

بررسی تجربی تاثیر سطح توسعه مالی بر رشد اقتصادی*

تاریخ دریافت: ۸۷/۱۲/۲۰

تاریخ پذیرش: ۸۹/۲/۲۰

دکتر رویا سیفی پور^۱

چکیده

توسعه مالی و رشد اقتصادی از جمله مباحثی است که در حوزه ادبیات اقتصادی توجه بسیاری از اقتصاددانان را به خود معطوف کرده است. نتایج این مطالعات، که مورد قبول اکثر سیاستگذاران نیز است، به تاثیر مثبت و یکنواخت سطح توسعه مالی بر رشد اقتصادی اشاره دارد. در حالی که این تاثیر یکنواخت نیست و در بین کشورها متفاوت است. نتایج این مقاله با استفاده از داده های تابلویی برای ۸۵ کشورها نشان می دهد که در کشورهای با درآمد بالا و از نظر سطح مالی در بازار پول و سرمایه توسعه یافته تر بهبود توسعه مالی منجر به رشد اقتصادی خواهد شد. در کشورهای با درآمد پایین و متوسط و با سطح توسعه مالی پایین در بازار پول و سرمایه، بهبود توسعه مالی در بازار پول تاثیر منفی و بهبود در بازار سرمایه تاثیر مثبت بر رشد اقتصادی خواهد داشت.

واژه های کلیدی: توسعه مالی، رشد اقتصادی، داده های تابلویی، بازار پول، بازار سرمایه.

۱- دانشیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی RSEIFIPOUR@YAHOO.COM
* مقاله حاضر برگرفته از طرحی تحت عنوان " توسعه مالی و رشد اقتصادی " است که در دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز انجام شده است

مقدمه

ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در دو دهه اخیر توجه بسیاری از اقتصاددانان را در حوزه ادبیات اقتصاد به خود معطوف کرده است. اجماع کلی اقتصاددانان نیز بر آن است که افزایش دسترسی به ابزارهای مالی و نهادهای مالی هزینه اطلاعات و مبادلات را در اقتصاد کاهش می دهد و سبب رشد اقتصادی خواهد شد. بسیاری از اقتصاددانان نظیر شومپیتر (۱۹۱۲)، هیکس (۱۹۶۹)، مک کینون (۱۹۷۳)، فرای (۱۹۹۵) بر اهمیت بازارهای مالی و نقش کلیدی آن در توسعه و رشد اقتصادی تأکید دارند و کارهای تجربی که توسط کینگ و لوین (۱۹۹۳) انجام شده است نیز بر ارتباط مثبت اما یکنواخت توسعه مالی بر رشد اقتصادی تأکید دارند. در حالی که تاثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در بین تمام کشورها یکسان نخواهد بود بلکه به سطح توسعه مالی کشورها بستگی دارد. در کشورهای با سطح توسعه مالی پایین این اثر نامشخص خواهد بود. در برخی از مطالعات این اثر مثبت، در برخی دیگر صفر و حتی منفی نیز گزارش شده است. در کشورهای با سطح توسعه مالی بالا، توسعه مالی بر رشد اقتصادی حتما تاثیر مثبت خواهد داشت. دلیل آن را هاگس (۱۹۹۹) این طور بیان می کند که در بازارهای مالی بزرگتر فرصت های بیشتری برای مدیریت ریسک ایجاد می شود لذا بازارهای مالی بزرگتر کارا تر هستند. همچنین ساندراراجان و بالینو (۱۹۹۱) بر اساس تجربه کشورهای مختلف نشان داده اند که توسعه سیستم مالی در صورتی اثربخش خواهد بود که مقامات اجرایی مهارت کافی را برای مدیریت این توسعه داشته باشند. قسمت عمده این مهارت نیز در فرایند یادگیری در هنگام عمل ایجاد می شود یعنی با مجربان کارآمد، بخش مالی می تواند تا اندازه ای نیز توسعه یابد قبل از آن که قوانین آن پیچیده شده باشند و سبب رشد اقتصادی شود. لذا هدف این مقاله آزمون تجربی سطح توسعه مالی بر رشد اقتصادی بین گروهی از کشورها خواهد بود. برای این منظور قسمت های مختلف این مقاله به صورت زیر تنظیم شده است:

بخش اول به مبانی نظری توسعه مالی و رشد اقتصادی اختصاص دارد. قسمت دوم به مروری بر مطالعات انجام شده می پردازد. بخش سوم به بررسی تجربی توسعه مالی بر رشد اقتصادی می پردازد که شامل معرفی متغیرهای مدل و برآورد مدل خواهد بود. بخش پایانی به نتایج مقاله اختصاص دارد.

مبانی علمی و پیشینه

۱- توسعه مالی و رشد اقتصادی

در گذشته، نگرش ساده در مورد بازارهای مالی در قالب برد و باخت‌های مالی ناشی از نوسانات قیمت داراییهای مالی بود بدون اینکه به تأثیر ساختار مالی بر اقتصاد پرداخته شود. اما اقتصاددانان بزرگی نظیر شومپیتر، اسمیت و بنتهام از جمله اقتصاددانانی بودند که بر آزادی عمل در خصوص واسطه‌گری مالی تأکید می‌کردند. شومپیتر (۱۹۱۲) بر اهمیت نقش خدمات مالی در تأمین ابداعات و در نتیجه رشد اقتصادی تأکید می‌کند.

پس از جنگ جهانی اول، سیاست‌های پولی و مالی بسیاری از کشورهای جهان تحت تأثیر نظریات کینز و توپین بوده است. دام نقدینگی کینز و مدل توپین، اتخاذ سرکوب مالی را توجیه می‌نمودند و نرخ بهره پایین را به عنوان هدف در نظر می‌گرفتند. در سال ۱۹۷۳، تئوریهای غالب آن زمان به شدت با انتقاد مواجه شد. مک‌کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) با اندیشه نرخ بهره کنترل شده و سرکوب مالی به شدت مخالف بودند. آنها طرفدار آزادسازی و توسعه مالی برای نیل به رشد اقتصادی می‌باشند و معتقد بودند که فروض اساسی مدل‌های کینز، کینزینها و ساختارگرایان جدید در کشورهای در حال توسعه فاقد اعتبار می‌باشند. شاو (۱۹۷۳) مدلی را براساس پول درونی ارائه می‌دهد که در آن پشتوانه پول، وام‌هایی می‌باشد که به جهت سرمایه‌گذاری‌های تولیدی به بخش خصوصی اعطاء می‌شود. هر چقدر مقدار پول نسبت به سطح فعالیتهای اقتصادی بیشتر باشد، میزان واسطه‌گری مالی که از طریق سیستم بانکی، بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران انجام می‌شود، بیشتر می‌گردد. به عقیده شاو، گسترش واسطه‌گری مالی بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران که در نتیجه آزادسازی مالی (نرخ‌های بهره واقعی بالاتر) و رشد توسعه مالی می‌باشد باعث افزایش انگیزه پس‌انداز و سرمایه‌گذاری می‌گردد و همچنین متوسط کارایی سرمایه‌گذاری را نیز افزایش می‌دهد. موسسات مالی از طریق روشهایی مانند کاهش ریسک از طریق ایجاد تنوع و گوناگونی در دارایی، ایجاد صرفه‌های اقتصادی حاصل از مقیاس در وام دادن، افزایش کارایی در عملیات، کاهش هزینه‌های اطلاعاتی هم برای پس‌اندازکنندگان و هم برای سرمایه‌گذاران از طریق تقسیم کار و تخصصی نمودن کارها،

بازدهی واقعی پس‌انداز کنندگان را افزایش می‌دهند و هم‌زمان هزینه‌های واقعی سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهند.

