

# نقش کمک‌های خارجی و یک‌پارچگی تجاری در تحرک بین‌المللی سرمایه: کاربرد نظریه فلداشتین - هوریوکا

سید کامیل طیبی

عضو هیأت علمی دانشگاه اصفهان

محمد واعظ

عضو هیأت علمی دانشگاه اصفهان

لیلا ترکی

دانشجوی دکترای دانشگاه اصفهان

تاریخ دریافت: ۱۳۸۶/۶/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۸۷/۹/۱۰

## چکیده

در این مقاله، ابتدا به بررسی تحولات نظام پولی بین‌المللی و معرفی نظریه‌های متفاوت جریان‌های سرمایه پرداخته می‌شود. بر این اساس، نظریات مهم تحرک سرمایه، از جمله نظریه جریان سرمایه، نظریه پورتفولیو و در نهایت روش پولی تراز پرداخت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس این مقاله یک حالت خاص از نظریه تحرک سرمایه (نظریه فلداشتین - هوریوکا) را مطرح کرده و به بررسی آن در ۱۶ کشور در حال توسعه در طول دوره ۲۰۰۳-۱۹۸۰، می‌پردازد. بررسی این نظریه با استفاده از روش داده‌های تلفیقی است. هدف این مقاله، بررسی نقش کمک‌های خارجی و یک‌پارچگی تجاری بر تحرک بین‌المللی سرمایه در کشورهای منتخب در حال توسعه است. نتایج حاصل از برآورد مدل، از تأثیرگذاری مستقیم جذب کمک‌های خارجی بر کشورهای منتخب دارد. به علاوه، یک‌پارچگی تجاری در شرق آسیا نیز منجر به تحرک بیش‌تر سرمایه می‌شود. با این حال، اثر ترکیبی کمک‌های خارجی و یک‌پارچگی تجاری بر تحرک سرمایه در شرق آسیا و هم‌چنین آمریکای لاتین نتایج معنی‌دار اما غیر قابل انتظاری را نشان می‌دهند. در مقابل، این اثر در غرب آسیا موافق با انتظار است، به طوری که پیامد آن بر بهینه شدن منابع خارجی از طریق ایجاد یک‌پارچگی تجاری در تحرک بخشی سرمایه و توسعه ظرفیت‌های اقتصادی است.

طبقه‌بندی JEL: F21, F15, F35, F36

کلید واژه: کمک خارجی، یک‌پارچگی تجاری، تحرک بین‌المللی سرمایه، نظریه

فلداشتین - هوریوکا

## ۱- مقدمه

آزاد سازی سریع اقتصادی در بازارهای نوظهور ، در اواخر دهه ۱۹۸۰ و اوایل دهه ۱۹۹۰ همراه با پیشرفت های تکنولوژی در حمل و نقل و ارتباطات، سبب افزایش سریع تجارت و یکپارچگی کشورهای در حال توسعه با سایر کشورها در سال های اخیر شده است (ایچن گرین، ۲۰۰۳).

تعداد کشورهای دارای بازارهای نوظهور از تعداد معدودی در سال ۱۹۸۶ تا دهه ۱۹۹۰ به شدت افزایش یافته، به طوری که جریان های سرمایه خصوصی بین المللی به این کشورها از جمله چین، هند، روسیه، اندونزی و برزیل افزایش چشم گیری داشته است (داسگوپتا ، ۲۰۰۱). در مجموع، خالص جریان های ورودی سرمایه خصوصی در جهان از حدود ۴۳ میلیارد دلار آمریکا در سال ۱۹۹۰، به اوج خود در حدود ۴۷۲ میلیارد دلار آمریکا در سال ۲۰۰۵ رسیده است (بانک جهانی، ۲۰۰۶).

به هر حال، تجربه در مورد جریان های بین المللی سرمایه، نوسان های زیادی را نشان می دهد. از یک سو افزایش سریع فرصت های سرمایه گذاری و نوآوری های تولیدی و مالی سرمایه های جذب شده، منافع قابل توجهی برای کشورهای در حال توسعه داشته است. از سوی دیگر، جریان های بین المللی سرمایه مخاطرات جدیدی نیز خلق کرده اند. دلایل عمده ایجاد مخاطرات سرمایه های جذب شده عبارتند از: آسیب پذیری آنها به تکان های خارجی، بی ثباتی سیاسی داخلی، ضعف نهادی و سیاست گذاری است، که همگی منجر به خروج سریع سرمایه و ظهور بحران های مالی عمیق، به ویژه در کشورهای دارای نهادهای مالی داخلی ضعیف شده است.

در بسیاری از موارد، جریان های عظیم ورودی سرمایه که در بعضی زمان ها با توقف و خروج ناگهانی آنها همراه شده، منجر به بحران های مالی گردیده است. هم چنین بحران های مالی اخیر به علت افزایش یکپارچگی مالی و تجاری به مناطق و کشورهای دیگر نیز سرایت کرده است. هزینه های بالای این بحران ها منجر به تکوین دیدگاهی شده است که طبق آن کشورها نباید بازارهای مالی و جریان های سرمایه را قبل از تقویت نهادهای مالی و برقراری نظام های مطلوب نظارتی و مقررات احتیاطی، آزاد نمایند (ایچن گرین ۲۰۰۳ و ایسارد ۲۰۰۵). از سوی دیگر، نوسان ستاده همراه با

---

1- Emerging Markets.

2- Dasgupta.

3- Eichengreen .

4- Isard.

بحران‌هایی که اغلب به دنبال آزاد سازی مالی ایجاد شده اند، سبب شده اقتصاددانان به طور دقیق تری این مسئله را بر رسی نمایند که آیا آزاد سازی حساب سرمایه منجر به رشد اقتصادی بلندمدت می‌شود؟ گرچه بسیاری از اقتصاددانان (مانند کانادو و همکاران ۲۰۰۶) با این دیدگاه موافق هستند که کشورها نباید قبل از پایه ریزی مجموعه‌ای از نهادهای اساسی، جریان‌های سرمایه بین‌المللی را آزاد کنند، برخی دیگر از اقتصاددانان (مثل راجان و زینگلاس ۲۰۰۳) تأکید کرده‌اند آزاد سازی جریان‌های سرمایه انگیزه‌هایی را برای تقویت نهادهای بخش مالی در کشورها فراهم می‌کند و می‌تواند در راستای اصلاح نظام مالی قرار بگیرد.

راجان و زینگلاس (۲۰۰۳) دسترسی به منابع مالی برای اشاعه فرصت‌های اقتصادی و جهش رشد را لازم می‌دانند و بنابراین، با توصیه برخی از اقتصاددانان که اعتقاد دارند کشورهای با یک محیط نهادی ضعیف باید آزادسازی بخش مالی شان را تا زمان تقویت نهادهایشان به تعویق بیندازند، مخالف هستند. در دیدگاه آن‌ها، از نظر تعداد دیگری از اقتصاددانان (مانند استیگلیتز ۱۹۹۶) وجود بازارهای ناقص و بحران‌های مالی، کشورها را از منافع کامل یک پارچگی مالی بین‌المللی محروم می‌کند. بنابراین با توجه به تجربیات اخیر، جای تعجب نیست اکنون چالش تطبیق دادن تحرک بین‌المللی سرمایه با ثبات اقتصاد داخلی، موضوع اصلی و بحث برانگیزی برای اقتصاد بین‌الملل و سیاست گذاران ایجاد کرده باشد. با این حال، این سؤال مطرح است که آیا ادغام در نظام مالی بین‌المللی زمینه ساز ثبات اقتصاد داخلی نیز خواهد بود؟

## ۲- تکامل نظام پولی بین‌الملل

همواره، حول نظام مالی بین‌الملل، مجموعه‌ای از نهادهای رسمی و قوانین و قواعد عملیاتی، فرایند تسویه بر حسب واحدهای پولی و مختلف را هدایت می‌کنند، لذا فراهم کردن امکان مبادله واحدهای پولی برای ساکنان کشورهای متفاوت، موجب ارتباط اقتصادهای ملی در چارچوب نظام پولی بین‌المللی با یکدیگر می‌شود. با ایجاد توانایی برای داد و ستدهای پولی بین ساکنان کشورهای مختلف، نظام پولی بین‌المللی در واقع پلی برای متصل کردن اقتصادهای ملی به یکدیگر است. در طول

---

1- Cunado & et al.

2- Rajan and Zingales.

زمان، همراه با پیشرفت های فنی و تحولات ترجیحات و اولویت های کشورها، ماهیت این نظام و نقش نهادهای مرتبط توسعه یافته است.

بسیاری از داد و ستدهای بین کشورها در برگیرنده پول های رایج متفاوت است. یکی از اهداف اصلی جامعه بین الملل، برقراری یک نظام نرخ ارز با ثبات برای مبادله پول های رایج ملی است، نه یک نظامی که نوسان زیادی داشته باشد. بر این اساس، می توان انتظار داشت نرخ های ارز با ثبات و مطمئن موجب توسعه تجارت بین المللی شده و دسترسی به اهداف اساسی تر، یعنی جهش رشد اقتصادی و توسعه استانداردهای زندگی را امکان پذیر می کنند. (ایچن گرین، ۲۰۰۳).

برای درک عملکرد اقتصاد جهانی و نتایج فرایندهای جهانی شدن اقتصاد، باید نظام پولی بین المللی و نقش هایی که انتظار می رود این نظام ایفا کند و هم چنین عواملی که در میزان تأثیرگذاری آن مؤثرند، بررسی شود. بنابراین، تحولات تاریخی، نظام مالی بین المللی به طور مختصر بررسی می شود.

