

## نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه خارجی در ایران

فرزانه احمدیان یزدی\* و محمدعلی ابوترابی\*\*

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۰/۲۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۶/۱۴

### چکیده

توسعه مالی یکی از کلیدی ترین عوامل اثرگذار بر رشد و توسعه اقتصادی است. این موضوع -به طور خاص- در کشورهای در حال توسعه غنی از منابع طبیعی دارای اهمیت بیشتری است، زیرا چنانچه این کشورها به سطوح بالایی توسعه یافتگی مالی دست پیدا کنند، می توانند با بهره گیری مثبت از این منابع به رشد و توسعه پایدار دست پیدا کنند. نظر به اهمیت این موضوع، در این مقاله به بررسی نحوه اثرگذاری شاخص توسعه مالی بخش بانکی بر چگونگی اثرگذاری رانت منابع طبیعی بر سرمایه خارجی در ایران طی دوره ۱۹۷۰-۲۰۱۴ پرداخته شده است. نتایج برآوردکننده *ARDL* نشان می دهد که رانت منابع هم در کوتاه مدت و هم در بلندمدت دارای اثرگذاری مثبت بر سرمایه خارجی کشور بوده است. همچنین نتایج رگرسیون *ARDL* غلطان برای شاخص چندبعدی توسعه مالی گویای آن است که توسعه مالی هم در کوتاه مدت و هم در بلندمدت نتوانسته پتانسیل بالقوه خود را در راستای افزایش اثرگذاری مثبت این درآمدها بر انباشت سرمایه خارجی بروز دهد. نتایج در مورد شاخص های تک بعدی توسعه مالی نیز حاکی از آن است که برخی از ابعاد توسعه مالی در کوتاه مدت نتوانسته اند اثرگذاری مثبت رانت منابع بر انباشت سرمایه خارجی را افزایش دهند. هر چند که در بلندمدت اثرات بهبوددهنده برای هیچ کدام مشاهده نشده است. به نظر می رسد، عدم توجه به کانال های توسعه مالی مانند آزادسازی مالی خارجی و همچنین سرکوب های مالی طی دوره های متمادی عامل اصلی بروز این پدیده در ایران بوده است.

طبقه بندی *JEL*: *C21, O13, G20, F21*

کلید واژه ها: توسعه مالی، رانت منابع طبیعی، سرمایه خارجی، رگرسیون غلطان.

\* دکتری اقتصاد، دانشگاه فردوسی مشهد، پست الکترونیکی: [ahmadianyazdi@mail.um.ac.ir](mailto:ahmadianyazdi@mail.um.ac.ir).

\*\* استادیار اقتصاد، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی، تهران- نویسنده مسئول، پست الکترونیکی:

[aboutorabi.econ@gmail.com](mailto:aboutorabi.econ@gmail.com)

۱- مقدمه

ثروت ملی که موتور رشد اقتصادی در هر کشور محسوب می‌شود، متشکل از دو جزء اساسی «سرمایه‌های ملموس» و «سرمایه‌های ناملموس» است. یکی از اجزای مهم در بخش سرمایه‌های ملموس، سرمایه خارجی نام دارد که «خالص دارایی‌های خارجی» نیز نام‌گذاری شده است. این شکل از سرمایه در حقیقت، موقعیت یک کشور را از منظر موقعیت دارایی‌های خارجی و بدهی‌های خارجی در میان سایر کشورهای جهان که با آن‌ها در ارتباط است نشان می‌دهد.

این شکل از سرمایه به شدت تحت تاثیر متغیرهای اقتصاد کلان نظیر رشد اقتصادی، اندازه کشور مورد مطالعه از لحاظ بزرگی یا کوچک بودن اقتصاد آن در سطح جهان و درآمدهای حاصل از فروش منابع طبیعی به خصوص منابع تجدیدناپذیر (نظیر نفت) در کشورهای غنی از منابع طبیعی است. به این صورت که به سادگی می‌توان ردپای اثرگذاری رانت حاصل از فروش منابع طبیعی را بر ریسک سرمایه‌گذاری‌های مالی در کشورهای دارنده این منابع، در نهایت، شکل‌گیری سرمایه خارجی جست‌وجو کرد (اون و بولنگر<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵؛ ملو و کوین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵؛ بانک جهانی، ۲۰۰۵).

در حقیقت، نظر به اهمیت انباشت سرمایه خارجی و نیز افزایش قابل توجه در یکپارچگی مالی بین‌المللی<sup>۳</sup> که منجر به توسعه اقتصادی جهان در سال‌های اخیر شده است، پرداختن به راهکارهای انباشت این شکل از سرمایه در کشورهای در حال توسعه و به طور خاص، کشورهای صادرکننده منابع طبیعی تجدیدناپذیر بسیار ضروری است، زیرا به طور خاص، براساس مطالعات انجام شده در این حوزه، توجه سیاست‌گذاران به شکل‌گیری سرمایه خارجی می‌تواند تاثیر قابل توجهی بر رشد اقتصادی داشته باشد (چوکویلین و دیگران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵؛ علی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴؛ پراساد و دیگران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۷).

در واقع، تجربه کشورهای غنی از منابع طبیعی در حوزه انباشت سرمایه خارجی متفاوت است. شواهد در برخی از کشورهای در حال توسعه غنی از منابع طبیعی (مانند

- 
- 1- Aoun and Boulanger
  - 2- Melo and Quinn
  - 3- International financial integration
  - 4- Chuquilin *et. al*
  - 5- Ali
  - 6- Prasad *et. al*

نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۱۱

کشورهای الجزیره، اکوادور، ونزوئلا) نشان داده است که ماهیت نوسانی بودن درآمد حاصل از این منابع از مسیر نوسانی شدن درآمدهای دولت می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاری (اعم از مالی و فیزیکی) را افزایش داده و موجب کاهش انباشت سرمایه خارجی کشور شود (فاندرپلوخ و پولهک<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸، ص ۳). با این وجود، در نقطه مقابل، شواهدی نیز وجود دارد که نشان می‌دهند اثرگذاری این درآمدهای خدادادی در برخی از کشورهای غنی از منابع منفی نبوده است و این دسته از کشورها (مانند نروژ، استرالیا و هلند) توانسته‌اند از مزایای این منابع طبیعی در بخش سرمایه خارجی بهره‌گیرند (پولهک و فاندرپلوخ، ۲۰۱۳).

بر اساس آمار موجود طی دوره ۲۰۱۴-۱۹۷۰ با وجود آنکه فروش نفت ایران رکود و رونق‌های قابل توجهی را تجربه کرده، اما دارای اثرگذاری مثبت بر انباشت سرمایه خارجی در ایران بوده است؛ هر چند که این شکل از سرمایه با وجود اهمیت بالایی که در رشد اقتصادی دارد، سهم بسیار کمی که از تولید ناخالص داخلی طی این دوره زمانی (کمتر از ۱۵ درصد)، داشته است (احمدیان یزدی، ۱۳۹۶، ص ۱۲۹).

وجود شواهد متناقض در ارتباط با تاثیرپذیری انباشت سرمایه خارجی از رانت حاصل از منابع طبیعی نشان‌دهنده آن است که زیرساختاری در این بین وجود دارد که ممکن است بر این رابطه اثرگذار بوده و در مطالعات پیشین کمتر مورد توجه قرار گرفته است. طبق ادعای بانک جهانی (۲۰۱۴) سیستم مالی نقش غیر قابل انکاری در بهبود انباشت سرمایه خارجی دارد و شواهد تجربی موید این مطلب هستند که در کشورهایی با سیستم‌های مالی توسعه یافته‌تر، انباشت سرمایه خارجی با روند باثبات تری به رشد خود در طول زمان ادامه می‌دهد. در واقع، صرفنظر از مثبت یا منفی بودن اثرگذاری درآمدهای حاصل از فروش منابع (که در این مقاله از آن به رانت منابع طبیعی یاد می‌شود) باید دید که آیا توسعه سیستم مالی می‌تواند منجر به بهبود تاثیر این رانت‌ها بر شکل‌گیری سرمایه خارجی شود؟

بنابراین، با توجه به آنچه بیان شد، در این مقاله، ابتدا نحوه اثرگذاری رانت منابع طبیعی بر انباشت سرمایه خارجی در ایران طی دوره زمانی ۲۰۱۴-۱۹۷۰، در کوتاه‌مدت و بلندمدت بررسی شده است. سپس نقش توسعه سیستم مالی در بخش بانکی با استفاده از

---

1- Van der Ploeg and Poelhekke

یک شاخص توسعه مالی چندبعدی با بهره‌گیری از روش خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی غلتان با پنجره‌های ثابت مورد مطالعه قرار گرفته است. بخش‌های مختلف مقاله حاضر، به این صورت تنظیم شده است: در بخش دوم، ادبیات مرتبط با نحوه اثرگذاری رانت منابع طبیعی بر انباشت سرمایه خارجی و نیز ادبیات نظری موجود در ارتباط با اهمیت توسعه مالی و نقش آن در شکل‌گیری سرمایه خارجی مطرح می‌شود. در بخش سوم، الگو و روش این پژوهش معرفی می‌شود. بخش چهارم، به ارائه یافته‌های پژوهش می‌پردازد و بخش پنجم، به نتیجه‌گیری و پیشنهادها می‌پردازد.

## ۲- ادبیات موضوع

### ۲-۱- نحوه اثرگذاری رانت منابع طبیعی بر انباشت سرمایه خارجی

با مروری بر سیر مطالعات انجام شده در ارتباط با نحوه اثرگذاری رانت منابع طبیعی بر اقتصاد کشورهای دارنده این منابع، می‌توان گفت که غالب آن‌ها به بررسی آثار مستقیم رانت منابع بر رشد اقتصادی پرداخته‌اند که تا قبل از دهه ۱۹۸۰ عموماً این اثر را مثبت ارزیابی می‌کردند. اما شک و شبهه‌های جدی در مورد پتانسیل توسعه‌ای فعالیت‌های مرتبط با استخراج منابع از دهه ۱۹۸۰ آغاز شد و مجموعه گسترده‌ای از شواهد که بیشتر بر مبنای کشورهای صادرکننده منابع معدنی بودند، بیان کردند که فراوانی منابع طبیعی ممکن است برای کشورهای با سطح توسعه متوسط و کم، آنطور که محققان انتظار آن را داشتند، سودمند نباشد (گلب<sup>۱</sup>، ۱۹۸۸؛ اوتی<sup>۲</sup>، ۱۹۹۳؛ کارل<sup>۳</sup>، ۱۹۹۷). این مطالعات نشان می‌دادند که توسعه بر مبنای منابع طبیعی معدنی ممکن است منجر به بدتر شدن توزیع درآمد، اقتصاد وابسته‌تر و تک‌محصولی شود (لوئیس<sup>۴</sup>، ۱۹۸۴؛ نانکانی<sup>۵</sup>، ۱۹۷۹).

