

## The effects of trade and financial openness and human capital on the protection of micro-investors in developing countries

Somaye Sadeghi\*<sup>1</sup>

Received: 31-10-2023

Accepted: 07-05-2024

### Extended Abstract

**Purpose:** The production sector requires financial investment and high technology. One of the ways to deepen and increase the role of the capital market in financing and providing more attractiveness for the entry of domestic and foreign investors is policy making and adopting procedures for greater support. It is one of the rights of micro investors. Also, due to the increasing trend of globalization and international competition, it has advantages for local companies and can increase capital and market liquidity. But are local corporate governance systems affected by the scale of globalization and international competition? With the emergence of the knowledge-based economy, the issue of human capital has been considered as an important factor in creating competitive advantage and increasing the value of companies, which can affect the structure of corporate governance. For this purpose, this paper investigates the impact of economic openness (financial and trade) and human capital on the index of support for micro investors in developing countries using the panel GMM method during 2014-2021.

**Methodology:** In order to analyze the effects of the international competition factors including the trade openness as well as the facilitation of capital inflow and outflow on protecting micro-investors index, the dynamic panel method (GMM SYS) has been used. The system estimator (GMM SYS) is actually an alternative to the GMM first-order difference estimator (GMM DIF). In this method, instrumental variables are used to eliminate endogeneity. Since it is very difficult to find a strong instrument that can cause reliable estimation, DIF and SYS estimators use the instrument available in the collection, i.e. the interval of the endogenous variable. It enters the model as the best instrument. It should be noted that there are two tests to ensure the validity of instrumental variables in GMM-based methods. The first is Sargan's test. In this test, the null hypothesis indicates the non-correlation of the means with the residue. Therefore, rejecting the null hypothesis confirms the validity of the results. Second,

---

<sup>1</sup>. Corresponding Author. Department of Financial Management, Ayatollah Amoli Branch, Islamic Azad University, Amol, Iran. Email: somysadeghi@yahoo.com

the correlation test of the residuals is AR(1) in the first order and AR(2) in the second order. In this test, the disturbance sentences should have first-order serial correlation AR(1) and not second-order serial correlation AR(2).

**Findings and discussion:** The results showed that the expansion of trade relations as well as facilitating the entry and exit of capital helps to comply more with the standards of protection of micro-investors in developing countries, although the effect of trade openness is stronger. Meanwhile, the role of human capital (investment in human resources) in transferring spillover effects is undeniable. In other words, it can be said that improving corporate governance standards and supporting micro-investors in developing countries are affected by the scale of globalization and international competition (trade and financial), and human capital is important for knowledge transfer and productivity shocks. In addition, the development of the capital market in developing countries significantly reduces the representation problem between managers and micro-investors.

**Conclusions and policy implications:** According to the results, the expansion of trade relations and the facilitation of capital entry and exit have made developing countries more attractive for foreign investors. Thus, domestic companies, to compete with foreign companies, would be motivated towards promotion of corporate governance standards and micro-investor protection. That means, local corporate governance systems are affected by the scale of globalization and international competition. It is noteworthy that exposure to international competition, although it has benefits for local companies and improves corporate governance standards, may create challenges for developing countries that must be addressed through frameworks. In such cases, strong supervision should be done. By facilitating the entry and exit of capital and the expansion of trade relationships, managers may prioritize short-term benefits over long-term sustainability. On the other hand, weak regulatory mechanisms in developing countries may make them unable to keep pace with the complexities of international markets, allowing companies to misbehave and reduce the quality of governance. Examining these challenges can be done in future research. Also, the role of human capital quality (investment in human resources) in transferring the spillover effects of corporate governance and as a moderating factor for the alignment of interests between managers and micro-investors is undeniable, which confirms the strategic policies of human resource management. In addition, governments should improve the stock market environment with strong institutional infrastructure in order to protect micro-investors and, thus, increase the confidence of foreign investors and provide incentives to increase cross-border investments in the host economies.

**Keywords:** Economic openness (trade and finance), human capital, capital market, protecting micro-investors, panel GMM SYS

**JEL Classification:** F40 J24 , C30.

## اثر باز بودن تجاری- مالی و سرمایه انسانی بر حمایت از سرمایه‌گذاران خرد در کشورهای در حال توسعه

سمیه صادقی<sup>۱\*</sup>

پذیرش: ۱۸-۰۲-۱۴۰۳

دریافت: ۰۹-۰۸-۱۴۰۲

### چکیده

بخش تولید مستلزم سرمایه‌گذاری مالی و فناوری بالاست. یکی از راه‌هایی که می‌تواند به تعمیق و افزایش نقش بازار سرمایه در تأمین مالی منجر شود و جذابیت بیش‌تری برای سرمایه‌گذاران فراهم آورد، اتخاذ رویه‌هایی برای حمایت بیش‌تر از حقوق سرمایه‌گذاران خرد است. از سوی دیگر، روند فزاینده جهانی‌سازی و رقابت بین‌المللی، هر چند مزایایی برای شرکت‌های محلی دارد و می‌تواند باعث افزایش سرمایه و نقدینگی بازار شود، اما آیا سیستم‌های حاکمیت شرکتی محلی تحت تاثیر مقیاس جهانی‌سازی و رقابت خارجی قرار دارند؟ هدف این مقاله بررسی تاثیر درجه باز بودن اقتصادی (مالی و تجاری) و سرمایه انسانی بر شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران خرد در کشورهای در حال توسعه با استفاده از روش پانل پویای گشتاورهای تعمیم‌یافته طی دوره زمانی ۲۰۲۱-۲۰۱۴ است. نتایج نشان داد که گسترش روابط تجاری و تسهیل ورود و خروج سرمایه به انطباق بیش‌تر استانداردهای حمایت از سرمایه‌گذاران خرد کمک می‌کند، هر چند اثر باز بودن تجاری قوی‌تر است. نقش سرمایه انسانی در انتقال اثرات سرریز نیز انکارناپذیر است. ارتقای استانداردهای حاکمیت شرکتی و حمایت از سرمایه‌گذاران خرد تحت تاثیر جهانی‌سازی و رقابت بین‌المللی (تجاری و مالی) قرار دارند و سرمایه انسانی به جهت انتقال دانش و شوک‌های بهره‌وری اهمیت دارد. توسعه بازار سرمایه نیز به طور معنی‌داری مسئله نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران خرد را کاهش می‌دهد.

**واژگان کلیدی:** درجه باز بودن اقتصادی (تجاری و مالی)، سرمایه انسانی، نسبت سرمایه‌ای شدن بازار، حمایت از سرمایه‌گذاران خرد، پانل پویای گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی.

طبقه‌بندی JEL: C30 J24, F40

<sup>۱</sup> نویسنده مسئول. استادیار گروه مدیریت مالی، واحد آیت‌اله آملی، دانشگاه آزاد اسلامی، آمل، ایران  
somsyadeghi@yahoo.com

## ۱- مقدمه

حکمرانی خوب به عنوان عامل کلیدی برای توسعه پایدار اقتصادی محسوب می‌شود و بسیاری از کمک‌های بین‌المللی و سیاست‌های داخلی کشورهای در حال توسعه بر بهبود حاکمیت بخش عمومی تمرکز دارند. در این میان، شیوه‌های حاکمیت شرکتی<sup>۱</sup> (در سطح خرد) بویژه در کشورهای در حال توسعه کم‌تر مورد توجه قرار گرفته است. در حالی که اهمیت آن با توجه به این که رشد اقتصادی پایدار تا حد زیادی به بخش خصوصی پررونق بستگی دارد و همچنین با توجه به نمونه‌هایی از شکست حاکمیت شرکتی حتی در اقتصادهای توسعه یافته، بر کسی پوشیده نیست. از این رو، سیاست‌گذاران در تلاش برای دستیابی به توسعه اقتصادی پایدار، بایستی ارتقای حاکمیت شرکتی را مد نظر قرار داده تا بدین ترتیب رقابت‌پذیری بخش خصوصی را تحریک کرده و بحران‌های غیر منتظره را کاهش دهند. یکی از راهکارها، تقویت الزامات قانونی استانداردهای حاکمیت شرکتی (بویژه حمایت از سرمایه‌گذاران) و اجرای پایبندی به آن است. با این حال، در کشورهای در حال توسعه دو عامل ممکن است توانایی دولت را برای انجام این کار مختل کند. اولاً، نهادهای عمومی ممکن است ضعیف و منابع محدود داشته باشند بنابراین نمی‌توانند الزامات را به خوبی اجرا کنند. ثانیاً، شرکت‌های خصوصی اغلب از کسب و کارهای خانوادگی خارج شده و بیش‌تر به حالت شرکت‌های تجاری (بر پایه منافع تجاری) هستند. این گروه کوچک اما قدرتمند، ممکن است با توجه به استانداردهای سختگیرانه‌تر حاکمیت شرکتی، امکان استخراج سود را از دست دهند. بنابراین یک رویکرد بازار محور برای بهبود حاکمیت شرکتی می‌تواند جایگزین یا مکمل خوبی برای تلاش‌های نظارتی باشد. علاوه بر آن، کشورهای در حال توسعه اغلب با بازارهای داخلی ضعیف شناخته می‌شوند که دسترسی شرکت‌های داخلی به سرمایه، تامین کنندگان و مشتریان محلی را محدود می‌کنند. از این رو، باز بودن اقتصادی (تجاری و مالی) می‌تواند مکانیزمی برای غلبه بر چنین کمبودهایی در بازار داخلی فراهم کند. رقابت با شرکت‌های خارجی برای سرمایه‌گذاران، مشتریان و تامین کنندگان جهانی ممکن است تحلیل هزینه- فایده شرکت‌های داخلی