## ۲-۱- ظهور و سقوط رژیم های پولی بین المللی: ۱۹۴۵-۱۸۷۰

یکی از نظریات اصلی اقتصاد کلان بین الملل درباره شوک های بزرگ ناشی از تحرک سرمایه بین المللی، توانایی دولت ها برای کنترل هم زمان نرخ ارز و تأمین سایر اهداف اقتصادی به وسیله سیاست پولی است. بدین معنی که مقامات پولی به طور هم زمان نمی توانند هر سه هدف آزادی کامل حرکت سرمایه بین مرزها، نرخ ارز ثابت و سیاست مستقل پولی را برای رسیدن به اهداف اقتصاد داخلی، تأمین کنند. این نظریه تا زمانی که فلمینگ (۱۹۶۲) و ماندل (۱۹۶۳ و ۱۹۶۱ و ۱۹۶۰) تحلیل های جدید از کاربردهای سیاسی تحرک کامل سرمایه بین المللی را انتشار دادند، توسعه نیافته بود (ایسارد، ۲۰۰۵).

این نظریه در ادبیات اقتصادی به معمای سه گانگی سیاست اقتصاد کلان، یا قضیه تثلیث ناهماهنگ برای اقتصاد باز معروف شده است. این قضیه بیان می کند در صورتی که برای کشوری با رژیم نرخ ارز ثابت، هدف اول مهم نباشد، دولت می تواند بدون توجه به نرخ های بهره در سایر کشورها، سیاست پولی مستقلی را دنبال کند. دولت از هدف دوم دست بردارد و از رژیم نرخ ارز شناور پیروی کند، حداقل تا زمانی که قیمت های

داخلی تغییر نکنند، می‌تواند به طور هم زمان به اهداف اول و سوم دست یابد. به عبارت دیگر، در این صورت امکان تجمیع تحرک بین‌المللی سرمایه و سیاست مستقل پولی وجود دارد. اما اگر دولت، سیاست نرخ ارز ثابت همراه با حرکت آزادانه سرمایه را دنبال کند، دیگر نخواهد توانست به وسیله سیاست پولی به اهداف داخلی اقتصاد دست پیدا کند. علت این است که دخالت دولت به منظور حمایت از برابری ارز، مستلزم حرکت سرمایه به صورتی است که بتواند هرگونه سیاست پولی که بخواهد نرخ بهره داخلی را تهدید کند، خنثی سازد (آبستفیلد و تیلور، ۲۰۰۴).

بنابراین روند تحولات در بازار جهانی سرمایه، ناشی از عکس‌العمل‌های متفاوتی است که نسبت به مؤلفه‌های معمای سه گانه رخ می‌دهد. در واقع، کارکرد معمای سه گانه چارچوب مفیدی برای شرح عملکرد و اضمحلال پی در پی نظام‌های پولی بین‌المللی فراهم می‌کند.

تحقیقات اقتصاددانانی مانند ایچن گرین (۲۰۰۳)، آبستفیلد و تیلور (۲۰۰۳) و ایسارد (۲۰۰۵)، نشان می‌دهند بعد از سال ۱۸۷۰، حرکت بین‌المللی سرمایه براساس سیاست معمای سه گانه به دوره‌های مختلفی تقسیم می‌شود. دوره اول شامل سال ۱۸۷۰ تا سال ۱۹۱۴ که شروع جنگ جهانی اول است. در این دوره، بیش‌تر فعالیت‌های اقتصادی دنیا بر اساس رژیم استاندارد طلا انجام می‌گرفت و مرکز بازار سرمایه جهان در لندن بود. رژیم استاندارد طلای بین‌الملل که در خلال دهه ۱۸۷۰ شکل گرفت، شامل ایالات متحده و بیش‌تر کشورهای اروپایی شد (یوگر، ۱۹۷۶). تحت این نظام هر کشور پول خود را بر حسب مقدار معینی طلا تعریف می‌کرد و ملزم به خرید یا فروش هر مقدار طلا با نرخ تعیین شده بود. به هر حال اکثر کشورهای صنعتی تا قبل از سال ۱۹۱۴ ارزش پول خود را بر حسب طلا ثابت نگه داشته و نظام نرخ ارز ثابت را برگزیده بودند. بنابراین، کشورهای صنعتی طبق معمای سه گانه، برای حفظ ثبات نرخ ارز و تحرک آزاد سرمایه، دست نیافتن به برخی اهداف داخلی را پذیرفته بودند به طور مثال، بین سال‌های ۱۸۹۱ و ۱۸۹۷، خزانه‌داری آمریکا به دلیل خطر جدا شدن رابطه دلار از طلا، ناچار شد با اتخاذ سیاست پولی موجب کاهش سطح قیمت‌ها شود. این سیاست‌ها به شدت مورد انتقاد قرار گرفت، اما تأثیری بر تصمیم دولت نداشت (آبستفیلد و تیلور، ۲۰۰۴).

---

1- Obstfeld and Taylor.

2 - Yeager.

با شروع جنگ جهانی اول بین سال‌های ۱۹۱۸-۱۹۱۴، دوران حاکمیت نظام استاندارد طلا به پایان رسید. از اوائل دهه ۱۹۳۰، تعداد زیادی از کشورها استاندارد طلا را ترک کردند و تا آخر جنگ جهانی دوم نظام پولی بین‌المللی با رقابت در تنزل ارزش و تقویت موانع تجاری و کنترل‌های سرمایه مواجه بود. بدین ترتیب، همه کشورها در دهه ۱۹۳۰ نظام نرخ ارز ثابت و تحرک سرمایه را به نفع اهداف اقتصادی داخلی رها کردند. سرانجام این نظام فروپاشید، زیرا نظام نرخ ثابتی که ایجاد کرده بود در یک محیط مالی بین‌المللی، قابل دوام نبود و با وجود برقراری موانع رسمی سرمایه‌گذاری توسط دولت‌های ملی، جریان بین‌المللی سرمایه به طور اجتناب‌ناپذیری در حال رشد بود (مکین، ۲۰۰۳). بعد از فروپاشی نظام برتون وودز، جریان‌های عظیم و متنوع سرمایه، با حذف کنترل‌ها روی ورود و خروج سرمایه و دریافت و پرداخت وام‌های خارجی، به شدت افزایش یافت.

اداره جریان‌های بزرگ و متنوع سرمایه و روشی که کشورها برای کنترل بهتر این جریان‌ها انتخاب می‌کنند، همواره یک کار مهم و رقابت‌آمیز در بین کشورها بوده است، به طوری که به دنبال اقدامات اولیه آزادسازی تجارت هر کشور به روش خاص خود، می‌توان روند آزادسازی حساب‌های سرمایه و بازارهای مالی را شروع کرد. تا همین اواخر حجم عمده جریان ورودی سرمایه به کشورهای دیگر به صورت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و وام‌های مرتبط با پروژه بوده، اما اخیراً به صورت سرمایه‌گذاری در سهام و اوراق بهادار، گسترش یافته است. با افزایش جریان سرمایه، فشارهای زیاد بر نرخ ارز، جذب داخلی، سیاست‌های سرمایه‌گذاری و ظرفیت بازارهای داخلی سرمایه بیشتر شده است. لازمه گسترش اخیر سرمایه‌گذاری در سهام و اوراق بهادار، ادغام هر چه بیشتر کشورها در بازارهای جهانی سرمایه و ارتقای نظام نظارت بر بازارهای بین‌المللی است، که برخی از آن به عنوان قواعد بازار یاد می‌کنند (مکین، ۲۰۰۳).

### ۳- نظریه‌های مدرن جریان‌های بین‌المللی سرمایه

بر اساس ادبیات مربوط به جریان بین‌المللی سرمایه، می‌توان به سه نظریه اصلی در مورد جریان‌های بین‌المللی سرمایه اشاره نمود: (۱) نظریه جریان در اواخر دهه ۱۹۵۰ و

---

1 - Makin.

2 - Domestic Absorb.

3- Flow Theory

اوائل دهه ۱۹۶۰، ۲) نظریه پورتفولیو در اواخر دهه ۱۹۶۰ و دهه ۱۹۷۰ و ۳) رهیافت پولی در دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰، که در ذیل به شرح مختصری از آن‌ها پرداخته می‌شود.

### ۳-۱- نظریه جریان

بر اساس این نظریه، افزایش در نرخ‌های بهره خارجی، خروج سرمایه را از کشور افزایش می‌دهد و تا زمانی که نرخ‌های بهره خارجی در مقایسه با نرخ‌های بهره داخلی افزایش می‌یابد، خروج فزاینده سرمایه از کشور وجود دارد. اما زمانی که نرخ‌های بهره داخلی در مقایسه با نرخ‌های بهره خارجی بالا می‌ماند، ورود فزاینده سرمایه ایجاد می‌شود.

