

یکپارچگی مالی و نقش آن در همگرایی درآمد سرانه  
مطالعه موردی: ایران و کشورهای در حال توسعه

منیره رفعت

استادیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

(دریافت: ۱۳۹۶/۳/۱۰ پذیرش: ۱۳۹۶/۶/۲۵)

The Impact of International Financial Integration on Income Convergence in  
Iran and Developing Countries

Monireh Rafat

Assistant Professor, Faculty of Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran

(Received: 1/July/2017 Accepted: 16/Sep/2017)

Abstract:

The widespread progress on capital account liberalization and the massive increase in financial flows across the borders, have stimulated a lively debate on the broad economic effects of financial openness.

This paper contributes to the debate by assessing whether financial openness facilitates per-capita income catching-up across countries in Iran and the developing countries? As the current wave of globalization has generated widespread interest among national policymakers on the factors and policies that best promote economic integration, the paper provides empirical evidence on whether financial openness should be included among such policies by focusing on the dimensions that most critically characterize the process of economic integration, namely income convergence? The key results of the analysis can be summarized as follows: Financial openness, financial integration and internal financial development, significantly facilitates per-capita income catching-up, but the role of internal financial development are more than two other variables.

**Keywords:** Financial Integration, Financial Openness, Income Convergence.

**JEL:** F10, F30, F40.

چکیده:

یکپارچگی مالی از طریق افزایش سطح سرمایه‌گذاری در کشورها می‌تواند اثرات مثبت فراوانی بر متغیرهای کلان اقتصادی از جمله اشتغال، رشد اقتصادی، افزایش حجم مبادلات بین‌المللی و در نهایت افزایش درآمد سرانه کشورها داشته باشند. این مطالعه به بررسی این مسئله می‌پردازد که آیا یکپارچگی مالی و بازبودن بازارهای مالی در ایران و کشورهای در حال توسعه می‌تواند بر فرایند همگرایی درآمدی مؤثر باشد و آیا سیاست‌های بازبودن، یکپارچگی و به دنبال آن ادغام مالی می‌تواند جزء سیاست‌هایی باشد که لازم است این کشورها برای فرایند ادغام اقتصادی خود اتخاذ نمایند؟

نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که بازبودن مالی، یکپارچگی مالی و توسعه مالی داخلی، به طور معنی‌داری باعث تسهیل در همگرایی درآمدی بین ایران و شرکای تجاری‌اش در کشورهای در حال توسعه با درآمد متوسط به بالا می‌گردد اما نقش توسعه بازارهای مالی داخلی بیش از دو متغیر دیگر است.

**واژه‌های کلیدی:** یکپارچگی مالی، بازبودن مالی، همگرایی درآمد سرانه.

طبقه‌بندی JEL: F10, F30, F40.

## ۱- مقدمه

پیشرفت‌های گسترده در آزادسازی حساب سرمایه، افزایش فراوان در جریان‌های مالی بین کشورها و بحران‌های مالی که از دهه ۹۰ میلادی تاکنون در اقتصاد جهانی در حال ظهور بوده‌اند، نشان دهنده اثرات گسترده اقتصادی ناشی از بازبودن و ادغام جریان‌های مالی هستند (دهقان شبانی، ۱۳۹۶: ۸۱؛ پورشهبابی و اسفندیاری، ۱۳۹۶: ۱۱۳).

این مقاله درصدد بررسی اثر یکپارچگی مالی و بازبودن مالی بر ارتقاء سطح درآمد سرانه ایران و کشورهای شریک تجاری‌اش در گروه کشورهای با درآمد متوسط به بالاست.

یکپارچگی‌های مالی از طریق افزایش سطح سرمایه‌گذاری در کشورها می‌تواند اثرات مثبت فراوانی بر متغیرهای کلان اقتصادی از جمله اشتغال، رشد اقتصادی، افزایش حجم مبادلات بین‌المللی و در نهایت افزایش درآمد سرانه کشورها داشته باشند. همچنین موج جهانی شدن اقتصاد باعث ایجاد علاقه‌ای گسترده در میان سیاست‌گذاران کشورها گردیده تا سیاست‌هایی را اتخاذ نمایند که ادغام‌های اقتصادی را ترویج دهند. این مطالعه به بررسی این مسئله می‌پردازد که آیا یکپارچگی مالی و بازبودن بازارهای مالی می‌تواند بر فرایند همگرایی درآمدی کشورهای مورد مطالعه مؤثر باشد؟

چند ویژگی این مقاله را از سایر مطالعات گذشته متمایز می‌سازد: اول اینکه مفهوم بازبودن مالی از مفهوم یکپارچگی مالی تفکیک شده است. بازبودن مالی فرایندی است که در آن محدودیت‌های قانونی و اداری روی تحرک سرمایه لغو می‌شود، بنابراین شرایط لازم برای یکپارچگی سیستم مالی در بازارهای جهانی را ایجاد می‌نماید. پس بازبودن مالی برای دستیابی به ادغام مالی بین‌المللی ضروری است. اما یکپارچگی مالی بین‌المللی لزوماً ایجاد کننده بازبودن مالی نیست. بنابراین برای اندازه‌گیری از متغیرهای متفاوتی استفاده می‌شود: بازبودن مالی از طریق شاخص محدودیت‌های حساب‌های مالی محاسبه می‌شود، در حالی که یکپارچگی مالی از طریق جریان سرمایه مبتنی بر پایه نقدینگی یا بر پایه پورتفولیو حساب می‌شود.

همچنین علی‌رغم مطالعات قبلی که از طریق رشد اقتصادی به بررسی اثر یکپارچگی مالی بر عملکرد اقتصاد پرداخته‌اند، در این مطالعه به طور مستقیم اثر بازبودن و یکپارچگی مالی بر همگرایی درآمدی بین کشورها بررسی و تحلیل می‌گردد.

در بخش دوم مقاله، به اختصار نظریه‌های تئوریک رابطه

بین یکپارچگی مالی و بازبودن مالی با همگرایی درآمدی بررسی می‌شود. بخش سوم به متدولوژی پژوهش، پایه‌ریزی الگو و معرفی متغیرهای به کار رفته در آن اختصاص دارد. در بخش چهارم نیز نتایج حاصل از برآورد الگو مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

## ۲- مروری بر ادبیات موضوع

در این مقاله اثر یکپارچگی مالی بر همگرایی درآمد سرانه بررسی می‌شود.

## ۲-۱- یکپارچگی مالی و همگرایی درآمد سرانه

آزادسازی حساب سرمایه که موجب افزایش جریان سرمایه‌گذاری از خارج از کشور به داخل می‌شود، اثرات فراوانی بر اقتصاد داخلی دارد. در این قسمت از مقاله به بررسی برخی از آثار یکپارچگی و بازبودن مالی بر توزیع درآمد و به ویژه همگرایی سطح درآمد سرانه بین کشورها پرداخته می‌شود. این اثرات به صورت مستقیم و غیرمستقیم و با واسطه سایر متغیرها قابل بررسی هستند.

برخی از اقتصاددانان مانند هرزبرگ و واتسون<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) و اگیون و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) معتقدند که اصلاحات مالی (که پیش زمینه ادغام مالی و بازبودن مالی هستند) به وسیله جریان‌های بین‌المللی سرمایه و انتقال فناوری می‌تواند بر همگرایی درآمدی بین کشورها اثر بگذارد (ترکی و همکاران، ۱۳۸۹: ۷۱).

تئوری‌های رشد اقتصادی ارتباط منطقی بین یکپارچگی مالی و درآمد سرانه را به خوبی بیان می‌نمایند. در مدل رشد درون‌زا و مدل رشد نئوکلاسیکی، درآمد سرانه در زمان  $t$  وابسته به تکنولوژی و نرخ انباشت عوامل تولید (کار، سرمایه فیزیکی و سرمایه انسانی) است (من کیو و همکاران، ۱۹۹۲: ۴۱۰). بازبودن مالی روی این عوامل تعیین کننده مؤثر است: آزادسازی حساب سرمایه می‌تواند موجب ایجاد سرریزهای تکنولوژیکی شده که این سرریزها ناشی از انتقال مهارت و افزایش رقابت در تولیدات داخلی است.