<sup>۱</sup>. Corporate-Governance Practices

را با توجه به استانداردهای حاکمیت شرکتی تغییر دهد. به عنوان مثال، در بازارهایی که ارزش بالاتری برای حاکمیت شرکتی خوب قایل هستند، مکانیزم کاهش ریسک را فراهم می‌کند. بنابراین این سوال مطرح است در کشورهای در حال توسعه که معمولاً ساختار نظارتی بر شرکت‌ها ضعیف است، آیا باز بودن مالی و تجاری می‌تواند منجر به حمایت از سرمایه‌گذاران خرد و در نتیجه بهبود حاکمیت شرکتی شود؟ از سوی دیگر، با ظهور اقتصاد مبتنی بر دانش، اهمیت سرمایه انسانی (و فکری) به عنوان منبع مهم دارایی‌های نامشهود افزایش یافته، به طوری که برای ارتقای ارزش و مزیت رقابتی شرکت‌ها و همچنین ثروت سهامداران اهمیت دارد. شواهد تجربی فزاینده‌ای تایید می‌کند سرمایه انسانی، از یک سو، توانایی مدیران را برای تعیین و استفاده از فرصت‌های تجاری بهبود می‌بخشد و از سوی دیگر، امکان نظارت بر رفتارهای مدیریت را فراهم می‌سازد. بنابراین، در شرکت‌هایی که کیفیت سرمایه انسانی بالاتری دارند، هزینه‌های تصمیم‌گیری کاهش یافته و سیگنال مثبتی از ارزش شرکت را به سرمایه‌گذاران ارسال می‌کند.

تاکنون، اکثر مطالعات در زمینه مباحث حاکمیت شرکتی به بررسی عوامل تعیین‌کننده حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند و یا به بحث حکمرانی در سطح اقتصاد کلان توجه شده است (سها و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲؛ آساموآ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). از سوی دیگر، مطالعات در زمینه آزادسازی اقتصادی (تجاری و مالی) غالباً بر ارتباط با متغیرهای اقتصاد کلان بویژه رشد اقتصادی متمرکز شده‌اند (عادل-فاروق و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷؛ کار و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸). این در حالی است که بررسی ارتباط حاکمیت شرکتی با شاخص‌های رقابت بین‌المللی (باز بودن تجاری و مالی) کم‌تر مورد توجه محققان قرار گرفته است. شواهد نشان می‌دهد رقابت بین‌المللی می‌تواند تحلیل هزینه-فایده شرکت‌های داخلی را به نفع سرمایه‌گذاران خرد و بهبود استانداردهای حاکمیت شرکتی تغییر دهد. اگرچه مقایسه مطالعات محدود انجام شده در این زمینه حاکی از آن است که نتایج با توجه به

<sup>1</sup>. Saha et al.

<sup>2</sup>. Asamoah et al.

<sup>3</sup>. Adeel-Farooq et al.

<sup>4</sup>. Kar et al.

ساختارهای نهادی و اقتصادی کشورها متفاوت است (آنانچوتیکول<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸؛ ژنگ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۳). بدین ترتیب، ادبیات موجود نیازمند بررسی‌های بیش‌تر است. لازم به ذکر است که یکی از دلایل مهم اندک بودن مطالعات در این زمینه، عدم دسترسی به اطلاعات آماری است، زیرا اندازه‌گیری کیفیت حاکمیت شرکتی در سطح شرکت، دشوار بوده و بانک جهانی از سال ۲۰۰۰ به بعد، نخستین شاخص حمایت از سهامداران خرد را برای سنجش حمایت از قوانین و مقررات کشورهای مختلف از سرمایه‌گذاران خرد معرفی کرده است. در این راستا، این مطالعه یکی از اندک بررسی‌هایی است که رابطه میان درجه باز بودن اقتصادی (مالی و تجاری) و همچنین سرمایه‌انسانی را با حاکمیت شرکتی داخلی در کشورهای در حال توسعه مورد ارزیابی تجربی قرار می‌دهد.

این مقاله در ۶ بخش سازماندهی شده است: پس از مقدمه، ادبیات موضوع بیان شده است و در ادامه، مطالعات پیشین مرور می‌شود. در بخش سوم، حقایق آشکار شده از وضعیت حاکمیت شرکتی، درجه باز بودن تجاری و مالی در کشورهای در حال توسعه ارائه می‌شود. بخش بعدی به روش پژوهش و معرفی الگوهای رگرسیونی و متغیرهای پژوهش اختصاص دارد. در بخش پنجم، نتایج تجربی مورد تحلیل قرار گرفته است و در پایان، بحث و نتیجه‌گیری و پیشنهادات ارائه شده‌اند.

## ۲- ادبیات موضوع

### ۲-۱- مبانی نظری

در ادبیات اقتصادی، اهمیت آزادسازی‌های تجاری و مالی به عنوان یکی از عناصر عمده در پیوند دادن اقتصاد داخلی کشورها با اقتصاد جهانی بیش از پیش افزایش یافته است، بویژه در کشورهای در حال توسعه به عنوان عاملی مهم برای انتقال سرمایه، تکنولوژی، تخصص و مدیریت بوده و رشد و توسعه اقتصادی این کشورها را در پی دارد (ایردال و گوسر<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵؛ بکرت و

<sup>۱</sup>. Ananchotikul

<sup>۲</sup>. Zhang et al.

<sup>۳</sup>. Erdal and Göçer

همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱؛ عادل- فاروق و همکاران، ۲۰۱۷). این واقعیت موجب شده تا رقابت بویژه در کشورهای در حال توسعه برای بهره‌گیری از فرصت‌های موجود بویژه جذب سرمایه‌گذاری خارجی به منظور ارتقای جایگاه در اقتصاد جهانی، تشدید شود. معمولاً سرمایه‌گذاری‌های خارجی به دو شیوه سرمایه‌گذاری خارجی سبد مالی (FPI)<sup>۲</sup> و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)<sup>۳</sup> انجام می‌شوند. در سرمایه‌گذاری خارجی سبد مالی (FPI) که به آن سرمایه‌گذاری غیر مستقیم خارجی نیز می‌گویند، سرمایه‌گذار در اداره واحد تولیدی نقش مستقیم نداشته و مسئولیت مالی نیز متوجه وی نیست. اما سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)، سرمایه‌گذاری در شعب و واحدهای تابعه شرکت‌های فراملیتی است. ویژگی بارز سرمایه‌گذاری مستقیم آن است که صرفاً سرمایه‌گذاری نیست، بلکه انتقال تکنولوژی، تجربیات و مهارت‌های مربوط به مدیریت و بازاریابی و حضور در بازارهای جهانی را نیز می‌تواند به همراه داشته باشد که ممکن است اهمیت آن برای کشور میزبان مهم‌تر از ورود سرمایه صرف باشد. بنابراین، به دلیل این که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) هم در برگیرنده مالکیت بوده و هم کنترل، بسیار متفاوت‌تر از سرمایه‌گذاری غیر مستقیم خارجی (FPI) مورد توجه است. این ویژگی FDI می‌تواند منجر به مسئله نمایندگی یا تعارض منافع بین ذی‌نفعان یعنی صاحبان سرمایه (مالکان و سهامداران) و مدیران (نمایندگان مالکان) شود. در ادبیات مالی، برای حل این مسئله، مفهوم حاکمیت شرکتی ارائه شده است. حاکمیت شرکتی سازوکاری کنترلی است که تعیین‌کننده نحوه توزیع قدرت و مالکیت، تصمیمات مدیریتی و نظارت بر آنها، حسابرسی و انتشار اطلاعات و تخصیص و توزیع سود است (آیمانگک<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). مطالعات نشان می‌دهد در بازارهای نوظهور، سیاست‌های بازگشایی بازار (تجاری و مالی) می‌توانند بهبودهایی در زیرساخت‌های حسابداری و گزارش‌گری مالی شرکت‌های محلی ایجاد کنند. این اقدامات می‌توانند شفافیت را افزایش دهند، قوانین و مقررات را بهبود بخشند و استانداردهای بین‌المللی را اجرا کنند

<sup>۱</sup>. Bekaert et al.