جیمز مید (۱۹۵۱) این نظریه را از طریق بحث حساب جاری توسعه داد، به طوری که:

$$T = T(\bar{Y}, \frac{e}{p}) \quad (1)$$

که در آن  $T$ ، تراز حساب جاری،  $\bar{Y}$ ، ستاده،  $e$ ، نرخ ارز و  $p$  سطح قیمت است. بنابراین،  $\frac{e}{p}$  شاخص رقابت‌پذیری است. از سوی دیگر، مید، جریان ورود و خروج سرمایه را به شکل زیر فرمول‌بندی کرد:

$$F = F(i^+ \text{ و } i^-) \quad (2)$$

که در آن  $F$ ، خالص ورود سرمایه و  $i$  نرخ بهره است ( $i^-$  نشانگر جریان خروجی سرمایه و  $i^+$  نشانگر جریان ورودی سرمایه است). بنابراین، معادله تراز پرداخت‌ها به روش کینزی به صورت زیر است:

$$\Delta R = PT + F \quad (3)$$

طبق تحلیل کینزی از معادله تراز پرداخت‌ها، با مفروض دانستن قیمت و نرخ بهره، در صورت افزایش ستاده، تراز پرداخت‌ها تمایل به کسری پیدا می‌کند، زیرا افزایش در درآمد، موجب افزایش واردات می‌شود. هم‌چنین، با مفروض دانستن  $Y$  و  $i$  زمانی که

1-Portfolio Theory.  
2-Monetary Approach.  
3 - James E. Meade.

قیمت افزایش می‌یابد، تراز پرداخت‌ها تمایل به کسری پیدا می‌کند، زیرا افزایش در قیمت رقابت‌پذیری را خراب کرده و در نتیجه تراز تجاری را بدتر می‌کند.

به هر حال، تراز پرداخت‌ها موقعی که نرخ‌های بهره افزایش می‌یابد، در  $P$  و  $Y$  مفروض بهبود می‌یابد، زیرا افزایش نرخ‌های بهره داخلی منجر به جذب سرمایه خارجی می‌شود. هم‌چنین تراز پرداخت‌ها هرگاه نرخ‌های ارز افزایش می‌یابد در  $P, Y$  و  $i$  مفروض بهبود می‌یابد، زیرا افزایش در نرخ ارز سبب افزایش صادرات و بهبود تراز پرداخت‌ها می‌شود.

در چارچوب روش کینزین‌ها به تراز پرداخت‌ها، ماندل و فلمینگ توضیح می‌دهند که جریان سرمایه به وسیله سطح نرخ بهره مشخص می‌شود.

ماندل، فرض می‌کند که در نرخ‌های بالای بهره داخلی، ورود خالص سرمایه زیاد می‌شود یا خالص خروج سرمایه کوچک می‌شود (ماندل، ۱۹۶۰). فلمینگ اضافه می‌کند جریان بین‌المللی سرمایه به نرخ بهره تحت یک نظام نرخ ارز شناور، در مقایسه با یک نظام نرخ ارز ثابت، حساس‌ترند (فلمینگ، ۱۹۶۲). در معادله تراز پرداخت‌ها توسط کینز، سطح قیمت یا نرخ ارز فقط روی تراز تجاری اثر می‌گذارد و نرخ بهره فقط روی صادرات و واردات سرمایه اثر گذار است. به هر حال، ماندل بیان می‌کند که نرخ بهره، تراز پرداخت‌ها را تصحیح می‌کند، زیرا موقعی که ذخایر بالا یا پائین سطح مطلوب هستند، تغییرات نرخ بهره و بنابراین سرمایه از خارج جذب می‌شود یا به خارج حرکت می‌کند (ماندل، ۱۹۶۰).

جورجنسون (۱۹۶۳) و بی شاف (۱۹۷۱)، نظریه جریان را از چارچوب نظریه نئوکلاسیک تقاضا برای کالای سرمایه‌گذاری نسبت به چارچوب تراز پرداخت‌ها توسعه دادند. بر اساس نظریه نئوکلاسیکی، تقاضا برای کالاهای سرمایه‌گذاری از همان نظریه جریان استخراج می‌شود. بدین معنی که ذخیره سرمایه مطلوب وابسته به سطح نرخ بهره و ستاده انتظاری است. به طور دقیق‌تر، این نظریه توضیح می‌دهد که ذخیره سرمایه بستگی به هزینه تملک کالاهای سرمایه‌ای و بازده روی سرمایه دارد. در این دیدگاه، تغییرات در نرخ بهره، به شرط ثابت ماندن سایر شرایط، موجب تغییرات در ذخیره سرمایه مطلوب می‌شود.

---

1- Devaluation.

2- Jorgenson .

3 - Bischoff.



بر اساس نظریه جریان، تفاوت نرخ‌های بهره منجر به جریان‌های بین‌المللی سرمایه می‌شود. بنابراین، مقایسه تفاوت‌های نرخ بهره بین کشورها برای ارزیابی تحرک سرمایه بین‌المللی به کار می‌رود. فلداشتین و هوریوکا<sup>۱</sup> (۱۹۸۰)، فرضیه قوی مبنی بر این که نرخ‌های بهره واقعی همه کشورها تحت فرض تحرک پذیری کامل سرمایه، یکسان می‌شود را مطرح کردند. بر این اساس، تغییرات برون‌زا در نرخ‌های پس‌انداز ملی هیچ تأثیری روی نرخ‌های سرمایه‌گذاری ندارند. آن‌ها نسبت‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری را به صورت معادله زیر با یکدیگر مرتبط می‌کنند:

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_i = \alpha + \beta \left(\frac{s}{Y}\right)_i \quad (4)$$

سازا این رابطه به نظریه تحرک سرمایه ۲ اشاره دارد، در حالی که  $\left(\frac{I}{Y}\right)_i$  نسبت سرمایه‌گذاری ناخالص به تولید ناخالص داخلی کشور  $i$  و  $\left(\frac{s}{Y}\right)_i$  نسبت پس‌انداز ناخالص داخلی به تولید ناخالص داخلی کشور  $i$  است.

اگر تحرک پذیری کامل سرمایه وجود داشته باشد، افزایش در نرخ پس‌انداز کشور  $i$  موجب افزایش سرمایه‌گذاری همه کشورها می‌شود. بنابراین، نسبت‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری از هم مستقلند و  $\beta = 0$  است، در غیر این صورت، ضریب  $\beta$  نزدیک به یک یا برابر یک است. (فلداشتین و هوریوکا، ۱۹۸۰)

### ۳-۱-۲- نظریه پورتفولیو

در اواخر دهه ۱۹۶۰، این بحث مطرح شد که جریان‌های سرمایه بین‌المللی نه تنها به وسیله سطح نرخ‌های بهره، بلکه به وسیله سطح ریسک در داخل و خارج و ظرفیت وام دهندگان یا وام گیرندگان بالقوه تعیین می‌شود. مارکوویتز (۱۹۵۲) و توبین (۱۹۸۵)، اولین اقتصاددانانی بودند که مفهوم پورتفولیو و ایجاد تنوع را در پرتفوی سرمایه توسعه دادند. آن‌ها به صورت کمی نشان دادند که چرا و چگونه تنوع سازی پورتفولیو می‌تواند سبب کاهش ریسک پورتفولیو (مجموعه سرمایه‌گذاری) یک سرمایه‌گذار شود (جونز، ۱۳۸۴). مارکوویتز بیان می‌کند که در انتخاب پورتفولیو،

1 - Feldstein & Horioka.

2- Capital Mobility Theorem .

3 - Markowitz.

4- Tobin .

سرمایه‌گذاران، کاراترین ترکیب از بازده مورد انتظار و اجتناب از ریسک را انتخاب می‌کنند.

توبین با تحلیل رفتار انواع متفاوت سرمایه‌گذاران، عنوان می‌کند بین انتظار بازدهی بالاتر و ریسک بالاتر در ارتباط با طیف مختلف دارائی‌ها، مبادله وجود دارد. مدل پورتفولیوی توبین - مارکوویتز نتیجه می‌گیرد، توزیع دارائی‌ها به نرخ بازده و برآورد ریسک برای دارائی‌های مختلف بستگی دارد. با به کارگیری مدل مارکوویتز - توبین مرتبط با تحرکات بین‌المللی سرمایه، برانسون یک مدل تعدیل موجودی را برای توضیح تخصیص ثروت بین دارائی‌های داخلی و خارجی توسعه می‌دهد. او در ابتدا بحث می‌کند جریان‌های سرمایه‌ی مالی کوتاه‌مدت به وسیله واردات، صادرات، نرخ بهره و نرخ‌های ارز مشخص شده‌اند، در حالی که سرمایه‌ی مالی بلندمدت و وام‌های بانکی به وسیله درآمد داخلی و خارجی و نرخ‌های بهره مشخص می‌شوند (برانسون ، ۱۹۶۸). با ضمیمه کردن این چارچوب به مدل مارکوویتز - توبین، او بحث می‌کند که سهم دارائی‌های خارجی ( $F$ ) در ثروت ( $W$ )، تابعی از نرخ‌های بهره داخلی و خارجی ( $i, i^*$ ) شاخص ریسک ( $E$ ) و ذخیره ثروت است.

$$F^f / W = f(i, i^*, E, W) \quad ( )$$

رابطه مربوط به جریان‌های سرمایه با گرفتن دیفرانسیل مرتبه اول از طرفین تساوی حاصل می‌شود:

$$\Delta F_f = f(i, i^*, E, w) \Delta w + f_i w \Delta i + f_{i^*} w \Delta i^* + f_E w \Delta E + f_w w \Delta w \quad (۶)$$

به طوری که جزء اول سمت راست معادله اثر جریان ، رشد پورتفولیوی جریان‌های سرمایه است. جزء دوم اثر ذخیره‌ای تعدیل پورتفولیو درباره تغییرات نرخ بهره و سایر متغیرهای وابسته است. در غیاب آمارهای مربوط به ثروت، اکثر مؤلفان، اثر جریان را نادیده می‌گیرند و به جای آن شکل خطی معادله (۶) را به کار می‌برند (کوری و پورتر :۱۹۷۴):

$$\Delta F_f = a_0 + a_1 \Delta i + a_2 \Delta i^* + a_3 \Delta E + u \quad (۷)$$

- 
- 1- Branson
  - 2 - Flow Effect.
  - 3- Stock Effect .
  - 4 - Kouri & Porter.

