



ارائه شده توسط:

سایت ترجمه فا

مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده

از نشریات معتبر

ادغام مالی، جهانی شدن و فعالیت های واقعی

چکیده:

در این مقاله با استفاده از اطلاعات 48 اقتصاد پیشرفته و نوظهور از سال 1985-2008، تاثیر اقدامات ادغام مالی و جهانی شدن در ابعاد مختلف فعالیت های واقعی مورد بررسی قرار گرفته است. ما دریافتیم که پیشرفت در ادغام مالی و جهانی شدن با رشد بالاتر، نوسانات رشد کمتر و احتمال کمتر برای کاهش شدید فعالیت های واقعی، همراه بوده است و به دلیل بهبود در اداره امور، تاثیر مثبت ادغام مالی در ثبات اقتصاد کلان، افزایش یافته است. بنابراین، ما هیچ شواهدی از وجود معادله ای بین پیشرفت ادغام مالی، جهانی شدن و رشد و ثبات اقتصاد کلان پیدا نکردیم.

کلمات کلیدی: ادغام مالی، جهانی شدن، فعالیت های واقعی

مقدمه:

ادبیات تجربی به طور گسترده توسط کوز و همکاران (2009) مورد مطالعه قرار گرفته و آن ها به طور تجربی، تاثیر شفافیت و آزادسازی مالی را بر رشد مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و نتایج متضادی را ارائه کرده اند. اخیراً، بحران مالی 2007-2008 به همراه کاهش شدید در فعالیت واقعی، این سوال مطرح شد که آیا ادغام مالی و جهانی شدن بی قید و بند می تواند منابع اقتصاد کلان را بی ثبات کند (عنوان مثال نگاه کنید به استیگلیتز، 2010).

آبستفلد (2009، صفحه 63) مشاهده کرده است که «در اینجا اسناد و مدارک قانع کننده کمی در رابطه با اثر مثبت مستقیم آزادسازی مالی بر سطوح رفاه اقتصادی و یا نرخ های رشد کشورهای در حال توسعه وجود دارد». برونر و ونتورا (2010) یافته اند که عدم وجود اجماع در مورد اثرات واقعی سیاست های آزادسازی مالی، بخشی از وجود مشکل در جدا کردن اثرات این سیاست ها از سیاست های دیگر می باشد. خصوصاً اینکه، رها کردن اثرات بالقوه مختلف، متاثر از اقدامات قانونی و آزادسازی، به طور بالقوه دشوار می باشد. علاوه بر این، کار کوین و توپودا (2008) نشان می دهد که برخی از نتایج بی حاصل ناشی از متون، ممکن است به دلیل مشکلات اقدامات شفافیت مالی به

دنبال آزادسازی مالی باشد، هر چند برخی از مطالعات اخیر (به عنوان مثال بونفیگیولی، 2008؛ بکائرت و همکاران، 2009) تاثیر مثبت شفافیت مالی بر رشد بهره‌وری را به عنوان عامل اصلی رشد بلندمدت در نظر گرفته اند.

با توجه به ثبات اقتصاد کلان و مالی، کوز و همکاران (2009) مشاهده کردند که «شواهد تجربی رسمی اندکی برای حمایت از این ادعا وجود دارد که جهانی شدن مالی به خودی خود، مسئول موجی از بحران مالی می باشد که جهان تا کنون بیش از سه دهه گذشته آن را دیده است» (همان، 2009، صفحه 28). از طرف دیگر، مطالعات اندکی به صورت تجربی، رابطه بین شفافیت مالی و رشد نوسانات را مورد بررسی قرار داده است. بوچ و همکاران (2005) تاثیر قابل توجه شفافیت مالی بر رشد نوسانات رشد را پیدا نکردند، در حالی که مطالعاتی وجود داشته است که با استفاده از داده های موجود در سطح بخش و یا شرکت ها، حالت عکس این موضوع را پیدا کرده اند (به عنوان مثال، لوچنکو و همکاران، 2009؛ کالمی-اوزکام و همکاران، 2010؛ پوپوف، 2011). از سوی دیگر، مطالعات کمی بر اثر شفافیت مالی در بحران مالی، تمرکز کرده‌اند و نتایج متضادی هم پیدا کرده‌اند. بکائرت و همکاران (2009) تاثیر اقدامات شفافیت مالی بر شاخص دوگانه «بحران بانکی» را بررسی کرده و رابطه معناداری بین شفافیت مالی و احتمال یک «بحران بانکی» پیدا نکردند. بوید و همکاران (2010) شواهدی مبتنی بر رابطه مثبت بین شفافیت مالی و شاخص های شوک بانک سیستمیک براساس داده های موجود در سطح کشور پیدا کردند، اما هیچ ارتباطی بین شفافیت مالی و احتمال ورشکستگی سیستمیک بانک ها در رگرسیون لاجیت بر اساس داده های سطح شرکت ها، پیدا نکردند. در مقابل، پوپوف (2011) نشان می دهد که اقدامات در سطح شفافیت مالی و آزادسازی مالی با افزایش در چولگی رشد خروجی می شود که به عنوان معیاری برای ریسک حرکت نزولی به سمت رشد واقعی در نظر گرفته شده است، همانگونه که دانسیره و همکاران، دنبال کرده اند (2008).

با توجه به ادغام مالی، ادبیات مالی بر تاثیر اقدامات ادغام و آزادسازی بازار سهام بر رشد متمرکز شده و تاثیر مثبت آن را پیدا کرده است (بکائرت و همکاران، 2005، 2006، 2007، 2011). با این حال با توجه به دانش ما، هیچ مطالعه تجربی، تاثیر مشترک ادغام مالی و جهانی شدن - که در اینجا به عنوان پیشرفت در شفافیت مالی تعریف می شود - را در چند بعد فعالیت های واقعی، مورد بررسی قرار نداده است. بررسی ادغام مالی و جهانی شدن به

عنوان یک پدیده مشخص، مهم می باشد، چرا که ممکن است جهانی شدن برای ادغام مالی که رخ می دهد، لازم باشد اما این موضوع نمی تواند به اندازه کافی تضمین کند که سیستم مالی یک کشور با بازارهای جهانی از طریق تخصیص کارآمد سرمایه، یکپارچه شده است (به عنوان مثال نگاه کنید به عبیاد و همکاران، 2008). توجه به جهانی شدن به عنوان پیشرفت در شفافیت مالی به ما اجازه می دهد تا بتوانیم تحولاتی را در نظر بگیریم که ممکن است به خودی خود لازم بوده و به طور انحصاری توسط آزادسازی مالی اتفاق افتاده و احتمالاً به دلیل عدم توسعه محیط سازمانی، به اندازه کافی در شفافیت مالی رشد نکرده باشد (به عنوان مثال استولتز، 2005). به این دلایل، مشخصات تجربی، شامل اقدامات ادغام مالی مجزای از اقدامات جهانی شدن نمی باشد که ممکن است به طور بالقوه تحت تاثیر مشکل متغیر حذف شده قرار گیرد. علاوه بر این، بسیاری از مقالات موجود در ادبیات، از مشخصات تجربی برای تداوم رشد و یا رشد نوسانات استفاده نمی کنند.

در این مقاله به کمک ادبیات مدارک جدیدی را در مورد تاثیر مشترک ادغام مالی و جهانی شدن بر رشد جمعی، نوسانات رشد و اقدامات مرتبط با ریسک واقعی، ارائه داده است. مطالعه ما ارتباط نزدیکی با پوپوف (2011) دارد، کسی که تاثیر اقدامات سطوح شفافیت مالی و آزادسازی مالی را در صنعت رشد تولید و همچنین نوسانات و چولگی رشد خروجی را مورد بررسی قرار داده است. با این حال، او در مقایسه با تجزیه و تحلیل ما، ادغام مالی و جهانی شدن را به عنوان یک تغییر در شفافیت مالی به طور همزمان، مورد تجزیه و تحلیل قرار نداده است. مهم تر اینکه، خصوصیات تجربی او، متوجه تداوم رشد تولید و نوسانات رشد نکرده است.

