متوسط هنوز به آن سطح از ریسک سیاسی و کیفیت نهادها دست نیافته‌اند که لازمه اثرگذاری مثبت جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه به شمار می‌آید. سطح متوسط کیفیت نهادی در کشورهای نوظهور ۰/۶۲ است، در حالی که سطح آستانه کیفیت نهادی طبق نتایج تجربی (معادله برآوردی ۵) معادل ۰/۶۸ است؛ بنابراین، به‌طور متوسط کیفیت نهادها (ریسک سیاسی) در کشورهای نوظهور کمتر (بیشتر) از سطح آستانه لازم است. در نتیجه جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه اثر منفی خواهد داشت. بر اساس نمودار (۱)، برای مثبت شدن این اثر باید کیفیت نهادها در کشورهای نوظهور بالاتر از ۰/۶۸ باشد.



نمودار ۱. سطح آستانه ریسک سیاسی در کشورهای نوظهور

(مأخذ: یافته‌های پژوهش).

به منظور روشن شدن نقش تعاملی جهانی شدن مالی و کیفیت نهادها در رونق جریان‌های سرمایه، مثالی ارائه می‌شود. بر اساس داده‌های الگو، مقدار متوسط متغیر *Political* برای ایران ۰/۵۴ است. فرض کنید کشور ایران به اندازه یک انحراف معیار به جهانی شدن مالی نزدیک‌تر شود. بر اساس نتایج تجربی، افزایش جهانی شدن مالی در ایران، جریان‌های سرمایه را ۰/۴۰ واحد کاهش خواهد داد.

$$dCapFlow/dKAOPEN = (-1.279 + (1.8909 \times 0.54)) \times 1.57 = -0.40$$

حال فرض کنید ایران سیاست‌هایی را اتخاذ کند که به بهبود در کیفیت نهادها منجر شود؛ به طوری که مقدار متغیر *Political* در ایران به سطح ۰/۶۹ برسد. با این شرایط، یک انحراف معیار افزایش در جهانی شدن مالی، جریان‌های سرمایه ایران را معادل ۰/۰۴ واحد افزایش خواهد داد.

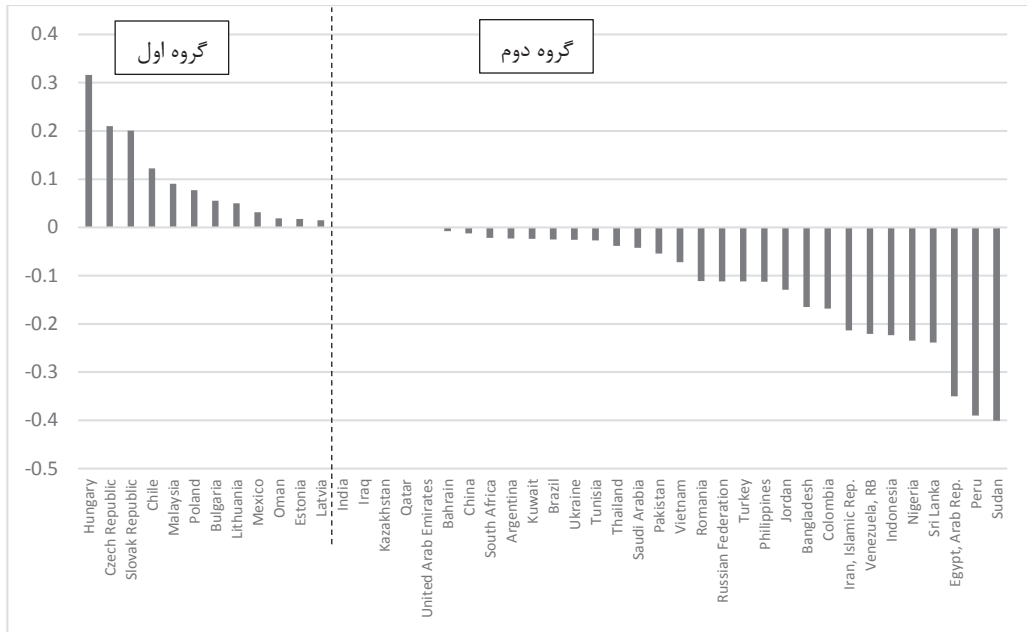
$$dCapFlow/dKAOPEN = (-1.279 + (1.8909 \times 0.69)) \times 1.57 = 0.04$$

