

## ادغام مالی و اثرات آن بر نوسانات اقتصادی در گروهی از کشورهای در حال توسعه‌ی صادرکننده‌ی نفت\*

حمید ابریشمی

استاد دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران [abrishami@ut.ac.ir](mailto:abrishami@ut.ac.ir)

محسن مهر آرا

استادیار دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران [mmehrara@ut.ac.ir](mailto:mmehrara@ut.ac.ir)

خشایار سید شگری

دانشجوی دکتری اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران [ksshokri@yahoo.com](mailto:ksshokri@yahoo.com)

تاریخ دریافت: ۸۸/۶/۱۰ تاریخ پذیرش: ۸۸/۱۰/۲۱

### چکیده

این مقاله به بررسی اثرات ادغام مالی بر نوسانات کلان اقتصادی در گروهی از کشورهای در حال توسعه‌ی صادرکننده‌ی نفت در دوره‌ی زمانی ۲۰۰۵-۱۹۶۰ می‌پردازد. برای تخمین نتایج از یک مدل استاندارد نوسانات اقتصادی استفاده گردیده که در آن به‌جز متغیرهای سنتی مانند مخارج دولت، شاخص ادغام مالی نیز وارد شده است. مقاله نتیجه‌گیری می‌کند همان‌طور که این کشورها در هموارسازی مصرف یا پخش ریسک به کمک ادغام مالی موفق نبوده‌اند، ادغام مالی عامل مؤثری در بوجود آوردن نوسانات اقتصادی در این کشورها نبوده است.

طبقه بندی JEL: F36, F42, F41

کلید واژه: جهانی شدن مالی، نوسانات اقتصاد کلان، نوسانات درآمد و مصرف

\*- این تحقیق برگرفته از رساله‌ی دکتری خشایار سید شگری به راهنمایی دکتر حمید ابریشمی در دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران است.

## ۱- مقدمه

ادغام مالی را می‌توان افزایش ارتباطات مالی یک کشور با جهان خارج دانست. این ارتباطات می‌تواند به صورت سرمایه‌گذاری مستقیم خارج، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم یا پورتفولیو و قرض‌گیری باشد. ضمن آن‌که پدیده‌ی فوق ورود و خروج سرمایه‌ها را با هم در نظر می‌گیرد. در بیان دیگری ادغام مالی به درهم آمیختن و یکسان شدن فزاینده بازارهای مالی تعریف شده است. امری که می‌تواند منجر به رو برو شدن فزاینده کلیه شرکای بازار مالی اعم از داخلی و خارجی با قوانین و ابزارهای مالی یکسان باشد. (بیلی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴).

ادغام کامل مالی وضعیتی است که در آن نرخ‌های بهره‌ی واقعی داخلی و خارجی با هم یکسان می‌شوند حالتی که در دنیای واقعی هیچ‌گاه رخ نمی‌دهد. ادغام مالی امری فراتر از باز بودن مالی یا باز بودن حساب سرمایه است، در حالت ادغام مالی نه تنها حساب سرمایه باید باز باشد بلکه سایر شرایط برای ورود سرمایه‌های خارجی بایستی مهیا باشد. ادغام مالی بین‌المللی در سال‌های اخیر روندی صعودی داشته است، به نحوی که در بسیاری از کشورهای جهان محدودیت‌های حساب سرمایه و سایر موانع در راه سرمایه‌گذاری خارجی در حال برطرف شدن بوده و فعالیت‌های مربوطه در بازارهای مالی بین‌المللی در حال افزایش است (کوزه و دیگران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳).

ادغام مالی پدیده‌ی جدیدی نیست. برای اولین بار در سال‌های ۱۶۹۰ تا انقلاب کبیر فرانسه و برای بار دوم در دوران استاندارد طلا (۱۹۱۴-۱۸۱۷) این پدیده در گروهی از کشورهای جهان به‌طور فزاینده‌ای پدیدار گردید با این تفاوت که در دوران حاضر ادغام مالی به‌صورت عمیق‌تر و اشکال جدیدتر برحسب انواع جریان‌های سرمایه و بین‌المللی شدن خدمات مالی خود را نشان داده است. بدین ترتیب که اگر در گذشته وجوهی فوق از سوی دولت‌ها و بانک‌های خارجی به سمت قرض‌گیرندگان دولتی حرکت می‌کرد این‌بار جریان‌های سرمایه بیش‌تر به شکل سرمایه‌گذاری مستقیم و غیرمستقیم خارجی بوده که به‌سمت بخش خصوصی حرکت کرده است.

1- Baele.

2- Kose et al.