اولین مدل تعدیل یافته برانسون زمانی مطرح شد که کیفیت اطلاعات در بازارهای مالی بین‌المللی از طریق نوآوری در تکنولوژی ارتباطات بهبود یافته بود. در مدل برانسون، اطلاعات به طور مساوی در اختیار تمامی سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد و نشان داده می‌شود که جریان‌های سرمایه به طور قابل ملاحظه‌ای از اطلاعات بهتر ناشی از نوآوری‌ها در تکنولوژی اطلاعات تقویت می‌شوند. نظریه پردازان سعی کرده‌اند با استفاده از پارامتر ریسک ( $E$ )، اثر تغییرات در کیفیت اطلاعات روی تصمیمات مربوط به پورتفولیو و سطح پاداش ریسک را تحلیل کنند. فروض مدل برانسون عبارتند از: (۱) اطلاعات برای تمامی سرمایه‌گذاران یکسان است. (۲) ابزارهای مالی در بین کشورها همگن هستند. (۳) هیچ گونه محدودیتی بر سرمایه‌گذاری بین‌المللی وجود ندارد.

برانسون و جفه (۱۹۹۱)، فرض اول برانسون مبنی بر وجود اطلاعات یکسان برای سرمایه‌گذاران را مورد انتقاد قرار می‌دهند. آن‌ها تحلیل می‌کنند که اثرات بهبود اطلاعات روی تصمیمات پورتفولیو بر اساس سه وضعیت متفاوت دسترسی به اطلاعات است: دسترسی یکسان، دسترسی نامتقارن و دسترسی متقارن اما اریب دار. اگر همه سرمایه‌گذاران دسترسی برابر به اطلاعات، هم برای دارائی‌های خارجی و هم برای دارائی‌های داخلی داشته باشند، تقاضا برای هر دو دارائی داخلی و خارجی به یک نسبت افزایش می‌یابد. اگر فقط سرمایه‌گذاران داخلی از بهبود اطلاعات در مورد دارائی‌های خارجی بهره‌مند شوند، در حالی که هیچ تغییری در اطلاعات برای دارائی‌های داخلی وجود نداشته باشد، در این صورت شاهد افزایش تقاضا برای دارائی‌های خارجی و کاهش تقاضا برای دارائی‌های داخلی خواهیم بود. بر عکس، اگر سرمایه‌گذاران داخلی اطلاعات درباره دارائی داخلی کسب کنند، در حالی که هیچ تغییری در اطلاعات دارائی‌های خارجی وجود نداشته باشد، شاهد کاهش در تقاضا برای دارائی خارجی و افزایش تقاضا در دارائی داخلی خواهیم بود.

دومین تجدید نظر در مدل برانسون، درباره فرض همگن بودن ابزارهای مالی است. در مدل برانسون، ابزارهای مالی برای همه بازارهای مالی همگن فرض شده بود، در حالی که مقدار قابل توجهی از جریان‌های سرمایه، ناشی از نوآوری در ابزارهای مالی و ایجاد تنوع در آن‌ها است. (یوموتو، ۱۹۸۶). اندرسون و هریس (۱۹۸۶)، بحث

---

1 - Branson & Jaffee.

2 - Yumoto.

3- Anderson & Harris.

می‌کنند که نوآوری‌ها در ابزارهای مالی، بهبود اطلاعات برای سرمایه‌گذاران را فراهم کرده و سپس هزینه سرمایه‌گذاری را از طریق مدیریت ریسک کاهش می‌دهد. نوآوری‌ها در ابزارهای مالی به دو گروه تقسیم می‌شوند: نوآوری‌های ناشی از کاهش هزینه‌های مبادله و محدودیت‌های قانونی و نوآوری‌های مربوط به ارتباطات راه دور. نوع اول، نوآوری مربوط به کاهش هزینه‌های مبادله و محدودیت‌های قانونی است. در حقیقت نوآوری نوع اول از طریق کاهش هزینه‌های مبادله و محدودیت‌های قانونی، منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شود و سرمایه‌گذاری بین‌المللی و در نهایت جریان بین‌المللی سرمایه را می‌افزاید.

علاوه بر این، اصلاحات در عکس‌العمل به نوآوری‌ها در تکنولوژی و ارتباطات راه دور و ابزارهای مالی، یک تعدیل دیگر نیز در مدل برانسون ضروری است. این تعدیل درباره فرض سوم برانسون مبنی بر عدم وجود هیچ محدودیتی بر سرمایه‌گذاری بین‌المللی است، در حالی که محدودیت در بازارهای مالی بین‌المللی وجود دارد و این محدودیت‌ها در کشورهای مختلف به اشکال متفاوت اعمال می‌شود. اقتصاد دانانی مثل بلک (۱۹۷۹)، شولتز (۱۹۸۱)، بیان می‌کنند که هزینه‌های داد و ستد، مالیات و هزینه‌های مبادله از انواع موانع بر سر راه جریان‌های بین‌المللی سرمایه‌اند. بلک (۱۹۷۴) و شولتز (۱۹۸۱)، با مالیات‌ها به عنوان موانع برای سرمایه‌گذاری بین‌المللی برخورد می‌کنند و هویزینگ (۱۹۹۱) نیز با آن‌ها به عنوان هزینه رفتار می‌کند. بلک بیان می‌کند اگر در کشورها مالیات بر دریافت و پرداخت وام اعمال شود، ممکن است وام دهی و وام‌گیری بین کشورها اتفاق نیافتد (بلک، ۱۹۷۴) شولتز (۱۹۸۱) نیز عنوان می‌کند مالیات روی موجودی اوراق قرضه، خود، یک محدودیت است. به‌طور مثال، اگر سرمایه‌گذاران داخلی مجبور به پرداخت مالیات روی دارایی‌های خارجی خود باشند، در حالی که سرمایه‌گذاران خارجی هیچ اجباری برای پرداخت مالیات نداشته باشند، بازدهی سرمایه‌گذاران داخلی به دلیل مالیات کاهش می‌یابد.

منتقدان نظریه پورتفولیو اعتقاد دارند تفاوت نرخ بهره و کاهش هزینه‌های داد و ستد منجر به داد و ستد انواع دارایی‌ها از جمله پول، اوراق قرضه و دیگر انواع دارایی‌ها

می‌شود، در حالی که نظریه پورتفولیو بر اوراق سهام تأکید دارد (کوری و پورتر، ۱۹۷۴). هم‌چنین منتقدان عنوان می‌کنند نظریه پورتفولیو نمی‌تواند برای تحلیل مشکلات اقتصاد کلان از قبیل اثر نوسانات درآمد روی حساب سرمایه، ارتباط بین حساب جاری و جریان‌های سرمایه و اثر تغییرات رفتار سرمایه‌گذاری و پس‌انداز روی حساب سرمایه، به کار رود. از این رو، نظریه پردازان پولی و پورتفولیو مدل‌هایشان را با در نظر گرفتن این انتقادات به وسیله ضمیمه کردن نظریه پورتفولیو و روش پولی به تراز پرداخت‌ها، بهبود می‌بخشند.

### ۳-۲-۳ - روش پولی تراز پرداخت‌ها

روش پولی تراز پرداخت‌ها دلالت می‌کند جریان‌های سرمایه اساساً یک پدیده پولی است که از طریق تغییر ذخایر، به عنوان ابزار سیاست پولی، تعیین می‌شوند. اقتصاد دانانی که روش پولی را در مورد تراز پرداخت‌ها بررسی می‌کنند، اعتقاد دارند این روش که تراز پرداخت‌ها بر اساس مجموع جداگانه حساب‌های جاری و سرمایه مشخص می‌شود، یک استراتژی اشتباه است، زیرا تغییرات پولی ناشی از عدم تجاری در هر حساب، موجب تغییر در حساب دیگر می‌شود.

جانسون (۱۹۷۹)، مطرح می‌کند که تغییر در عرضه پول نسبت به تقاضای پول، با جریان‌های بین‌المللی سرمایه برای ایجاد تعادل بین عرضه و تقاضای پول متناظر با تراز پرداخت‌ها همراه می‌شود. روش پولی تراز پرداخت‌ها که توسط جانسون به کار گرفته شده، به صورت زیر است:

$$H_d = H(P^+, Y^+, i^-) \quad (۸)$$

$$H_s = H\left(\frac{1}{\phi}\right)(R + D)$$

به طوری که  $H_d$ ، تابع تقاضای پول  $p$ ، سطح قیمت،  $Y$ ، تولید،  $i$  نرخ بهره،  $D$ ، اسکناس و مسکوک در دست مردم، به‌علاوه سپرده‌های دیداری،  $H_s$ ، تابع عرضه پول و  $\phi$ ، نرخ ذخیره بانک‌های تجاری است (بنابراین،  $1/\phi$  ضریب تکاثر پول است). در حالت تعادل  $H_d = H_s$  است. بنابراین، معادله تراز پرداخت‌ها به صورت زیر نوشته می‌شود:

$$\Delta R = \Delta \phi H(P^+, Y^+, i^-) - \Delta D \quad (۹)$$

معادله تراز پولی پرداخت‌ها دلالت می‌کند که تغییر ذخایر خارجی، در نتیجه تغییر در نرخ ذخایر بانک‌ها، سطح قیمت، نرخ بهره، سطوح درآمد و توسعه اعتبار داخلی، ایجاد می‌شود.