این مقاله با استفاده از مجموعه داده هایی که شامل داده های 48 کشور در طول دوره زمانی 1985-2008 می باشد، به طور تجربی تاثیر اقدامات بالفعل ادغام مالی و جهانی شدن بر رشد، نوسانات رشد و احتمالاً کاهش شدید فعالیت واقعی را بررسی کرده است. یکپارچه سازی مالی از طریق یک اندازه گیری ساده بازدهی اضافی یک کشور از متوسط هر گروه در هر مرحله به دست می آید که مسیر حرکت به سمت برابری عوامل کاهش یافته را مورد توجه قرار داده که از آن برای قیمت معاملاتی دارایی و به عنوان تئوری مالی استاندارد، استفاده می شود. جهانی شدن

مالی توسط نرخ رشد به عنوان معیار شفافیت مالی، اندازه گیری می شود. ما همچنین از دو معیار نوسانات جریان سرمایه تا ارزیابی اثرات واقعی و مشترک آن ها بر ادغام مالی و جهانی شدن را ایجاد می کنیم.

ما شواهدی یافته ایم که پیشرفت در ادغام مالی و جهانی شدن، با رشد بالاتر و رشد پایین تر نوسانات مرتبط می باشد در حالی که نوسانات جریان های سرمایه، هیچ تاثیر قابل توجهی بر دو متغیر ندارد. مهم تر اینکه، ما دریافتیم پیشرفت در ادغام مالی و جهانی شدن و همچنین نوسانات جریان سرمایه، به طور قابل توجهی احتمال پایین تر کاهش شدید در فعالیت های واقعی و در نتیجه ارتقای ثبات اقتصاد کلان را پیش بینی می کند. علاوه بر این، تاثیر مثبت ادغام مالی بر ثبات اقتصاد کلان، وقتی قوی تر است که یک کشور در حاکمیت شرکت ها و کیفیت نهادها را بهبود می بخشد. بنابراین، شواهد ما در تضاد با این دیدگاه می باشد که ادغام مالی و جهانی شدن برای چشم انداز واقعی کشور مضر می باشد. در مقابل، نتایج ما نشان می دهد که به نظر می رسد ادغام مالی و جهانی شدن، مزایایی را در قالب رشد کشورهای توسعه یافته، رشد کمتر نوسانات و احتمال کمتر کاهش شدید فعالیت های واقعی به همراه دارد.

در ادامه، این مقاله شامل سه بخش می باشد. بخش 2، اقدامات ما در مورد ادغام مالی و جهانی شدن را در زمینه تجزیه و تحلیل رگرسیون های پس از آن را ارائه کرده و آمار داده های مورد استفاده در تحقیقات ما را توصیف می کند. بخش 3، تجزیه و تحلیل رابطه بین ادغام مالی، جهانی شدن و نوسانات جریان سرمایه را برای رشد، نوسانات رشد و اقدامات خطر واقعی سیستمیک را بیان می کند. بخش 4، نتیجه گیری می باشد. ضمیمه، جزئیات منابع داده ها و اندازه گیری همه متغیرها مورد استفاده را بیان می کند.

2. اندازه گیری و داده

2.1. اندازه گیری ساده ادغام مالی

از آنجا که بازارهای مالی یکپارچه تر می باشند، هزینه سرمایه برای دارایی ها، باید تحمل خطرات مشابه را همگرا کند. همانطور که توسط استولز (1999) تاکید شد، چنین همگرایی به سرمایه گذاران اجازه می دهد تا به تنوع بهتری دست یابند چرا که آنها قادر خواهند بود سرمایه گذاری را به پرتفولیوی متنوع تر بازار اختصاص دهند.

ما به دنبال بکائرت و هاروی (1995)، اندازه گیری ساده ادغام مالی را در تجزیه و تحلیل تجربی خود مورد استفاده قرار دادیم که برای ما به شرح زیر محرک بود. N کشور را در نظر بگیرید و آن را با $E_t R_{t+1}^i$ نشان دهید که بازگشت مازاد بازار مشروط در کشور $i \in N$ می باشد. فرض کنید که CAPM نگه داشته شده و خطر نرخ تبدیل وجود ندارد. در روش ادغام کامل، برای هر $i \in N$ ، $E_t R_{t+1}^i$ می باشد که:

$$E_t R_{t+1}^i = \lambda_t \text{COV}(R_{t+1}^i, R_{t+1}^N)$$

که در آن R_{t+1}^N بازگشت ارزش وزنی در منطقه پرتفولیو می باشد و λ_t قیمت جهانی ریسک مورد انتظار می باشد (کواریانس). در مقابل، در یک بازار به طور کامل تقسیم شده:

$$E_t R_{t+1}^i = \lambda_t^i \text{var}(R_{t+1}^i)$$

که در آن λ_t^i قیمت محلی خطر مورد انتظار می باشد. در یک کشور نیمه یکپارچه، بازده اضافی مورد انتظار را می توان به صورت زیر بیان کرد:

$$E_t R_{t+1}^i = \alpha_t^i \lambda_t \text{COV}(R_{t+1}^i, R_{t+1}^W) + (1 - \alpha_t^i) \lambda_t^i \text{var}(R_{t+1}^i).$$

که در آن $\alpha_t^i \in [0, 1]$ خمینی از این احتمال است که یک بازار یکپارچه شده است. معادله (3) را نمی توان به عنوان یک محدودیت برای بازده مورد انتظار توسط مدل قیمت گذاری دارایی ضمنی به کار برد. بکائرت و هاروی (1995) نشان می دهند که این موضوع برای به دست آوردن اندازه گیری ادغام مالی، مفید می باشد. اگر مدت α_t^i به سمت وحدت همگرا باشد، همگرایی، بازدهی اضافی را انتظار داشته و می تواند به عنوان نتیجه افزایش یکپارچه سازی تفسیر شود. آدجائوته و دانتین (2004) هم، از چنین اندازه گیری همگرایی به عنوان یک مسیر ساده پیشرفت در ادغام های مالی استفاده می کنند. بنابراین، ما پیشرفت ادغام های مالی را از طریق فاصله بازده اضافه بازار یک کشور و از اندازه گیری میزان تمایل مرکزی توزیع بازدهی اضافی بازار کشور، مشخص می کنیم. به خصوص اینکه، برای کشور i در سال t و نمونه ای از N کشور، این اندازه گیری با نام ISPEED نامگذاری شده و برابر است با:

$$ISPEED_{jt} = \left(R_t^j - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N R_t^i \right)^2,$$

در اصل، ISPEED موقعیت بازگشت مازاد در بازار یک کشور را در ارتباط با نرخ بازگشت مازاد بازار با وزن برابر را ثبت می کند. سطح بالاتر ادغام مالی، باید از (درجه دوم) فاصله نرخ بازگشت مازاد یک کشور از نرخ بازگشت مازاد بازار بازگشت با همان وزن، کوچکتر باشد.

اندازه گیری ساده ادغام مالی وابسته به اقداماتی است که ادغام وابسته به درصد بیشتری از واریانس نرخ بازگشت اضافی توضیح داده شده توسط عوامل جهانی می باشد. پوکتوانتون و رول (2009) یک بررسی جامعی در مورد اقدامات ادغام مالی که در ادبیات بیان شده است، انجام دادند و از آن، یک اندازه گیری مبتنی بر تخمین های چند متغیره عوامل جهانی، به دست آوردند. آنها اشاره می کنند که برخی از محدودیت های اندازه گیری آنها، از عدم قطعیت در برآورد عوامل جهانی و واریانس بازده مازاد ناشی می شود، با این وجود، استدلال می کنند که این عوامل، می تواند در ارائه رتبه بندی از درجه ادغام مالی، مفید باشد. اندازه گیری ما به همان صورت، فرموله شده است: شاید یکی از مزایای بالقوه آن با اقدامات مبتنی بر برآورد عوامل جهانی و واریانس بازگشت مرتبط بوده که دیگر نیازمند برآورد نمی باشد. اندازه گیری ISPEED، در یک توالی به صورت ماهیانه محاسبه شده و میانگین آن برای هر سال محاسبه می شود (برای متغیرها و منابع به پیوست مراجعه کنید).

