

بررسی تطبیقی اثر گسترش بازارهای مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای

توسعه یافته و در حال توسعه با روش داده های تلفیقی ۲۰۰۸ - ۱۹۷۵

دکتر قدرت الله امام وردی^۱

مهدی فراهانی^۲

فاطمه شقاقی^۳

چکیده

در این مطالعه به بررسی تاثیر گسترش بازارهای مالی بر رشد اقتصادی در دو گروه از کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه خواهیم پرداخت و بررسی خواهد شد که آیا شاخص های توسعه مالی اثر مثبتی بر رشد اقتصادی دارند و آیا این اثر در دو گروه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه متفاوت است یا نه؟ مطالعات آماری در خصوص ۱۲۰ کشور در سه گروه انجام شده است. ابتدا محاسبات برای کل ۱۲۰ کشور انجام شده و سپس کشورها به دو دسته تقسیم شده است. ۵۳ کشور با درآمد بالا (از جمله آمریکا، آلمان فرانسه و...) و متوسط به بالا و ۶۷ کشور با درآمد پایین و متوسط به پایین (از جمله پاکستان، هند، ایران و...) برای سالهای ۲۰۰۸-۱۹۷۵ صورت گرفته است. همچنین از شاخصهای توسعه بازارهای سهام نیز به عنوان شاخصهای توسعه مالی سود خواهیم جست. دادها به صورت Panel (تلفیقی) و از تکنیک GMM استفاده شده است. نتایج مدل حاکی از آن است که رابطه مثبتی بین توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی در دو گروه از کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا و درآمد پایین و متوسط به پایین وجود دارد و این اثر در مورد کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا قوی تر است.

واژگان کلیدی: بازار مالی، توسعه مالی، رشد اقتصادی، کشورهای در حال توسعه، روش تعمیم یافته گشتاورها

JEL: E17, E42, E47, E52, E58 طبقه بندی

* استادیار گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی،

E.Mail:mamverdi@gmail.com

** دانشجوی دکترا دانشگاه شیراز و مدرس دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج

farahani144@gmail.com E.Mail:

E.Mail:fateme.sh@gmail.com

** کارشناس ارشد اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی،

مقدمه

اهمیت توسعه یافتگی بازارهای مالی در رشد اقتصادی تا چند دهه اخیر جزء مباحث فراموش شده در اقتصاد توسعه بوده است. بازارهای مالی به سبب نقش اساسی در گردآوری منابع از طریق پس اندازها، بهینه سازی گردش منابع مالی و هدایت آنها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه گذاری در بخشهای مولد اقتصادی تاثیر زیادی در رشد اقتصادی کشورها ایفا می کنند به طوری که برخی اقتصاد دانان بر این عقیده اند که تفاوت اقتصادهای توسعه یافته و توسعه نیافته، نه در تکنولوژی پیشرفته توسعه یافته ها بلکه در وجود بازارهای مالی یکپارچه فعال و گسترده است.

مفهوم توسعه مالی پس از طرح مفهوم سرکوب مالی، در دهه هفتاد مورد توجه بیشتری قرار گرفت. اولین مطالعه برای سنجش تاثیر توسعه یافتگی مالی بر رشد اقتصادی توسط گلد اسمیت^۱ در سال ۱۹۶۹ میلادی صورت گرفت که البته از زاویه روش های سنجش و مدل اقتصاد سنجی نقدهای مهمی بر آن وارد است، با این همه این مطالعه این سوال مهم را پیش پای محققان و سیاستگذاران قرار داد که آیا بین رشد اقتصادی و توسعه یافتگی مالی رابطه ای وجود دارد و اگر وجود دارد جهت علیت از کدام سمت است؟

توجه پژوهشگران به ارتباط بین سطح توسعه مالی و رشد اقتصادی اصولاً ناشی از توسعه مدل های رشد درون زا می باشد که طی آنها امکان تاثیر ترتیبات نهادی روی نرخ های رشد تدارک دیده شده است و بر طبق آن توسعه مالی می تواند نرخ رشد اقتصادی را از طریق بهره وری سرمایه (A)، کارایی نظام مالی (Φ) و یا نرخ پس انداز (S) تحت تاثیر قرار دهد.

در این مطالعه به بررسی تاثیر گسترش بازارهای مالی بر رشد اقتصادی در دو گروه از کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه خواهیم پرداخت و بررسی خواهد شد که آیا شاخص های توسعه مالی اثر مثبتی بر رشد اقتصادی دارند و آیا این اثر در دو گروه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه متفاوت است یا نه؟ همچنین از شاخصهای توسعه بازارهای سهام نیز به عنوان شاخصهای توسعه مالی سود خواهیم جست.

فرضیه ها و سوال های تحقیق

۱. توسعه مالی تاثیر مثبتی بر رشد اقتصادی دارد.
۲. آثار توسعه مالی بر رشد اقتصادی در دو گروه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه متفاوت است.

۱. مبانی نظری:

دستیابی به رشد اقتصادی نیازمند ایجاد برخی سازو کارهای خاص در عرصه های اجتماعی، فرهنگی و اقتصادی است که بازارهای مالی قدرتمند از جمله این سازو کارهای خاص در عرصه اقتصادی به شمار می رود

نظریات متعددی پیرامون رشد اقتصادی توسط اقتصاددانان مطرح شده است که از جمله نظریات اخیر آنها رشد درون‌زا می‌باشد. این نظریات مدعی هستند که علاوه بر برخورداری از سازگاری درونی قادرند مسائل مربوط به تفاوت‌های موجود در سطح رشد اقتصادی کشورها و یا تفاوت در نرخ رشد آنان را پاسخ دهند. گروهی از این نظریات به رابطه بازارهای مالی و رشد اقتصادی توجه خاص دارند و با الهام از نظریات شومپیتر برای نشان دادن ارتباط درونی بین نوآوری و مقولات مالی در فرآیند رشد اقتصادی مدل‌هایی را ارائه داده‌اند. در الگوهای رشد درون‌زا کارکرد مالی از دو مجرای نرخ انباشت سرمایه و نرخ نوآوری‌های فناوری بر رشد اقتصادی پایدار تاثیر می‌گذارد. تفاوت این الگوها با الگوهای رشد برون‌زا را می‌باید بیشتر در جایگاه تغییرات تکنولوژیکی جستجو کرد، به این صورت که تغییرات تکنولوژیکی در الگوهای نوع اول، در درون الگو و در الگوهای نوع دوم در بیرون الگو تعیین می‌شود.

تئوری رشد درون‌زا

تئوری رشد درون‌زا مفهومی ساده برای رشد اقتصادی است که از درون سیستم یا به عبارت بهتر از درون یک کشور، تحقق پیدا می‌کند. به طور کلی دو دلیل عمده برای توسعه مدل‌های رشد درون‌زا وجود دارد. اول اینکه اقتصاد و تولید کشورهای صنعتی نسبت به قرن گذشته بسیار بالاتر است و چنین رشد‌های بالایی نیاز به تئوری‌ها و دلایلی دارند که بتوانند این رشد‌های تکنولوژیکی و اقتصادی را به بهترین نحو توضیح دهند. علت دوم این است که تئوری رشد درون‌زا شق دیگری از توسعه را ارائه می‌دهد که مستقل از وابستگی به تجارت است. تئوری‌های سنتی رشد بر روی تجارت تاکید داشتند و آن را موتور رشد می‌دانستند در حالیکه تئوری رشد درون‌زا بر روی آموزش، مهارت نیروی کار و توسعه تکنولوژی‌های جدید تاکید دارد.

موج اخیر توجه پژوهشگران به ارتباط بین سطح توسعه مالی و رشد اقتصادی اصولاً ناشی از توسعه مدل‌های رشد درون‌زا می‌باشد که طی آنها امکان تاثیر ترتیبات نهادی روی نرخ‌های رشد تدارک دیده شده است. از این رو، این مدل‌ها می‌توانند بینش‌های مهمی از اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی را ارائه دهند.

ساده‌ترین نوع مدل رشد درون‌زا یعنی مدل Ak را در نظر بگیرید. اگر فرض شود که نسبت خاصی (Φ) از پس‌اندازها برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود، نرخ رشد حالت یکنواخت با تابع تولیدی از نوع Ak را می‌توان با رابطه زیر بیان کرد:

$$g = A\Phi s - \delta$$

که در آن g نرخ رشد یکنواخت، A بهره‌وری سرمایه، s نرخ پس‌انداز و δ نرخ استهلاک است. بنابراین، توسعه مالی می‌تواند نرخ رشد اقتصادی را از طریق بهره‌وری سرمایه (A)، کارایی نظام مالی (Φ) و یا نرخ پس‌انداز (s) تحت تاثیر قرار دهد.

در این چارچوب مجاری تاثیر گذاری بخش مالی روی بخش واقعی اقتصاد عبارتند از:

الف - تخصیص کارا تر سرمایه :

یک نظام مالی کارا با فراهم آوردن خدمات تسهیم ریسک، نقدینگی سریع و اطلاعات مناسب باعث

تخصیص کاراتر سرمایه شده و به این ترتیب رشد اقتصادی را بهبود بخشد.

ب - تبدیل کارای پس انداز به سرمایه گذاری:

یک نظام مالی از طریق واسطه های مالی ، پس انداز خانوارها را به سمت سرمایه گذاری هدایت می کند و بخشی از این منابع را به سمت خود جذب می کند زیرا کارکردهای اطلاعاتی و مبادلاتی در این نظام هزینه بر است. ممکن است پرداخت این نوع هزینه ها بنا به دلایلی (مثل انحصارات، قوانین و مقررات دولتی و سرکوب مالی که بعضا توسط برخی دولت ها اعمال می شود) بالا باشد. در این صورت شبه رانت های ایجاد شده در پرداخت تسهیلات منجر به تخصیص ناکارای منابع مالی بانک ها خواهد شد.

ج - اثر بر نرخ پس انداز:

توسعه مالی از طریق تاثیر بر نرخ بهره و نیز ریسک نرخ های بازدهی می تواند پس انداز را تحت تاثیر قرار دهد. در واقع ، توسعه مالی منجر به رقابتی شدن بازار سرمایه و کاهش نرخ بهره و ریسک سرمایه گذاری می شود. (نادری، ۱۳۸۲)

وظایف نظام مالی :

در این بخش کارکردها و وظایف نظام مالی را به طور اختصار شرح می دهیم و نشان می دهیم که نظام مالی از چه راههای بر رشد اقتصادی اثر می گذارد.