(۱) این معادله بیان می‌کند موقعی که  $Y$  افزایش می‌یابد، تراز پرداخت‌ها برای  $P$  و  $i$  مفروض، بهبود می‌یابد.

(۲) موقعی که  $P$  افزایش می‌یابد، تراز پرداخت‌ها برای  $Y$  و  $i$  مفروض، بهبود می‌یابد.

(۳) موقعی که  $i$  افزایش می‌یابد، تراز پرداخت‌ها برای  $Y$  و  $P$  مفروض، خراب می‌شود.<sup>۱</sup>

(۴) موقعی که  $e$  (اشاره به نرخ ارز در رابطه ۱ دارد) افزایش می‌یابد، تراز پرداخت‌ها تغییر نمی‌کند، مگر در صورتی که  $Y$  و  $P$  یا  $i$  تغییر کند.

(۵) موقعی که  $D$  افزایش می‌یابد، تراز پرداخت‌ها به همان مقدار بدتر می‌شود) فرانکل، گلیفسون و هلیول ۲، ۱۹۸۰)

این معادله یک چالش اساسی برای روش کینزی تراز پرداخت‌هاست، به طوری که بحث‌های کاملاً مخالفی با بحث کینزین‌ها درباره تراز پرداخت‌ها ارائه می‌دهد. روش پولی عنوان می‌کند که افزایش در درآمد یا قیمت، تقاضای پول را افزایش می‌دهد و بنابراین ذخایر را بهبود می‌بخشد، در حالی که افزایش در نرخ‌های بهره، تقاضا برای پول را کاهش می‌دهد و بنابراین منجر به کسری پرداخت‌ها می‌شود. از این رو، به کارگیری آن برای جریان‌های بین‌المللی سرمایه در تضاد با روش کینزی درباره تراز پرداخت‌هاست.

با فرض تحرک‌پذیری کامل سرمایه تحت شرایط قیمت‌ها و درآمدهای نابرابر بین کشورها، تراز پرداخت‌ها به وسیله روش پولی در مقایسه با روش کینزی تراز پرداخت‌ها (نظریه جریان) تعیین خواهد شد. روش کینزی نمی‌تواند تغییر در ذخایر را توضیح دهد، به دلیل این که نرخ‌های بهره داخلی و خارجی تحت شرایط تحرک کامل سرمایه یکسان هستند. اگر درآمدها، قیمت و نرخ‌های بهره به طور برون‌زا تعیین شده باشند، آن گونه که پولیون بحث کرده‌اند، روش کینزین‌ها نمی‌تواند تراز پرداخت‌ها را تعیین

1- Deteriorates.

2 - Frankel, Gylfason & Helliwell.

کند. موقعی که متغیرها درون زا هستند، سؤالات دربارهٔ اثرات درآمدها، قیمت‌ها و نرخ‌های بهره وری تراز پرداخت‌ها همه به دلایل افزایش در این عوامل بستگی دارند. به‌طور مثال، روش کینزی بحث می‌کند، افزایش در قیمت به دلیل نیروهای داخلی، منجر به جریان خروجی سرمایه می‌شود، در حالی که افزایش در قیمت‌های داخلی به دلیل تورم خارجی، همان‌طور که روش پولی پیشنهاد می‌کند، منجر به جریان ورودی سرمایه می‌شود.

به هر حال اشتباه است که نتیجه بگیریم روش‌های کینزین‌ها و پولیون دلالت بر نتایج متفاوت دارند، بلکه همان‌طور که فرانکل، گیلفسون و هیلپول (۱۹۸۰) عنوان کردند، جریان‌های سرمایه در کوتاه‌مدت به سطوح نرخ بهره بستگی دارند، در حالی که آن‌ها در بلندمدت به تقاضای پول و یا متغیرهای سیاست‌گذاری وابسته‌اند. از نظر آن‌ها، روش کینزین‌ها برای تحلیل جریان‌های کوتاه‌مدت سرمایه مناسب است، زیرا نرخ‌های بهره تنها عاملی هستند که روی جریان‌های سرمایه اثر می‌گذارند، در حالی که روش پولی برای تحلیل جریان‌های بلندمدت سرمایه مناسب است، زیرا تعدیل موجودی پول و سیاست‌های اعتباری داخلی هم‌زمان روی جریان‌های سرمایه اثر می‌گذارند.

#### ۴- اثر یک‌پارچگی روی جریان‌های سرمایه

تحقیقات زیادی برای کشف اثرات اقتصادی و سیاسی یک‌پارچگی، روی جریان‌های سرمایه بین‌المللی هدایت شده‌اند. وب (۱۹۸۲ و ۱۹۹۰)، اثر یک‌پارچگی اقتصادی بین کشورهای در حال توسعه را روی جریان‌های ورودی سرمایه تحلیل کرد. در تحلیل او، دو کشور در حال توسعه، عضو یک اتحادیهٔ تجاری هستند و تعرفه‌های بین خودشان را به‌طور متقابل کاهش می‌دهند و یک کشور سوم در نظر گرفته می‌شود که عضو این اتحادیه نیست. وب، بحث می‌کند که صادرات و هم‌چنین نرخ‌های بازده روی سرمایه کشورهای متحد افزایش می‌یابد، در حالی که برای کشور غیر عضو ثابت می‌ماند. تحت این شرایط، سرمایه از کشور غیر عضو به منظور حصول نرخ‌های بازده بالاتر، به کشورهای متحد شده سرازیر می‌شود. وب (۱۹۸۲)، هم‌چنین این عقیده را در ارتباط با تخصیص بین‌المللی سرمایه به کار گرفته است. وی، نتیجه می‌گیرد که توافقات

تجاری ترجیحی جریان‌های سرمایه را شتاب می‌دهند. این در صورتی است که انحراف تجاری در منطقه یک‌پارچه شده ایجاد نشود، به طوری که زمینه رقابت اعضای یک بلوک با کشورهای غیرعضو تقویت شود.

## ۵- نقش کمک‌های خارجی و یک‌پارچگی تجاری بر تحرک بین‌المللی سرمایه:

### یک بررسی تجربی

در سه دهه گذشته، تعداد زیادی از کشورهای در حال توسعه بازارهای مالی شان را آزادسازی کرده‌اند و علاوه بر این، حساب‌های سرمایه شان را باز کرده‌اند. بنابراین، نتیجه قابل انتظار این است که دسترسی این کشورها به بازارهای مالی بین‌المللی بهبود یابد. به طور بالقوه، منافع زیادی از افزایش تحرک بین‌المللی سرمایه قابل تصور است. برای مثال، تحرک بین‌المللی سرمایه برای اختصاص منابع جهانی به کار می‌رود، زیرا به هموار کردن مصرف و کاهش ریسک کمک می‌کند.

علاوه بر این، تحرک بین‌المللی سرمایه به افزایش سرمایه‌گذاری و بنابراین رشد، کمک می‌کند. از لحاظ نظری، جریان‌های سرمایه نوآوری مالی را افزایش داده و پس‌اندازهای جهانی را به بهره‌ورترین سرمایه‌گذاری‌ها اختصاص می‌دهد.

در ادبیات اقتصادی، دو روش اصلی برای بررسی وجود یا عدم وجود تحرک بین‌المللی سرمایه به کار برده شده است. ابتدا با بررسی نرخ‌های بازده سرمایه در کشورهای مختلف، این روش زمانی به کار برده می‌شود که بهره در تحلیل جریان‌های سرمایه به کار می‌رود. سپس، با مطالعه ارتباط بین نرخ‌های سرمایه‌گذاری و پس‌انداز داخلی. این مقاله روی روش دوم متمرکز می‌شود.

در اصل، هدف مقاله حاضر بررسی این فرضیه است که آیا کمک‌های خارجی و یک‌پارچگی تجاری منجر به افزایش تحرک بین‌المللی سرمایه می‌شود، به طوری که اساس نظری این تحقیق، نظریه فلداشتین و هوریوکا (۱۹۸۰) است. برای آزمون این نظریه، مجموعه داده‌های ۱۶ کشور منتخب در حال توسعه از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۳



استفاده می‌شود. لازم به ذکر است کشورهای مزبور به سه بلوک اقتصادی شرق آسیا، غرب آسیا و آمریکای لاتین تقسیم می‌شوند. و متغیرهای محوری مورد استفاده در تخمین، متغیرهای پس‌انداز ناخالص و سرمایه‌گذاری است. چیزی که الگوی این مقاله را با سایر مقالات در ادبیات مربوط متمایز می‌کند، وجود متغیر کمک‌های خارجی رسمی در رگرسیون سرمایه‌گذاری - پس‌انداز است. اگر متغیر کمک‌های خارجی رسمی در معادله سرمایه‌گذاری - پس‌انداز وارد نشود، این معادله اشتباه تصریح خواهد شد. تفاوت دیگری که این تحقیق با سایر تحقیقات در بررسی نظریه فلداشتین-هوریوکا دارد وجود متغیرهای مجازی تشکیل یک‌پارچگی در مناطق مختلف جهان است، به طوری که نقش آن‌ها را در تحرک سرمایه در سطح بین‌المللی نشان می‌دهد. در واقع مطالعه به دنبال بررسی نقش یک‌پارچگی‌های تجاری بر تحرک بین‌المللی است، که در آن چگونگی هدایت سرمایه‌های خارجی ارزیابی می‌شود.