هنگامی که نرخهای بهره بصورت دستوری پایین تر از سطح تعادلی خود قرار گیرند، موسسات مالی دچار موانع و محدودیتهایی می‌شوند که پایین تر از حد مطلوب خود قرار می‌گیرند. حال اگر از نرخهای بهره به عنوان ابزاری جهت تخصیص اعتبار استفاده شود (یعنی به آنها اجازه داده شود که به سطوح تعادلی خود برسند) موسسات مالی می‌توانند حجم بیشتری از منابع سرمایه‌گذاری را بصورت کارا تخصیص دهند. بنابراین شاو بر اهمیت ورود آزادانه به سیستم بانکی و وجود رقابت درون سیستم بانکی به عنوان شرایط لازم آزادسازی مالی موفق تأکید می‌کند.

علاوه بر آنکه محدودیتهای و موانع مالی سبب کند شدن رشد اقتصادی می‌گردد، مک‌کینون استدلال می‌کند که در کشورهای در حال توسعه، وجود موانع مالی سبب ایجاد دوگانگی اقتصاد و همزیستی تکنیکهای مدرن و سنتی می‌گردد. وی اظهار می‌کند که در اختیار گذاشتن اعتبارات ارزان قیمت برای یک عده از افراد و سلب آن از افراد دیگر سبب کاهش کارایی سرمایه‌گذاری از میزان مطلوب خود شود. همچنین عدم دسترسی یکسان به اعتبارات سبب نابرابری درآمد می‌شود. متیسون (۱۹۸۰) و کاپور (۱۹۷۶) در مطالعات خود نشان دادند که، سیاست افزایش نرخ سود سپرده‌ها اثرات بهتر و مناسبتری بر نرخ رشد اقتصادی و نرخ تورم دارد.

در مدل نئوشومپیتری رشد نیز گسترش فعالیتهای نوآورانه که انجام آن توسط جامعه تقبل می‌گردد، نرخ رشد اقتصادی را دیکته می‌کند. خدمات مالی بهتر و کارا تر زمینه فعالیتهای نوآورانه را گسترش داده و کارایی آن را بهبود می‌بخشد و در نتیجه به رشد اقتصادی شتاب می‌دهد. در مقابل وجود موانع بر سر راه فعالیتهای مالی، خدمات ارایه شده نظام مالی به پس‌انداز کنندگان، کارآفرینان و تولیدکنندگان را کاهش داده و به صورت مانعی برای نوآوری ظهور می‌کند و از این طریق نرخ رشد اقتصادی را کاهش می‌دهد.

۲- مروری بر مطالعات انجام شده

مطالعات انجام شده در دهه ۸۰ برای بررسی رابطه میان وضعیت مالی و رشد اقتصادی از متغیر نرخ بهره استفاده می‌کردند و معتقد بودند که نرخ بهره واقعی مثبت با رشد تولید

ارتباط دارد زیرا نرخ بهره واقعی مثبت، کیفیت سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد و در نتیجه نرخ رشد تولید و به دنبال آن پس‌انداز مالی افزایش می‌یابد. ولیکن، اقتصاددانانی نظیر گریگوریو و گودوتی (۱۹۹۳) معتقدند که نرخ بهره نمی‌تواند شاخص مناسبی برای توسعه مالی باشد زیرا ارتباط بین نرخ بهره واقعی و رشد شبیه به منحنی U برعکس است یعنی سطوح پایین و یا حتی منفی نرخ بهره واقعی سبب کاهش نرخ رشد اقتصادی می‌شود که بیانگر فرضیه مک‌کینون - شاو است و از طرف دیگر، نرخ‌های بهره واقعی بالاتر نیز بیانگر بهبود کارایی سرمایه‌گذاری نمی‌باشد و آن‌ها پیشنهاد دادند که از شاخص نسبت اعتبارات داخلی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی بجای نرخ بهره واقعی استفاده شود. از اینرو اکثر مطالعاتی که بعد از آن انجام شده با استفاده از شاخص‌های مالی معرفی شده توسط کینگ و لوین (۱۹۹۳b,a) (نسبت بدهیهای نقدی به تولید ناخالص داخلی، نسبت داراییهای داخلی بانکی به کل دارایی بانکها، نسبت مطالبات از بخش غیرمالی خصوصی به کل اعتبارات تخصیصی و نسبت مطالبات از بخش غیرمالی خصوصی به تولید ناخالص داخلی) به بررسی رابطه میان رشد اقتصادی و توسعه مالی پرداختند.

کینگ و لوین (۱۹۹۳b,a) به بررسی رابطه میان رشد و توسعه مالی در قالب مدل نئوشومپتری پرداخته‌اند. نتایج این مطالعات حاکی از آن است که توسعه مالی بر سرعت توسعه اقتصادی به صورت یکنواخت اثر می‌گذارد. نتایج مطالعات بک، لوین و لویزا (۲۰۰۰) نشان می‌دهد که بهبود واسطه‌های مالی در کشورهایی که اصلاحات قانونی در جهت افزایش حقوق اعتبار دهندگان و همچنین افزایش قدرت اجرایی قراردادها باشد سبب ارتقای سطح رشد اقتصادی می‌شود. ترابلسی (۲۰۰۲) در مطالعه‌ای نشان داد که توسعه مالی بر رشد اقتصادی اثر مثبت دارد همچنین کانال اثرگذاری بخش مالی بر رشد اقتصادی از طریق افزایش کارایی سرمایه‌گذاری است در واقع تایید نتایج مطالعات کینگ و لوین (۱۹۹۳a,b) است. ریوجا و والو (۲۰۰۲) نشان دادند که رابطه بین رشد و توسعه مالی رابطه یکنواخت یک به یک نمی‌باشد و به سطح توسعه مالی آنها بستگی دارد. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که در کشورهای با سطح توسعه مالی پایین برخی شاخص‌های توسعه مالی اثر منفی و گروه دیگر اثر مثبت ولی بسیار کم و قابل چشم‌پوشی بر رشد دارند. در کشورهای با سطح توسعه مالی متوسط، شاخص‌های توسعه مالی اثر مثبت و