سرعت و گسترش این فرایند در کلیه کشورهای جهان یکسان نیست. در حالی که کشورهای آسیای جنوب شرقی، آمریکای لاتین و اروپای شرقی با سرعت قابل ملاحظه‌ای محدودیت‌ها در عملیات بین‌المللی مالی را حذف کرده‌اند کشورهای خاور میانه و آفریقای شمالی با سرعت کم‌تری وارد این فرایند گشتند (هیراتا و دیگران<sup>۱</sup> (۱۹۹۵)

در حالی که بسیاری از اقتصاددانان حرکت آزادانه کالاها و خدمات را در بین کشورها (آزاد سازی تجاری) را موجب افزایش رفاه کشورها می‌دانند، نمی‌توان همین استدلال را به آسانی در مورد ادغام مالی و آزاد سازی حساب سرمایه ذکر کرد.

ادغام مالی می‌تواند فوایدی چون افزایش رشد اقتصادی، کاهش ریسک، تقویت نظام مالی، افزایش تخصص‌گرایی، تشویق دولت‌ها به انجام سیاست‌های اقتصادی صحیح‌تر (اثر انضباطی) و هموارسازی مصرف (کاهش نوسانات مصرف به نوسانات درآمد) را داشته باشد. از سوی دیگر بحران‌های مالی مهم در برخی کشورهای پذیرنده سرمایه‌های خارجی مانند آسیای جنوب شرقی نشان داده که ادغام مالی می‌تواند هزینه‌های بالقوه و قابل توجهی را به همراه داشته باشد. این هزینه‌ها عبارتند از: تخصیص نامناسب سرمایه‌های خارجی در کشور میزبان (حرکت سرمایه‌های خارجی به سمت فعالیت‌هایی مثل بورس بازی)، نوسانات شدید جریان‌های سرمایه‌های خارجی، توزیع نامتقارن سرمایه‌های خارجی بین کشورها، اثرات سرایتی<sup>۲</sup> (سرایت بحران‌ها از یک کشور به سایر کشورها) و رفتار تقلیدی (نوع خاصی از رفتار سرمایه‌گذار خارجی که می‌تواند شوک‌های شدیدی به اقتصاد کشور میزبان وارد کند) و خطرات ناشی از ورود بانک‌های خارجی (مثل ورشکستگی بانک‌های داخلی بر اثر رقابت نابرابر با بانک‌های خارجی) (آگنور<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱).

این تحقیق می‌کوشد تا به بررسی یک مورد از فواید ادغام (هموارسازی مصرف) و یک مورد از هزینه‌های ادغام مالی (افزایش نوسانات اقتصادی) در تعدادی از کشورهای در حال توسعه‌ی صادرکننده نفت (شامل ایران) بپردازد. ساختار مقاله به شرح زیر است: ابتدا در بخش ۲، ادبیات نظری در مورد اثرات ادغام مالی بر نوسانات اقتصادی

1- Hirata et al.

2- Contagion effect.

3- Agenor.

مورد بررسی قرار می‌گیرد. در بخش ۳، مروری بر مطالعات تجربی صورت می‌گیرد. در بخش ۴، نوسانات متغیرهای کلان و شاخص ادغام مالی در این کشورها مورد بررسی قرار می‌گیرند. در بخش ۵، با استفاده از یک مدل داده‌های ترکیبی، اثر شاخص ادغام مالی بر نوسانات مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. بخش ۶، در برگیرنده خلاصه و نتیجه‌گیری می‌باشد.

## ۲- مبانی نظری

در مدل‌های کلاسیکی با فروض مستقل بودن پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، یکسان شدن نرخ‌های بازدهی سرمایه‌گذاری در تمام کشورها و رفتار خانوارها که از پس‌انداز برای هموارسازی مصرف خود استفاده می‌کنند، با افزایش ادغام مالی نوسانات سرمایه‌گذاری افزایش و نوسانات مصرف به درآمد کاهش پیدا می‌کند (بوش و دیگران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳).

سایر محققان در مقایسه با مدل‌های کلاسیکی سعی کردند فروض واقعی‌تری را در نظر بگیرند. مندوزا<sup>۲</sup> (۱۹۹۴) هر چند که به همان نتیجه‌گیری مدل کلاسیک‌ها در مورد ارتباط بین ادغام مالی و نوسانات سرمایه‌گذاری و مصرف رسید، با رد فرض کلاسیکی مستقل بودن پس‌انداز و سرمایه‌گذاری نتیجه‌گیری کرد که هیچ ارتباط صریحی بین ادغام و نوسانات ستاده وجود ندارد.

رازین و رز<sup>۳</sup> (۱۹۹۴) با تفکیک شوک‌های داخلی و خارجی، شوک‌های موقتی و دائمی، و دوره‌ی کوتاه مدت و بلندمدت و در نظر گرفتن نظریه تابع مصرف فیشر به رابطه‌ی ریاضی زیر رسیدند:

$$(dk^*/dh) = (k^*/h(1-\alpha)) \quad (1)$$

که در آن  $k^*$  میزان سرمایه‌ی تعادلی،  $h$  ضریب تکنولوژیک،  $d$  علامت تغییرات و  $\alpha$  پارامتر ثابت می‌باشد. از آن‌جا که رابطه‌ی (۱) مستقل از میزان تحرک سرمایه (ادغام مالی) می‌باشد رازین و رز نتیجه‌گیری می‌کنند که رابطه‌ای باثبات بین ادغام مالی و نوسانات وجود ندارد.