#### ۵-۱- تحلیل رگرسیون تحرک سرمایه

فرانکل (۱۹۹۵)، چهار ابزار اصلی معیار تحرک سرمایه رامشخص کرد:

(  
(  
(  
(

معیار اول با جریان‌های سرمایه واقعی بلندمدت متناظر است، در حالی که سه معیار آخر به جریان‌های سرمایه مالی وابسته اند. به علت این که این مقاله روی معیار پیشین متمرکز می‌شود، معیار فلداشتین-هوریوکا به کار می‌رود.

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_i = \alpha_i - \beta r_i + \varepsilon_i \quad (10)$$

در حالی که I سطح تشکیل سرمایه، Y، ستاده ملی، r، نرخ

بهره واقعی داخلی،  $\alpha$ ، عرض از مبدأ و  $\varepsilon$ ، کل عوامل دیگر را ارائه می‌کند که سرمایه‌گذاری را مشخص می‌کنند. چون فرض شده، نرخ پس‌انداز ملی تابعی از نرخ بهره واقعی است، فلداشتین - هوریوکا معادله زیر را تخمین زدند:

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_i = \mu_i - \delta \left(\frac{S}{Y}\right)_i + v_i \quad (11)$$

به طوری که  $S$ ، پس‌انداز ناخالص داخلی،  $\mu$ ، عرض از مبدأ و  $v$ ، جمله خطا است. با فرض تحرک سرمایه، یک افزایش در نرخ پس‌انداز در کشور  $i$  موجب افزایش در نرخ سرمایه‌گذاری همه کشورهای می‌شود. با در نظر گرفتن یک کشور کوچک نسبت به اقتصاد دنیا، ضریب شیب  $\delta$ ، با فرض تحرک کامل سرمایه، برابر صفر است. برای یک کشور نسبتاً بزرگ، ارزش ضریب شیب، متناظر با بزرگی سهم آن کشور در کل سرمایه دنیا است. به منظور این که برای کشور کوچک در حالت تحرک کامل، سرمایه برابر صفر باشد، سه شرط ضروری است، برابری نرخ بهره واقعی برقرار باشد، نرخ بهره واقعی جهانی باید برون‌زا باشد، یا با نرخ پس‌انداز وابسته نباشد و هیچ ارتباطی بین نرخ پس‌انداز و  $\varepsilon$  نباشد.

طبق روش‌های اقتصادسنجی، انتقاداتی بر روش فلداشتین - هوریوکا، شده است. آستفیلد (۱۹۹۵)، مدعی است یک کشور بزرگ می‌تواند روی نرخ بهره واقعی جهانی اثر بگذارد و در این صورت نرخ بهره واقعی برون‌زا نیست و بنابراین با نرخ پس‌انداز وابسته است. در مقاله حاضر، به علت این که هیچ کدام از کشورهای در حال توسعه در نمونه به کار برده شده در مقاله حاضر به قدر کافی برای اثر گذاری بر نرخ بهره جهانی بزرگ نیستند، این ایراد وارد نیست. علاوه بر این، هانسن (۱۹۹۲) و مانتیل (۱۹۹۴) بحث می‌کنند، اثر کمک خارجی باید موقعی که ارتباط پس‌انداز و سرمایه‌گذاری بررسی می‌شود، در معادله فلداشتین - هوریوکا لحاظ شود، زیرا سرمایه‌گذاری در بسیاری از کشورها نه تنها به پس‌انداز داخلی، بلکه به مقدار کمک خارجی نیز وابسته است. بنابراین، نادیده گرفتن کمک خارجی، تابع سرمایه‌گذاری را اشتباه تصریح می‌کند. لذا به دنبال این بحث، به معادله پس‌انداز - سرمایه‌گذاری فلداشتین - هوریوکا، جزء کمک‌های خارجی نیز اضافه می‌شود.

بنابراین، رابطه تبعی زیر برای آزمون فرضیه فلداشتین - هوریوکا به کار می‌رود:

1- Hanson.

2- Montiel.

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_i = f \left[ \left(\frac{S}{Y}\right)_i^+, \left(\frac{A}{Y}\right)_i^+, T\left(\frac{S}{Y}\right)_i^-, \text{TINT}_k^{+ \text{ or } -} \right] \quad (12)$$

$k = \text{eastasia, west asia and latin america}$

به طوری که  $A$  کمک خارجی و معیاری است از کمک‌های مؤثر توسعه،  $T$ ، یک متغیر مجازی است، که برای دوره ۸۴-۱۹۸۰ ارزش صفر و برای دوره ۲۰۰۳-۱۹۸۴ ارزش یک می‌گیرد (دلیل انتخاب دوره ۱۹۸۰ الی ۱۹۸۴ به دلیل وجود بحث کمک‌های رسمی خارجی از سال ۱۹۸۴-۱۹۷۵ است و پس از این دوره، نقل و انتقالات سرمایه بیش‌تر به صورت جریان‌های خصوصی بوده است).

$\text{TINT}_k$  نیز متغیر مجازی است که برای سه بلوک مجزا به کار می‌رود و در آن نقش هر یک از یک‌پارچگی‌ها در چارچوب مدل دیده می‌شود.  $\text{TINT}_{Tea}$  اشاره به متغیر مجازی یک‌پارچگی در شرق آسیا دارد که در آن به کشورهای شرق آسیا عدد یک و سایرین ارزش صفر تعلق می‌گیرد.  $\text{TINT}_{Twa}$  اشاره به متغیر مجازی یک‌پارچگی در غرب آسیا دارد که در آن به کشورهای غرب آسیا عدد یک و سایرین ارزش صفر تعلق می‌برد. به همین ترتیب  $\text{TINT}_{Tla}$  اشاره به متغیر مجازی یک‌پارچگی در آمریکای لاتین دارد که در آن به کشورهای آمریکای لاتین عدد یک و سایرین ارزش صفر تعلق می‌گیرد.  $v$  نیز جمله خطا است.

منظور از اضافه کردن جمله  $T^* \left(\frac{S}{Y}\right)$  نیز بررسی این مسئله است که آیا پارامتر شیب در طول زمان تغییر می‌کند. اگر تغییر وجود داشته باشد، بیان می‌شود که به دنبال آزادسازی مالی تغییر در تحرک سرمایه انجام گرفته است. رگرسیون متناظر برای تحلیل داده‌های تلفیقی به صورت زیر است:

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_{it} = \alpha + \mu_i + \delta_1 \left(\frac{S}{Y}\right)_{it} + \delta_2 \left(\frac{A}{Y}\right)_{it} + \delta_3 T \left(\frac{S}{Y}\right)_{it} + \delta_4 \text{TINT}_k + v_{it} \quad (13)$$

به طوری که زیر نویس  $i$  و  $t$  به ترتیب دلالت بر کشور و دوره زمانی دارد.  $\alpha$  عرض از مبدأ و  $\mu_i$  اثرات انفرادی کشورها است. پارامتر  $\delta_1$  نیز ارتباط بین سرمایه‌گذاری و پس‌انداز را برای کل دوره اندازه می‌گیرد. در حالی که پارامتر  $\delta_2$  دلالت

می‌کند که آیا شیب‌ها بین دو دوره مختلف آزادسازی و فقدان آزادسازی مالی متفاوت هستند. در نتیجه  $\delta_1$  معیار کلی مدل ارائه شده از تحرک سرمایه و  $\delta_2$  شاخص افزایش تحرک سرمایه در طول زمان است. اگر آزادسازی، تحرک سرمایه را افزایش بدهد انتظار داریم  $\delta_2$  ارزش منفی معنی‌دار بگیرد. از سوی دیگر یک پارامتر شیب مثبت (معنی‌دار) تحرک سرمایه کم‌تری را پیشنهاد می‌کند، در حالی که یک  $\delta_2$  بی‌معنی دلالت بر عدم تغییر تحرک سرمایه دارد. مدل مورد نظر با استفاده از نرم افزار Stata 9.2 با روش داده‌های تلفیقی برای ۱۶ کشور در حال توسعه طی سال‌های ۱۹۸۰-۲۰۰۳ برآورد شده است به منظور انتخاب روش داده‌های تصادفی یا داده‌های ثابت نیز آزمون‌ها سمن به کار برده شده است.

### ۵-۲- آزمون‌های ریشه واحد پانلی؛ کاربردی برای ایستائی متغیرهای مدل

استفاده رشد یابنده از داده‌های کشوری در طول زمان برای الگوهای قدرت برابری خرید (PPP)، جریان‌های تجاری، هم‌گرایی رشد و سرریزهای R&D سبب شده است تا علاوه بر مشاهدات مقطعی از مشاهدات فراوانتر در زمان طولانی تر استفاده شود بر خلاف آن‌چه که در داده‌های تلفیقی اقتصاد خرد تکیه بیش‌تر بر داده‌های مقطعی گسترده تر و مشاهدات زمانی کم‌تر قرار دارد.

