

بررسی آثار آزادسازی تجاری بر توسعه مالی در گروه کشورهای در حال توسعه منتخب با استفاده از داده‌های تابلویی (1990 تا 2008)

محمد جواد رزمی*

استادیار دانشکده علوم اداری و اقتصادی

دانشگاه فردوسی مشهد

سید مهدی مصطفوی

استادیار دانشکده علوم اداری و اقتصادی

دانشگاه فردوسی مشهد

محدثه محمودی

کارشناس ارشد علوم اقتصادی

چکیده

رشد اقتصادی یکی از مهم‌ترین اهداف هر کشور به حساب می‌آید و همواره مورد توجه برنامه‌ریزان و سیاستگذاران قرار دارد. در این راستا در سال‌های اخیر بررسی ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار بوده و مطالعات وسیعی در این زمینه شکل گرفته است. از طرفی توسعه مالی خود معلول عواملی هم‌چون آزادسازی تجاری می‌باشد. دیدگاه معمول این است که آزادسازی تجاری با هدایت اوراق به سمت کاراترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری منجر به توسعه بازارهای مالی می‌شود. اما در این زمینه نظریه‌های مخالف قابل توجهی نیز وجود دارد که اعتقاد دارند توسعه تجارت موجب محدودیت برای بخش مالی اقتصاد می‌گردد.

این مطالعه سعی دارد این موضوع را با استفاده از داده‌های سالانه و در دوره زمانی 1990-2008 و نیز با استفاده از داده‌های تابلویی برای گروهی از کشورهای در حال توسعه که دارای سیستم مالی مشابهی هستند

(mjrazmi@um.ac.ir)

(* - نویسنده مسئول)

تاریخ پذیرش: 1391/9/6

تاریخ دریافت: 1390/11/19

(با توجه به شاخص‌های توسعه مالی)، بررسی کند. نتایج نشان می‌دهد که اتخاذ سیاست آزادسازی تجاری، برای دستیابی به توسعه مالی، لااقل در مراحل اولیه مناسب نمی‌باشد. لذا از این سیاست برای دستیابی به این هدف بهتر است استفاده نشود بلکه باید به افزایش درآمد و در نتیجه به رشد اقتصادی کشور بیش از پیش توجه نمود.

واژه‌های کلیدی: توسعه مالی، بازبودن تجاری، بازارهای مالی، شاخص کارایی توسعه مالی، داده‌های تابلویی.

طبقه بندی G0,G10,F10:JEL

The Impact of Trade Openness on Financial Development for selected Developing Countries during the Period 1990-2008

Mohammad Javad Razmi
Assistant Professor of Ferdowsi
University of Mashhad
Seyed Mahdi Mostafavi
Assistant Professor of Ferdowsi
University of Mashhad
Mohadese Mahmoodi
M.A. in Economics, Ferdowsi
University of Mashhad

Abstract

Economic growth is one of the goals any country that always been considered by policy makers and planners. In recent years researching the relationship between financial development and economic growth is of particular importance and intensive studies have been performed in this field. On the other hand, financial development is caused by a factor, such as trade liberalization. The usual view is that, trade liberalization with led securities to the efficient investment opportunities will lead to financial market development. But there is a different opinion about this theory they believe trade development is limited to financial economics.

In this regard, this study tries to investigate by using panel data for the group of developing countries that their financial system is the same (The indicators of financial development).

The results of this study show that trade openness policies for financial development that now is a major economy of the countries, is not appropriate, at least in the early stages.

Key words: Financial Development, Trade Openness, Financial Markets, Panel Data

JEL: G0, G10, F10

1. مقدمه

بازارهای مالی نقش قابل توجهی در رشد اقتصادی پایدار دارند. بازار مالی توسعه یافته از یک سو با ارتقاء تخصیص کارا تر منابع، ترغیب انباشت سریع تر سرمایه فیزیکی و انسانی و پیشرفت های فنی و کاهش هزینه های معاملاتی، اطلاعاتی و نظارتی، باعث افزایش رشد می شود. از سوی دیگر خود بازار مالی تحت تأثیر فعل و انفعالات و سیاست های اقتصادی می باشد و متغیرهای اقتصادی هر یک به نوبه خود می توانند نقش قابل توجهی بر توسعه مالی داشته باشند. از جمله عواملی که در سال های اخیر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته، بررسی تأثیری است که تجارت می تواند بر بازارهای مالی داشته باشد. نکته مهمی که بررسی این موضوع را کمی سخت می کند وجود دو دیدگاه رقیب در این زمینه است. برخی از اقتصاددانان بر این باورند که افزایش تجارت در یک کشور موجب افزایش نیاز صنایع و بنگاه های آن کشور به منابع مالی خارج از آن بنگاه ها و صنایع می گردد و این موضوع می تواند موجب تعمیق بیشتر سیستم مالی آن کشور شود. برخی دیگر از اقتصاددانان معتقدند که باز شدن تجارت در برخی کشورها به خصوص کشورهای در حال توسعه به علت عدم توسعه مالی در این کشورها، تقاضا برای خدمات مالی کشورهای خارجی را افزایش می دهد و این امر موجب محدود شدن بخش مالی داخلی کشور می گردد.

در این مطالعه به بررسی تأثیر توسعه تجارت بر توسعه مالی در گستره کشورهای در حال توسعه منتخب در بازه زمانی 1990 تا 2008 و با استفاده از روش داده های تابلویی پرداخته می شود. این مقاله در پنج بخش تنظیم شده است. در بخش دوم مروری بر بازارهای مالی انجام می گیرد. در بخش سوم ادبیات موضوع بیان می شود. بخش چهارم به تجزیه و تحلیل و برآورد مدل اختصاص دارد و در بخش ششم نتیجه گیری ارائه می شود.

2. مروری بر بازارهای مالی

همان طور که عنوان شد بازارهای مالی نقش قابل توجهی در رشد اقتصادی پایدار دارند. بازارهای مالی توسعه یافته از یک سو باعث افزایش رشد می‌شوند و از سوی دیگر خود بازار مالی تحت تأثیر فعل و انفعالات و سیاست‌های اقتصادی می‌باشد و متغیرهای اقتصادی هر یک به نوبه ی خود می‌توانند نقش قابل توجهی بر توسعه ی مالی داشته باشند. لذا برای بررسی مباحث ارائه شده در این بخش ابتدا تعریفی مختصر از بازارهای مالی ارائه می‌شود. سپس مفهوم توسعه مالی و شاخص‌های آن بیان می‌گردد و در پایان مباحث مربوط به تجارت و بازارهای مالی ارائه می‌شوند.