در طول دهه ۱۹۹۰ و با مطرح شدن مفهوم تناقض فراوانی منابع یا پدیده نفرین منابع طبیعی بیشتر تحلیل‌های تجربی در راستای پذیرش این پدیده و آزمون آن برای کشورهای

---

1- Gelb  
2- Auty  
3- Karl  
4- Lewis  
5- Nankani

نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۱۳

غنی از منابع صورت گرفت و بسیاری از این مطالعات با بیان پدیده نفرین منابع طبیعی، اثر منفی (مستقیم یا غیر مستقیم) وابستگی به منابع طبیعی را بر رشد اقتصادی کشورهای غنی از منابع طبیعی نشان می‌دادند (ساکس و وارنر<sup>۱</sup>، ۱۹۹۵؛ ۱۹۹۷؛ ۱۹۹۹؛ ۲۰۰۱). با این حال، پس از مطالعات ساکس و وارنر (۱۹۹۵) و گیلفاسون (۲۰۰۱)، سمت و سوی مطالعات در این حوزه به سمت مطالعه آثار غیرمستقیم رانت منابع بر رشد اقتصادی تغییر کرده است. در این رویکرد جدید، آثار غیرمستقیم منابع طبیعی بر رشد اقتصادی از کانال اشکال مختلف سرمایه (سرمایه خارجی، فیزیکی، انسانی و اجتماعی) مورد بررسی قرار گرفته است (فان دن برمر<sup>۲</sup> و دیگران، ۲۰۱۳؛ گیلفاسون، ۲۰۰۱؛ ۲۰۰۴).

گیلفاسون<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) با معرفی چهار کانال اصلی گذار از منابع طبیعی به کاهش رشد اقتصادی (از مسیر چهار شکل سرمایه بیان شده) در کشورهای غنی از منابع استدلال می‌کند که تمام این کانال‌ها، می‌توانند به عنوان اثرات محدودکننده توصیف شوند و نخستین کانال، مربوط به نحوه اثرگذاری رانت منابع بر رشد اقتصادی از کانال سرمایه خارجی است. در مطالعات وی، منظور از سرمایه خارجی، ارزش صادرات کشور مورد نظر است. وی با استفاده از این متغیر، نشان می‌دهد که نوسانات قیمت جهانی منابع طبیعی، منجر به بی‌ثباتی درآمدهای حاصل از صادرات آنها شده که این موضوع منجر به اثرگذاری منفی منابع طبیعی بر رشد اقتصادی می‌شود (گیلفاسون و دیگران، ۱۹۹۹). از این رو، از دیدگاه وی، وابستگی به منابع طبیعی از کانال بیماری هلندی منجر به اثرگذاری منفی بر سرمایه-گذاری مستقیم خارجی (در صنایع غیرمرتبط با منابع طبیعی)، صادرات کالاهای صنعتی و درجه باز بودن تجاری می‌شود<sup>۴</sup> (گیلفاسون، ۲۰۰۱؛ ۲۰۰۴). بر این اساس، چنانچه افزایش

---

1- Sachs and Warner

2- Van Den Bermer

3- Gylfason

۴- در حقیقت، اثرات مخرب وابستگی اقتصاد کشور به منابع طبیعی در دوران رونق درآمدهای حاصل از این منابع نیز در برخی از کشورهای در حال توسعه دیده شده است- به این صورت که افزایش درآمد حاصل از فروش این منابع و رونق این بخش، تضعیف بخش صنعت و کاهش قدرت رقابت‌پذیری آن را نسبت به سایر بخش‌ها به همراه دارد که این بر انگیزه سرمایه‌گذاران خارجی برای تمرکز بر بخش صنعتی و ورود سرمایه‌های کلان مالی به کشور اثر منفی خواهد داشت (بوتا و دیگران، ۲۰۱۵)-

رانت منابع موجب کاهش تقاضا برای ارز خارجی و ارزش گذاری بیش از اندازه پول داخلی شود، اثر برون رانی بر سرمایه خارجی دارد (گیلفسون، ۲۰۰۸، ص ۲۸).

در مقابل، مطالعاتی وجود دارند که نشان می دهند اگر دولت در کشورهای غنی از منابع از سیاست های مالی<sup>۱</sup> مناسب استفاده کند، می تواند منجر به بهره گیری مثبت از فرصت های به وجود آمده در ارتباط با سرمایه خارجی (و البته سایر اشکال سرمایه) در شرایط رونق های نفتی شود (بودینا و ونوین برگن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸، ص ۴۲۸).

در حقیقت، یکی از مشکلاتی که در سیر مطالعات انجام شده در این حوزه وجود دارد آن است که برای درک نحوه اثر گذاری رانت بر سرمایه خارجی (به عنوان بخش مهمی از سرمایه ملموس در اقتصاد کشورها) ابتدا باید تعریف دقیق و جامعی از این نوع سرمایه ارائه شود تا بتوان به نتایج حاصل از آن اعتماد کرد. با مروری بر تحقیقاتی که تا سال ۲۰۰۷ انجام شده این نکته کاملاً مشخص است که معیار دقیق و کاملی از سرمایه خارجی در دسترس محققین نبوده است و معیارهایی که مورد استفاده قرار گرفته اند دارای ایراداتی از منظر توضیح دهندگی سرمایه خارجی بوده اند؛ مانند مطالعه گیلفاسون (۲۰۰۱)؛ (۲۰۰۴) که در آن از ارزش صادرات و یا مطالعه آسیدو<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) که از متغیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی به عنوان معیاری از سرمایه خارجی استفاده شده است در حالی که سرمایه خارجی تعریفی فراتر از صادرات و یا سرمایه گذاری مستقیم خارجی دارد.

با توجه به کاستی که در این زمینه وجود داشت، لین و میلسی-فرتی<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) به تعریف دقیق و کاملی از سرمایه خارجی پرداختند. بر اساس مطالعه این دو محقق، منظور از سرمایه خارجی، خالص دارایی های خارجی<sup>۵</sup> هر کشور است که بخشی از ثروت هر کشور را به خود اختصاص می دهد و از کسر مجموع بدهی های خارجی هر کشور از مجموع دارایی های خارجی آن که توسط مقامات پولی و بانک های سپرده پذیر نگه داری می شود حاصل شده است. این دو محقق با استفاده از داده های جمع آوری شده از کشورهای نوظهور، توسعه یافته و در حال توسعه، موجب بالا رفتن دقت و جامعیت تحلیل ها در ارتباط

1- Fiscal Policies

2- Budina and Van Wijnbergen

3- Asiedu

4- Lane and Milesi-Ferreti

5- Net foreign assets

نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۱۵

با چگونگی محاسبه متغیر سرمایه خارجی و نحوه تاثیرپذیری آن از رانت منابع طبیعی شده‌اند. آن‌ها به منظور محاسبه خالص دارایی‌های خارجی هر کشور، ابتدا ماهیت تراز پرداخت‌ها و وضعیت سرمایه‌گذاری بین‌المللی کشورها را که شالوده اصلی خالص دارایی‌های خارجی را شکل می‌دهد، روشن ساخته‌اند. آن‌ها ابتدا بر اساس پنجمین نسخه تجدید نظر شده از گزارش تراز پرداخت‌های صندوق بین‌المللی پول (۱۹۹۳)، دارایی‌ها و بدهی‌های خارجی را که همان جریان ورود و خروج سرمایه، مطالبات<sup>۱</sup> و معاملات میان ساکنین یک کشور و خارجی‌ها هستند را به پنج دسته کلی طبقه‌بندی کرده‌اند: ۱- سرمایه-گذاری پرتفوی<sup>۲</sup> که شامل سرمایه‌گذاری مالی در اوراق قرضه و سهام است. ۲- مشتقات مالی<sup>۳</sup>، ۳- سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی که به مشارکت سهامی بالای ۱۰ درصد برمی‌گردد. ۴- سایر سرمایه‌گذاری‌ها (شامل ابزار بدهی مانند وام‌ها، سپرده‌ها و اعتبارات تجاری) و ۵- دارایی‌های ذخیره<sup>۴</sup>.

در مجموع براساس تعریف ارائه شده باید گفت که در این مقاله، منظور از سرمایه خارجی، خالص دارایی‌های خارجی کسب شده توسط مردم یک کشور است که از پنج مسیر فوق‌الذکر حاصل شده است.

به طور کلی، علت اثرگذاری منابع طبیعی بر سرمایه خارجی (با توجه به تعریفی که برای آن ارائه شد) در این موضوع نهفته است که بسیاری از کشورهای دارنده منابع طبیعی

---

1- Claims

2- Portfolio investment

۳- سرمایه‌گذاری پرتفوی نوعی سرمایه‌گذاری منفعل در اوراق بهادار است و با سرمایه‌گذاری مستقیم تفاوت دارد. این سرمایه‌گذاری بر اساس بازده انتظاری آن انجام می‌شود که این بازده همبستگی مستقیمی با ریسک انتظاری دارد (Meurer, 2015).

4- Financial derivatives

مشتقات مالی ابزارهایی هستند که می‌توانند به میزان قابل توجهی مدیریت ریسک و متنوع‌سازی آن را ارتقا بخشند و به قرارداد سلف، قرارداد آتی‌ها، قرارداد اختیارات و معاوضات تقسیم شده‌اند (حسینی، ۱۳۸۷، ص ۵۷۹-۵۸۰).

5- Equity participations above 10%

6- Reserve assets

منظور از دارایی‌های ذخیره، کل ذخایر رسمی بانک مرکزی هر کشور منهای طلاهای ذخیره شده در آن است که شامل ارزهای خارجی، دارایی‌های سبد SDR و وضعیت ذخایر کشور مورد نظر در صندوق بین‌المللی پول است (لین و میلیس-فرتی، ۲۰۰۷، ص ۲۲۹).

فراوان عمدتاً از طریق سرمایه‌گذاری‌های مالی متنوع، سعی در استفاده از درآمدهای حاصل از فروش این منابع در راستای دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی دارند و همین موضوع، سبب موثر واقع شدن درآمد حاصل از این منابع بر شکل‌گیری سرمایه خارجی می‌شود. بر اساس شواهد تجربی موجود، رانت منابع از مسیر افزایش درآمد و تقاضای داخلی می‌تواند منجر به افزایش خالص دارایی‌های خارجی شود (ربوسی و اسپاتافورا<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶، ص ۷۸).