همچنین بازبودن مالی این امکان را برای سرمایه‌گذاران داخلی فراهم می‌نماید تا از طریق سهام شدن سرمایه‌گذاران خارجی در سرمایه‌گذاری در طرح‌ها و پروژه‌های داخلی علاوه

1. Herzberg & Watson (2007)

2. Aghion et al. (2004)

3. Mankiw et al. (1992)

شکاف درآمد سرانه کشور با شرکایی که درجه یکپارچگی مالی بیشتری داشته‌اند، گسترده‌تر می‌گردد. به این معنا که در یک درجه معین یکپارچگی مالی شریک تجاری، اگر درجه یکپارچگی مالی کشور پایین‌تر باشد، شکاف درآمدی بین شریک تجاری و کشور بزرگ‌تر خواهد شد. هر چند این پیش‌بینی قطعی نیست و برخی مطالعات نشان دهنده اثرات مثبت محدودیت در یکپارچگی مالی بر گسترش سطح درآمد کشورها بوده است (کارمیگنانی و چوهاری<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷: ۳).

اگر نهادهای مالی داخلی ضعیف باشند، افزایش یکپارچگی مالی باعث سرازیر شدن سرمایه‌ها به کشور می‌شود. با این کار سرمایه‌گذاری افزایش یافته و به دنبال خود باعث رشد اقتصادی در آینده می‌شود. از آنجایی که حساب سرمایه کانالی برای سرایت بحران مالی است، آزادسازی در این حساب باعث می‌شود کشور در برابر حملات سوداگران آسیب پذیر شود. توقف ناگهانی و برگشت سرمایه به نوبه خود منجر به کاهش شدید تولید و سطح ستاده می‌شود. همچنین تحریف در محدودیت‌های تجاری می‌تواند موجب ناکارایی در تخصیص منابع و دور شدن کشورها از فعالیت در زمینه‌هایی که در آن مزیت رقابتی دارد، شود. این مسائل نشان می‌دهد که یکپارچگی مالی می‌تواند اثرات معکوسی نیز بر سطح درآمد سرانه داشته باشد (بوید و اسمیت<sup>۳</sup>، ۱۹۹۲: ۴۱۹).

## ۲-۲- پیشینه پژوهش

علی‌رغم تنوع مطالعات روی مقوله تأثیرات بازارهای مالی بر رشد و توسعه اقتصادی، در زمینه ارتباط یکپارچگی‌های مالی و حتی بازبودن مالی و همچنین ارتباط با همگرایی درآمد مطالعات بسیار اندک است، به همین دلیل در این قسمت به معرفی مطالعاتی که تا حدودی به بحث این مقاله مرتبط می‌شوند، پرداخته می‌شود.

### الف- مطالعات داخلی

در جدول ۱ خلاصه‌ای از برخی مطالعات داخلی که تا حدودی با موضوع این مقاله مرتبط هستند گردآوری شده است.

بر سهیم شدن در سرمایه در ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری نیز سهیم شده و به این طریق سهم ریسک سرمایه‌گذاری داخلی کاهش یابد. به دنبال کاهش سهم ریسک سرمایه‌گذاران داخلی، هزینه تأمین سرمایه برای سرمایه‌گذاران داخلی کاهش می‌یابد و سطح سرمایه‌گذاری و نرخ انباشت سرمایه در کشور بالا می‌رود. به عبارت دیگر، سهم ریسک مناسب‌تر، این فرصت را برای کشورها ایجاد می‌کند که به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پرخطرتر که البته بازدهی بالاتری نیز دارند بپردازند. بر اساس نظر هنری<sup>۱</sup>، هنگامی که کشورها در بازارهای مالی بین‌المللی ادغام می‌شوند، هزینه سرمایه شرکت‌های صنعتی در این کشورها کاهش می‌یابد. این اثر بر دو پایه تئوریک استوار است: ابتدا سرمایه‌گذاران می‌توانند تنوع دارایی‌های خود را با سرمایه‌گذاری در دیگر کشورها افزایش دهند و ریسک سرمایه‌گذاری روی سهام شرکت‌های داخلی را کاهش دهند و دوم اینکه شرکت‌ها پس از یکپارچگی مالی بجای استفاده از وام‌های داخلی، از وام‌های بین‌المللی با کمترین میزان بهره استفاده می‌کنند و به نرخ‌های بهره پایین‌تر بین‌المللی رو می‌آورند که این موضوع نیز هزینه سرمایه شرکت را کاهش می‌دهد (هنری، ۲۰۰۳: ۳۱۲).

از طرفی، آزادسازی حساب سرمایه، دولت‌ها را به انضباط مالی و نظم در اقتصاد کلان رهنمون می‌سازد. این مسئله باعث کاهش ناطمینانی اقتصادی می‌گردد و به دنبال آن سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت‌تر ترغیب شده و انباشت بیشتری از عوامل تولید ایجاد می‌گردد. بازکردن بازار سرمایه به جهان خارج و کاهش محدودیت‌های ورود سرمایه‌گذاران خارجی منجر به افزایش سرمایه و کاهش سطح بدهی کشورها شده و به دنبال خود زمینه‌ساز همگرایی اقتصادی کشورها می‌گردد. بر اساس مدل سولو، تا زمانی که کشورها نرخ‌های متفاوتی از پس‌انداز و رشد جمعیت دارند نباید انتظار همگرایی درآمدی بین آنها داشت و یکپارچگی‌های مالی همراه با حرکت آزاد سرمایه، می‌تواند با افزایش بازگشت جریان سرمایه به کشورها موجب افزایش نرخ پس‌انداز داخلی و در نهایت افزایش سرعت همگرایی گردد (من کیو و همکاران، ۱۹۹۲: ۴۱۲). اگر کشور محدودیت حساب سرمایه را به حداکثر برساند و درجه یکپارچگی مالی بین‌المللی را محدود نماید،

2. Carmignani & Chowdhury (2007)

3. Boyd & Smith (1992)

1. Henry (2003)

نکرده‌اند.		
نشان دادند که یکپارچگی‌های مالی در مرحله اول می‌توانند منجر به رشد اقتصادی بالاتر و به موجب آن رشد درآمد سرانه کشورها شوند ولی با تشدید فرایند ادغام و حرکت به سمت جهانی شدن مالی جریان سرمایه از کشورهای ثروتمند به سمت کشورهای فقیر متوقف می‌شود.	۲۰۰۷	اسکلاریچ و استیگر <sup>۳</sup>
نشان دادند که اقتصادهای بازتر مالی در اتحادیه اروپا همگرایی درآمدی بالاتری دارند.	۲۰۰۷	کارمیگناتی و چوهاری
نشان دادند در اتحادیه اروپا با افزایش یکپارچگی مالی، همگرایی درآمدی شتاب بیشتری داشته است.	۲۰۰۹	آبیاد و همکاران <sup>۴</sup>
با به کارگیری روش دید <sup>۵</sup> در داده‌های تابلویی به این نتیجه دست یافت که رابطه مثبتی بین آزادسازی مالی و همگرایی درآمدی وجود دارد.	۲۰۰۹	طیبی
نشان دادند که در بین کشورهای کم‌تر توسعه یافته مالی باز دارند کشورهای سرمایه بیشتری را تجربه کرده‌اند و این مسئله در بلندمدت موجب همگرایی بیشتر کشورها به ویژه در سطح درآمد سرانه می‌شود.	۲۰۱۳	رینه‌هارت و همکاران <sup>۶</sup>
بیان کردند که آزادی جریان سرمایه در اتحادیه اروپا که ناشی از ادغام‌های مالی است منجر به همگرایی درآمدی در این کشورها شده است.	۲۰۱۴	میرون و همکاران <sup>۷</sup>
پیش‌بینی نویسندگان مقاله این است که در سال‌های آینده یکپارچگی‌ها در آسه آن به ویژه یکپارچگی مالی، از سرعت بیشتری برخوردار خواهد شد. این یکپارچگی مالی می‌تواند کمک شایانی به افزایش واقعی درآمدها و سرعت بخشیدن به همگرایی واقعی بین کشورهای عضو نماید.	۲۰۱۵	المیکیندرز و همکاران <sup>۸</sup>
به بررسی اثر توسعه مالی و بازبودن تجاری بر همگرایی درآمدی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که توسعه مالی فقط در کشورهای نیمه پیشرفته عاملی برای همگرایی درآمدی است.	۲۰۱۵	رنجبر و علمی