2-1. بازارهای مالی

بازارهای مالی مکان‌هایی هستند که در آنها بدهی‌ها و دارایی‌های مالی مبادله می‌شوند. این بازارها کانال‌هایی برای تخصیص پس‌انداز به سرمایه‌گذاری ارائه می‌دهند. بازارهای مالی همواره در پاسخ به تغییرات تقاضا از توسعه تغییرات فنی و عمومی و نیز تغییرات قوانین و مقررات، تغییر می‌کنند. (Gart, 1988).

بازارهای مالی به دو دسته تقسیم می‌شوند: بازار پول و بازار سرمایه. بازار پول مکانی است که در آن قرض دهندگان و قرض گیرندگان و جوزه (احتیاطی) کوتاه مدتشان را مبادله می‌کنند؛ پس شامل عرضه و تقاضا برای پول است و از تلاقی عرضه و تقاضا برای پول مقدار پول مورد تقاضا و نرخ بهره تعادلی (به عنوان قیمت پول) را تعیین می‌کند. بازار سرمایه یک بازار مالی است که در آن سهام یا اوراق قرضه‌هایی داد و ستد می‌شود که تاریخ سررسید آنها بیشتر از یک سال است. از محل تلاقی عرضه و تقاضای اوراق بهادار مقدار مورد مبادله و قیمت متوسط تعادلی آنها (به طور شاخص) تعیین می‌شود (Akhavi, 2001). لذا به طور قرار دادی اوراقی که سررسید آنها کمتر از یک سال است به عنوان ابزار بازار پول و اوراقی که سررسید آنها بیش از یک سال است به عنوان ابزار بازار سرمایه مورد توجه هستند. ابزارهای بازار پول، به خاطر سررسید کوتاه‌شان نوسانات قیمتی کمتری تحمل می‌کنند در حالیکه ابزار بازار سرمایه نوسانات قیمتی بیش‌تری دارند و به عنوان سرمایه‌گذاری با ریسک مطرح می‌شوند. بنابراین، بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت مالی از قبیل سرمایه‌گذاری در خانه‌ها، مدارس، بزرگراه‌ها، مراکز خرید، طرح‌های صنعتی و ساختمان‌های اداری طراحی شده‌اند (Gart 1988).

میشکین (Mishkin 1999) بازار دارایی‌های خارجی را نیز به آن دو می‌افزاید و معتقد است

نرخ ارز اگر توسط بازار و خارج از مداخله دولت تعیین گردد، در بازار دارایی‌های خارجی و با توجه به میزان عرضه و تقاضای ارز تعیین می‌شود.

2-2. توسعه مالی و شاخص‌های توسعه مالی

توسعه مالی مجموعه عوامل، سیاست‌ها و نهادهایی است که منجر به دسترسی عمیق و وسیع به سرمایه و خدمات مالی می‌شود. در مقابل توسعه مالی که منجر به کارایی نظام مالی می‌شود، می‌توان به پدیده‌ی سرکوب مالی اشاره کرد. سرکوب مالی¹، به مجموعه مداخله‌های دولت در بازارهای مالی از طریق تعیین سقف نرخ سود سپرده‌های بانکی، نرخ‌های بالای ذخایر قانونی، دخالت در نحوه توزیع اعتبارات بانکی، اجرای برنامه‌های اعتباری هدایت شده و مانند این که مانع فعالیت‌های واسطه‌های مالی می‌شوند، اطلاق می‌گردد (Komejani 2007).

توسعه مالی هنگامی وجود دارد که ابزارها، بازارها و واسطه‌های مالی آثار ترکیب هزینه کسب اطلاعات، اجرای طرح‌ها و مبادله محصولات را کاهش می‌دهند، اما لزوماً آن‌ها را حذف نمی‌کنند. انتظار می‌رود توسعه مالی با خلق و گسترش نقدینگی، تحرک پس اندازها، افزایش تشکیل سرمایه و ارتقای کارآفرینان، کارایی کل اقتصاد را افزایش دهد (Vaez 2011).

در بیش از سه دهه اخیر بسیاری از کشورهای در حال توسعه اقدام به آزادسازی بازارهای مالی خود نموده‌اند. هدف از این سیاست تحرک بخشیدن به پس انداز داخلی، جذب سرمایه خارجی و بهبود کارایی استفاده از منابع مالی بوده است. آزادسازی مالی می‌تواند با توسعه سیستم مالی و یا بحران‌های مالی همراه باشد. از طرف دیگر بعضی از اقتصاددانان مانند استیگلیتز معتقدند با توجه به اینکه نقص در بازارهای مالی بین المللی نسبت به بازارهای مالی داخلی بیشتر است، آزادسازی مالی می‌تواند بسیار پر هزینه باشد. بنابراین، بعضی اقتصاددانان به کشورها توصیه می‌کنند که بسیار با احتیاط به مقررات زدایی بازارهای مالی خود اقدام کنند و اگر بازارهای مالی آنها پیش از این باز بوده به آنها توصیه می‌کنند که کنترل‌های مطمئنی برای حرکت سرمایه وضع کنند (Boromand 2012).

1 . Financial Repression

از زمان مطرح شدن مباحث مربوط به توسعه مالی، اقتصاددانان مالی سعی در تبیین معیارهایی برای سنجش آن داشته اند؛ از جمله معیارهایی که نخست معرفی شدند، می توان به نرخ بهره و نسبت پولی شدن اقتصاد اشاره کرد (Nazifi 2004). اما نتایج مطالعات نشان دادند که این شاخص ها نمی توانند معیارهای خوبی برای بیان توسعه مالی باشند. اما اخیراً شاخص های متنوع و نسبتاً مناسب تری برای اندازه گیری توسعه مالی مطرح شده اند که در زیر به آنها اشاره می شود.

2-2-1. شاخص ابزاری توسعه مالی

یکی از شاخص هایی که در ارتباط با توسعه مالی مورد بررسی قرار گرفته، میزان ابزارهای پرداخت جایگزین پول در روابط اقتصادی است. اگر فرض شود میزان پولی که در دست افراد است، بیشتر به منظور تسهیل مبادلات مستقیم مورد تقاضا قرار می گیرد (تقاضای معاملاتی و احتیاطی)، لذا می توان نسبت مقدار این متغیر به حجم پول را به عنوان شاخص ابزاری توسعه مالی در نظر گرفت، زیرا این مقدار که ناشی از به کارگیری کارت های اعتباری و سپرده های جاری است به عنوان شاخصی از نقش ابزاری سیستم بانکی در تسهیل مبادلات اقتصادی مطرح می شود (Heshmati 2004).