<sup>۲</sup>. Foreign Portfolio Investment

<sup>۳</sup>. Foreign Direct Investment

<sup>۴</sup>. Agyemang

(آلسوبایی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). به عبارت دیگر، افزایش درجه باز بودن اقتصادی و ورود سرمایه‌گذاران خارجی، از یک سو، می‌تواند به انضباط مالی بالاتر شرکت‌ها (کاهش مدیریت سود) و افشای اطلاعات مالی با کیفیت بالاتر و استانداردهای حاکمیتی منجر شود و بدین ترتیب، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را بویژه در سرمایه‌گذاری نوآورانه مهار کرده و هزینه نمایندگی را کاهش دهد (بائه و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲؛ هان و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۲). کاراتی و آلیرزا<sup>۴</sup> (۲۰۰۰) به طور مشابه استدلال می‌کنند رقابت و سیستم بازار، شرکت‌ها را مجبور می‌کند تا شیوه‌های کارآمدی را برای هم سو کردن منافع مدیران و سرمایه‌گذاران اتخاذ کنند. از سوی دیگر، افزایش درجه باز بودن اقتصادی و یکپارچگی بازارها و بالتبع آن افشای اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا، سیگنال‌های مثبتی را برای جذب سرمایه‌گذاران ارسال می‌کند که می‌تواند مزایای تامین مالی را برای شرکت‌ها تسهیل کند. این مزیت تامین مالی بالقوه ممکن است مدیریت سود را مهار کند و کیفیت حاکمیت شرکتی را بهبود بخشد (یون<sup>۵</sup>، ۲۰۱۷).

در مقابل، گروه دیگر از محققان از این ایده که حاکمیت شرکتی خوب، جریان‌های ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را بهبود می‌بخشد، حمایت می‌کنند. این گروه اعتقاد دارند تمایل سرمایه‌گذاران خارجی به مشارکت در کشورهایی که عملکرد بهتری از نظر حاکمیت شرکتی دارند بیش‌تر از سایر رقباست (آپیا-کوبی و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۲۰؛ لاپورتا و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۲). کیفیت قوانین و مقررات در حاکمیت شرکتی، مسئله نمایندگی و مخاطرات اخلاقی بین سرمایه‌گذاران خارجی و کشور میزبان را کاهش می‌دهد. بنابراین، در صورتی سرمایه‌گذاران خارجی بیش‌تری جذب یک کشور می‌شوند که در آن کشور حاکمیت شرکتی وضعیت مطلوب داشته باشد، زیرا سرمایه‌گذاران خارجی برای اعتماد به شرکت‌های محلی به سطح بالایی از حاکمیت شرکتی توجه دارند. این به

---

1. Alsubaie

2. Bae et al.

3. Han et al.

4. Carati and Alirza

5. Yoon

6. Appia-Kubi et al.

7. La Porta et al.



نوبه خود باعث می‌شود رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران تنظیم شود و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های داخلی ارتقاء یابد (لی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲؛ لین و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). شایبر و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) تاکید دارند بهبود حاکمیت شرکتی بر عملکرد رقابتی شرکت‌ها تأثیر گذاشته و شرکت‌ها را وادار می‌کند در جهت کارایی بیش‌تر بویژه تخصیص سرمایه در محیط‌های رقابتی عمل کند.

از سوی دیگر، با ظهور اقتصاد مبتنی بر دانش، بحث سرمایه انسانی به عنوان عامل مهم ایجاد مزیت رقابتی و افزایش ارزش شرکت‌ها مورد توجه قرار گرفته که می‌تواند ساختار حاکمیت شرکتی را تحت تأثیر قرار دهد (رایلی و همکاران، ۲۰۱۷؛ ونگ و همکاران، ۲۰۰۹). در شرکت‌های مدرن که مزیت رقابتی بر سرمایه انسانی تخصصی استوار است، اولین پیامد رواج سرمایه انسانی، سوق دادن شرکت‌ها به سمت ترتیبات نهادی جدید (سازمان‌های افقی) است که در آن مدیرعامل فاصله سازمانی بین خود و مدیران عملیاتی را کاهش می‌دهد (سو و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۸؛ بندیرا و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴). مطالعات تجربی نشان می‌دهند کیفیت سرمایه انسانی به طور مثبت با استانداردهای حاکمیت شرکتی و تنوع مهارت‌ها بویژه در سطح مدیران مرتبط است که از سیاست‌های استراتژیک مدیریت منابع انسانی در سطوح بین‌المللی حمایت و آن را تقویت می‌کند و تأثیر مثبت و قابل توجه بر ارزش بازاری و بهره‌وری شرکت‌ها دارد (لاجیلی و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۲۰). هرچه شرکت‌ها اطلاعات بیش‌تری از سرمایه انسانی خود افشا کنند، سرمایه‌گذاران با عدم تقارن اطلاعاتی کم‌تری مواجه بوده و در نتیجه به طور غیر مستقیم، هزینه‌های سرمایه نیز کاهش می‌یابد. شواهد تجربی رو به رشدی وجود دارد که از تأثیر مثبت سرمایه انسانی بویژه در سطح مدیران و هیات مدیره بر عملکرد شرکت‌ها حمایت می‌کند. بخصوص در شرکت‌های جوان و کوچک، این امر به خوبی ثابت شده است. در

---

1. Lee et al.

2. Lien et al.

3. Shabbir et al.

4. Su et al.

5. Bandiera et al.

6. Lajili et al.

واقع، مدیرانی که سرمایه انسانی بالاتری دارند، علامت‌های مثبتی از ارزش شرکت را برای سرمایه‌گذاران ارسال می‌کنند (لاجیلی و همکاران، ۲۰۲۰؛ گارسیا کاسترو و همکاران، ۲۰۰۸).

## ۲-۲- پیشینه تحقیق

آنانچوتیکول (۲۰۰۸) در مطالعه خود برای شرکت‌های تایلندی با چالش کشیدن این فرضیه که ورود شرکت‌های چندملیتی سبب ارتقای استانداردهای حاکمیت شرکتی کشور میزبان می‌شود، نشان داد شرکت‌های صنعتی خارجی مانند شرکت‌های داخلی علاقمند به حاکمیت شرکتی ضعیف بوده و فعالیت‌های آن‌ها هیچ بهبودی در حاکمیت شرکتی داخلی همراه نداشته است. این مسئله در مورد شرکت‌هایی که مالک اصلی خارجی آن‌ها از کشوری با نهاد‌های حاکمیتی نسبتاً ضعیف است، قوی‌تر است.

آلسوبایی<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) در یک رویکرد مفهومی به بررسی تاثیر ورود شرکت‌های چندملیتی آمریکایی بر حاکمیت شرکتی داخلی کشور چین پرداخت. مولفه‌های حاکمیت شرکتی در این تحقیق عبارتند از: هیات مدیره، تمرکز مالکیت، حمایت از سرمایه‌گذار و اقدامات قضایی. نتایج نشان داد ورود شرکت‌های چندملیتی آمریکایی اثرات محسوس و قابل توجهی بر ارتقای شیوه‌های حاکمیت شرکتی شرکت‌های محلی کشور میزبان دارد.

آپیاکوبی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در اقتصادهای غرب آفریقای سال‌های ۲۰۱۸-۲۰۰۹ پرداختند. نتایج نشان داد کشورهای که درجه حمایت بیش‌تر از منافع سرمایه‌گذاران دارند، قادر به جذب بیش‌تر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی هستند. همچنین اقتصادی که دارای شرکت‌هایی با ارزش‌های اخلاقی بالا هستند (وجود هیئت مدیره مؤثر)، به طور قابل توجه ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را بهبود می‌بخشد.

<sup>1</sup>. Garcia-Castro et al.

<sup>2</sup>. Alsubaie

<sup>3</sup>. Appia-Kubi et al.

رومرو و آرائو<sup>۱</sup> (۲۰۲۲) به بررسی رابطه بین افزایش سرمایه انسانی و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های اسپانیایی طی دوره ۲۰۱۶-۲۰۰۷ پرداختند. نتایج نشان داد که شرکت‌ها در حال تطبیق با مقررات جدید و افزایش داوطلبانه اطلاعات سرمایه انسانی هستند (روندی که نشان‌دهنده تعهد آن‌ها به نگرش مسئولانه نسبت به کارکنان و سهامداران است). همچنین ترکیب و عملکرد هیئت مدیره مکانیسم‌هایی از نظارت، کنترل و مشروعیت هستند که افزایش سرمایه انسانی را ارتقا می‌دهند و مالکیت مدیریتی به عنوان تعدیل‌کننده برای هم‌سویی منافع بین مدیران و ذینفعان عمل می‌کند.

