

## **Financial Globalization on the Effectiveness of Monetary and Fiscal Policies**

**Robab Azali\***, **Seyed Ali Paytakhti Oskooe\*\***

**Monire Dizaje\*\*\***, **Alireza Tamizi\*\*\*\***

### **Abstract**

Globalization has created fundamental changes in various economic dimensions. In the economic dimension, the most important of these changes are expansion and integration of global markets, such as increasing the flow of finance and international market of capital, production relations and capital exchanges. This paper investigates the impact of financial globalization (FG) on the effectiveness of monetary and fiscal policies in the selected Islamic countries during the period 2000-2019 using the Panel VAR method. The results indicated that FG reduces the changes in GDP by interacting with the liquidity, so FG contributes to the effectiveness of monetary policy. But changes in GDP responded positively to the interactive shocks of FG and interest rates. Therefore, the effectiveness of monetary policy has decreased through interest rate Chanel. Inflation changes do not response to the interactive shocks of FG and liquidity in the long run. Therefore, in the long run, the interaction between FG and the liquidity has no effect on the effectiveness

\* Ph.D.Student, Department of Economics, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran  
Azali1390@yahoo.com

\*\* Associate Professor, Department of Economics, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz Iran  
(Corresponding Author), Oskooe@yahoo.com

\*\*\* Assistant Professor, Department of Economics, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz  
Iran, mdizaji@yahoo.com

\*\*\*\* Assistant Professor, Department of Econommics, Payame Noor University, al\_tamizi@yahoo.com

Date received: 2022/2/10, Date of acceptance: 2022/7/5



Copyright © 2018, This is an Open Access article. This work is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 International License. To view a copy of this license, visit <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/> or send a letter to Creative Commons, PO Box 1866, Mountain View, CA 94042, USA.

of monetary policy, while changes in inflation show a negative response to the interactive shocks of FG and interest rates. Indeed, the interaction of interest rates and FG reduces changes in inflation and increases the effectiveness of monetary policy through interest rates. Changes of GDP and inflation rates do not show a significant response to the interactive shocks of FG and government spending. Thus, FG in interaction with fiscal policy has no effect on changes in inflation and GDP, so it does not affect the effectiveness of fiscal policy.

**Keywords:** Financial Globalization, Monetary Policy Effectiveness, Fiscal Policy Effectiveness, Islamic Countries.

**JEL Classification:** E52, E60, E62.

## جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی<sup>۱</sup>

رباب ازلی\*

سیدعلی پایتختی اسکویی\*\*، منیره دیزجی\*\*\*، علیرضا تمیزی\*\*\*\*

### چکیده

جهانی شدن در ابعاد مختلف تحولات اساسی ایجاد کرده است که مهم‌ترین آن‌ها در بعد اقتصادی گسترش و یک‌پارچگی بازارهای جهانی، افزایش جریان‌های مالی و سرمایه‌ای بین‌المللی، و مناسبات تولیدی و مبادلات سرمایه است. بر این اساس، در این تحقیق تأثیر جهانی شدن مالی در اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی در کشورهای اسلامی در دوره ۲۰۱۹-۲۰۰۰ را با روش Panel VAR بررسی کرده‌ایم. نتایج نشان داد جهانی شدن مالی با تعامل حجم نقدینگی باعث کاهش تغییرات تولید ناخالص داخلی و افزایش اثربخشی سیاست پولی می‌شود، اما واکنش تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره حاکی از افزایش تغییرات تولید ناخالص داخلی است که کاهش اثربخشی سیاست پولی را از طریق نرخ بهره نشان می‌دهد. تغییرات نرخ تورم به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و حجم نقدینگی واکنشی نشان نمی‌دهد. بنابراین، تعامل جهانی شدن مالی و حجم نقدینگی تأثیری در اثربخشی سیاست پولی ندارد، اما تغییرات نرخ تورم به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره واکنش منفی نشان داده که از افزایش اثربخشی سیاست پولی از طریق نرخ بهره حاکی است. تغییرات

\* دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران، azali1390@yahoo.com

\*\* دانشیار گروه اقتصاد، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران (نویسنده مسئول)،

Oskooe@yahoo.com

\*\*\* استادیار گروه اقتصاد، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران، mdizaji@yahoo.com

\*\*\*\* استادیار گروه اقتصاد، دانشگاه پیام نور، al\_tamizi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۲۱، تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۴/۱۴



تولید ناخالص داخلی و نرخ تورم به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و مخارج مصرفی دولت واکنش معناداری نشان نمی‌دهد. بنابراین، نتایج حاکی از عدم اثربخشی سیاست مالی است.

**کلیدواژه‌ها:** جهانی شدن مالی، اثربخشی سیاست پولی، اثربخشی سیاست مالی، کشورهای اسلامی.

طبقه‌بندی JEL: E52, E60, E62

## ۱. مقدمه

جهانی شدن از اواسط دهه ۱۹۸۰ مورد توجه بسیاری از اقتصاددانان قرار گرفته است. این پدیده مستلزم تغییر در قالب فرایند درهم‌تنیدگی اقتصادهای ملی از طرق مختلف از جمله تغییرات اجتماعی، اقتصادی، و سیاسی است. در سال‌های اخیر حجم بازارهای مالی در مقایسه با حجم تجارت بین‌المللی با سرعت بالایی افزایش یافته و به عاملی مهم در فرایند یک‌پارچگی جهانی تبدیل شده است (صادقی و دیگران ۱۳۹۵: ۸۸). بنابراین، هرگونه ارتباط مالی کشورها با رویکردهای متفاوت به گسترش ارتباطات جهانی و توسعه جهانی شدن مالی می‌انجامد (Prasad et al. 2003: 25). در چنین موقعیتی، عواملی هم‌چون جریان‌های بین‌المللی سرمایه، گسترش روابط مالی و تشکیل بلوک‌ها و نواحی مالی منطقه‌ای و بین‌المللی، هم‌گرایی در نرخ‌های بهره منطقه‌ای و بین‌المللی و قدرت برابری خرید کشورهای همکار، کاهش کنترل‌ها، و تشکیل اتحادیه‌های پولی به ایجاد و توسعه جهانی شدن مالی می‌انجامد و به منزله جلوه‌های بارز و مشخص این پدیده مطرح می‌شوند. در نتیجه، جهانی شدن مالی موضوعی مرتبط با مالیه بین‌الملل است (گوگردچیان و دیگران ۱۳۹۳: ۲۰۶). قبل از بحران مالی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۹، به نظر اقتصاددانان جهانی شدن مالی تأثیری در اثربخشی سیاست‌های پولی نداشت و حتی می‌توانست تأثیرات مثبتی در آن داشته باشد (Yellen 2006; Bernanke 2007; Weber 2008; Kamin 2010). بعد از بحران مالی نظریات مختلفی درباره تأثیر جهانی شدن مالی در سیاست‌های پولی و مالی مطرح شد. برخی اذعان کردند که در جهانی شدن مالی به دلیل سرریز سیاست‌های پولی، خصوصاً آمریکا، به دیگر کشورها کنترل سیاست‌های پولی با مشکل مواجه می‌شود (Shin 2012; Rey 2013; Agrippino and Rey 2014; Bruno and Shin 2015). بنابراین، بحران مالی باعث تأثیر جهانی شدن مالی در سیاست‌های پولی شد. در واقع، گسترش جهانی شدن مالی باعث

## جهانی‌شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۵

سهولت تحرک و جریان سرمایه بین کشورها شد که این امر توان کنترل بانک‌های مرکزی را در کنترل نرخ بهره و به‌دنبال آن کنترل سیاست‌های پولی با مشکلاتی مواجه کرد. جهانی‌شدن مالی، درکنار کاهش کنترل بانک مرکزی بر سیاست‌های پولی، کنترل سیاست‌های پولی را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد.

باتوجه‌به مبانی نظری نئوکلاسیک‌ها، جهانی‌شدن مالی و افزایش درجهٔ بازبودن مالی باعث حرکت جریان سرمایه از اقتصادهای با سرمایهٔ بالا و نرخ بازده انتظاری پایین به سمت اقتصادهای با سرمایهٔ پایین می‌شود که نرخ بازدهی انتظاری بالایی دارند و این امر باعث تکمیل پس‌انداز داخلی در کشورهایی با سطح سرمایهٔ پایین می‌شود و سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. ازسوی دیگر، جریان سرمایه به بهبود انتقال فناوری می‌انجامد و از طریق تخصیص بهینهٔ منابع به‌وسیلهٔ توزیع ریسک درآمدی هزینهٔ سرمایه را کاهش می‌دهد و باعث افزایش بهره‌وری و رشد اقتصادی می‌شود که با ایجاد ثبات در سطح کلان و استفادهٔ مناسب از سیاست‌های کلان اقتصادی باعث تسریع گسترش بازارها می‌شود (حاضری نیری و دیگران ۱۳۹۸: ۶۳). از نظر استیگلیتز (Stiglitz 2000)، باتوجه‌به این‌که نقض در بازارهای مالی بین‌المللی در مقایسه با بازارهای مالی داخلی بیش‌تر است، جهانی‌شدن مالی می‌تواند پرهزینه باشد (حاضری نیری و دیگران ۱۳۹۸: ۶۴). مخالفان جهانی‌شدن مالی بر این باور بودند که جهانی‌شدن مالی باعث اثربخشی بالاتر نمی‌شود، حتی برعکس این فرایند، جریان‌های پول داغ ناشی از سفته‌بازی را تشویق می‌کند و تأثیر مثبت و مشخصی در سرمایه‌گذاری یا سایر متغیرهای حقیقی از جمله تولید نخواهد داشت (Bhagwhati 1998; Rodrik 1998; Stiglitz 2000).

مطالعهٔ تأثیرات جهانی‌شدن مالی در اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی در جهت کاهش تأثیرات نامطلوب این پدیده و تدوین سیاست‌های پولی و مالی کارآمد متناسب با وضعیت جدید جهانی‌شدن مالی ضروری است، زیرا اجرای سیاست‌های پولی و مالی متناسب با تأثیرات جهانی‌شدن مالی در آثار سیاست‌های پولی و مالی بر متغیرهای کلان اقتصادی و اثربخشی آن‌ها از ضروریات و وظایف سیاست‌گذاران اقتصادی است.

کشورهای اسلامی بخش مالی داخلی چندان توسعه‌یافته‌ای ندارند. ادغام‌شدن دستگاه‌های مالی آن‌ها با دستگاه‌های مالی جهانی آثار به‌مراتب شدیدتری بر کنترل سیاست‌های پولی و مالی دارد.

بر این اساس، این تحقیق سعی دارد تا تأثیرات جهانی‌شدن مالی در اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی را در کشورهای اسلامی، با استفاده از الگوی خودرگرسیون

برداری پانلی طی دوره ۲۰۰۰-۲۰۱۹، بررسی کند. این مقاله در پنج بخش تدوین شده است. در بخش اول مبانی نظری تحقیق، در بخش دوم مرور مطالعات پیشین، در بخش سوم معرفی روش پژوهش، در بخش چهارم ارائه نتایج تحقیق، و در نهایت در بخش پنجم نتیجه‌گیری ارائه می‌شود.

## ۲. مبانی نظری

### ۱.۲ جهانی شدن مالی و پی‌آمدهای آن در اقتصاد

جهانی شدن ابعاد متنوعی دارد و به جنبه‌های اجتماعی، اقتصادی، سیاسی، حقوقی، فرهنگی، فناوری، و محیط‌زیست قابل تسری است. از این رو، هیچ اتفاق نظر و تعریف دقیقی از جهانی شدن بین نظریه‌پردازان وجود ندارد. نظریه‌پردازانی مانند فوکویاما (Fukuyama 2001: 7-20) معنای عام جهانی شدن را مطرح کردند، اما کومسا (۱۳۷۸: ۱۸۲) جهانی شدن را نتیجه یک‌پارچگی در حوزه‌های اقتصادی، مالی، و زیست محیطی تعریف کرد. کروگمن (Krugman 1996) جهانی شدن را ادغام بازارهای جهانی و گسترش بین‌المللی مناسبات تولیدی و مبادلات سرمایه دانست.