2-2-2. شاخص ژرفای توسعه مالی:

نسبت بدهی های نقدی به تولید ناخالص داخلی ناشی از عمق و ژرفای مالی در یک اقتصاد است (Mc. Kinnon 1973). بدهی های نقدی (M_3) شامل اسکناس و مسکوک خارج از سیستم بانکی، سپرده های دیداری و سایر بدهی های بهره دار بانک ها و واسطه های مالی غیر بانکی است و زمانی که توسعه مالی مورد تعمیق قرار می گیرد، این شاخص نیز در سطوح بالاتری محاسبه می شود. لازم به ذکر است که در اقتصادهایی مثل ایران که (M_3) محاسبه نمی شود، می توان از تعریف (M_2) که شامل اسکناس و مسکوک و سپرده های دیداری و مدت دار است، استفاده نمود (Heshmati, 2004, Komeijani, 2008, Levin, 1997).

2-2-3. شاخص بنیانی توسعه مالی

معمولاً عملیات اعتباری از طریق بانک های تجاری تحقق می پذیرد، لذا نقش بنیانی بانک های

تجاری در مقایسه با سایر بانک‌ها و موسسات سرمایه‌گذار، می‌تواند توسعه مالی بانکداری را در یک سیستم اقتصادی نشان دهد. این شاخص بر اساس نسبت دارایی‌های بانک‌های تجاری به کل دارایی‌های بانک‌ها و بانک مرکزی محاسبه می‌شود.

2-2-4. شاخص ساختاری توسعه مالی

این شاخص با تأکید بر چگونگی ساختار توزیع اعتبارات و تسهیلات بانکی به شرکت‌ها و سازمان‌های دولتی و بخش غیر مالی خصوصی، طراحی شده است و به همین علت آن را شاخص ساختاری نامیده‌اند. روشن است هر چه نسبت مطالبات سیستم بانکی از بخش خصوصی به کل اعتبارات سیستم بانکی از سطح بالاتری برخوردار باشد، می‌توان نقش فراگیر بخش خصوصی را در جذب بیشتر این اعتبارات و تسهیلات، به عنوان توسعه ساختاری مالی بانکی در نظر گرفت (Heshmati, 2004 & Levin, 1997)

2-2-5. شاخص کارآیی توسعه مالی

اگر سهم بدهی بخش خصوصی به سیستم بانکی نسبت به تولید ناخالص داخلی مورد بررسی قرار گیرد، این شاخص می‌تواند تا حد زیادی کارایی سیستم بانکی را در به کارگیری امکانات بخش خصوصی در ارتباط با رشد اقتصادی بیان نماید. بدیهی است که هر چه اعتبارات دریافتی بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی از روندی فزاینده برخوردار باشد، نشان دهنده‌ی نقش فعال بخش خصوصی (با استفاده از سیستم بانکی) خواهد بود.

1. بررسی ادبیات مربوط به توسعه تجارت و توسعه مالی

موضوع ارتباط بین توسعه تجارت و توسعه مالی تنها در سال‌های اخیر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است و به جز موارد بسیار معدودی (مانند مطالعه Kletzer, 1987) که بررسی‌هایی در این زمینه داشته‌اند، اقتصاددانان این موضوع را در هر دو بعد نظری و تجربی از سال 2002 و به ویژه سال 2004 مورد بررسی قرار داده‌اند.

کلتزر (Kletzer 1987) به طرح این مسأله پرداخته که حتی با وجود فراوانی عوامل تولید و فناوری یکسان در بین کشورها، مزیت نسبی آنها ممکن است به دلیل ناقص بودن بازار اعتبار

جهان متفاوت باشد. آنها نشان دادند کشورهایی که به طور نسبی از بخش مالی توسعه یافته تری برخوردارند، دارای یک مزیت نسبی در صنایع و بخش هایی هستند که به بخش مالی و تأمین مالی از منابع خارج از بنگاه اتکا دارند.

اسوالرید (Svaleryd 2005) بر پایه ادبیاتی که در رابطه با ارتباط متقابل سیاست های کاهش ریسک و سیاست تجاری پیشنهاد شده بود، به بررسی ارتباط میان باز شدن تجاری و توسعه مالی پرداختند. آنها در ابتدا بیشتر به تأثیر توسعه مالی بر سیاست های تجاری به منظور باز شدن تجاری می پردازند. بر مبنای نظریه سوارد و ولاچنز، محدودیت های تجاری توسط ملاحظات بیمه ای می تواند در صورت نبود کامل تنوع ریسک افزایش یابد. آنها معتقدند که توسعه مؤسسات، تنوع بخشیدن به ریسک و به طور کلی بازارهای مالی می تواند به کاهش موانع تجاری منتهی شود. نتایج به دست آمده دلالت بر وجود یک ارتباط مثبت و معنادار دو طرفه میان توسعه مالی و سیاست های آزادسازی تجاری دارد.

بک (Beck 2002) در مقاله ای جامع با عنوان «توسعه مالی و تجارت بین الملل: آیا رابطه ای وجود دارد؟» به بیان نظریه ی خویش می پردازد. تأکید او بر وجود این ارتباط در صنایع می باشد. بک بیان می کند که تأکید مدل نظری بر نقش واسطه های مالی در آسان سازی پروژه های با مقیاس بزرگ و بازگشت بالا نشان می دهد که اقتصادهایی با بخش های مالی بهتر توسعه یافته دارای مزیت نسبی در صنایع ساخت هستند.

نتایج تجربی این تحقیق دلالت بر اثر مثبت معنادار اعتبارات خصوصی بر نسبت صادرات کالاهای کارخانه ای به کل صادرات دارد. این در حالی است که این اثر بر نسبت واردات کالاهای کارخانه ای به کل واردات بی معنی می باشد.