2.2. آمار توصیفی

نمونه ما شامل یک سری زمانی داده های سالانه 48 کشور می باشد که به صورت پیشرفته طبقه بندی شده و دوره زمانی 1985-2008 را پوشش می دهد. محاسبه بازده اضافی به منظور اندازه گیری ادغام مالی ISPEED، رشد تولید ناخالص داخلی (GDPG) و جهانی شدن مالی (FGLOB) ضروری بوده که استاندارد می باشد و در مقدار دقیق داده ها در ضمیمه نشان داده شده است.

ما در حقیقت، اندازه گیری جهانی شدن را بر اساس داده ها موجود در مورد دارایی های خارجی و بدهی هایی انجام دادیم که توسط لین و میلیسی-فرتی (2007) به طور سالانه جمع آوری شده و در سال 2008 به روزرسانی شده است. جهانی شدن که به صورت FGLOB بیان می شود، نرخ رشد شفافیت مالی می باشد که به عنوان نرخ رشد نسبت مجموع دارایی های خارجی و بدهی ها به نسبت تولید ناخالص داخلی که توسط FOPEN مشخص شده، تعریف می شود. برای هر کشور، نوسانات رشد تولید ناخالص داخلی (GDPGV) توسط قدر مطلق تفاوت بین رشد تولید ناخالص داخلی و میانگین تاریخی آن، تعیین می شود.

همانطور که اشاره شد، ما تاثیر نوسانات جریان سرمایه بر فعالیت های واقعی را بررسی می کنیم. به همین منظور، ما دو معیار اندازه گیری جریان نوسانات را تعیین کردیم: نوسانات جریان های خروجی سرمایه که با نام COFV مطرح شده و برای هر کشور به صورت قدر مطلق تفاوت بین نرخ رشد نسبت دارایی های خارجی به GDP محاسبه شده و یک متوسط نمونه می باشد؛ و نوسانات جریان داخلی سرمایه با نام CIFV، برای هر کشور به صورت قدر مطلق تفاوت بین نرخ رشد نسبت بدهی های خارجی به تولید ناخالص داخلی محاسبه شده و یک متوسط نمونه می باشد. جدول 1 جمع بندی آماری متغیرهای اصلی برای کل نمونه (مخلوط) و همچنین برای اقتصادهای پیشرفته و نوظهور را گزارش داده کرده است. سه حقیقت، ارزش توجه کردن را دارد. اول اینکه، واریانس گسترده ای در تمام متغیرهای کل نمونه در بین کشورها وجود داشته و دو نمونه فرعی نیز وجود دارد که به عنوان انحراف استاندارد مشاهده می شود. دوم اینکه - همانگونه که انتظار می رود - رشد تولید ناخالص داخلی و همچنین نوسانات رشد تولید ناخالص داخلی و جریان های سرمایه، در اقتصاد بازارهای نوظهور بالاتر می باشد. سوم اینکه، اندازه گیری ISPEED و FGLOB نشان دهنده متوسط سطوح بالاتری از ادغام مالی، جهانی شدن و شفافیت مالی در اقتصادهای پیشرفته را نسبت به اقتصادهای نوظهور نشان می دهد.

علاوه بر این، متغیرهای ادغام مالی و جهانی شدن، نشان دهنده تغییرات قابل توجه زمان و عدم تجانس بین کشورها می باشد. شکل 1، آماره t ناشی از برآورد ضرایب رگرسیون ساده روند زمان با ISPEED را نشان می دهد که یک متغیر وابسته می باشد. این موضوع واضح است که پیشرفت در ادغام مالی در طول سال های 1985-2008 در

بسیاری از کشورها رخ داده است، اما پیشرفت های قابل توجهی در بسیاری بازارهای نوظهور کشورها مشاهده می شود. شکل 2، آماره t ناشی از برآورد ضرایب رگرسیون ساده روند زمان با FGLOB را نشان می دهد که یک متغیر وابسته می باشد. پیشرفت جهانی شدن در طول سال های 1985-2008 گسترده بوده است اما پیشرفت های قابل توجه، بیشتر در کشورهای پیشرفته مشاهده شده است.

در نهایت، در جدول 2، ماتریس همبستگی را برای تمامی متغیرها نشان می دهد. توجه داشته باشید که برای اولین بار است که رشد تولید ناخالص داخلی با ISPEED، همبستگی منفی دارد که نشان دهنده ارتباط بدون محدودیت و مثبت بین ادغام مالی و رشد تولید ناخالص داخلی بوده و هم چنین همبستگی منفی با FGLOB و اندازه گیری نوسانات جریان سرمایه را نشان می دهد، در حالی که این نکته با سطح شفافیت مالی بی ارتباط می باشد. علاوه بر این، نوسانات رشد تولید ناخالص داخلی رابطه مثبتی با ISPEED دارد که نشان دهنده همبستگی منفی بین ادغام مالی و نوسانات رشد تولید ناخالص داخلی و ارتباط مثبت با FGLOB و اندازه گیری نوسانات جریان های سرمایه می باشد در حالی که این نکته با سطح شفافیت مالی، همبستگی منفی دارد. در نهایت، یک همبستگی مثبت و منفی و معنی داری بین اندازه گیری های ما از ادغام مالی (ISPEED) و شفافیت مالی (FOPEN) وجود دارد که نشان دهنده رابطه مثبت بین شفافیت و ادغام رابطه می باشد: در عین حال، این ارتباط نسبتاً کوچک بوده و نشان می دهد که این اقدام تجربی با استفاده از اندازه گیری شفافیت مالی صورت گرفته و به عنوان اندازه گیری ادغام مالی برای بسیاری از مقالات موجود در ادبیات مشترک بوده و ممکن است به از دست دادن بخش قابل توجهی از اطلاعات منجر شود.

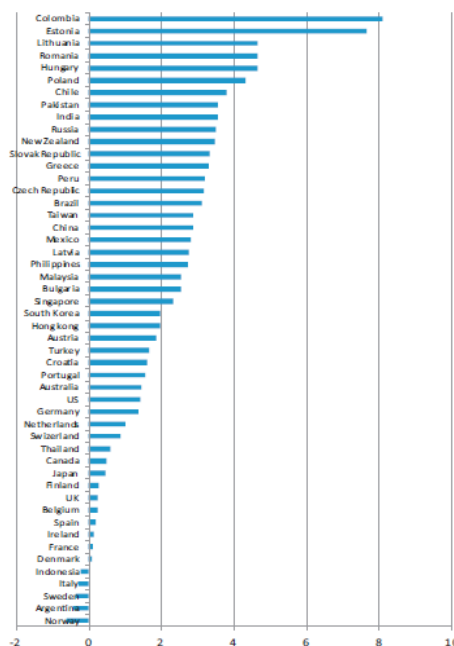
به طور کلی، این رابطه آزاد با برخی از نتایج حاصل از این ادبیات، سازگار بوده و فقط برای بررسی می باشد. با این حال، همانطور که بعداً نشان داده می شود، برخی از این روابط، وقتی تغییر می کند که ما همبستگی مشروط را در چارچوب مدل های ساده پویایی فعالیت های واقعی، در نظر می گیریم.