1- Buch et al.

2- Mendoza.

3- Razin & Rose.

مدل مطرح بعدی در مورد ارتباط بین ادغام و نوسانات اقتصادی مدل ماندل فلیمینگ می‌باشد. مدلی شناخته شده که در اصل بسط چهارچوب بحث‌های کینزینی به اقتصاد باز می‌باشد. در این مدل شوک‌های وارد شده به اقتصاد از نوع پولی و مالی هستند و سه نوع رژیم ارزی در اقتصاد وجود دارد (رژیم نرخ ارز تثبیتی با مداخله خنثی، رژیم نرخ ارز تثبیتی با مداخله غیر خنثی و رژیم شناور کامل) مطابق مدل فوق در یک سیستم نرخ ارز شناور، اثر ستاده‌ای یک شوک مالی (پولی) تابعی کاهشی (افزایشی) از درجه‌ی ادغام مالی در یک اقتصاد باز است.

مدل‌های مطرح بعدی در مورد ارتباط بین ادغام و نوسانات اقتصادی، مدل‌های جدید اقتصاد کلان می‌باشند که بر مبانی اقتصاد خرد استوارند. این مدل‌ها با فروض خاص خودشان به نتایجی برخلاف مدل ماندل فلیمینگ می‌رسند. ساترلند (۱۹۹۶) با استفاده از همین مدل به بحث در مورد اثرات ادغام بر نوسانات اقتصادی می‌پردازد. در این مدل ۲ کشور با اندازه‌های برابر وجود دارند که جمعیتشان متشکل از تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان است. مطلوبیت مصرف کنندگان به مصرف، تراز پول واقعی و عرضه‌ی نیروی کار بستگی دارد. ساترلند برخلاف مدل کلاسیکی و ماندل فلیمینگ، سه نوع شوک وارد شده به اقتصاد را در نظر می‌گیرد که عبارتند از: شوک‌های تقاضای کالا، عرضه‌ی کار و شوک‌های پولی که در هر کدام از این حالات نتایج متفاوتی به دست خواهد آمد. نکته جالب در این مدل در نظر گرفتن سرعت‌های متفاوت برای تغییر قیمت‌ها است. مدل نهایی او عبارتست از:

$$\hat{E}_t = M_t - M_t^* - \frac{1}{\delta\varepsilon} [\hat{C}_t - \hat{C}_t^*] + \frac{\beta}{\varepsilon} [\hat{i}_t - \hat{i}_t^*] \quad (2)$$

که در آن متغیرهای  $E, M, C, I$  به ترتیب نشاندهنده‌ی نرخ ارز، حجم پول، مصرف و نرخ بهره می‌باشند. علامت‌های  $\hat{\quad}$  و  $*$  بترتیب نشاندهنده‌ی تغییرات و مقادیر متغیر برای کشور خارجی می‌باشند. باقی متغیرها همگی اعداد ثابتی که با توجه به شرایط مدل تعیین می‌شوند می‌باشند. در نهایت او نتیجه می‌گیرد که در حالت چسبندگی

قیمت‌ها ادغام بازارهای مالی (که اختلاف بین نرخ‌های بهره داخلی و خارجی را در فرمول ۲ از بین خواهد برد) اثرات قوی‌تری خواهد داشت.

مدل ارایه شده دیگر که از مدل‌های جدید اقتصاد کلان استفاده کرده است، مدل سنای<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) می‌باشد که عیناً فرضیات مدل ساترلند را به کار می‌گیرد اما در مورد نحوه‌ی رفتار بنگاه‌ها فرض تازه‌ای را اضافه می‌کند. بدین ترتیب که یک دسته از بنگاه‌ها می‌توانند تبعیض قیمتی را برای تولیدات خود در بازارهای داخلی و خارجی پیاده کنند در حالی که بقیه‌ی بنگاه‌ها مجبور به رعایت قیمت واحد برای تولیدات خود می‌باشند. او نتیجه‌گیری می‌کند که اثر ادغام مالی بر نوسانات بستگی به ماهیت شوک‌های وارد شده به اقتصاد دارد. با افزایش درجه‌ی ادغام بازارهای مالی اعمال سیاست پولی (مالی) نوسانات تولید را افزایش (کاهش) و نوسانات مصرف را کاهش (افزایش) می‌دهد. بدین ترتیب مشاهده می‌گردد که ادبیات نظری در مورد ارتباط بین ادغام و نوسانات به نتیجه قاطع و محکمی نرسیده است.

### ۳- مطالعات تجربی

شین و دیگران<sup>۲</sup> (۲۰۰۳)، با در نظرگیری ۱۲ کشور آسیایی در دوره‌ی زمانی ۱۹۹۷-۱۹۷۶ به بررسی رابطه‌ی بین ادغام تجاری و انتقال سیکل‌های تجاری می‌پردازد. در این مقاله با در نظرگیری مدل‌های سری زمانی و تابلویی نتیجه‌گیری می‌شود که شدت تجارت و شدت تجارت بین صنعتی اثر مثبت بر همبستگی ستاده کشورها دارد.