جهانی شدن یا آزادسازی مالی از مهم‌ترین ابزارهای تقویت سیستم مالی و ایجاد تحول در ساختار مالی کشورها از طریق ارتقای رقابت‌پذیری آنهاست. جهانی شدن مالی مفهومی است که به گسترش ارتباطات جهانی کشورها از طریق جریان‌های مالی بین‌المللی و سرمایه‌ای اشاره دارد. در واقع، جهانی شدن مالی به افزایش جریان‌های مالی بین‌المللی و پیوستگی اقتصادهای جهان به یک‌دیگر، شرایط و امکانات برای دسترسی به فناوری‌ها و بازارهای جدید، و گسترش ارتباطات جهانی از طریق جریان‌های مالی می‌پردازد (نصیری و دیگران ۱۴۰۰: ۷۳). در چنین حالتی، عواملی هم‌چون جریان‌های بین‌المللی سرمایه، گسترش روابط مالی، تشکیل بلوک‌ها و نواحی مالی، هم‌گرایی در نرخ‌های بهره منطقه‌ای و بین‌المللی و قدرت برابری خرید کشورهای همکار، کاهش کنترل‌ها، و تشکیل اتحادیه‌های پولی به توسعه جهانی شدن مالی می‌انجامد که به‌منزله جلوه‌های بارز این پدیده مطرح می‌شوند (Ni and Liu 2019).

در ادبیات اقتصادی، برای اندازه‌گیری جهانی شدن مالی (بازبودن مالی) از شاخص‌های مختلف از جمله گردش روزانه ارز خارجی، ذخایر اعتبارات بانکی فرامرزی، دارایی‌های

## جهانی‌شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۷

بانکی خارجی (قادری و رستمی ۱۳۹۵)، خالص جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، و خالص جریان سرمایه خصوصی استفاده می‌شود (Rao 1998). سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در مقایسه با سایر منابع تأمین مالی خارجی و تحرک سرمایه پایدار است و چندان فرار نیست. به عبارتی، هنگام بروز رکود در کشور میزبان، این نوع تأمین منبع مالی خارجی نه فقط از کشور خارج نمی‌شود، بلکه در صورت فعالیت مطلوب، آن کشور را در خروج از بحران و رکود یاری می‌کند. این نوع سرمایه‌گذاری مستلزم پذیرش ریسک بالاتر است و درآمد حاصل از آن تضمین شده نیست، اما عایدی آن در مقایسه با سرمایه‌گذاری غیرمستقیم درجه نقدشوندگی پایین‌تری دارد و مستلزم کنترل سرمایه‌گذار در سرمایه‌گذاری خویش و طول دوره سرمایه‌گذاری مستقیم طولانی‌تر از سرمایه‌گذاری غیرمستقیم است. هم‌چنین، در مطالعات متعددی از جمله راثو (Rao 1998)، دادگر و ناجی (۱۳۸۲)، کریمی پتانلار و دیگران (۱۳۸۹)، گوگردچیان و دیگران (۱۳۹۳)، و قادری و رستمی (۱۳۹۵) از جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به منزله شاخص جهانی‌شدن مالی استفاده شده است.

جهانی‌شدن مالی پی‌آمدهایی دارد. روابط مالی بین کشورها در قرن اخیر با فراز و نشیب‌های مختلفی روبه‌رو شده است و حتی بعد از جنگ جهانی دوم با تشکیل نهادهایی مانند صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی وارد مرحله جدیدی شده است، اما در سال‌های اخیر این روابط شکل جدیدی را تجربه کرده است، به گونه‌ای که موجب تعمیق و گسترش بازارهای مالی شده و در متغیرهایی از جمله رشد اقتصادی و تجارت تأثیر گذاشته است. از این مرحله به منزله جهانی‌شدن مالی یاد می‌شود و در چهارچوب تحولاتی مانند تشکیل اتحادیه‌های پولی، گسترش جریان‌های بین‌المللی سرمایه، یک‌پارچگی مالی و توسعه روابط مالی منطقه‌ای و بین‌المللی، و تشکیل بلوک‌ها و نواحی مالی شکل گرفته است (گوگردچیان و دیگران ۱۳۹۳: ۲۰۸). براساس دیدگاه گلداسمیت (Goldsmith 1966) و مک‌کینون (McKinnon 1963)، درجه توسعه‌یافتگی مالی و رشد اقتصادی رابطه‌ای مثبت و قوی دارند که این رابطه در فرایند جهانی‌شدن مالی موجب نزدیکی رشد اقتصادی کشورها می‌شود. تشکیل اتحادیه‌های پولی باعث آزادسازی مالی و نقل‌وانتقال وجوه بین مرزها در فرایند ادغام بین‌المللی بازارهای سرمایه و افزایش تحرک سرمایه می‌شود، به گونه‌ای که در چنین فرایندی برای اغلب اقتصادها دست‌یابی به ذخیره پس‌انداز، تشکیل منابع سرمایه‌گذاری، و رشد بیش از پیش فراهم می‌شود (همان).

## ۲.۲ کانال‌های تأثیرگذاری جهانی شدن مالی در اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی

از چالش‌های مهم سیاست‌گذاران پولی ماندگاری و زمان به‌اوج‌رسیدن تأثیر سیاست پولی است، چراکه در کوتاه‌مدت برای تثبیت فعالیت‌های اقتصادی، مدیریتی، و کنترل تورم از سیاست‌های پولی استفاده می‌کنند. از طرف دیگر، برای اقتصاددانان پرواضح است که بانک مرکزی برای اجرای موفقیت‌آمیز و کارآمد سیاست پولی باید از سازوکار انتقال سیاست‌های پولی آگاهی و دانش کافی داشته باشد (مرزبان و دیگران ۱۳۹۵: ۷۲). سیاست‌های پولی از طریق کانال‌های مختلف اقتصاد کشور را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

کانال نرخ بهره (interest rate chanel): کانال نرخ بهره از مسیرهای استاندارد انتقال سیاست پولی از دیدگاه مکتب کینزین‌هاست. به این معنی که کاهش نرخ بهره حقیقی باعث افزایش هزینه سرمایه می‌شود و مخارج سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، درحالی‌که نرخ‌های بهره حقیقی پایین از طریق افزایش سرمایه ثابت تجاری، سرمایه‌گذاری خانوارهای داخلی، مخارج کالاهای بادوام مصرفی، و موجودی سرمایه باعث افزایش تولید می‌شوند (جلیلی و دیگران ۱۳۹۶: ۱۸۰). برای مثال، با اعمال سیاست پولی انقباضی (کاهش حجم پول) نرخ بهره افزایش می‌یابد که باعث کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود. از این رو، تولید واقعی کاهش می‌یابد و رکود اقتصادی رخ می‌دهد. با افزایش نرخ بهره داخلی، اختلاف نرخ بهره داخلی و خارجی بیشتر می‌شود و در گسترش جهانی شدن مالی کشور تحرک سرمایه با سهولت بیشتری اتفاق می‌افتد. بنابراین، امکان جریان سرمایه‌های خارجی به داخل افزایش می‌یابد و این امر می‌تواند تولید و رشد اقتصادی را افزایش دهد. بنابراین، تأثیر اجرای سیاست پولی انقباضی در داخل بر اثر ورود سرمایه‌های خارجی خنثی می‌شود و این امر با توسعه بیشتر و گسترده‌تر جهانی شدن مالی نمود بیشتری می‌یابد و اجرا و کنترل سیاست‌های پولی را با چالش مواجه می‌کند.

کانال نرخ ارز (exchange rate chanel): این کانال از زمانی فعال می‌شود که تعدیلات نرخ سیاستی بانک مرکزی موجب تغییرات اهرمی در بازار کوتاه‌مدت، نرخ‌های سپرده، و تسهیلات شود. با قرارگرفتن نرخ ارز در کانال وام‌دهی بانک‌ها، تأثیر نرخ ارز در تولید گسترش می‌یابد. علاوه بر این، نرخ ارز به تغییرات نرخ‌های کوتاه‌مدت اوراق قرضه دولتی واکنش نشان می‌دهد (Ghananchyan 2014: 23). در کشورهایی که نرخ ارز انعطاف‌پذیر دارند، کانال نرخ ارز می‌تواند سازوکار قوی‌تری برای انتقال تأثیرات سیاست‌های پولی باشد (Mukherjee 2011: 23). برای مثال، سیاست پولی انقباضی (کاهش حجم پول) باعث



## جهانی‌شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۹

افزایش نرخ بهره می‌شود و جذابیت سپرده‌گذاری در داخل را در مقایسه با خارج از کشور افزایش می‌دهد. بنابراین، تقاضای پول داخلی زیاد و پول داخلی با کاهش نرخ ارز تقویت می‌شود. افزایش ارزش پول داخلی موجب گران‌تر شدن کالاهای تولید داخل در نظر خریداران خارجی می‌شود و خالص صادرات کشور کاهش می‌یابد که به دنبال آن تولید واقعی کم می‌شود (Krylova 2002: 1)، اما با جهانی‌شدن مالی، به دلیل افزایش نرخ بهره در داخل بر اثر سیاست پولی انقباضی، امکان ورود سرمایه خارجی فراهم می‌شود که می‌تواند در نرخ ارز تأثیر بگذارد و باعث افزایش نرخ ارز و افزایش صادرات شود. بنابراین، با گسترش جهانی‌شدن مالی اثربخشی سیاست‌های پولی تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

کانال اعتباری (credit channel): کانال اعتباری را می‌توان به دو کانال وام‌دهی بانک‌ها و کانال ترانزنامه‌ای تفکیک کرد (Mukherjee 2011: 5). براساس کانال وام‌دهی بانک‌ها، سیاست پولی انقباضی به کاهش ذخایر قابل‌استفاده بانک‌های تجاری منجر می‌شود. همچنین، سیاست پولی کنترل‌شده به کاهش جذب سپرده‌ها در بانک‌های تجاری از طریق تأثیرگذاری در فعالیتهای اقتصادی و کاهش عرضه وام خصوصاً به شرکت‌های کوچک منجر می‌شود که در نتیجه آن، فعالیتهای اقتصادی و تولیدی کاهش پیدا می‌کند. براساس کانال ترانزنامه‌ای، سیاست پولی ترانزنامه شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به این معنی که ارزش دارایی‌هایی را تحت تأثیر قرار می‌دهد که شرکت‌ها به‌منزله وثیقه از آن‌ها استفاده می‌کنند. بنابراین، نرخ بهره بالا جریان نقدی را کاهش می‌دهد و قیمت دارایی‌های مالی را در جهت منفی تغییر می‌دهد و این امر ارزش خالص شرکت‌ها و مخارج سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. در واقع، وجوه قابل‌استقراض تحت تأثیر قرار می‌گیرد و سرمایه‌گذاری را با چالش مواجه می‌کند (جلیلی و دیگران ۱۳۹۶: ۱۸۰؛ تقوی و لطفی ۱۳۸۵: ۱۴۵).

هدف‌گذاری تورم، به‌منزله جدیدترین استراتژی پولی، با تمرکز بر اقتصاد داخلی، وجود سیاست پولی مستقل، و افزایش اعتبار بانک مرکزی، آثار شوک‌های تورمی را کاهش می‌دهد. با به‌کارگیری استراتژی هدف‌گذاری تورم انعطاف‌پذیر، که در آن دو هدف تولید و تورم باهم در نظر گرفته شده است، تأثیرات منفی کاهش تورم در تولید در یک مسیر زمانی بهینه کنترل می‌شود (Mishkin 1999: 12). باین‌که هدف‌گذاری تورم از سیاست‌های محبوب پولی است، طی بحران مالی جهانی و رکود اقتصادی به دلیل ناتوانی در مورد خطرهای مالی، عدم تعادل، و شکست در انتقال سیاست‌های نرخ بهره بر این سیاست انتقاداتی وارد شد. به‌نظر سونسون (۲۰۱۰)، ممکن است فاکتورهای مالی تأثیری قوی و منفی در سازوکار

انتقال داشته باشند. در مورد کشورهای در حال توسعه، جایی که تورم در برخی موارد ناشی از طرف عرضه است، ممکن است کانال انتقال سیاست نرخ بهره کارآمد عمل نکند (Agenor and Silva 2013: 7). در کل، انتظار می‌رود هدف‌گذاری تورمی در کشورهایی با ویژگی توسعه‌یافتگی مالی به مدیریت تورم منجر شود، در حالی که تأثیر این سیاست‌گذاری در تغییرات تورم مبهم است. از یک سو، سطح بالای توسعه مالی به بانک مرکزی این اجازه را می‌دهد تا با استفاده از نرخ‌های بهره به‌طور کارآمد تورم و نوسانات تورم را مدیریت کند. از سوی دیگر، اگر توسعه مالی در بردارنده دست‌رسی بیشتر به خدمات مالی باشد، باعث هموارسازی مصرف می‌شود و در نتیجه، بانک مرکزی می‌تواند بر تورم، به‌منزله عامل کاهنده ثبات تولید، بیش‌تر تمرکز کند. بنابراین، تسهیلات با نرخ پایین‌تر ثبات بیش‌تر نرخ تورم را به‌هم‌راه دارد (Mehrotra and Yetman 2015: 25). از سوی دیگر، بانک مرکزی با هدف‌گذاری تورمی ممکن است به تغییرات نرخ‌هایی که عوامل اقتصادی با آن پوشش ریسک می‌کنند، کم‌تر علاقه داشته باشد که به‌سهم خود می‌تواند نوسانات قیمت‌های داخلی را در پی داشته باشد. به‌علاوه، دست‌رسی بیش‌تر به خدمات مالی به عوامل اقتصادی اجازه می‌دهد که ریسک شوک‌های تورمی را پوشش دهند. بنابراین، بانک مرکزی به تورم اجازه تغییرات در دامنه گسترده‌تری را می‌دهد تا اهدافی مانند ثبات مالی و رشد تولید را حل کند (Ouyang and Rajan 2019: 25).