جدول 1. آمارهای توصیفی

Samples		GDPG	GDPGV	ISPEED	FGLOB	COFV	CIIV	FOFEN
Pooled	Mean	3.32	2.62	188.43	4.63	11.27	10.31	2.28
	Std. dev.	4.44	3.11	1255.67	14.49	11.37	10.86	2.89
Advanced	Mean	3.04	1.57	33.88	5.86	8.07	8.98	3.38
	Std. dev.	2.54	1.60	38.83	11.19	7.27	7.84	3.59
Emerging	Mean	3.58	3.63	381.25	3.24	13.88	11.82	1.06
	Std. dev.	5.71	3.81	1865.34	17.39	14.26	13.32	0.63

GDPG is GDP growth, GDPGV is the proxy measure of GDP growth volatility, ISPEED is the financial integration measure, FGLOB is the financial globalization measure, COFV and CIIV denote the proxy measures of volatility of capital outflows and inflows respectively, and FOFEN is financial openness.

شکل 1. T-stats ضرایب روند زمانی رگرسیون‌های ISPEED



3. تاثیر ادغام و جهانی شدن بر فعالیت های واقعی

3.1. رشد

ما مدل های پویا را مطابق فرم زیر، برآورد می کنیم:

$$GDPG_{jt} = \alpha_{1j} + \alpha_{2t} + \alpha_{3t} + \beta ISPEED_{jt} + \gamma FGLOB_{jt-1} + \delta CFV_{jt-1} + \rho GDPG_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$$

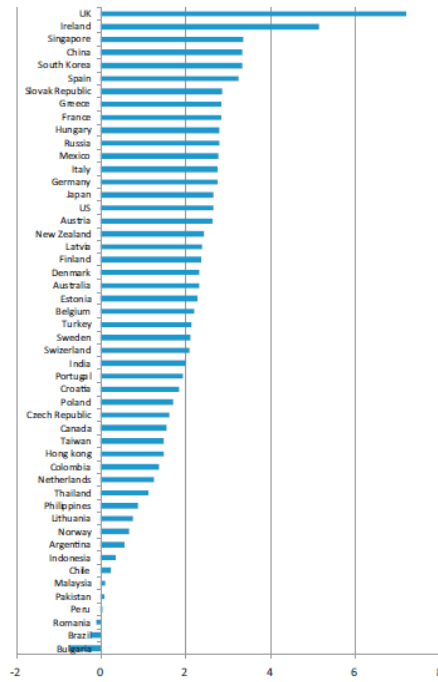
رشد تولید ناخالص داخلی در کشور j در تاریخ t ، توسط $GDPG_{jt}$ مشخص شده است که به موارد زیر بستگی دارد: اثرات ثابت کشور (α_{1j})، اثرات ثابت زمان α_{2t} ، روند زمان α_{3t} ؛ سطح فعلی (تاریخ t) متغیر ادغام مالی برای کشور j $ISPEED_{jt}$ ، متغیر جهانی شدن مالی $FGLOB_{jt-1}$ ، که در آن، فرض می کنیم که تاثیر واقعی تغییرات در

شفافیت مالی که اثر واقعی خود را با تاخیر برطرف کرده و یکی از دو اندازه گیری نوسانات جریان سرمایه که قبلاً تعریف شده است، توسط CFV_{jt-1} مشخص شده است.

معادله (5) استفاده از برآوردگر GMM را تخمین زده شده است که توسط بلاندل و باند (1998) معرفی شده و از آن به عنوان ابزار سنجش ارزش های درونی و عقب مانده متغیرهای وابسته و ارزش های گول زننده زمان استفاده کرده اند در حالی که ISPEED و FGLOB به عنوان برونزا رفتار می کنند. جدول 3، نتایج برآورد نمونه های مخلوط، نمونه اقتصادهای پیشرفته و نمونه بازارهای نوظهور را گزارش می دهد. آرلانو و باند در این مورد و در تمام رگرسیون های پویا، همبستگی درجه دوم را برای خطاها آزمایش کرده و آزمون سارگان را برای شناسایی بیشتر محدودیت های حمایتی مشخصات مدل انجام داده اند.

در نمونه مخلوط (رگرسیون (1) - (3))، ISPEED ارتباط منفی و معناداری با رشد دارد. بنابراین، افزایش ادغام مالی از طریق کاهش ISPEED صورت می گیرد که با نرخ رشد GDP مرتبط می باشد. به همین ترتیب، ضریب همبستگی مرتبط با ارزش عقب مانده FGLOB، مثبت بوده و در (1) و (3) قابل توجه می باشد و یادآوری می کند که جهانی شدن مالی بالاتر، پیش بینی رشد تولید ناخالص داخلی بالاتر را پیش بینی می کند. این موضوع قابل توجه می باشد که تاثیر مثبت پیشرفت های ادغام مالی و جهانی شدن به صورت کمی قابل توجه می باشد: کاهش انحراف استاندارد در ISPEED در نتیجه، موجب افزایش متوسط رشد تولید ناخالص داخلی تا 0.58 درصد شد (ضریب همبستگی -0.000462 در انحراف استاندارد ISPEED ضرب شد که طبق جدول 1 برابر با 1256 شد)، در حالی که افزایش انحراف استاندارد در FGLOB، موجب افزایش متوسط رشد تولید ناخالص داخلی تا 0.92 درصد شد (ضریب 0.0633 در انحراف استاندارد FGLOB ضرب و به عدد 14.5 در جدول 1 رسید).

شکل 2. T-stats ضرایب روند زمانی رگرسیون FGLOB



جدول 2. ماتریکس همبستگی

	GDPG	GDPCV	ISPEED	FGLOB	COFV	CIFV	FOPEN
GDPG	1.00						
GDPCV	-0.4877*	1.00					
ISPEED	-0.1998*	0.2254*	1.00				
FGLOB	-0.1501*	0.1369*	0.02	1.00			
COFV	-0.2075*	0.3472*	0.0892*	0.04	1.00		
CIFV	-0.2040*	0.3248*	0.1044*	-0.0630*	0.6727*	1.00	
FOPEN	0.03	-0.0889*	-0.0760*	0.0657*	-0.0850*	-0.01	1.00

GDPG is GDP growth, GDPCV is the proxy measure of GDP growth volatility, ISPEED is the financial integration measure, FGLOB is the financial globalization measure, COFV and CIFV denote the proxy measures of volatility of capital outflows and inflows respectively, and FOPEN is financial openness.

* Value significantly different from 0 at a 5% confidence level.

جدول 3. رگرسیون رشد

	Pooled		Advanced			Emerging			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
GDPG(t-1)	0.575** [0.00]	0.596** [0.00]	0.581** [0.00]	0.410** [0.00]	0.409** [0.00]	0.406** [0.00]	0.495** [0.00]	0.515** [0.00]	0.500** [0.00]
ISPEED(t)	-0.000462** [0.00]	-0.000472** [0.00]	-0.000491** [0.00]	0.0124 [0.39]	0.0144 [0.34]	0.0120 [0.38]	-0.000582** [0.00]	-0.000571** [0.00]	-0.000609** [0.00]
FGLOB(t-1)	0.0633** [0.00]	0.0416 [0.15]	0.0462** [0.04]	0.0493** [0.04]	0.0555** [0.03]	0.0561** [0.03]	0.0886** [0.00]	0.0770** [0.02]	0.0700** [0.03]
COFV(t-1)		0.0574 [0.10]			-0.0283 [0.26]			0.0336 [0.46]	
CIFV(t-1)			0.0623* [0.0672]			-0.0258 [0.205]			0.0656 [0.117]
Time	0.000520** [0.00]	0.000387** [0.03]	0.000450** [0.01]	0.000379 [0.14]	0.000395 [0.14]	0.000400 [0.15]	0.000223 [0.63]	0.000194 [0.68]	0.000195 [0.65]
Constant	-1.811** [0.01]	-1.968** [0.01]	-2.150** [0.00]	-2.132** [0.00]	-2.073** [0.00]	-2.062** [0.00]	-0.279 [0.88]	-0.607 [0.74]	-0.751 [0.67]
M1 (p-value)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.02	0.02
M2 (p-value)	0.59	0.42	0.47	0.13	0.15	0.18	0.49	0.54	0.52
No. of instruments	42	42	42	42	42	42	42	42	42
Sargan (p-value)	0.15	0.19	0.19	0.18	0.21	0.21	0.33	0.26	0.33
Observations	939	939	939	544	544	544	395	395	395
Countries	48	48	48	24	24	24	24	24	24