کوزه و دیگران (۲۰۰۳) با استفاده از داده‌های ۷۶ کشور (۲۱ کشور صنعتی و ۵۵ کشور در حال توسعه) در دوره‌ی زمانی ۱۹۹۹-۱۹۶۰ به بررسی ارتباط بین ادغام مالی و تجاری با نوسانات تولید، درآمد، مصرف و نسبت نوسانات مصرف به درآمد پرداختند. برای این کار از یک مدل اقتصادسنجی استفاده گردید که در آن متغیرهای ادغام مالی و تجاری به همراه تعدادی متغیر دیگر به عنوان متغیرهای مستقل و متغیرهای نشان‌دهنده‌ی نوسان به‌عنوان متغیر وابسته وارد مدل می‌گردند. نتایج مدل بیانگر این مطلب هستند که ادغام مالی در بیش‌تر موارد هیچ اثری بر نوسانات اقتصادی نداشته و

1- Senay.

2- Shin et al.

تأثیر مثبت بر نوسانات مصرف به درآمد داشته است. متغیر ادغام تجاری اثر مثبت (و معنادار) بر نوسانات کلیه متغیرها دارد در حالی که رابطه‌ی مذکور برای نسبت نوسانات مصرف به درآمد معکوس (و معنادار) می‌باشد. این در حالی است که نتایج به‌دست آمده به‌شدت حساس به شیوه برآورد می‌باشد.

هیراتا و دیگران<sup>۱</sup> (۱۹۹۳) به مقایسه‌ی اثرات ادغام در کشورهای خاور میانه و شمال آفریقا<sup>۲</sup> و آسیای جنوب شرقی می‌پردازد. به نظر نویسندگان مقاله یکی از دلایل بیش‌تر بودن نوسانات اقتصادی در کشورهای MENA نسبت به کشورهای آسیای جنوب شرقی ادغام کم‌تر کشورهای MENA با اقتصاد جهانی بوده است.

بوش (۲۰۰۲) با استفاده از داده‌های ۷۷ کشور در حال توسعه و عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه<sup>۳</sup> به بررسی عوامل تعیین‌کننده نوسانات سیکل تجاری می‌پردازد. او نتیجه‌گیری می‌کند که کنترل‌های حساب سرمایه (که می‌تواند به‌عنوان معیاری برای باز بودن مالی یا ادغام مالی به‌کار رود) هیچ اثری بر نوسانات سیکل تجاری نداشته است.

پیرزودیچ<sup>۴</sup> (۲۰۰۲) از یک مدل تعادل عمومی ۲ کشوری با فرض چسبندگی قیمت‌ها استفاده می‌کند. در این مدل از توابع مطلوبیت خاص برای خانوارها، مدل‌های قیمتی برای نشان دادن ساختار بازار کالاها، شکل مخصوص تابع هزینه برای بازارهای مالی و تابع درآمدی برای دولت استفاده شده است. او با حل مدل به این نتیجه می‌رسد که ادغام بازارهای مالی می‌تواند موجب افزایش سیکل‌های تجاری و نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی شود.

کیزیس و دیگران<sup>۵</sup> (۲۰۰۴) با استفاده از داده‌های ماهانه کشورهای گروه ۷ در دوره‌ی زمانی ۱۲:۲۰۰۰-۱۹۷۰:۰۰ با استفاده از روش کالمن-فیلتر به آزمون برون‌زا بودن درجه‌ی ادغام مالی دست می‌زنند. نتایج آزمون از یکسو تأیید کننده‌ی برون‌زا بودن درجه‌ی ادغام مالی واز سوی دیگر تأثیرپذیری درجه‌ی ادغام مالی از شوک‌های تقاضای واقعی و پولی باشد، نتیجه‌ای که می‌تواند در تضاد با مدل ماندل فلیمینگ باشد.

1- Hirata et al.

2- Midle East & North Africa(MENA).

3- Organisation for Economic Co-Operation and Development(OECD).

4- Pierdzoich.

5- Kizys et al.

هافمن<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) با استفاده از داده‌های کشورهای OECD به بررسی اثرات ادغام مالی و تجاری بر نوسانات اقتصادی می‌پردازد. او نتیجه‌گیری می‌کند که ادغام مالی باعث افزایش تقارن تقاضا و کاهش تقارن عرضه می‌گردد.

برنر و دیگران<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) از یک مدل تعادل عمومی برای بررسی اثرات ادغام تجاری بر نوسانات اقتصادی استفاده می‌کند. داده‌های مورد استفاده مربوط به ۲۳ کشور عضو OECD در دوره‌ی زمانی ۱۹۸۰-۱۹۵۰ می‌باشد. او نتیجه‌گیری می‌کند که ادغام تجاری می‌تواند باعث افزایش نوسانات متغیرهای اقتصادی شود. از ویژگی‌های این تحقیق می‌توان به استفاده از معیارهایی متفاوت با سایر تحقیقات در مورد ادغام تجاری و بررسی نوسانات متغیرهای جدیدی مانند رابطه‌ی مبادله نرخ واقعی ارز نام برد.