با توجه به تکانه‌های وارد بر اقتصاد ایران طی سال‌های اخیر، تغییر در روابط تجاری خارجی و بازار ارز شناخت از روابط ساختاری اقتصاد را محدود کرده و امکان استخراج قواعد در جهت اهداف سیاست پولی بسیار دشوار شده است. به جز محدودیت‌های ابزاری، اجرایی کردن قاعده ابزاری در سطح بالاتر و شناخت و دانش محدود راجع به ساختار اقتصاد و کانال انتقال اثر سیاست پولی از مشکلات این حوزه محسوب می‌شود. تصریح و اجرایی کردن قواعد ابزاری ساده از قواعد هدف‌گذاری سهل‌تر است. بنابراین، تغییرات و نوسان‌های سال‌های اخیر الگوپذیری و پیش‌بینی‌پذیری متغیرها را دشوارتر کرده است. در این وضعیت، مشخص کردن تابع واکنش فرایندی با یادگیری هم‌راه است و حرکت براساس قواعد بهینه پولی اثربخشی سیاست پولی را افزایش می‌دهد (Taylor and Williams 2011: 831).

در کنار سیاست‌های پولی، سیاست‌های مالی از دو کانال درآمدهای مالیاتی و مخارج دولت اجرا می‌شود. سیاست‌های مالی بخشی از سیاست‌های مدیریت تقاضا هستند که تأثیرگذاری آن‌ها در متغیرهای کلان اقتصادی مانند مصرف، سرمایه‌گذاری، تورم، تولید

ناخالص داخلی، و اهداف کلان اقتصادی از جمله اهداف توزیعی، تخصیصی، و تشبیتی، تحرک فعالیت‌های بخش‌های غیردولتی، و استفاده از منابع راکد کشور، و جهت‌دهی آن‌ها در مسیر رشد و توسعه مهم‌ترین ویژگی‌های آن‌ها به‌شمار می‌آیند (غلامی و هژبرکیانی ۱۳۹۵: ۲). از ویژگی‌های بارز این سیاست‌ها وجود وقفه‌هایی در تصمیم‌گیری، اجرا، و تأثیرپذیری اثربخشی آن از زمان و محیط کلان اقتصادی است که سیاست‌های مزبور در آن اجرا می‌شود. سیاست مالی خاصی، که در یک دوره زمانی مناسب و ضروری به‌نظر می‌رسید، ممکن است بعد از گذشت یک دوره اثربخشی خود را از دست بدهد. بنابراین، استفاده از سیاست‌های مالی و نوع تأثیراتی که در متغیرهای کلان خواهد داشت، همواره مورد توجه اقتصاددانان بوده است (رضاقلی‌زاده ۱۳۹۳: ۴۰).

همان‌طور که بیان شد، سیاست‌های پولی از طریق کانال‌های مختلفی از جمله کانال نرخ بهره، نرخ ارز، اعتباری، و هدف‌گذاری تورمی اقتصاد کشور را تحت تأثیر قرار می‌دهند. در کانال نرخ بهره تغییرات نرخ بهره داخلی و توسعه جهانی‌شدن مالی جریان‌ات مالی بین‌المللی را تحت تأثیر قرار می‌دهد و تأثیرگذاری سیاست پولی از طریق نرخ بهره را با چالش مواجه می‌کند. همچنین، کانال نرخ ارز از طریق قرارگرفتن در کانال وام‌دهی بانک‌ها در تولید تأثیرگذار است. بنابراین، با جهانی‌شدن مالی و تحرک سرمایه، نرخ ارز و به‌دنبال آن اهداف سیاست پولی دچار تغییر می‌شوند و همین اهداف سیاست‌گذاران پولی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. علاوه‌براین، کانال اعتباری از طریق تأثیر در تقاضا و عرضه وام سیاست‌های پولی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در وضعیت جهانی‌شدن مالی امکان تأمین مالی بنگاه‌ها از منابع مالی خارجی فراهم می‌شود و این امر تأثیرگذاری سیاست پولی از طریق کانال اعتباری را دچار چالش می‌کند. بنابراین، در شرایط توسعه جهانی‌شدن مالی، بانک مرکزی ابزارهای اعمال سیاست پولی را تغییر و اثربخشی سیاست‌های پولی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

### ۳. پیشینه تحقیق

جورجیادیس و مل (Georgiadis and Mehl 2016) جهانی‌شدن مالی و کارایی سیاست پولی در منتخبی از کشورها را با استفاده از الگوی خودرگرسیون جهانی (GVAR) و داده‌های فصلی دوره زمانی ۱۹۹۹-۲۰۰۹ بررسی کردند. نتایج مطالعه آن‌ها نشان داد که در کشورهای منطقه یورو جهانی‌شدن مالی در کارایی سیاست پولی تأثیر مثبت دارد،

در حالی که در کشورهای غیراروپایی، آمریکا، و اقتصادهای نوظهور در کارایی سیاست پولی تأثیر منفی داشت.

سامبا و امباسی (Samba and Mbassi 2016) تأثیر توسعه مالی در اثربخشی سیاست‌های کلان اقتصادی در کشورهای عضو جامعه پولی و اقتصادی آفریقای مرکزی را در دوره ۱۹۸۶-۲۰۰۶، با استفاده از روش داده‌های تابلویی، بررسی کردند. نتایج نشان داد که در برخی کشورها توسعه مالی اثربخشی سیاست مالی را بهبود می‌دهد و متغیر عمق مالی با اثربخشی سیاست پولی ارتباط معنادار دارد. شاخص اعتبارات پرداختی بانک‌های داخلی به بخش خصوصی با سیاست پولی ارتباطی ندارد.

ما و لین (Ma and Lin 2016) توسعه مالی و اثربخشی سیاست پولی را در ۴۱ کشور با روش داده‌های تابلویی بررسی کردند. آن‌ها از شاخص نسبت اعتبارات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی، نسبت ارزش بازار سرمایه به تولید ناخالص داخلی، و نسبت اعتبارات بخش خصوصی و ارزش بازار سرمایه به تولید ناخالص داخلی به‌منزله شاخص توسعه مالی استفاده کردند. نتایج نشان داد اثربخشی سیاست پولی در سیستم‌های توسعه‌یافته مالی کاهش می‌یابد.

افیونگ و دیگران (Effiong et al. 2017) با بررسی تأثیر توسعه مالی در اثربخشی سیاست‌های پولی در ۳۹ کشور آفریقای در دوره ۱۹۹۰-۲۰۱۵ با روش داده‌های تابلویی نشان دادند رابطه‌ای ضعیف بین توسعه مالی و اثربخشی سیاست پولی برقرار است.

آدیگوریولا (Adegoriola 2018) با تحلیل اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی در کشور نیجریه با روش تصحیح خطا در دوره ۱۹۸۱-۲۰۱۵ نشان داد که بین سیاست‌های پولی و مالی و رشد اقتصادی رابطه تعادلی بلندمدتی برقرار است. همچنین، بین رشد پول و مخارج دولت با رشد اقتصادی رابطه مستقیم و بین نرخ بهره و کسری بودجه دولت با رشد اقتصادی رابطه‌ای منفی برقرار است.

دی مندوکا و ناسیمنتو (De Mendonca and Nascimento 2019) با بررسی عدم اثربخشی سیاست‌های پولی و ثبات اقتصادی با استفاده از مدل مرزی در دوره ۱۹۹۰-۲۰۱۴ و الگوی داده‌های تابلویی در ۴۲ کشور دنیا نشان دادند که بازبودن مالی و بازبودن اقتصاد تأثیرات مستقیمی در اثربخشی سیاست پولی دارند.

تران و دیگران (Tran et al. 2021) با استفاده از داده‌های فصلی دوره ۲۰۰۵-۲۰۱۹ و با روش ARDL تأثیر جهانی شدن مالی در استقلال سیاست پولی در ویتنام را بررسی کردند و

### جهانی‌شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۱۳

نشان دادند که در کوتاه‌مدت جهانی‌شدن مالی باعث کاهش استقلال سیاست‌های پولی شده است. هم‌چنین، ثبات نرخ ارز تأثیری منفی در استقلال سیاست‌های پولی ویتنام داشته است.

غلامی و هژبرکیانی (۱۳۹۵) اثربخشی سیاست‌های مالی انبساطی در ایران طی دوره ۱۳۳۸-۱۳۹۱ را با روش VAR و آستانه‌ای بررسی کردند و نشان دادند که کاهش درآمدهای مالیاتی و افزایش مخارج دولت به افزایش رشد اقتصادی می‌انجامد و افزایش مخارج دولت در روش خودرگرسیون آستانه‌ای کارآترین محرک مالی است. توابع واکنش آنی الگوی خطی و رژیم بالا نشان داد که واکنش تولید ناخالص داخلی به درآمدهای مالیاتی در مدل خطی و در وضعیت شکاف تولیدی مثبت تقریباً یک‌سان است، اما تأثیرات افزایش مخارج دولت در تولید ناخالص داخلی در مدل خطی اختلاف زیادی با این آثار در رژیم بالا داشت. مرزبان و دیگران (۱۳۹۵) با بررسی اثربخشی سیاست پولی بر اقتصاد ایران با روش FAVAR و الگوریتم بیشینه‌سازی انتظارات با مدنظر قراردادن ۱۲۰ متغیر اقتصادی در دوره ۱۳۶۸-۱۳۹۲ نشان دادند که شوک نرخ بهره در بازار پول تأثیر تأخیری دارد، به طوری که با هر شوک ناشی از نرخ بهره، بازار پول با تأخیری سه‌ماهه به آن واکنش نشان می‌دهد.

قلی‌زاده کناری و دیگران (۱۳۹۶) اثربخشی سیاست پولی بر اقتصاد ایران را در دوره ۱۳۷۳-۱۳۹۴ با روش برنامه‌ریزی پویا و باتوجه به قید سازوکارهای انتقال پولی حداقل شده و قاعده سیاست پولی بهینه بررسی کردند. آن‌ها اثربخشی سیاست پولی را بر دو دوره ۱۳۷۳-۱۳۸۳ و ۱۳۸۴-۱۳۹۴ بررسی کردند و نشان دادند که حساسیت سیاست‌گذاری پولی به انحراف تورم و شکاف تولید در دوره دوم در مقایسه با دوره اول افزایش یافته و نتایج در کل دوره مطابق با نتایج در دوره دوم است.

سعادت‌مهر و غفاری (۱۳۹۸) با استفاده از الگوی تعادل عمومی پویای تصاعدی (DSGE) در دوره ۱۳۵۷-۱۳۹۴ تأثیر سیاست‌های پولی و مالی در متغیرهای کلان اقتصادی ایران را بررسی کردند و نشان دادند که افزایش حجم نقدینگی تأثیری مثبت در تولید، سرمایه‌گذاری، اشتغال، و نرخ تورم دارد، اما مخارج دولت در تولید، اشتغال، و تورم تأثیر مثبت دارد که به کاهش سرمایه‌گذاری خصوصی منجر شده است.

خلیلی عراقی و دیگران (۱۳۹۹) با بررسی رابطه توسعه مالی و اثربخشی سیاست پولی با استفاده از شاخص ترکیبی فازی در کشورهای OECD و OPEC در دوره ۲۰۰۱-۲۰۱۷ با روش منطق فازی نشان دادند که در کشورهای OPEC توسعه مالی ضعیف سبب

افزایش اثربخشی سیاست‌های پولی بر تورم می‌شود. هم‌چنین، در کشورهای OECD توسعه مالی قوی سبب افزایش اثربخشی سیاست‌های پولی بر تورم و رشد می‌شود. بنابراین، هرچه قدر سیستم مالی نواقص کم‌تری داشته باشد، واکنش کارگزاران اقتصادی به سیاست‌های پولی کارآست و این امر اثربخشی سیاست‌های پولی بر رشد تولید را کاهش می‌دهد.