در این خصوص فیلیپس و مون (۲۰۰۰) نشان می‌دهند که در استفاده از داده‌های پانلی کلان باید نگران ریشه واحد، ایستائی متغیرها و رگرسیون بود. بدین ترتیب، آزمون‌های ریشه واحد پانلی، بر اساس این که محدودیتی روی فرایند خود رگرسیو داده‌های سری زمانی یا مقطعی وجود داشته باشد یا نه، طبقه‌بندی می‌شوند. فرایند AR(1) برای داده‌های تابلوئی به صورت زیر در نظر گرفته می‌شود.

$$y_{it} = \rho_i y_{it-1} + X_{it} \delta_i + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

در حالی که  $i=1,2,\dots,N$  واحدهای مقطعی و  $t=1,2,3,4,\dots,T$  نشانگر دوره زمانی است.

$X_{it}$  متغیرهای برون زای مدل را ارائه می‌کند و شامل اثرات ثابت یا روندها نیز هست.  $\rho_i$  ضرائب خود رگرسیو است و خطای  $\varepsilon_{it}$  هم خطای معادله را نشان می‌دهد. اگر  $|\rho_i| < 1$  باشد، گفته می‌شود  $y_i$  ایستا است. از سوی دیگر اگر  $|\rho_i| = 1$ ، شامل یک

1- Panel Unit Root Tests.

2- Phillips and Moon.

ریشه واحد است. به منظور آزمون ریشه واحد پانلی، از روش‌های لوین، لین و چو<sup>۱</sup> (LLC)، بریتونگ وهادری<sup>۲</sup>، ایم، پسران و شین<sup>۳</sup> (IMP) و ADF-فیشر و فیلیپس-پرون-فیشر (FPF) استفاده می‌شود. از بین این آزمون‌ها، دو روش LLC وهادری که قابلیت بیش‌تری را با داده‌های این مطالعه دارد زیرا تعداد کشورهای به‌عنوان واحدهای مقطعی محدودند (بالتاجی ۲۰۰۵).

بنابراین پیش از برآورد مدل F-H ارائه شده در معادله (۶)، لازم است ایستائی متغیرهای مورد استفاده در تخمین داده‌های تلفیقی، مورد بررسی قرار گیرد. نتایج آزمون ریشه واحد به دو روش LLC وهادری در جدول (۱) گزارش شده است. بر اساس این نتایج، فرضیه صفر مبتنی بر ریشه واحد متغیرها یا نایستائی آن‌ها در سطح ۵٪ اهمیت رد می‌شود.

جدول ۱- نتایج آزمون ریشه واحد جمعی برای متغیرهای مدل

		LLC		
	(prob)		(prob)	
/	/	/	/	I/Y
/	/	/	/	S/Y
/	/	/	/	A/Y
/	/	/	/	T*S/Y

## ۶- تحلیل نتایج

نتایج جدول (۲) برآورد مدل تحقیق را برای چهار حالت نشان می‌دهد به طوری که در حالت‌های اول و دوم، حالت سوم و حالت چهارم نقش یک‌پارچگی تجاری در تحرک سرمایه به ترتیب برای کشورهای شرق آسیا، غرب آسیا و آمریکای لاتین آزمون می‌شود. آماره‌ها سمن گزارش شده در همین جدول فرضیه سازگاری بین دو روش اثرات

3- Levin, Lin & Chu (LLC).

4- Breitung & Hadri.

5- Im, Pesaran & Shin.

6- Baltagi.

ثابت بر علیه اثرات تصادفی را در رهیافت داده‌های تلفیقی آزمون می‌کند، همان‌طور که می‌توان انتظار داشت رابطه  $S/Y$  با متغیر درون زای  $I/Y$  مثبت است. با توجه به تئوری‌های اقتصادی با افزایش نرخ پس‌انداز داخلی، سرمایه‌گذاری داخلی نیز افزایش می‌یابد. بر طبق نظریه وانگ (۱۹۹۰) در یک مدل ساده کالاهای قابل تجارت اعتقاد بر این است که تحت فرض تحرک کامل سرمایه هیچ دلیلی برای ارتباط بین پس‌انداز و سرمایه‌گذاری وجود ندارد در حالی که با در نظر گرفتن بخش غیر قابل تجارت، نتیجه معکوس می‌شود. وانگ بیان می‌کند اگر هر دو کالای قابل تجارت و غیر قابل تجارت در داخل کشور مصرف شوند، افزایش در نرخ پس‌انداز منجر به افزایش ثروت و مصرف

جدول ۲- نتایج مدل برآوردی اثرات تصادفی مدل F-H

				$\frac{S}{Y}$
/	/	/	/	
( / )	( / )	( / )	( / )	
/	/	/	/	$T^* \left( \frac{S}{Y} \right)$
( / )	( / )	( / )	( / )	
/	/	/	/	$\frac{A}{Y}$
( / )	( / )	( / )	( / )	
		/	/	TINTea
		( / )	( / )	
		/		TINTea*ay
		( / )		
	/			TINTwa*ay
	( / )			
/				TINTla*ay
( / )				
/	/	/	/	Constant
( / )	( / )	( / )	( / )	
$H = \chi^2(4) = 26.17$ $[P(\chi^2 > \chi^2_0) = \dots]$	$H = \chi^2(4) = 942.05$ $[P(\chi^2 > \chi^2_0) = \dots]$	$H = \chi^2(4) = 125.09$ $[P(\chi^2 > \chi^2_0) = \dots]$	$H = \chi^2(3) = 14.17$ $[P(\chi^2 > \chi^2_0) = \dots]$	

:

Stata9.2

Z ( . I/Y ( :  
 % % \*\* \*

(b)

(B)

Stata(9.2)

$$\sum_b \cdot \sum_B \quad \chi^2(\epsilon) = (b - B)' \left[ \left( \sum_b - \sum_B \right) \right] (b - B)$$

در آینده می‌شود. مصرف کالاهای غیر قابل تجارت فقط در صورتی افزایش می‌یابد که تولید آن‌ها هم افزایش یابد و این مسئله ضرورت سرمایه‌گذاری، حتی با وجود تحرک سرمایه را مشخص می‌کند. در این صورت ارتباط بین پس‌انداز و سرمایه‌گذاری حتی با وجود تحرک کامل سرمایه نیز وجود دارد. ضریب مثبت نرخ پس‌انداز در معادله برآوردی نیز حاکی از تأیید نظریه وانگ می‌باشد.

از سوی دیگر متغیر  $T * \left( \frac{S}{Y} \right)$  دارای ضریب منفی معنی‌دار است. با توجه به متغیر مجازی T که قبلاً معرفی شد، منفی بودن این ضریب نمایانگر کاهش ارتباط نرخ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری پس از آزادسازی مالی است. علامت منفی این متغیر نشانگر این واقعیت است که پس از آزادسازی مالی، وابستگی سرمایه‌گذاری به پس‌اندازهای داخلی کمتر شده است و تأمین مالی سرمایه‌گذاری از طریق منابع مالی خارجی در کشورهای دارای بازارهای نوظهور افزایش یافته است. هم‌چنین متغیر  $A/Y$  نیز ارتباط مثبت با متغیر وابسته  $I/Y$  دارد، به این معنا که افزایش دریافت وجوه مالی از طریق کمک‌های خارجی، سبب افزایش جریان‌های سرمایه و افزایش در نرخ سرمایه‌گذاری این کشورها می‌شود. مقایسه مطالعه ایساکسون با مطالعه حاضر نشان می‌دهد، هر دو مطالعه در عمل نتایج مشابهی را گزارش کرده‌اند، به طوری که ضریب نسبت پس‌انداز به تولید ناخالص داخلی در مطالعه ایساکسون برای کشورهای در حال توسعه در دوره زمانی ۹۵-۱۹۷۵ نسبت به مطالعه حاضر اندکی بزرگ‌تر بود. با این حال در مطالعه حاضر، اندازه ضرایب متغیرهای  $T * \frac{S}{Y}$ ،  $\frac{A}{Y}$  نسبت به آن مطالعه بزرگ‌ترند که نشانگر اهمیت بیش‌تر جریان‌های سرمایه و آزادسازی در کشورهای مورد مطالعه است.

هم‌چنین مطابق با حالت‌های اول و دوم در جدول (۲)، ضریب متغیرمجازی یک‌پارچگی تجاری در شرق آسیا (TINTea) معنی‌دار و از علامت مثبت برخوردار است. این نتیجه‌گیری گویای تحرک سرمایه بیش‌تر ناشی از یک‌پارچگی تجاری در شرق آسیا است. در حالت دوم، متغیر ضریب یک‌پارچگی و کمک‌های خارجی از سطح معنی‌داری بالایی برخوردار است اما نشانگر اثر منفی بر تحرک سرمایه کشورهای منتخب است. این نتیجه منجر به انحراف تجاری در این کشورها شده است، به طوری که رابطه متقابل کمک‌های خارجی و یک‌پارچگی شرق آسیا محدود‌کننده جریان‌های سرمایه در این منطقه است. نتیجه مشابهی هم در بلوک آمریکای لاتین به دست آمده است. در مقابل این اثر در غرب آسیا موافق با انتظار است، به طوری که اثر ترکیبی یک‌پارچگی و کمک‌های خارجی حاکی از بهینه شدن تحرک سرمایه و تعدیل انحراف تجاری در این منطقه است.