به‌کار و دیگران<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) به بررسی اثرات آزادسازی مالی بر نوسانات رشد مصرف می‌پردازند. نمونه مورد بررسی شامل تعداد زیادی از کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه می‌باشد. در این تحقیق نتیجه‌گیری می‌شود که آزادسازی بازار سهام نوسانات رشد مصرف را به‌طور معناداری بالا نبرده است و در بسیاری موارد نوسانات متغیر فوق کاهش یافته است. ضمن آن که کشورهایی که دارای حساب سرمایه‌ی باز بوده‌اند با اقدام به آزادسازی بازار سهام خود کاهش بیش‌تری در نوسانات رشد مصرف را پیدا کرده‌اند.

کیم و دیگران<sup>۴</sup> (۲۰۰۳) با استفاده از داده‌های کشورهای پاسفیک در دوره‌ی زمانی ۲۰۰۱-۱۹۹۵ به بررسی اثرات جریان‌های سرمایه‌ی بین‌المللی بر نوسانات اقتصادی می‌پردازد. مقاله نتیجه گرفته است که همبستگی بین جریان‌های سرمایه‌ی خارجی بین کشورها منجر به هم‌زمانی سیکل‌های تجاری در این کشورها گردیده است. بوش و دیگران (۲۰۰۲) با استفاده از داده‌های ۴۰ ساله کشورهای OECD به بررسی اثرات ادغام بازارهای مالی بر نوسانات سیکل تجاری می‌پردازد. در این مقاله علاوه بر استفاده از مدل‌های مشابه مطالعات قبلی از آزمون علیت گرنجر استفاده شده و نتیجه‌گیری می‌شود که ادغام مالی اثری بر نوسانات ندارد.

1-Hoffmann.  
2- Brunner et al.  
3- Bekaert et al.  
4- Kim et al.



کوزه و دیگران (۲۰۰۳) با در نظرگیری ۱۱ کشور صنعتی و ۵۵ کشور در حال توسعه در دوره‌ی زمانی ۱۹۹۹-۱۹۶۰ به بررسی ارتباط بین ادغام و نوسانات می‌پردازند. آن‌ها نتیجه‌گیری می‌کنند که ادغام نتوانسته است هم‌زمانی سیکل تجاری بین کشورها را افزایش دهد. با در نظرگیری مطالعات فوق می‌توان نتیجه‌گیری کرد که مطالعات تجربی مانند تحقیقات نظری نتوانسته است به نتایج قاطع و یکسانی برسد.

#### ۴- بررسی حرکت متغیرها در طول زمان

جدول شماره‌ی (۱) نوسانات دو متغیر کلان اقتصادی در کشورهای نمونه صادرکننده‌ی نفت<sup>۱</sup> (تولید ناخالص داخلی واقعی و مصرف واقعی) و نسبت این دو متغیر به یکدیگر را نشان می‌دهد.

مطابق اعداد ارائه شده میانگین نوسانات تولید ناخالص داخلی در دوره‌ی ۱۹۶۰ تا ۱۹۹۰ از روندی کاهشی برخوردار بوده است، تا این که در دوره‌ی زمانی (۲۰۰۵-۱۹۹۰) مجدداً افزایش یافته است.

میانگین نوسانات مصرف از الگوی نوسانات تولید تبعیت نمی‌کند، بدین ترتیب که میانگین نوسانات در دوره‌ی (۱۹۸۰-۱۹۶۰) روندی صعودی را دنبال کرده است، در دوره‌ی (۲۰۰۰-۱۹۸۰) ثابت مانده است و در دوره‌ی (۲۰۰۵-۲۰۰۰) مجدداً افزایش پیدا کرده است.

با توجه به این که شوک اول نفتی در دهه‌ی ۷۰ رخ داده است، مشاهده می‌شود که نوسانات تولید در این دهه نسبت به دهه‌ی قبل کاهش اندکی داشته است، در حالی که نوسانات مصرف بیش‌تر بوده است. صرف‌نظر از آن که انحراف معیار نوسانات مصرف همواره بالاتر از انحراف معیار نوسانات تولید بوده است.

نسبت نوسانات مصرف به نوسانات تولید روندی مستقل از دو متغیر پیشین دارد. بدین ترتیب که در کل دوره‌ی زمانی از روندی صعودی برخوردار بوده است.

۱- کشورهای نمونه صادرکننده‌ی نفت عبارتند از: الجزایر، اکوادور، ایران، لیبی، نیجریه، عربستان سعودی، امارات متحده‌ی عربی، ونزوئلا، گابن، اندونزی و مکزیک. کلیه کشورهای نمونه به جز مکزیک در دوره‌ی زمانی (۲۰۰۵-۱۹۶۰) همگی یا در دوره خاصی عضو اوپک بوده یا در حال حاضر هنوز عضو این سازمان می‌باشند.