اگر چهارچوب وضعیتی ارو - دبرو در نظر گرفته شود که هزینه های اطلاعاتی یا معاملاتی وجود نداشته باشد ، هیچ نیازی به سیستم مالی که منابعی را صرف تحقق پروژه های سرمایه گذاری ، نظارت دقیق بر عملکرد مدیران و یا طراحی ترتیباتی جهت سهولت بخشیدن به مدیریت ریسک و معاملات کند نبود . از آنجا که چنین چارچوبی را نمی توان در دنیای واقعی تصور کرد داشتن یک سیستم مالی کار آمد برای رسیدن به رشد و توسعه اقتصادی لازم و ضروری به نظر می رسد ، به بیان دیگر وجود هزینه های دریافت اطلاعات و ایجاد مبادلات انگیزه هایی را برای ظهور نهادها و بازارهای مالی ایجاد می کند.

نظام مالی وظایفی را به عهده دارد که اجرای صحیح آن تخصیص کارای منابع را بدنبال می آورد . نظام مالی در مرکز تقاطع پس انداز کنندگان و استفاده کنندگان نهایی از این وجوه قرار دارد. به عنوان واسطه این وجوه ، نظام مالی پنج وظیفه اصلی را به انجام می رساند:

- ۱- ارزیابی بنگاهها و مدیران و طرحها را انجام می دهد و اطلاعاتی در خصوص فرصتهای سرمایه گذاری ایجاد می کند . ریسک اعتباری و جریان احتمالی درآمد های آتی بنگاه را ارزیابی می کند.
- ۲- تجهیز منابع از پس انداز های کوچک و پراکنده برای هدایت به سمت بنگاهها و طرحهایی که به عنوان بهترین شناسایی شده اند.
- ۳- اداره و کنترل شرکتی بنگاهها و مدیران را فراهم می کند.
- ۴- تسهیل تجارت و مبادله را برعهده دارد.
- ۵- تنوع ریسک را تسهیل می سازد . یعنی این امکان را می دهد که افراد وجوه خود را در سبد متنوعی از

سهام سرمایه گذاری کنند و خود را در مقابل ریسک شرکتی مصون دارند.

شاخصهای توسعه مالی :

لویین شاخصهای را برای اندازه گیری درجه توسعه مالی کشورها ارائه می دهد که به نوعی بیانگر ایفای مناسب این کارکردها توسط نظام مالی در اقتصاد است. شاخصهای مختلف نماینده جنبه های مختلف نظام مالی است.

۱- معیار Depth: نسبت تعهدات نقدی (پول در گردش و سپرده های دیداری) سیستم مالی به تولید ناخالص ملی. این شاخص نشان دهنده عمق مالی است و با این فرض ساخته می شود که میزان خدماتی که توسط سیستم مالی ارائه می شود رابطه مثبت با اندازه سیستم مالی دارد.

۲- معیار Bank: یعنی نسبت دارائی های داخلی بانکهای تجاری به دارائی های بانک مرکزی به علاوه دارائی های بانکهای تجاری که این نسبت اهمیت بانکهای تجاری در برابر بانک مرکزی را نشان می دهد. معیار سوم و چهارم درباره نحوه تخصیص اعتبارات به بخش خصوصی است.

۳- معیار Private برابر است با نسبت اعتبارات تخصیص داده شده به بخش خصوصی به کل اعتبارات داخلی (بجز اعتبارات تخصیص داده شده به بانکها) برای کشورهای توسعه یافته این شاخص به یک نزدیک است.

۴- معیار Privy برابر است با اعتبارات تخصیص داده شده به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی. این شاخص در نشان دادن وضعیت خصوصی سازی مکمل شاخص Private است و وضعیت مالی بخش خصوصی را در کل اقتصاد نشان می دهد و مقدار آن برای کشورهای توسعه یافته به سمت یک حرکت می کند و حتی فراتر هم می رود. فرضی که در این دو معیار در نظر گرفته شده است این است که سیستمهای مالی که اعتبارات بیشتری به بخش خصوصی ارائه می دهند بیشتر درگیر شناخت بنگاهها، اعمال کنترل مشترک، فراهم کردن خدمات مدیریت ریسک و... هستند تا سیستمهای که به سادگی اعتبارات را به دست دولت می سپارند.

در بعضی مطالعات شاخصهای توسعه بازار سهام نیز به عنوان شاخص توسعه مالی مورد استفاده قرار گرفته است. ۱- شاخص Turnover یا نسبت گردش که برابر با ارزش سهام داخلی مبادله شده در بورس بر کل ارزش سهام داخلی بورس.

نسبت گردش یک معیار مستقیم برای هزینه های مبادله یا توانایی فروش اوراق بهادار در قیمت های مشخص شده نمی باشد. بلکه این نسبت مبادله سهام را نسبت به اندازه بازار اندازه گیری می کند. بنابراین منعکس کننده اصطحاکها و اطلاعاتی است که مبادلات را بر می انگیزند. این نسبت در کشورهای مختلف تغییرپذیری بسیار زیادی را نشان می دهد. برای بازارهای بسیار فعال مانند بازارها در ژاپن یا ایالات متحده این نسبت در حدود ۰/۵ در دوره ۱۹۹۳-۱۹۷۶ بوده و در بازارهای با نقدینگی کمتر مانند بازارهای بنگلادش، شیلی و مصر ۰/۰۶ یا کمتر بوده است. (لویین، ۲۰۰۳)

۲- شاخص Value traded که برابر است با ارزش سهام داخلی مبادله شده در بورس تقسیم بر تولید ناخالص ملی. این شاخص نقد شوندگی را بر پایه حجم اقتصاد اندازه می گیرد.

در مطالعه دیگری و براساس یافته های مطالعه لویین شاخصهای توسعه و کارایی مالی را معرفی می کنند. این

محققان معتقدند توسعه مالی شامل ابعادی چون گسترش، ساختار و عملکرد نظام مالی (متشکل از بانک ها و دیگر موسسات مالی) می شود و شاخصهایی برای اندازه گیری در هر بُعد ارایه می دهند. برای اندازه گیری میزان گسترش نظام بانکی و اندازه آن شاخص نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی و شاخص نسبت بدهی بخش دولتی و غیر دولتی به نظام بانکی به کل داراییهای داخلی نظام بانکی، برای اندازه گیری کارکرد نظام بانکی در زمینه تبدیل پس انداز به سرمایه گذاری از شاخص نسبت بدهی بخش غیر دولتی نظام بانکی به تولید ناخالص داخلی برای اندازه گیری کارایی نظام بانکی از شاخص خالص درآمد بهره ای نسبت به کل دارایی ها و شاخص نسبت هزینه های سربار به کل داراییها و برای نشان دادن ساختار بازار از شاخص تمرکز (نسبت داراییهای سه تا از بزرگترین بانک ها به داراییهای کل بانک ها) استفاده می کنند.

۲. پیشینه تحقیق:

بررسی های تجربی انجام شده در سطح بین المللی نشان می دهند که رابطه مستقیمی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی وجود دارد. این بررسی ها در سطح مطالعات بین کشوری (در قالب داده های تابلویی) و بررسی های کشوری (در قالب روش های سری زمانی) و حتی در سطح صنایع و بنگاهها نیز موید این مطلب است که توسعه مالی، موجب رشد اقتصادی بلند مدت می گردد.

مطالعات انجام شده در خارج:

تحلیل های سری زمانی

مطالعه سری زمانی روسو (۱۹۹۹) روی اقتصاد ژاپن با تکنیک بردارهای خود رگرسیونی نشان می دهد که بخش مالی ابزاری برای ارتقای رشد اقتصاد قبل از جنگ جهانی اول بوده است. لوینتل و خان^۱ (۱۹۹۹) به بررسی رابطه بلند مدت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ده کشور در قالب الگوهای خود توضیح برداری و تصحیح خطای برداری پرداختند. کریستوپولوس و سیوناس از آزمون های ریشه واحد داده های تابلویی و تحلیل همجمعی مشترک یا هم انباشتگی برای بررسی رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ده کشور در حال توسعه استفاده کرده اند. آنان اشاره می کنند که بسیاری از مطالعات سری زمانی بخاطر دوره کوتاه مجموعه داده ها، نتایج قابل اتکایی ارائه نمی کنند. بدین ترتیب آنها از آزمون های سری های زمانی برای بدست آوردن استنتاج های علیت در چارچوب داده های تابلویی که اندازه نمونه را افزایش می دهد، استفاده می کنند و شواهد پر قدرتی بنفع این فرضیه که علیت بلند مدت از توسعه مالی به سمت رشد است و شواهدی در مورد دو طرفه بودن علیت وجود ندارد، بدست آورده اند. از این گذشته آنها یک بردار هم انباشته منحصر به فرد بین رشد و توسعه مالی پیدا کرده اند و بر ماهیت بلند مدت رابطه بین تامین مالی و رشد تاکید می کنند. روسو و سیلا^۲ (۱۹۹۹) و روسو (۱۹۹۸) نقش تاریخی تامین مالی در رشد اقتصادی ایالات متحده را با

1. Luintel, B. Khan
2. Rousseau and Sylla

شمول بازارهای سهام بررسی کرده اند. اینان از یک مجموعه از الگوهای سری های زمانی چند متغیره که معیارهای فعالیت بانکها و بازار سهام را با سرمایه گذاری، واردات و تاسیس شرکتهای برای دوره ۱۸۵۰-۱۷۹۰ ارتباط می دهند، استفاده کرده اند. روسو و سیلا (۱۹۹۹) حمایت پر قدرتی از نظریه "تامین مالی جلوتر از رشد حرکت می کند" در ایالات متحده بدست آورده اند. با حرکت فراتر از ایالات متحده، روسو و سیلا (۲۰۰۱) ۱۷ کشور را برای دوره زمانی ۱۹۹۷-۱۸۵۰ مورد مطالعه قرار داده اند. آنها شواهدی سازگار با این نظر که توسعه مالی برانگیزنده رشد اقتصادی در این کشورها بوده بدست آورده اند.