مأخذ: یافته‌های محقق

3. Schularick & Steger (2007)
4. Abiad et al. (2009)
5. Difference In Differences (DID)
6. Reinhardt et al. (2013)
7. Miron et al. (2014)
8. Almekinders et al. (2015)

جدول ۱. خلاصه از مطالعات داخلی پیرامون موضوع پژوهش

نام محقق	سال	شرح تحقیق
ابریشمی و همکاران	۱۳۸۸	در مقاله‌ای به بررسی اثرات یکپارچگی مالی بر نوسانات کلان اقتصادی در گروهی از کشورهای در حال توسعه صادر کننده نفت می‌پردازد. مقاله نتیجه‌گیری می‌کند یکپارچگی مالی عامل مؤثری در به وجود آوردن نوسانات اقتصادی نبوده است.
ترکی و همکاران	۱۳۸۹	اثر اصلاحات مالی را بر رشد اقتصادی و همگرایی درآمدی بررسی کرده و نشان دادند که اصلاحات مالی دارای تأثیر مستقیم بر رشد اقتصادی کشورها است.
طیبی و همکاران	۱۳۹۰	نشان دادند که اثر بازبودن تجاری بر توسعه مالی معنادار است و در مورد اثر درجه بازبودن مالی، هرچه سهم اعتبارات بخش خصوصی و بانکداری در تولید ناخالص داخلی بالاتر رود، توسعه مالی را به طور معنی‌داری ارتقاء می‌بخشد.
حسینی و خزاعی	۱۳۹۳	به بررسی نقش توسعه مالی بر توزیع درآمد و فقر در کشورهای عضو آکو پرداختند و نشان دادند که توسعه مالی در این کشورها نقشی در افزایش میزان منابع مالی خانوارها نداشته است.
طیبی و همکاران	۱۳۹۳	به بررسی اثر آزادسازی مالی بر نوسانات رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه پرداخته‌اند و دریافتند که آزادسازی مالی باعث کاهش نوسان رشد اقتصادی در کشورهای منتخب شده است.
صادقی	۱۳۹۳	اثر یکپارچگی تجاری و مالی را بر همزمانی ادوار تجاری اعضای آکو بررسی نموده و نشان داده است که تشابه ساختار اقتصادی سبب تقویت هم زمانی ادوار تجاری در آکو می‌شود.

مأخذ: یافته‌های محقق

ب- مطالعات خارجی

در جدول ۲ خلاصه‌ای از مطالعات انجام شده خارجی در این زمینه ارائه شده است.

جدول ۲. خلاصه از مطالعات خارجی پیرامون موضوع پژوهش

نام محقق	سال	شرح تحقیق
بکرت و همکاران <sup>۱</sup>	۲۰۰۵	دریافتند که به دنبال باز شدن بازارهای مالی، کشورها سریعاً افزایش قابل ملاحظه‌ای در رشد درآمد سرانه خود تجربه نموده‌اند.
ادیسون و همکاران <sup>۲</sup>	۲۰۰۵	هیچ گونه مدرک مستدلی دال بر افزایش همگرایی درآمدی بین کشورها که منتج از بازبودن یا یکپارچگی مالی آنها باشد پیدا

1. Bekaert et al. (2005)
2. Edison et al. (2005)

### ۳- روش تحقیق

نظرات متفاوتی بین اندیشمندان اقتصادی در خصوص اثرات مثبت یا منفی یکپارچگی مالی بر همگرایی درآمد وجود دارد و به عبارتی به طور قطع و یقین در مورد ارتباط نظری این دو متغیر نمی‌توان اظهار نظر کرد. در جدول پیوست سایر نظریات تئوریک گردآوری شده است. در این مطالعه الگوی نظری ارتباط یکپارچگی مالی (و بازبودن مالی) و همگرایی درآمدی بر اساس دیدگاه نئوکلاسیکی پایه‌ریزی شده است.

برای نشان دادن بحث همگرایی نئوکلاسیکی از تابع کاب داگلاس به شکل زیر استفاده می‌شود:

$$Y(t) = k(t)^a A(t) L(t)^{1-a} \quad (1)$$

همچنین نیروی کار با نرخ برون‌زای  $n$  در حال رشد است:

$$L(t) = L(0)e^{nt} \quad (2)$$

حال اگر  $y$  و  $k$  مقادیر سرانه تولید و سرمایه باشد:

$$y(t) = A(t)k(t)^a \quad (3)$$

با گرفتن لگاریتم از طرفین رابطه و سپس مشتق‌گیری از عبارت رابطه زیر به دست می‌آید:

$$\frac{\dot{y}}{y} = \frac{d(\log y(t))}{dt} = g_y = g_A(t) + a g_k(t) \quad (4)$$

از طرفی، اگر فرض شود که در تعادل پس‌انداز و سرمایه‌گذاری با هم برابر است و پس‌انداز نسبت ثابتی ( $s$ ) از تولید است:

$$g_k(t) = s k(t)^{a-1} - (n + g_A(t) + \delta) \quad (5)$$

که در آن  $\delta$  نرخ استهلاک سرمایه است. در نهایت شرط تعادل به شکل زیر معرفی می‌شود که از آن شرط تعادلی سرمایه سرانه قابل استخراج است:

$$g_k(t) = 0 \Rightarrow k^* = \left( \frac{s}{n + g_A + \delta} \right)^{\frac{1}{1-a}} \quad (6)$$

نتایج تئوری همگرایی در این رابطه مشاهده می‌شود. در اقتصاد با مقادیر یکسان از پارامترهای  $n$  و  $\delta$  و  $s$  که به تکنولوژی یکسانی دسترسی دارند، حتی با سطوح اولیه انباشت سرمایه متفاوت به سطح یکسانی از سرمایه سرانه مؤثر و در نتیجه سطح یکسانی از تولید سرانه مؤثر دست خواهند یافت. بنابراین وجود یک نظام مالی کارا می‌تواند با آزادی جریان

سرمایه و انتقال تکنولوژی وضعیت مشابهی را برای اقتصادهای مختلف به وجود آورد و باعث شود که اختلاف در درآمدهای سرانه بین کشورها کاهش یابد و در نهایت همگرایی درآمدی بین کشورهای مورد نظر کامل شود (ترکی و همکاران، ۱۳۸۹: ۷۹). بر اساس مطالعات تجربی قبلی معادله همگرایی درآمدی با متغیرهای توضیحی نرخ انباشت نیروی کار، انباشت سرمایه و انباشت سرمایه انسانی طراحی و جهت دستیابی به هدف اصلی مقاله متغیر یکپارچگی مالی (و بازبودن مالی) نیز به عنوان متغیر توضیحی به معادله اضافه گردید. مدل سازی و روش برآورد به شرح زیر است:

$$y_{it} = f(x_{1it}, x_{2it}, \dots, x_{kit}, z_{it}) \quad (7)$$

که در آن لگاریتم درآمد سرانه  $y$  در کشور  $i$  در زمان  $t$  تابعی از  $k$  متغیر به اضافه درجه یکپارچگی مالی ( $z$ ) است و اندیس  $j$  به کشور شریک تجاری اشاره دارد. در این صورت شکاف درآمدی بین دو کشور  $i$  و  $j$  به صورت زیر بیان می‌شود:

$$y_{jt} - y_{it} = f((x_{1jt} - x_{1it}), (x_{2jt} - x_{2it}), \dots) \quad (8)$$

برای تخمین معادله (۸)، تابع لگاریتمی کاب داگلاس به عنوان تابع تولید در نظر گرفته می‌شود:

نرخ انباشت نیروی کار ( $n$ ) و نرخ انباشت سرمایه ( $k$ )، انباشت سرمایه انسانی ( $h$ ) و  $c$  جزء ثابت مدل است:

$$dy_t = \alpha_0 + \alpha_1 dn_t + \alpha_2 dh_t + \alpha_3 dk_t + \alpha_4 dz_t + \epsilon_t \quad (9)$$

که در آن  $d$  به اختلاف متغیرها بین دو کشور اشاره دارد.