بزرگتری نسبت به کشورهای توسعه مالی پیشرفته بر رشد دارند. مطالعه لویزا و رینسیر (۲۰۰۶) نشان می دهد که اثر توسعه مالی در کوتاه مدت و بلندمدت متفاوت است. اثر توسعه مالی در کوتاه مدت به دلیل وجود بحران های مالی کوچک شده و در برخی از کشورها منفی است. اما در بلند مدت تاثیر آن مثبت است. مطالعه شن و لی (۲۰۰۶) برای گروهی از کشورها نشان می دهد که در کشورهای با درجه فساد بالا، توسعه بانکی اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد و در کشورهایی که شاخص حمایت از سهام بالا است توسعه بازار سهام اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد. روسو (۲۰۰۷) در مقاله ای برای گروهی از کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته نشان داد اثر توسعه مالی بر رشد آن قدر قوی است که در دوره های کوتاه مدت با وجود بحران مالی اثر مثبت موجود بین رشد و توسعه مالی هنوز وجود دارد. همچنین با ورود متغیر آزادسازی مالی (باز بودن بازار سهام) اثر توسعه مالی بر رشد ضعیف نمی شود. آنگ و مک کیین (۲۰۰۷) در مطالعه ای برای کشور مالزی دریافتند اگرچه اصلاحات بخش مالی سیستم مالی را توسعه می دهد ولی این توسعه مالی منجر به رشد بلندمدت نمی شود اما رشد اقتصادی منجر به توسعه مالی در بلند مدت می شود. مطالعات متعددی در ایران نیز انجام شده است که در این قسمت به برخی از آن ها اشاره می شود:

ختایی (۱۳۷۸) در مطالعه ای به بررسی رابطه میان گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی در ایران براساس رهیافت کینگ و لوین (۱۹۹۳) پرداخته است. نتایج این مطالعه نشان می دهد که اثر نسبت مطالبات سیستم بانکی از بخش غیرمالی خصوصی به کل اعتبارات داخلی و حجم اعتبارات بانکهای داخلی و تجاری به اعتبارات داخلی بانکهای تجاری و بانک مرکزی بر رشد اقتصادی مثبت است. نتایج مطالعه صمدی (۱۳۷۹) نشان می دهد که فقط یک رابطه علی کوتاه مدت از گسترش مالی (متغیر نسبت اسکناس و مسکوک در دست اشخاص به تعریف محدود پول) به رشد اقتصادی (تولید ناخالص داخلی و واقعی سرانه) وجود دارد. این نتیجه از فرضیه رشد "به تبع عرضه" حمایت کرده و گسترش موسسات مالی جدید را برای انباشت سریع سرمایه و در نهایت رشد اقتصادی پیشنهاد می نماید. خاوری، کشاورزبان پیوستی، عظیمی (۱۳۸۲) در مطالعه ای نظریه مک کینون- شاو را برای اقتصاد ایران مورد آزمون قرار داده اند و به نقش مثبت آزادسازی مالی

بر رشد و توسعه تأکید دارند. نتایج مطالعه احسانی (۱۳۸۳) حاکی از رابطه همگرایی بلندمدت و مثبت بین شاخص‌های توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران می‌باشد. لیکن مطالعه نظیفی (۱۳۸۳) حاکی از ارتباط منفی میان رشد اقتصادی و توسعه واسطه‌های مالی می‌باشد که علت آن را اثرات منفی شیوه آزادسازی و گسترش مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری ذکر می‌کند. تقوی و خلیلی عراقی (۱۳۸۴) در مطالعه ای، عوامل موثر بر سرکوب مالی را از نظر صاحب‌نظران و دسترسی به اجماع نظرات آنان شناسایی کرده‌اند. عوامل شناسایی شده عبارت از عدم پاسخ‌گویی، اقتصاد وابسته به نفت، عملکرد نامطلوب خصوصی سازی، بازارهای پول و سرمایه توسعه نیافته، رانت، عدم انضباط مالی، کم توجهی به امنیت غیر نظامی، کم توجهی به حقوق شهروندی، ناکارایی نهادی و فساد اقتصادی است. همچنین اقتصاد وابسته به نفت موثرترین عامل از میان سایر عوامل و رانت تاثیر پذیرترین عامل شناسایی شد. کمیجانی و سیفی پور (۱۳۸۵) در قالب مدل کاپور، دو ابزار مهم پولی برای خروج از وضعیت سرکوب مالی را کاهش نرخ رشد نقدینگی و افزایش نرخ سود سپرده معرفی کرده‌اند که می‌تواند منجر به کاهش نرخ تورم و افزایش رشد اقتصادی شود.

مدل تحقیق و آزمون آن و یافته‌ها

۱- مدل رشد اقتصادی

در این بخش یک مدل رشد اقتصادی با دیدگاه مدل‌های رشد درون‌زا که رشد اقتصادی را متأثر از عواملی فراتر از سرمایه‌گذاری فیزیکی می‌دانند ارائه می‌شود. مدل رشد اقتصادی به صورت زیر است:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \gamma Z_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

که در آن y_{it} رشد اقتصادی کشور i در زمان t ، بردار متغیرهای نرخ سرمایه‌گذاری فیزیکی و سرمایه انسانی، و Z بردار متغیرهایی است که تقریبی از سیاست‌های دولت و یا ساختار اقتصادی و اجتماعی هستند. از آن جا که هدف این مقاله مطالعه مدل رشد اقتصادی با تکیه بر توسعه مالی است لذا در بردار متغیرهای Z علاوه بر تورم، تجارت

خارجی، اندازه دولت، متغیرهای توسعه مالی به تفکیک بازار پول و سرمایه نیز در نظر گرفته شده است. جمله های خطای u و ε به ترتیب جمله های خطای مربوط به کشورها (i) و جمله های خطای کشورها در زمان های مختلف (it) هستند.

در این قسمت ابتدا متغیرهای مورد استفاده در مدل معرفی می شوند. در بخش دوم به مقایسه وضعیت متغیرهای در نظر گرفته شده در کشورهای با درآمد بالا و درآمد متوسط و پایین پرداخته می شود. بخش پایانی این قسمت به نتایج برآورد مدل رشد اقتصادی حاصل اختصاص دارد.