در این مقاله، به تبعیت از مطالعه انجام شده توسط لین و میلیس-فرتی (۲۰۰۷)، خالص دارایی‌های خارجی (که اطلاعات آن در پایگاه داده بانک جهانی موجود است) به عنوان شاخصی از سرمایه خارجی در نظر گرفته شده است. اما با توجه به اهداف مقاله به اجزای آن پرداخته نمی‌شود و تنها اثرگذاری رانت حاصل از فروش منابع طبیعی بر خالص دارایی‌های خارجی (به عنوان شاخص دقیقی از سرمایه خارجی)، مورد بحث قرار می‌گیرد. در ادامه، به نحوه اثرگذاری توسعه سیستم مالی بر شکل‌گیری این شکل از سرمایه پرداخت شده است تا از این مسیر بتوان به چگونگی اثرپذیری رابطه رانت منابع- سرمایه خارجی از توسعه سیستم مالی پی برد.

## ۲-۲- نحوه اثرگذاری توسعه مالی بر انباشت سرمایه خارجی

بر اساس مطالعات انجام شده در این حوزه، توسعه مالی نقش تعیین‌کننده‌ای در تحت تاثیر قرار دادن کارایی سرمایه‌گذاری و به این ترتیب عملکرد اقتصادی ایفا می‌کند (اسدی و دیگران، ۱۳۹۲). مطالعات توصیفی نشان می‌دهند، یکی از مشکلات کشورهای در حال توسعه غنی از منابع طبیعی، نوسانی بودن درآمد حاصل از این منابع است که به اقتصاد این کشورها لطمه‌های جدی وارد می‌سازد (فاندرپلوخ و پولهک، ۲۰۰۸). از این رو به‌طور خاص یکی از توصیه‌هایی که به تازگی از سوی صندوق بین‌المللی پول به این دسته از کشورها شده است، توسعه سیستم مالی است که می‌تواند از اثرات مخرب نوسانی بودن درآمد حاصل از فروش منابع طبیعی در اقتصاد این کشورها بکاهد (تایواری<sup>۲</sup> و دیگران، ۲۰۱۲).

1- Rebucci and Spatafora

2- Tiwari



### نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۱۷

با توجه به اهمیت سیستم مالی و کارکردهایی که برای آن وجود دارد<sup>۱</sup> باید گفت که کشورهای غنی از منابع که عمده‌ی درآمدهای صادراتی آن‌ها ناشی از فروش منابع طبیعی است، نیازمند یک نظام مالی توسعه یافته هستند تا از این مسیر بتوانند این درآمدها را به بهترین شکل در اقتصاد کشور تخصیص دهند و به این ترتیب به توسعه پایدار دست یابند. بنابراین، با پذیرش کارکردهای سیستم مالی و اثرات آن‌ها در اقتصاد، این امکان فراهم می‌شود که به عنوان یک زیرساختار موثر در فرآیند هدایت رانت حاصل از منابع طبیعی به سمت بهترین پروژه‌های سرمایه‌گذاری‌ها به منظور تبدیل آن‌ها به سایر اشکال سرمایه (از جمله سرمایه خارجی) در نظر گرفته شود. در حقیقت، عملکرد رو به رشد کارکردهای یک سیستم مالی در طول زمان در پرتو تحقق کانال‌های توسعه مالی<sup>۲</sup> به وقوع می‌پیوندد و از میان کانال‌های توسعه مالی، آزادسازی مالی می‌تواند کمک قابل توجهی به انباشت سرمایه خارجی در کشور داخلی کند.

در ارتباط با موضوع اثرگذاری توسعه مالی بر انباشت سرمایه خارجی، لوکا و اسپاتافورا<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) نشان می‌دهند که توسعه مالی می‌تواند منجر به افزایش ورود و خروج سرمایه‌های مالی (که معیار اندازه‌گیری سرمایه خارجی است) در کشورهای در حال توسعه شود. همچنین کاهش ریسک قیمت جهانی و هزینه‌های قرض گرفتن داخلی (که طی فرآیند توسعه سیستم مالی اتفاق می‌افتند) از عوامل اصلی کمک کننده به افزایش خالص

---

۱- در این مقاله، منظور از توسعه مالی، یک مفهوم چندبعدی است که شاخصی از وضعیت ابعاد مختلف سیستم مالی یک کشور است - در واقع، شاخص توسعه مالی یک دیدگاه جامع از ارزیابی عواملی که در توسعه سیستم‌های مالی در بلندمدت مشارکت دارند، ارائه می‌دهد. چنین رویکردی به سیاست‌گذار این اجازه را می‌دهد تا یک چشم‌انداز تعادلی را توسعه دهد؛ بدین صورت که مشخص کند چه جنبه‌هایی از سیستم مالی کشور بیشترین اهمیت را دارد و آن را به طور تجربی نسبت به سایر کشورها اندازه‌گیری کند (مجمع جهانی اقتصاد، ۲۰۱۲). در حقیقت، نظام مالی وظایفی را بر عهده دارد که اجرای صحیح آن، منجر به تخصیص بهینه منابع خواهد شد. لوین (۱۹۹۷) این عملکرد اساسی سیستم مالی را به پنج کارکرد تقسیم می‌کند: ۱- هدایت پس‌اندازها؛ ۲- ارزیابی بنگاه‌ها، مدیران و پروژه‌ها؛ ۳- قیمت‌گذاری ریسک و فراهم کردن مکانیسم‌های ادغام، اصلاح و مبادله آن؛ ۴- تسهیل تجارت و مبادلات؛ ۵- نظارت بر مدیران و اعمال کنترل شرکتی.

۲- بر اساس مطالعات انجام شده سیستم مالی با توجه به کارکردهایی که برای آن وجود دارد، از طریق این چهار کانال توسعه پیدا می‌کند: آزادسازی مالی، تعمیق مالی، مدیریت ریسک و نوآوری مالی (ابوترابی، ۱۳۹۳، ص ۲۵).

3- Luca and Spatafora

ورود سرمایه و افزایش اعتبار داخلی هستند. در کل، براساس نتایج حاصل از این مطالعه، توسعه سیستم مالی از طریق کانال‌هایی که برای آن وجود دارد (از جمله، کاهش ریسک) آثار مثبتی بر اقتصاد دارد که می‌تواند منجر به ایجاد سرمایه خارجی شود.

بر اساس مطالعه ایزوچا و کاتانو<sup>۱</sup> (۲۰۱۱)، توسعه مالی از جمله عواملی است که تاثیرگذاری قابل توجهی بر جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در این دسته از کشورها دارد. به عبارت دیگر، وجود بازارهای مالی توسعه‌یافته راه را برای استفاده بهتر از سرمایه-گذاری خارجی و جذب آن هموار می‌سازد و در واقع، به سرعت و کارآیی جذب سرمایه‌گذاری خارجی کمک می‌کند. در نتیجه، بازار مالی علاوه بر این که عامل تسهیل‌کننده جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است به جذب بیشتر آن برای کشور میزبان نیز می‌تواند کمک کند (شعرباف و دیگران، ۱۳۹۲، ص ۲). در مطالعه لوکا و اسپاتافورا (۲۰۱۲) نیز علاوه بر اثرگذاری توسعه مالی بر سرمایه خارجی بر اثرگذاری منابع طبیعی نیز در کنار توسعه مالی بر سرمایه خارجی به خصوص در کشورهای در حال توسعه دارنده این منابع توجه شده است (لوکا و اسپاتافورا، ۲۰۱۲).

در ارتباط با نقش توسعه مالی در کشورهای غنی از منابع، رودریگز و ساکس<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) بیان می‌کنند که اگر یک اقتصاد بتواند درآمدهای حاصل از منابع طبیعی خود را در دارایی‌های بین‌المللی (که جزئی از دارایی‌های خارجی برای کشور داخلی هستند) سرمایه‌گذاری کند به طوری که عایدی دائمی<sup>۳</sup> داشته باشد، آنگاه اثرگذاری منفی درآمد حاصل از منابع طبیعی بر اقتصاد کشور مورد نظر اتفاق نخواهد افتاد. به این ترتیب، هر اقتصادی که یک رونق طبیعی را تجربه می‌کند، آن را سرمایه‌گذاری خواهد کرد و سود حاصل از دارایی که در آن سرمایه‌گذاری کرده است را به طور دائم مصرف می‌کند، اما اگر یک اقتصاد نتواند درآمد حاصل از منابع طبیعی خود را در بازارهای سرمایه بین‌المللی سرمایه‌گذاری کند (چه به علت محدودیت‌های سیاسی داخلی، چه به علت نرخ‌های بازدهی پایین خارجی و یا ترجیح دولتمردان برای نگه داشتن دارایی‌های داخلی (به جای خارجی))، آنگاه این اقتصاد دارایی‌های خود را در کشور خودش سرمایه‌گذاری می‌کند و منجر به رونق موقت مصرف و تولید می‌شود. این حقیقت که این رونق‌ها موقتی هستند به این معنا

1- Ezeoha and Cattaneo

2- Rodriguez and Sachs

3- Permanent annuities

نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۱۹

است که این اقتصادها، دیر یا زود کاهش در مصرف و تولید را خواهند دید (رودریگز و ساکس، ۱۹۹۹، ص ۲۷۸).

باید توجه داشت که سرمایه‌گذاری در دارایی‌های خارجی می‌تواند از طرف سایر کشورها نیز صورت گیرد، بنابراین، بررسی این موضوع حائز اهمیت است که خالص جریان ورود و خروج سرمایه‌ی خارجی در کشورهای غنی از منابع چه وضعیتی دارد. در حقیقت به دلیل اهمیت بالای سرمایه‌گذاری در آمد حاصل از منابع طبیعی در دارایی‌های خارجی است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های توسعه و یا صندوق‌های تثبیت، که در مجموع به صندوق‌های ثروت مشهور هستند در کشورهای غنی از منابع طبیعی تاسیس شده‌اند. ایجاد صندوق‌های ذخیره ارزی یا صندوق‌های منابع طبیعی، یکی از راهکارهای مدیریت ثروت در کشورهای مختلف است.<sup>۱</sup> این موضوع نشان‌دهنده آن است که چنانچه کشورهای غنی از منابع دارای سیستم مالی توسعه‌یافته باشند، می‌توانند ظرفیت جذب این منابع را در اقتصاد کشورهای خود بالا برده (بک و پولهکک<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷، ص ۱) و از این رو از آسیب‌های ناشی از نوسانات این درآمدها در امان باشند.