$\epsilon_t \cdot \alpha_0 = c_j - c_i$  شرایط توزیع تصادفی را دارد. اگر  $\alpha_4 > 0$  باشد، کشور  $i$  از نظر شرایط یکپارچگی مالی بعد از  $j$  قرار گرفته است و این مسئله بدان معنی است که برای کاهش بیشتری می‌شود. این مسئله بدان معنی است که برای کاهش شکاف درآمدی، کشور  $i$  باید درجه یکپارچگی مالی خود را بالاتر از درجه یکپارچگی مالی  $j$  ببرد. نقش یکپارچگی مالی در روند همگرایی درآمدی سرانه از طریق آزمون فرضیه  $H_0: \alpha_4 = 0$  بررسی می‌شود.

در معادله (۹) باید دو نکته را در نظر گرفت: اول، باید مفهوم یکپارچگی مالی از توسعه مالی داخلی تفکیک شود. جهت انجام این هدف، جزء  $dqt$  باید به معادله ۹ اضافه شود.  $dqt$  پروکسی یا جایگزینی از عمق واسطه‌های مالی داخلی است.

دوم اینکه برخی از مدل‌های تئوریک پیش‌بینی کرده‌اند که یکپارچگی مالی بر همگرایی درآمد سرانه مؤثر است زیرا

۱. برای مطالعه بیشتر مراجعه شود به ترکی و همکاران (۱۳۸۹)

۴-۲- معرفی متغیرهای الگو

کلیه آمارها از سایت بانک جهانی WDI و بخش آمار مالی صندوق بین‌المللی پول (IFS) به دست آمده است. در جدول ۳ توضیحات مربوط به متغیرها آمده است. نماد d کنار هر متغیری که قرار گیرد، به اختلاف میزان آن متغیر در کشور i و میانگین آن متغیر در بین کلیه کشورهای مورد مطالعه است.

جدول ۳. معرفی متغیرها

نماد	متغیر	توضیحات
n	نرخ انباشت نیروی کار	از نرخ زاد و ولد کشورها به عنوان نرخ انباشت کار استفاده می‌شود.
h	انباشت سرمایه انسانی	نرخ ثبت نام در مقطع متوسطه به عنوان جایگزینی برای این متغیر به کار رفته است.
k	سهم سرمایه‌گذاری در gdp	جایگزین متغیر نرخ انباشت سرمایه است.
q	توسعه مالی داخلی	بر اساس رابطه زیر محاسبه شده است $\frac{M_2 - M_1}{M_1}$ که در آن $M_1$ حجم پول و $M_2$ حجم نقدینگی است.
z	یکپارچگی مالی - بازبودن مالی	توضیحات مربوطه در قسمت ۴-۱ ارائه شد.
dy	همگرایی درآمندی	همگرایی درآمد سرانه برای کشورها (i)، در مقابل میانگین کل گروه کشورها (j)، مورد تخمین قرار می‌گیرد. در حقیقت میانگین گروه به عنوان کشور شریک در نظر گرفته می‌شود
P1	کل دارایی خارجی	بر اساس رابطه زیر محاسبه شده است $\frac{\text{ذخیره بدهی خارجی} + \text{ذخیره دارایی خارجی}}{\text{تولید ناخالص داخلی}}$
P2	حجم نقدینگی	بر اساس رابطه زیر محاسبه شده است $\frac{\text{مجموع ذخیره دارایی و بدهی سرمایه‌گذاری خارجی و پورتنوی}}{\text{تولید ناخالص داخلی}}$

مأخذ: یافته‌های محقق

۴-۳- جامعه آماری

در این مقاله، کشورهای با درآمد متوسط به بالا انتخاب شدند که به دلیل محدودیت‌های آماری متغیرهای مورد استفاده در زمینه موضوع پژوهش، در نهایت ۲۲ کشور از میان کشورهای با درآمد متوسط به بالا و در دوره زمانی ۲۰۱۵-۱۹۹۹ انتخاب گردید که شامل کشورهای زیر می‌باشد:

آرژانتین، آذربایجان، بلاروس، قزاقستان، برزیل، بلغارستان،

یکپارچگی مالی مستقیماً روی انباشت سرمایه فیزیکی مؤثر است پس جزء dkt ممکن است باعث تورش (به سمت پایین تخمین خوردن)  $\alpha_4$  شود و این پیامد را داشته باشد که یکپارچگی مالی در حالی که متغیری مؤثر در معادله بوده است، از نظر آماری ضریب معنی‌داری را ایجاد ننماید. به همین دلیل معادله ۹ هم بدون dkt و هم با لحاظ کردن آن تخمین زده می‌شود و فرضیه  $H_0: \alpha_4 = 0$  در هر دو مورد آزمون می‌شود.

۴-۴- معرفی داده‌ها و روش تخمین

۴-۱- تعریف تجربی بازبودن مالی و یکپارچگی مالی بین‌المللی

جهت تخمین معادله ۹ متغیر یکپارچگی باید تعریف گردد. برآورد معادلات، متغیر Z یک‌بار بیانگر متغیر یکپارچگی مالی و بار دیگر به عنوان متغیر بازبودن مالی در نظر گرفته می‌شود. بازبودن مالی هنگامی وجود دارد که کشور حرکت سرمایه را بین مرزها محدود نکرده باشد. به این ترتیب در این مطالعه از شاخص آزادی حساب سرمایه که توسط صندوق بین‌المللی پول منتشر می‌شود استفاده می‌گردد و بر اساس مطالعه چین و ایتو<sup>۱</sup> (۲۰۰۵)، برای این متغیر از چهار متغیر دامی نیز استفاده می‌گردد:

F1: ارزش یک می‌گیرد در حالتی که کشور نرخ ارز چندگانه نداشته باشد.

F2: ارزش یک می‌گیرد اگر نقل و انتقال حساب جاری محدود نباشد.

F3: ارزش یک می‌گیرد اگر نقل و انتقال سرمایه محدود نباشد.

F4: ارزش یک می‌گیرد اگر نیاز به کنترل روی پروسه صادرات نباشد.

متغیر Z در حالت بازبودن مالی، برای هر کشور مجموع امتیازی است که از این چهار متغیر دریافت می‌نماید.

متغیر Z در حالت یکپارچگی مالی، بر اساس مطالعه لین<sup>۲</sup> و ملیس فریتو (۲۰۰۳) به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$P_1 = \frac{\text{ذخیره بدهی خارجی} + \text{ذخیره دارایی خارجی}}{\text{تولید ناخالص داخلی}}$$

$$P_2 = \frac{\text{مجموع ذخیره دارایی و بدهی سرمایه‌گذاری خارجی و پورتنوی}}{\text{تولید ناخالص داخلی}}$$

بنابراین  $P_1$  کل دارایی خارجی و  $P_2$  حجم نقدینگی را اندازه می‌گیرد.

1. Chinn & Ito (2005)
2. Lane & Milesi-Ferretti (2003)

است که در تمامی الگوهای این مطالعه روش داده‌های تابلویی نسبت به داده‌های تلفیقی روش مناسب‌تری است.

#### – آماره هاسمن H:

بعد از انتخاب روش داده‌های تابلویی تست هاسمن تعیین کننده مناسب بودن روش اثرات ثابت نسبت به اثرات تصادفی است. با توجه به اینکه احتمال به دست آمده کمتر از ۰/۰۵ است روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود.

#### – آزمون ناهمسانی واریانس<sup>۴</sup>

برای آزمون همسانی واریانس اجزاء اخلاص مقاطع در مورد داده‌های تابلویی با روش اثرات ثابت، از آزمون والد تعدیل شده استفاده شد<sup>۵</sup>. فرضیه صفر همسانی واریانس و  $H_1$  فرضیه مخالف (ناهمسانی واریانس) است. با توجه به آماره کای دوی به دست آمده که در جدول ۵ گزارش شده است مشخص گردید که الگوها مشکل همسانی واریانس ندارند.