لا و دیمتریادس (Law & Demetriades 2006) به کمک روش داده های مقطعی و داده های تابلویی و با معرفی الگوی زیر به بررسی ارتباط میان توسعه مالی، باز بودن تجاری و ورود سرمایه در 43 کشور در حال توسعه طی سال های 1980-2000 پرداختند:

$$FD = f(RGDP, R, INS, CIF, TO, CIF \times TO)$$

در این الگو FD شاخص توسعه مالی، RGDP تولید ناخالص داخلی واقعی سرانه، R نرخ بهره واقعی، INS شاخص نهادی، CIF ورود سرمایه و TO شاخص باز بودن تجاری است. نتایج نشان می دهند، توسعه مالی در هر دو حالت باز شدن تجاری و جریان ورود سرمایه بهبود

می‌یابد. هم‌چنین این نتایج با شاخص‌های مختلف توسعه مالی (اعم از شاخص‌های بانکی و بازار سرمایه) و شاخص‌های باز بودن تجاری و مالی و هم‌چنین بهره‌گیری از روش‌های مختلف تخمین و انتخاب دوره زمانی مطابقت دارد.

حسن و اسلام (Hassan&Islam 2005) نیز با استفاده از آزمون علیت گرنجری در چارچوب الگوی خود توضیح برداری (VAR) و با لحاظ کردن موضوعات پایایی و هم‌جمعی در میان متغیرها، به بررسی رابطه علت و معلولی میان شاخص‌های توسعه مالی، باز بودن تجاری و رشد اقتصادی در کشور بنگلادش پرداختند. یافته‌ها بیانگر عدم هرگونه ارتباط علت و معلولی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی و هم‌چنین میان باز بودن تجاری و رشد اقتصادی می‌باشد. از طرف دیگر نتایج تحقیق دلالت بر حمایت از وجود یک ارتباط دو طرفه علت و معلولی میان توسعه مالی و باز بودن تجاری دارد و در واقع تأیید هر دو پدیده طرف عرضه و تقاضا از بعد تجارت در این کشور است.

هور و یوهانس (Hur&Yohanes 2006) به بررسی ارتباط میان توسعه مالی، دارایی‌های مشهود و تجارت بین‌الملل پرداختند و این مسأله را که چگونه ارتباط بین سطح توسعه مالی یک کشور و ساختار دارایی بنگاه‌های آن، جریان تجاری صنایع مختلف را تعیین می‌کند، مورد بررسی قرار دادند. هسته اصلی تحقیق بر این اساس بود که بنگاه‌های موجود در یک کشور با بازارهای مالی توسعه نیافته، به دارایی‌های ملموس برای تأمین مالی خارجی خود نیاز دارند. این امر به دلیل وسعت مشکلات انتخاب معکوس و خطرهای اخلاقی بین بنگاه‌های وام‌دهنده و وام‌گیرنده در این کشورها در مقایسه با کشورهای دارای بازارهای مالی به خوبی توسعه یافته است که به افزایش ریسک عدم برگشت وام منجر می‌شود. در واقع نقش دارایی‌های ملموس در کشورهای با بازارهای مالی توسعه نیافته نسبت به کشورهای توسعه یافته برجسته‌تر است. نتیجه می‌گیرد که کشورهایی که به طور نسبی دارای بخش مالی توسعه یافته‌ای هستند از مزیت نسبی در صنایعی که مشخصه اصلی آن‌ها وجود دارایی‌های غیر قابل مشهود است برخوردارند. در مقابل کشورهایی که دارای سطح ضعیف‌تر توسعه مالی هستند دارای مزیت نسبی در صنایعی هستند که مشخصه اصلی آن‌ها وجود دارایی‌های قابل مشهود است.

هانگ و تمپل (Huang&Temple 2005) به منظور بررسی ارتباط میان تجارت خارجی و توسعه مالی به تصریح الگوی زیر پرداختند:

$$\text{Finance} = a + b \log(\text{OPENC}) + f(\text{controls}) + \varepsilon$$

Finance سطح توسعه مالی بر مبنای هر دو حالت شاخص‌های مالی فردی یا کلی برای دوره 2001-1990، OPENC درجه باز بودن کشور و Controls متغیرهای تولید ناخالص داخلی سرانه و متغیرهای مجازی برای مبنای قانونی کشورها می‌باشد. آنها این مطالعه را برای دو گروه کشور با درآمد بالا و با درآمد پایین تخمین زده‌اند. نتایج به کارگیری روش داده‌های مقطعی بیانگر تأثیر مثبت افزایش تجارت بر توسعه مالی بانک محور در کشورهای با درآمد بیشتر و نه در کشورهای با درآمد کمتر است. هم‌چنین استفاده از روش داده‌های تابلویی بر اثر مثبت تجارت بر سطح توسعه مالی در کل نمونه آماری و کشورهای با درآمد کمتر دلالت دارد، اما برای کشورهای با درآمد بالا نتایج داده‌های تابلویی ضعیف‌تر از داده‌های مقطعی کشورها است.

مطالعه بالتاجی و همکاران (Baltagi, et Al. 2009) نیز نشان می‌دهد که باز شدن تجاری و مالی به طور هم‌زمان تأثیر بسیار مثبتی بر توسعه مالی کشورهای دارای اقتصاد بسته نسبی دارد. این امر به این معنی است که باز شدن مالی و تجاری شرط لازم برای توسعه مالی می‌باشد و می‌تواند خبر خوبی برای سیاست‌گذارانی باشد که با محدودیت‌ها و ملاحظات سیاسی (که مانع باز کردن هم‌زمان هر دو حساب‌های تجاری و سرمایه است) رو به رو هستند. هم‌چنین تحقیق آنها نتیجه مطلوب دیگری برای سیاست‌گذاران دارد، به این ترتیب که نهادهای اقتصادی اثر بیشتری بر توسعه بخش بانکی (و نه توسعه بازار سرمایه) نسبت به باز بودن تجاری و مالی دارند.

4. تجزیه و تحلیل و برآورد مدل

بخش حاضر به بررسی تجربی تأثیر توسعه‌ی تجارت بر توسعه‌ی مالی در گستره‌ی کشورهای در حال توسعه منتخب می‌پردازد. بدین منظور ابتدا مدل مورد نظر برای برآورد توسعه‌ی مالی و متغیرهای مناسب برای آن ارائه خواهد شد. در ادامه به توصیف داده‌های مورد استفاده و منابع آنها پرداخته خواهد شد.