در ارتباط با اهمیت توسعه مالی برای کاهش اثرگذاری منفی (و یا تقویت اثرگذاری مثبت) احتمالی رانت منابع طبیعی بر انباشت سرمایه خارجی، مطالعات توصیفی اندک انجام شده که نشان می‌دهند که بخش مالی اثر قابل توجهی بر سرمایه‌گذاری رانت حاصل از منابع طبیعی در بخش انباشت سرمایه خارجی دارد. ریتولد و بایور (۲۰۱۴) نشان می‌دهد که بحران مالی ۲۰۰۸ اثر قابل توجهی بر سرمایه‌گذاری رانت منابع در سرمایه خارجی داشته است. به طور مثال، کشور لیبی از آن دسته کشورها بود که به واسطه وقوع این

---

۱- در حقیقت، تنها تصمیم بسیار مهم مدیران اجرایی و فرامرزی صندوق‌های منابع طبیعی که تقریباً در تمام کشورهای دارنده این منابع وجود دارند و کنترل ریسک بلندمدت صندوق و بالا بردن بازدهی آن را بر عهده دارند، تخصیص استراتژیک دارایی‌های آن است. تخصیص استراتژیک دارایی یک سرمایه‌گذار، تخصیص هدف او در بلندمدت به طبقه‌بندی‌های مختلف دارایی است که هر کدام از آنها دارای ویژگی‌های ریسک-بازدهی مخصوص به خود هستند. این طبقه‌بندی‌ها شامل این موارد است: نقدینگی، اوراق با درآمد ثابت: مانند اوراق سرمایه‌گذاری دولتی یا اوراق شرکتی، سهام و دارایی‌های جایگزین: مانند دارایی‌های حقیقی، زیرساخت‌ها، ابزار مشتقه و سهام خصوصی (Rietveld and Bauer, 2014, 62).

2- Beck and Poelhekke

بحران، بیش از ۱/۲ بلیون دلار از سرمایه‌گذاری در سهام و مشتقات پول رایج<sup>۱</sup> را از دست داد.

با وجود مطالعات گسترده‌ای که در ارتباط با نقش توسعه مالی در اقتصاد کشورها انجام شده است (لوی، ۱۹۹۷)، اما تحلیل کمی نقش توسعه مالی، به طور خاص، در کشورهای غنی از منابع طبیعی در مطالعات به نسبت اندکی دیده می‌شود و غالب آن‌ها تنها به نقش آن در رشد اقتصادی بسنده کرده‌اند (مانند شکروی و خضری، ۱۳۹۶؛ آیهیناکو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶؛ الحانانی<sup>۳</sup> و دیگران، ۲۰۱۶؛ کوین‌سینا و آلمیدا<sup>۴</sup>، ۲۰۱۴).

بادیب و لین<sup>۵</sup> (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای به بررسی نقش توسعه بخش بانکی بر نفرین منابع طبیعی در کشور یمن طی دوره ۱۹۸۰-۲۰۱۲ با استفاده از دو شاخص عمق مالی و شاخص اعتبارات بانکی به بخش خصوصی به عنوان معیار سنجش توسعه بخش مالی دریافتند که وابستگی به منابع طبیعی که به بروز نفرین منابع می‌انجامد، منجر به کاهش بهره‌وری می‌شود و میزان اثرگذاری منفی منابع طبیعی بر بهره‌وری به دنبال توسعه بانکی در این کشور، کاهش می‌یابد. در واقع با افزایش سطح توسعه مالی بخش بانکی، اثرات منفی نفرین منابع طبیعی کاهش می‌یابد.

فان‌درپلوخ (۲۰۱۱) با استناد به شواهد تجربی کشورهای غنی از منابع و همچنین با استفاده از روش همبستگی میان شاخص تعمیق مالی و رشد اقتصادی، بیان می‌کند نفرین منابع در کشورهایی با درجه بالای توسعه یافتگی مالی تقلیل می‌یابد.

بر اساس مطالعه فان‌درپلوخ و پولهک (۲۰۰۸)، کشورهایی با سیستم‌های مالی کمتر توسعه یافته دارای اقتصادهای نوسانی‌تر هستند. بر اساس این مطالعه با داشتن سیستم مالی کارا، سرمایه‌گذاری در بلندمدت دارای حرکت ضد چرخه‌ای<sup>۶</sup> خواهد بود و نوسانات را کاهش می‌دهد. آن‌ها بیان می‌کنند که برای جلوگیری از اثرگذاری منفی منابع طبیعی بر اقتصاد باید دولت کارآیی سیستم مالی را افزایش دهد. البته منظور از شاخص توسعه مالی در این مطالعه، تنها عمق مالی است.

- 
- 1- Investment in equity and currency derivatives
  - 2- Iheanacho
  - 3- Elhannani
  - 4- Quinxina and Almeida
  - 5- Badeeb and Lean
  - 6- Counter-cycle

نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۲۱

بک‌ونا و بومدن (۲۰۱۱) بیان می‌کنند که در مقابل نهادهای مالی کمتر توسعه یافته، نهادهای مالی بالغ دارای نقش مثبتی در استفاده کارآ از منابع طبیعی هستند. البته باید توجه داشت که در مطالعه فوق تنها سه متغیر مالی بخش بانکی به عنوان شاخص‌هایی از توسعه مالی در نظر گرفته شده که به صورت جداگانه اثرات مستقیم آن‌ها بر رشد اقتصادی کشورها در قالب یک مدل پنل (برای ۱۴ کشور غنی از منابع) مورد بررسی قرار گرفته است.

در سایر مطالعات اندک انجام شده در این حوزه نیز بر اهمیت توسعه مالی در کشورهای غنی از منابع تاکید شده است. برای مثال، هاتن دورف<sup>۱</sup> (۲۰۱۳، ۲۰۱۴)، کروون<sup>۲</sup> (۲۰۱۲)، فان در پلوخ و پولهک (۲۰۱۰)، آگیون<sup>۳</sup> و دیگران (۲۰۰۹)، رز و اسپیکل<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) و نیلی و راستاد<sup>۵</sup> (۲۰۰۷) به صورت تجربی نشان می‌دهند که کشورهای غنی از منابع طبیعی به نظر می‌رسد که دارای سیستم مالی کمتر توسعه یافته نیز هستند.

در جمع‌بندی ادبیات موجود، می‌توان اذعان داشت که رانت منابع طبیعی یکی از متغیرهایی است که به طور مستقیم بر انباشت سرمایه خارجی اثرگذار است و نظام مالی از طریق کارکردهای خود، نقش زیرساختاری تعیین‌کننده‌ای را بر نحوه اثرگذاری رانت منابع بر انباشت سرمایه خارجی می‌تواند ایفا می‌کند.

در مجموع، سه نکته مهم در مطالعاتی که تا کنون در این حوزه انجام شده وجود دارد که آن‌ها را متفاوت از تحقیق حاضر ساخته است: ۱- عدم دستیابی به نتایج یکسان در مورد نحوه اثرگذاری رانت منابع بر شکل‌گیری سرمایه خارجی در مطالعات پیشین که ناشی از دو موضوع مهم است. یکی از آن‌ها غفلت از تاثیرپذیری رابطه این دو متغیر کلیدی از وضعیت توسعه یافتگی سیستم مالی این کشورها است. موضوع دوم این که در نحوه محاسبه سرمایه خارجی عمدتاً ایراداتی وجود دارد که در این مطالعه برطرف شده است.<sup>۶</sup> ۲- در غالب

1- Hattendorff

2- Kurronen

3- Aghion

4- Rose and Spiegel

5- Nili and Rastad

۶- همان‌طور که بیان شد، در مطالعات پیشین تنها یکی از اجزای سرمایه خارجی (به طور خاص FDI) به عنوان شاخص سرمایه خارجی برای کشورها در نظر گرفته شده است. اما در مقاله حاضر بر اساس تعریف جدیدی که لین و میلیس-فرتی (۲۰۰۷)، ارائه کرده‌اند، خالص دارایی‌های خارجی (که شامل تمامی ابعاد دارایی‌های خارجی یک کشور که از پنج مسیر ۱- سرمایه‌گذاری پورتنفوی (اوراق قرضه و سهام)؛ ۲- مشتقات مالی؛ ۳- سرمایه‌گذاری مستقیم

مطالعات پیشین، به توسعه مالی به عنوان یک مفهوم چندبعدی توجهی نشده است. این در حالی است که به منظور بررسی اثرگذاری این متغیر، باید ابعاد متنوع آن را در کنار هم در نظر گرفته شود تا تصویری جامع تر از این مفهوم ارائه شود. ۳- در هیچ کدام از مطالعات اشاره شده به مطالعه نقش توسعه مالی بر رابطه میان رانت منابع و انباشت سرمایه خارجی پرداخته نشده و تنها به بررسی اثرات مستقیم توسعه مالی (آن هم تنها بر مبنای یکی از شاخص های توسعه مالی) بر رشد اقتصادی کشورها پرداخته شده است. بنابراین، بررسی تاثیر توسعه مالی به عنوان یک زیرساختار بر نحوه اثرگذاری رانت منابع طبیعی (به عنوان یک متغیر کلیدی در اقتصاد کشورهای غنی از منابع) بر شکل گیری سرمایه خارجی، یکی از اصلی ترین تفاوت های ماهوی تحقیق حاضر با سایر مطالعات پیشین است.

### ۳- معرفی الگو و روش تحقیق

معادله رگرسیونی مورد نظر در این مقاله که به منظور پاسخ به پرسش این تحقیق طراحی شده است به صورت رابطه (۱) است.

$$FC_t = \alpha_0 + \alpha_1 FD_t + \alpha_2 NRR_t + \alpha_3 OPEN_t + \alpha_4 G_t + \alpha_5 PC_t + \alpha_6 HC_t + \alpha_7 SC_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

FC (سرمایه خارجی): خالص دارایی های خارجی است که در بخش (۲-۱) به اجزای تشکیل دهنده آن به تفصیل پرداخته شد. به طور خلاصه، این شاخص، از کسر مجموع بدهی های خارجی از مجموع دارایی های خارجی که توسط مقامات پولی و بانک های سپرده پذیر یک کشور نگه داری می شوند (بر حسب پول داخلی) تقسیم بر تولید ناخالص داخلی به دست می آید. PC (سرمایه فیزیکی): تشکیل سرمایه ناخالص به صورت درصدی از GDP است. HC (سرمایه انسانی): متوسط سال های رفتن به مدرسه است. SC<sup>۱</sup> (سرمایه

خارجی؛ ۴- سایر سرمایه گذاری ها (شامل ابزار بدهی مانند وام ها، سپرده ها و اعتبارات تجاری) و ۵- دارایی های ذخیره، حاصل می شود به عنوان شاخصی از سرمایه خارجی در نظر گرفته شده است. بنابراین در این مقاله شاخص کامل و دقیق تری از سرمایه خارجی مورد استفاده قرار گرفته است.  
۱- برای مطالعه بیشتر به احمدیان یزدی (۱۳۹۶) مراجعه شود.

نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۲۳

اجتماعی): در این مطالعه پول قوی مبتنی بر قرارداد<sup>۱</sup> (HCIM) به صورت نسبت  $((\frac{M_T - M_1}{M_T}) * 100)$  به عنوان شاخصی از سرمایه اجتماعی مورد استفاده قرار گرفته است. این متغیر، معیار اعتماد به سیستم بانکی است و منعکس کننده اعتماد عمومیت یافته<sup>۲</sup> (روابط ضعیف، باریک یا اعتماد پل زده شده<sup>۳</sup>) است و می تواند شاخص قابل محاسبه و قابل دسترسی برای سرمایه اجتماعی باشد (بالیامون-لوتز<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱، ص ۳۳۸)<sup>۵</sup>. استیکس<sup>۶</sup> (۲۰۱۳) نیز نشان می دهد که پایین بودن اعتماد به بانک ها یک عامل محرک کلیدی در اقتصاد است. صفوی و مجتهدی (۱۳۹۰) بیان می کنند که اعتماد میان واسطه های مالی (مانند بانک ها) و تامین مالی شوندگان در سیستم های بانکی رابطه مدار (مانند ایران) به طور مستقیم سرمایه اجتماعی را تحت تاثیر قرار می دهد. از این رو، شاخص فوق می تواند توضیح دهنده اعتماد میان دو بخش مهم (مردم و واسطه های مالی) در اقتصاد باشد که به خوبی گویای سرمایه اجتماعی است.

اشکال مختلف سرمایه که اجزای تشکیل دهنده ثروت ملی هستند (اعم از سرمایه های ملموس شامل سرمایه خارجی، سرمایه فیزیکی و سرمایه طبیعی و سرمایه های ناملموس اعم از سرمایه انسانی و سرمایه اجتماعی)، به غیر از اثرگذاری مستقیمی که بر رشد اقتصادی دارند از یکدیگر نیز تاثیر می پذیرند. به این ترتیب، شکل گیری سرمایه خارجی، تحت تاثیر انباشت سرمایه انسانی، اجتماعی و سرمایه فیزیکی موجود در اقتصاد است (احمدیان یزدی، ۱۳۹۶، ص ۶۳). در واقع، فعالیت های مرتبط با سرمایه اجتماعی و آموزش بر تصمیم گیری افراد برای سرمایه گذاری در اجزای سرمایه خارجی (که در بخش ادبیات به آن پرداخته شد) اثرگذار است (آلپاسلان<sup>۷</sup>، ۲۰۱۵، ص ۱). در کنار این دو، سرمایه گذاری های فیزیکی می توانند بستر لازم برای سرمایه گذاری های مالی مرتبط با تشکیل سرمایه خارجی را فراهم کند.

---

1- Highly Contract-Intensive Money

2- Generalized trust

3- Weak ties, Thin or Bridging trust

4- Baliaoune-Lutz

۵- برای مطالعه بیشتر به احمدیان یزدی (۱۳۹۶) و ابوترابی و احمدیان یزدی (۱۳۹۸) مراجعه شود.

6 - Stix

7- Alpaslan

FD (شاخص توسعه مالی): در این مطالعه نظر به بانک محور بودن سیستم مالی در ایران از هفت شاخص توسعه مالی در بخش بانکی استفاده شده که عبارتند از: شاخص نسبت اعتبارات اعطایی بانک‌های سپرده‌پذیر و سایر موسسات مالی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی، نسبت دارایی‌های داخلی بانک‌های سپرده‌پذیر به کل دارایی‌های بانک‌ها و بانک مرکزی، نسبت دارایی‌های بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی، نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به تولید ناخالص داخلی، نسبت بدهی‌های نقدی به تولید ناخالص داخلی، نسبت اعتبارات اعطایی بانک‌های سپرده‌پذیر به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی و نسبت اعتبارات بانکی به سپرده‌های بانکی که از شاخص‌های استاندارد مورد تایید بانک جهانی هستند. همچنین به منظور آنکه شاخص توسعه مالی در بخش بانکی کشور، تصویر صحیحی از وضعیت کلی سیستم مالی ایران در این بخش را به تصویر بکشد از یک شاخص چندبعدی که نماینده هفت شاخص اشاره شده است، استفاده شده است. برای این منظور با استفاده از روش تجزیه مولفه‌های اصلی (PCA<sup>۱</sup>) که توسط احمدیان یزدی (۱۳۹۶)، سلیمی‌فر و دیگران (۱۳۸۹)، کهو<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) و گوهری و دیگران (۱۳۹۵) به کار گرفته شده است، یک شاخص چندبعدی به صورت میانگین وزنی از هفت شاخص معرفی شده در تحلیل‌ها در نظر گرفته شده است.

NRR: نسبت رانت منابع طبیعی به GDP، است. این شاخص از کسر هزینه متوسط هر واحد استخراج منابع طبیعی از ارزش هر واحد تولید شده از آن‌ها به دست می‌آید. همچنین، منظور از G، نرخ رشد سالانه GDP به قیمت عوامل (به قیمت‌های ثابت) است. در حقیقت، رشد اقتصادی یکی از عوامل اصلی در افزایش قیمت دارایی‌های مالی و ارزش پول ملی است که دارای اثرگذاری قابل ملاحظه‌ای بر خالص ارزش دارایی‌های خارجی یک کشور است (حبیب<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰، ص ۱۷).

متغیر OPEN، درجه باز بودن تجاری است. لین و میلیس-فرتی (۲۰۰۰، ص ۱) نشان داده‌اند که بالا رفتن ارزش دارایی‌های خارجی با افزایش درجه باز بودن تجاری در کشور افزایش می‌یابد. همچنین هر چه کشوری از اقتصاد کلان بازتری برخوردار باشد، اثرگذاری

1- Principal Component Analysis

2- Keho

3- Habib



نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۲۵

افزایش خالص دارایی‌های خارجی (سرمایه خارجی) دارای اثر بهبوددهنده بیشتری بر اقتصاد خواهد بود.

داده‌های مربوط به شاخص سرمایه انسانی از پایگاه اطلاعاتی پن‌ورد تیبل<sup>۱</sup> و شاخص سرمایه اجتماعی از پایگاه صندوق بین‌المللی پول و داده‌های مربوط به سایر متغیرهای مورد استفاده در معادله رگرسیونی (۱) از پایگاه داده بانک جهانی استخراج شده است.

با توجه به توضیحاتی که بیان شد در این مقاله، روند تکاملی ضریب رانت منابع با غلتاندن متغیر توسعه مالی با استفاده از روش رگرسیون غلتان با پنجره‌هایی با تعداد مشاهدات ثابت به تصویر کشیده خواهد شد و امکان تحلیل نحوه اثرگذاری شاخص‌های توسعه مالی را بر رابطه رانت منابع و انباشت سرمایه خارجی فراهم می‌کند.<sup>۲</sup> به این ترتیب ابتدا معادله رگرسیونی اولیه با یک سطح مشاهدات منطقی برآورد شده و سپس در مراحل بعدی یک مشاهده از ابتدای سطح مشاهدات مرحله قبلی کم و یک مشاهده به انتهای آن اضافه خواهد شد و به این ترتیب، طول مشاهدات در هر مرحله یکسان خواهد بود. برای توضیح بیشتر باید گفت که از این تکنیک به منظور مطالعه نحوه اثرگذاری یک متغیر بر رابطه میان دو متغیر دیگر استفاده می‌شود.<sup>۳</sup> تمامی برآوردهای انجام شده توسط نرم‌افزار Eviews 9.5 صورت گرفته است.

#### ۴- نتایج برآورد الگو

ابتدا نتایج حاصل از آزمون پایایی با استفاده از آماره KPSS که توسط کوویت کووسکی و دیگران<sup>۴</sup> (۱۹۹۲) معرفی شده با در نظر گرفتن عرض از مبدا و روند برای کلیه متغیرهای مورد مطالعه در معادله رگرسیونی (۱) انجام شده است. بر اساس نتایج به دست آمده از این آزمون، تمامی متغیرهای الگو از مرتبه صفر پایا شده‌اند.<sup>۵</sup> بنابراین، استفاده از روش ARDL مجاز است.

1- Pen World Table

۲- برای توضیح بیشتر در ارتباط با چگونگی استفاده از این تکنیک، به ضمیمه (۱) مقاله مراجعه شود.

۳- برای مطالعه بیشتر به احمدیان یزدی (۱۳۹۶) و ابوترابی و احمدیان یزدی (۱۳۹۸الف) مراجعه شود.

4- Kwiatkowski *et. al*

۵- نتایج این آزمون در بخش ضمیمه مقاله گزارش شده است.

بر اساس برآوردهای انجام شده، رانت منابع طبیعی هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت (در رگرسیون‌های مربوط به شاخص چند بعدی و شاخص‌های تکی توسعه مالی) دارای اثرگذاری مثبت (و البته کوچک) بر انباشت سرمایه خارجی است. بنابراین، درآمد حاصل از این منابع در ایران طی دوره مورد نظر توانسته است تا حدودی به سوی انباشت سرمایه خارجی هدایت شود.

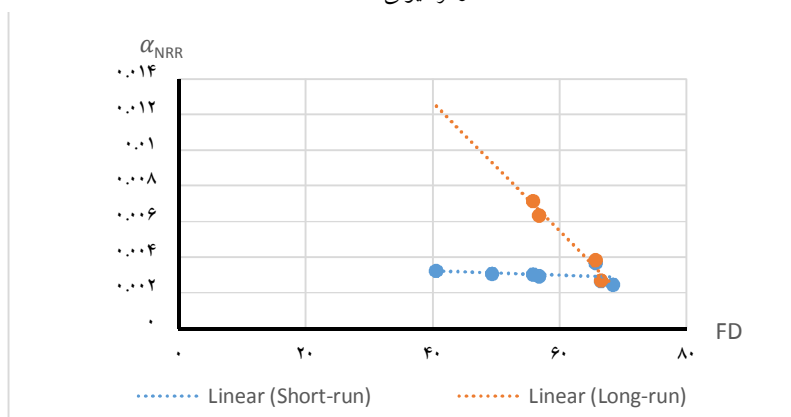
در ادامه به بررسی نحوه اثرگذاری شاخص چندبعدی توسعه مالی بر ضریب رانت منابع طبیعی در معادله رگرسیون (۱) پرداخته شده است. به علاوه، به منظور تعمیق درک این موضوع و همچنین شناسایی نحوه اثرگذاری هر کدام از هفت شاخص تکی توسعه مالی، تکنیک رگرسیون غلتان خودبازگشت با وقفه‌های توزیعی برای هر کدام از این شاخص‌ها به صورت جداگانه اجرا می‌شود.

برای تشخیص نحوه اثرگذاری شاخص هر یک از شاخص‌های توسعه مالی (تکی و چندبعدی) بر ضریب رانت منابع طبیعی در معادله مورد نظر بر اساس تکنیک رگرسیون غلتان (با پنجره‌های ثابت) در چارچوب رهیافت ARDL، باید نمودار مربوط به زوج‌های مرتب (ضریب رانت منابع در معادله سرمایه خارجی - مقدار عددی شاخص توسعه مالی در آخرین سال دوره مورد بررسی) به تصویر کشیده شده و با فرض وجود یک روند خطی، روند آن استخراج شود. در حقیقت با این روش، شاخص‌های توسعه مالی بر ضریب رانت منابع در طول بازه‌های مورد مطالعه غلتانده می‌شود تا به این ترتیب نحوه اثرگذاری آن‌ها به دقت مشخص شود.