#### – آزمون ولدریج:

جهت بررسی مشکل خودهمبستگی در الگوها از آزمون ولدریج استفاده می‌شود<sup>۶</sup>. فرضیه صفر این آزمون مبنی بر عدم خودهمبستگی بین متغیر وابسته و توضیحی است که در الگوهای مورد مطالعه و با توجه به آماره گزارش شده در جدول ۵ مشخص گردید که این فرضیه رد نمی‌شود.

#### ۶- تخمین مدل و تحلیل نتایج

الگوی معرفی شده در رابطه ۹، پس از بررسی آزمون‌های معرفی شده، با استفاده از روش الگوی اثر ثابت برآورد گردید. نتایج حاصل از برآورد رابطه ۹ در جدول ۵ قابل ملاحظه است. در این جدول نتایج حاصل از برآورد ۴ الگو خلاصه شده است. متغیر وابسته تمام الگوها متغیر همگرایی درآمد سرانه ( $dy$ ) است که نشان دهنده اختلاف درآمد سرانه کشور  $i$  با میانگین درآمد سرانه کل کشورهای مورد مطالعه است. متغیرهای توضیحی شکاف در نرخ سرمایه انسانی ( $dh$ )، شکاف در نرخ زاد و ولد ( $dn$ ) و شکاف در توسعه مالی داخلی ( $dq$ ) در تمامی الگوها قرار دارند و هر یک نشان دهنده اختلاف مقدار متغیر در کشور  $i$  با میانگین همان متغیر در گروه کشورهای مورد مطالعه هستند. در الگوی ۱ و ۴ متغیر توضیحی شکاف در بازبودن مالی ( $dZ$ )، در الگوهای ۲ و ۳ متغیر توضیحی شکاف در

ترکیه، ترکمنستان، چین، کلمبیا، مجارستان، ایران، اردن، لبنان، مالزی، مکزیک، پرو، رومانی، آفریقای جنوبی، تایلند، مراکش و ونزوئلا.

#### ۵- آزمون‌های تشخیصی

ابتدا مانایی متغیرهای مورد استفاده در برآورد داده‌های تابلویی، مورد ارزیابی قرار گرفت. بررسی مقادیر آماره‌های محاسبه شده و احتمال پذیرش آنها نشان داد که همه متغیرها در سطح مانا نیستند، از این رو ضروری است که برای اطمینان از جعلی نبودن رگرسیون و قابلیت اطمینان به برآورد به دست آمده از پارامترها، آزمون هم‌جمعی برای معادلات برآورد شده انجام گیرد.

#### – آزمون هم‌جمعی<sup>۱</sup>

در این مطالعه برای بررسی هم‌جمعی بین متغیرهای پژوهش، از آزمون کائو<sup>۲</sup> استفاده شد. نتایج آزمون هم‌جمعی به ترتیب معادلات برآورد شده در جدول ۴ آمده است.

#### جدول ۴. آزمون هم‌جمعی

الگوی	آماره t	احتمال
الگوی ۱	۳/۳۴	۰/۰۰۱
الگوی ۲	۳/۱۴	۰/۰۰۱
الگوی ۳	۳/۰۲	۰/۰۰۱
الگوی ۴	۳/۷۸	۰/۰۰۰

مأخذ: خروجی نرم‌افزار

فرضیه صفر آزمون کائو نشان‌دهنده عدم وجود هم‌جمعی بین متغیرها و فرضیه مقابل نشان‌دهنده وجود هم‌جمعی بین متغیرها در تمامی مقاطع است. با توجه به مقدار آماره  $t$  و احتمال حاصل از آزمون کائو فرضیه صفر آزمون رد می‌شود و فرضیه مقابل پذیرفته می‌شود. از این رو متغیرهای موجود به شیوه تصریح شده در معادله با هم ارتباط بلندمدت داشته و هم‌جمع هستند. در نتیجه می‌توان گفت که معادله برآورد شده جعلی نبوده و رگرسیون برآوردی کاذب نیست، پس قابل اطمینان است.

#### – آزمون F لیمر:

برای تعیین نوع برآورد از طریق روش داده‌های تلفیقی و داده‌های تابلویی آزمون FLeamer و جهت تعیین برآورد الگو به وسیله روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن<sup>۳</sup> استفاده می‌شود. آماره F گزارش شده در جدول ۵، بیانگر این

4. Heteroskedasticity

۵. این آزمون با دستور xttest3 صورت پذیرفت.

۶. این آزمون با دستور xtserial صورت پذیرفت.

1. Cointegration  
2. Kao  
3. Hausman Test

الگوی ۱، نتایج حاصل از برآورد الگو بدون در نظر گرفتن متغیر  $dk$  (نرخ شکاف سرمایه‌گذاری داخلی) را نشان می‌دهد. ضریب به دست آمده برای متغیر بازبودن مالی ( $dz$ )، مثبت و معنی‌دار (در سطح اهمیت ۹۵ درصد) است. همان گونه که در توضیح رابطه ۹ ذکر شد، اگر کشور  $i$  از نظر شرایط بازبودن در رتبه قبل از کشور  $j$  قرار گرفته باشد، درجه ادغام یا یکپارچگی بیشتری نسبت به کشور  $j$  دارد و به متغیر  $dz$  عدد بزرگ‌تری تعلق می‌گیرد. وقتی ضریب متغیر  $dz$  در الگو مثبت و معنی‌دار باشد یعنی این متغیر باعث شکاف درآمدی کمتری بین کشورها شده است. به عبارتی برای کاهش شکاف درآمدی، کشور  $i$  باید درجه یکپارچگی مالی خود را بالاتر از درجه یکپارچگی مالی  $j$  ببرد. بنابراین نتیجه به دست آمده از تخمین نشان می‌دهد که در کشورهای مورد مطالعه هرچه کشور درجه بازبودن مالی بالاتری نسبت به شرکای خود داشته باشد، شکاف درآمدی کمتری نسبت به میانگین شکاف درآمدی شرکا خواهد داشت. نتیجه حاصل با انتظارات تئوریک مطابقت دارد. به اعتقاد کوز و همکاران<sup>۲</sup> تحرک سرمایه، بهره‌وری را در کشورها افزایش می‌دهد و به دنبال ارتقا بهره‌وری سطح درآمد سرانه در بلندمدت برای کشورهای فقیرتر افزایش خواهد یافت. به دنبال افزایش سطح درآمد سرانه کشورهای فقیر، شکاف درآمدی بین آنها و کشورهای ثروتمندتر به مرور زمان کاهش خواهد یافت. ضریب متغیر نرخ انباشت سرمایه انسانی ( $dh$ )، مثبت و معادل ۰/۰۳۱ است. پس می‌توان گفت کاهش شکاف در نرخ سرمایه انسانی بین کشورها نیز به بهبود وضعیت شکاف درآمدی آنها کمک می‌نماید. در مورد ارتباط تحصیلات و توزیع درآمد نیز نظریات متعددی تأثیر نیروی کار ماهر و با دانش روز را بر توزیع درآمد مورد بحث قرار داده‌اند، به این صورت که افزایش مهارت نیروی کار در فرایند یکپارچگی‌ها به بهبود توزیع درآمد کمک می‌کند. طبق انتظارات تئوریک افزایش در سرمایه انسانی به بهبود وضعیت توزیع درآمد می‌انجامد. نتیجه به دست آمده با مطالعات انجام شده توسط کرسپو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۲)، کوتان و یجیت<sup>۴</sup> (۲۰۰۹)، هلوسکو و واگنر<sup>۵</sup> (۲۰۰۵) و کی سی و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۰) مطابقت دارد. کرسپو و همکاران (۲۰۱۲) نشان داده‌اند که تحصیلات عالی از طریق تحقیق و توسعه، پذیرش تکنولوژی و نوآوری بر همگرایی درآمدی کشورهای

یکپارچگی مالی برای بررسی اثر یکپارچگی و بازبودن مالی بر همگرایی درآمدی کشورها وارد الگو شده‌اند (بر اساس بخش ۴-۱ دو متغیر برای یکپارچگی مالی در الگو معرفی می‌شوند:  $dp_1$  و  $dp_2$ ). در الگوی ۴ متغیر توضیحی شکاف در نرخ انباشت سرمایه داخلی ( $dk$ ) به متغیرهای توضیحی الگوی ۱ اضافه شده است. علت این مسئله این است که برخی از مدل‌های تئوریک پیش‌بینی کرده‌اند که یکپارچگی مالی بر همگرایی درآمد سرانه مؤثر است زیرا یکپارچگی مالی مستقیماً روی انباشت سرمایه فیزیکی مؤثر است پس جزء  $dk$  ممکن است باعث تورش در نتایج الگو شود، به همین دلیل الگوی ۱ بدون متغیر  $dk$  و الگوی ۴ با لحاظ کردن آن تخمین زده شده است تا با مقایسه نتایج دو حالت بتوان از تأثیر واقعی متغیر یکپارچگی مالی بر همگرایی درآمد سرانه اطمینان حاصل نمود.