جدول شماره‌ی (۲) مقادیر متوسط شاخص ادغام مالی در کشورهای نمونه را نشان می‌دهد. مطابق اعداد ارائه شده شاخص مزبور از یک روند صعودی تا انتهای دهه‌ی ۸۰ برخوردار بوده است و بعد از یک کاهش در دهه‌ی ۹۰ مجدداً افزایش می‌یابد. نکته حایز اهمیت بالا بودن انحراف معیار ادغام مالی نسبت به سایر متغیرهای بررسی شده در جدول شماره‌ی (۱) می‌باشد.

جدول ۱- نوسانات متغیرها در طول زمان. اعداد آورده شده در هر خانه از بالا به پایین نشان‌دهنده‌ی میانگین و انحراف معیار نوسان متغیر مورد نظر می‌باشد.

۱۹۶۰-۲۰۰۵	۲۰۰۰-۲۰۰۵	۱۹۹۰-۲۰۰۰	۱۹۸۰-۱۹۹۰	۱۹۷۰-۱۹۸۰	۱۹۶۰-۱۹۷۰	
۰.۰۴۶ (۰.۰۰۸)	۰.۰۴۲ (۰.۰۰۸)	۰.۰۴۱ (۰.۰۰۵)	۰.۰۱۵ (۰.۰۰۸)	۰.۰۶۸ (۰.۰۰۱)	۰.۰۷۵ (۰.۰۱)	تولید ناخالص داخلی
۰.۰۰۵ (۰.۰۰۹)	۰.۰۰۵۴ (۰.۰۰۷)	۰.۰۲۹ (۰.۰۰۶)	۰.۰۲۹ (۰.۰۰۹۴)	۰.۰۸۹ (۰.۰۰۹۳)	۰.۰۶ (۰.۰۱۲)	مصرف
۰.۹۷ (۶.۳۵)	۱.۲۶ (۳.۲۳)	۱.۱۷ (۹.۵۱)	۲.۰۳ (۹.۶۲)	۰.۹۷ (۳.۶۷)	۰.۴۵ (۵.۲)	نسبت نوسان مصرف به نوسان تولید ناخالص داخلی

ماخذ: محاسبات نویسندگان مقاله بر اساس اطلاعات شاخص‌های توسعه‌ی بین‌المللی WDI<sup>۱</sup>

جدول ۲- متوسط شاخص مالی (نسبت مجموع سرمایه‌های وارد و خارج شده به یک کشور به GDP آن) در طول زمان. اعداد آورده شده در پرانتز انحراف معیار می‌باشند.

۱۹۶۰-۲۰۰۵	۲۰۰۰-۲۰۰۵	۱۹۹۰-۲۰۰۰	۱۹۸۰-۱۹۹۰	۱۹۷۰-۱۹۸۰	
۱۵.۳۶ (۲۱.۷۷)	۱۷.۹۴ (۱۱.۸۱)	۱۵.۵۷ (۱۵.۷۷)	۱۵.۴۳ (۳۰.۱۲)	۹.۵۶ (۶.۷۶)	شاخص ادغام مالی (IF)

ماخذ: محاسبات نویسندگان مقاله بر اساس اطلاعات WDI

1- World Development Indicator.

## ۵- مدل و تخمین آن

بر اساس ادبیات نظری مدل زیر تصریح می‌گردد:

$$Y_t = \alpha + \beta_0 IF_t + \beta_1 X_t + U_t \quad (1)$$

که در آن  $Y_t$  متغیر وابسته یا همان نوسانات متغیر کلان مورد نظر،  $IF_t$  شاخص نشاندهنده ادغام مالی،  $X_t$  متغیر کنترل یا سایر متغیرهای اثرگذار بر نوسانات و  $U_t$  جمله اخلاص می‌باشد.

متغیرهای کلانی که نوسانات آن‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد عبارتند از: تولید ناخالص داخلی واقعی و مصرف واقعی خانوارها. علاوه بر آن نسبت نوسانات مصرف به نوسانات تولید نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد.

$IF_t$  یا همان شاخص ادغام مالی از نسبت مجموع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، پورتفولیو و سایر جریان‌های ورودی و خروجی سرمایه‌گذاری ثبت شده به GDP آن کشور به دست آمده است.

متغیرهای کنترل وارد شده در معادله عبارتند از:

$IT_t$ : که نشاندهنده مجموع صادرات و واردات به GDP می‌باشد.

$M_t$ : که نشاندهنده نسبت  $M_2/GDP$  و  $VM_t$  که نشاندهنده نوسانات  $M_t$

می‌باشد.

$G_t$ : که نشاندهنده مخارج مصرفی واقعی دولت و  $VG_t$  که نشاندهنده نوسانات

آن می‌باشد.

$T_t$ : که نشاندهنده تورم بر اساس شاخص قیمتی مصرف کننده می‌باشد.