همان‌طور که در نمودار (۱) مشاهده می‌شود، شیب نمودار خطی حاصل از زوج‌های مرتب ترسیم شده برای شاخص چندبعدی توسعه مالی (FD)، در بلندمدت منفی است. منفی بودن شیب این نمودار نشان‌دهنده آن است که با بالا رفتن سطح توسعه مالی در ایران، اثرگذاری مثبت رانت منابع طبیعی بر سرمایه خارجی در بلندمدت کاهش یافته است. هر چند که در کوتاه‌مدت دارای اثرگذاری قابل توجهی بر ضریب رانت منابع طبیعی در معادله رگرسیونی (۱) نبوده است. این نتیجه، نشان می‌دهد که با وجود اثرگذاری مثبت رانت منابع بر این نوع از سرمایه در ایران طی دوره بررسی شده، اما توسعه مالی در بخش بانکی نتوانسته موجب بهبود این رابطه مثبت شود.

نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۲۷

نمودار (۱): نحوه اثرگذاری شاخص بعدی چند توسعه مالی بر ضریب رانت منابع طبیعی در معادله رگرسیونی (۱)



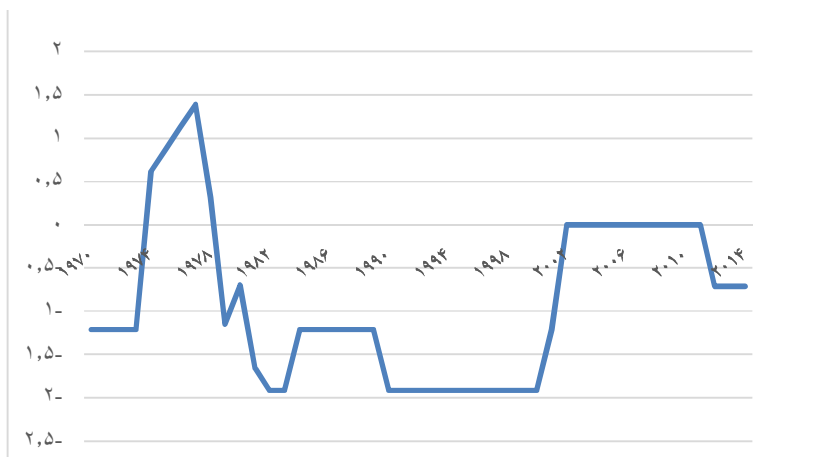
منبع: یافته‌های پژوهش

به نظر می‌رسد یکی از دلایل مهم عدم به منصفه ظهور رسیدن آثار مثبت توسعه مالی بر رابطه این دو متغیر کلیدی، درون‌نگر بودن سیاست‌های مالی دولت‌ها در ایران بوده که طی سال‌های متمادی تنها توسعه ابعاد داخلی سیستم مالی ایران را هدف گرفته و توجهی به توسعه ابعاد خارجی آن نداشته است (نیلی، ۱۳۹۴). علاوه بر این، وجود تحریم‌های بانکی نیز خود یکی از موانع اساسی بر آزادسازی مالی در بعد خارجی است. بنابراین، نوع سیاست‌های اتخاذ شده توسط دولت و همچنین وجود تحریم‌های بانکی بین‌المللی (از طریق کانال‌های توسعه مالی و به طور خاص جلوگیری از آزادسازی مالی)، منجر به عدم کارکرد درست سیستم مالی در ایران و مانع از کارکرد مطلوب و رو به رشد شاخص‌های توسعه مالی در بخش بانکی شده است. برای اثبات این ادعا می‌توان به آمار موجود از روند آزادسازی مالی (به عنوان یکی از کانال‌های کلیدی توسعه مالی مرتبط با افزایش سرمایه خارجی) توجه کرد. بر اساس نمودار (۲) که در آن روند آزادسازی مالی در ایران طی دوره مورد مطالعه ترسیم شده، می‌توان گفت که این متغیر دارای نوسانات بسیار شدید بوده است؛ که ناشی از تغییرات قابل توجه در اهداف سیاست‌گذاران در ارتباط با روند

۲۲۸ فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، سال نوزدهم، شماره ۷۳، تابستان ۱۳۹۸

ارتباطات مالی با سایر کشورها است که بر شکل‌گیری سرمایه خارجی در ایران اثرگذار بوده است.<sup>۱</sup>

نمودار (۲): درجه باز بودن مالی<sup>۲</sup> در ایران طی دوره ۱۹۷۰-۲۰۱۴



منبع: ایتو و چین،<sup>۳</sup> ۲۰۱۶

مشاهده می‌شود که شاخص درجه باز بودن مالی (به عنوان نماینده‌ای از درجه آزادسازی مالی خارجی) بجز در دوره کوتاهی قبل از انقلاب، همواره منفی بوده است و به نظر می‌رسد که این موضوع نشان‌دهنده عدم توجه به کانال آزادسازی مالی خارجی به منظور توسعه مالی در بخش بانکی کشور است.

۱- از جمله شاخص‌هایی که می‌تواند سطح آزادی مالی را در یک سیستم مالی اندازه‌گیری کند، در دسترس بودن خدمات مالی، هزینه استفاده از خدمات مالی، سهولت دسترسی به وام‌ها و در دسترس بودن خدمات مالی برای سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز کارآفرینان است. بر اساس گزارش رقابت‌پذیری جهانی (۲۰۱۴)، رتبه ایران در این شاخص‌ها، در بین ۱۹ کشور منطقه به ترتیب ۱۷، ۱۷، ۱۹ و ۱۹ است.

۲- این شاخص ابتدا توسط ایتو و چین (۲۰۰۶) محاسبه شده و معیاری برای اندازه‌گیری درجه آزادی حساب سرمایه در یک کشور است که در سال ۲۰۱۶ به روز رسانی شده است- در نسخه به روز رسانی شده این شاخص، اطلاعات مربوط به محدودیت‌های مقرراتی بر معاملات مالی بین‌کشوری تا پایان سال ۲۰۱۴ در نظر گرفته شده است.

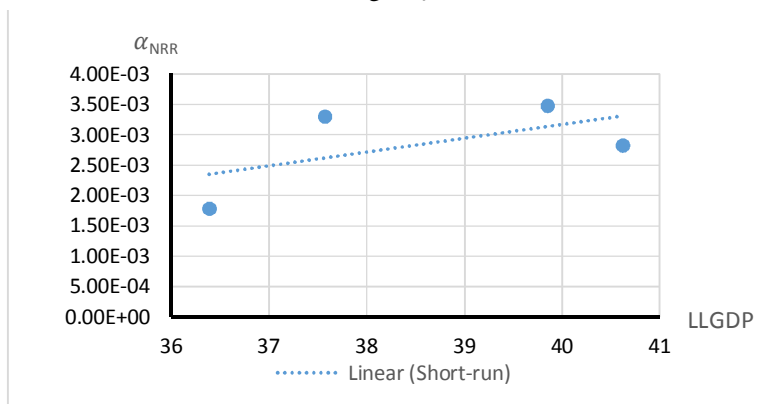
3- Ito and Chinn

نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۲۹

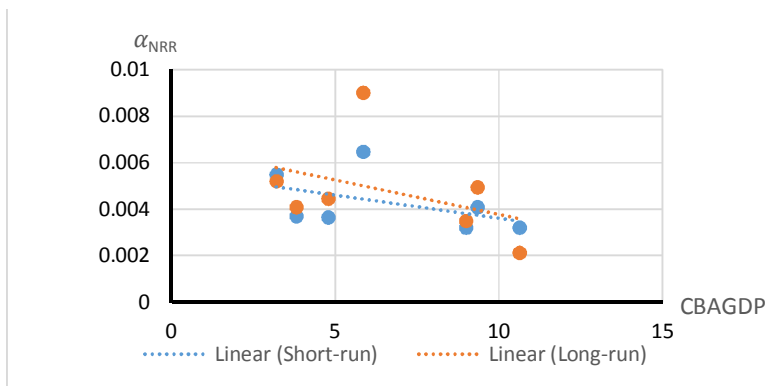
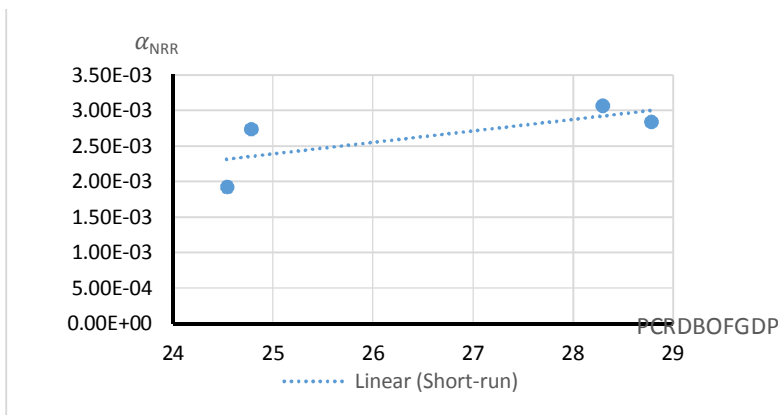
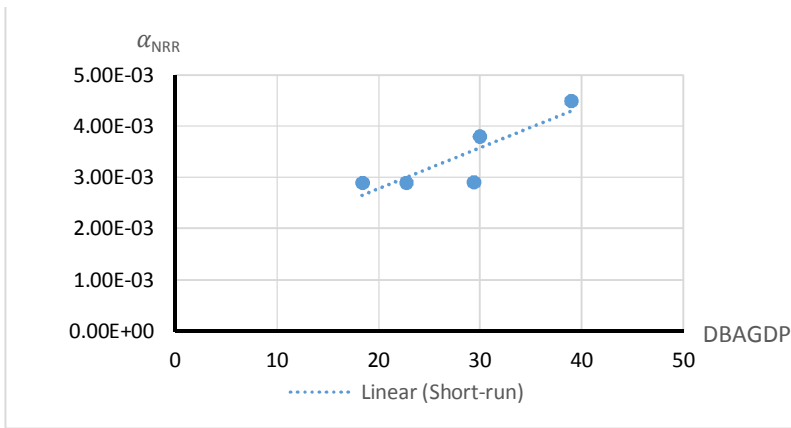
نتایج رگرسیون غلطان در مورد شاخص‌های تکی توسعه مالی که به تفکیک برای هر شاخص در نمودار (۳) قابل مشاهده است، حاکی از آن است که در کوتاه‌مدت با افزایش شاخص‌های نسبت بدهی‌های نقدی به تولید ناخالص داخلی (LLGDP)، نسبت دارایی-های بانک‌های سپرده‌پذیر به تولید ناخالص داخلی (DBAGDP)، نسبت اعتبارات اعطایی بانک‌های سپرده‌پذیر و سایر مؤسسات مالی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (PCRDBOFGDP) و نسبت اعتبارات بانکی به سپرده‌های بانکی (BCBD)، اثرگذاری مثبت رانت منابع بر انباشت سرمایه خارجی افزایش پیدا می‌کند. به این ترتیب، می‌توان ادعا کرد که با افزایش شاخص‌های فوق، نحوه اثرگذاری رانت منابع بر سرمایه خارجی در ایران بهبود پیدا می‌کند، اما در مقابل با افزایش نسبت دارایی‌های بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی (CBAGDP) در کوتاه‌مدت، از اثرگذاری مثبت رانت منابع بر انباشت سرمایه خارجی کاسته می‌شود.