در یک بررسی در مورد بازارهای سهام، بانکها و رشد اقتصادی، آرسطیس، دیمتریادس و لوینتل^۱ (۲۰۰۰) حمایت بیشتر از این نظر که تامین مالی برانگیزنده رشد می باشد بدست آورده اما در مورد اندازه رابطه محتاط می باشند. آنان از آمار فصلی استفاده کرده و روشهای سری های زمانی را در مورد ۵ اقتصاد بکار گرفته و نشان می دهند که اگرچه هم بخش مالی و هم بازار سهام رشد آتی را توضیح می دهند، اثر توسعه بخش بانکی به مراتب بزرگتر از اثر توسعه بازار سهام می باشد. اما، اندازه نمونه بسیار محدود است و آشکار نیست که آیا آمارهای فصلی و یک بردار تصحیح خطا را بطور کامل می توان از عوامل با فرکانس بالایی که بر بازار سهام، بانکها و رشد اثر می گذارند، برای تمرکز بر رشد اقتصادی بلندمدت استخراج کرد. (لویین، ۲۰۰۳)

کریستوپولوس و تسیوناس (۲۰۰۴) با استفاده از روش OLS کاملاً تعدیل شده ارتباط بلندمدت بین عمق مالی و رشد اقتصادی ۱۰ کشور در حال توسعه را بررسی نموده اند. نتایج، حکایت از وجود رابطه بلندمدت و علیت یک طرفه از توسعه مالی به رشد اقتصادی دارد.

۳. تحلیل های تابلویی:

۱- یک کار تحقیقی که مبنایی برای تحقیقات بعدی شد توسط گلد اسمیت ۱۹۶۹ انجام شد او نسبت ارزش دارائی های واسطه های مالی به GDP را به عنوان شاخص توسعه مالی در نظر می گیرد با این فرض که اندازه سیستم مالی بطور معناداری و با علامت مثبت با کیفیت و ارائه خدمات مالی رابطه دارد. او با استفاده از داده های ۳۵ کشور از سال ۱۸۶۰ تا ۱۹۶۳ نتیجه می گیرد که یک هم جهتی تقریبی بین توسعه اقتصادی و مالی مشاهده می شود و اینکه نشانه های وجود دارد که در بعضی کشورها که اطلاعات وجود دارد، دوره های رشد سریع اقتصادی به همراه یک نرخ رشد مالی بالاتر از متوسط بوده است.

۲- کینگ و لویین: مطالعه این دو در سال ۱۹۹۳ سعی در رفع نقایص کار گلد اسمیت کرد. آنها ۸۰ کشور را در دوره ۱۹۸۹-۱۹۶۰ مورد بررسی قرار دادند و اثر سایر متغیرها بر رشد را هم در نظر گرفتند و انباشت سرمایه و رشد بهره وری را هم لحاظ کردند و شاخصهای دیگری نیز برای سنجش سطح توسعه نهاد های مالی در نظر گرفته اند و بررسی کردند که آیا سطح توسعه مالی می تواند پیش بینی کننده رشد بلندمدت اقتصادی و انباشت سرمایه و بهره وری باشد یا خیر؟

آنها چهارشاخص برای سنجش " سطح توسعه مالی " در نظر گرفتند. که بعدها به عنوان شاخص های توسعه مالی در کارهای زیادی مورد استفاده قرار گرفت. لوین به همراه همکاران خود در سالهای اخیر نیز مطالعات زیادی در این زمینه انجام داده اند از آن جمله می توان به مقاله ای تحت عنوان " توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی " اشاره نمود که لوین و زروس^۱ (۱۹۹۸) در آن روابط تجربی بین معیارهای مختلف توسعه بازارها، توسعه بانکی و رشد اقتصادی را در دوره (۹۳-۱۹۷۶) برای ۴۹ کشور مطالعه کردند. آنها روابط شش شاخص ارزش سهام مبادله شده داخلی به GDP، گردش وجوه یا نقدینگی بازار سهام، نوسانات بازدهی های سهام، اعتبارات بانکی، یکپارچگی بر مبنای تئوری آربتراژ بین المللی^۲ (APT) و یکپارچگی بر مبنای مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای بین المللی^۳ (CAMP) و رشد اقتصادی را مورد توجه قرار دادند.

حتی بعد از کنترل کردن عوامل متعدد مربوط به رشد اقتصادی بلندمدت، هر دو معیار نقدینگی بازار سهام و نیز توسعه بانکداری، به طور مثبت و قوی با نرخ های آینده رشد اقتصادی، تشکیل سرمایه و رشد بهره وری همبستگی داشتند. در واقع، آنها دریافتند که هیچ گونه شواهدی دال بر اینکه اندازه بازار، یکپارچگی بین المللی و نوسانات بازدهی سهام به طور خیلی قوی با شاخص های رشد ارتباط داشته باشند، وجود ندارد. به علاوه، هیچ یک از شش شاخص مورد توجه آنها دقیقاً با نرخ های پس انداز خصوصی همبسته نبودند.

۳- مطالعه تورنتون (۱۹۸۶) این تحقیق با استفاده از آزمون علیت گرنجر به بررسی رابطه علی بین دو متغیر GNP و نسبت سپرده های بانکی به تولید ناخالص داخلی اسمی (به عنوان شاخص توسعه مالی) برای ۲۲ کشور در حال توسعه پرداخته است. مزیت این تحقیق نسبت به مطالعات قبلی در لحاظ کردن موضوع پایایی داده ها می باشد. بنابراین نتایج آن از اعتبار بیشتری برخوردار است. تورنتون براساس اطلاعات ۲۲ کشور از آسیا، آمریکای لاتین و حوزه کارائیب و با استفاده از آزمونهای علیت گرنجر، رابطه بین دو متغیر را بررسی می کند و نتیجه می گیرد که در ۸ کشور، یک رابطه علی دو طرفه وجود دارد، در ۷ کشور گسترش مالی (در سطوح معناداری مختلف) منجر به رشد اقتصادی شده است و در ۶ کشور، رشد اقتصادی علت گسترش مالی بوده است. در تحقیقی که توسط سولی من و هوولز در سال ۲۰۰۳ برای چهار کشور شیلی، کره، مالزی و فیلیپین انجام شده است، رابطه بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی مورد آزمایش قرار گرفته است. این تحقیق در پی کشف کانال های اثر گذاری توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی در بلند مدت است و این فرضیه که در مدل های رشد درون زا، توسعه مالی با تاثیر بر سطح سرمایه گذاری و بالا بردن بهره وری سرمایه گذاری سبب رشد اقتصادی بالاتر می شود، مورد آزمون قرار می گیرد. برای بررسی رابطه علیت در این تحقیق از مدل های VAR استفاده شده است. سولی من و هوولز نتیجه می گیرند که گسترش بازار سهام با بالاترین کارایی و بهره وری سرمایه گذاری، سبب افزایش رشد اقتصادی در این چهار کشور گردیده است. (صمدی، نصراللهی ۱۳۸۶)

1. Levine and Zervos
2. Arbitrage Pricing Theory (APT)
3. Capital Asset Pricing Model (CAMP)

۴- 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 (بازبودن بازار سهام) اثر توسعه مالی بر رشد ضعیف نمی شود.

تحقیقات جدید

تحقیقات صورت گرفته در سال های اخیر با استفاده از رهیافت های جدید اقتصادسنجی و رفع نواقص کارهای قبلی به نقطه عطفی رسید که دیگر دغدغه آن بررسی صرف اثرات شاخص های مالی بر رشد اقتصادی نیست، بلکه با استفاده از مدل های جدید اقتصادسنجی سعی در یافتن مجراهای مؤثر در تعامل میان بخش های اقتصادی و بررسی "عوامل مؤثر" بر این تعامل دارند، برخی از این عوامل عبارتند از تورم، محیط قانونی موجود برای فعالیت نهادهای مالی، شاخصهای حکمرانی و میزان توسعه یافتگی کشورها. برای مثال، ریوجا و والو^۱ (۲۰۰۲) با استفاده از روش GMM برای ۷۴ کشور نشان دادند رابطه میان بخش مالی و رشد اقتصادی به میزان توسعه مالی کشورها بستگی دارد.

روسیو و واچتل^۲ (۲۰۰۳) در بررسی بین کشوری و دادهای تلفیقی برای ۸۴ کشور به این نتیجه رسیدند که در کشورهای فقیر رابطه میان بخش مالی و رشد اقتصادی مثبت است اما در کشورهای غنی این رابطه از میان رفته است. برخی از مطالعات نشان می دهند که ویژگی های نظام های حقوقی، مکانیزم های اعمال و اجرای قراردادهای و سیستمهای شفاف سازی اطلاعات بر توسعه مالی و به تبع آن رشد اقتصادی اثر می گذارند و بر اهمیت ایجاد چارچوب حقوقی و مقرراتی مناسب جهت نیل به توسعه بازارهای پول و سرمایه تاکید دارند.

لوین و بک و دمیرگک^۳ با استفاده از داده های تاریخی کشورهای مختلف و با برآوردهای اقتصادسنجی، نگرشهای مختلف در مورد عوامل مؤثر بر توسعه مالی را مورد آزمون قرار می دهند و بررسی می کنند که تفاوت میان کشورها به لحاظ توسعه مالی ناشی از کدامیک از عوامل، شامل نظام حقوقی^۳، ساختار سیاسی و منابع اولیه آن کشورها می باشد.

برخی اقتصاددانان نیز به بررسی آثار توسعه مالی بر عملکردهای تجاری پرداخته اند. نتایج بررسی بکروگرینبرگ (۲۰۰۵) در ارتباط میان توسعه مالی و صادرات نشان داد که داشتن نیک نظام مالی بهترباعث افزایش صادرات می شود. یافته های سوال ریدوولاچز (۲۰۰۵) دلالت بر این مهم داشت که کشورهای با نظامهای مالی به درستی توسعه یافته تمایل به متخصص شدن در صنایعی دارند که از درجه بالای یاز وابستگی به تامین مالی خارجی برخوردارند.

به طور کلی مطالعات اخیر نشان می دهد که دغدغه این تحقیقات بررسی صرف اثرات شاخص های مالی بر رشد اقتصادی نیست، بلکه یافتن مجراهای مؤثر در تعامل میان بخش مالی و رشد اقتصادی است.