$GDPS_t$ : که نشاندهنده درآمد سرانه واقعی می‌باشد.

$GDP_t$ : که نشاندهنده نوسانات تولید می‌باشد.

$CH_t$ : که نشاندهنده نوسانات مصرف می‌باشد.

$CHGDP_t$ : که نشاندهنده نسبت نوسانات مصرف خانوارها به نوسانات تولید

می‌باشد.

لازم به یاد آوری است که برای نشان دادن نوسان متغیرها از انحراف معیار ۵ ساله

استفاده شده است. سایر متغیرها به صورت میانگین ۵ ساله وارد شده‌اند.

برای تخمین مدل از روش داده‌های ترکیبی<sup>۱</sup> استفاده شده است. نتایج تخمین بشرح  
بشرح زیر می‌باشد:

جدول ۲- تخمین مدل (اعداد آورده شده در هر خانه جدول از بالا به پایین نشان‌دهنده ضریب متغیر  
و احتمال مربوطه (P-Value) می‌باشد)

CHGDP	CH	GDP <sup>۲</sup>	
۳.۸۳ (۰.۰۷)	۰.۰۷ (۰.۱۵)	۰.۰۰۳ (۰.۹۳)	c
-۰.۰۱۶ (۰.۵۳)	-۰.۰۰۰۵ (۰.۳۵)	-۰.۰۰۰۸ (۰.۱۴)	M
-۰.۱۱ (۰.۳۷)	۰.۰۰۳۶ (۰.۲۴)	۰.۰۰۶ <sup>**</sup> (۰.۰۳)	VM
۰.۰۰ (۰.۳۹)	۰.۰۰ (۰.۴۵)	۰.۰۰ (۰.۰۰)	G
۰.۰۰ (۰.۴۲)	۰.۰۰ (۰.۲۲)	۰.۰۰ (۰.۰۰)	VG
-۰.۰۱۵ (۰.۵۲)	-۰.۰۰۰۴ (۰.۴۶)	۰.۰۰۰۰ (۰.۸۸)	T
-۰.۰۱۴ (۰.۶)	۰.۰۰۰۱ (۰.۸)	۰.۰۰۰۷ (۰.۱۷)	IT
۰.۰۱ (۰.۶۴)	-۰.۰۰۰۱ (۰.۸)	۰.۰۰۰۴ (۰.۳۹)	IF
۰.۰۰ (۰.۸)	۰.۰۰ (۰.۶۴)	۰.۰۰۰۰ (۰.۲۷)	GDPS
۰.۰۶	۰.۰۸	۰.۳۴	R
۵۱	۵۱	۵۱	تعداد مشاهدات

نتایج تخمین نشان می‌دهد که شاخص ادغام مالی هیچ اثری بر نوسانات متغیرهای  
کلان مورد بررسی ندارد. متغیرهای اثرگذار بر نوسانات تولید، نوسانات  $M_2/GDP$ ،  
مخارج مصرفی دولت و نوسانات آن (دو مورد آخر ضرایب بسیار کوچکی در معادله

1- Pool Data.

۲- هر ۳ معادله با استفاده از روش Random-effect تخمین زده شده‌اند. در این زمینه از آزمون هاسمن برای  
برای انتخاب روش صحیح تخمین استفاده شده است.

دارند) می‌باشند. این متغیرها هیچ اثری بر نوسانات مصرف خانوارها و نسبت نوسانات مصرف به درآمد نداشته‌اند، که احتمالاً به علت ضرایب کوچک این متغیرها در معادله نوسانات تولید می‌باشد.

##### ۵- نتیجه‌گیری

ادغام مالی به‌عنوان پدیده‌ای فراگیر در عصر جهانی شدن می‌تواند فواید و هزینه‌های بالقوه‌ای را برای اقتصاد داشته باشد. از فواید مهم این پدیده می‌توان به هموارسازی مصرف اشاره نمود. بدین ترتیب که کشور در صورت مواجهه با رکود از بازارهای خارجی سرمایه‌ی مورد نیاز را تهیه کرده و مانع از سقوط مصرفش گردیده و متناظراً در هنگام رونق وجوه مازاد خود را در اختیار بازارهای مالی خارجی قرار دهد. بدین ترتیب مصرف می‌تواند از روند هموارتری نسبت به شرایطی که امکان دسترسی به بازارهای مالی خارجی وجود نداشت بهره‌مند شود.

از سوی دیگر ادعا شده که فرایند ادغام مالی می‌تواند هزینه‌های مهمی را برای اقتصاد به همراه داشته باشد. یکی از مهم‌ترین هزینه‌های مربوطه افزایش نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی می‌باشد. بدین معنا که سرمایه‌های خارجی نوسانات شدیدی از خود نشان می‌دهند، به‌علاوه کشورهای در حال توسعه (مخصوصاً کشورهای صادرکننده نفت) تنها در مواقع رونق اقتصادی توانایی دسترسی به بازارهای مالی خارجی را دارند، عواملی که می‌تواند اقتصاد را دچار نوسانات شدیدی سازد.