نمودار (۳): نحوه اثرگذاری شاخص‌های تکی توسعه مالی بر ضریب رانت منابع طبیعی در معادله

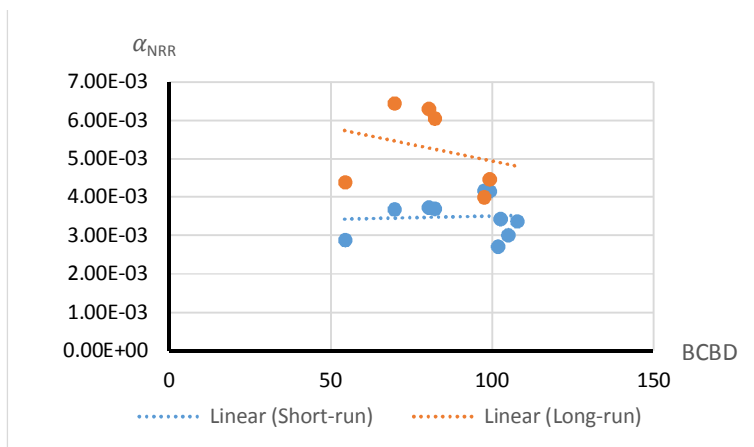
رگرسیونی (۱)



۲۳۰ فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، سال نوزدهم، شماره ۷۳، تابستان ۱۳۹۸



نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۳۱



منبع: یافته‌های پژوهش

در بلندمدت نیز افزایش شاخص‌های نسبت دارایی‌های بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی (CBAGDP) و نسبت اعتبارات بانکی به سپرده‌های بانکی (BCBD)، منجر به کاهش اثرگذاری مثبت رانت منابع بر سرمایه خارجی شده است.

### ۵- نتیجه‌گیری

در این مقاله به این پرسش مهم پاسخ داده شده است که آیا توسعه مالی می‌تواند منجر به بهبود اثرگذاری رانت منابع طبیعی بر انباشت سرمایه خارجی در ایران شود؟ به این منظور ابتدا الگوی مورد مطالعه طراحی و متغیرهای مورد استفاده برای پاسخ به این سوال تعیین شده‌اند. نتایج نشان می‌دهند که رانت منابع در کوتاه‌مدت و بلندمدت دارای اثرگذاری مثبت بر انباشت سرمایه خارجی در ایران بوده است. بر اساس نتایج به دست آمده با استفاده از تکنیک رگرسیون غلتان مبتنی بر روش ARDL، توسعه سیستم مالی در بخش بانکی کشور نتوانسته اثر مثبت مورد انتظار تئوریک خود را در ارتباط با نحوه اثرگذاری رانت منابع بر انباشت سرمایه خارجی بگذارد.

نتایج در مورد شاخص‌های تکی نیز گویای آن است که در کوتاه‌مدت با افزایش شاخص‌های نسبت بدهی‌های نقدی به تولید ناخالص داخلی، نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به تولید ناخالص داخلی، نسبت اعتبارات اعطایی بانک‌های سپرده‌پذیر و سایر موسسات مالی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی و نسبت اعتبارات بانکی به سپرده-

های بانکی، اثرگذاری مثبت رانت منابع بر انباشت سرمایه خارجی افزایش پیدا می کند؛ این به آن مفهوم است که فرضیه این مقاله در ارتباط با این چهار شاخص تکی توسعه مالی در بخش بانکی تایید می شود و با بهبود این شاخص ها نحوه اثرگذاری رانت منابع بر انباشت سرمایه خارجی بهبود می یابد. اما در مقابل، در بلندمدت با افزایش شاخص های نسبت دارایی های بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی و نسبت اعتبارات بانکی به سپرده های بانکی، اثرگذاری مثبت رانت منابع بر سرمایه خارجی کاهش پیدا می کند.

به طور کلی، بجز نتایج مثبت چهار شاخص از هفت شاخص مورد بررسی در کوتاه مدت بر نحوه اثرگذاری رانت منابع بر سرمایه خارجی در سایر موارد، برخلاف انتظار تئوریک، توسعه مالی در بخش بانکی نتوانسته اثرات مثبت بالقوه خود را بر این رابطه نشان دهد.

در مجموع، پیشنهاد می شود جهت هدایت رانت حاصل از فروش منابع طبیعی به سمت انباشت بیشتر سرمایه خارجی (که یکی از اجزای ثروت ملی است)، سیاست های مالی<sup>۱</sup> بر اساس توسعه مالی متوازن (از طریق توسعه همگام و همزمان هر چهار کانال توسعه مالی) تنظیم شوند تا موجب ظهور پتانسیل های بالقوه این زیرساختار کلیدی در اقتصاد کشور شود.



پیوست ۱- تکنیک رگرسیون غلتان با پنجره‌های ثابت

در این مقاله به منظور بررسی نحوه اثرگذاری شاخص‌های تک‌بعدی و چندبعدی توسعه مالی بر ضریب رانت منابع طبیعی در معادله رگرسیونی (۱) از تکنیک رگرسیون غلتان<sup>۱</sup> در چارچوب رهیافت ARDL استفاده شده است. به منظور توضیح بیشتر تکنیک رگرسیون غلتان، لازم است به رابطه  $Y_t = \alpha + \beta X_t + \delta Z_t + \varepsilon$  توجه شود. در این رابطه منظور از  $X_t$  بردار متغیرهای توضیحی و منظور از  $Z_t$  بردار متغیری است که به منظور انجام روش غلتان باید از آن استفاده شود.

بر اساس روش غلتان، ابتدا طول پنجره اولیه برای برآورد مدل مورد نظر انتخاب می‌شود. بر اساس مطالعات انجام شده، هیچ گونه قاعده تئوریک مشخصی برای انتخاب بهینه طول بازه زمانی اولیه برای برآورد مدل وجود ندارد و این انتخاب به طور کاملاً تجربی و البته با رعایت درجه آزادی مناسب برای این منظور انجام می‌شود (تایمرمن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸، ص ۱۲). از این رو، رابطه  $Y_t = \alpha + \beta X_t + \delta Z_t + \varepsilon$  در بازه‌های زمانی مختلف با طول  $\tau_K = T - K$  برآورد می‌شود که در منظور از  $T$ ، طول کل بازه زمانی مورد مطالعه و منظور از  $K$ ، تعداد پنجره‌های مورد نظر برای برآورد مدل است. البته باید توجه داشت که در این مقاله از تکنیک رگرسیون غلتان با طول پنجره‌های یکسان استفاده شده است.

با توجه به این توضیحات، رابطه مطرح شده در بازه زمانی اولیه  $(t_1, t_{\tau_K})$  که در آن منظور از  $t_1$  اولین مشاهده و  $t_{\tau_K}$ ،  $K$ امین مشاهده است، برآورد می‌شود. سپس، مقدار مطلق  $Z_{t_1}$  در سال  $t_{\tau_K}$  در کنار ضریب برآورد شده  $X_{t_1}$  در بازه زمانی مدنظر به عنوان نخستین نقطه در صفحه مختصات در نظر گرفته می‌شود. در مرحله بعد، مجدد رابطه  $Y_t = \alpha + \beta X_t + \delta Z_t + \varepsilon$  در بازه زمانی  $(t_1, t_{\tau_{K+1}})$  که با طول یکسان با بازه زمانی اولیه  $(\tau_K)$  است برآورد می‌شود. سپس، مشابه مرحله قبل، مقدار مطلق  $Z_{t_1}$  در سال  $t_{\tau_{K+1}}$  در کنار ضریب برآورد شده  $X_{t_1}$  در بازه زمانی تحت بررسی به عنوان دومین نقطه در صفحه مختصات در نظر گرفته می‌شود. این روند به همین شکل ادامه پیدا می‌کند تا اینکه در

1- Rolling Regression  
2- Timmermann

نهایت رابطه  $y_t = \alpha + \beta x_t + \delta z_t + \varepsilon$  در بازه زمانی  $(t_{t_k}, t_{t_{k+K}})$  برآورد می‌شود. در این مرحله نیز مقدار مطلق  $Z_t$  در سال  $t_{t_{k+K}}$  در کنار ضریب برآورد شده  $X_t$  در بازه زمانی مورد نظر به عنوان  $K$ مین نقطه در صفحه مختصات در نظر گرفته می‌شود. در انتها با در نظر گرفتن یک روند (که در این مقاله، روند خطی فرض شده است)، نموداری حاصل می‌شود که بر اساس تحلیل روند تغییرات شیب این نمودار می‌توان به نحوه تاثیر پذیری  $\beta$  (ضریب متغیر  $X_t$ ) از مقادیر مطلق متغیر  $Z_t$  پی برد و از آنجا که  $\beta$  نشان‌دهنده نحوه اثرگذاری  $X_t$  بر  $Y_t$  است، پس می‌توان نمودار حاصل از این نقاط را ماحصل تاثیر متغیر  $Z_t$  بر نحوه اثرگذاری  $X_t$  بر  $Y_t$  دانست. در کنار روش رگرسیون غلتان (با پنجره‌های ثابت)، روش رگرسیون بازگشتی<sup>۱</sup> نیز مطرح شده است که دارای اندازه مشاهدات متفاوت است. البته این روش دارای مشکلات بالقوه‌ای است و نمی‌توان از آن در تحقیق حاضر استفاده کرد.<sup>۲</sup>

محققان بسیاری از روش رگرسیون غلتان با توجه به اهداف مورد نظر خود استفاده کرده‌اند؛ مانند: راکیکات<sup>۳</sup> و دیگران (۲۰۱۷)، تانگ و ابوسدرا<sup>۴</sup> (۲۰۱۵)، تانگ و چوا<sup>۵</sup> (۲۰۱۵)، تانگ و تان<sup>۶</sup> (۲۰۱۳)، آرسلانتورک<sup>۷</sup> و دیگران (۲۰۱۱)، زنین و مارا<sup>۸</sup> (۲۰۱۱)، تانگ (۲۰۱۰)، ابراهیم<sup>۹</sup> (۲۰۰۹)، تایمرمن (۲۰۰۸)، ابراهیم و عزیز<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۳).