زنگنه و دیگران (۱۳۹۹) تأثیر توسعه مالی در اثربخشی سیاست پولی با تراز تجاری بر اقتصاد ایران را در دوره ۱۳۵۸-۱۳۹۶ با رهیافت کالمن فیلتر بررسی کردند. نتایج نشان داد که رشد نقدینگی در ایران به افزایش تورم و کاهش رشد اقتصادی منجر می‌شود. چنانچه رشد نقدینگی ناشی از تسهیلات اعطایی باشد، تأثیری منفی و معنادار و چنانچه رشد نقدینگی از سوی بازار سرمایه جذب شود، تأثیری مثبت، معنادار، و اندک به‌ویژه در دوره تحریم در رشد اقتصادی خواهد داشت. چنانچه رشد نقدینگی ناشی از تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی باشد، تأثیری منفی و معنادار در تأثیرگذاری تراز تجاری در رشد اقتصادی دارد و چنانچه رشد نقدینگی به سمت بازار سهام هدایت شود، به بهبود تأثیرگذاری تراز تجاری در رشد اقتصادی می‌انجامد.

نتایج مطالعات تجربی در کشورهای گوناگون اغلب حاکی از تأثیر معنادار توسعه مالی و جهانی شدن مالی در اثربخشی سیاست‌های پولی است. باین‌حال، تأثیر جهانی شدن مالی در اثربخشی سیاست‌های پولی با سطح توسعه مالی کشورها مرتبط است و با افزایش سطح توسعه مالی داخلی، اثربخشی سیاست‌های مالی کاهش می‌یابد. در کشورهایی که سطح توسعه مالی داخلی ضعیف‌تری دارند، جهانی شدن مالی به اثربخش‌تر شدن سیاست‌های پولی منجر می‌شود.

## ۴. روش‌شناسی تحقیق

### ۱.۴ الگوی خودرگرسیون برداری پانلی

الگوی خودرگرسیون برداری پانلی (PVAR) براساس روابط تجربی که بین داده‌های تابلویی نهفته پایه‌گذاری شده است، به صورت فرم خلاصه‌شده سیستم معادلات هم‌زمان مدنظر قرار می‌گیرد که هرکدام از متغیرهای درون‌زا بر وقفه‌های خود و وقفه‌های متغیرهای دیگر در سیستم رگرسی می‌شوند. در رهیافت PVAR، داده‌ها بعد از تبدیل هلمرت

(transformation Helmert) در فرایند تخمین قرار می‌گیرند و بدین ترتیب، تأثیرات ثابت حذف می‌شوند. بسیاری از مسائل اقتصادسنجی کلان مانند بررسی تأثیر شوک متغیرهای اقتصاد کلان، متغیرهای اقتصاد انرژی، و متغیرهای مالی به‌شکلی مطرح می‌شوند که نمی‌توان داده‌های موردنیاز در یک دوره زمانی بلندمدت را برای تحلیل آن شوک‌ها در قالب مدل‌های سری زمانی یافت. تحلیل این مسائل در قالب مدل‌های خودرگرسیون برداری تابلویی (PVAR) امکان‌پذیر است.

زمانی که ضرایب با وقفه یک متغیر تغییر علامت می‌دهند، ضرایب برآوردشده الگوی خودتوضیح برداری مبتنی بر داده‌های تابلویی را نمی‌توان به‌راحتی تفسیر کرد. از این رو، تابع واکنش آنی را برآورد می‌کنند تا به کمک آن رفتار متغیرها را طی زمان بر اثر یک انحراف معیار تغییر در جمله اخلاص معادلات بررسی کنند.

#### ۲.۴ تصریح مدل و متغیرها

برای بررسی جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی بر کشورهای اسلامی، براساس مبانی نظری و مطالعات انجام شده، مدل‌های تحقیق با استفاده از مطالعات جورجیادیش و مل (Georgiadis and Mehl 2016) و خلیلی عراقی و دیگران (۱۳۹۹) به‌صورت ذیل تصریح شده‌اند.

- مدل‌های سیاست پولی

$$VPGDP_{it} = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VPGDP_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i X_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i M2_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \pi_i FDI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \varphi_i (M2_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}) + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل ۱.}$$

$$VPGDP_{it} = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VPGDP_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i X_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i r_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \pi_i FDI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \varphi_i (r_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}) + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل ۲.}$$

$$VINFI_{it} = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VINFI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i X_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i M2_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \pi_i FDI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \varphi_i (M2_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}) + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل ۳.}$$

$$VINFI_{it} = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VINFI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i X_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i RIR_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \pi_i FDI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \varphi_i (RIR_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}) + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل ۴.}$$

- مدل‌های سیاست مالی:

$$VPGDP_{it} = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VPGDP_{it-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i X_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i GOV_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \pi_i FDI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \varphi_i (GOV_{i,t-i} * \Delta FDI_{i,t-i}) + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل ۵}$$

$$VIN_{it} = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VIN_{it-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i X_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i GOV_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \pi_i FDI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \varphi_i (GOV_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}) + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل ۶}$$

متغیرهای مدل‌های تصریح شده به شرح جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. شرح متغیرهای تحقیق

نام متغیر	علامت اختصاری	شرح متغیر
سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی	FDI <sub>it</sub>	جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نسبت به تولید ناخالص داخلی (به درصد) به‌منزله پروکسی جهانی شدن مالی
اندازه دولت	GOV <sub>it</sub>	مخارج مصرفی دولت نسبت به تولید ناخالص داخلی (به درصد)
حجم نقدینگی	M2 <sub>it</sub>	حجم پول و شبه پول (نقدینگی) نسبت به تولید ناخالص داخلی (به درصد)
نرخ بهره	RIR <sub>it</sub>	نرخ بهره داخلی (به درصد)
تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی	GFC	تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی نسبت به تولید ناخالص داخلی (به درصد)
نرخ ارز حقیقی	REEXC	نرخ ارز حقیقی که از حاصل ضرب نرخ ارز اسمی با نسبت شاخص قیمت داخلی و خارجی محاسبه شده است.
تغییرات تولید ناخالص داخلی سرانه حقیقی	VPGDP <sub>it</sub>	تغییرات تولید ناخالص داخلی سرانه حقیقی کشورهای مورد مطالعه که با استفاده از فیلتر هاردیک - پروسکات برآورد شده است.
تغییرات نرخ تورم	VINF <sub>it</sub>	تغییرات نرخ تورم کشورهای مورد مطالعه که با استفاده از فیلتر هاردیک - پروسکات برآورد شده است.
متغیر تعامل نرخ بهره و جهانی شدن مالی	RIR <sub>i,t-i</sub> * FDI <sub>i,t-i</sub>	حاصل ضرب نرخ بهره با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (به درصد)
متغیر تعامل حجم نقدینگی و جهانی شدن مالی	M2 <sub>i,t-i</sub> * FDI <sub>i,t-i</sub>	حاصل ضرب حجم نقدینگی با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (به درصد)
متغیر تعامل اندازه دولت و جهانی شدن مالی	GOV <sub>i,t-i</sub> * FDI <sub>i,t-i</sub>	حاصل ضرب اندازه دولت با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (به درصد)

منبع آمار متغیرها: WDI (2020)



## ۵. برآورد مدل و نتایج

### ۱.۵ آمارهای توصیفی متغیرها

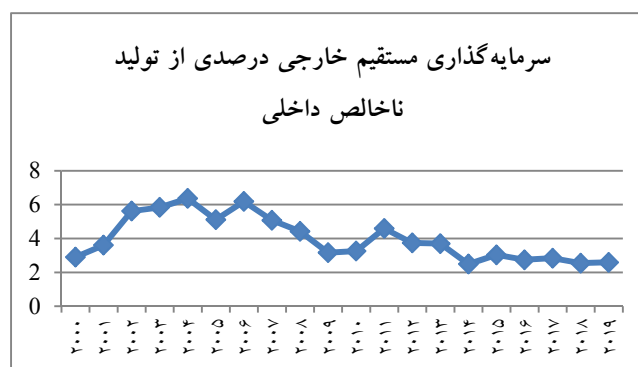
آمارهای توصیفی متغیرهای تحقیق در هجده کشور منتخب اسلامی<sup>۲</sup> طی دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۹ در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲. آمارهای توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	میانگین	حداکثر	حداقل	کشیدگی	چولگی	تعداد مشاهدات
حجم نقدینگی نسبت به تولید ناخالص داخلی	۵۳/۷۸	۱۴۰/۰۹	۸/۶۸	۰/۹۲	۲/۹۵	۳۳۶
سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نسبت به تولید ناخالص داخلی	۳/۹۹	۵۵/۰۷	-۳/۱۷	۴/۹۹	۳۶/۶۳	۳۳۶
نرخ بهره	۵/۹۷	۴۷/۹۹	۲۹/۷۰ -	۰/۴۲	۴/۸۵	۳۳۶
اندازه دولت نسبت به تولید ناخالص داخلی	۱۳/۱۳	۲۹/۹۷	۰/۹۵	۰/۵۷	۳/۱۲	۳۳۶
تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی نسبت به تولید ناخالص داخلی	۲۲/۷۹	۵۷/۷۱	۱/۰۹	۰/۵۲	۴/۱۸	۳۳۶

منبع: محاسبات تحقیق

از آنجاکه در این تحقیق از شاخص جریان سرمایه گذاری مستقیم خارجی نسبت به تولید ناخالص داخلی به منزله پروکسی جهانی شدن مالی در کشورهای منتخب اسلامی استفاده شده است، روند این شاخص به حالت میانگین کشورهای اسلامی مورد مطالعه طی دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۹ در نمودار ۱ نشان داده شده است.



نمودار ۱. روند متوسط سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای منتخب اسلامی طی دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۹ (منبع: محاسبات تحقیق)

همان‌طور که در نمودار ۱ مشاهده می‌شود، روند شاخص جهانی شدن مالی (سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی) در کشورهای اسلامی طی دوره زمانی ۲۰۱۹-۲۰۰۰ از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ روند افزایشی داشته است، به گونه‌ای که در سال ۲۰۰۶ به رقم بالای ۶ درصد تولید ناخالص داخلی رسیده است، اما از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کاهش یافته و در سال ۲۰۰۹ به حدود ۳ درصد رسیده و مجدداً از سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳ اندکی کاهش داشته و از سال ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۹ در دامنه ۲ تا ۳ درصد قرار گرفته است.

## ۲.۵ نتایج آزمون مانایی متغیرها

به منظور اجتناب از رگرسیون کاذب و جعلی در انجام تخمین سری‌های زمانی، بررسی وضعیت مانایی متغیرها ضروری است، زیرا در صورت استفاده از سری‌های نامانا در برآوردهای اقتصادسنجی، نتایج به دست آمده قابل تفسیر و اعتماد نخواهند بود. برای بررسی مانایی، متغیرها در داده‌های تابلویی آزمون‌های لوین، لین، و چو (Levin, Lin, and Chu)، ایم، پسران، و شین (IM, Pesaran, and Shin)، دیکی فولر تعمیم‌یافته فیشر (Fisher-type test)، آزمون فیلیپس و پرون فیشر (using Augmented Dickey-Fuller)، و چوئی، برایتونگ، و هاردی (Augmentes Philips-Prawn)، و چوئی، برایتونگ، و هاردی (Choi, Breitung, and Hardi) معرفی شده‌اند. در این قسمت از تحقیق با استفاده از آزمون ریشه واحد لوین، لین، و چو (LLC) مانایی متغیرها بررسی شده است. اگر قدرمطلق آماره آزمون کوچک‌تر از قدرمطلق مقادیر بحرانی یا ارزش احتمال آماره آزمون کوچک‌تر از ۵ درصد باشد، فرضیه صفر مبنی بر داشتن ریشه واحد (نامانا بودن) رد و فرضیه جای‌گزین مبنی بر مانایی متغیر پذیرفته می‌شود. نتایج این آزمون در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون مانایی متغیرها

متغیر	علامت اختصاری	شرایط آزمون	آماره آزمون	احتمال
تغییرات تولید ناخالص داخلی سرانه	VPGDP	با عرض از مبدأ و روند	-۳/۱۶	۰/۰۰۰۸
تغییرات نرخ تورم	VINF	با عرض از مبدأ و روند	-۱۱/۶۶	۰/۰۰۰۰
حجم نقدینگی	M2	با عرض از مبدأ و روند	-۲/۳۲	۰/۰۱۰۱
نرخ بهره	RIR	با عرض از مبدأ و روند	-۹/۶۷	۰/۰۰۰۰

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۱۹

متغیر	علامت اختصاری	شرایط آزمون	آماره آزمون	احتمال
سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی	FDI	با عرض از مبدأ و روند	-۶/۷۰	۰/۰۰۰۰
اندازه دولت	GOV	با عرض از مبدأ و روند	-۳/۵۷	۰/۰۰۰۲
تأثیر تعاملی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و حجم نقدینگی	M2FDI	با عرض از مبدأ و روند	-۹/۷۷	۰/۰۰۰۰
تأثیر تعاملی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نرخ بهره	RIRFDI	با عرض از مبدأ و روند	-۱۲/۰۸	۰/۰۰۰۰
تأثیر تعاملی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و اندازه دولت	GOVFDI	با عرض از مبدأ و روند	-۹/۵۴	۰/۰۰۰۰
نرخ ارز	REEXC	با عرض از مبدأ و روند	-۳/۶۸	۰/۰۰۰۱
تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی	GFC	با عرض از مبدأ و روند	-۴/۶۰	۰/۰۰۰۰

منبع: محاسبات تحقیق

نتایج آزمون مانایی متغیرها در جدول ۳ حاکی از مانایی تمامی متغیرها در سطح است.