## ۷- نتیجه‌گیری

یکی از اهداف مقاله، بررسی تحولات عمده تحرک سرمایه و علل آن از طریق نظریه‌های متفاوت جریان‌های سرمایه می‌باشد. نتیجه بررسی نشان می‌دهد در دهه‌های اخیر همراه با پیشرفت‌های تکنولوژی و ارتباطات، تحرک سرمایه افزایش چشمگیری داشته است. نظریه‌های تحرک سرمایه نیز به بیان عوامل مختلف نقل و انتقالات سرمایه می‌پردازد. هم‌چنین برای تحلیل تجربی نظریه تحرک سرمایه یکی از مهم‌ترین نظریات در این زمینه (نظریه فلداشتین - هوریوکا) از طریق تجربی برای ۱۶ کشور در حال توسعه بررسی می‌شود. هدف از این تحلیل بررسی این فرضیه است که آیا کمک‌های خارجی و یک‌پارچگی تجاری در کشورهای در حال توسعه، دسترسی به بازارهای مالی بین‌المللی را افزایش داده است؟

نمونه به کار برده شده در این مقاله برای آزمون این فرضیه ۱۶ کشور در حال توسعه را در طول دوره ۲۰۰۳-۱۹۸۰ به کار می‌برد. نتایج حاصل از این مقاله با انتظارات معمول راجع به تحرک سرمایه سازگار است. مثبت بودن ضرایب متغیرهای کمک‌های خارجی دلالت دارد با افزایش آزاد سازی مالی، دسترسی به منابع وجوه مالی در کشورهای در حال توسعه افزایش یافته است. دریافت کمک‌های خارجی منجر به افزایش عرضه منابع برای وام دادن می‌شود و از این طریق ارتباط بین نرخ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری داخلی کم رنگ می‌شود. هم‌چنین با دریافت وام‌های عظیم خارجی



توسط کشورهای مزبور، این کشورها چرخه‌های تولید و سرمایه‌گذاری خود را به حرکت در آورده و اتکاء آن‌ها به پس‌اندازهای داخلی کم می‌شود. بنابراین راهکار سیاستی این مطالعه مبتنی بر این واقعیت استوار است که کشورهای در حال توسعه مثل ایران می‌توانند با افزایش دریافت کمک‌های خارجی و دریافت سرمایه‌های مالی خصوصی به تقویت زیر بناهای تولیدی و سرمایه‌گذاری خود بپردازند.

هم‌چنین متغیرهای مجازی یک‌پارچگی تجاری نشان می‌دهد افزایش یک‌پارچگی تجاری در صورتی که انحراف تجاری ایجاد نکند سبب افزایش جریان‌های سرمایه در کشورهای عضو می‌شود. بنابراین توصیه سیاستی این مطالعه اشاره به پویایی شکل‌گیری یک‌پارچگی تجاری در غرب آسیا (از جمله ایران) در مرحله اول دارد که به طور مؤثر جریان‌های سرمایه را تحرک می‌بخشد.

#### فهرست منابع

- 1- Anderson, R. W. and Harris, C. J. (1986), "A Model of Innovation with Application to New Financial Products" Oxford Economic Press, Vol. 38, pp. 203-18.
- 2- Baltagi, B. H. (2005), "Econometric Analysis of Panel Data, " Third Edition, England: John Wiley & Sons Ltd.
- 3- Black, F. (1974) "International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers" Journal of Financial Economics, Vol. 1, pp. 337-52.
- 4- Bischoff, C. W. (1971) "The Effects of Alternative Lag Distributions in G. Fromm (ed.) Tax Incentives and Capital Spending" Washington, Dc: Brookings Institute.
- 5- Branson, W. H. (1968) "Financial Capital Flows in the United States Balance of Payments" Amesterdam: North-Holland.
- 6- Branson, W. H. and Jaffee, D. M. (19991) "The Globalization of Information and Capital Mobility" in J. Ronen and J. Livinat (eds.), Accounting and Financial Globalization, New York: Quorum Books.
- 7- Breitung, Jörg (2000). "The Local Power of Some Unit Root Tests for Panel Data," in B. Baltagi (ed.), *Advances in Econometrics*, Vol. 15: Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels, Amsterdam: JAI Press, p. 161-178.
- 8- -Cundo, Juncal., Biscarri, Javier Gomez., Gracia, Fernando Perez. (2006) "Changes in the Dynamic Behavior of Emerging Market Volatility: Revisiting the Effects of Financial Liberalization" Emerging Markets Review, Vol. 7, PP. 261-278.

- 9- Dasgupta, Dipak, Uzan, Mark., Wilson, Dominic. (2001) “ Capital Flows Without Crisis? Reconciling Capital Mobility and Economic Stability” Routledge Press.
- 10- Eichengreen, Barry. (2003) “Capital Flows and Crises” The MIT Press.
- 11- Fleming, J. m. (1962) “Domestic Financial Policies Under Fixed and Floating Exchange Rates” International Monetary Fund Staff Papers, pp. 369-79.
- 12- Frenkel, Jacob A., Gylfason, Thorvaldur., Helliwel, John F. (1980) “A synthesis of Monetary and Keynesian Approaches to short - Run Balance of Payments Theory” The Economic Journal, Vol. 90, No. 359, pp. 582-592.
- 13- Hardi, Kaddour (2000). “Testing for Stationarity in Heterogeneous Panel Data,” *Econometric Journal*, 3, 148–161.
- 14- Hanson, J., (1992). “An Open Capital Account: a Brief Survey of the Issues and the Results”, World Bank -
- 15- Policy Research, Working Paper 901. The World Bank, Washington, DC.
- 16- Horioka, Charles., Feldstein, Martin. (1980) “Domestic Saving and International Capital Flows” the Economic Journal, Vol. 90, No. 358, pp. 314-329.
- 17- Huizinga, Harry. (1991) “Foreign Investment Incentives and International Cross- Hauling of Capital” Canadian Journal of Economics, Vol. 25, pp. 710-6.
- 18- Isakson, Anders. (2001) “financial liberalization, Foreign Aid, and Capital Mobility: Evidence from 90 Developing Countries” Journal of International Financial Markets, Vol. 11, pp. 309-338.
- 19- Im, K. S., Pesaran, M. H., and Y. Shin (2003). “Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels,” *Journal of Econometrics*, 115, 53–74.
- 20- Isard, Peter. (2005) “Globalization and the International Financial System” Cambridge University Press.
- 21- Johnson, H. G. (1972) “Further Essays in Monetary Economics, London: Allen and Unwin, Reprinted in J. A. Frankel and H. G. Johnson (eds) .
- 22- Jorgenson, Dale W. (1963) “Capital Theory and Investment Behavior” The American Economic Review, Vol. 53, No. 2, pp. 247-259
- 23- Kouri, Pentti J. K., Porter, Michael G. (1974) “International Capital Flows and Portfolio Equilibrium” the Journal of Political Economy, Vol. 82, No. 3, pp. 443-467.
- 24- Levin, A., Lin, C. F., and C. Chu (2002). “Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties,” Journal of Econometrics, 108, 1–24.

- 25- Makin, A.J. (2003) "Global Finance and the Macroeconomy" Palgrave Macmillan.
- 26- Markowitz, Harry M. (1991) "Foundations of Portfolio Theory" *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 2, pp. 469-477.
- 27- Markowitz, Harry M. (1991) "Foundations of Portfolio Theory" *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 2, pp. 469-477.
- 28- Mead, J. E. (1951) "The Theory of International Economic Policy, Vol 1: The Balance of Payments" Oxford University Press.
- 29- Montiel, P.J., (1994). "Capital mobility in developing countries: some measurement issues and empirical
- 30- Estimates", *World Bank Econ. Rev.* Vol. 8, pp. 311–353.
- 31- Mundel, R. A. (1960) "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 74, pp. 227-57.
- 32- Mundel, R. A. (1962) "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed Exchange Rate" *International Monetary Fund Staff Papers*, March, pp. 70-9.
- 33- Mussa, Michael. (1974) "A Monetary Approach to Balance of Payments Analysis" *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 6, No. 3, pp. 333-351.
- 34- Obstfeld, Maurice., Taylor, Alan M. (2002) "Globalization and Capital Markets" NBER paper Series.
- 35- Obstfeld, Maurice., Shambaugh, Jay C., Taylor, Alan M. (2004) "The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates Monetary Policies and Capital Mobility" NBER Paper Series.
- 36- Ouattara, B. (2006), "Foreign Aid and Government Fiscal Behavior in Developing Countries: Panel Data Evidence" *Economic Modeling*, Vol. 23, pp. 506-514.
- 37- Phillips, P. C. B. and H. Moon (2000), "Nonstationary Panel Data Analysis: An Overview of Some Recent Developments," *Economic Review*, Vol. 19, pp. 263-286.
- 38- Tobin, J. (1958) "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk" *Review of Economic Studies*, Vol. 25, pp. 65-85.
- 39- Yeager, Leland B. (1976) "International Monetary Relations: Theory, History and Policy" New York, Harper and Row.
- 40- Rajan, Raghuram., Zingales, Luigi. (2003) "Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity" New York: Crown Business.
- 41- Stiglitz, Joseph. (1996) "Some Lessons from the East Asian Miracle" *The World Bank Research Observer*, Vol. 11, pp. 151-77.
- 42- Stulz, Rene M. (1981) "On the Effects of Barriers to International Investment" *The Journal of Finance*, Vol. 36, No. 4, pp. 923-934.

- 43- -Wong, D. Y. (1990) “What Do Saving – Investment Relationships Tell Us about Capital Mobility?” *Journal of International Money and Finance* Vol. 9, pp. 60-74.
- 44- -Yumoto, M., K. Koike, H. and Taguch, H. (1986) “ Financial Innovation in Major Industrial Countries” in Y. Suzuki and H. Yomo (eds.), *Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and West*, Tokyo: University of Tokyo Press.