۲- داده های تحقیق

در این مطالعه داده های ۱۲۰ کشور برای دوره زمانی ۲۰۰۸-۱۹۸۰ در نظر گرفته شد. در ابتدا این کشورها به کشورهای با درآمد بالا و درآمد متوسط و پایین تقسیم شدند. سپس کشورهای مورد نظر به لحاظ سطح توسعه مالی به تفکیک بازار پول و سرمایه نیز طبقه بندی شده اند. در بازار پول از متغیر نسبت منابع مالی اختصاص داده شده بانک ها به بخش خصوصی استفاده شده است که کشورهایی که از میانگین نمونه بیشتر بوده اند. در گروه کشورهای با سطح توسعه مالی بالا و کشورهای با میانگین پایین تر در گروه کشورهای با سطح توسعه مالی پایین قرار گرفتند. در بازار سرمایه از شاخص ارزش بازار سرمایه (نسبت انباشت سرمایه به GDP واقعی) استفاده شد و فرایندی مانند بازار پول نیز برای آن انجام شد. در نهایت کشورهای مورد نظر به ۸۵ کشور تقسیم یافتند چرا که برخی از کشورها دارای درآمد سرانه بالا اما از نظر سطح توسعه مالی پایین بودند که از نمونه در نظر گرفته شده حذف شدند و بر عکس. این کشورها شامل ۳۰ کشور با درآمد بالا و سطح توسعه مالی بالا و ۵۵ کشور با درآمد متوسط و پایین و سطح توسعه مالی پایین می باشند (لیست کشورها در پیوست موجود است). داده های مورد استفاده در مدل به شرح زیر است:

(۱) رشد تولید ناخالص داخلی سرانه: این متغیر با استفاده از داده های تولید ناخالص داخلی سرانه واقعی برای کشورهای نمونه محاسبه شده است.

- ۲) تورم: این متغیر برای کلیه کشورها با استفاده از شاخص تعدیل کننده GNP بدست آمده است و به صورت درصد می باشد.
- ۳) مخارج دولتی: این متغیر کل مخارجی است که دولت در هر کشور هزینه نموده است. این داده بر تولید ناخالص داخلی واقعی تقسیم شده و به صورت درصد ارایه شده است.
- ۴) نیروی کار: این متغیر به عنوان شاخص سرمایه انسانی در نظر گرفته شده که در اکثر مدل های رشد درون زا مورد استفاده قرار می گیرد که شامل رشد کل افراد شاغل و در انتظار شغل نسبت به کل جمعیت است و بر حسب درصد می باشد.
- ۵) سرمایه گذاری: تشکیل سرمایه ناخالص داخلی به قیمت های ثابت به عنوان شاخصی از سرمایه گذاری در نظر گرفته شده است. رشد این متغیر به صورت عامل اثرگذار بر رشد اقتصادی در بلندمدت در نظر گرفته شده و در مدل منظور شده است.
- ۶) صادرات و واردات: این دو متغیر به عنوان شاخصی که حجم تجارت و میزان باز بودن اقتصاد یک کشور را نشان می دهند در مدل وارد شده اند. حجم تجارت به صورت نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی واقعی و به صورت درصد در نظر گرفته شده است.
- ۷) شاخص ارزش بازار سرمایه: این متغیر به عنوان شاخصی از توسعه بازار سرمایه در نظر گرفته شده است. برای نمایش این شاخص از نسبت انباشت سرمایه به GDP واقعی و به صورت درصد استفاده شده است. جی بکارت (۲۰۰۰) نشان می دهد که به طور کلی ایجاد بازار بورس فعال و شرکت های سرمایه گذاری فراوانی که موجبات تعریف و تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری مختلف را ایجاد می کنند، با تحریک منابع تولیدی و ایجاد ظرفیت های مولد موجبات افزایش تولید و به تبع آن افزایش رشد اقتصادی را فراهم می کنند.
- ۸) اعتبارات بخش خصوصی: اثر توسعه بازار پول با این متغیر نشان داده می شود که از نسبت منابع مالی اختصاص داده شده بانک ها به بخش خصوصی و به صورت درصد استفاده شده است. با افزایش اعتبارات به بخش خصوصی امکان فرصت های

سرمای گذاری برای بخش خصوصی که کارآمدتر است فراهم می شود و موجبات رشد اقتصادی را فراهم می کند.
 داده‌های مورد استفاده در این مقاله از شاخص‌های توسعه جهانی (WDI) و آمارهای مالی بین‌المللی (IFS) استخراج شده اند.

۳- بررسی متغیرهای تحقیق در کشورها

در این بخش به مقایسه وضعیت متغیرهای کلان اقتصادی (شاخص های توسعه مالی (اعتبارات بخش خصوصی، شاخص ارزش بازار سرمایه)، تولید ناخالص داخلی، اندازه باز بودن تجاری، نرخ تورم و اندازه دولت) کشورهای با درآمد بالا و سطح توسعه مالی بالا و کشورهای با درآمدمتوسط و پایین و سطح توسعه مالی پایین پرداخته می شود. برای این منظور میانگین های متغیرهای مورد نظر برای دوره زمانی ۲۰۰۸-۱۹۸۰ در جدول شماره (۱) محاسبه شده است.

- میانگین اعتبارات بخش خصوصی و شاخص ارزش بازار سرمایه در کشورهای با درآمد بالا بیش از میانگین اعتبارات بخش خصوصی و شاخص ارزش بازار سرمایه در کشورهای با درآمد پایین است و میانگین کشور ایران در شاخص های مزبور بیش از کشورهای با درآمد پایین است. در کشورهای با درآمد بالا به دلیل مناسب بودن ساختار مالی و اقتصادی از لحاظ در دسترس بودن توزیع اعتبارات (یا وام دهی) از بانک ها به بخش خصوصی و همچنین بازار بورس پیشرفته و شرکت های سرمایه گذاری فراوانی که موجبات تعریف و تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری مختلف را ایجاد می کنند، میانگین اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی و شاخص ارزش بازار سرمایه بیشتر از کشورهای با درآمد پایین می باشد.

- میانگین رشد GDP سرانه در کشورهای با درآمد بالا بیش از میانگین رشد GDP سرانه در کشورهای با درآمد پایین است. کشورهای با درآمد بالا دارای خصوصیات و ویژگی های توسعه اقتصادی مبتنی بر دانایی، تعامل فعال و موثر با اقتصاد جهانی، رقابت پذیری اقتصادی، امنیت سرمایه، گسترش سرمایه گذاری، برقراری انضباط مالی، مهار تورم، گسترش بازارهای مالی، ارتقاء کیفیت مدیریت اقتصادی، سازماندهی کارآمد امور تولید و

فن آوری، ایجاد تعادل‌های منطقه‌ای و ... می باشند. لذا تولید ناخالص داخلی و در نتیجه رشد اقتصادی از طریق چنین راهبردهایی بیش از کشورهای با درآمد پایین می باشد. میانگین کشور ایران در این شاخص بیش از کشورهای با درآمد پایین و کمتر از گروه کشورهای با درآمد بالا می باشد.