آگیه و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۲) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاری خارجی و حاکمیت شرکتی داخلی در ۳۳ کشور آفریقایی طی سال‌های ۲۰۱۷-۲۰۰۹ با استفاده از روش GMM پرداختند. نتایج نشان داد در اقتصادهایی که با رعایت دقیق استانداردهای حسابداری و گزارش‌دهی بین‌المللی، شرکت‌ها دارای رفتار اخلاقی، هیئت مدیره موثر و بازارهای امنیتی به خوبی تنظیم شده‌اند، تمایل به جذب سرمایه‌گذاری خارجی بیشتری دارند. همچنین نتایج نشان داد که اثربخشی مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی در سطح کشور می‌تواند تحت تأثیر نهادهای موجود قرار گیرد.

ژنگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۳) در مطالعه خود برای کشور چین (شانگهای) نشان دادند که همراه با آزادسازی مالی و فعالیت شرکت‌های چندملیتی، کیفیت اطلاعات به طور قابل توجهی در شرکت‌های داخلی بهبود یافته، به طوری که در شرکت‌های بدون سرمایه‌گذار خارجی قبلی و با محدودیت‌های تامین مالی بالا، حاکمیت شرکتی ضعیف و کیفیت حسابداری پایین‌تر مشهودتر است. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر حاکمیتی دارد.

احمدی و حضار مقدم<sup>۴</sup> (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر گسترش تجارت و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر توسعه انسانی کشورهای در حال توسعه با استفاده از روش GMM طی دوره ۲۰۱۱-۲۰۰۲

1. Romero & Araujo

2. Agyei et al.

3. Zhang et al.

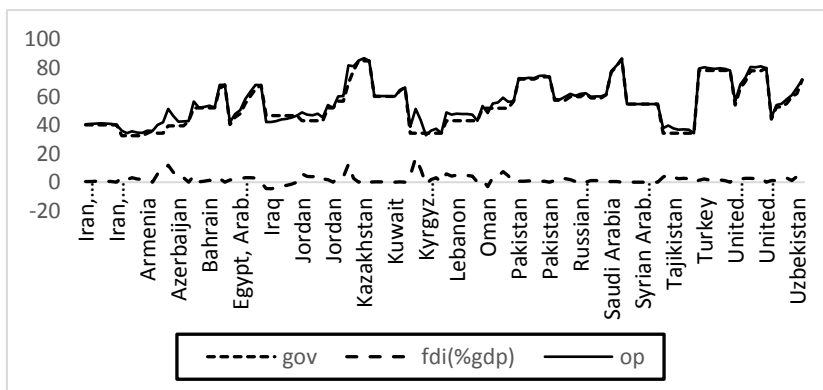
4. Ahmadi & Hozar Moghadam

پرداختند. نتایج بیانگر تأثیر مثبت آزادسازی تجاری و افزایش حجم سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر شاخص توسعه انسانی در ایران و سایر کشورهای در حال توسعه است.

طیبی و همکاران<sup>۱</sup> (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر درجه باز بودن تجاری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر سرمایه‌گذاری داخلی و رشد اقتصادی ۱۰ کشور در حال توسعه آسیایی با استفاده از روش GMM طی سال‌های ۲۰۰۸-۱۹۸۰ پرداختند. نتایج نشان داد رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه مالی اثر مثبت و معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری داخلی این کشورها دارند، اما درجه باز بودن تجاری اثر منفی و معنی‌دار بر سطح سرمایه‌گذاری این کشورها داشته است.

### ۳- حقایق آشکار شده

نمودار (۱) وضعیت هم‌بستگی شاخص حاکمیت شرکتی (GOV) را با توجه به مولفه‌های رقابت بین‌المللی یعنی درجه باز بودن تجاری (OP) و مالی (FDI) در کشورهای در حال توسعه منتخب نشان می‌دهد.



نمودار ۱: روند شاخص‌های حاکمیت شرکتی، درجه باز بودن تجاری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

منبع: محاسبات تحقیق با استفاده از آمارهای بانک جهانی

<sup>۱</sup>. Tayebi et al.

بین درجه باز بودن تجاری و حاکمیت شرکتهای رابطه مثبت تنگاتنگی برقرار است. همچنین شواهد آماری ارتباط مثبت تنگاتنگی بین تسهیل ورود و خروج سرمایه و حاکمیت شرکتهای را در تایید می‌کند، علی‌رغم این‌که درصد جریان‌های ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در این کشورها نسبتاً پایین است. جدول (۱) وضعیت مقادیر متوسط شاخص حاکمیت شرکتهای و زیر مولفه‌های آن طبق تعریف بانک جهانی برای کشورهای در حال توسعه طی دوره زمانی ۲۰۲۱-۲۰۱۴ را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشهود است سطح اعمال اصول حاکمیت شرکتهای و اصول نظارت سرمایه‌گذاران نسبتاً پایین است، به طوری که به طور متوسط ۵۳ است. به طور کلی، عملکرد کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد همچنان یکی از مهم‌ترین چالش‌های سطوح شرکتهای، خلاهای قانونی در خصوص استقرار حاکمیت شرکتهای است، به طوری که می‌توان گفت حاکمیت شرکتهای با اهدافی چون اصلاح قواعد درون سازمانی شرکت‌ها، توجه به حقوق ذی‌نفعان، افشا و شفافیت، جایگاه لازم و مناسبی در کشورهای در حال توسعه را ندارد و مطلوب نیست.

جدول ۱: میانگین وضعیت شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران خرد

	حمایت از سرمایه‌گذاران خرد	سهولت اقدام قضایی	شفافیت شرکت	مسئولیت مدیران	افشا	مالکیت و کنترل	حقوق سرمایه‌گذاران
الجزایر	۲۰	۵۰	۰	۱۰	۴۰	۰	۰
ونزوئلا	۲۴	۳۰	۱۴/۲۸	۲۰	۳۰	۲۸/۵۷	۱۶/۶۶
قطر	۳۴/۸۵	۲۰	۴۲/۸۵	۳۷/۱۴	۳۲/۸۵	۳۴/۶۹	۵۰
بولیوی	۳۸	۶۰	۲۸/۵۷	۵۰	۱۰	۱۴/۲۸	۶۶/۶۶
ارمنستان	۳۸/۸۵	۸۰	۰	۶۰	۵۴/۲۸	۰	۰
قرقیزستان	۴۰	۸۰	۰	۵۰	۷۰	۰	۰
تاجیکستان	۴۰	۶۰	۰	۶۰	۸۰	۰	۰
ایران	۴۰/۲۳	۱۰	۲۸/۵	۴۰	۷۰	۴۲/۸	۵۰
لبنان	۴۴	۵۰	۴۲/۸۵	۱۰	۹۰	۱۴/۲۸	۵۰
اردن	۴۴/۲۸	۲۲/۸۵	۷۵/۵۱	۴۰	۴۰	۷۵/۵۱	۲۱/۴۲
آذربایجان	۴۴/۸۵	۸۰	۰	۵۲/۸۵	۹۱/۴۲	۰	۰
عراق	۴۶	۵۰	۱۴/۲۸	۵۰	۴۰	۴۲/۸۵	۸۳/۳۳

حقوق سرمایه‌گذاران	مالکیت و کنترل	افشا	مسئولیت مدیران	شفافیت شرکت	سهولت اقدام قضایی	حمایت از سرمایه‌گذاران خرد	
۵۲/۳۸	۵۹/۱۸	۸۰	۵۰	۴۲/۸۵	۳۰	۵۲/۵۷	عمان
۵۷/۱۴	۶۹/۳۸	۷۱/۷۵	۳۰	۶۷/۳۴	۳۰	۵۳/۱۴	مصر
۵۰	۷۱/۴۲	۷۰	۵۰	۵۷/۱۴	۳۰	۵۴	سوریه
۷۱/۴۲	۵۷/۱۴	۸۰	۴۰	۴۶/۹۳	۴۲/۸۵	۵۵/۷۱	بحرین
۵۲/۳۸	۵۹/۱۸	۷۵/۷۱	۲۷/۱۴	۵۷/۱۴	۷۰	۵۷/۱۴	ازبکستان
۷۶/۱۹	۵۷/۱۴	۶۰	۲۰	۷۳/۴۶	۷۰	۵۷/۴۲	روسیه
۶۶/۶۶	۵۷/۱۴	۴۵/۷۱	۷۰	۶۱/۲۲	۵۰	۵۷/۷۱	تونس
۳۳/۳۳	۷۵/۵۱	۴۲/۸۵	۹۰	۸۷/۷۵	۴۰	۶۱/۴۲	کویت
۱۰۰	۷۱/۴۲	۷۰	۲۰	۷۱/۴۲	۶۰	۶۲	آرژانتین
۶۶/۶۶	۵۷/۱۴	۵۰	۸۰	۸۵/۷۱	۴۰	۶۲	برزیل
۷۳/۸	۵۵/۱	۸۴/۲۸	۸۲/۸۵	۷۳/۴۶	۴۴/۲۸	۶۹/۱۴	عربستان
۶۶/۶۶	۷۱/۴۲	۶۱/۴۲	۷۰	۸۵/۷۱	۷۰	۷۰/۲۸	نیجریه
۸۳/۳۳	۱۰۰	۶۰	۶۴/۲۸	۷۱/۴۲	۶۰	۷۰/۸۵	پاکستان
۵۹/۵۲	۸۵/۷۱	۹۴/۲۸	۸۸/۵۷	۶۵/۳	۳۸/۵۷	۷۲/۵۷	امارات
۷۸/۵۷	۷۳/۴۶	۸۰	۶۰	۶۹/۳۸	۸۱/۴۲	۷۳/۷۱	قزاقستان
۱۰۰	۸۵/۷۱	۹۰	۵۰	۸۵/۷۱	۶۰	۷۶	ترکیه
۶۶/۶۶	۱۰۰	۹۰	۷۰	۷۱/۴۲	۸۰	۸۰	کلمبیا