بنابراین، جهانی شدن مالی در کشورهایی که از نهادهای باکیفیت و ثبات سیاسی بیشتری برخوردارند ( $Political > 0.68$ )، به افزایش جریان‌های سرمایه منجر خواهد شد و برعکس، در کشورهایی که نهادهای بی‌کیفیت و ریسک بالای سیاسی دارند ( $Political < 0.68$ )، به کاهش جریان‌های سرمایه می‌نجامد. به عبارتی، جهانی شدن مالی موجب می‌شود تا جریان‌های سرمایه بین‌المللی به نفع کشورهایی سوق یابد که از ثبات سیاسی و کیفیت نهادی بهتری برخوردارند.

نمودار (۲) اثر کل افزایش یک واحد در جهانی شدن را بر جریان‌های سرمایه - با توجه به ریسک سیاسی هر کشور - نشان می‌دهد. برای محاسبه این اثر از رابطه  $KAOPEN_i = (\beta + \lambda * \overline{Political}_i) \sigma_{KAOPEN_i}$  استفاده شده که در آن  $\sigma_{KAOPEN_i}$  انحراف معیار شاخص جهانی شدن مالی در هر کشور است. همان‌طور که در نمودار (۲) مشاهده می‌شود، کشورهای مجارستان، جمهوری چک، اسلواکی، شیلی، مالزی، لهستان، بلغارستان، لیتوانی، مکزیک، عمان، استونی و لتونی به سطح آستانه کیفیت نهادها دست یافته‌اند. برای این کشورها جهانی



شدن مالی منجر به افزایش جریان‌های سرمایه می‌شود. بر این اساس می‌توان کشورهای نمونه را به دو گروه کلی طبقه‌بندی کرد: **گروه اول**، کشورهایی که سیاست جهانی شدن مالی موجب افزایش جریان‌های سرمایه در آن‌ها می‌شود؛ **گروه دوم**، کشورهایی که جهانی شدن مالی ممکن است منجر به افزایش جریان‌های سرمایه نشده یا احتمالاً آن را کاهش دهد.



نمودار ۲. اثر کل یک واحد افزایش در جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه در بازارهای نوظهور

(مأخذ: یافته‌های پژوهش).

جدول (۲) کشورهای گروه اول و دوم را در مطالعه حاضر نشان می‌دهد:

جدول ۲. کشورهای گروه اول و گروه دوم

| گروه اول  |                   | گروه دوم |               |
|-----------|-------------------|----------|---------------|
| مجارستان  | هند               | ایران    | تونس          |
| جمهوری چک | عراق              | ونزوئلا  | تایلند        |
| اسلواکی   | قزاقستان          | اندونزی  | عربستان سعودی |
| شیلی      | قطر               | نیجریه   | پاکستان       |
| مالزی     | امارات متحده عربی | سریلانکا | ویتنام        |
| لهستان    | بحرین             | مصر      | رومانی        |
| بلغارستان | چین               | پرو      | روسیه         |
| لیتوانی   | آفریقای جنوبی     | سودان    | ترکیه         |
| مکزیک     | آرژانتین          |          | فیلیپین       |
| عمان      | کویت              |          | اردن          |
| استونی    | برزیل             |          | بنگلادش       |
| لتونی     | اوکراین           |          | کلمبیا        |

(مأخذ: یافته‌های پژوهش).

## ۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادهای سیاستی

مقاله حاضر به بررسی عوامل تعیین‌کننده جریان‌های بین‌المللی سرمایه با تأکید بر جهانی شدن مالی پرداخته است. برای این منظور از برآوردگر GMM سیستمی دومرحله‌ای استفاده شده و الگو برای کشورهای نوظهور (بازارهای نوظهور بر اساس مطالعات BBVA) طی سال‌های ۱۹۸۵-۲۰۱۳ برآورد شده است. برآوردهای این پژوهش دو یافته مهم را نشان می‌دهد: اول آن که جهانی شدن مالی در کشورهایی که از نهادهای باکیفیت و ثبات سیاسی برخوردارند موجب افزایش جریان‌های سرمایه می‌شود؛ در مقابل، در کشورهایی که نهادهای بی‌کیفیت و عدم ثبات سیاسی دارند، موجب افزایش جریان‌های سرمایه نمی‌شود و یا حتی موجب کاهش جریان‌های سرمایه می‌شود. به‌طور دقیق‌تر، ثبات سیاسی و کیفیت نهادها عاملی کلیدی در نحوه اثرگذاری جهانی شدن مالی بر جریان‌های سرمایه در کشورهای نوظهور به شمار می‌آید. دوم آن که یک سطح آستانه برای کیفیت نهادها و ریسک سیاسی وجود دارد که تا قبل از دستیابی به آن، جهانی شدن مالی موجب کاهش جریان‌های سرمایه می‌شود و با رسیدن کیفیت نهادها به این سطح آستانه‌ای، جهانی شدن مالی موجب افزایش جریان‌های سرمایه می‌شود. نتایج این پژوهش گویای آن است که از میان کشورهای نوظهور، تنها کشورهای مجارستان، جمهوری چک، اسلواکی، شیلی، مالزی، لهستان، بلغارستان، لیتوانی، مکزیک، عمان، استونی و لتونی توانسته‌اند به این سطح آستانه دست یابند.

یافته‌های این پژوهش می‌تواند با برخی پیشنهادهای سیاستی نیز همراه باشد. این یافته‌ها پیشنهاد می‌کنند که لازمه جهانی شدن مالی افزایش کیفیت نهادها و ثبات سیاسی است؛ بنابراین، جهانی شدن مالی تنها در کنار افزایش کیفیت نهادها و ثبات سیاسی است که می‌تواند به جریان‌های سرمایه بیشتر بینجامد. همچنین از آنجا که بر اساس اطلاعات نمونه، ثبات سیاسی در بیشتر کشورهای نوظهور کمتر از حد آستانه است، پیشنهاد می‌شود این کشورها قبل از جهانی شدن مالی، برای بهبود نهادها و ایجاد ثبات سیاسی در کشور خود اقدام کنند.

## منابع

یزدانی، مهدی؛ مارکاری، آرمن. (۱۴۰۰). «تعامل جریان‌های بین‌المللی سرمایه و رشد اقتصادی در کشورهای D8». *اقتصاد مقداری*، ۱۸(۲)، ۱۳-۲۵.

Alfaro, L.; Kalemli-Ozcan, S. & Volosovych, V. (2008). "Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation". *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), 347-368.

Arellano, M. & Bond, S. (1991). "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations". *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.

Arellano, M. & Bover, O. (1995). "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-components Models". *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.