- میانگین فضای آزاد تجاری در کشورهای با درآمد بالا بیش از میانگین فضای آزاد تجاری در کشورهای با درآمد پایین است و میانگین کشور ایران در این شاخص کمتر از دو گروه کشورهای با درآمد بالا و پایین می باشد. کشورهای با درآمد بالا به دلیل گسترده بودن بازارهای مالی و در نتیجه در دسترس بودن منابع و امکانات مالی مناسب، امکان حضور در بازارهای جهانی را با توان تولید کالاهای با قابلیت صادرات و رقابتی را دارند. لذا کشورهای این گروه از میانگین بیشتری در فضای باز تجاری نسبت به کشورهای با درآمد پایین برخوردارند.

- میانگین نرخ تورم در کشورهای با درآمد بالا کمتر از میانگین نرخ تورم در کشورهای با درآمد پایین است و میانگین کشور ایران در این شاخص بیش از میانگین نرخ تورم در کشورهای با درآمد بالا و کمتر از نرخ تورم در کشورهای با درآمد پایین است. با بررسی ساختار اقتصاد کلان کشورهای با درآمد بالا، این نتیجه حاصل می شود که وجود تعادل های مالی در اقتصاد این کشورها موجبات عدم کسری بودجه را پدید می آورد. در نتیجه با برقراری تعادل بین تقاضا و عرضه پول، سطح عمومی قیمت ها دارای روند ثابت می باشد. نرخ تورم یک رقمی این گروه از کشورها حاکی از عدم کسری بودجه، رقابتی بودن نرخ واقعی ارز، متعادل بودن نرخ بهره و تراز پرداخت ها و نهایتاً محیط با ثبات اقتصاد کلان می باشد.

- میانگین اندازه دولت در کشورهای با درآمد بالا بیشتر از میانگین اندازه دولت در کشورهای با درآمد پایین است و میانگین کشور ایران در این شاخص بیش از کشورهای با درآمد پایین و کمتر از کشورهای با درآمد بالا است. در کشورهای توسعه یافته بازار مالی با توجه به وجود سرمایه و منابع مالی کافی، مخارج دولت منجر به گسترش فعالیت بخش عمومی، تقویت زیرساختار اقتصادی، رشد نهادهای اقتصادی، ارائه کالاها و خدمات عمومی مانند امنیت، بهداشت و آموزش عمومی، رفاه اجتماعی و سرمایه گذاری جهت

اجرای فعالیت های عمرانی می شود. لذا اینگونه کشورها از مخارج بیشتری نسبت به کشورهای با درآمد پایین برخوردارند. در حالی که بالا بودن نسبت مخارج دولتی در کشورهای در حال توسعه حاکی از دخالت و بزرگ بودن این دولت ها می باشد.

جدول شماره (۱): میانگین متغیرهای کلان اقتصادی

متغیر	کشورهای با درآمد بالا و سطح توسعه مالی بالا	کشورهای با درآمد متوسط و پایین و سطح توسعه مالی پایین	ایران
میانگین اعتبارات بخش خصوصی	۸۹/۷	۲۵/۳	۳۱/۶
میانگین شاخص ارزش بازار سرمایه	۶۰/۸	۲۰/۲	۳۲/۷
میانگین رشد تولید ناخالص داخلی	۲/۲	۰/۷۷	۰/۵۹
میانگین اندازه باز بودن تجاری	۸۱/۵	۶۰/۸	۳۳/۸
میانگین نرخ تورم	۱۲/۳	۶۱/۶	۲۰/۳
میانگین اندازه دولت	۱۷/۷	۱۳/۳	۱۴/۲

منبع: WDI 2008

۴- مدل های رگرسیونی رشد اقتصادی

به منظور آزمون فرضیه های تحقیق از داده های تابلویی (داده های سری زمانی برای کشورهای مورد مطالعه) استفاده می شود. در روش تابلویی جمله خطای u می تواند به صورت اثر ثابت و یا اثر تصادفی برآورد شود. در روش اثر ثابت فرض می شود که جمله خطای کشورها با متغیرهای توضیحی همبستگی دارند ولی در اثر تصادفی فرض بر این است که چنین همبستگی ای وجود ندارد (Green, 2003). برای تعیین روش برآورد مدل با داده های تابلویی، از آزمون هاسمن (Hausman) استفاده می شود. اگر فرضیه صفر رد نشود، تفاوتی بین دو روش اثر ثابت و اثر تصادفی نخواهد بود، ولی اگر رد شود به معنی برتری روش اثر ثابت بر اثر تصادفی است. نتایج این آزمون نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد معادله رگرسیونی به روش اثر تصادفی قابل برآورد است. لذا دو مدل رشد اقتصادی به روش اثر تصادفی برآورد می شود. یکی از این مدل ها برای کشورهای

با درآمد بالا و سطح توسعه مالی بالا و مدل دیگر برای کشورهای با درآمد متوسط و پایین و سطح توسعه مالی پایین برآورد می شود.

۱-۴- برآورد مدل رشد با تاکید بر بازار سرمایه

نتایج رگرسیونی بر اساس مدل تابلویی بین کشورهای با درآمد بالا که در ستون اول جدول شماره (۲) ارائه شده به شرح زیر می باشد. نتایج نشان می دهد که اگر رشد سرمایه گذاری به میزان یک درصد افزایش پیدا کند رشد تولید سرانه به میزان $0/09$ درصد افزایش می یابد. تورم در این مدل اثر منفی بر رشد اقتصادی به جای گذاشته است. مشاهده می شود که اگر تورم به میزان یک درصد افزایش یابد رشد اقتصادی به میزان $0/39$ درصد کاهش خواهد یافت. مخارج دولتی نیز اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد به طوری که یک درصد افزایش در نسبت مخارج دولتی به تولید باعث کاهش $3/22$ درصدی در رشد اقتصادی می شود. نیروی کار از دیگر متغیرهای موثر بر رشد است که در این مدل مشاهده می شود که اثر مثبت بر رشد به جا می گذارد. مطابق مدل تخمین زده شده تغییر یک درصد در نرخ رشد نیروی کار نسبت به کل جمعیت باعث تغییر رشد تولید سرانه به میزان $0/26$ درصد خواهد شد. در این مدل اثر باز بودن فضای تجاری در رشد اقتصادی کشورهای با درآمد بالا $1/53$ برآورد شده است. اثر شاخص اندازه بازار سرمایه در مدل نشان می دهد که توسعه بازار سرمایه اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد به گونه ای که یک درصد افزایش ارزش بازار سرمایه سبب افزایش رشد اقتصادی به میزان $2/71$ درصد می شود.