منبع: آمارهای بانک جهانی

#### ۴- روش‌شناسی تحقیق

##### ۴-۱- تصریح مدل و معرفی متغیرها

در مطالعه حاضر، اثر درجه باز بودن اقتصادی (تجاری و مالی) بر حاکمیت شرکتی داخلی کشورهای در حال توسعه طی سال‌های ۲۰۲۱-۲۰۱۴ مورد آزمون قرار می‌گیرد. همچنین با توجه به ظهور اقتصاد دانش‌بنیان و اهمیت سرمایه انسانی به عنوان منبع مزیت رقابتی شرکت‌ها، الگوهای

رگرسیون پانلی با توجه به مبانی نظری، به صورت زیر تصریح شده‌اند. کشورهای درحال توسعه مورد بررسی با توجه به ساختار همگن و در دسترس بودن داده‌های آماری انتخاب شده‌اند<sup>۱</sup>:

$$Corp Gov_{it} = \beta_0 + \beta_1 Corp Gov_{it-1} + \beta_2 FDI_{it} + \beta_3 Human Capital_{it} + \beta_4 InterR\&D_{it} + \beta_5 Capital_{it} + \beta_6 GoveSize_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Corp Gov_{it} = \beta_0 + \beta_1 Corp Gov_{it-1} + \beta_2 Trade_{it} + \beta_3 Human Capital_{it} + \beta_4 InterR\&D_{it} + \beta_5 Capital_{it} + \beta_6 GoveSize_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

که در آن:

جدول ۲: تعریف متغیرهای الگو

منبع	تعریف عملیاتی	نماینده	متغیر
بانک جهانی	از شاخص جدید حمایت از سرمایه‌گذاران خرد معرفی شده توسط بانک جهانی در سال ۲۰۱۴ استفاده شد. این شاخص متشکل از سه مولفه بوده که عبارتند از: (۱) گستره حقوق سرمایه‌گذاران <sup>۲</sup> (با الهام از اصول حاکمیت شرکتی سازمان OECD از قبیل معاملات اشخاص وابسته، تعارض منافع، تعهدات افشا...، (۲) گستره مالکیت و کنترل (استقلال هیات مدیره، تفکیک وظایف، حسابرسی و...) و (۳) گستره شفافیت شرکت (افشای اطلاعات مالی، پاداش مدیران ...)	حاکمیت شرکتی	Corp Gov
بانک جهانی	جریان‌های خالص ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (درصد از GDP)	درجه باز بودن مالی	FDI
بانک جهانی	نسبت مجموع صادرات و واردات بر GDP	درجه باز بودن تجاری	Trade
برنامه توسعه سازمان ملل	شاخص توسعه انسانی (HDI)	کیفیت سرمایه انسانی	Human Capital
بانک جهانی	کل مخارج تحقیق و توسعه بر حسب درصد از GDP	تحقیق و توسعه	Inter R&D
بانک جهانی	نسبت ارزش کل بازار سهام به GDP	فعالیت بازار سهام	Capital
بانک جهانی	نسبت مخارج دولت به GDP	اندازه دولت	Gov Size

منبع: شاخص‌های بانک جهانی و برنامه توسعه سازمان ملل

<sup>۱</sup>. کشورهای منتخب عبارتند از: الجزایر، ایران، قطر، تاجیکستان، لبنان، قزاقستان، روسیه، اردن، مصر، عربستان، بحرین، تونس، آرژانتین، برزیل، کلمبیا، عراق، عمان، پاکستان، ازبکستان، سوریه، ترکیه، کویت، امارات، ارمنستان، آذربایجان، قرقیزستان، بولیوی، نیجریه، ونزوئلا.

<sup>۲</sup>. Extent of Shareholder Rights Index, Extent of Ownership and Control Index, Extent of Corporate Transparency Index

جدول (۳) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر میانگین و میانه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. مهم‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال، میانگین حاکمیت شرکتی برابر با ۵۳/۸۷ است که نشان می‌دهد بیش‌تر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به طور کلی، پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها با یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای فعالیت بازار سهام برابر ۶۵/۵۶ و برای سرمایه انسانی برابر ۰/۱۱ بوده که نشان می‌دهد در میان متغیرهای پژوهش، به ترتیب دارای بیش‌ترین و کم‌ترین میزان پراکندگی هستند.

جدول ۳: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	انحراف معیار
حاکمیت شرکتی	Corp Gov	۵۳/۸۷	۵۲/۱۰	۱۴/۹۷
درجه باز بودن مالی	FDI	۱/۹۲	۱/۳۵۲	۲/۸۴
درجه باز بودن تجاری	Trade	۶۷/۳۹	۶۴/۹۱	۴۰/۸۹
کیفیت سرمایه انسانی	Human Capital	۰/۷۰۷	۰/۷۲۷	۰/۱۱۴
تحقیق و توسعه	Inter R&D	۰/۱۸	۰	۰/۳۱۱
فعالیت بازار سهام	Capital	۵۲/۹۰	۲۳/۸۹	۶۵/۵۶
اندازه دولت	Gov Size	۱۵/۷۰۵	۱۴/۳۸	۵/۰۳۲

منبع: یافته‌های تحقیق با استفاده از آمارهای بانک جهانی

#### ۴-۲- روش برآورد الگوها

الگوهای رگرسیونی در این پژوهش با استفاده از روش پانل پویا (گشتاور تعمیم‌یافته GMM) و نرم‌افزار Eviews10 برآورد می‌شوند. از ویژگی‌های داده‌های پانل پویا آن است که با وارد کردن زمان می‌توان پویایی بین متغیرها را تفسیر کرد. شکل کلی الگوی پانل پویا به صورت زیر است:



$$Y_{it} = \alpha Y_{it-1} + \beta X_{it} + \mu_t + v_{it} \quad (3)$$

که  $X_{it}$  بردار متغیرهای مستقل،  $Y_{it}$  بردار متغیر وابسته،  $\mu_t$  عامل خطا مربوط به مقاطع و  $v_{it}$  عامل خطای مقطع  $i$  در زمان  $t$  است. روش گشتاور تعمیم یافته GMM، اثرات تعدیل پویای متغیر وابسته را در نظر می‌گیرد. هنگامی که در الگوی پانلی، متغیر وابسته باوقفه در طرف راست قرار دارد، دیگر برآوردگر OLS سازگار نیست (آرلانو- باندا<sup>۱</sup>، ۱۹۹۵) و باید از روش‌های حداقل مربعات دو مرحله‌ای 2SLS (اندرسون و هیسائو<sup>۲</sup>) یا گشتاورهای تعمیم یافته GMM (آرلانو و باندا) استفاده کرد. برآوردگر 2SLS ممکن است به دلیل مشکل انتخاب ابزارها، واریانس‌های بزرگ برای ضرایب بدست دهد و برآوردها از لحاظ آماری معنی‌دار نباشند. در نتیجه روش GMM (آرلانو و باندا) برای حل این مشکل پیشنهاد شده است، به طوری که این روش از طریق کاهش تورش نمونه، پایداری برآورد را افزایش می‌دهد:

$$(Y_{it} - Y_{it-1}) = \alpha (Y_{it-1} - Y_{it-2}) + \beta (X_{it} - X_{it-1}) + (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1}) \quad (4)$$

یعنی، ابتدا اقدام به تفاضل‌گیری می‌شود تا بدین ترتیب بتوان اثرات مقاطع یا  $\mu_i$  را از الگو حذف کرد و در مرحله دوم از پسماندهای باقی مانده مرحله اول برای متوازن کردن ماتریس واریانس-کواریانس استفاده می‌شود. به عبارت دیگر این روش، متغیرهایی تحت عنوان متغیر ابزاری ایجاد می‌کند تا برآوردها سازگار و بدون تورش باشند. برآوردگر سیستمی (GMM SYS) در حقیقت یک جایگزین برای برآوردگر تفاضل مرتبه اول GMM است. در این روش نیز برای رفع درون‌زایی از متغیرهای ابزاری استفاده می‌شود و چون یافتن ابزار قوی که سبب برآورد قابل اعتماد باشد بسیار مشکل است، برآوردگرهای DIF و SYS از ابزارهای موجود در مجموعه استفاده می‌کنند یعنی وقفه متغیر درون‌زا را به عنوان بهترین ابزار وارد مدل می‌کنند. لازم به ذکر است برای اطمینان از صحت و اعتبار متغیرهای ابزاری در روش‌های مبنی بر GMM، دو آزمون وجود دارد: اول، آزمون سارگن<sup>۳</sup> است. در این آزمون، فرض صفر بیانگر عدم هم‌بستگی ابزارها با پسماند است.