The estimated models are $GDPG_t = \alpha_0 + \alpha_1 + \alpha_2 + \alpha_3 + ISPEED_t + \beta FGLOB_{t-1} + \gamma COFV_{t-1} + \rho GDPG_{t-1} + \epsilon_t$. GDPG is GDP growth, ISPEED is the financial integration measure, FGLOB is the financial globalization measure, and COFV denotes the proxy measures of volatility of capital outflows (COFV) and capital inflows (CIFV) as defined in the text. α_1 is country fixed effect, α_2 is time fixed-effects, and α_3 is a time trend. Estimates are obtained by the GMM system estimator of Blundell and Bond (1998). M1 and M2 are the p-values of the Arellano-Bond statistics for first and second order correlation of residuals; Sargan is the p-value obtained by estimates of the two-step version of the models. Robust p-values are reported in brackets.

The range of annual data is 1985-2008.

* p < 0.10.

** p < 0.05.

*** p < 0.01.

جدول 4. رگرسیون فراریت رشد

	Pooled			Advanced			Emerging		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	GDPGVT	GDPGVT	GDPGVT	GDPGVT	GDPGVT	GDPGVT	GDPGVT	GDPGVT	GDPGVT
GDPGVT(t-1)	0.241** [0.00]	0.288** [0.00]	0.267** [0.00]	0.262** [0.00]	0.268** [0.00]	0.263** [0.00]	0.284 [0.11]	0.314 [0.11]	0.360* [0.08]
ISPEED(t)	0.000287** [0.02]	0.000283** [0.02]	0.000298** [0.02]	-0.0166 [0.27]	-0.0149 [0.31]	-0.0163 [0.26]	0.000206 [0.21]	0.000203 [0.19]	0.000203 [0.26]
FGLOB(t-)	-0.0244 [0.37]	-0.0163 [0.57]	-0.0174 [0.52]	0.00284 [0.92]	0.00641 [0.85]	0.00254 [0.93]	-0.0525 [0.13]	-0.0472 [0.22]	-0.0453 [0.24]
COFV(t-)		-0.0315* [0.09]			-0.0153 [0.51]			-0.0175 [0.62]	
CFV(t-)			-0.0293 [0.17]			0.00235 [0.89]			-0.0382 [0.28]
Time	0.000206 [0.21]	0.000242 [0.15]	0.000224 [0.17]	0.000341* [0.08]	0.000344* [0.08]	0.000339* [0.09]	-0.000626** [0.03]	-0.000610** [0.04]	-0.000671** [0.03]
Constant	1.776** [0.00]	1.793** [0.00]	1.859** [0.00]	2.153** [0.00]	2.182** [0.00]	2.142** [0.00]	2.805** [0.00]	2.803** [0.00]	2.926** [0.00]
M1 (p-value)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.03
M2 (p-value)	0.94	0.94	0.94	0.85	0.75	0.69	0.73	0.79	0.76
No. of instruments	42	42	42	42	42	42	42	42	42
Sargan (p-value)	0.89	0.91	0.90	0.95	0.18	0.20	0.18	0.94	0.94
Observations	939	939	939	544	544	544	395	395	395
Countries	48	48	48	24	24	24	24	24	24

The estimated models are $GDPGVT_t = \alpha_0 + \alpha_1 + \alpha_2 + \beta_1 ISPEED_t + \beta_2 FGLOB_{t-1} + \beta_3 CFV_{t-1} + \rho GDPGVT_{t-1} + \epsilon_t$. GDPGVT is GDP growth, ISPEED is the financial integration measure, FGLOB is the financial globalization measure, and CFV denotes the proxy measures of volatility of capital outflows (COFV) and capital inflows (CFV) as defined in the text. α_0 is country fixed effect, α_1 is time fixed-effect, and α_2 is a time trend. Estimates are obtained by the GMM system estimator of Blundell and Bond (1998). M1 and M2 are the p-values of the Arellano-Bond statistics for first and second order correlation of residuals; Sargan is the p-value obtained by estimates of the two-step version of the models. Robust p-values are reported in brackets.

The range of annual data is 1985-2008.

* p<0.10.

** p<0.05.

*** p<0.01.

علاوه بر این، ضریب مرتبط با نوسانات جریان های خروجی سرمایه، قابل توجه نمی باشد که نشان دهنده بعد شفافیت می باشد که بر رشد اثری ندارد. در مقابل، ضریب همبستگی مرتبط با نوسانات سرمایه (رگرسیون (3)) مثبت و معنادار و البته ضعیف می باشد.

نتایج حاصل از رگرسیون برای نمونه های اقتصادهای پیشرفته (رگرسیون (4) - (6)) و بازارهای نوظهور (رگرسیون (7) - (8)) به طور کلی نشان دهنده نقاط قوت بالقوه اثرات مثبت ادغام مالی و جهانی شدن در رشد می باشد. این نتایج متفاوت که منعکس کننده تفاوت در واریانس اقدامات ادغام و جهانی شدن در این نمونه برای کشورهای مختلف می باشد، در شکل های 1 و 2 نشان داده شده است. برای اقتصادهای پیشرفته، ضریب همبستگی مرتبط با ISPEED قابل توجه نمی باشد، در حالی که برای اقتصاد بازارهای نوظهور منفی بوده و بسیار قابل توجه می باشد که این، نشانگر تاثیر مثبت قوی تر ادغام مالی برای این کشورها می باشد. در مقابل، به نظر می رسد اثر مثبت جهانی شدن برای هر دو اقتصاد نوظهور و پیشرفته قوی می باشد که منعکس کننده اقتصادهای بعدی است که باعث روند شدید جهانی شدن در طول دوره در نظر گرفته شده، می شود. در نهایت، به نظر نمی رسد که نوسانات جریان های خروجی و ورودی سرمایه، تاثیر قابل توجهی بر هر دو گروه کشورها بگذارد.

در مجموع، پیشرفت در ادغام مالی و جهانی شدن با رشد بالاتر در ارتباط می باشد. علاوه بر این، ادغام مالی، تاثیر مثبت نسبتاً قوی بر رشد اقتصاد بازارهای نوظهور می گذارد، در حالی که جهانی شدن، تاثیر مثبت مشابهی را بر رشد اقتصادهای پیشرفته و نوظهور در طول دوره در نظر گرفته شده، می گذارد.

3.2. نوسانات رشد

جدول 4، همان رگرسیون نشان داده شده در جدول 3 را با اندازه گیری های تعیین کننده نوسانات رشد تولید ناخالص داخلی (GDPGV) به عنوان متغیر وابسته، نشان می دهد. همانطور که در رگرسیون پویای قبلی گفته شد، آزمون مرتبه دوم همبستگی خطا و آزمون سارگان برای شناسایی محدودیت های حمایت مشخصات مدل، مورد استفاده قرار می گیرد.