نتایج رگرسیونی بر اساس مدل تابلویی بین کشورهای با درآمد پایین و متوسط با سطح توسعه مالی پایین در ستون سوم جدول شماره (۲) ارائه شده است. نتایج نشان می دهد که اگر رشد سرمایه گذاری به میزان یک درصد افزایش پیدا کند رشد تولید سرانه به میزان $0/02$ درصد افزایش می یابد. تورم در این مدل اثر منفی بر رشد اقتصادی به جای گذاشته است. مشاهده می شود که اگر تورم به میزان یک درصد افزایش یابد رشد اقتصادی به میزان $0/32$ درصد کاهش خواهد یافت. مخارج دولتی نیز اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد به طوری که یک درصد افزایش در نسبت مخارج دولتی به تولید باعث

کاهش ۰/۸۷ درصدی در رشد اقتصادی می شود. نیروی کار از دیگر متغیرهای موثر بر رشد است که در این مدل مشاهده می شود که اثر مثبت بر رشد دارد. مطابق مدل تخمین زده شده تغییر یک درصد در نرخ نیروی کار نسبت به کل جمعیت باعث تغییر رشد تولید سرانه به میزان ۰/۵۱ درصد خواهد شد. در این مدل اثر باز بودن فضای تجاری در رشد اقتصادی کشورهای با درآمد بالا ۰/۶۸ برآورد شده است. اثر شاخص اندازه بازار سرمایه در مدل نشان می دهد که توسعه بازار سرمایه اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد به گونه ای که یک درصد افزایش ارزش بازار سرمایه سبب افزایش رشد اقتصادی به میزان ۱/۷۸ درصد می شود.

۲-۴- برآورد مدل رشد با تاکید بر توسعه مالی در بازار پول

نتایج رگرسیونی بر اساس مدل تابلویی بین کشورهای با درآمد بالا که در ستون دوم جدول شماره (۲) ارائه شده به شرح زیر می باشد. نتایج نشان می دهد که اگر رشد سرمایه گذاری به میزان یک درصد افزایش پیدا کند رشد تولید سرانه به میزان ۰/۰۸ درصد افزایش می یابد. تورم در این مدل اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد. اگر تورم به میزان یک درصد افزایش یابد رشد اقتصادی به میزان ۰/۴۹ درصد کاهش خواهد یافت. مخارج دولتی نیز اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد به طوری که یک درصد افزایش در نسبت مخارج دولتی به تولید باعث کاهش ۱/۱۵ درصدی در رشد اقتصادی می شود. نیروی کار از دیگر متغیرهای موثر بر رشد است که در این مدل مشاهده می شود که اثر مثبت بر رشد خواهد داشت. مطابق مدل تخمین زده شده تغییر یک درصد در نرخ نیروی کار نسبت به کل جمعیت باعث تغییر رشد تولید سرانه به میزان ۰/۲۵ درصد خواهد شد. اثر باز بودن فضای تجاری در رشد اقتصادی کشورهای با درآمد بالا ۰/۶ برآورد شده است. ضریب شاخص بازار پول در مدل حاضر نشان می دهد که توسعه بازار پول اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد به گونه ای که یک درصد افزایش در اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی سبب افزایش رشد اقتصادی به میزان ۰/۱۲ درصد می شود.

نتایج رگرسیونی بر اساس مدل تابلویی بین کشورهای با درآمد پایین و متوسط در ستون چهارم جدول شماره (۲) ارائه شده است. نتایج نشان می دهد که اگر رشد

سرمایه گذاری به میزان یک درصد افزایش پیدا کند رشد تولید سرانه به میزان ۰/۰۲۶ درصد افزایش می یابد. تورم در این مدل اثر منفی بر رشد اقتصادی خواهد داشت. مشاهده می شود که اگر تورم به میزان یک درصد افزایش یابد رشد اقتصادی به میزان ۰/۳۱ درصد کاهش خواهد یافت. یک درصد افزایش در نسبت مخارج دولتی به تولید باعث کاهش ۰/۸ درصدی در رشد اقتصادی می شود، نیروی کار اثر مثبت بر رشد دارد به گونه ای که تغییر یک درصد در نرخ نیروی کار نسبت به کل جمعیت باعث تغییر رشد تولید سرانه به میزان ۰/۵ درصد خواهد شد. در این مدل اثر باز بودن فضای تجاری در رشد اقتصادی کشورهای با درآمد بالا ۰/۶۵ برآورد شده است. ضریب شاخص بازار پول در مدل حاضر نشان می دهد که توسعه بازار پول اثر معناداری بر رشد اقتصادی ندارد.

۳-۴- مقایسه مدل های برآوردی

اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی در میان کشورها و در طول زمان یکسان نمی باشد (حسین و دیمیتریادس (۱۹۹۶)، دی گریگوریو و گودتی (۱۹۹۵) و اددکان (۱۹۹۶)). لوین (۲۰۰۰) و دی گریگوریو و گودتی (۱۹۹۵) نشان داده اند که اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی به سطح توسعه مالی بستگی دارد. یعنی در کشورهای در حال توسعه، این اثر ممکن است قابل چشم پوشی و یا از نظر آماری بی معنا باشد. در کشورهای توسعه یافته کانال اثرگذاری مثبت است و با افزایش سطح توسعه مالی، اثر مثبت آن بر رشد کاهش می یابد که این مسئله می تواند ناشی از بازده نزولی نسبت به مقیاس در بخش توسعه مالی باشد.

مقایسه ضرایب شاخص ارزش بازار سرمایه در کشورهای با درآمد بالا و پایین (مدل های اول و سوم) نشان می دهد که میزان اثرگذاری توسعه بازار سرمایه در کشورهای با درآمد بالا بیشتر از سایر کشورها می باشد که این نتیجه با نتایج مطالعات خارجی نیز سازگار است. همانطور که در جدول (۱) مشاهده شد متوسط ارزش بازار سرمایه در کشورهای با درآمد بالا بیشتر از کشورهای با درآمد بالا است. در واقع این کشورها به دلیل بازار بورس پیشرفته تر و شرکت های فعال سرمایه گذاری قادرند که

موجبات تعریف و تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری مختلف را ایجاد کنند که موجب افزایش سطح سرمایه گذاری و بالتبع رشد اقتصادی بالاتر خواهد شد.