نتایج تخمین نشان می‌دهد که شاخص ادغام مالی در کشورهای نمونه هیچ اثری بر نوسانات مصرف و تولید و نسبت این ۲ متغیر به یکدیگر ندارد. به عبارت دیگر این کشورها نتوانسته‌اند از مزیت ادغام مالی در هموار سازی مصرف خانوارها (که شاخص مهمی برای رفاه خانوارها به شمار می‌رود) استفاده کنند، از سوی دیگر ادغام مالی هزینه مهم افزایش نوسانات کلان اقتصادی را برای آنها نداشته است. در حال حاضر کشورهای فوق برای کاستن از نوسانات تولیدشان بایستی بیش‌ترین توجه را به تغییرات نقدینگی به تولید ناخالص داخلی خود داشته باشند. کوزه و دیگران (۲۰۰۵) در مطالعه تجربی خود به این نتیجه رسیده‌اند که کشورهای جهان برای بهره‌مندی از تقسیم ریسک بین المللی یا همان هموارسازی مصرف بایستی درصد ادغام مالی خود را به

بیشتر از ۵۰ درصد برسانند. با توجه به این که متوسط شاخص فوق برای کشورهای مورد بررسی در این تحقیق حتی به ۲۰ درصد هم نرسیده است (مطابق اعداد ارائه شده در جدول ۲) نتایج این تحقیق می‌تواند تا اندازه‌ای تأیید کننده نظریه کوزه باشد. به نظر می‌رسد این کشورها می‌توانند با الگو برداری صحیح از سایر کشورها در کنترل نوسانات اقتصاد کلان خود از ادغام مالی در هموارسازی مصرف خانوارهای خود استفاده کنند.

#### فهرست منابع

- Agenor. P.R (2001), Benefits and cost of International Financial Integration: Theory and Facts, World Bank Policy Research Working Paper Series, No 2699, Page 1- 35.
- Baele. L (2004), Measuring financial integration in The Euro Area, European Central Bank, Occasional Paper Series No 14, April, Page (1- 13).
- Bekaert. G & Others (2004), Growth Volatility and financial liberalization, NBER Working Paper 10560 page (1- 34) .
- Brunner. A.D. (2003), Trade Costs, Market Integration, and Macroeconomic Volatility, IMF Working Paper 54 page (1 – 27).
- Buch. C.M & Other (2003), The Integration of Imperfect Financial Markets: Implications for Business Cycle Volatility, Kiel Working Paper No 1161, Page (1 – 11).
- Buch. C. M & Others (2002), Financial Openness and Business Cycle Volatility, Kiel Working Paper No 1121, Page (1-21).
- Buch. C.M (2002), Business Cycle Volatility and Globalization: A Survey, Kiel Working Paper No 1107 page (1 – 25).
- Epaulard. A & Other (2005), Financial Integration, Growth, and Volatility, IMF Working Paper 67, Page 1- 24.
- Hirata & Others, Integration and Fluctuations: The Case of MENA, Emerging Markets Finance and Trade 40 (6) page 1 – 20.
- Hoffmann. M & Other (2003), Financial Integration, Specialization and Trade: more or less business cycle symmetry?, Project International Capital Flows and Macroeconomic Fluctuations in the Frame work of the ESRC(Grant # L138251037).

Kim & Others (2003), International Capital Flows and Business Cycle in the Asia Pacific Region, paper prepared for presentation at the workshop on "A New Financial Market Structure for East Asia... page 1- 25.

Kose. M.A. & Others (2003), Financial Integration and Macroeconomic Volatility, IMF Working Paper 50, Page 1 – 18.

Kose. M.A & Others (2005), How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship Between Growth and Volatility? IMF Working Paper 19, page 1 – 21.

Kose. M. A & Others (2003), How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles? IMF Working Paper 27, Page 1- 10.

Kouparitsas. M.A, North – South Financial Integration and Business Cycles, Working Paper Series Research Department Federal Reserve Bank of Chicago 96- 10, Page (1-17).

Pierdzioch. C (2002), Financial Market Integration and Business cycle volatility in a Monetary Union, Kiel Working Paper No 1115, Page 1- 20.

Prasad. E & Others (2004), Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries, NBER Working Paper Series 10942, page 1- 52.

Razin. A & Other (1992), Business Cycle Volatility and Openness: An Exploratory Cross- Section Analysis, NBER Working paper # 4208, page 1 – 22.

Senay. O (1998), The Effects of goods and financial Market Integration on Macroeconomic Volatility, The Manchester School Supplement 0025 – 2034 Page 39 – 61.

Shin. K & Other (2003), Trade Integration and Business Cycle Synchronization in East Asia, Paper presented at the Asian Economic Panel Meeting on October 8 – 9-2002, Page 1- 12.

Sutherland. A, (1996) Financial Market Integration and Macroeconomic Volatility, Scand. J. of Economics 98 (4), 521 – 539.