در نمونه مخلوط (رگرسیون (1) - (3))، ISPEED، به طور مثبت و قابل توجهی با نوسانات رشد همراه می باشد. بنابراین، افزایش ادغام مالی از طریق کاهش ISPEED، با نوسانات رشد پایین همراه می باشد. شایان ذکر است، تاثیر مثبت پیشرفت ادغام مالی، به لحاظ کمی قابل توجه است: کاهش انحراف معیار در ISPEED، موجب کاهش نوسانات رشد تولید ناخالص داخلی تا 0.36 می شود (ضریب 0.000287 ضربدر انحراف استاندارد ISPEED، که به 1256 مطابق جدول 1 می رسد)، معادل کاهش 14 درصد در میانگین نوسانات رشد می باشد.

در مقابل، اندازه گیری ارزش عقب مانده FGLOB و اندازه گیری نوسانات جریان های سرمایه، تاثیر قابل توجهی بر نوسانات رشد ندارد. وقتی نمونه، بین اقتصادهای پیشرفته و نوظهور تقسیم شده باشد، نشانه های ضرایب مربوط به اندازه گیری ادغام مالی و جهانی شدن، مشابه نشانه های به دست آمده در نمونه کامل می باشد، اگر چه ضرایب، با توجه به تنوع کافی کشورها در دو نمونه، معنی دار نمی باشند.

در مجموع، پیشرفت در ادغام مالی با نوسانات رشد پایین همراه می باشد، در حالی که به نظر می رسد تاثیر جهانی شدن و نوسانات جریان سرمایه ارتباطی با نوسانات رشد ندارد. این نتیجه دوم تا حدودی در تضاد با حدس در مورد ارتباط مثبت بین این متغیرها و نوسانات فعالیت واقعی می باشد.

جدول 5. تایید رشد و رگرسیون فراریت رشد

Variables	(1)	(2)
	DGDPG	DGDGCV
DGDPG(t-1)	-0.124 [0.18]	
DISPEED(t-1)	-0.000500** [0.00]	0.000246** [0.02]
DFZLOB(t-1)	0.0741*** [0.00]	-0.0244 [0.15]
DGDGCV(t-1)		-0.294** [0.00]
Constant	-2.253 [†] [0.09]	-0.617 [0.55]
Observations	891	891
Number of countries	48	48
M1	0.02	0.00
M2	0.19	0.21
No. of instruments	61	61
Sargan p-value	0.265	0.43

Regressions (1)-(2) are the same regressions estimated in differences according to the procedure described in De Nicolò et al. (2008). Estimates are obtained by the GMM System estimator of Blundell and Bond (1998). M1 and M2 are the p-values of the Arellano-Bond statistics for first and second order correlation of residuals; Sargan is the p-value obtained by estimates of the two-step version of the models. Robust p-values are reported in brackets.

The range of annual data is 1985-2008.

[†] p < 0.10.

** p < 0.05.

*** p < 0.01.

3.3. پایداری

پایداری نتایج گزارش شده در جداول 3 و 4 را با منابع احتمالی انحراف را با توجه به متغیرهای حذف شده، گزارش کردیم. به همین منظور، برآورد پویای GMM را بر اساس رشد پایه و رگرسیون نوسانات رشد، اجرا کرده و از نمونه مختلط و «تفاضل دو برابر» مطابق با برآوردهای اجرا شده توسط دی نیکلو و همکاران (2008) استفاده کردیم که می تواند تقریب زدن تمام متغیرهای پویا را با یک روند تصادفی تقریبی، کنترل کند.

همانطور که در جدول 5 نشان داده شده است، نتایج به دست آمده، در واقع همان نتایجی است که از رگرسیون گزارش شده در جداول 3 و 4 به دست آمده است. بنابراین، به نظر می رسد نتایج ما را می توان در هر مجموعه ای از متغیرهای پویا که با روند تصادفی، تقریب زده می شوند، استفاده کرد.

3.4. خطر سیستمیک

در اینجا ما این نکته را مورد بررسی قرار می دهیم که بین ادغام مالی، جهانی شدن و شاخص خطر سیستمیک که توسط دی نیکلو و جوونوال (2012) به عنوان تحقق دنباله (سمت چپ) فعالیت های واقعی تعریف شده است، ارتباط معنی داری وجود دارد. یکی از مزایای استفاده از این شاخص ها، اجتناب از فعالیت های چالشی برای تعریف و برقراری ارتباط با قسمت بانک و یا شکنندگی مالی، می باشد. همواره بی ثباتی مالی، اثرات واقعی و قابل توجه

منفی داشته، که به صورت کاهش قابل توجه در فعالیت واقعی و انجام شده توسط شاخص های ما، خود را نشان می دهد.

ما دو اقدام برای خطر سیستمیک در نظر گرفته ایم. اولین آن که SR5 نامیده می شود یک متغیر دوگانه می باشد که مقدار آن، یک در نظر گرفته می شود در صورتی که نسبت رشد تولید ناخالص داخلی یک کشور که در یک سال به دست آمده - که برای کل نمونه محاسبه می شود - کمتر از 5 درصد توزیع باشد، در غیر این صورت، صفر در نظر گرفته می شود. اندازه گیری دوم که SR0 نامیده می شود، به عنوان کمترین میزان تحقق خطر سیستمیک در نظر گرفته می شود و با توجه به رکوردهای مشاهده شده، قابل تفسیر می باشد. از آن به عنوان یک متغیر باینری استفاده می شود که مقدار آن، یک در نظر گرفته می شود اگر رشد تولید ناخالص داخلی در یک سال، منفی باشد در غیر این صورت، صفر تعریف می شود. برای به حداکثر رساندن اندازه توزیع تجربی رشد تولید ناخالص داخلی، SR5 و SR0 بر اساس داده های رشد تولید ناخالص داخلی از سال 1960 برای هر کشور محاسبه می شود. ما مدل لاجیت را طبق فرمول زیر تخمین می زنیم:

$$P(SR_{jt} = 1) = \text{Logit}(\alpha + \beta ISPEED_{jt} + \gamma FGLOB_{jt-1} + \delta CFV_{jt-1} + \rho GDPG_{jt-1})$$

جدول 6، نتایج نمونه مختلط را برای نمونه های اقتصاد پیشرفته و نوظهور نشان می دهد. در نمونه مخلوط (رگرسیون (1) - (3) از پانل A)، احتمال تحقق خطر سیستمیک SR5، پایین تر از حداکثر ادغام مالی می باشد، که در آن، ضریب مرتبط با ISPEED مثبت و قابل توجه می باشد. همانطور که در رگرسیون قبلی بیان شد، تاثیر مثبت پیشرفت های ادغام مالی، از نظر کمی، قابل توجه می باشد: کاهش انحراف استاندارد در ISPEED، موجب افزایش ثبت وقایع عجیب از طریق کاهش قابل توجه در فعالیت های واقعی تا 0.38 می شود (ضریب 0.0003 در انحراف استاندارد ISPEED ضرب شده و به 1256 مطابق با جدول 1 می رسیم).

همه ضرایب مرتبط با FGLOB و نوسانات جریان سرمایه، منفی بوده ولی معناداری نمی باشد. در مقابل، در رگرسیون SR0 به عنوان متغیر وابسته، ضرایب ISPEED، مثبت باقی مانده است اما معنادار نمی باشد. در مقابل، ضریب مرتبط با FGLOB، منفی بوده و بسیار قابل توجه بوده و ضرایب مرتبط با نوسانات جریان سرمایه، منفی و معنی دار هستند. به طور خاص، تاثیر مثبت جهانی شدن، به صورت کمی، غیر قابل چشم پوشی می باشد: انحراف استاندارد در نتایج FGLOB افزایش یافته است که موجب افزایش ثبت وقایع عجیب از طریق کاهش قابل توجه در فعالیت های واقعی تا -0.06 می شود (ضریب -0.0045 در انحراف استاندارد FGLOB ضرب می شود و به 14.5 مطابق با جدول 1 می رسیم). این نتایج نشان می دهد که پیشرفت در ادغام مالی با بی ثباتی اقتصاد کلان، کمتر ارتباط دارد، در حالی که سطوح بالاتری از جهانی شدن و نوسانات جریان سرمایه ها، با کاهش احتمال رکود همراه می باشد.