نتایج این تحقیق در بازار پول نیز نشان می دهد که ضریب اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی در کشورهای با درآمد بالا مثبت و معنادار و در کشورهای با درآمد پایین بسیار ناچیز و همچنین از نظر آماری بی معنا است (مدل های دوم و چهارم) که با نتایج مطالعات خارجی نیز سازگار است. دلیل آن را می توان به این صورت بیان کرد که اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی علاوه بر اعتبارات اعطایی نهاد های مالی خصوصی شامل اعتبارات تخصیص یافته بانک مرکزی و بانک های دولتی نیز می شود. در کشورهای در حال توسعه سهم نهادهای پولی دولتی فعال در بازار پول نسبت به نهادهای خصوصی بیشتر است. در موسسات مالی مذکور، اعتبارات بر اساس سوددهی پروژه واگذار نمی شود و به صورت تکلیفی اعطا می شود. همچنین به دلیل وجود سرکوب مالی، نرخ تسهیلات ارائه شده بسیار پایین تر از نرخ بازار است لذا پروژه های با نرخ سوددهی پایین تر نیز قبول می شوند هر چند از نظر اقتصادی با صرفه نمی باشند. بنابراین در این کشورها پرداخت این تسهیلات لزوما منجر به افزایش سطح سرمایه گذاری و افزایش رشد اقتصادی نخواهد شد.

جدول شماره (۲): نتایج حاصل از برآورد چهار مدل رشد اقتصادی با تاکید بر توسعه مالی

متغیرها	مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	مدل چهارم
رشد سرمایه گذاری	۰/۰۹ (۲/۳)	۰/۰۸ (۳/۳)	۰/۰۲ (۴/۹)	۰/۰۲۶ (۴/۹۶)
تورم	-۰/۳۹ (-۲/۵۴)	-۰/۴۹ (-۴/۲۶)	-۰/۳۲ (-۳/۶۴)	-۰/۳۱ (-۳/۵۵)
مخارج دولتی	-۳/۲۲ (-۳/۶)	-۱/۱۵ (-۲/۵۳)	-۰/۸۷ (-۳/۵۶)	-۰/۸ (-۳/۱۷)
نیروی کار	۰/۲۶ (۱/۸۰)	۰/۲۵ (-۱/۹)	۰/۵۱ (۶/۳۴)	۰/۵۲ (۶/۴۲)
نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید	۱/۵۳ (-۳/۲۷)	۰/۶ (-۱/۳۶)	۰/۶۸ (۲/۲۶)	۰/۶۵ (۲/۱۵)
ارزش بازار سرمایه	۲/۷۱ (۴/۵۶)	-	۱/۷۸ (۷/۳۶)	-
اعتبارات بخش خصوصی	۰/۱۲ (۳/۴۹)	۰/۱۲ (۳/۴۹)	۰/۰۰۰۹ (۰/۲۷)	-
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۲	۰/۵۷	۰/۴۷	۰/۵۸

نتیجه گیری و بحث

۱- مطالعات در حوزه توسعه مالی و رشد اقتصادی نشان می دهد که افزایش دسترسی به ابزارهای مالی و نهادهای مالی هزینه اطلاعات و مبادلات را در اقتصاد کاهش می دهد و سبب رشد اقتصادی خواهد شد. لیکن تاثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در بین تمام کشورها یکسان نخواهد بود بلکه به سطح توسعه مالی کشورها بستگی دارد. در کشورهای با سطح توسعه مالی پایین این اثر نامشخص خواهد بود ممکن است مثبت، صفر و حتی منفی باشد اما در کشورهای با سطح توسعه مالی بالا، تاثیر آن حتما مثبت خواهد بود. هاگس (۱۹۹۹) معتقد است که در بازارهای مالی بزرگتر فرصت های بیشتری برای مدیریت ریسک ایجاد می شود لذا بازارهای مالی بزرگتر کاراتر هستند. همچنین ساندراراجان و بالینو (۱۹۹۱) بر اساس تجربه کشورهای مختلف نشان داده اند که توسعه سیستم مالی در صورتی اثربخش خواهد بود که مقامات اجرایی مهارت کافی را برای مدیریت این توسعه داشته باشند بیشتر این مهارت نیز در فرایند یادگیری در هنگام عمل ایجاد می شود یعنی با مجربان کارآمد، بخش مالی می تواند تا اندازه ای نیز توسعه یابد قبل از آن که قوانین آن پیچیده شده باشند.

۲- اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در قالب مدل رشد درونزا بررسی شده است که رشد اقتصادی تابعی از نرخ تورم، اندازه دولت، باز بودن تجاری، نیروی کار، رشد سرمایه گذاری و متغیرهای توسعه بخش پولی و سرمایه در نظر گرفته شده است. مدل برای دو گروه از کشورهای با درآمد بالا و از نظر سطح مالی توسعه یافته تر و کشورهای با درآمد پایین و از نظر سطح مالی کمتر توسعه یافته و در دو حالت توسعه بازار پول و سرمایه برآورد شد. ضرایب نرخ تورم، اندازه دولت، باز بودن تجاری، نیروی کار، رشد سرمایه گذاری مطابق با تئوری است.

۳- مقایسه ضرایب شاخص ارزش بازار سرمایه در کشورهای با درآمد بالا و کشورهای با درآمد متوسط و پایین نشان می دهد که میزان اثرگذاری توسعه بازار سرمایه در کشورهای با درآمد بالا بیشتر از سایر کشورها می باشد. کشورهای با درآمد بالا به دلیل بازار بورس پیشرفته تر و شرکت های فعال سرمایه گذاری قادرند که موجبات تعریف و

تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری مختلف را ایجاد کنند که موجب افزایش سطح سرمایه گذاری و بالتبع رشد اقتصادی بالاتر خواهد شد.

۴- ضریب اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی در کشورهای با درآمد بالا مثبت و معنادار و در کشورهای با درآمد پایین بسیار ناچیز و همچنین از نظر آماری بی معنا است. دلیل آن را می توان به این صورت بیان کرد که در کشورهای در حال توسعه سهم نهادهای پولی دولتی فعال در بازار پول نسبت به نهادهای خصوصی بیشتر است. در موسسات مالی مذکور، اعتبارات بر اساس سوددهی پروژه واگذار نمی شود و به صورت تکلیف شده اعطا می شود. همچنین به دلیل وجود سرکوب مالی، نرخ تسهیلات ارائه شده بسیا پایین تر از نرخ بازار است لذا پروژه های با نرخ سوددهی پایین تر نیز قبول می شوند که از نظر اقتصادی با صرفه نمی باشند. بنابراین در این کشورها پرداخت این تسهیلات لزوما منجر به افزایش سطح سرمایه گذاری و افزایش رشد اقتصادی نخواهد شد.