مدل مورد استفاده در این تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

$$\log \text{FD}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \log \text{FO}_{it} + \beta_2 \log Y_{it} + \beta_3 \log \text{TO}_{it-1} + \mu_1 \log \text{FD}_{it-1} + \mu_2 \log \text{FD}_{it-2} + \beta_4 (\log \text{FO}_{it-1} \times \log \text{TO}_{it-1}) + \beta_5 \log \text{inf} + U_{it}$$

که در آن:

FD شاخص توسعه مالی، Y درآمد سرانه، TO باز بودن تجاری، FO باز بودن مالی، inf نرخ

نورم و U نیز جمله‌ی اختلال مدل می‌باشد که لگاریتم آن دارای توزیع نرمال است. با توجه به اهداف تحقیق و مطالعات پیشین متغیرهای مورد استفاده در این مطالعه به شرح زیر می‌باشد:

الف - متغیر وابسته (FD):

در اکثر مطالعات انجام شده که به برخی از آنها در بخش‌های پیش اشاره شد، برای شاخص توسعه مالی از تقسیم میزان اعتبارات بخش خصوصی به GDP^1 (شاخص کارایی توسعه مالی) و هم‌چنین نسبت بدهی‌های نقدی به GDP (شاخص ژرفای توسعه مالی) استفاده شده است. لذا برای برآورد مدل در این مطالعه از هر دو شاخص کارایی و ژرفا استفاده شد که در نهایت شاخص کارایی به دلیل ارائه‌ی نتایج بهتر در برآوردهای انجام شده، انتخاب شد.

بنابراین متغیر مورد استفاده برای FD شاخص کارایی توسعه مالی است که اطلاعات آن از WDI^2 استخراج شده است.

ب- متغیرهای مستقل:

درآمد سرانه (Y): برای این متغیر باید از GDP سرانه استفاده شود و برای GDP سرانه پنج نوع داده موجود است:

- 1- GDP per capita (constant 2000 US \$)
- 2- GDP per capita (constant LCU)
- 3- GDP per capita (current US \$)
- 4- GDP per capita ppp (constant 2005 international \$)
- 5- GDP per capita ppp (current international \$)

از هر 5 نوع داده برای برآورد این مدل استفاده شد و در نهایت با توجه به اینکه داده‌های مربوط به دسته چهارم نتایج بهتری برای تخمین حاصل کرد، این شاخص برای متغیر درآمد سرانه (Y) انتخاب شد.

باز بودن تجاری (TO): برای این متغیر نیز از سه شاخص نسبت صادرات به GDP، نسبت واردات به GDP و نسبت تجارت کل به GDP استفاده شده است که برای برآوردها باز هم از هر

1. Private Credit (percentage of GDP)
2. World Development Indicators

سه گروه داده استفاده شده است و چون برآوردهای انجام شده با شاخص نسبت تجارت کل به GDP نتایج بهتری ارائه می‌دهد، در نهایت برای این برآورد این مدل شاخص فوق انتخاب شده است.

توسعه مالی با دو وقفه FDI-1 (و FDI-2): یکی از متغیرهای مهم و موثر بر توسعه مالی، میزان و نحوه توسعه مالی در دوره‌های قبل می‌باشد. لذا از این متغیرها با دو وقفه نیز به عنوان یکی از متغیرهای مستقل استفاده شده است.

اثر هم‌زمان باز بودن مالی و باز بودن تجاری (حاصل ضرب FO و TO): یکی از متغیرهایی که در این مدل استفاده شده است، در نظر گرفتن تأثیر هم‌زمان باز بودن مالی و تجاری بر توسعه مالی می‌باشد. در واقع از دو متغیری که قبلاً در مورد آن توضیح داده شده است، یک متغیر ترکیبی ساخته شده است تا به این مقوله پرداخته شود که در کنار تأثیر مطلق هر یک از این دو متغیر آیا می‌توان گفت ورود این دو متغیر به طور هم‌زمان نیز یکی از متغیرهای موثر بر توسعه مالی می‌باشد؟ یعنی آیا باز شدن هم‌زمان مالی و تجاری از موارد موثر بر توسعه مالی می‌باشد؟ باز بودن مالی (FO): از این متغیر برای نشان دادن باز بودن مالی استفاده می‌شود و شاخص‌های مورد استفاده برای این متغیر به دو صورت زیر می‌باشد:

- 1- مقدار دارایی‌ها و بدهی‌های خارجی به عنوان درصدی از GDP.¹
- 2- شاخص KAOPEN²

برای برآورد مدل از هر دو شاخص فوق استفاده شد و با توجه به نتایج تخمین شاخص اول به دلیل حصول نتایج بهتر انتخاب گردید.

کشورهای منتخب در این مطالعه از بین کشورهای در حال توسعه که دارای شرایط نزدیک از نظر بازارهای مالی هستند با استفاده از شاخص کارایی و ژرفای توسعه مالی انتخاب شده‌اند. علت استفاده از این معیارها انتخاب کشورهای با ساختارهای مالی یکسان می‌باشد، به طوری که بتوان تا حدودی در ارتباط با امکان انباشته کردن داده‌های مربوط به این کشورها اطمینان حاصل نمود. در این رابطه از شاخص‌های کارایی و ژرفای توسعه مالی استفاده شده است و در نهایت کشورهای

1. Foreign Assets and Liabilities (percentage of GDP)
2. Capital account openness

قزاقستان، اوکراین، هندوراس، عربستان سعودی، نامیبیا، مصر، برزیل، قطر، فیجی، هند و ایران انتخاب شده اند.

آمار و اطلاعات مورد نیاز در این تحقیق از IMF و بسته ی نرم افزار WDI2009 استخراج شده است.

4-1. روش تخمین مدل

در روش هایی که در گذشته برای برآورد بیشتر مطالعات انجام می پذیرفت از داده های سری های زمانی استفاده شده است، اما در سال های اخیر با توسعه روش های اقتصادسنجی استفاده از داده های ترکیبی نیز در میان مطالعات اهمیت ویژه ای یافته است. از مهم ترین دلایل اهمیت استفاده از این روش، افزایش داده ها و درجه ی آزادی و در نتیجه بالا رفتن سطح اطمینان به نتایج، آشکار نمودن روابط پویا، ایجاد پیش بینی های دقیق تر و بسیار دلایل دیگر می باشد (Baltagi2002). به همین دلیل در این تحقیق از روش اقتصادسنجی داده های تابلوی (سه کارگیری هم زمان داده های مقطعی و سری زمانی) استفاده خواهد شد.