مطالعات انجام گرفته در داخل :

1. Rioja, F. and N. Valev
2. Rousseau, P. L. and P. Wachtel
3. Legal Tradition

- در داخل کشور نیز مطالعاتی در زمینه گسترش مالی صورت گرفته است که به تعدادی از آنها اشاره می‌کنیم.
- ۱- از جمله مطالعاتی که در این زمینه صورت گرفته، می‌توان به تحقیقی که توسط محمود ختایی (۱۳۷۸) انجام شده اشاره نمود. ایشان در مطالعه خود بر مبنای مدل کینگ و لوین و با استفاده از روش حداقل مربعات دو مرحله‌ای و تحلیل ضرایب همبستگی و با استفاده از داده‌های اقتصاد ایران طی سالهای ۱۳۴۰-۱۳۷۳ به بررسی ارتباط بین دو مقوله بازارهای مالی و رشد اقتصادی پرداخته‌اند. وی در مقاله خود از مدلی که توسط کینگ و لوین ارائه شده استفاده کرده و از این طریق نقش بالقوه بازارهای مالی و انواع بازارهای پول و سرمایه را در افزایش رشد اقتصادی کشور نشان می‌دهد.
 - ۲- مهدی راستاد و مسعود نیلی (۱۳۸۰) با استفاده از روش Panel Data و به کارگیری متغیر مجازی در شیب، ارتباط بین شاخصهای توسعه مالی و رشد اقتصادی برای دو گروه از کشورهای صادرکننده نفت و آسیای شرقی با یکدیگر مقایسه شده است. نتیجه مطالعه نشان می‌دهد که برای گروه کشورهای صادرکننده نفت ارتباط ضعیف تری بین توسعه مالی و رشد اقتصادی برقرار است.
 - ۳- حمید ابریشمی و محسن رحیم زاده نامور (۱۳۸۴) در مقاله‌ای به بررسی تاثیر توسعه نظام مالی بر پس انداز خصوصی بر اساس روش هم‌انباشتگی یوهانسون- یوسیلیوس می‌پردازند. بر اساس اطلاعات سالیانه دوره ۱۳۳۸-۱۳۸۱ این نتیجه به دست آمد که نظام مالی ایران طی سه دهه اخیر بانک محور بوده است و سهم اوراق بهادار در این نظام بسیار کم رنگ است و توسعه نظام مالی به صورت محدود و منحصر به توسعه کمی شاخص‌های بانکی، تاثیر منفی بر پس انداز خصوصی در ایران داشته است.
 - ۴- مصطفی سلیمی فر (۱۳۸۹) در بررسی ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران دریافت که در بلندمدت یک رابطه علی دو طرفه میان شاخص ژرفای توسعه مالی با رشد اقتصادی و رابطه علی یک طرفه از شاخص کارایی و نیز شاخص کلی توسعه مالی به سمت رشد اقتصادی برقرار بوده است. ولی در کوتاه مدت تنها وجود رابطه علی یک طرفه از تولید ناخالص داخلی به شاخص کارایی توسعه مالی تایید شده است.
 - ۵- حسین صمدی در مقاله‌ای به بررسی عوامل موثر بر توسعه مالی با تاکید بر رابطه دراز مدت بین سرمایه اجتماعی و توسعه مالی پرداخته است. نتایج تحقیق حاکی از این است که تورمز یاد (به عنوان یک عامل اقتصادی)، مخدوش شدن حقوق مالکیت و نزول سرمایه اجتماعی از موانع عمده توسعه مالی در اقتصاد ایران هستند.

۴. برآورد مدل:

در این قسمت با استفاده از روش داده‌های تلفیقی و استفاده از متدهای اقتصاد سنجی با دسته بندی کشورها در دو گروه درآمدی به بررسی تعامل میان بخش مالی و رشد اقتصادی می‌پردازیم و نشان می‌دهیم که رابطه مثبتی بین توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی در دو گروه از کشورهای با درآمد متوسط بالا و درآمد متوسط پایین وجود دارد.

مدل تحقیق:

این مطالعه بر اساس تحقیقی است که لوین، بک و لویازا در سال ۱۹۹۹ انجام دادند و در آن ارتباط بین شاخصهای توسعه مالی و رشد را بررسی کردند. برای به دست آوردن رابطه بین رشد اقتصادی و شاخصهای مالی از روش تعمیم یافته گشتاورها^۱ استفاده کرده‌ایم که تخمین زنی برای پانل پویا^۲ است و امروزه به طور وسیع در کارهای تجربی جدید استفاده می‌شود. همانطور که گفته شد مدل مورد استفاده در این تحقیق بر اساس مدلی است که لوین، بک و لویازا در مطالعه ای در سال ۱۹۹۹ از آن استفاده کردند. شاخصهای رشد اقتصادی، متغیرهای کنترلی و شاخصهای توسعه مالی که در این تحقیق بکار گرفته شده بر اساس آن مطالعه در نظر گرفته شده است، البته ما از دو شاخص سهام نیز علاوه بر شاخص های توسعه مالی در آن مطالعه به عنوان شاخص توسعه مالی سوچسته ایم.

عوامل بسیاری بر رشد اقتصادی موثرند که ما در این تحقیق این عوامل را در دو دسته تبیین می‌کنیم. معادله مبنا به شکل زیر است:

$$Y_{i,t} = B_0 + B_1 Y_{i,t-1} + B_2 FD_{i,t} + B_3 X_{i,t} + \varepsilon_i$$

معادله فوق یک مدل داده های panel است که t نشان دهنده بعد زمان و I بعد مقطعی را نشان می‌دهد. ما از تصریح پویایی مدل استفاده می‌کنیم و Y_{t-1} را به سمت راست مدل اضافه می‌کنیم و وجود Y_{t-1} ماهیت پویایی مدل را حفظ کرده و لذا استفاده از تکنیک های خاصی را مطرح می‌کند.

$Y_{i,t}$: شاخص رشد می باشد که در اینجا از نرخ رشد GDP سرانه واقعی به عنوان شاخص رشد بهره می‌گیریم.
 $FD_{i,t}$: شاخص توسعه مالی می باشد، این شاخصها عبارتند از: شاخص عمق مالی Depth که برابر است با نسبت تعهدات نقدی (پول در گردش و سپرده های دیداری) سیستم مالی به تولید ناخالص داخلی که آن را با LL نمایش می‌دهیم، شاخص Bank نسبت دارائی های داخلی بانکهای تجاری به دارائی های بانک مرکزی به علاوه دارائی های بانکهای تجاری که در اینجا آنرا با DMBA نشان می‌دهیم، شاخص اعتبار بانکی Privy که برابر است با اعتبارات تخصیص داده شده به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی و آنرا با PCD نمایش می‌دهیم، شاخص نرخ گردش سهام Turnover که برابر با ارزش سهام داخلی مبادله شده در بورس بر کل ارزش سهام داخلی بورس است و آنرا با SMTR نشان دادیم و در نهایت شاخص ارزش مبادله شده Value Traded که برابر است با ارزش سهام داخلی مبادله شده در بورس تقسیم بر تولید ناخالص داخلی است که آنرا با SMTVT نشان داده ایم، ما انتظار داریم که همه شاخصهای توسعه مالی اثر مثبتی بر رشد اقتصادی داشته باشند.

$X_{i,t}$: از آنجایی که متغیرهای دیگری نیز بر رشد اقتصادی اثر می‌گذارند ما متغیرهای دیگری را تحت عنوان متغیرهای کنترلی به مدل می‌افزاییم تا اثر خالص شاخصهای توسعه مالی را بر رشد برآورد کنیم که عوامل

1. Generalized Method of Moments (GMM).
2. Dynamic Panel.

زیر را در بر می گیرد:

نرخ رشد تشکیل سرمایه ناخالص سرانه به عنوان شاخصی برای سرمایه گذاری فیزیکی در نظر گرفته شده و با PGCFG نشان می دهیم که انتظار داریم اثری مثبت بر رشد اقتصادی داشته باشد.

نرخ تورم که شاخصی برای بی ثباتی اقتصادی است از لحاظ نظری می تواند هم آثار مثبت و هم آثار منفی داشته باشد، ما از شاخص قیمت مصرف کننده CPI به عنوان شاخص تورم استفاده می کنیم و آنرا با INF نمایش می دهیم.

اندازه دولت که در اینجا نسبت هزینه های مصرفی دولت به تولید ناخالص داخلی را به عنوان شاخص اندازه دولت در نظر گرفته ایم و آنرا با GCE نشان می دهیم. از لحاظ نظری دولت در اقتصاد هم دارای آثار مثبت و هم دارای آثار منفی است. نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص باز بودن اقتصاد که در اینجا آنرا با open نمایش داده ایم، این متغیر درجه باز بودن اقتصادها و میزان مبادلات آنها با سایر اقتصادهای جهان را نشان می دهد.

تجارت خارجی از لحاظ نظری می تواند روی نرخ رشد اقتصادی اثر مثبت داشته باشد. افزایش حجم مبادلات بین المللی یک کشور می تواند باعث شود که کشور به سمت تخصص در تولید کالاهایی برود که در آنها مزیت نسبی دارد. از طرف دیگر افزایش حجم تجارت می تواند انتقال تکنولوژی را تسهیل و تسریع نماید و از این طریق نیز بر رشد اقتصادی اثر مثبت داشته باشد. بنابراین در تخمین معادلات انتظار داریم که ضریب این متغیر دارای علامت مثبت باشد.

ϵ_{it} : جمله خطا می باشد.

بدلیل تمرکز این تحقیق بر روی توسعه مالی تنها برخی از متغیرها را وارد مدل نموده ایم و عوامل دیگر موثر بر رشد در این مدل نادیده گرفته شده اند. کلیه متغیرها برای ۱۲۰ کشور و برای سالهای ۱۹۷۵-۲۰۰۸ استخراج شدند، البته با توجه به محدود بودن آمارهای سهام این دوره زمانی برای این شاخصها کوتاهتر بود. متغیرهای مدل و نحوه وارد کردن آنها در مدل به شرح جدول زیر است.