جدول ۵. نتایج برآورد الگوها

	الگوی ۱	الگوی ۲	الگوی ۳	الگوی ۴
C	۴/۹۱ (۲/۱۶)	۴/۲۲ (۳/۲)	۳/۲۲ (۳/۴)	۳/۳۶ (۲/۳۶)
dh	۰/۰۳۱ (۲/۳۳)	۰/۰۳۲ (۲/۴۷)	۰/۰۳۱ (۲/۲۶)	۰/۰۳۴ (۲/۴۱)
dn	-۳/۵×۱۰ <sup>-۱۰</sup> (-۳/۳۶)	-۳/۴×۱۰ <sup>-۱۰</sup> (-۲/۴۱)	-۳/۲×۱۰ <sup>-۱۰</sup> (-۳/۴۵)	-۳/۵×۱۰ <sup>-۱۰</sup> (-۳/۱۲)
dq	۱/۰۲ (۲/۳۶)	۱/۰۴ (۲/۵)	۱/۰۳ (۲/۳۶)	۱/۰۲ (۲/۲۶)
dz	۰/۴۵ (۲/۴۵)			۰/۴۶ (۲/۵۸)
dp <sub>1</sub>		۱/۴×۱۰ <sup>-۱۰</sup> (۰/۰۱)		
dp <sub>2</sub>			۰/۱۴ (۳/۷۷)	
dk				۱/۸×۱۰ <sup>-۱۰</sup> (۱/۲۳)
آماره لیمر	۱۰/۱۴ (۰/۰۰)	۱۱/۲۳ (۰/۰۰)	۱۰/۳۶ (۰/۰۰)	۱۰/۴۵ (۰/۰۰)
آماره هاسمن	۳۰۲ (۰/۰۰)	۳۱۰ (۰/۰۰)	۲۹۸ (۰/۰۰)	۳۰۴ (۰/۰۰)
آماره والد	۵/۲۳ (۰/۰۷۴)	۳/۶۳ (۱/۰۰۲)	۶/۴۵ (/۰۸۱)	۴/۴۵ (۱/۲۱)
آماره ولدریج	۵/۱۲ (۰/۳۱)	۷/۹۸ (۰/۱۴۵)	۳/۷۴ (۰/۷۴)	۹/۱۲ (۰/۱۰۱)

مأخذ: خروجی نرم‌افزار

2. Kose et al.  
3. Crespo et al. (2012)  
4. Kutan & Yigit (2009)  
5. Hlouskova & Wagner (2005)  
6. KC et al. (2010)

۱. علت کوچک بودن ضریب به دست آمده در متفاوت بودن واحد اندازه‌گیری متغیر وابسته و مستقل است.



لیانگ (۲۰۰۶) مطابقت دارد.

ستون ۲ و ۳ نتایج به دست آمده از همان معادله را نشان می‌دهد که دوباره با به کارگیری متغیرهای  $dp_1$  و  $dp_2$  که متغیرهای یکپارچگی مالی بین‌المللی هستند و به جای  $dz$  (متغیر بازبودن مالی) قرار گرفته‌اند، تخمین زده شده است و همان طور که نتایج نشان می‌دهد ضریب متغیر  $dp_2$  در جدول ۵ مثبت و معنی‌دار است. به عبارتی کشورهایی که درجه یکپارچگی پایین‌تری نسبت به میانگین گروه داشته‌اند شکاف درآمدی بالاتری را تجربه نموده‌اند. به عبارتی اگر افزایش یکپارچگی مالی، جریان سرمایه از کشورهای ثروتمند به کشورهای فقیر را تسهیل کند، ضریب متغیر باید منفی باشد که در این مطالعه و برای گروه کشورهای با درآمد متوسط به بالا این گونه بوده است. از دیدگاه تئوری نئوکلاسیکی یکپارچگی مالی و رشد بازارهای سرمایه بین‌المللی، عاملی برای افزایش رشد اقتصادی، توسعه و افزایش درآمد سرانه کشورهاست. یکپارچگی مالی با برداشتن محدودیت انتقال و تحرک سرمایه بین‌المللی به کشورهای با سرمایه پایین اجازه می‌دهد تا با تقویت سیستم‌های مالی داخلی خود زمینه تخصیص بیشتر سرمایه و جذب سرمایه‌های بین‌المللی را فراهم آورند. به این ترتیب این کشورها از طریق جذب سرمایه بالاتر به تولید و درآمد سرانه بالاتری دست خواهند یافت و به مرور زمان سطح درآمد سرانه آنها به سمت درآمد کشورهای ثروتمندتر میل خواهد کرد و در بلندمدت انتظار می‌رود که شکاف درآمدی کشورها کاهش یابد. نتایج این مطالعه با نتایج مطالعات تجربی انجام شده توسط هنری (۲۰۰۳) و بکرت و همکاران (۲۰۰۵) که در آنها نشان داده‌اند که بازبودن و یکپارچگی مالی دارای آثار مثبت بر رشد اقتصادی و توزیع درآمد کشورهاست مطابقت دارد. از طرفی دیدگاه‌های مخالف بازبودن بین‌المللی جریان سرمایه معتقدند یکپارچگی مالی موجب افزایش رفاه نمی‌شود چون نیاز به نهاد سازی و تقارن اطلاعات دارد که در بازارهای مالی بین‌المللی عملکرد ضعیفی در این موارد وجود دارد (استیگلیتز، ۲۰۰۰: ۱۰۷۵). مطالعات تجربی انجام شده توسط ادیسون و همکاران (۲۰۰۵)، فراتچر و بوسیر (۲۰۰۴) نشان داده که یکپارچگی مالی تأثیری بر درآمد سرانه کشورها نداشته است و از این نظر نتایج آنها با مطالعه حاضر همخوانی ندارد. البته نتایج متضاد تا حدودی ناشی از به کارگیری تکنیک‌های مختلف اقتصادسنجی و ناهمگون بودن کشورهای مورد مطالعه

عضو اتحادیه اروپا مؤثر است. هر چند تأثیر انباشت سرمایه انسانی و رشد تحصیلات برای کشورهای فقیرتر بزرگ‌تر است اما زمان بیشتری طول می‌کشد تا این تأثیرات مثبت تحقق یابند. بنابراین اثرات پیشرفت از طریق این بخش بلندمدتی خواهد بود.

ضریب متغیر شکاف نرخ زاد و ولد ( $dn$ )، منفی و معنی‌دار است. نتایج حاصل از برآورد مدل در این مطالعه نشان داد که تفاوت در نرخ انباشت نیروی کار یا نرخ زاد و ولد در کشورهای منتخب اثر منفی بر همگرایی درآمدی در این گروه داشته است. این مسئله می‌تواند ناشی از افزایش نرخ بیکاری و کاهش سطح درآمد سرانه در کشورهای پرجمعیت در گروه کشورهای مورد مطالعه باشد. این نتیجه با نظریه رشد نئوکلاسیکی سازگاری دارد، به این صورت که رشد نیروی کار (در اثر افزایش نرخ زاد و ولد و رشد جمعیت)، حجم سرمایه سرانه را کاهش می‌دهد و در نهایت اثر معکوسی بر ایجاد همگرایی درآمدی بین کشورها می‌گذارد. نتیجه به دست آمده با نتایج مطالعه ترکی و همکاران (۱۳۸۹) مطابقت دارد.