### ۳.۵ نتایج آزمون تعیین وقفه بهینه مدل‌ها

نتایج آزمون تعیین وقفه بهینه متغیرها براساس حداقل معیار شوارتز - بی‌زین در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج تعیین وقفه بهینه متغیرها

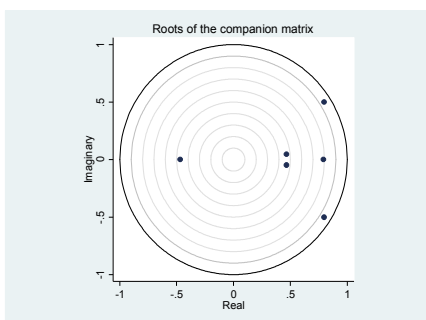
وقفه / مدل	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳	مدل ۴	مدل ۵	مدل ۶
۱	-۲۸۶/۹	-۲۶۰/۹	-۲۷۲/۴	-۲۴۵/۳	-۲۶۱/۹	-۲۴۸/۸
۲	-۱۴۲/۴	-۱۴۰/۵	-۱۴۶/۹	-۱۵۲/۸	-۱۳۹/۳	-۱۴۲/۳

منبع: محاسبات تحقیق

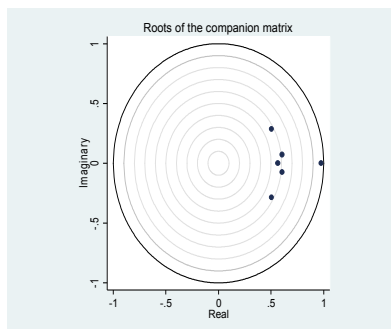
نتایج آزمون تعیین وقفه بهینه متغیرها در جدول ۴ براساس معیار شوارتز - بی‌زین نشان می‌دهد که حداقل مقدار این آماره در وقفه یک بوده است، بنابراین وقفه بهینه متغیرها در برآورد مدل‌ها یک تعیین شد.

### ۴.۵ نتایج آزمون پایداری مدل‌ها

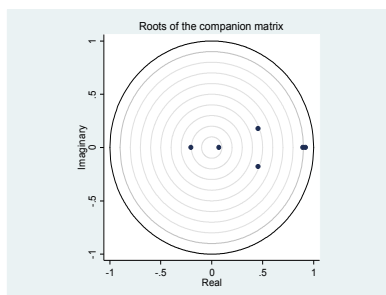
آزمون ثبات مدل یا پایداری مدل بیان می‌کند که مدل معکوس‌پذیر است و شامل بی‌نهایت بردار میانگین متحرک است که می‌تواند برای تفسیر توابع واکنش آنی و تجزیه واریانس به‌کار رود. نتایج آزمون پایداری مدل‌ها در نمودار ۲ نشان داده شده است.



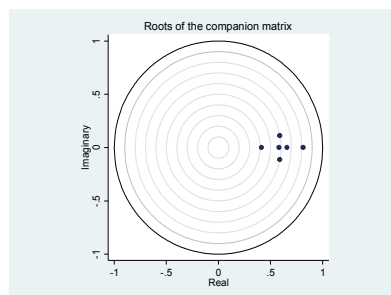
مدل ۲



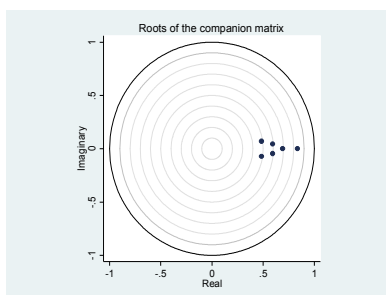
مدل ۱



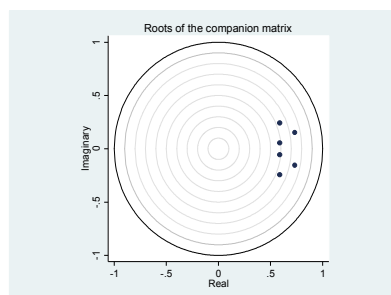
مدل ۴



مدل ۳



مدل ۶



مدل ۵

نمودار ۲. نتایج آزمون پایداری مدل‌ها

منبع: یافته‌های تحقیق

## جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۲۱

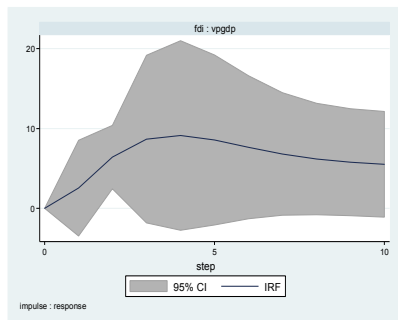
در نمودار ۲ مقادیر ویژه مدل‌های برآوردشده در داخل دایره واحد قرار دارند که پایداری مدل‌ها را نشان می‌دهند.

### ۵.۵ نتایج آزمون پاسخ به شوک‌ها

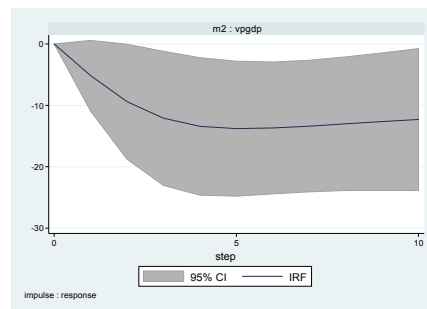
در این بخش، تأثیر جهانی شدن مالی در اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی با استفاده از آزمون پاسخ به شوک‌ها بررسی می‌شود.

#### ۱.۵.۵ تأثیر سیاست پولی (حجم نقدینگی) در تغییرات تولید

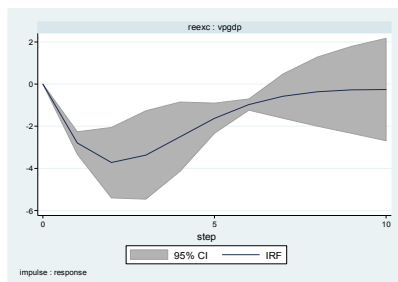
نتایج آزمون واکنش تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های جهانی شدن مالی، حجم نقدینگی (سیاست پولی)، اثر تعاملی جهانی شدن مالی و حجم نقدینگی، نرخ ارز حقیقی، و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در نمودارهای ۲ تا ۶ نشان داده شده است.



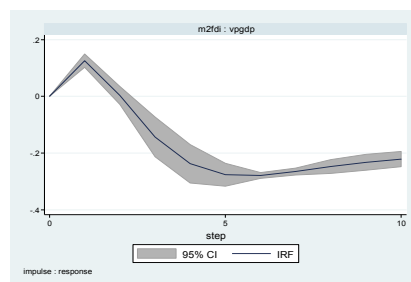
نمودار ۴. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک جهانی شدن مالی



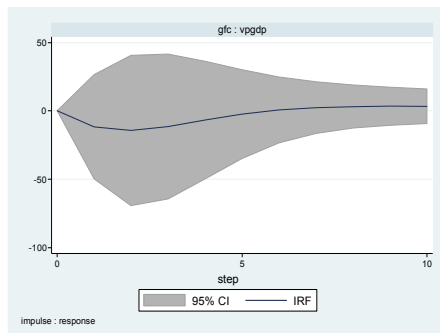
نمودار ۳. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک حجم نقدینگی



نمودار ۶. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک نرخ ارز حقیقی



نمودار ۵. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک متغیر تعاملی حجم نقدینگی و جهانی شدن مالی

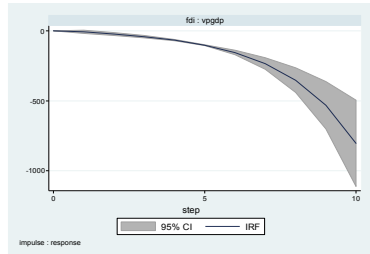


نمودار ۷. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی  
منبع: محاسبات تحقیق

در نمودار ۳ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های حجم نقدینگی واکنش منفی نشان می‌دهد که از دوره چهارم به حالت پایدار و منفی می‌رسد. در نمودار ۴ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های جهانی شدن مالی واکنش مثبت دارد که از دوره پنجم تقریباً پایدار ادامه پیدا می‌کند. در نمودار ۵ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های متغیر تعاملی حجم نقدینگی و جهانی شدن مالی در دوره اول واکنش مثبت و از دوره دوم به بعد واکنش منفی نشان داده است. در نمودارهای ۶ و ۷ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های نرخ ارز حقیقی و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی واکنش منفی نشان می‌دهد که در بلندمدت تعدیل می‌شود و به صفر می‌رسد.

#### ۲.۵.۵ تأثیر سیاست پولی (نرخ بهره) در تغییرات تولید

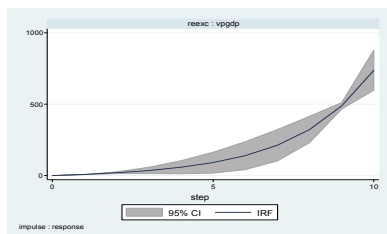
نتایج آزمون واکنش تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های جهانی شدن مالی، نرخ بهره (سیاست پولی)، اثر تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره، نرخ ارز حقیقی، و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در نمودارهای ۸ تا ۱۲ نشان داده شده‌اند.



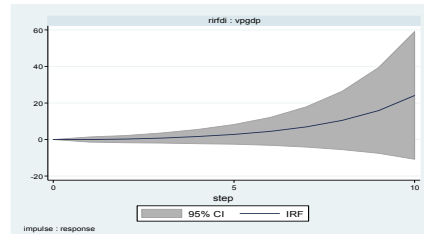
نمودار ۹. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک جهانی شدن مالی



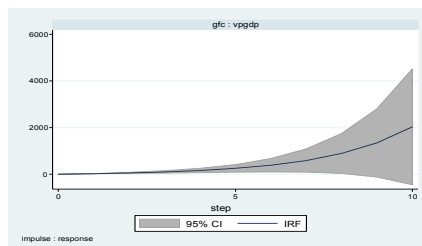
نمودار ۸. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک نرخ بهره



نمودار ۱۱. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک نرخ ارز حقیقی



نمودار ۱۰. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره



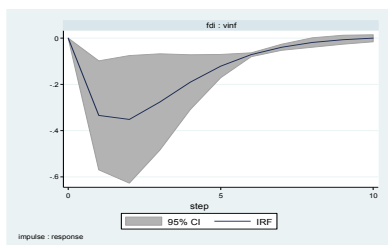
نمودار ۱۲. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی  
منبع: محاسبات تحقیق

در نمودار ۸ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به نرخ بهره در دوره اول واکنش مثبت و بعداز آن واکنش مثبت کاهشی و از دوره چهارم واکنش منفی نشان می‌دهد. در نمودار ۹ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های جهانی شدن مالی واکنش منفی نشان می‌دهد که از دوره پنجم واکنش آن شدیدتر می‌شود. در نمودار ۱۰ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های متغیر تعاملی نرخ بهره و جهانی شدن مالی تا دوره چهارم واکنش جزئی نشان داده است که از دوره پنجم واکنش آن مثبت و فزاینده است. در نمودار ۱۱ تغییرات تولید ناخالص داخلی سرانه حقیقی از دوره

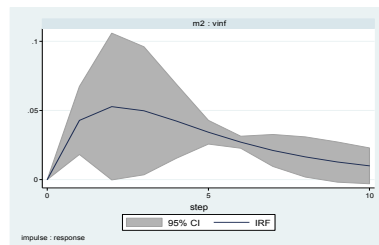
پنجم واکنش درخورتوجهی به شوک‌های نرخ ارز حقیقی نشان می‌دهد و این حالت در واکنش تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی نیز مشاهده می‌شود.