نرخ رشد تشکیل سرمایه ناخالص سرانه	PGCFG	لگاریتم یک به علاوه نرخ رشد تشکیل سرمایه ناخالص سرانه واقعی
نرخ رشد تولید ناخالص داخلی سرانه واقعی	GDPG	لگاریتم یک به علاوه نرخ رشد تولید ناخالص داخلی سرانه واقعی
شاخص آزادسازی تجاری	OPEN	لگاریتم نسبت مجموع صادرات و واردات کالاها و خدمات غیر مالی به GDP واقعی
شاخص تورم	INF	لگاریتم یک به علاوه نرخ تورم، شاخص قیمت مصرف کننده CPI

شاخص اندازه دولت	GCE	نسبت هزینه های مصرفی دولت به تولید ناخالص داخلی
شاخص اعتبار بانکی	PCD	لگاریتم اعتبارات تخصیص داده شده به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی
شاخص عمق بانکی	LL	لگاریتم نسبت تعهدات نقدی سیستم مالی به تولید ناخالص داخلی
شاخص بانک	DMBA	لگاریتم نسبت دارائی های داخلی بانکهای تجاری به دارائی های بانک مرکزی به علاوه دارائی های بانک تجاری
شاخص ارزش مبادله شده	SMTVT	لگاریتم نسبت ارزش سهام داخلی مبادله شده در بورس به تولید ناخالص داخلی
شاخص نرخ گردش سهام	SMTR	لگاریتم نسبت ارزش سهام داخلی مبادله شده در بورس به کل ارزش سهام داخلی

برآوردها در سه گروه انجام شده است. ابتدا برای کل ۱۲۰ کشور انجام شده و سپس کشورها به دو دسته تقسیم شده است. ۵۳ کشور با درآمد بالا و متوسط به بالا و ۶۷ کشور با درآمد پایین و متوسط به پایین ، برای گروه کل کشورها و کشورهای با درآمد بالا متوسط به بالا پنج تخمین به ازای پنج شاخص توسعه مالی صورت گرفته ولی برای کشورهای با درآمد پایین و متوسط به پایین به دلیل کافی نبودن آمارهای سهام و نبود شاخصهای سهام تنها سه تخمین با استفاده از شاخصهای بانکی برآورد شده است.

نتایج برآوردهای رگرسیونی با استفاده از نرم افزار Eviews برآورد گردیده است که در جداول ادامه آمده است. در کل تعداد سیزده تخمین زده شده، در هر معادله هر بار یک شاخص توسعه مالی را به همراه سایر متغیرهای کنترل وارد مدل کرده و مدل را تخمین زدیم.

برای تشکیل ماتریس ابزارها از متغیرهای زیر استفاده شده است به این صورت که برای متغیر GDP سرانه واقعی با یک دوره وقفه ما از ارزشهای وقفه دار به عنوان متغیر ابزاری استفاده کردیم و برای سایر متغیرها از مقادیر خودشان به عنوان متغیر ابزاری استفاده شده است.

- 1- @dyn(gdp,-2)
- 2- pgcfg
- 3- gce
- 4- inf
- 5- dmbs
- 6- open

آمار مورد استفاده برای برآورد مدل در این تحقیق از WDI (World Development Indicators) و IFS، پایگاه داده های راس لوین، بانک مرکزی و بورس اوراق بهادار ایران استخراج شده است. در مجموع از آمار ۱۲۰ کشور برای دوره زمانی ۲۰۰۸-۱۹۷۵ استفاده شده و این کشور ها در دو گروه درآمدی طبقه بندی شده اند.

جدول ۱: نتایج برآورد مدل رشد برای کلیه کشورهای نمونه به روش GMM
با استفاده از شاخص DMBA (۲۰۰۸-۱۹۷۵)

متغیر وابسته: رشد تولید سرانه ناخالص داخلی GDPG	
متغیر	برآورد ضرایب
نرخ تشکیل سرمایه ناخالص سرانه (PGCFG)	۰/۹۶*** (۰/۰۲۱)
نسبت صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی (OPEN)	۰/۴۶*** (۰/۰۱۱)
نرخ تورم (INF)	-۰/۷۹*** (۰/۰۱۸)
نسبت مخارج دولتی به تولید ناخالص داخلی (GCE)	-۳/۹۷*** (۰/۰۴۵)
نسبت دارایی های بانک تجاری به مجموع دارایی های بانک تجاری و مرکزی (DMBA)	۰/۱۱*** (۰/۰۰۹)
رشد تولید سرانه ناخالص داخلی با یک دوره وقفه ۱-GDPG	-۰/۰۰۰۴ (۰/۰۰۰۶)
تست سارجن	۰/۵۳۳
تعداد داده های مقطعی	۱۱۵
تعداد مشاهدات	۱۷۲۱
*معناداری در سطح ۰/۱ ** معناداری در سطح ۰/۰۵ ***معناداری در سطح ۰/۰۱ - اعداد داخل پرانتز در ستون ضرایب میزان انحراف معیار را نشان می دهد.	

نتایج برآورد مدل در جدول زیر با توضیح مختصری آورده شده است. در جدول فوق به غیر از رشد سرانه تولید ناخالص داخلی با یک وقفه (1-GDPG)، کلیه ضرایب دیگر در سطح ۰/۰۱ معنادار هستند. اثر مخارج مصرفی دولت بر رشد سرانه تولید ناخالص داخلی GDP منفی و معنی دار است. DMBA شاخص بانک که در اینجا به عنوان شاخص توسعه مالی بکار گرفته شده تاثیر مثبتی بر رشد GDP سرانه دارد به طوری که یک درصد

افزایش در DMBA ۰/۱۱ درصد رشد GDP سرانه را افزایش می دهد. تورم اثر منفی و معناداری بر رشد دارد به طوری که یک درصد افزایش در نرخ تورم ۰/۷۹ درصد رشد GDP را کاهش می دهد. شاخص بازبودن اقتصاد و سرمایه گذاری نیز همانطور که انتظار داشتیم اثر مثبت و قوی بر رشد اقتصادی دارد، شاخص OPEN با یک درصد افزایش باعث افزایش ۰/۴۶ درصدی در رشد GDP می شود و اگر نرخ سرمایه گذاری یک درصد افزایش یابد ۰/۹۶ درصد به رشد GDP می افزاید.

جدول ۲: نتایج برآورد مدل رشد برای کلیه کشورهای نمونه به روش GMM با استفاده از شاخص LL (۱۹۷۵-۲۰۰۸)

متغیر وابسته: رشد تولید سرانه ناخالص داخلی GDPG	
متغیر	برآورد ضرایب
نرخ تشکیل سرمایه ناخالص سرانه (PGCFG)	۱/۰۵۵*** (۰/۰۰۰۷)
نسبت صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی (OPEN)	۰/۴۵*** (۰/۰۰۱)
نرخ تورم (INF)	-۰/۷۵*** (۰/۰۰۲)
نسبت مخارج دولتی به تولید ناخالص داخلی (GCE)	-۳/۷۶*** (۰/۰۰۱)
نسبت تعهدات نقدی به تولید ناخالص داخلی (LL)	۰/۳۱*** (۰/۰۰۰۳)
رشد تولید سرانه ناخالص داخلی با یک دوره وقفه GDPG-1	۰/۰۲۵*** (۶/۳۳)
تست سارجن	۰/۲۲
تعداد داده های مقطعی	۱۱۵
تعداد مشاهدات	۱۷۱۵
*معناداری در سطح ۰/۱ **معناداری در سطح ۰/۰۵ ***معناداری در سطح ۰/۰۱ - اعداد داخل پرانتز در ستون ضرایب میزان انحراف معیار را نشان می دهد.	

در این جدول علائم شبیه جدول ۱ است با این تفاوت که رشد سرانه GDP با یک دوره وقفه به طور مثبت و معناداری بر رشد GDP سرانه موثر است و همچنین LL شاخص تعهدات نقدینگی که به عنوان شاخص توسعه مالی بکار گرفته شده اثری مثبت و معنادار بر رشد GDP سرانه دارد بطوری که یک درصد افزایش در

۶۰ فصلنامه علوم اقتصادی (سال چهارم، شماره ۱۴، بهار ۱۳۹۰)

LL باعث افزایش ۰/۳۱ درصد در رشد GDP سرانه می گردد. ضمناً اثر سرمایه گذاری نیز بر رشد GDP سرانه قوی تر از حالت قبلی است.

جدول (۳): نتایج برآورد مدل رشد برای کلیه کشورهای نمونه به روش GMM
با استفاده از شاخص PCD (۲۰۰۸-۱۹۷۵)

متغیر وابسته: رشد تولید سرانه ناخالص داخلی GDPG	
متغیر	برآورد ضرایب
نرخ تشکیل سرمایه ناخالص سرانه (PGCFG)	۱/۰۴۳*** (۰/۰۱۶)
نسبت صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی (OPEN)	۰/۴۰*** (۰/۰۱۷)
نرخ تورم (INF)	-۰/۷۷*** (۰/۰۳۱)
نسبت مخارج دولتی به تولید ناخالص داخلی (GCE)	-۳/۷۲*** (۰/۱۷)
نسبت اعتبارات اعطاشده به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (PCD)	-۰/۲۹*** (۰/۰۳۷)
رشد تولید سرانه ناخالص داخلی با یک دوره وقفه GDPG ₋₁	۰/۰۱۶*** (۰/۰۰۱)
تست سارجن	۰/۵۰۷
تعداد داده های مقطعی	۱۱۵
تعداد مشاهدات	۱۷۲۴

*معناداری در سطح ۰/۱ ** معناداری در سطح ۰/۰۵ ***معناداری در سطح ۰/۰۱

- اعداد داخل پرانتز در ستون ضرایب میزان انحراف معیار را نشان می دهد.

در جدول فوق شاخص PCD (اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی توسط بانکها) به عنوان شاخص توسعه مالی استفاده شده و اثری منفی و معنادار بر رشد GDP سرانه دارد که توضیح آن بعداً داده خواهد شد. بقیه ضرایب مثل قبل است.