4-2. نتایج برآورد مدل

در ادامه برای انتخاب روش بهینه تخمین، با استفاده از داده های تشریح شده و چارچوب تجزیه و تحلیل معرفی شده در بخش قبل، مدل مورد نظر در بازه ی زمانی سال های 1990-2008 در کشورهای منتخب در حال توسعه تخمین زده می شود. نتایج این تخمین ها در جدول (1) نشان داده شده است. ستون اول این جدول مربوط به تخمین حالت شماره یک یعنی بدون در نظر گرفتن خصوصیات منحصر به فرد برای کشورها (و یا همان اجزاء آثار ثابت) می باشد. ستون های دوم و سوم نشان دهنده لحاظ نمودن این خصوصیات می باشد که برای این کار از دو روش آثار ثابت (ستون دوم) و آثار تصادفی (ستون سوم) استفاده شده است.

بنابراین اولین گام در این رابطه انتخاب روش بهینه در میان سه روش فوق می باشد. در مرحله اول به منظور آزمون عدم تفاوت های انفرادی در بین هر یک از کشورهای مورد بررسی از آزمون F استفاده شد.

با توجه به مقدار آماره $F(4/81)$ و مقدار بحرانی آماره F در جدول مربوطه

می‌توان دریافت که فرضیه H_0 مبنی بر عدم خصوصیات انفرادی متفاوت میان هر یک از مقاطع (کشورها) در این مدل رد می‌شود. بنابراین در جامعه منتخب مورد بررسی میان هر یک از کشورها خصوصیات منحصر به فردی وجود دارد که توسعه مالی میان آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین با توجه به آماره‌ی محاسباتی برای F ، خصوصیات منحصر به فرد وجود دارد که باید تحت عنوان آثار ثابت لحاظ گردد. به منظور قرار دادن اجزاء آثار ثابت در مدل باید از یکی از روش‌های آثار ثابت و یا آثار تصادفی برای تخمین مدل فوق استفاده نمود. در این راستا و به منظور انتخاب یکی از روش‌های فوق باید از آزمون هاسمن استفاده شود.

فرضیه صفر آزمون هاسمن بر عدم تفاوت میان استفاده از دو روش تأکید دارد و فرضیه مقابل استفاده از روش آثار ثابت را توصیه می‌کند. برای این آزمون مقدار آماره به دست آمده برابر با 21 می‌باشد که با توجه به مقادیر بحرانی جدول می‌توان دریافت که فرض H_0 مبنی بر عدم تفاوت در به کارگیری روش‌های Fixed Effect و Random Effect رد خواهد شد. لذا نتایج تخمین بر اساس روش Fixed Effect مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

نتایج خلاصه شده‌ی تخمین به شرح زیر می‌باشد:

با توجه به داده‌های عنوان شده و متغیر اضافه شده حدود 20 برآورد انجام شده است و در نهایت برآورد زیر پذیرفته شد که اول به خاطر متغیرها مدل نسبتاً معنا داری بدست آمد و سپس با حذف و اضافه وقفه‌ها مدل نهایی انتخاب شد که ضرایب برآورد شده و متغیرهای لحاظ شده با مبانی سازگار است.

$$\log F D_{i t} = -3/83 + 0/174 \log F O + 0/785 \log Y_{i t} - 0/503 \log T O_{i t-1} + 0/57 \log F D_{i t-1} + 0/256 \log F D_{i t-2} + 0/0216 (\log F O_{i t-1} \times \log T O_{i t-1}) - 0/056 \log \text{inf} + \text{uit}$$

همان‌طور که از جدول (1) مشخص است، مدل با استفاده از GLS و روش آثار ثابت تخمین زده شده است. در این مدل متغیرهای توضیحی توانسته اند بیش از 91 درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند که این امر نشان دهنده تصریح مناسب آنها می‌باشد. هم‌چنین به طور کلی ضرایب تخمین زده شده، معنادار و دارای علامتی منطبق با مبانی نظری هستند.

با بررسی مبانی نظری و مطالعات پیشین می‌توان نتایج تخمین را به صورت زیر تحلیل نمود:

- ضریب درآمدی توسعه مالی:

در میان ضرایب به دست آمده ضریب درآمدی توسعه مالی به لحاظ آماری معنادار و دارای علامتی مطابق با مبانی نظری می باشد که نشان می دهد افزایش درآمد در کشورهای در حال توسعه در واقع می تواند به مفهوم افزایش منابع بالقوه و مورد نیاز برای سیستم مالی باشد، چرا که برای ورود به بازارهای مالی اولین منبع وجود درآمد است. همان طور که در بخش های پیش بیان شد توسعه مالی فرآیندی است که منجر به دسترسی عمیق و وسیع به سرمایه و خدمات مالی می شود، لذا باید منبعی وجود داشته باشد تا بتوان طی فرآیندی آن را توسعه داد. لذا معنادار بودن و هم جهت بودن علامت این متغیر با مبانی تئوریک بیان می کند، در زمینه توسعه مالی نباید از افزایش درآمد غافل شد.

جدول (1): نتایج برآوردهای مدل بر اساس سه روش REM، FEM، POOL و REM

REM	FEM	POOL	متغیرهای توضیحی
0/7 (2/58)	-3/83 * (-2/76)	0/7 (2/34)	Intercept
0/72 * (11/43)	0/57 * (7/9)	0/72 * (10/38)	Log (FDit-1)
0/2 * (3/22)	0/26 * (3/7)	0/2 * (2/93)	Log (FDit-2)
-0/005 (-0/27)	0/78 * (4/3)	-0/06 (-0/25)	Log (Yit)
-0/005 (-1/5)	-0/5 * (-3/7)	-0/06 (-1/36)	Log (TOit-1)
0/14 (3/63)	0/17 * (4/01)	0/14 (3/3)	Log (FOit)
-0/02 (-2/31)	-0/021 * (-1/83)	-0/023 (-2/1)	Log(FOit-1) × Log(TOit-1)
-0/01 (-0/65)	-0/06 (-2/7)	-0/01 (-0/59)	Log Inf
0/886	0/913	0/886	R^2
139/54	71/68	139/54	آماره F

مقادیر داخل پرانتز t-value و * مقادیر معنادار این آماره را نشان می دهند

منبع: یافته های تحقیق

- ضریب‌های با وقفه توسعه مالی:

در مدل‌های مربوط به توسعه مالی عموماً متغیر با وقفه توسعه مالی نیز به عنوان متغیر توضیحی در مدل حضور دارد. در برآورد انجام شده در این مطالعه با توجه به نتایج حاصل از وقفه‌های مختلف، از دو وقفه‌ی این متغیر استفاده شده است. این ضرایب به لحاظ آماری معنادار و علامتی مطابق با مبانی نظری موضوع دارند. در واقع می‌توان این‌گونه بیان کرد که یکی از عواملی که کماکان در پیشبرد توسعه مالی تأثیر دارد، وضعیت آن در دوره‌های گذشته می‌باشد. این امر بدین مفهوم است که توسعه مالی همانند بسیاری از متغیرهای اقتصادی نیازمند یک برنامه ریزی پیوسته و اتخاذ سیاست‌های بلند مدت می‌باشد. لذا سیاست‌ها و فعالیت‌های مالی در هر دوره تأثیر به‌سزایی در فعالیت‌های مالی دوره‌های آتی دارد و البته دوره‌های نزدیک‌تر تأثیر بیشتری بر دوره‌ی مورد نظر دارند که ضرایب به‌دست آمده نیز موید این موضوع می‌باشند. به طوری که ضریب FD_{it-2} برابر $0/57$ و ضریب FD_{it-1} برابر $0/25$ می‌باشد. لذا در مسیر دستیابی به توسعه مالی در کنار متغیرهای مهمی که بر این موضوع تأثیر دارند نباید از فعالیت‌ها و سیاست‌های تعمیق‌کننده‌ی خود سیستم مالی غافل شد و یا دولت‌ها از اعمال سیاست‌هایی که منجر به سرکوب مالی می‌شوند، از قبیل تعیین نرخ‌های دستوری، خودداری نمایند (خصوصاً در کشورهای در حال توسعه که بیشتر دارای سیستم‌های متمرکز می‌باشند).

- ضریب باز بودن تجاری در توسعه مالی:

در برآورد انجام شده ضریب باز بودن تجاری در مدل توسعه مالی به لحاظ آماری معنی دار می‌باشد و دارای علامتی منفی است که در واقع علامت این متغیر مطابق با آن دسته از مبانی نظری و مطالعات تجربی است که بیان می‌کنند آزادسازی تجاری اثری معکوس بر توسعه‌ی مالی خواهد داشت. مقدار این ضریب ($0/5$) بیانگر تأثیر نسبتاً بالای باز بودن تجاری بر توسعه‌ی مالی می‌باشد. لذا در ارتباط با اثر منفی این متغیر بر توسعه مالی می‌توان این‌گونه استنتاج کرد که چون کشورهای مورد مطالعه، گروه منتخبی از کشورهای در حال توسعه می‌باشند، کشورهایی که در بیشتر آنها به دلیل نبود سیستم‌های بانکی کارا، سیستم‌های دولتی و مداخلات بی‌رویه دولت و به تبع آن پدیده سرکوب مالی، عدم شفافیت پایگاه‌های اطلاعات مالی، نبود بازارهای بورس، سهام و دارایی‌های مالی فعال و مواردی از این دست در این کشورها، بازارهای مالی، توسعه یافته و کارا

نمی باشند (بررسی شاخص های مالی نیز موید این موضوع است). اثر آزادسازی تجاری که با هدف توسعه مالی انجام می شود در بدو امر نه تنها منجر به توسعه مالی نخواهد شد بلکه دستیابی به آنرا مشکل می سازد، چرا که برخی اقتصاددانان معتقدند آزادسازی تجاری در این کشورها تقاضا برای خدمات مالی کشورهای خارجی را افزایش خواهد داد. در واقع برای این قبیل کشورها در اثر باز شدن تجاری عموماً به دلیل نبود بازارهای مالی داخلی مناسب، بازارهای مالی خارجی مکانی برای تأمین نیازهای داخلی خواهند شد و در نهایت نه تنها هدف مورد نظر تأمین نمی شود، بلکه بسیاری از امکانات مالی بالقوه (سرمایه ها) برای بهبود وضعیت بازارهای مالی نیز از دست می رود.

بنابراین می توان گفت کشورهای در حال توسعه باید در وهله اول در داخل، چارچوب و زیر بنای قابل اتکایی برای بازارهای مالی ایجاد نمایند و سپس به دنبال عوامل خارجی توسعه مالی باشند، در غیر این صورت ممکن است بسته به میزان کشش توسعه مالی به باز بودن تجاری، توسعه مالی در داخل تحت الشعاع قرار گرفته و کاهش یابد.

- ضریب باز بودن مالی در توسعه مالی:

مشاهده می شود ضریب مربوط به باز بودن مالی در رگرسیون به لحاظ آماری معنی دار و دارای علامتی مثبت و مطابق با مبانی نظری (آن دسته از مبانی نظری که معتقدند باز بودن مالی تأثیری مثبت بر توسعه مالی دارد) می باشد. در واقع با توجه به تعریف باز بودن مالی که مقدار دارایی ها و بدهی های خارجی به عنوان درصدی از GDP می باشد، می توان گفت که با آزادسازی مالی زمینه برای ورود سرمایه های خارجی به کشور ایجاد می شود که این امر به توسعه بازارهای مالی کمک می کند.

- ضریب تأثیر هم زمان باز بودن مالی و تجاری در توسعه مالی:

ضریب تأثیر هم زمان نیز در برآوردهای انجام شده معنی دار و دارای علامتی منفی می باشد. با توجه به استنتاجات انجام شده در بالا، به طور خلاصه می توان گفت به دلیل عدم یکسان بودن نوع تأثیر باز بودن مالی و باز بودن تجاری، طبیعتاً متغیر نشان دهنده تأثیر هم زمان نیز نمی تواند دارای تأثیر مثبت بر توسعه مالی باشد. لذا باز گشایی مالی و تجاری به طور هم زمان دارای تأثیر منفی بر توسعه مالی می باشد.