### ۳.۵.۵ تأثیر سیاست پولی (حجم نقدینگی) در تغییرات تورم

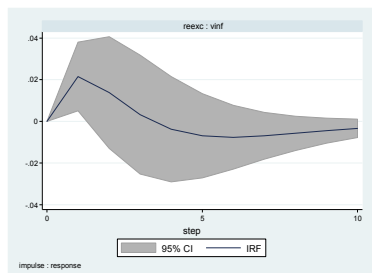
نتایج آزمون واکنش تغییرات نرخ تورم به شوک‌های جهانی شدن مالی، حجم نقدینگی (سیاست پولی)، اثر تعاملی جهانی شدن مالی و حجم نقدینگی، نرخ ارز حقیقی، و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در نمودارهای ۱۳ تا ۱۷ نشان داده شده‌اند.



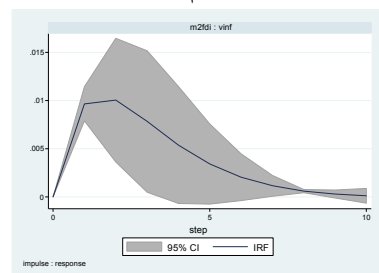
نمودار ۱۴. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک جهانی شدن مالی



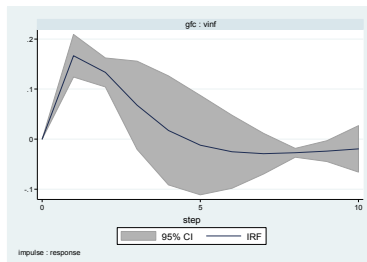
نمودار ۱۳. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک حجم نقدینگی



نمودار ۱۶. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک نرخ ارز حقیقی



نمودار ۱۵. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک متغیر تعاملی حجم نقدینگی و جهانی شدن مالی



نمودار ۱۷. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی

منبع: محاسبات تحقیق

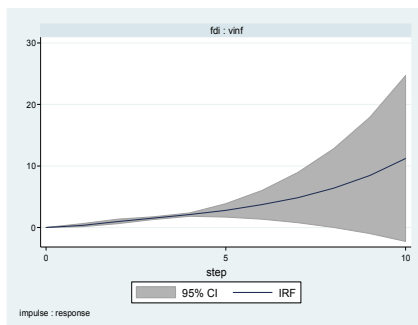


## جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۲۵

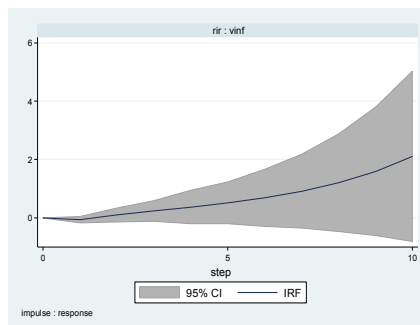
در نمودار ۱۳ تغییرات نرخ تورم به حجم نقدینگی در دو دوره واکنش مثبت دارد و بعدازآن واکنش مثبت کاهش نشان می‌دهد که در بلندمدت مثبت و تقریباً پایدار می‌شود. در نمودار ۱۴ تغییرات نرخ تورم به شوک‌های جهانی شدن مالی واکنش منفی درخورتوجهی نشان می‌دهد که از دوره پنجم واکنش آن به صفر می‌رسد و از بین می‌رود. در نمودار ۱۵ تغییرات نرخ تورم به شوک‌های متغیر تعاملی حجم نقدینگی و جهانی شدن مالی در دوره اول واکنش مثبت و سریع دارد که از دوره دوم روند نزولی پیدا می‌کند و در بلندمدت تقریباً از بین می‌رود. در نمودار ۱۶ تغییرات نرخ تورم به شوک‌های نرخ ارز حقیقی در دوره اول واکنش مثبت نشان داده است و بعدازآن، واکنش آن رو به کاهش رفته و در بلندمدت از بین رفته است. تغییرات نرخ تورم به شوک‌های مخارج مصرفی دولت در دوره اول واکنش مثبت و افزایشی دارد که از دوره دوم کاهش یافته و در دوره پنجم واکنش آن به صورت منفی و پایدار ادامه پیدا کرده است.

### ۴.۵.۵ تأثیر سیاست پولی (نرخ بهره) در تغییرات تورم

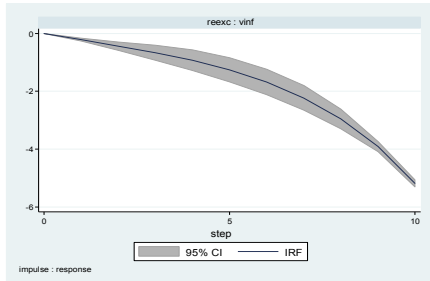
نتایج آزمون واکنش تغییرات نرخ تورم به شوک‌های جهانی شدن مالی، نرخ بهره (سیاست پولی)، اثر تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره، نرخ ارز حقیقی، و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در نمودارهای ۱۸ تا ۲۲ نشان داده شده‌اند.



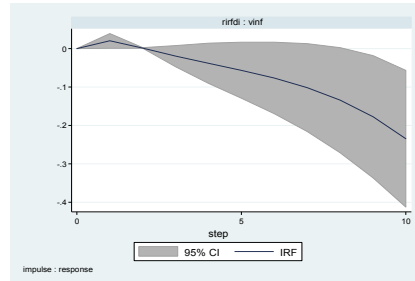
نمودار ۱۹. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک جهانی شدن مالی



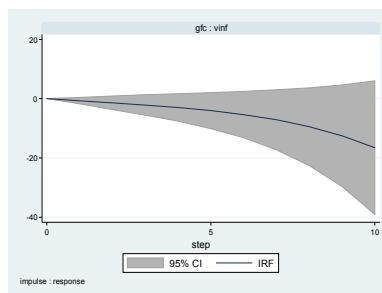
نمودار ۱۸. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک نرخ بهره



نمودار ۲۱. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک نرخ ارز حقیقی



نمودار ۲۰. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک متغیر تعاملی نرخ بهره و جهانی شدن مالی



نمودار ۲۲. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی  
منبع: محاسبات تحقیق

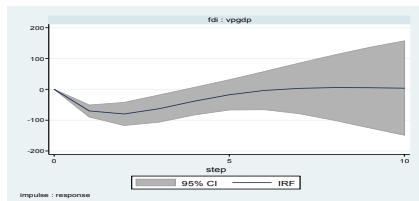
در نمودار ۱۸ مشاهده می‌شود تغییرات نرخ تورم به شوک‌های نرخ بهره در دوره‌های اول واکنش ضعیفی دارد، اما از دوره پنجم واکنش مثبت و فزاینده‌ای دارد. در نمودار ۱۹ تغییرات نرخ تورم به شوک‌های جهانی شدن مالی واکنش مثبت نشان می‌دهد که از دوره پنجم واکنش آن شدیدتر و افزایشی می‌شود. در نمودار ۲۰ تغییرات نرخ تورم به شوک‌های متغیر تعاملی نرخ بهره و جهانی شدن مالی از دوره دوم واکنش منفی و فزاینده دارد. در نمودار ۲۱ تغییرات نرخ تورم به شوک‌های نرخ ارز حقیقی واکنش منفی و فزاینده داشته است، درحالی‌که تغییرات نرخ تورم به شوک‌های تشکیل سرمایه ثابت در چند دوره اول واکنش چندانی نشان نمی‌دهد، اما از دوره پنجم واکنش منفی و فزاینده داشته است.

### ۵.۵.۵ تأثیر سیاست مالی (مخارج مصرفی دولت) در تغییرات تولید

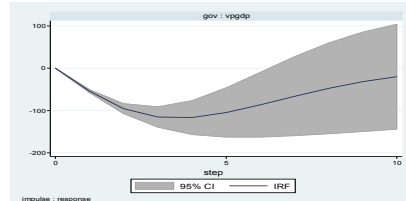
نتایج آزمون واکنش تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های جهانی شدن مالی، مخارج مصرفی دولت (سیاست مالی)، اثر تعاملی جهانی شدن مالی و مخارج مصرفی

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۲۷

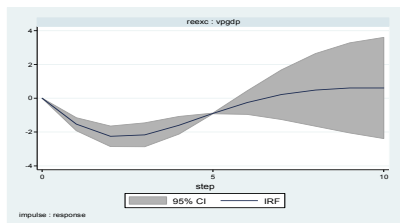
دولت، نرخ ارز حقیقی، و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در نمودارهای ۲۳ تا ۲۷ نشان داده شده‌اند.



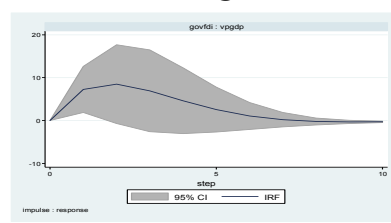
نمودار ۲۴. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک جهانی شدن مالی



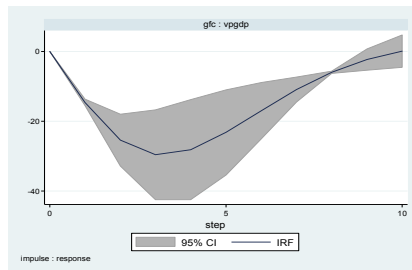
نمودار ۲۳. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک مخارج مصرفی دولت



نمودار ۲۶. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک نرخ ارز حقیقی



نمودار ۲۵. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک متغیر تعامل مخارج مصرفی دولت و جهانی شدن مالی



نمودار ۲۷. پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی

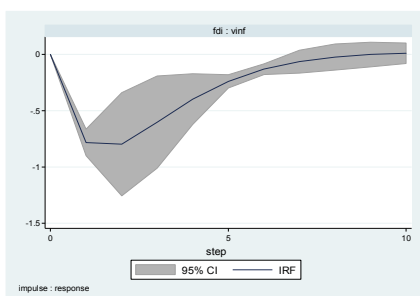
منبع: محاسبات تحقیق

نمودار ۲۳ نشان می‌دهد که تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های مخارج مصرفی دولت از دوره اول تا دوره چهارم واکنش منفی و معنادار داشته است. سپس، واکنش آن افزایش یافته و در بلندمدت تقریباً به صفر نزدیک شده و از بین رفته است. در نمودار ۲۴ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های جهانی شدن مالی واکنش منفی نشان می‌دهد که از دوره پنجم واکنش آن به صفر می‌رسد. در نمودار ۲۵

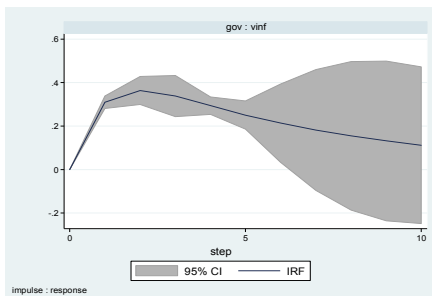
هم تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های متغیر تعاملی مخارج مصرفی دولت و جهانی شدن مالی تا دوره چهارم واکنش مثبت نشان داده است که از دوره پنجم واکنش آن مثبت و کاهشی است و در بلندمدت صفر می‌شود. در نمودار ۲۶ تغییرات تولید ناخالص داخلی سرانه حقیقی از دوره اول تا سوم واکنش منفی نشان می‌دهد. از دوره چهارم واکنش آن به شوک‌های نرخ ارز حقیقی افزایش یافته است که مثبت و پایدار ادامه می‌یابد. هم چنین، تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های تشکیل سرمایه ثابت تا دوره سوم واکنش منفی نشان می‌دهد و بعدازآن، تعدیل می‌شود و به صفر می‌رسد.

### ۶.۵.۵ تأثیر سیاست مالی (مخارج مصرفی دولت) در تغییرات تورم

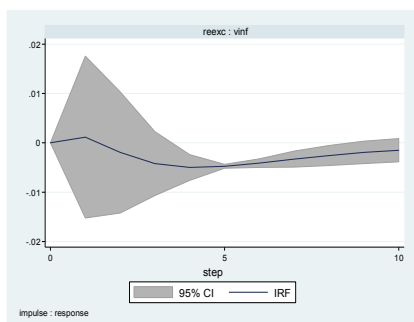
نتایج آزمون واکنش تغییرات نرخ تورم به شوک‌های جهانی شدن مالی، مخارج مصرفی دولت (سیاست مالی)، اثر تعاملی جهانی شدن مالی و مخارج مصرفی دولت، نرخ ارز حقیقی، و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در نمودارهای ۲۸ تا ۳۲ نشان داده شده‌اند.