جدول ۴: نتایج برآورد مدل رشد برای کلیه کشورهای نمونه به روش GMM
با استفاده از شاخص SMTR (۲۰۰۸-۱۹۷۵)

متغیر وابسته: رشد تولید سرانه ناخالص داخلی GDPG	
متغیر	برآورد ضرایب
نرخ تشکیل سرمایه ناخالص سرانه (PGCFG)	۰/۸۳*** (۰/۱۵)
نسبت صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی (OPEN)	۱/۰۰۵*** (۰/۲۲)
نرخ تورم (INF)	-۰/۴۱** (۰/۲۰)
نسبت مخارج دولتی به تولید ناخالص داخلی (GCE)	-۵/۰۲** (۲/۰۱)
نسبت ارزش سهام معامله شده به ارزش کل بورس (SMTR)	۰/۰۵* (۰/۰۳۲)
رشد تولید سرانه ناخالص داخلی با یک دوره وقفه ۱-GDPG	-۰/۱۷۵*** (۰/۰۳۳)
تست سارجن	۰/۲۴۲
تعداد داده های مقطعی	۷۹
تعداد مشاهدات	۸۳۲

*معناداری در سطح ۰/۱ ** معناداری در سطح ۰/۰۵ ***معناداری در سطح ۰/۰۱

- اعداد داخل پرانتز در ستون ضرایب میزان انحراف معیار را نشان می دهد .

در این جدول معناداری ضرایب کاهش یافته و شاخص SMTR به عنوان شاخص توسعه مالی استفاده شده که نرخ گردش سهام است و برابر با ارزش سهام داخلی مبادله شده در بورس بر کل ارزش سهام داخلی بورس است و این شاخص اثری مثبت و معناداری بر رشد GDP سرانه دارد بطوری که یک درصد افزایش در SMTR باعث افزایش ۰/۰۵ درصد در رشد GDP سرانه می گردد.

جدول ۵: نتایج برآورد مدل رشد برای کلیه کشورهای نمونه به روش GMM
با استفاده از شاخص SMTVT (۲۰۰۸-۱۹۷۵)

متغیر وابسته: رشد تولید سرانه ناخالص داخلی GDPG	
متغیر	برآورد ضرایب
نرخ تشکیل سرمایه ناخالص سرانه (PGCFG)	۰/۸۴*** (۰/۱۴)
نسبت صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی (open)	۰/۹۳*** (۰/۲۲)
نرخ تورم (INF)	-۰/۴۱** (۰/۱۹)
نسبت مخارج دولتی به تولید ناخالص داخلی (GCE)	-۴/۹۸** (۲/۰۱)
نسبت کل ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص داخلی (SMTVT)	۰/۰۵۹** (۰/۰۲۶)
رشد تولید سرانه ناخالص داخلی با یک دوره وقفه GDPG ₋₁	-۰/۱۷۷*** (۰/۰۳۳)
تست سارجن	۰/۲۷
تعداد داده های مقطعی	۷۹
تعداد مشاهدات	۸۷۱
*معناداری در سطح ۰/۱ ** معناداری در سطح ۰/۰۵ ***معناداری در سطح ۰/۰۱ - اعداد داخل پرانتز در ستون ضرایب میزان انحراف معیار را نشان می دهد.	

در این جدول نیز نتایج مثل قبل است و در اینجا هم SMTVT به عنوان شاخص توسعه مالی استفاده شده که شاخص ارزش مبادله شده است و برابر با ارزش سهام داخلی مبادله شده در بورس به تولید ناخالص داخلی است که اثری مثبت و معنادار بر رشد GDP دارد به طوری که یک درصد افزایش در SMTVT باعث افزایش ۰/۰۵۹ درصدی در رشد GDP سرانه می گردد.

به طور کلی همانطور که مشاهده می‌گردد در تمام تخمینها

الف - نرخ تشکیل سرمایه ناخالص سرانه که شاخصی است از سرمایه گذاری اثر مثبتی بر رشد اقتصادی دارد.

ب - اثر متغیر open (بازبودن تجارت خارجی) همانطور که انتظار می‌رفت مثبت و معنادار است.

ج - تورم به عنوان شاخص بی ثباتی اقتصاد اثر منفی و معناداری بر رشد اقتصادی دارد.

د - اثر مخارج دولتی بر رشد اقتصادی به طور معناداری منفی است.

ه - اثر رشد تولید سرانه ناخالص داخلی با یک دوره وقفه هم در اکثر موارد مثبت و معنی دار است.

و - اثر شاخصهای توسعه مالی همگی به جز در مورد شاخص PCD (اعتبارات به بخش خصوصی) بر رشد اقتصادی مثبت و معنی دار است. در مورد منفی بودن این شاخص می‌توان گفت که در بعضی تحقیقات نیز این گونه نتایج دیده شده و برخی از شاخصهای توسعه مالی اثر منفی بر رشد اقتصادی داشته اند، به عنوان مثال در مقاله Gergorio و Guido از کارشناسان صندوق بین المللی پول اثر شاخص اندازه اعتبارات بخش خصوصی بر رشد اقتصادی در مورد کشورهای امریکای لاتین منفی بدست آمده است، این نشانه ضعیف بودن این شاخص هاست چرا که هر کدام از این شاخصها به تنهایی نمی‌توانند بیانگر توسعه سیستم مالی باشند.

همچنین دلیل منفی شدن این شاخص را می‌توان استفاده نکردن این اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی در راه تولید و رشد اقتصادی عنوان کرد و اینکه احتمالاً این اعتبارات اعطاشده به بخش خصوصی در راه سفته بازی و کارهای دلالی استفاده شده است.

تست سارجن در این تخمینها نشان داد که ابزارهای استفاده شده کفایت لازم را دارا هستند.

نتایج برآورد مدل برای کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا و درآمد پایین و متوسط به پایین بطور خلاصه در یک جدول ارائه می‌شود و نتایج کامل آن در جداول ۶ تا ۱۰ در بخش ضمیمه آورده شده است.

جدول ۶: نتایج برآورد پنج معادله به ازای ۵ شاخص توسعه مالی برای کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا به روش GMM (طی دوره زمانی ۲۰۰۸-۱۹۷۷)

متغیر	معادله ۱	معادله ۲	معادله ۳	معادله ۴	معادله ۵
PGCFG	۱/۵۴*** (۰/۲۴)	۱/۸۱*** (۰/۱۰۵)	۱/۶۲*** (۰/۰۷۵)	۱/۶۳*** (۰/۱۷۷)	۱/۶۴*** (۰/۰۱۹)
OPEN	۰/۳۶ (۰/۴۹)	۰/۲۸*** (۰/۰۴۹)	۰/۶۸*** (۰/۱۴)	۰/۲۶* (۰/۱۵۸)	۰/۷۲*** (۰/۰۳۶)
INF	-۲/۴۴*** (۰/۳۶)	-۱/۵۱*** (۰/۱۴۷)	-۲/۷۹*** (۰/۱۹۷)	-۱/۲۲*** (۰/۲۷)	-۱/۶۸*** (۰/۰۳۷)

GCE	-۱۳/۰۳ (۷/۴۵)	-۵/۵۷*** (۰/۳۲)	-۷/۸۷*** (۰/۶۸)	-۴/۰۱** (۱/۶۶)	-۷/۱۹*** (۰/۳۱۹)
GDPG ₁	۰/۰۷۶*** (۰/۰۲۳)	۰/۱۸۷*** (۰/۰۰۶)	۰/۰۷۲*** (۰/۰۰۷۲)	۰/۲۶*** (۰/۰۲۹)	۰/۱۶*** (۰/۰۰۶۷)
DMBA	۰/۲۷ (۱/۰۰۷)				
LL		۰/۲۲*** (۰/۰۲۵)			
PCD			-۰/۵۸*** (۰/۰۵۴)		
SMTR				۰/۰۳۲* (۰/۰۲۳)	
SMTVT					۰/۰۳۱*** (۰/۰۰۴)

*معناداری در سطح ۰/۱ ** معناداری در سطح ۰/۰۵ ***معناداری در سطح ۰/۰۱

- اعداد داخل پرانتز میزان انحراف معیار ضرایب را نشان می دهد.

همانطور که ملاحظه می شود همه شاخصهای توسعه مالی بجز اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی اثر مثبتی بر رشد اقتصادی دارد.

شاخص تعهدات نقدینگی و شاخص SMTVT (شاخص ارزش مبادله شده) با سطح بالای معناداری (در سطح ۰/۰۱) اثر مثبتی بر رشد تولید ناخالص داخلی سرانه دارد به طوری که یک درصد افزایش در شاخص LL (تعهدات نقدینگی) منجر به افزایش ۰/۲۱ درصدی رشد GDP سرانه خواهد شد و یک درصد افزایش در SMTVT افزایش ۰/۳۱ درصدی در رشد GDP سرانه را در پی خواهد داشت.

همچنین یک درصد افزایش در SMTR (شاخص گردش سهام) باعث افزایش ۰/۳۲ درصدی در رشد GDP سرانه خواهد شد. شاخص DMBA (شاخص بانک) نیز اثر مثبتی بر رشد اقتصادی دارد و به ازای هر یک درصد افزایش در این شاخص ۰/۲۷ درصد به رشد اقتصادی افزوده می شود.

به طور کلی همانطور که مشاهده می گردد در تمام تخمینها:

الف - نرخ تشکیل سرمایه ناخالص سرانه که شاخصی است از سرمایه گذاری اثر مثبتی و کاملاً معناداری بر

رشد اقتصادی دارد.

ب - اثر متغیر open (بازبودن تجارت خارجی) همانطور که انتظار می رفت مثبت و در همه تخمینها به جز یک مورد معنادار است.

ج - تورم اثر منفی و معناداری بر رشد اقتصادی دارد.

د - اثر مخارج دولتی بر رشد اقتصادی به طور معناداری (به جز یک مورد) منفی است .

ه - اثر رشد تولید سرانه ناخالص داخلی با یک دوره وقفه هم در همه موارد مثبت و معنی دار است.