نتایج نمونه های اقتصاد پیشرفته (جدول 6، پانل B) و اقتصاد بازارهای نوظهور (جدول 6، پانل C) نشان دهنده قدرت پتانسیل اثرات مثبت ادغام مالی و جهانی شدن بر بروز خطر واقعی سیستمیک در سراسر این دو گروه می باشد. برای اقتصادهای پیشرفته، ضریب مرتبط با ISPEED، مثبت بوده اما قابل توجه نمی باشد، در حالی که این ضریب برای اقتصاد بازارهای نوظهور، مثبت و قابل توجه می باشد که نشان دهنده تاثیر قوی ادغام مالی در کاهش خطر سیستمیک برای این دو دسته می باشد. در مقابل، ضریب FGLOB برای تمام رگرسیون ها در این دو گروه، منفی بوده و فقط برای SR0 قابل توجه می باشد که مجدداً این نکته را نشان می دهد که جهانی شدن مالی با احتمال کمتری رکود همراه می باشد. در نهایت، ضرایب مرتبط با نوسانات خروج سرمایه، قابل توجه نمی باشند، در حالی که در ارتباط با نوسانات جریان سرمایه و در رگرسیون SR0 به عنوان متغیر وابسته در نمونه بازارهای نوظهور، منفی و معنی دار می باشند.

ما به عنوان جمع بندی، به یک رابطه منفی بین ادغام مالی، جهانی شدن و احتمال تحقق خطر سیستمیک واقعی وجود دارد و مهمتر از آن، ارتباط روابط منفی بین نوسانات جریان سرمایه و احتمال رکود اقتصادی وجود دارد. این

نتایج به همراه شواهد نوسانات رشد که قبلا گزارش شده است، در تقابل با این گمان است که ارتباطی بین ادغام مالی، جهانی شدن، رشد و ثبات در اقتصاد کلان وجود دارد.

جدول 6. رگرسیون‌های خطر واقعی سیستمیک

A. Fixed		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
		SE	SE	SE	SE	SE	SE
CGPI (-1)	-0.30**	(0.09)	-0.32**	(0.09)	-0.28**	(0.09)	-0.29**
ΔCGPI	0.012	(0.02)	0.012	0.012	0.012	0.012	0.012
ΔCGPI (-1)	-0.024	(0.02)	-0.023	(0.02)	-0.023	(0.02)	-0.023
CGPI (-1)	0.046	(0.02)	0.046	0.046	0.046	0.046	0.046
CGPI (-2)	-0.022	(0.02)	-0.022	(0.02)	-0.022	(0.02)	-0.022
Constant	-3.31**	(0.10)	-3.25**	(0.10)	-3.16**	(0.10)	-3.22**
Pseudo R2	0.27		0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
Observations	109		109	109	109	109	109
B. Advanced		(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
		SE	SE	SE	SE	SE	SE
CGPI (-1)	-0.34**	(0.09)	-0.35**	(0.09)	-0.33**	(0.09)	-0.34**
ΔCGPI	0.017	(0.02)	0.017	0.017	0.017	0.017	0.017
ΔCGPI (-1)	-0.030	(0.02)	-0.029	(0.02)	-0.029	(0.02)	-0.029
CGPI (-1)	0.038	(0.02)	0.038	0.038	0.038	0.038	0.038
CGPI (-2)	-0.024	(0.02)	-0.024	(0.02)	-0.024	(0.02)	-0.024
Constant	-3.70**	(0.10)	-3.63**	(0.10)	-3.52**	(0.10)	-3.58**
Pseudo R2	0.29		0.29	0.29	0.29	0.29	0.29
Observations	109		109	109	109	109	109
C. Emerging		(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
		SE	SE	SE	SE	SE	SE
CGPI (-1)	-0.18**	(0.06)	-0.18**	(0.06)	-0.18**	(0.06)	-0.18**
ΔCGPI	0.008	(0.02)	0.008	0.008	0.008	0.008	0.008
ΔCGPI (-1)	-0.021	(0.02)	-0.021	(0.02)	-0.021	(0.02)	-0.021
CGPI (-1)	0.036	(0.02)	0.036	0.036	0.036	0.036	0.036
CGPI (-2)	-0.020	(0.02)	-0.020	(0.02)	-0.020	(0.02)	-0.020
Constant	-3.08**	(0.10)	-3.00**	(0.10)	-2.92**	(0.10)	-2.98**
Pseudo R2	0.19		0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
Observations	109		109	109	109	109	109

The estimated models are $FDI_{i,t} = \alpha + \beta_1 CGPI_{i,t-1} + \beta_2 \Delta CGPI_{i,t} + \beta_3 \Delta CGPI_{i,t-1} + \beta_4 CGPI_{i,t-1} + \beta_5 CGPI_{i,t-2} + \epsilon_{i,t}$. All are the indicators of system risk. SEs equal to $\sqrt{\hat{\sigma}^2}$. $FDI_{i,t}$ is the natural logarithm of the country distribution of FDI growth, and $CGPI_{i,t}$ is the natural logarithm of real GDP growth in country i at time t . $\Delta CGPI_{i,t}$ is the first-order difference of $CGPI_{i,t}$. $\Delta CGPI_{i,t-1}$ is the first-order difference of $\Delta CGPI_{i,t}$. $CGPI_{i,t-1}$ is the lagged value of $CGPI_{i,t}$. $CGPI_{i,t-2}$ is the lagged value of $CGPI_{i,t-1}$. Estimates are obtained by least regression with standard errors clustered by country. Robust p-values are reported in brackets. The range of annual data is 1980-2008.

* p<0.10
* p<0.05
* p<0.01

3.5. نقش بهبود در اداره شرکت ها و موسسات

بسیاری از مشارکت ها در ادبیات، مخصوص کیفیت حاکمیت شرکتی و توسعه سازمانی به عنوان عوامل مهم برای ادغام مالی و جهانی شدن می باشد. ما در اینجا این نکته را ارزیابی می کنیم که آیا بهبود در کیفیت حاکمیت شرکت ها و سازمان ها، باعث افزایش اثرات مثبت ادغام مالی و جهانی شدن در فعالیت های واقعی ما می شود. ما نه تنها در سطوح، تغییرات ایجاد می کنیم، بلکه چنین اصلاحاتی ممکن است در جهش گسستن و نه پیشرفت آرام صورت می گیرد و گاهی اوقات، توسط تصویب یک باره قوانین جدید، مقررات و شیوه های کسب و کار انجام می شود.

اندازه گیری پیشرفت در کیفیت حاکمیت شرکتی، توسط CGQ مشخص شده است و شامل تغییر سالانه شاخص های ترکیبی کیفیت اداره امور شرکت ها می باشد که توسط دی نیکلو و همکاران تهیه شده (2008) و بر اساس داده های محاسبه شده شرکت های ذکر شده در بازارهای سهام می باشد که در سال 2009، به روزرسانی شده

است. این شاخص های ترکیبی، کیفیت افشا و شفافیت استانداردهای حسابداری را به دست آورده و استاندارد شده است به طوری که افزایش شاخص حکومت، سیگنال های بهتر شرکت ها را نشان می دهد. به ویژه، این شاخص به طور متوسط از سه بعد حاکمیت شرکتی تشکیل شده است: استانداردهای حسابداری، اندازه گیری میزان افشای حسابداری شرکت در یک کشور، هموارسازی سود، اندازه گیری «میزان ابهام درآمد» که مشخص می کند تا چه حد ممکن است مدیران، عملکرد واقعی شرکت را با استفاده از ارقام تعهدی به منظور هموار کردن نوسانات سود سالانه، پنهان کنند؛ و همزمانی قیمت که مورک و همکاران آن را پیشنهاد کرده و کیفیت حاکمیت شرکت ها و درجه توسعه مالی را نشان می دهد. اندازه گیری پیشرفت در کیفیت سازمان ها، توسط INST مشخص شده است که تغییر میانگین ساده شاخص های حکومت را به طور سالانه نان می دهد و توسط کافمن و همکاران تهیه شده است (2009). این موارد شامل شش اقدام مبتنی بر نظرسنجی از کیفیت نهادی می باشد که جزئیات آن، در پیوست نشان داده شده است.