پیوست

لیست کشورهای تحقیق بر اساس تقسیم بندی بازار های مالی

کشورهای توسعه یافته مالی در بازار پول:
کانادا- سوئیس - چین -آلمان-اسپانیا- فنلاند- فرانسه- انگلستان- ایتالیا- ژاپن-مالزی-هلند- نیوزیلند- پرتغال- سوئد -آمریکا - دانمارک
کشورهای توسعه نیافته مالی در بازار پول:
بروندی- بلگیوم- بنین-بورکینافاسو- بنگلادش- بولیوی- آفریقای مرکزی- ساحل عاج- کامرون- کلمبیا- کاستاریکا- جمهوری چک- جمهوری دومنیکن- اکوادور- استونیا- گابون- غنا- گامبیا- گواتامالا- هونداروس- مجارستان- ایران- جامائیکا- کنیا- سری لانکا- لسوتو- لیتوانی- لوکزامبورگ- لاتویا- مراکش- ماداگاسکار- مالی- نیجر- نیجریه- نیکاراگوئه- پاکستان- پاناما- پرو- فیلیپین- لهستان- پاراگوئه- رواندا- سنگال- سیرالئون- السالوادور- جمهوری اسلواک- اسلوانی- سوازیلند- سوریه- چاد- توگو- تیرینیداد و توباگو- اروگوئه- ونزوئلا- زامبیا- زیمباوه- تونس- مکزیک- شیلی- قبرس- تایلند- اتریش- الجزایر- هند- مصر- یونان- ایرلند-ایلند-
کشورهای توسعه یافته مالی در بازار سرمایه:
کانادا- سوئیس - انگلستان- آلمان - مالزی- ایتالیا- فرانسه- آمریکا- اسپانیا- چین
کشورهای توسعه نیافته مالی در بازار سرمایه:
تونس- بروندی- بلگیوم- بنین-بورکینافاسو- بنگلادش- بولیوی- آفریقای مرکزی- ساحل عاج- کامرون- کاستاریکا- قبرس- جمهوری چک- دانمارک- جمهوری دومنیکن- الجزایر- اکوادور- فنلاند- استونیا- گابون- غنا- گامبیا- یونان- گواتامالا- هونداروس- مجارستان- هند-ایران- آیلند- ایرلند- جامائیکا- ژاپن-کنیا- سری لانکا- لسوتو- لیتوانی- لاتویا- مراکش- ماداگاسکار- مکزیک- مالی- نیجر- نیجریه- نیکاراگوئه- هلند- نیوزیلند- پاکستان- پاناما- پرو- فیلیپین- لهستان- پرتغال-پاراگوئه- رواندا- سنگال- سیرالئون- السالوادور- جمهوری اسلواک- اسلوانی- سوئد- سوازیلند- سوریه- چاد- توگو- تیرینیداد و توباگو- اروگوئه- ونزوئلا- زامبیا- زیمباوه-تایلند- کلمبیا- لوکزامبورگ- شیلی- اتریش- مصر

فهرست منابع

- ۱) ختایی، محمود (۱۳۷۸)، "گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی"، موسسه تحقیقات پولی و بانکی.
- ۲) صمدی، علی حسین (۱۳۷۹)، گسترش مالی و رشد اقتصادی: آزمون ریشه واحد و همگرایی در حضور تغییر جهت‌های ساختاری"، مجله برنامه و بودجه، شماره ۱۰ و ۱۱.
- ۳) خاوری، کشاورزبان پیوستی و عظیمی (۱۳۸۲)، "آزادسازی نرخ سود و تأثیر آن بر متغیرهای کلان اقتصاد ایران"، کنفرانس سیاستهای پولی و بانکی.
- ۴) احسانی، محمد علی (۱۳۸۳)، "واسطه‌های مالی در اقتصاد ایران"، پژوهشکده پولی و بانکی.
- ۵) نظیفی، فاطمه (۱۳۸۳)، "توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران"، پژوهشنامه اقتصادی، سال چهارم، شماره ۳.
- ۶) تقوی، مهدی و مریم خلیلی عراقی (۱۳۸۴)، "عوامل موثر بر سرکوب مالی و سلسله مراتب تاثیر آنها بر اقتصاد"، فصلنامه پژوهشهای اقتصاد ایران، شماره ۲۲.
- ۷) کمیجانی، اکبر و رویا سیفی پور (۱۳۸۵)، "بررسی اثرات سرکوب مالی بر رشد اقتصادی در ایران"، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی تربیت مدرس.
- 8) Schumpeter, Joseph (1912), "The Theory of Economic Development".
- 9) Hicks, John (1969), "A Theory of Economic History". Oxford, Clarendon Press.
- 10) Mackinnon Ronald I, (1973) "Money and Capital in Economic Development," Washington, D.C. Brooking Institution
- 11) Fry, Maxwell, J. (1978), "Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?" Journal of Money, Credit and Banking, 10 (4, Worember), 464-475.
- 12) King, Robert & Levine, Ross, (1993a), "Finance, Entrepreneur ship and Growth", Journal of Monetary Economics, vol. 32, 513-542.
- 13) Hughes, Joseph (1999), "Incorporating Risk in to the Analysis of Production", Atlantic Economic Journal, 27(1), pp.1-23.
- 14) Sandrarajan, V. and Thomas Balino (1991), "Banking Crises: Casea and Issues", International Monetary Fund: Washington D.C.
- 15) Shaw, Edward S., (1973) "Financial Deepening in Economic Development", New York: Oxford University Press.

- 16) Mathieson, Donald Y, (1980) "Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy", Journal of Development Economics, 7(3, Sep.), 359-395.
- 17) Kapur, Basant k., (1974), "Monetary Growth models of less Developed Economies", Stanford Stanford University, Ph. D. Thesis.
- 18) De Gregorio, Jose & Pablo E.Guidotti (1993), "Financial Development and Economic Growth, Washington D.C.: International Monetary Fund, July.
- 19) King, Robert & Levine, Ross (1993b), "Finance, Entrepreneurship and Growth", Journal of Monetary Economics, vol. 32, 1-30.
- 20) Beck, T., Levin, King, Loayza (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", Journal of Monetary Economic, Vol. 46, PP. 31-773
- 21) Trabelsi, Mohammad (2002), "Finance and Growth: Empirical Evidence from Developing Countries 1960-1990".
- 22) Rioja, F. and valev, N. (2003), "Finance and the Sources of Growth of Various Stages of Economic Development", Economic Inquiry.
- 23) Loayza Norman V. and Romain Ranciere (2006), "Financial Development Fragility and Growth", Journal of Money, Credit and Banking, (38), 1051-76.
- 24) Shen, Chung-Hau, lee, (2006), Same Financial Development Yet Different Economic Growth Why?' Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 18, NO. 7, PP. 1907-1944.
- 25) Rousseau, Peter L. and Wachtel, Paul (2007), "What is happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth"?