جدول (۷): نتایج برآورد سه معادله به ازای ۳ شاخص توسعه مالی برای کشورهای با درآمد پایین و متوسط به پایین به روش GMM (طی دوره زمانی ۲۰۰۸-۱۹۷۷)

متغیر	معادله ۱	معادله ۲	معادله ۳
PGCFG	۰/۶۵*** (۰/۰۴۱)	۰/۹۷*** (۰/۰۱۲)	۰/۹۲*** (۰/۰۰۳۵)
OPEN	۰/۳۶*** (۰/۰۵۲)	۰/۳۵*** (۰/۰۰۵۳)	۰/۳۲*** (۰/۰۰۱۴)
INF	-۰/۴۶*** (۰/۰۴۹)	-۰/۰۴۹*** (۰/۰۰۹۶)	-۰/۰۰۳۳ (۰/۰۰۳۲)
GCE	-۱/۴۷*** (۰/۱۲۳)	-۰/۶۲*** (۰/۰۱۹)	-۰/۷۲۲*** (۰/۰۱۲۹)
GDPG ₋₁	-۰/۰۵*** (۰/۰۰۵)	۰/۰۷۵*** (۰/۰۰۰۶۳)	۰/۰۷۶*** (۰/۰۰۰۳۶)
DMBA	۰/۲۹*** (۰/۰۸۳)		
LL		۰/۱۶۵*** (۰/۰۰۱۹)	
PCD			-۰/۰۹۲*** (۰/۰۰۱۲)

*معناداری در سطح ۰/۱ ** معناداری در سطح ۰/۰۵ ***معناداری در سطح ۰/۰۱

- اعداد داخل پرانتز در ستون ضرایب میزان انحراف معیار را نشان می دهد.

در اینجا نیز ملاحظه می شود شاخصهای توسعه مالی بجز اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی اثر مثبتی بر رشد اقتصادی دارد. به دلیل کافی نبودن آمار شاخصهای سهام و فعال نبودن بازار سهام در بسیاری از کشورهای با درآمد پایین و متوسط به پایین، برای این گروه کشورها تنها از شاخصهای بانکی به عنوان شاخص توسعه مالی

سود جسته ایم. شاخص بانک و تعهدات نقدینگی با سطح بالای معناداری (در سطح ۰/۰۱) اثر مثبتی بر رشد تولید ناخالص داخلی سرانه دارد به طوری که یک درصد افزایش در DMBA (شاخص بانک) منجر به افزایش ۰/۲۹ درصدی رشد GDP سرانه خواهد شد. همچنین یک درصد افزایش در LL (شاخص تعهدات نقدینگی) افزایش ۰/۱۶ در رشد GDP سرانه را در پی خواهد داشت.

در تمام تخمینها نتایج زیر مشاهده می شود:

الف - نرخ تشکیل سرمایه ناخالص سرانه اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد.

ب - متغیر شاخص open (بازبودن تجارت خارجی) همانطور که انتظار می رفت مثبت و معنادار است.

ج - تورم اثر منفی و معناداری (بجز یک مورد) بر رشد اقتصادی دارد.

د - اثر مخارج دولتی بر رشد اقتصادی به طور معناداری منفی است.

ه - اثر رشد تولید سرانه ناخالص داخلی با یک دوره وقفه بجز یک مورد مثبت و معنی دار است.

۵. مقایسه نتایج برآوردها در دو گروه کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا و درآمد

پایین و متوسط به پایین:

تاثیر مخارج مصرفی دولت، تورم، نرخ تشکیل سرمایه ناخالص و رشد تولید ناخالص سرانه با یک وقفه بر رشد اقتصادی در کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا قوی تر بود، مخصوصاً نسبت به شاخص تورم و مخارج مصرفی که این نشانگر حساسیت بالای شاخص رشد اقتصادی نسبت به این شاخصهاست و متفاوت بودن الگوی اقتصادی در این دو گروه کشورهاست.

البته علائم این متغیرها در هر دو گروه کشورهای با درآمد متوسط بالا و درآمد متوسط پایین یکسان بود. شاخص باز بودن اقتصاد تقریباً اثر مثبت و یکسانی بر رشد اقتصادی در دو گروه کشورها دارد. همه شاخصهای توسعه مالی به غیر از شاخص DMBA (شاخص بانک) در کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا اثر قوی تری دارند، به خصوص شاخص PCD (اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی) که در کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا اثر منفی و بسیار قوی تری نسبت به گروه کشورهای با درآمد پایین دارد. در مورد منفی بودن این شاخص قبلاً توضیح داده شده است.

شاخص DMBA در کشورهای با درآمد پایین و متوسط به پایین اثر قوی تر و معنی دار تری دارد در حالی که در کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا این شاخص بی معنی است و اثر ضعیف تری دارد و این نشان دهنده قدرت زیاد بانکها در تامین مالی بنگاهها در کشورهای با درآمد پایین و متوسط به پایین است. نقش بانکها و سیستم بانکی در رشد اقتصادی و تامین مالی طرح های اقتصادی کشورهای در حال توسعه به مراتب بیشتر از سهم بورس اوراق بهادار بوده است در حالی که در کشورهای توسعه یافته، نقش بازارهای سهام و اوراق بهادار در رشد اقتصادی بسیار فراتر از نقش بانکها و سیستم بانکی است.

همانطور که گفتیم به دلیل کافی نبودن آمار شاخصهای سهام و فعال نبودن بازار سهام در بسیاری از

کشورهای با درآمد پایین و متوسط به پایین، برای این گروه کشورها تنها از شاخصهای بانکی به عنوان شاخص توسعه مالی سود جسته ایم. ولی در مورد کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا شاخصهای سهام اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارند.

نتیجه گیری

در این فصل با استفاده از روش داده های تلفیقی و استفاده از متد تعمیم یافته گشتاورها با دسته بندی کشورها در دو گروه درآمدی به بررسی تعامل میان بخش مالی و رشد اقتصادی پرداختیم و نشان دادیم که بطور کلی رابطه مثبتی بین توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی در دو گروه از کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا و درآمد پایین و متوسط به پایین وجود دارد و این اثر در مورد کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا قوی تر است. در قسمت اول مدل تحقیق را بررسی کرده و به شرح روش تعمیم یافته گشتاورها پرداختیم، سپس به برآورد مدل و تجزیه و تحلیل داده ها پرداختیم و مشاهده گردید که در تمام تخمین ها

الف - نرخ تشکیل سرمایه ناخالص سرانه که شاخصی است از سرمایه گذاری اثر مثبتی بر رشد اقتصادی دارد.

ب - اثر متغیر open (بازبودن تجارت خارجی) همانطور که انتظار می رفت مثبت و معنادار است.

ج - تورم به عنوان شاخص بی ثباتی اقتصاداثر منفی و معناداری بر رشد اقتصادی دارد.

د - اثر مخارج دولتی بر رشد اقتصادی به طور معناداری منفی است.

ه - اثر رشد تولید سرانه ناخالص داخلی با یک دوره وقفه هم در اکثر موارد مثبت و معنی دار است.

و- اثر شاخصهای توسعه مالی همگی به جز در مورد شاخص PCD (اعتبارات به بخش خصوصی) بر رشد اقتصادی مثبت و معنی دار است. در مورد منفی بودن این شاخص می توان گفت که در بعضی تحقیقات نیز این گونه نتایج دیده شده و برخی از شاخصهای توسعه مالی اثر منفی بر رشد اقتصادی داشته اند، به عنوان مثال در مقاله Gergorio و Guidoth از کارشناسان صندوق بین المللی پول اثر شاخص اندازه اعتبارات بخش خصوصی بر رشد اقتصادی در مورد کشورهای امریکای لاتین منفی بدست آمده است و این نشانه ضعیف بودن این شاخصهاست چرا که هر کدام از این شاخصها به تنهایی نمی توانند بیانگر توسعه سیستم مالی باشند. همچنین دلیل منفی شدن این شاخص را می توان استفاده نکردن این اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی در راه تولید و رشد اقتصادی عنوان کرد و اینکه احتمالاً این اعتبارات اعطاشده به بخش خصوصی در راه سفته بازی و کارهای دلالی استفاده شده است.

در ادامه تفاوت بین دو گروه کشورها را از لحاظ اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی بررسی و مشاهده نمودیم که تقریباً همه شاخصهای توسعه مالی در کشورهای با درآمد متوسط بالا اثر قوی تری بر رشد اقتصادی دارند و این نشانگر حساسیت بالای شاخص رشد اقتصادی نسبت به تغییرات شاخصهای توسعه مالی در این کشورهاست. تنها شاخص DMBA در کشورهای با درآمد پایین و متوسط به پایین اثر قوی تر و معنی دار تری دارد در حالی که در کشورهای با درآمد بالا و متوسط به بالا این شاخص بی معنی است و اثر ضعیف تری دارد و این نشان دهنده قدرت زیاد بانکها در تامین مالی بنگاهها در کشورهای با درآمد متوسط پایین دارد. نقش بانکها و

سیستم بانکی در رشد اقتصادی و تامین مالی طرح های اقتصادی کشورهای در حال توسعه به مراتب بیشتر از سهم بورس اوراق بهادار بوده است. در حالی که در کشورهای توسعه یافته، نقش بازارهای سهام و اوراق بهادار در رشد اقتصادی بسیار زیاد است و شاخصهای سهام اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارند.

پیشنهاداتی برای بهبود نظام مالی کشورهای در حال توسعه

۱- تامین مالی بانک ها و بازار سرمایه در کشورهای در حال توسعه، بدون مقررات حقوقی و حقوق مالکیت نمی تواند چندان قابل ملاحظه باشد، زیرا بانک ها و بازارهای سرمایه بدون این قوانین نمی توانند به صورتی موثر فعالیت کنند. اقتصادهای ضعیف بدون نظام های مالی موثر، تنها بدتر شدن موقعیت نسبی خود در اقتصاد جهانی را تجربه خواهند نمود.

همچنین سیستم های حقوقی کارآمد با درجه بالای انعطاف پذیری و سازگاری و زمان کوتاه حل اختلافات و دعاوی حقوقی اثرات مطلوبی در دست یابی بنگاه ها به وام های مورد نیاز و افزایش سرمایه گذاری دارد، بنابراین اتخاذ مقررات حقوقی مناسب و مورد نیاز بانکها، موسسات مالی و بازار سرمایه در جهت حمایت از حقوق مالکیت خصوصی، ضمانت اجرایی در قرار دادهای مالی و افزایش امنیت سرمایه گذاران پیشنهاد می شود.