ضریب متغیر  $dq$  که به عنوان متغیر توسعه مالی داخلی معرفی شده است، مثبت و معنی‌دار است و مؤید این نکته است که هرچه کشورها از توسعه مالی داخلی بالاتری برخوردار باشند در سطح مشابه‌تری از درآمد سرانه قرار خواهند داشت. تعمیق مالی زمینه لازم برای تخصیص کارا تر منابع را به وجود می‌آورد و از این طریق موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری‌ها می‌گردد. با افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، حجم سرمایه‌گذاری‌های داخلی افزایش یافته و سپس از طریق افزایش تولید منجر به افزایش سطح درآمد در جامعه می‌گردد. از نظر تئوریک واسطه‌های مالی به سبب نقش اساسی در گردآوری منابع پس‌انداز کوچک و بزرگ موجود در اقتصاد ملی، بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آنها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی مورد توجه قرار می‌گیرند، به نحوی که اقتصاددانانی همچون گرینوود و جوانوویک<sup>۱</sup> (۱۹۹۰)، با استفاده از فروض کوزنتس یک رابطه غیرخطی بین توسعه مالی و نابرابری درآمد را پیش‌بینی کرده‌اند که در آن فرض شده است که نابرابری درآمد در ابتدا با درجه‌ای از بهبود سیستم مالی افزایش می‌یابد، سپس تثبیت می‌شود و سرانجام کاهش می‌یابد. بنابراین این نتیجه با نتایج مطالعات تجربی رنجبر و علمی (۲۰۱۵)، سجادی (۱۳۸۹) و

2. Stiglitz (2000)

3. Fratzscher & Bussière (2004)

1. Greenwood & Jovanovic (1990)

در تحقیقات متفاوت است.

در الگوی ۴ شکاف انباشت سرمایه فیزیکی  $dk$  در نظر گرفته شده است که ضریب به دست آمده معنی دار نیست. مطابق با نظریه سولو کشورهایی که سرمایه سرانه‌ای بالاتر از حالت پایدار دارند و درآمد سرانه‌شان نیز بالاتر است، در مسیر رسیدن به حالت پایدار با کاهش سرمایه و درآمد سرانه مواجه می‌شوند. کشورهایی که سرمایه سرانه‌ای پایین‌تر از حالت پایدار دارند و در نتیجه درآمد سرانه‌شان نیز پایین‌تر است، در مسیر رسیدن به حالت پایدار با افزایش سرمایه و درآمد سرانه مواجه می‌شوند. بنابراین در فرایند یکپارچگی انتظار می‌رود که شکاف توزیع درآمدی کشورهای فقیر و ثروتمند در طول زمان و حرکت به سمت حالت پایدار کاهش یابد، یا به عبارتی فرایند همگرایی به حالت پایدار در آنها مشاهده شود. اما نتایج به دست آمده از این مطالعه برای گروه کشورهای منتخب نشان می‌دهد که هر چند ضریب به دست آمده برای متغیر  $dk$  مثبت است اما بسیار ناچیز و از لحاظ آماری بی‌معنی است یعنی با کاهش تفاوت در سرمایه فیزیکی کشورهای مورد مطالعه، شکاف درآمد سرانه آنها تحت تأثیر قرار نگرفته است. در الگوی ۴ همچنان ضریب متغیر یکپارچگی مالی ( $dZ$ ) و توسعه مالی داخلی ( $dq$ ) مثبت و معنی دارند. به عبارتی آزادسازی حساب سرمایه و برداشتن محدودیت‌های بازار سرمایه که می‌تواند منجر به تعمیق مالی داخلی و یکپارچگی مالی بین کشورها شود، اثر مثبتی بر همگرایی درآمدی دارد و اختلاف بین درآمدهای سرانه کشورهای مورد بررسی در این مقاله را کاهش می‌دهد.

## ۷- بحث و نتیجه‌گیری

به طور کلی آنچه باید سیاست‌گذاران اقتصادی به آن توجه کنند، آزادسازی مالی است که زمینه لازم برای تخصیص کاراتر منابع و در نتیجه افزایش کارایی سرمایه‌گذاری را فراهم می‌سازد و همچنین با اقداماتی مانند ادغام مراکز مالی یا سرمایه‌گذاری‌های فناورانه و ایجاد فضای رقابتی سالم می‌توان

## منابع

ابریشمی، حمید؛ مهرآرا، محسن و سیدشکری، خشایار (۱۳۸۸). "ادغام مالی و اثرات آن بر نوسانات اقتصادی در گروهی از کشورهای در حال توسعه صادرکننده نفت". فصلنامه مطالعات اقتصاد انرژی، دوره ۶، شماره ۲۳، ۱۳۵-۱۲۱.

زمینه‌هایی را برای همگرایی بیشتر درآمدی ایجاد نمود.

در الگوی موجود در این مطالعه و با حالت‌های مختلف متغیر یکپارچگی مالی و بازبودن مالی، ضریب به دست آمده برای متغیر یکپارچگی مالی روی همگرایی درآمدی، مثبت است. به عبارتی آزادسازی حساب سرمایه و برداشتن محدودیت‌های بازار سرمایه که می‌تواند منجر به بازشدن مالی و یکپارچگی مالی بین کشورها شود، اثر مثبتی بر همگرایی درآمدی دارد و اختلاف بین درآمدهای سرانه کشورهای مورد بررسی در این مقاله را کاهش می‌دهد.

علاوه بر این اثر بازبودن مالی (با ضریب ۰/۴۵) بر همگرایی درآمدی مثبت و معنی دار است. بنابراین برای این کشورها توصیه می‌شود به منافع بالقوه ناشی از آزادسازی حساب سرمایه دقت بیشتری نمایند.

هر چند متغیرهای بازبودن مالی و یکپارچگی مالی تأثیر مثبتی بر کاهش شکاف درآمدی بین کشورهای مورد مطالعه دارند اما ضرایب آنها در الگوهای برآورد شده همواره از اثر توسعه یا عمق مالی داخلی بر متغیر همگرایی درآمدی (۱/۰۲) کمتر است. به عبارتی نقش توسعه مالی داخلی در کاهش شکاف درآمدی با سایر کشورها به مراتب پررنگ‌تر است. بنابراین از آنجایی که افزایش رفاه اقتصادی و کاهش شکاف درآمدی یکی از اهداف برنامه‌های توسعه اقتصادی کشورها تلقی می‌شود، توسعه ابزارهای مالی داخلی از اهداف اولویت‌های کشورهای در حال توسعه منتخب در این مقاله است و اصلاح ساختار بازارهای مالی در ایران و کشورهای مورد بررسی اجتناب ناپذیر و کاملاً ضروری است.

نتایج نشان می‌دهد که حتی اگر کشوری خود را به همان درجه بازبودن مالی شرکا برساند شکاف درآمدی همچنان وجود خواهد داشت. این مسئله به خاطر تفاوت در تکنولوژی، انباشت عوامل تولید به ویژه انباشت سرمایه انسانی متفاوت در کشورهاست. بنابراین آزادسازی مالی یکی از چندین سیاستی است که کشورها نیاز به انجام آن برای دسترسی به همگرایی درآمدی دارند و نه تمام آنچه مورد نیاز است.

پورشهبای، فرشید و اسفندیاری، مرضیه (۱۳۹۶). "نقش توسعه مالی در ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و ارتقاء رشد اقتصادی". فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، دوره ۷، شماره ۲۸، ۱۲۶-۱۱۳.

توزیع درآمد". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.

صادقی، سمیه (۱۳۹۳). "اثر یکپارچگی‌های تجاری و مالی بر همزمانی ادوار تجاری در اکو". فصلنامه برنامه‌ریزی و بودجه، شماره ۲، ۱۶۸-۱۵۱.