- نرخ تورم:

متغیری که به عنوان متغیر کنترل وارد مدل شده است، به لحاظ آماری معنادار و دارای علامتی مطابق با مطالعات تجربی انجام شده است. در واقع متغیر نرخ تورم در بازارهای مالی بیشتر در بازار پول حضور می‌یابد و نشان دهنده‌ی هزینه فرصت نگهداری پول می‌باشد. از آنجا که در کشورهای در حال توسعه بازارهای مالی کمتر توسعه یافته است و منابع مالی بیشتر در بازار پول نسبت به بازار سرمایه جا به جا می‌شود، می‌توان گفت یکی از مهم‌ترین متغیرهای تاثیر گذار بر نگهداری ترکیبات مختلف دارایی‌ها توجه به هزینه فرصت نگهداری پول می‌باشد. مطالعات تجربی نشان داده‌اند نرخ تورم در کشورهای در حال توسعه بیانگر متغیر هزینه فرصت نگهداری پول است (Shahrestani, 2008). لذا با افزایش این نرخ تمایل افراد به تخصیص بیشتر منابع مالی به بازار پول و در واقع نگهداری کالاهای با دوام هم‌چون زمین، طلا و ... افزایش می‌یابد. در نتیجه منابع مالی کمتری برای توسعه‌ی بازارهای مالی وجود خواهند داشت. لذا هر چند ضریب این متغیر نسبتاً کوچک می‌باشد، اما می‌تواند از عوامل جلوگیری کننده دستیابی به توسعه‌ی مالی باشد.

5. نتیجه گیری

با توجه به نتایج حاصله از برازش مدل، ارزیابی خروجی‌های به دست آمده و استنتاجات بیان شده می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- 1) برای دستیابی به توسعه مالی که امروزه به عنوان یکی از موضوعات مهم اقتصاد کشورها مطرح می‌شود، باید به افزایش درآمد و در نتیجه به رشد اقتصادی کشور بیش از پیش توجه نمود.
- 2) یکی از مباحث بسیار مهم در دستیابی به بازارهای مالی توسعه یافته و کارا در کشورهای در حال توسعه که در مراحل اولیه هستند، اتخاذ روش‌های زیربنایی و ساختاری (در زمینه مباحث مالی) برای دستیابی به توسعه مالی است.
- 3) نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد که اتخاذ سیاست‌های آزادسازی تجاری، برای دستیابی به توسعه مالی، لااقل در مراحل اولیه مناسب نمی‌باشد. لذا بهتر است از این سیاست‌ها برای دستیابی به این هدف استفاده نشود.
- 4) فرضیه آزمون در خصوص تأثیر مستقیم آزادسازی تجاری با استناد به برازش انجام شده را

نمی توان پذیرفت، لذا فرضیه مخالف آن که این متغیر بر توسعه مالی دارای اثر معکوس می باشد، قابل تأمل است.

References:

- [1] Akhavi, Ahmad. (2001). Applied Macroeconomics. Fifth Edition, Institute for Trade Studies and Research, Tehran, Iran.
- [2] Armen, A. Tabae Izadi, A. and Hoseinpoor, F. (2008). **Triangle Financial Development, Economic Growth and Foreign Trade in Iran**, Modern Economic, No3, PP 107-135 (in Persian).
- [3] Baltagi, B. (2002). Econometric Analysis of Panel Data, 3 ed., Wiley.
- [4] Baltagi, Demetriades and Law. (2009). **Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data**. Journal of Development Economics 89, 285-296.
- [5] Beck, T. Demirguc-Kunt, A. & Levine, R. (2000). **A New Database on Financial Development and Structure**. Policy Research Paper No 2147. Washington, D.C.: Word Bank.
- [6] Beck, Thorsten. (2002). **Financial Development and International Trade. Is There a Link?** Journal of International Economics, June 2002, 57(1), 107-131.
- [7] Boromand et al. (2012). Study of the Impact of Financial Liberalization on the Stock Market in Iranian economy. strategy, Vol64, 7-26.
- [8] Gart, Alan. (1988). **Handbook of the Money and Capital Markets**. Library of Congress Cataloging – in- Publication Data, First Edition.
- [9] Hassan, A.F.M. Kamrul and M Rafiqul Islam. (2005). Temporal Causality and Dynamics of Financial Development, Trade Openness and Economic Growth in Vector Auto Regression (VAR) for Bangladesh, 1974-2003: Implication for Poverty Reduction. the Journal of Nepalese Business Studies Vol 2 No 1.
- [10] Heshmati Molaei, H. (2004). **Factors Affecting the Financial Development in Iran's Banking System**. Economic Research in Iran, No 13, PP 55-88 (in Persian).
- [11] Huang, Y. Temple, J. (2005). **Does External Trade Promote Financial Development**. CEPR Discussion Paper No 5150.
- [12] Hur, J. Raj, M. and Yohanes E. (2006). Finance and Trade: A Cross-Country Empirical Analysis on the Impact of Financial Development and Asset Tangibility on International Trade. Word Development Vol 34, No 10, pp 1728-1741.
- [13] Kletzer, K. Bardhan, P. (1987). **Credit Markets and Patterns of International Trade**. Journal of Development Economics, Vol 27, Issues 1-2, P 57-70.
- [14] Komeijani, A. Poorrostami, N. (2008). Impact of Financial Repression on Economic Growth (Compared to Less Developed

- Economies). Economic Research Journal, No 37, PP 39-59.
- [15] Komeijani, A. Nadeali, M. (2007). **Causal Relationship between Financial Deepening and Economic Growth in Iran**. Iranian Journal of Trade Studies (HJTS), No 44, PP 23-47 (in Persian).
- [16] Law, S. H. Demetriades, P. (2006). **Openness, Institutions and Financial Development**. University of Leicester, Working paper, No 5-8.
- [17] Levin, R. (1997). **Financial Development and Economics Growth: Views and Agenda**. Journal of Economic Literature, Vol 35, No 2, pp 688- 726.
- [18] Mc. Kinnon, R. (1973). **Money and Capital in Economic Development**. Brooking Institute, Washington D.C.
- [19] Nazifi, F. (2004). **Financial Development and Economic Growth**. Journal of Economic Research, No 14, PP 71-96 (in Persian).
- [20] Shahrestani, H. Sharifi Renani, H. (2008). **Estimating the Money Demand Function and Researching Stability in Iran**. Economic Research Journal, Vol 43, No 4.
- [21] Svaleryd, H. Vlachos, J. (2005). Financial Markets, the Pattern of Industrial Specialization and Comparative Advantage: Evidence from OECD Countries European Economic Review, 49, 113-144.
- [22] Svaleryd, H. Vlachos, J. (1999). **Markets for Risk and Openness to Trade: How Are They Related**. Journal of International Economics 57, 369-395.
- [23] Vaez Mohammad. mirfendereski Meysam. (2011). The effect of Inflation Rate on Financial Development in Iran and Middle East Arabian countries. Rahbord yas Vol 26, 31-47.
- [24] World Development Indicators. (2007). Word Bank

Received: 8 Feb 2012

Accepted: 26 Nov 2012