<sup>1</sup>. Arrelano and Bonad

<sup>2</sup>. Anderson and Hsiao

<sup>3</sup>. Sargan Test

بنابراین رد فرض صفر، اعتبار نتایج را تایید می‌کند؛ دوم، آزمون هم‌بستگی پسماندها در مرتبه اول  $AR(1)$  و مرتبه دوم  $AR(2)$  هستند. در این آزمون بایستی جملات اخلاص دارای هم‌بستگی سریالی مرتبه اول  $AR(1)$  بوده و هم‌بستگی سریالی مرتبه دوم  $AR(2)$  نداشته باشند.

### ۵- نتایج تجربی و تحلیل آن

اولین گام برای برآورد الگوهای رگرسیونی آن است که از مانایی متغیرهای الگو، باید اطمینان حاصل شود. نتایج آزمون مانایی لوین-لین و چو<sup>۱</sup> نشان داد که همه متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد، مانا هستند. به عبارت دیگر، از درجه هم‌جمعی  $I(0)$  هستند<sup>۲</sup>. نتایج برآورد الگوهای رگرسیونی با استفاده از روش GMM در جدول (۴) نشان داده شده است. در الگوی رگرسیونی اول که برای درجه باز بودن مالی (FDI) برآورد شده است، اثر جریان‌های ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر حاکمیت شرکتی کشورهای در حال توسعه، مثبت و نسبتاً کوچک و معنی‌دار است. یعنی، باز بودن مالی به انطباق بیش‌تر استانداردهای حاکمیت شرکتی در کشورهای در حال توسعه کمک می‌کند. زیرا رقابت بر سر جذب FDI در این کشورها، شرکت‌های محلی را تشویق می‌کند تا حتی استانداردهای بیش‌تر و قوی‌تری از حاکمیت شرکتی را اجرا کنند. بنابراین مطابق پشتوانه نظری است. اگرچه ضریب برآوردی کوچک بوده که به دلیل سهم پایین جذب FDI در این کشورهاست. در الگوی رگرسیونی دوم، نتایج نشان داد درجه باز بودن تجاری تاثیر محسوس و معنی‌داری بر ارتقای استانداردهای حاکمیت شرکتی و حمایت از سرمایه‌گذاران دارد. از آنجا که گسترش روابط تجاری منجر به شوک‌های مثبت بهره‌وری می‌شود که انتقال دانش و تکنولوژی، یا حتی جریان‌های ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشور میزبان را به همراه دارد، مطابق پشتوانه نظری است. همچنین در هر دو الگوی برآوردی، تاثیر سرمایه انسانی بر حاکمیت شرکتی مثبت و معنی‌دار است. سرمایه‌گذاری در سرمایه انسانی نشانه پویایی و حرکت رو به جلو و به عنوان عامل مزیت رقابتی شرکت‌ها محسوب می‌شود، و از سوی دیگر، در کنار تعاملات شرکت‌های محلی با

<sup>۱</sup>. Levin, Lin & Chu

<sup>۲</sup>. با توجه به صفحات زیاد مقاله، نتایج مربوط به آزمون مانایی حذف شده است.

شرکت‌های چندملیتی، اثرات سرریز دانش و تکنولوژی نیز تقویت می‌شود. پس اقتصادهای محلی به سمت بهبود استانداردهای حاکمیت شرکتی و تنوع مهارت‌ها بویژه در سطح مدیران تشویق خواهند شد. بنابراین با ادبیات تحقیق سازگاری دارد.

جدول ۴: برآورد الگوهای رگرسیونی با استفاده از پانل پویا GMM

مدل دوم (باز بودن تجاری و حمایت از سرمایه‌گذاران خرد)			مدل اول (باز بودن مالی و حمایت از سرمایه‌گذاران خرد)			نام متغیر
Prob.	آماره t (SE)*	مقدار ضریب	Prob.	آماره t (SE)*	مقدار ضریب	
۰/۰۰۰	۶/۵۵۳ (۰/۰۹۳) <sup>o</sup>	۰/۶۱۴	۰/۰۰۰	۶/۶۶۰ (۰/۱۱۵) <sup>o</sup>	۰/۷۷۲	حمایت از سرمایه‌گذاران با وقفه
---	---	---	۰/۰۲۷	۲/۲۳۶ (۰/۰۷۹)	۰/۱۷۷	باز بودن مالی
۰/۰۱۵	۲/۴۷۱ (۰/۵۰۷)	۱/۲۵۳	---	---	---	باز بودن تجاری
۰/۰۰۰	۵/۶۴۵ (۰/۱۱۰)	۰/۶۲۵	۰/۰۰۰	۴/۳۰۷ (۰/۱۲۶)	۰/۵۴۶	سرمایه انسانی
۰/۲۹۴	۱/۰۵۰ (۰/۰۷۳)	۰/۰۷۷	۰/۴۹۵	۰/۶۸۲ (۰/۰۹۲)	۰/۰۶۳	مخارج تحقیق و توسعه داخلی
۰/۰۰۱۱	۳/۳۴۳ (۰/۰۴۹)	۰/۱۶۴	۰/۰۶۱	۱/۸۷۷ (۰/۱۱۳)	۰/۲۰۹	فعالیت بازار سهام
۰/۰۸۶۹	-۱/۷۱۸ (۰/۲۷۹)	-۰/۴۸۱	۰/۰۰۴	-۲/۹۳۶ (۰/۱۸۸)	-۰/۵۵۳	اندازه دولت
	۰/۴۴۸			۰/۳۳۷		آماره سارگان
	۰/۰۵۱			۰/۰۱۴۹		AR(1)
	۰/۵۶۳			۰/۵۹۶		AR(2)

\* اعداد داخل پرانتز بیان‌گر انحراف معیار (SE) هستند.

منبع: یافته‌های پژوهش

علاوه بر آن، ضریب برآوردی مخارج تحقیق و توسعه داخلی در هر دو الگوی رگرسیونی هر چند مثبت (البته کوچک)، اما غیر معنی‌دار بدست آمد. با وجود این، با توجه به افزایش روزافزون رقابت در بازار، شرکت‌ها باید استراتژی‌های نوآورانه پویا را مد نظر قرار دهند. از طرفی، شرکت‌های

محلی در کشورهای درحال توسعه به دلایل محدودیت منابع مالی و همچنین پریسک و زمان‌بر بودن فعالیت‌های R&D، غالباً ترجیح می‌دهند تا بجای تحقیق و توسعه داخلی، اقدام به خرید تکنولوژی خارجی یا سایر روش‌های تعاملی با شرکت‌های خارجی کنند. از این رو، با ادبیات تحقیق سازگاری دارد.

به علاوه، نتایج نشان داد شاخص فعالیت بازار سهام تاثیر مثبت و کوچک و معنی‌داری بر حاکمیت شرکتی و حمایت از سرمایه‌گذاران خرد در کشورهای درحال توسعه دارد. از آن‌جا که توسعه بازار سهام به معنی تنوع شیوه‌های تامین مالی و بهبود نقدینگی برای شرکت‌ها است و همچنین با توجه به نهادهای نظارتی بازار سرمایه، شرکت‌ها به سمت بهبود استانداردهای حاکمیت شرکتی ملزم و تشویق خواهند شد. البته کوچک بودن ضریب برآوردی با توجه به ساختار بازار سرمایه در کشورهای درحال توسعه بویژه نقش پررنگ دولت و عمق کم بازار سرمایه در این کشورها، با ادبیات تحقیق سازگاری دارد.

در نهایت، مدل اقتصاد سیاسی دولت مولفه دیگری است که نقش مهم در حمایت از سرمایه‌گذاران ایفا می‌کند. مداخله دولت در اقتصاد از طریق مخارج دولت بسته به نوع عملکرد، می‌تواند تأثیرگذاری کارا یا ناکارا داشته باشد. بدین ترتیب که اگر افزایش مخارج دولتی از نوع مولد باشند از قبیل تعیین حقوق مالکیت و ایجاد زیرساخت‌ها که افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری خصوصی را در پی دارند، در نتیجه رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران نیز تنظیم شود و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارتقاء یابد. اما نتایج هر دو الگوی برآوردی نشان داد که مداخله دولت در اقتصادهای درحال توسعه، تاثیر منفی و معنی‌دار بر حاکمیت شرکتی این کشورها دارد. این نتیجه با توجه به ساختار و حجم فعالیت‌های دولت در اقتصادهای درحال توسعه، سازگاری دارد.