ما به منظور ارزیابی تاثیر بالقوه بهبود کیفیت حاکمیت شرکت ها و موسسات بر قدرت رابطه بین ادغام مالی، جهانی شدن و فعالیت های واقعی، در جدول 7، مشخصات رگرسیون پانل پویا در جدول های 3-4 را گزارش داده ایم که به همراه شرایط تعامل ISPEED و FGLOB با CGQ و INST و ارتباط این موضوعات با رگرسیون لاجیت که در جدول 6 مشخص شده است، می باشد.

رگرسیون (1) در جدول 7، نتایج رشد تولید ناخالص داخلی به عنوان متغیر وابسته را نشان می دهد. مشابه با رگرسیون حاصله در جدول 3، ضریب ISPEED منفی و معنی دار بوده و ارزش عقب مانده FGLOB مثبت و قابل توجه می باشد که نشان دهنده پیشرفت در ادغام مالی و جهانی شدن مرتبط با نرخ رشد بالاتر تولید ناخالص داخلی می باشد. با این حال، ارتباط ISPEED و FGLOB، معنادار نمی باشد. رگرسیون (2) در جدول 7، نتایج مرتبط با نوسانات رشد به عنوان یک متغیر وابسته را نشان می دهد. ضریب ISPEED، مثبت و معنی دار بوده و مطابق با نتایج جدول 4 می باشد در حالی که ISPEED * CGQ، مثبت و معنادار می باشد: این بدان معنی است

که ادغام مالی بیشتر، با نوسانات پایین تر رشد مرتبط بوده و میزان تاثیر پیشرفت در ادغام مالی، به طور قابل توجهی موجب ارتقا در بهبود حاکمیت شرکت ها می شود.

در نهایت، معادلات (3) و (4) در گزارش جدول 7، رگرسیون لاجیت را به همراه خطر سیستمیک به عنوان یک متغیر وابسته و مرتبط، نشان می دهد. تعامل $CGQ * ISPEED$ برای هر دو رگرسیون، مثبت و معنی دار می باشد که نشان دهنده تاثیر کاهشی خطر بر ادغام مالی می باشد و در کشورهایی که تجربه زیادی در اداره امور شرکت ها دارند، این اثر بزرگتر است. در مقابل، تعامل $INST * ISPEED$ منفی بوده، اما ضرایب، بسیار کوچک هستند و تعامل های باقی مانده، چندان با صفر تفاوتی ندارند.

با همه این موارد، بهبود در اداره امور شرکت به عنوان یک عامل مهم تعیین کننده برای معنادار بودن تاثیر مثبت ادغام مالی بر ثبات اقتصاد کلان، پدیدار می شود. در مقابل، شواهد ضعیفی وجود دارد که تاثیر جهانی شدن به طور قابل توجهی، تحت تاثیر بهبود اداره امور شرکت ها و کیفیت نهادها می باشد.

جدول 7. نقش حاکمیت شرکتی و کیفیت نهادها: رشد، تایید رشد و خطر واقعی سیستمیک

	Panel regressions		Logit regressions	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	CGPC	CGPCV	36	36
$CGPC(-1)$	0.483**			
	[0.000311]			
$CGPCV(-1)$		0.263		
		[0.302]		
$ISPEED$	-0.0168**	0.06125*	$ISPEED$	0.000455
	[0.00211]	[0.00001]		[0.00017]
$ISPEED * CGQ$	-0.0133	0.0038**	$ISPEED * CGQ$	0.0362**
	[0.137]	[0.00021]		[0.001]
$ISPEED * INST$	5.57e-05	-1.67e-05	$ISPEED * INST$	-4.20e-05**
	[0.110]	[0.377]		[0.000]
$FGLO(-1)$	0.0682*	0.00300	$FGLO(-1)$	-0.0754**
	[0.0405]	[0.626]		[0.001]
$FGLO(-1) * CGQ$	0.176	0.501	$FGLO(-1) * CGQ$	0.370
	[0.698]	[0.378]		[0.001]
$FGLO(-1) * INST$	-0.000138	0.000588	$FGLO(-1) * INST$	1.47e-05
	[0.647]	[0.410]		[0.00010]
Time	-0.00366	0.00320		[0.77]
	[0.028]	[0.613]		
Constant	2.810	0.261	Constant	-3.725**
	[0.006]	[0.988]		[0.000]
M1 (p-value)	0.00	0.00	Pseudo-R2	0.462
M2 (p-value)	0.31	0.01	Observations	425
No of instruments	38.00	38.00		425
Sargan (p-value)	0.22	0.40		
Observations	425	425		
Constant	39	36		

The estimated models are those in Table 3 (dependent variable: CGP growth, CGPC), Table 4 (dependent variable: CGP growth volatility, CGPCV), and Table 5 (the logit model).

SIZE2D is the financial integration measure, FGLO is the financial globalization measure. SR are the indicators of systemic real risk. SRs equal to 1 if real GDP growth is lower than the 5th percentile of the country distribution of GDP growth, and 0 otherwise; SRs equal to 2 if real GDP growth is negative, and 0 otherwise. Estimates are obtained by the GMM System estimator of Arellano and Bond (1995). M1 and M2 are the p-values of the Arellano-Bond statistics for first and second order correlation of residuals; Sargan is the p-value obtained by estimator of the two-step version of the model. Robust p-values are reported in brackets.

The range of annual data is 1985-2008.

* p < 0.10
** p < 0.05
*** p < 0.01.

4. نتیجه گیری

در این مقاله، تاثیر متمایز ادغام مالی و جهانی شدن، در سه بعد فعالیت واقعی مورد بررسی قرار گرفته است: رشد، نوسانات رشد و بی ثباتی اقتصاد کلان. ادغام مالی و جهانی شدن با رشد بالاتر، نوسانات رشد پایین تر و احتمال

پایین تر کاهش شدید فعالیت های واقعی مرتبط بوده و تاثیر مثبت ادغام مالی بر ثبات اقتصاد کلان، از طریق بهبود اداره امور شرکت و کیفیت موسسات، همراه می باشد.

در مجموع، این نتایج نشان می دهد که ادغام مالی و جهانی سازی، به احتمال زیاد به اثرات واقعی سودمند ناشی از تخصیص منابع پیش بینی شده کارآمدتر از طریق نظریه ها، منجر می شود. ما ارتباط مستقیم بین شواهد هزینه ها و بعد بی ثباتی اقتصاد کلان پیدا نکردیم. سیاست، با هدف ایجاد انسجام و یکپارچگی مالی بازارهای سرمایه و بخش های مالی، موانع جهانی شدن مالی و ترویج بهبود اداره امور شرکت ها و کیفیت سازمان ها را در صورت لزوم، از بین می برد، هرچند این کار کافی نیست اما به کشورها اجازه می دهد تا از مزایای آن بهره ببرند.



این مقاله، از سری مقالات ترجمه شده رایگان سایت ترجمه فا میباشد که با فرمت PDF در اختیار شما عزیزان قرار گرفته است. در صورت تمایل میتوانید با کلیک بر روی دکمه های زیر از سایر مقالات نیز استفاده نمایید:

لیست مقالات ترجمه شده ✓

لیست مقالات ترجمه شده رایگان ✓

لیست جدیدترین مقالات انگلیسی ISI ✓

سایت ترجمه فا ؛ مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده از نشریات معتبر خارجی