طیبه، سید کمیل؛ حاجی کرمی، مرضیه و سریری، هما (۱۳۹۰). "تحلیل درجه بازبودن مالی و تجاری روی توسعه

مالی ایران و شرکای تجاری (۲۰۰۹-۱۹۹۶)". فصلنامه تحقیقات توسعه اقتصادی، شماره ۱، دوره ۴، ۶۰-۳۹.

طیبه، سید کمیل؛ سامتی، مرتضی و ترکی، لیلا (۱۳۹۳). "اثر آزادسازی مالی بر نوسان‌های رشد اقتصادی کشورهای منتخب در حال توسعه". فصلنامه اقتصاد و تجارت نوین، شماره ۱۹، ۱۶-۱.

ترکی، لیلا؛ طیبه، سید کمیل و شریفی، سجاد (۱۳۸۹). "تأثیر اصلاحات مالی بر رشد اقتصادی و ایجاد همگرایی بین کشورهای برگزیده اسلامی". فصلنامه تحقیقات مدل سازی اقتصادی، شماره ۲، ۸۶-۶۵.

حسینی، سید مهدی و خزاعی، صادق (۱۳۹۳). "تأثیر توسعه مالی بر فقر و نابرابری در کشورهای عضو اکو". فصلنامه تحقیقات توسعه اقتصادی، شماره ۱۶، ۲۲-۱.

دهقان شبانی، زهرا (۱۳۹۶). "تحلیل تأثیر توسعه مالی بر تمرکز فعالیت‌های صنعتی و رشد اقتصادی در ایران: رویکرد داده‌های تابلویی پویای فضایی". فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، دوره ۷، شماره ۲۷، ۹۴-۸۱.

سجادی، زهرا سادات (۱۳۸۹). "تأثیر توسعه مالی بر نابرابری

Liberalization, Institutions, and Financial Development: Cross-Country Evidence". Department of Economics, University of California at Santa Cruz.

Crespo, C. J., Havettova, M. & Labaj, M. (2013). "Income Convergence Prospects in Europe: Assessing The Role of Human Capital Dynamics". Economic Systems, Elsevier, Working Paper 143, 37(4), 493-507.

Edison, H. J., Klein, M., Ricci, L. & Slok, T. (2005). "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis". IMF Working Paper, WP/02/120, 1-39.

Fratzcher, M. & Bussiere, M. (2004). "Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Gain?". European Central Bank Working Paper, 348, 1-43.

Greenwood, J. & Jovanovic, B. (1990). "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income". Journal of Political Economy, 98(5), 1076-1107.

Henry, P. B. (2003). "Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth". NBER Working Paper, 9488, 310-338.

Herzberg, V. & Watson, M. (2007). "Economic Convergence in South-Eastern Europe: Will the Financial Sector Deliver?". Vienna:

Abiad, A., Leigh, D. & Mody, A. (2009). "Financial Integration, Capital Mobility, and Income Convergence". International Monetary Fund, Economic Policy, 24(58), 241-305.

Aghion, P., Bacchetta, P. & Banerjee, A. V. (2004). "Financial Development and the Instability of Open Economies". Journal of Monetary Economics, 51, 1077-1106.

Almekinders, G., Fukuda, S., Mourmouras, A. & Zhou, J. (2015). "ASEAN Financial Integration". IMF Working Paper, WP/15/34, 1-43.

Bekaert, G., Hodrick, R. J. & Zhang, X. (2005). "International Stock Return Co-Movements". NBER Working Papers 11906, National Bureau of Economic Research, Inc.

Boyd, J. H. & Smith, B. D. (1992). "Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development". Journal of Monetary Economics, 30, 409-432.

Carmignani, F. & Chowdhury, A. (2007). "The Impact of Financial Openness on Economic Integration: Evidence from Europe and the CIS". Vinhas de Souza L. and Havrlyshyn O. (eds.) Return to Growth in the CIS, Springer, Berlin, Heidelberg.

Chinn, M. & Ito, H. (2005). "Capital Account

- SUERF Studies*, 2007/2, 1-116.
- Hlouskova, J. & Wagner, M. (2005). "CEEC Growth Projections: Necessary and Necessarily Certain". *Economics of Transition*, 13, 341-372.
- KC, S., Barakat, B., Goujon, A., Skirbekk, V., Sanderson, W. & Lutz, W. (2010). "Projection of Populations by Level of Educational Attainment". *Demographic Research*, 22, 383-472.
- Kutan, A. M. & Yigit, T. M. (2009). "European Integration, Productivity Growth and Real Convergence: Evidence from the New Member States". *Economic Systems*, 33, 127-137.
- Lane, P. & Milesi-Ferretti, G. M. (2003). "International Financial Integration". *IMF Working Paper*, 50, 82-113.
- Liang, Z. (2006). "Financial Development and Income Distribution: A System GMM Panel Analysis". *Journal of Economic Development*, 31(2), 1-21.
- Mankiw, N. G., Romer, D. & Weil, D. N. (1992). "A Contribution to the Empirics of Economic Growth". *The Quarterly Journal of Economics*, 107(2), 407-437.
- Miron, D., Alexe, I. & Tatomir, C. F. (2014). "Capital Flows and Income Convergence in the European Union. A Fresh Perspective in View of the Macroeconomic Imbalance Procedure". *Transformations in Business & Economics*, 12(28A), 457-472.
- Ranjbar, O. & Elmi, Z. (2015). "Analyzing the Effect of Financial Development and Trade Openness on Income Convergence". *Economics Bulletin*, 35(4), 2595-2600.
- Reinhardt, D., Ricci, L. A. & Tressel, T. (2013). "International Capital Flows and Development: Financial Openness Matters". *Quarterly Journal of Economics*, 119(1), 1-46.
- Schularick, M. & Steger, T. M. (2007). "Financial Integration, Investment, and Economic Growth. Evidence from Two Eras of Financial Globalization". *CESifo Working Paper*, 1691, 1-42.
- Stiglitz, J. (2000). "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability". *World Development*, 28(6), 1075-1086.
- Tayebi, S. K. (2009). "A Dynamic Analysis of Economic Liberalizations and Income Convergence in East Asia: A Difference-in-Differences Approach". *The Journal of the Korean Economy*, 10(2), 177-197.

جدول پیوست: مبانی نظری ارتباط ادغام مالی و همگرایی درآمد سرانه

دیدگاه	مکتب
در کشورهای در حال توسعه انتظار می‌رود که در نهایت ادغام مالی منجر به توزیع بهتر درآمد و به دنبال آن همگرایی بیشتر درآمدی بین کشورها شود و این اثر از طریق وارد شدن نیروی کار بیشتر در اقتصاد و بالا رفتن شدت کاربری تولیدات انجام می‌شود.	جریان غالب
ادغام مالی دارای اثر منفی بر سرمایه و کار است. در شرایط کلی منجر به افزایش اختلال در سیستم اقتصاد داخلی ناشی از نوسانات اقتصاد جهانی می‌شود. همچنین اثرات منفی روی بنگاه‌های کوچک و متوسط می‌باشد، در نتیجه تولید در بنگاه‌های بزرگ تشویق شده و کاهش اشتغال را به دنبال دارد. حساسیت بیشتر بنگاه‌های بزرگ به بحران‌های مالی جهانی در نهایت به نیروی کار آسیب می‌زند و توزیع درآمد نامناسب‌تری را ایجاد می‌کند.	ساختارگرایان و نظریه وابستگی
ادغام مالی نسبت سهم کار به سرمایه را کاهش می‌دهد که این مسئله ناشی از تنظیم مجدد حساب سرمایه و اثر چانه‌زنی است. در این دیدگاه ادغام بر توزیع درآمد اثر مبهم دارد.	مارکسیست
تأثیرپذیری کشور از سرایت بحران‌های مالی، به بخش کار آسیب وارد می‌نماید و ادغام مالی اثرات منفی روی شرکت‌های کوچک و متوسط می‌کشد و منجر به کاهش استخدام نیروی کار و ایجاد شکاف درآمدی بیشتر در سطح بین‌المللی خواهد شد.	پست کینزی

مأخذ: یافته‌های تحقیق