گفتنی است نتایج آزمون‌های سارگن و خودهمبستگی  $AR(1)$  و  $AR(2)$  در هر دو الگوی برآوردی با توجه به سطوح احتمال محاسبه‌شده، حاکی از سازگاری تخمین‌زننده GMM سیستمی و اعتبار برآوردهای انجام شده است. لازم به ذکر است به منظور بررسی استحکام یافته‌های تحقیق، الگوهای رگرسیونی با استفاده از روش اثرات ثابت (FE) نیز برآورد شده‌اند (جدول ۵). همان‌طور

که مشهود است تاثیر هر یک از متغیرهای اصلی تحقیق (مولفه‌های رقابت بین‌الملل و سرمایه انسانی) بر حمایت از سرمایه‌گذاران خرد در این روش نیز مورد تایید قرار گرفت (جدول ۵).

جدول ۵: برآورد الگوهای رگرسیونی با استفاده از اثرات ثابت (FE)

مدل دوم (باز بودن تجاری و حمایت از سرمایه‌گذاران خرد)			مدل اول (باز بودن مالی و حمایت از سرمایه‌گذاران خرد)			نام متغیر
Prob.	آماره t (SE)*	مقدار ضریب	Prob.	آماره t (SE)*	مقدار ضریب	
۰/۰۰۰	۱۰/۸۱۹ (۰/۰۷۸) <sup>o</sup>	۰/۸۵۰	۰/۰۰۰	۱۱/۹۱۴ (۰/۰۷۲) <sup>o</sup>	۰/۸۶۳	AR(1)
---	---	---	۰/۰۰۰۲	۳/۸۴۲ (۰/۰۵۴)	۰/۲۰۹	باز بودن مالی
۰/۰۰۰	۵/۲۶۱ (۰/۵۴۴)	۲/۸۶۳	---	---	---	باز بودن تجاری
۰/۰۰۳۴	۲/۹۸۳ (۰/۵۱۶)	۱/۵۴۱	۰/۰۰۳۱	۳/۰۱۳ (۰/۴۵۰)	۱/۳۵۶	سرمایه انسانی
۰/۵۷۶	۰/۵۶۰ (۰/۰۵۱)	۰/۰۲۹	۰/۶۷۵	۰/۴۲۰ (۰/۱۳۰)	۰/۰۵۴۶	مخارج تحقیق و توسعه داخلی
۰/۰۴۲۷	۲/۰۵۱ (۰/۰۴۰)	۰/۰۸۳	۰/۰۸۱۰	۱/۷۶۲ (۰/۰۸۰)	۰/۱۴۱	فعالیت بازار سهام
۰/۰۷۵۹	-۱/۷۹۳ (۰/۲۴۲)	-۰/۴۳۵	۰/۱۶۲	-۱/۴۰۷ (۰/۱۸۷)	-۰/۲۶۴	اندازه دولت
۱۰/۱۶۴۲ (۰/۰۰۰)			۸۸/۲۱۲ (۰/۰۰۰)			آماره هاسمن (احتمال)
۰/۸۲۷			۰/۷۷۶			R <sup>2</sup>
۲/۰۴۴			۲/۰۳۶			D.W

\* اعداد داخل پرانتز بیانگر انحراف معیار (SE) هستند.

منبع: یافته‌های پژوهش

## ۶- بحث و نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف مقاله حاضر بررسی تاثیر درجه باز بودن اقتصادی (مالی و تجاری) و سرمایه انسانی بر حمایت از سرمایه‌گذاران خرد در کشورهای درحال توسعه با استفاده از روش پانل پویا (GMM)

طی دوره زمانی ۲۰۲۱-۲۰۱۴ است. نتایج الگوهای برآورد نشان دادند مولفه‌های رقابت بین‌المللی یعنی درجه باز بودن تجاری و تسهیل ورود و خروج سرمایه به انطباق بیش‌تر استانداردهای حاکمیت شرکتی در کشورهای درحال توسعه کمک می‌کند. البته اثر درجه باز بودن تجاری قوی‌تر است. به عبارت دیگر، می‌توان استدلال کرد قرارگرفتن مستقیم یا غیر مستقیم در بازارهای خارجی، تحلیل هزینه-فایده شرکت‌ها را به نفع سرمایه‌گذاران و بهبود استانداردهای حاکمیت شرکتی تغییر می‌دهد. یعنی، سیستم‌های حاکمیت شرکتی داخلی تحت تأثیر مقیاس جهانی‌سازی و رقابت خارجی قرار دارند و حاکمیت شرکتی خوب را می‌توان صادرات<sup>۱</sup> کرد. این نتیجه با یافته‌های چن و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۲) و چانگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۲) مطابقت دارد. همچنین نتایج نشان داد کیفیت سرمایه انسانی به عنوان عامل مهم مزیت رقابتی شرکت‌ها، سبب بهبود استانداردهای حاکمیت شرکتی داخلی می‌شود. زیرا استراتژی رواج سرمایه انسانی تخصصی منجر به سوق دادن شرکت به سمت تریببات نهادی جدید و تقویت سلسله مراتب افقی شده، به طوری که به عنوان عامل تعدیل‌کننده برای هم‌سویی منافع بین مدیران و ذی‌نفعان عمل می‌کند. این نتیجه با یافته‌های لاجیلی و همکاران (۲۰۲۰) مطابقت دارد. مخارج تحقیق و توسعه داخلی، تاثیر مثبت کوچک بر کیفیت حاکمیت شرکتی کشورهای درحال توسعه دارد. البته ضریب برآوردی معنی‌دار نیست، اما با توجه به این که مخارج تحقیق و توسعه نوعی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها محسوب شده که بهره‌وری کل عوامل را بهبود بخشیده است و ارتقای ارزش بازار را در پی دارد، بنابراین مورد توجه مدیران شرکت‌ها قرار دارد. این نتیجه با یافته‌های ژیا و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۹) مطابقت دارد. توسعه بازار سرمایه در کشورهای درحال توسعه مولفه دیگر است که به طور معنی‌دار استانداردهای حاکمیت شرکتی داخلی را بهبود می‌بخشد. زیرا از یک سو، دستیابی شرکت‌ها به ابزارهای متنوع تامین مالی بلندمدت و تسهیم ریسک منجر به توزیع کارا تر منابع در سطح بنگاه‌ها و اجتناب از مدیریت سود شده و از سوی دیگر به دلیل

---

1. Export

2. Chen et al.

3. Chung et al.

4. Jia et al.

توجه به سیستم نظارتی و افشای اطلاعاتی در بازار سرمایه، در نتیجه مسئله نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران خرد کاهش می‌یابد. این نتیجه با یافته‌های حق و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) مطابقت دارد. سرانجام، مداخله دولت در اقتصاد نقش مهم در حمایت از سرمایه‌گذاران ایفا می‌کند که بسته به نوع عملکرد، می‌تواند تأثیرگذاری کارا یا ناکارا داشته باشد. چنانچه سهم مخارج دولتی از نوع مولد مانند تعیین حقوق مالکیت و ایجاد زیرساخت‌ها که افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری خصوصی را در پی دارد، افزایش یابد، سبب می‌شود تا انگیزه شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری خصوصی افزایش یابد. بدین ترتیب، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران نیز تنظیم شده و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارتقاء می‌یابد. اما در این مطالعه، ضریب برآوردی اندازه دولت بر حمایت از سرمایه‌گذاران خرد، منفی و معنی‌دار بوده که با توجه به واقعیت ساختار و ترکیب فعالیت دولت در اقتصادهای در حال توسعه، سازگار بوده و با یافته‌های بوریسوا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) و پیوسن<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) مطابقت دارد.

در مجموع، با توجه به نتایج بدست آمده، گسترش روابط تجاری و تسهیل ورود و خروج سرمایه، این کشورها را برای سرمایه‌گذاران خارجی جذاب‌تر کرده و بدین ترتیب، شرکت‌های داخلی برای رقابت با شرکت‌های خارجی به سمت ارتقای استانداردهای حاکمیت شرکتی و حمایت از سرمایه‌گذاران تشویق می‌شوند. به عبارت دیگر، سیستم‌های حاکمیت شرکتی داخلی تحت تأثیر مقیاس جهانی‌سازی و رقابت خارجی قرار دارند. نکته قابل توجه آن است که قرار گرفتن در معرض رقابت بین‌المللی، هر چند مزایایی برای شرکت‌های محلی دارد و استانداردهای حاکمیت شرکتی را بهبود می‌بخشد اما ممکن است چالش‌هایی برای کشورهای در حال توسعه ایجاد کند که باید از طریق چارچوب‌های نظارتی قوی مورد توجه قرار گیرند. زیرا با تسهیل ورود و خروج سرمایه و گسترش روابط تجاری، مدیران ممکن است منافع کوتاه‌مدت را بر پایداری بلندمدت اولویت دهند.