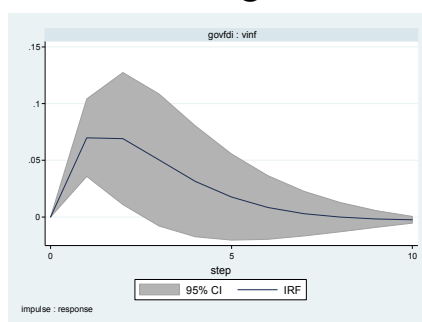
نمودار ۲۹. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک جهانی شدن مالی



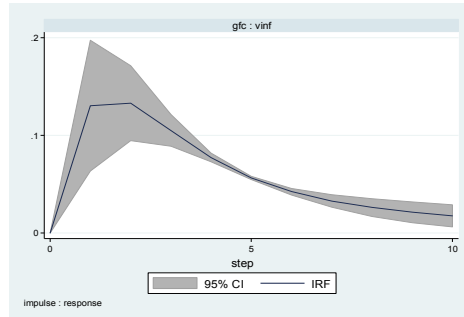
نمودار ۲۸. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک مخارج مصرفی دولت



نمودار ۳۱. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک نرخ ارز حقیقی



نمودار ۳۰. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک متغیر تعاملی مخارج مصرفی دولت و جهانی شدن مالی



نمودار ۳۲. پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی  
منبع: محاسبات تحقیق

در نمودار ۲۸ تغییرات نرخ تورم به شوک‌های مخارج مصرفی دولت واکنش مثبت نشان می‌دهد که از دوره چهارم واکنش آن کاهش می‌یابد و در بلندمدت به صفر می‌رسد. در نمودار ۲۹ تغییرات نرخ تورم به شوک‌های جهانی شدن مالی واکنش منفی نشان داده که از دوره دوم واکنش آن باین که منفی است، اما به سمت صفر برمی‌گردد و تأثیر آن از بین می‌رود. در نمودار ۳۰ تغییرات نرخ تورم به شوک‌های متغیر تعاملی مخارج مصرفی دولت و جهانی شدن مالی تا دوره دوم واکنش مثبت و فزاینده دارد که از دوره سوم واکنش آن مثبت و کاهشی شده است و در بلندمدت از بین می‌رود. در نمودار ۳۱ تغییرات نرخ تورم از دوره دوم واکنش منفی و پایداری به شوک‌های نرخ ارز حقیقی نشان می‌دهد. باتوجه به نمودار ۳۲، تغییرات نرخ تورم به شوک‌های تشکیل سرمایه از دوره اول تا دوره دوم مثبت و افزایشی است، اما از دوره سوم واکنش آن کاهش می‌یابد و در بلندمدت تعدیل می‌شود و به صفر می‌رسد.

## ۶. نتیجه‌گیری

در این تحقیق تأثیر جهانی شدن مالی در اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی بر کشورهای اسلامی منتخب طی دوره ۲۰۰۰-۲۰۱۹ با روش خودرگرسیون برداری مبتنی بر داده‌های تابلویی PVAR بررسی شد. از جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به‌منزله پروکسی جهانی شدن مالی، از متغیرهای حجم نقدینگی و نرخ بهره به‌منزله پروکسی سیاست پولی، و از مخارج مصرفی دولت به‌منزله پروکسی سیاست مالی استفاده شد.

باتوجه به واکنش تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک جهانی شدن مالی، ملاحظه شد که جهانی شدن مالی تغییرات تولید ناخالص داخلی را افزایش می‌دهد، درحالی‌که تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و حجم نقدینگی واکنش منفی نشان می‌دهد. جهانی شدن مالی با تعامل سیاست پولی (حجم نقدینگی) از تغییرات زیاد تولید ناخالص داخلی جلوگیری و به اثربخشی سیاست پولی کمک می‌کند. بنابراین، در کشورهای اسلامی سیاست پولی (حجم نقدینگی) در تعامل با جهانی شدن باعث کاهش تغییرات تولید ناخالص داخلی می‌شود و شوک‌های ناشی از جهانی شدن مالی را در اقتصاد این کشورها تعدیل می‌کند. می‌توان گفت، افزایش جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، به‌منزله پروکسی جهانی شدن مالی، تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های داخلی را تأمین می‌کند و از آن‌جاکه جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به بهبود فناوری، تکنیک‌های مدیریتی، و افزایش بهره‌وری منجر می‌شود و از طرفی باعث افزایش سرمایه‌گذاری‌های داخلی می‌شود، باعث می‌شود نقدینگی در بخش‌های تولیدی به‌کار گرفته شود و ثبات تولید اتفاق بیفتد. بنابراین، گسترش جهانی شدن مالی از کانال افزایش تقاضای سرمایه‌گذاری‌ها به افزایش اثربخشی و کارایی سیاست‌های پولی می‌انجامد.

نتایج واکنش تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک جهانی شدن مالی با لحاظ نرخ بهره (پروکسی سیاست پولی) نشان داد که جهانی شدن مالی تغییرات تولید ناخالص داخلی را کاهش می‌دهد و تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره واکنش مثبت نشان می‌دهد. بنابراین، جهانی شدن مالی با تعامل نرخ بهره باعث افزایش تغییرات تولید ناخالص داخلی می‌شود. جهانی شدن مالی در وضعیت اعمال سیاست پولی از طریق نرخ بهره باعث افزایش تغییرات تولید ناخالص داخلی می‌شود و بر این اساس، اثربخشی سیاست پولی از طریق نرخ بهره را کاهش می‌دهد. بنابراین، سیاست پولی اجرا شده از طریق نرخ بهره در تعامل با جهانی شدن اثربخشی لازم را ندارد و به تشدید تغییرات تولید ناخالص داخلی منجر می‌شود و تغییر نرخ بهره جریان مالی بین‌المللی به دلیل شکاف نرخ بهره داخلی و نرخ بهره خارجی به نوسان جریان سرمایه منجر می‌شود و در تغییرات تولید تأثیر نوسانی خواهد داشت. باتوجه به این‌که در اغلب کشورهای اسلامی نرخ بهره از سوی مقامات پولی تعیین می‌شود و عموماً در بازار پول تعیین نمی‌شود، بنابراین با تغییرات دستوری نرخ بهره اختلاف نرخ بهره داخلی و نرخ بهره خارجی به تشدید جریان سرمایه منجر می‌شود و تقاضای سرمایه‌گذاری داخلی را

تحت تأثیر قرار می‌دهد و بدین طریق نوسانات و تغییرات تولید ناخالص داخلی را افزایش می‌دهد. بنابراین، در کشورهای اسلامی ابزار نرخ بهره در تعامل با گسترش جهانی‌شدن مالی، اثربخشی و کارایی سیاست‌های پولی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

تغییرات نرخ تورم به شوک‌های جهانی‌شدن مالی در کوتاه‌مدت واکنش منفی و به متغیر تعامل حجم نقدینگی و جهانی‌شدن مالی واکنش مثبت نشان می‌دهد، اما در بلندمدت واکنشی نشان نمی‌دهد. در نتیجه در بلندمدت جهانی‌شدن مالی و تعامل آن با حجم نقدینگی باعث تغییرات معناداری در نرخ تورم نمی‌شود. بنابراین، جهانی‌شدن مالی تأثیری در اثربخشی سیاست پولی از طریق حجم نقدینگی ندارد، در حالی که نتایج مدل تأثیر جهانی‌شدن مالی و سیاست پولی از کانال نرخ بهره نشان داد که تغییرات نرخ تورم به شوک‌های تعاملی جهانی‌شدن مالی و نرخ بهره واکنش منفی نشان می‌دهد. پس، نرخ بهره در تعامل با جهانی‌شدن مالی به کاهش تغییرات نرخ تورم منجر می‌شود که حاکی از افزایش اثربخشی سیاست پولی از کانال نرخ بهره است. می‌توان گفت، در کشورهای اسلامی با افزایش جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تأمین منابع مالی سرمایه‌گذاری تسهیل می‌شود و در تعامل با نرخ بهره می‌تواند به افزایش جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منجر شود که ممکن است باعث افزایش تولید ناخالص داخلی و تقویت طرف عرضه اقتصاد شود و نوسانات نرخ تورم را کاهش دهد.

نتایج نشان داد که تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک‌های جهانی‌شدن مالی از کانال سیاست مالی در بلندمدت واکنش معناداری نشان نمی‌دهد. هم‌چنین، تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی‌شدن مالی و مخارج مصرفی دولت در بلندمدت واکنش معناداری نشان نمی‌دهد. بنابراین، جهانی‌شدن مالی در تعامل با سیاست مالی در تغییرات تولید تأثیری ندارد و جهانی‌شدن مالی از کانال سیاست مالی به‌طور معناداری نتوانسته است تغییرات تولید ناخالص داخلی را افزایش دهد، بر این اساس، می‌توان گفت جهانی‌شدن مالی کاراً یا اثربخش عمل کرده است.

طبق نتایج، تغییرات نرخ تورم به شوک‌های جهانی‌شدن مالی در کوتاه‌مدت واکنش منفی و در بلندمدت واکنشی نشان نمی‌دهد. هم‌چنین تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های متغیر تعاملی مخارج مصرفی دولت و جهانی‌شدن مالی در کوتاه‌مدت واکنش مثبت و در بلندمدت واکنش معناداری نشان نمی‌دهد، بنابراین می‌توان گفت که در کوتاه‌مدت تعامل سیاست مالی و جهانی‌شدن مالی اثربخشی سیاست مالی را افزایش می‌دهد، اما در بلندمدت تأثیری در اثربخشی سیاست مالی ندارد.

جمع‌بندی یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که در کشورهای اسلامی سیاست پولی (حجم نقدینگی) در تعامل با جهانی شدن باعث کاهش تغییرات تولید ناخالص داخلی می‌شود و شوک‌های ناشی از جهانی شدن مالی را در اقتصاد این کشورها تعدیل می‌کند. نتایج مطالعه جورجیادیس و مل (Georgiadis and Mehl 2016) در کشورهای منطقه یورو نشان داده است که جهانی شدن مالی تأثیر مثبت در کارایی و اثربخشی سیاست‌های پولی داشته است، در حالی که در کشورهای غیراروپایی، آمریکا، و اقتصادهای نوظهور جهانی شدن مالی کارایی سیاست‌های پولی را کاهش داده است. مطالعه تران و دیگران (Tran et al. 2021) نشان داد که جهانی شدن مالی در سیاست‌های پولی ویتنام تأثیر منفی داشته است. همچنین، جهانی شدن مالی در شرایط اعمال سیاست پولی از طریق نرخ بهره باعث افزایش تغییرات تولید ناخالص داخلی می‌شود و بر این اساس، اثربخشی سیاست پولی از طریق نرخ بهره را کاهش می‌دهد، در حالی که تغییرات نرخ تورم به شوک‌های تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره واکنش منفی نشان می‌دهد. از طرفی، جهانی شدن مالی در تعامل با سیاست مالی تأثیری در تغییرات تولید ندارد و جهانی شدن مالی از کانال سیاست مالی به‌طور معناداری نتوانسته است تغییرات تولید ناخالص داخلی را افزایش دهد.

باتوجه به نتایج، جهانی شدن مالی و سیاست پولی ناشی از نقدینگی به صورت تعاملی به کاهش تغییرات تولید ناخالص داخلی منجر می‌شود. بنابراین، در کشورهای اسلامی برای کاهش تأثیرات نامطلوب افزایش نقدینگی در تورم، توسعه جهانی شدن مالی می‌تواند این تأثیر را خنثی و از نوسانات تولید جلوگیری کند. همچنین، تعامل جهانی شدن مالی با نرخ بهره به افزایش تغییرات تولید ناخالص داخلی منجر می‌شود و این یافته حاکی است که در کشورهای اسلامی اجرای سیاست پولی هم‌راه توسعه جهانی شدن مالی به افزایش تغییرات تولید ناخالص داخلی منجر می‌شود. بنابراین، در این کشورها نرخ بهره نمی‌تواند ابزار مناسبی برای اجرای سیاست پولی باشد.