- Asiedu, E. & Lien, D. (2004). "Capital Controls and Foreign Direct Investment". *World Development*, 32(3), 479-490.
- Asiedu, E. & Lien, D. (2011). "Democracy, Foreign Direct Investment and Natural Resources". *Journal of International Economics*, 84(1), 99-111.
- Aslan, N. & Terzi, N. (2008). Capital Flows to Transition Countries under Financial Globalization.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons.
- Bhagwati, J. N. & Srinivasan, T. N. (1978). *Trade Policy and Development* (No. 90). World Bank.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998). "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models". *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Broner, F. & Rigobon, R. (2004). "Why are Capital Flows so much more Volatile in Emerging than in Developed Countries?" Available at SSRN 884381.
- Carp, L. (2014). "Financial Globalization and Capital Flows Volatility Effects on Economic Growth". *Procedia Economics and Finance*, 15, 350-356.
- Cherif, M.; Ben Naceur, S.; Goaid, M. & Kamer, B. (2011). *Does Capital Account Liberalization Spur Economic and Financial Performance? New Investigation for MENA Countries*. FEM33-06. FEMISE.
- Chinn, M. D. & Ito, H. (2006). "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions". *Journal of Development Economics*, 81(1), 163-192.
- Chinn, M. D. & Ito, H. (2008). "A New Measure of Financial Openness". *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3), 309-322.
- Das, D. K. (2006). "Globalization in the World of Finance: An Analytical History". *Global Economy Journal*, 6(1), 1-25.
- De Nicolò, G. & Juvenal, L. (2014). "Financial Integration, Globalization, and Real Activity". *Journal of Financial Stability*, 10, 65-75.
- Elo, K. Z. (2007). *The Effect of Capital Controls on Foreign Direct Investment Decisions under Country Risk with Intangible Assets*, IMF Working Papers, 1-62.
- Evans, M. D. & Hnatkovska, V. V. (2012). "International Capital Flows, Returns and World Financial Integration". *Journal of International Economics*, 92(1), 14-33.
- Fukuyama, F. (1992). *The End of History and the Last Man* (London: Hamish Hamilton, 1992), It is discussed by Derrida in.
- Gammoudi, M. & Cherif, M. (2015). "Capital Account Openness, Political Institutions and FDI in the MENA Region: An Empirical Investigation" (No. 2015-10). Economics Discussion Papers.

Gastanaga, V. M.; Nugent, J. B. & Pashamova, B. (1998). "Host Country Reforms and FDI Inflows: How much Difference do they Make?" *World Development*, 26(7), 1299-1314.

Kaminsky, G. & Schmukler, S. (2003). *Short-run Pain, Long-run Gain: the Effects of Financial Liberalization* (No. w9787). National Bureau of Economic Research.

Krugman, P. (1998). "Saving Asia: it's Time to Get Radical". *Fortune-European Edition*, 138, 26-30.

Kyaw, S. (2003, September). "Foreign Direct Investment to Developing Countries in the Globalised World". In *DSA Conference*.

Lin, G. U. O. (2008). "Capital Flows and the Financial Development: Will the Financial Globalization be a Solution or a Problem for Emerging Countries?" *Universite de Paris I Pantheon Sorbonne*, 5.

Lothian, J. R. (2006). "Institutions, Capital Flows and Financial Integration". *Journal of International Money and Finance*, 25(3), 358-369.

Mishkin, F. (2001). "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries". NBER Working Papers.

Neumann, R. M.; Penl, R. & Tanku, A. (2009). "Volatility of Capital Flows and Financial Liberalization: Do Specific Flows Respond Differently?" *International Review of Economics & Finance*, 18(3), 488-501.

Noy, I. & Vu, T. B. (2007). "Capital Account Liberalization and Foreign Direct Investment". *The North American Journal of Economics and Finance*, 18(2), 175-194.

Obstfeld, M. (1998). *The global capital market: benefactor or menace?* (No. w6559). National Bureau of Economic Research.

Okada, K. (2013). "The Interaction Effects of Financial Openness and Institutions on International Capital Flows". *Journal of Macroeconomics*, 35, 131-143.

Prasad, E.; Rogoff, K.; Wei, S. J. & Kose, M. A. (2005). *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence* (pp. 201-228). Palgrave Macmillan UK.

Rodrik, D. (1998). "Who Needs Capital-account Convertibility?" *Essays in International Finance*, 55-65.

Rodrik, D.; Easterly, W. & Krueger, A. O. (1999, January). "Governing the Global Economy: Does One Architectural Style Fit All?" [With Comments and Discussion]. In *Brookings Trade Forum*, Brookings Institution Press, 105-139.

Shell, H. G. & Zheng, L. (2015). "The Interaction Effects of Globalization and Institutions on International Capital Flows". *International Journal of Economics and Finance*, 7(4), 12.

Stiglitz, J. (1999). "Bleak Growth Prospects for the Developing World". *International Herald Tribune*, 10, 6.

Stulz, R. M. (1999). "Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital". *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), 8-25.

Yazdani, M. & Markari, A. (2021). "Interaction of International Capital Flows and Economic Growth in D8 Countries". *Quarterly Journal of Quantitative Economics*, 18(2), 13-25. [In Persian].