1. Haque et al.

2. Borisova et al.

3. Pevcin

از سوی دیگر، مکانیزم‌های نظارتی ضعیف در کشورهای در حال توسعه ممکن است نتواند با پیچیدگی‌های بازارهای بین‌المللی همگام شود و امکان سوء رفتار مدیران شرکت‌ها و کاهش کیفیت حاکمیت را فراهم کند. بررسی این چالش‌ها می‌تواند برای تحقیقات آتی مورد استفاده قرار گیرد. همچنین نقش کیفیت سرمایه انسانی (سرمایه‌گذاری نیروی انسانی) در انتقال اثرات سرریز حاکمیت شرکتی و به عنوان عامل تعدیل‌کننده برای هم‌سویی منافع بین مدیران و ذی‌نفعان انکارناپذیر است که این نتیجه از سیاست‌های استراتژیک مدیریت منابع انسانی در سطوح بین‌المللی حمایت می‌کند. علاوه بر آن، دولت‌ها بایستی در راستای حمایت از سرمایه‌گذاران خرد، محیط بازار سهام را با زیرساخت‌های نهادی قوی بهبود بخشند تا از این طریق، اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی را افزایش داده و انگیزه‌های لازم برای افزایش سرمایه‌گذاری‌های فرامرزی در اقتصادهای میزبان را فراهم کنند.

## References

- Adeel-Farooq, R. M., Bakar, N. A., & Raji, J. O. (2017). Trade Openness, Financial Liberalization and Economic Growth: The Case of Pakistan and India. *South Asian Journal of Business Studies*, 6(3), 229-246.
- Agyei, S.K., Obuobi, N.K., Isshaq, M. Z., Abeka, M.J. , Gatsi, J.G. , Boateng, E., & Amoah, E.K. (2022). Country-Level Corporate Governance and Foreign Portfolio Investments in Sub-Saharan Africa: The Moderating Role of Institutional Quality. *Cogent Economics and Finance*, 10(1), 1-23.
- Agyemang, O.S., Gbettey, C., Gatsi, J. G. & Acquah, S. K. (2019). Country-Level Corporate Governance and Foreign Direct Investment in Africa, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(5), 1133-1152.
- Ahmadi, A.M. & Hozar Moghadam, N. (2013). Impact of Trade Liberalization on HDI in Developed Country. *Journal of Strategic Studies of Public Policy*, 4(11), 109-134. (In Persian).
- Alsubaie, A. N. (2012, December). The Influence of Foreign Direct Investment on Corporate-Governance Practices: A Conceptual Framework. *International Conference on Arts, Economics and Literature (ICAEL)*, Singapore, 14-15.
- Ananchotikul, N. (2008). Does Foreign Direct Investment Really Improve Corporate Governance? Evidence from Thailand. *Working Papers No. 2008-09: Monetary Policy Group, Bank of Thailand*.



- Appiah-Kubi, S.N.K.; Malec, K., Mansoor, M., Kutin, S.B., Panavoka, L., Phiri, J. & Zaganjori, O. (2020). The Impact of Corporate Governance Structures on Foreign Direct Investment: A Case Study of West African Countries. *Sustainability*, **12**, 15-37.
- Asamoah, M. E., Adjasi, C. & Alhasan, A.L. (2016). Macroeconomic Uncertainty, Foreign Direct Investment and Institutional Quality: Evidence from Sub-Saharan Africa. *Economic Systems*, **40**(4), 612-621.
- Bae, K.H., Ozoguz, A., Tan H., & Wirjanto T. (2012). Do Foreigners Facilitate Information Transmission in Emerging Markets?. *Journal of Financial Economics*, **105**(1), 209-227.
- Bandiera, O., Andrea, P., Sadun, R., & Wulf, J. M. (2014). Span of Control and Span of Attention. *Working Paper No. 12-053: Harvard Business School Strategy Unit, Columbia Business School Research Paper No. 14-22*.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2011). Financial Openness and Productivity. *World Development*, **39**(1), 1-19.
- Borisova, G., Paul Brockman, P., Salas, M. J., & Zagorchev, A. (2012). Government Ownership and Corporate Governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking and Finance*, **36**(11), 2917-2934.
- Carati, G. & Tourani Rad, A. (2000), Convergence of Corporate Systems, *Managerial Finance*, **26**(10), 66-73.
- Chen, Y., J. Huang, X. Li, & Q. Yuan. (2022). Does Stock Market Liberalization Improve Stock Price Efficiency? Evidence from China. *Journal of Business Finance Accounting*, **49** (7-8): 1175-1210.
- Chung, C. Y., H. Kim, & K. Wang. (2022). Do Domestic or Foreign Institutional Investors Matter? The Case of Firm Information Asymmetry in Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*, **72**: 101727.
- Erdal, L., & Göçer, I. (2015). The Effects of Foreign Direct Investment on R&D and Innovations: Panel Data Analysis for Developing Asian Countries. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, **195**, 749-758.
- García-Castro, R., Ariño, M., Rodriguez, M., & Ayuso, S. (2008). Cross-National Study of Corporate Governance and Employment Contracts. *Business Ethics*, **17**(3), 259-284.
- Han, M., Ding, A., & Zhang, S. (2022). Foreign Ownership and Earnings Management. *International Review of Economics and Finance*, **80**, 114-133.
- Haque, F., Arun, T., & Kirkpatrick, C. (2008). Corporate Governance and Capital Markets: A Conceptual Framework. *Corporate Ownership and Control*, **5**(2), 264-276.

- Jia, N., Huang, K. G. & Zhang, C. M. (2019). Public Governance, Corporate Governance, and Firm Innovation: An Examination of State Owned Enterprise. *Academy of Management Journal*, **62**(1), 220-247.
- Kar, M., Peker, O. & Kaplan, M. (2008). Trade Liberalization, Financial Development and Economic Growth in the Long Term: The Case of Turkey. *South East European Journal of Economics and Business*, **3**(2), 25-38.
- Lajili, K., Yu-Hsin Lin, L., & Rostamkalaei, A. (2020). Corporate Governance, Human Capital Resources, and Firm Performance: Exploring the Missing Links. *Journal of General Management*, **45**(4).
- Lee, H., Staats, J.L. & Biglaiser, G. (2012). The Importance of Legal Systems for Portfolio Investment in the Developing world. *International Area Studies Review*, **15**(4): 339-358.
- Lien, Y.C., Piess, J., Strange, R., & Filatotchev, I. (2005). The Role of Corporate Governance in FDI Decisions: Evidence from Taiwan, *International Business Review*, **14**(6): 739-763.
- Pevcin, P. (2020). Government Size and Quality of Governance: Does State Size Matter. *International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research*, **13**(3): 7-14.
- Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, **57**(3): 1147-1170.
- Riley, S. M., Michael, S. C., & Mahoney, J. T. (2017). Human Capital Matters: Market Valuation of Firm Investments in Training and the Role of Complementary Assets. *Strategic Management Journal*, **38**(9), 1895-1914.
- Romero, F.T. & Araujo, F. E. (2022). The Influence of Corporate Governance Characteristics on Human Capital Disclosure: The Moderating Role of Managerial Ownership. *Journal of Intellectual Capital*, **23**(2), 324-374.
- Saha, S., Sadekin, N. & Saha, S.K. (2022). Effects of Institutional Quality on Foreign Direct Investment Inflow in Lower-Middle Income Countries, *Heliyon*, **8**, 108-128.
- Shabbir, M. F., Xin, Y. & Hafeez, S. (2020). Corporate Governance and Firm Efficiency: an Application of Internet Companies of China, Emerging Markets Finance and Trade. *Taylor & Francis Journals*, **56**(12), 2874-2890.
- Su, Z. X., Wright, P. M., & Ulrich, M. D. (2018). Going Beyond the Shrm Paradigm: Examining Four Approaches to Governing Employees. *Journal of Management*, **44**(4), 1598-1619.
- Tayebi, S. K., Pourshahabi, F., KhaniZadeh Amiri, M., & Kazemi, E. (2013). The Effects of the Foreign Direct Investment and Openness on the Domestic Investment and Economic Growth: Case Study of 10 Asian Developing Countries. *Journal of Economic Research and Policies*, **21**(67), 131-152. (In Persian).

- Wang, H. C., He, J., & Mahoney, J. T. (2009). Firm-Specific Knowledge Resources and Competitive Advantage: The Roles of Economic- and Relationship-Based Employee Governance Mechanisms. *Strategic Management Journal*, **30**, 1265-1285.
- Yoon, A. (2017). The Role of Private Disclosures in Markets with Weak Institutions: Evidence from Market Liberalization in China. *The Accounting Review*, **96**(4), 433-455.
- Zhang, L., Li, Zh., Liao, Y., Wang, Y. & Ning Hu, N. (2023). Foreign Investment and Information Quality-A Quasi-Experiment from China. *International Review of Financial Analysis*, **90**, 102796.