۲- تقریباً در تمام کشورهای در حال توسعه بازارهای مالی بسیار محدود و در مالکیت و کنترل نسبتاً شدید دولت هستند. مالکیت دولتی منبع ریسک سیاسی هستند و می توانند برای توسعه اقتصادی مضر باشند. سیاستمداران می توانند از تسهیلات این بانک ها برای ساختن پایه های سیاسی خود یا موکل هایشان، از راه ایجاد اشتغال در بنگاه های دولتی یا مورد حمایت دولت و تامین مالی این بنگاه ها استفاده کنند. به بیان دیگر هر گاه نیروهای بازار مغلوب دخالت های سیاسی شوند، نتیجه آن خواهد شد که طرح های سرمایه گذاری شایسته تر از دور خارج شوند. برای کاهش دخالت های سیاسی، بانک های دولتی باید خصوصی شوند. اما خصوصی سازی تنها زمانی باید صورت گیرد که امکان رقابت موثر بین این بانک ها وجود داشته باشد.

همچنین در عرضه خدمات مالی دولت ها نباید ارائه دهنده مستقیم خدمات مالی باشند، بلکه نقش کلیدی آنها به وجود آوردن شرایط رقابتی در بازارهای مالی و آزاد گذاشتن ورود و خروج واسطه گری به بازارهای مالی است.

۳- در اقتصاد های که از بازارهای مالی نسبتاً پیشرفته ای برخوردار هستند اوراق بهادار نقش فزاینده ای در تامین مالی بنگاه ها ایفا می نمایند. در حالی که سیستم مالی بانک محور در اکثر کشورهای در حال توسعه بدلالی چون برنامه مرکزی توسط دولت، تامین نقدینگی، ایجاد اطمینان در نظام پرداخت، نقش مسلطی را در نظام مالی ایفا می نماید، بازار سهام در این کشورها فاقد ابزارهای مالی کافی است، میزان منابع سرمایه گذاری شده به نسبت کوچک است و قیمت های اسمی و واقعی دارایی ها نوسان بسیار دارند. از این رو، برای جلوگیری از سلطه بانک ها بر فرآیند واسطه گری مالی در کشورهای در حال توسعه، توسعه بازارهای سرمایه باید مورد تشویق قرار گیرد. این بازارها نه تنها اطلاعاتی را به وجود می آورند که در اختیار همگان هستند، بلکه علاوه بر فراهم آوردن گزینه های مالی بیشتر برای بنگاه های در جستجوی منابع، علایم مهمی برای کمک به تخصیص منابع پدید می آورند. اما بانک ها به دلیل حمایت از موقعیت بازاری خودشان، تمایل به زدودن انگیزه های این گسترش دارند.

بنابراین، گسترش بازار سهام و اوراق قرضه (مشارکت) می تواند در تضاد با منافع بانک های مسلط بر بازار مالی باشد و به این دلیل، مانع تحقق آن شوند.

منابع

۱. آقا بابایی، رضا (۱۳۸۴) «تحلیل خصوصی سازی بانکها در ایران از منظر نهادگرایی»، موسسه تحقیقات تدبیر اقتصاد، گروه اقتصاد ایران.
۲. ابریشمی، حمید و رحیم زاده نامور، محسن (۱۳۸۵) «عوامل تعیین کننده پس انداز خصوصی با تاکید بر عملکرد بازارهای مالی در ایران، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۷۳.
۳. احسانی، محمد علی (۱۳۸۳) واسطه های مالی و رشد اقتصادیدر ایران، تهران. پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
۴. ارشدی، علی (۱۳۸۵) آزادسازی حساب سرمایه و اثر آن بر سرمایه گذاری و رشد اقتصادی، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا. باز محمدی، حسین (۱۳۸۲) اصلاح ساختار نظام بانکی در راستای ساماندهی بازارهای مالی رسمی کشور. تهران پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
۵. برنسون، ویلیام. شاکری، عباس (۱۳۷۳) اقتصاد کلان. تهران، نشر نی.
۶. پی جونز، چارلز. تهرانی، رضا. نوربخش، عسگر (۱۳۸۲) مدیریت سرمایه گذاری، نشرنگاه دانش.
۷. ختایی، محمود (۱۳۸۵) اثر تغییر نرخ سود رسمی پیش بینی شده بر سطح سرمایه گذاری در اقتصاد ایران. تهران. پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
۸. ختایی، محمود (۱۳۷۸) گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی، تهران. موسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
۹. راستاد، مهدی (۱۳۸۱) توسعه مالی و رشد اقتصادی: مقایسه کشورهای صادرکننده نفت و آسیای شرقی. پایان نامه کارشناسی ارشد. موسسه عالی پژوهش در برنامه ریزی و توسعه.
۱۰. سلطان احمدی، شهناز (۱۳۸۱) ارتباط بازارهای مالی با بخش واقعی در اقتصاد ایران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده علوم سیاسی و اقتصاد دانشگاه شهید بهشتی.
۱۱. سیفی پور، رویا (۱۳۷۸) اثر تامین مالی بلندمدت بر رشد اقتصادی در ایران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی.
۱۲. شاد کام، حامد (۱۳۸۵) پی ریزی یک بازار مالی کارآمد: چالش های پیش روی بازارهای مالی در حال توسعه، مجموعه مقالات هفدهمین همایش بانکداری اسلامی، موسسه عالی بانکداری ایران، بانک مرکزی ج.ا.ا.
۱۳. شبانی، محمد (۱۳۸۶) بازارهای پولی و مالی بین المللی. تهران. سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت).
۱۴. شهابی، علی (۱۳۸۴) بررسی رابطه علی بین تورم، گسترش سیستم مالی و رشد اقتصادی. پایان نامه

۷۰..... فصلنامه علوم اقتصادی (سال چهارم، شماره ۱۴، بهار ۱۳۹۰)

کارشناسی ارشد. دانشکده اقتصاد علامه طباطبایی.

۱۵. شیوا، رضا (۱۳۸۰) اثر تامین مالی در دراز مدت بر رشد و توسعه اقتصاد در ایران، اقتصاد کشاورزی و توسعه، سال نهم، شماره ۳۴، تابستان.

۱۶. صمدی، سعید و همکاران (۱۳۸۶) بررسی رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، سال ششم، شماره سوم، پاییز ۱۳۸۶.

۱۷. فقهی کاشانی، محمد (۱۳۸۶) تکمیل نهادهای مالی در کشور تهران. پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.

۱۸. نادری، مرتضی (۱۳۸۲) توسعه مالی، بحران مالی و رشد اقتصادی، فصلنامه پژوهش‌های اقتصاد ایران؛ شماره ۱۵، تابستان.

۱۹. نظیفی، فاطمه (۱۳۸۳) توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران، پژوهشکده امور اقتصادی. سال چهارم. شماره سوم. پاییز.

۲۰. نقش نهادهای مالی در توسعه اقتصادی، مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا. (چاپ اول ۱۳۸۲)

۲۱. هزلگ، جوزف اچ. تقوی، مهدی (۱۳۸۶) سرکوب مالی، عمق مالی و رشد اقتصادی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات.

22. Allen, F and D. Gale (1997) Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing, *Journal of Political Economy*, 105 .

23. Baltagi, badi H 2002 , *Econometrics analysis of data* ,second Edition , Johnwileys sons ,LTD.

24. Beck, T, A . Demirgüç-Kunt and R. Levine (2001) The Financial Structure Database, In: *Financial Structure and Economic Growth*.

25. Beck, T, A. Demirgüç-Kunt and R. Levine (2000), *A New Database on Financial Development and Structure*”, *World Bank Economic Review*, 14.

26. Beck, T , R. Levine and N. Loayza (2000), *Finance and the Sources of Growth*, *Journal of Financial Economics*, 58.

27. Demirgüç-Kunt, A. and V. Maksimovic (1998), *Law, Finance, and Firm Growth*, *Journal of Finance*, 53.

28. Goldsmith, R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, CT: Yale University Press.

29. Greene, William, *Econometrics Analysis*, Fifth Edition , New York University, 2003.

30. Haber, S. H. (1991), *Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States, 1830-1930*, *Journal of Economic History*, 51.

31. Hayek, Friedrich. *The Constitution of Liberty*. Chicago, IL: The University of Chicago Press, 1960.
32. James Tobin , *Money and Economics Growth* , *Econometrica* , Oct. 1965,33(4) .
33. Johnson, S, J. McMillan, and C. Woodruff (2002), *Property Rights and Finance* , *American Economic Review*, 92.
34. Joseph Schumpeter , *The Theory of Economic Development* , Cambridge , Mass:Harvard University Press , 1934
35. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny (1997), *Legal Determinants of External Finance*, *Journal of Finance*, 52..
36. Levine, R. and S. Zervos (1998a), *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, *American Economic Review*, 88.
37. Levine, R. (1998), *The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth*, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30.
38. Levine, R(2003) *Finance and Growth : Theory ,Evidence and Mechanisms* , March 2003.
39. Levine, R., N. Loayza and T. Beck (2000), *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*, *Journal of Monetary Economics*, 46.
40. Love, I. (2003), *Financial Development and Financing Constraint: International Evidence from the Structural Investment Model*, *Review of Financial Studies*, 16.
41. Rajan, R, Zingales, L 1998. *Financial dependence and growth*. *American Economic Review* ..
42. Raymond W.Goldsmith , *Financial Structure and Development* .New Haven, GT :Yale University Press ,1969.
43. Robert Solow , "A Contribution to the Theory of Economic Growth". *Quarterly Journal of Economics* , 1956, 70(1) .
44. Ronald I.McKinnon , *Money and Capital in Economic Development* , Washington , DC: Brookings Institution,1973.
45. Rousseau, P, Wachtel, P, 1998. *Financial intermediation and economic performance: historical evidence from "ve industrial countries*. *Journal of Money, Credit, and Banking* 30.
46. Schumpeter, J.*The Theory of Economic Development* ,Cambridge , Mass.:Harvard University Press, 1934.
47. Sirri, E. R. and P. Tufano (1995),*The Economics of Pooling*, In: *The Global Financial System: A Functional Approach*, Eds: D. B. Crane, et al., Boston, MA: Harvard Business School Press.

48. Stephan Haggard , Chung H. Lee (1995) Financial Systems and Economic Policy in Developing Countries .

49. Stiglitz, J and A. Weiss (1983), Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor Markets , American Economic Review, 73(5).

50. Tobin, James, Money and Economic Growth , Econometrica ,oct. 1965,33(4).

51. Wurgler, J. (2000), Financial Markets and the Allocation of Capital, Journal of Financial Economics, 58.

52. World Bank (1989), World Development Report1989, Financial Systems and Development ,(New York Oxford University Press).

Archive of SID