## پی‌نوشت‌ها

۱. این مقاله از رساله دکتری رباب ازلی استخراج شده است.
۲. کشورهای اسلامی منتخب مورد مطالعه الجزایر، آذربایجان، بحرین، بنگلادش، برونی، مصر، گامبیا، ایران، اندونزی، اردن، قرقیزستان، مالزی، مالی، نیجریه، عمان، پاکستان، سیرالئون، و تاجیکستان بودند.



## کتاب‌نامه

- آقارکاکلی، آنامحمد و دیگران (۱۳۹۵)، «مطالعه توسعه مالی بین‌المللی و نقش آن بر جهانی‌شدن اقتصاد در کشور ایران با استفاده از داده‌های تابلویی»، فصل‌نامه علمی-پژوهشی پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، دوره ۶، ش ۲۲.
- تقوی، مهدی و علی اصغر لطفی (۱۳۸۵)، «بررسی اثرات سیاست پولی بر حجم سپرده‌ها، تسهیلات اعطایی و نقدینگی نظام بانکی کشور (طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۷۴)»، پژوهش‌نامه اقتصادی، دوره ۶، ش ۲۰، پیاپی ۱.
- جلیلی، ظریفه و دیگران (۱۳۹۶)، «ارزیابی سازوکار انتقال اثرات سیاست پولی بر بازار سهام در ایران با استفاده از روش خودرگرسیون برداری ساختاری (SVAR)»، فصل‌نامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، دوره ۱۷، ش ۴.
- حاضری نیری، هاتف و دیگران (۱۳۹۸)، «اثر آزادسازی حساب سرمایه بر تعمیق مالی: شواهدی از کشورهای توسعه‌یافته و درحال توسعه»، فصل‌نامه اقتصاد و الگوسازی، دوره ۱۲، ش ۲.
- خلیلی عراقی، سیدمنصور و دیگران (۱۳۹۹)، «تبیین رابطه بین توسعه مالی و کارایی سیاست پولی با استفاده از شاخص ترکیبی فازی»، تحقیقات اقتصادی، ش ۳، دوره ۵۵.
- دادگر، یداله و علی اکبر ناجی میدانی (۱۳۸۲)، «شاخص‌های جهانی‌شدن اقتصاد و موقعیت ایران»، فصل‌نامه پژوهش‌نامه بازرگانی، ش ۲۹.
- رضاقلی‌زاده، مهدیه (۱۳۹۳)، «ارزیابی اثرات سیاست‌های مالی دولت از مسیر تغییر در درآمدهای مالیاتی بر اشتغال»، پژوهش‌نامه اقتصاد و کسب‌وکار، دوره ۵، ش ۹.
- زنگنه، ایمان و دیگران (۱۳۹۹)، «تأثیر توسعه مالی بر کارایی سیاست پولی با لحاظ تراز تجاری: ره‌یافت الگوی کالمن فیلترا»، فصل‌نامه اقتصاد مالی، دوره ۱۴، ش ۵۱.
- سعادت‌مهر، مسعود و هادی غفاری (۱۳۹۸)، «بررسی مقایسه‌ای اثرگذاری سیاست‌های پولی و مالی بر اقتصاد ایران در قالب یک الگوی SDGE»، دوفصل‌نامه مطالعات و سیاست‌های اقتصادی، س ۶، ش ۱.
- صادقی، سیدکمال و دیگران (۱۳۹۵)، «بررسی عوامل مؤثر بر ریسک بازار سهام با تأکید بر جهانی‌شدن مالی در قالب رفتار پویای بازار سهام»، فصل‌نامه علمی-پژوهشی مدیریت‌داری و تأمین مالی، س ۴، ش ۱.
- غلامی، الهام و کامبیز هژبرکیانی (۱۳۹۵)، «بررسی کارایی سیاست‌های مالی انبساطی در ایران: مقایسه تطبیقی الگوی VAR خطی و آستانه‌ای»، فصل‌نامه اقتصاد مالی، دوره ۱۰، ش ۳۵.
- فرازمند، حسن و دیگران (۱۳۹۲)، «تعیین قواعد سیاست پولی و مالی بهینه در اقتصاد ایران»، فصل‌نامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ش ۶۷.

- قادری، سامان و مجتبی رستمی نوروزآباد (۱۳۹۵)، «جهانی‌شدن مالی و بازده سهام: تئوری و شواهدی از داده‌های سری زمانی»، *تحقیقات مالی*، دوره ۱۸، ش ۴.
- قلی‌زاده کناری، صدیق و دیگران (۱۳۹۶)، «بررسی تطبیقی کارآیی سیاست پولی بهینه در ایران»، فصل‌نامه نظریه‌های کاربردی اقتصاد، دوره ۴، ش ۴.
- کریمی پتانلار، سعید و دیگران (۱۳۸۹)، «اثر جهانی‌شدن تجاری و مالی بر اندازه دولت در ایران»، فصل‌نامه اقتصاد و تجارت نوین، ش ۲۱ و ۲۲.
- کومسا، آسفا (۱۳۷۸)، «جهانی‌شدن و منطقه‌گرایی و تأثیر آن بر کشورهای درحال توسعه»، *اطلاعات سیاسی-اقتصادی*، ترجمه اسماعیل مردانی گیوی، ش ۱۳۷ و ۱۳۸.
- گوگردچیان، احمد و دیگران (۱۳۹۳)، «ارزیابی رشد اقتصادی جهانی در فرایند جهانی‌شدن مالی»، فصل‌نامه علمی-پژوهشی مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، دوره ۳، ش ۹.
- مرزبان، حسین و دیگران (۱۳۹۵)، «ارزیابی کارآیی سیاست پولی در اقتصاد ایران: با رویکرد الگوی FAVAR»، فصل‌نامه اقتصاد مقداری (بررسی‌های اقتصادی سابق)، دوره ۱۳، ش ۲.
- نصیری، حسین و دیگران (۱۴۰۰)، «ارزیابی تأثیر غیرخطی آزادسازی مالی و متغیرهای کلان اقتصادی بر بهره‌وری بانک‌ها: شواهدی از کشورهای منتخب درحال توسعه»، فصل‌نامه علمی اقتصاد و بانک‌داری اسلامی، دوره ۳، ش ۳۶.

- Adegoriola, A. E. (2018), "An Empirical Analysis of Effectiveness of Monetary and Fiscal Policy Instruments in Stabilizing Economy: Evidence from Nigeria", *Social Sciences*, vol. 3, no. 7.
- Agenor, P. and L. A. P. Silva (2013), "Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing World", Working Paper, Banco Central do Brasil, no.324.
- Agrippino, S. and H. Rey (2014), "World Asset Markets and the Global Financial Cycle", Mimeo, no. 10936.
- Bernanke, B. (2007), "Globalization and Monetary Policy", Speech at the Fourth Economic Summit, Stanford Institute for Economic Policy Research.
- Bhagwati, J. (1998), "Poverty and Reforms: Friends or Foes?", *Journal of International Affairs*, vol. 52, no.1.
- Bruno, V. and H. S. Shin (2015), "Cross-Border Banking and Global Liquidity", *Review of Economic Studies*, vol. 82, no. 2.
- Cecchetti, S. G. and S. Krause (2002), "Central Bank Structure, Policy Efficiency, and Macroeconomic Performance: Exploring Empirical Relationships", The Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Cecchetti, S. G. et al. (2006), "Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross Country Analysis", Working Paper, National Bureau of Economic Research, no. 10973.

- Christiano, L. J. et al. (1999), "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What end?", in: *Handbook of Macroeconomics*, J. B. Taylor and M. Woodford (ed.), vol. 1.
- Das, D. K. (2006), "Globalization in the World of Finance: An Analytical History", *Global Economy Journal*, vol. 6, no. 1.
- De Mendonça, H. F. and N. C. Nascimento (2019), "Monetary Policy Efficiency and Macroeconomic Stability: Do Financial Openness and Economic Globalization Matter?", *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 51.
- Effiong, E. et al. (2017), "Financial Development and Monetary Policy Effectiveness in Africa", MPRA Paper, no. 79732.
- Fukuyama, F. (2001), "Social Capital, Civil Society and Development", *Third World Quarterly*, vol. 22, no. 1.
- Georgiadis, F. and A. Mehl (2016), "Financial Globalisation and Monetary Policy Effectiveness", *Journal of International Economics*, vol. 103.
- Ghazanchyan, M. (2014), "Unraveling the Monetary Policy Transmission Mechanism in Sri Lanka", IMF Working Paper, no. 190.
- Goldsmith, R. (1966), *Financial Structure and Development*, New Haven: Yale University Press.
- Holtz-Eakin, D. et al. (1988), "Estimating Vector Autoregressions with Panel Data", *Econometrica*, vol. 56, no. 6.
- Kamin, S. (2010), "Financial Globalization and Monetary Policy", International Finance Discussion Paper, vol. 1002.
- Krugman, P. (1996), "Past and Prospective Causes of High Unemployment", *Economics Review*, vol. 79.
- Krylova, E. (2002), "The Credit Channel of Monetary Policy: Case of Austria", *Economics Series*, vol. 111.
- Lambertini, L. and R. Rovelli (2004), *Independent Ordinated*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Love, I. and L. Ziccino (2006), "Financial Development and Dynamic Investment Behavior: Evidence from Panel VAR", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 46, no. 2.
- Ma, Y. and X. Lin (2016), "Financial Development and the Effectiveness of Monetary Policy", *Journal of Banking & Finance*, vol. 68, no. 1.
- McKinnon, R. I. (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 53.
- Mehrotra, A. and J. Yetman (2015), "Financial Inclusion-Issues for Central Banks", *BIS Quarterly Review*.
- Mishkin, F. S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, no. 3.
- Mukherjee, S. and R. Bhattacharya (2011), "Inflation Targeting and Monetary Mechanism in Emerging Market Economies", IMF Working Paper, no. 229.
- Ni, N. and Y. Liu (2019), "Financial Liberalization and Income Inequality: A Meta-Analysis Based on Cross-Country Studies", *China Economic Review*, vol. 56.

- Ouyang, A. and R. Rajan (2019), "The Impact of Financial Development on the Effectiveness of Inflation Targeting in Developing Economies", *Japan & the World Economy*, vol. 50, no. 1.
- Peterson, D. and D. Lerner (1971), "Optimal Control and Monetary Policy", *International Economic Review*, vol. 12, no. 2.
- Prasad, E. et al. (2003), "Effect of Financial Globalization on Developing Countries, Some Empirical Evidence", *Economic and Political Weekly*, vol. 38, no. 41.
- Rao, J. (1998), "Openness, Poverty and Inequality", *Human Development Report*, Available at: <<http://www.fao.org/es/seminar/mohanrao.pdf>>.
- Rey, H. (2013), "Dilemma not Trilemma: the Global Cycle and Monetary Policy Independence", *Proceedings-Economic Policy Symposium-Jackson Hole*.
- Rodrik, D. (1998), "Who Needs Capital-Account Convertibility?", *Essays in International Finance*, vol. 17, no. 4.
- Samba, M. and C. Mbassi (2016), "Does Financial Development Spur Macroeconomic Policy Efficiency in the CEMAC Countries? An Empirical Evaluation", *Business and Economics Journal*, vol. 7, no. 2.
- Sargent, T. and N. Wallace (1975), "Rational Expectation, the Optimal Monetary Instrument and Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, vol. 83, no. 2.
- Stiglitz, J. E. (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development*, vol. 28, no. 6.
- Shin, H. S. (2012), "Global Banking Glut and Loan Risk Premium", *IMF Economics Review*, vol. 60, no. 2.
- Tan, C. T. et al. (2020), "The Impacts of Monetary and Fiscal Policies on Economic Growth in Malaysia, Singapore and Thailand", *South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance*, vol. 1, no. 9.
- Taylor, J. B. and J. C. Williams (2011), "Simple and Robust Rules for Monetary Policy", in: *Handbook of Monetary Economics*, B. M. Friedman and M. Woodford (eds.), vol. 3B, Amsterdam: Elsevier, Federal Reserve Bank of Francisco.
- Tran, H. H. et al. (2021), "The Impact of Financial Integration on Monetary Policy Independence: The Case of Vietnam", *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, vol. 8, no. 2.
- Weber, A. (2008), "Globalisation, Monetary Policy and the Euro", Speech at the Norges Bank Conference on Monetary Policy-Jarle Berge Colloquium, Globalization and Monetary Policy.
- Woodford, M. (2007), "Globalization and Monetary Control", International Dimensions of Monetary Policy, NBER Chapters, National Bureau of Economic Research.
- Yellen, J. (2006), "Monetary Policy in a Global Environment", Speech at the Euro and the Dollar in a Globalized Economy Conference.