1- Recursive regression

۲- برای مطالعه بیشتر، به احمدیان یزدی (۱۳۹۶) مراجعه شود.

3- Racicot

4- Tang and Abosedra

5- Tang and Chua

6- Tang and Tan

7- Arslanturk

8- Zanin and Marra

9- Ibrahim

10- Ibrahim and Aziz

نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۳۵

پیوست ۲- نتایج آزمون پایایی بر اساس روش KPSS

نتایج آزمون پایایی بر اساس روش KPSS (با عرض از مبدا و روند)

متغیر	آماره KPSS محاسباتی	مقدار بحرانی در سطح معنی داری ۱ درصد	نتیجه آزمون پایایی
FC	۰/۰۸	۰/۲۱	پایا
FD	۰/۱۸	۰/۲۱	پایا
HC	۰/۱۹	۰/۲۱	پایا
OPEN	۰/۱۳	۰/۲۱	پایا
PC	۰/۱۴	۰/۲۱	پایا
G	۰/۰۹	۰/۲۱	پایا
SC	۰/۱۹	۰/۲۱	پایا
NRR	۰/۱۱	۰/۲۱	پایا

منبع: محاسبات تحقیق

در آزمون پایایی بر اساس آماره KPSS، فرض صفر مبنی بر عدم وجود ریشه واحد است. بنابراین در صورتی که آماره محاسباتی آزمون از مقادیر بحرانی آن در سطوح مختلف معنی داری (۱، ۵ و ۱۰ درصد) بزرگ تر نباشد، فرض صفر رد نمی شود و بنابراین سری زمانی مورد نظر در سطح پایا است.

## منابع

### الف) فارسی

ابوترابی. محمدعلی، احمدیان یزدی. فرزانه. (۱۳۹۸ الف). توسعه مالی، رانت منابع طبیعی و سرمایه فیزیکی در ایران: نفرین یا موهبت منابع؟، بررسی مسائل اقتصاد ایران، در دست چاپ.

ابوترابی. محمدعلی، احمدیان یزدی. فرزانه (۱۳۹۸ ب). مطالعه تأثیر توسعه مالی بر نحوه اثرگذاری رانت منابع طبیعی بر اعتماد عمومی یافته در ایران، اقتصاد پولی، مالی، در دست چاپ.

ابوترابی. محمدعلی (۱۳۹۳). مطالعه زیرساخت‌های تعیین‌کننده اثربخشی توسعه مالی بر رشد اقتصادی در ایران، پایان‌نامه دکتری، دانشگاه فردوسی مشهد.

احمدیان یزدی. فرزانه (۱۳۹۶). مطالعه نقش توسعه مالی بر نحوه اثرگذاری رانت منابع طبیعی بر انباشت سرمایه‌های ملموس و ناملموس در ایران، پایان‌نامه دکتری، دانشگاه فردوسی مشهد.

اسدی. زیور، بهرامی. جاوید، طالبلو. رضا (۱۳۹۲). تأثیر پدیده‌ی نفرین منابع طبیعی بر توسعه مالی و رشد اقتصادی در قالب الگوی پانل پویا، پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، سال ۳، شماره ۱۰، ۲۶-۹.

امینی. علی‌رضا، حجازی آزاد. زهره (۱۳۸۶). تحلیل و ارزیابی نقش سلامت و بهداشت در ارتقاء بهره‌وری نیروی کار در اقتصاد ایران، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، سال ۹، ۱۳۷-۱۶۳.

حسینی. سید محمد (۱۳۸۷). حاکمیت اسلامی و طراحی ابزارهای جدید مالی، مجموعه مقالات اولین همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، دانشگاه فردوسی مشهد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، ۵۷۵-۵۹۴.

ذکاوت. سید مرتضی (۱۳۸۸). کاربرد تحلیل شبکه بیزی در مدیریت ریسک بانک‌ها، مجموعه مقالات اولین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف، تهران، ۱۲۴-۲۷۵.

سلیمی‌فر. مصطفی، رزمی. محمد جواد، ابوترابی، محمدعلی (۱۳۸۹). بررسی رابطه علی‌شاخص‌های توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران، فصلنامه اقتصاد مقداری، سال ۷، شماره ۱، ۷۵-۱۰۳.

نقش توسعه مالی در تبدیل رانت منابع طبیعی به سرمایه... ۲۳۷

شکروی. سمیه، خضری. محسن (۱۳۹۶). محاسبه شاخص توسعه مالی و بررسی اثرات زمانی آن بر رشد اقتصادی با استفاده از مدل TVP-FAVAR، مجله پژوهشنامه اقتصادی، سال ۱۷، شماره ۶۷، ۳۱۵-۳۴۱.

شعرباف. سمیرا، طیبی. سید کامیل، رجبی. مصطفی (۱۳۹۲). سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، توسعه بازار مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب آسیا، اولین همایش الکترونیکی ملی چشم‌انداز اقتصاد ایران با رویکرد حمایت از تولید ملی، ۱-۱۶.

صفوی. بیژن، مجتهدی. سبا (۱۳۹۰). تجزیه و تحلیل اثر سرمایه اجتماعی بر توسعه مالی در اقتصاد ایران طی سال‌های ۱۳۶۳-۱۳۸۷، مجموعه مقالات چهارمین کنفرانس توسعه نظام تامین مالی در ایران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف، ۳۶۹-۳۹۲.

گوهری. لیدا، سلیمی فر. مصطفی، ابوترابی. محمدعلی (۱۳۹۵). بررسی اثر توسعه مالی بر سرمایه انسانی در ایران، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، سال ۱۶، شماره ۳، ۱۸۱-۲۰۷.

نیلی. مسعود (۱۳۹۴). اقتصاد ایران به کدام سو می‌رود؟ خلاصه طرح مطالعاتی تحلیل عوامل تاثیرگذار بر عملکرد میان‌مدت اقتصاد ایران، انتشارات دنیای اقتصاد، چاپ اول، تهران.

ب - انگلیسی

Aghion, P.; Bacchetta, P.; Ranciere, R. and Rogoff, K. (2009). Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development, *Journal of Monetary Economics*, 56, 513-494.

Ali, S. (2014). Foreign Capital Flows and Economic Growth in Pakistan: An Empirical Analysis, *World Applied Sciences Journal*, 2, 193-201.

Alpaslan, B. (2015). Are human and Social Capital Linked? Evidence from India, *Discussion Paper Series*, No. 207, The University of Manchester.

Aoun, M.C and Boulanger, Q. (2015). The New Challenge for Oil-based Sovereign Wealth Funds, *Working Paper*, 1-28.

Arslanturk, Y.; Balcilar, M. and Ozdemir, Z.A. (2011). Time-Varying Linkage between Tourism Receipts and Economic Growth in Small Open Economy, *Economic Modelling*, 28, pp.664-671.

Asiedu, E. (2013). Foreign Direct Investment, Natural Resources and Institutions, *Working paper*, Intennational Growth Center, University of Kanas, 1-38.

Auty, R. M. (1993). *Sustaining Development in Mineral Economies: The Resource Curse Thesis*, London: Routledge.

- Badeeb, R. A. and Lean, H. H. (2017). Natural Resources and Productivity: Can Banking Development Mitigate the Curse?, *Economies*, 5, 1-14.
- Bakwena, M. and Bodman, P. (2011). The Role of Financial Development in Natural Resource Abundant Economies: Does the Nature of Resource Matter?, *Botswana Journal of Economics*, 7, 16-31.
- Baliamoune-Lutz, M. (2011). Trust-based Social Capital, Institutions and Development, *The Journal of Socio-Economics*, 40, 335-346.
- Beck, T. and Poelhekke, S. (2017). Follow the money: Does the Financial Sector Intermediate Natural Resource Windfalls?, Working paper No. 545, The Netherlands.
- Budina, N. and Van Wijnbergen, S. (2008), Managing Oil Revenues in Nigeria: The Role of Fiscal Policy, Chapter 10, 427-460.
- Chuquilin, M.; Salinas, C. and Winkelried, D. (2015). Foreign Capital and Economic Growth in Emerging Markets: Are Foreign Aid and Foreign Direct Investment Substitutes?, Working paper, University of Del Pacifico, Peru.
- Elhannani, F. E.; Boussalem, A. B. and Benbouziane, M. (2016). Financial Development and the Oil Curse: Evidence from Algeria, *Topics* 112-125.
- Ezeoha, A. E. and Cattaneo, N. (2011). FDI Flows to Sub-Saharan Africa: The Impact of Finance, Institution and Natural Resource Endowment, Paper Submission for the CSAE Conference 2011: Economic Development in Africa, 1-25.
- Gelb, A.H. (1988). *Oil Windfalls: Blessing or Curse?*, New York: Oxford University Press.
- Gylfason, T.; Herbertsson, T.T and Zoega, G. (1999). A Mixed Blessing: Natural Resources and Economic Growth, *Macroeconomic Dynamics*, 3, 204-225.
- Gylfason, T. (2001). Natural resources, education and economic development, *European Economic Review*, 45, 847-859.
- Gylfason, T. (2004). Natural Resources and Economic Growth: From Dependence to Diversification, Working Paper, 1-34.
- Gylfason, T. (2008). Development and Growth in Mineral-rich Countries, sustainable Growth and Resource Productivity: Economic and Global Policy Issues, 42-84.
- Habib, M. M. (2010). Excess Returns on Net Foreign Assets: The Exorbitant Privilege from A Global Perspective. Working paper No. 1158, European Central Bank.
- Hattendorff, C. (2013). The Natural Resource Curse Revisited: Is There a Financial Channel?, Conference Paper, Economic Development and Technological Change.

- Hattendorff, C. (2014). Natural Resources, Export Concentration and Financial Development, School of Business and Economics, Discussion Paper, 1-67.
- Ibrahim, M.H. (2009). A Rolling Regression Analysis of International Transmission of Inflation in Malaysia, *The Journal of Applied Economic Research*, 3, pp.21-39.
- Ibrahim, M.H. and Aziz, H. (2003). Macroeconomic Variables and the Malaysian Equity Market: A View Through Rolling Subsamples, *Journal of Economic Studies*, 30, pp.6-27.
- Iheanacho, E. (2016). The Impact of Financial Development on Economic Growth in Nigeria: An ARDL Analysis, *Economies*, 4, 1-12.
- International Monetary Fund. (2010). Managing Natural Resource Wealth (MNRW-TTF).
- Karl, T. L. (1997). *The Paradox of Plenty: Oil Booms and Petro-States*, Berkeley: University of California Press.
- Keho, Y. (2010). Effect of Financial Development on Economic Growth: Does Inflation Matter? Time Series Evidence from the UEMOA Countries, *International Economic Journal*, 24, 343-355.
- Kurronen, S. (2012). *Financial Sector in Resource-Dependent Economies*, Helsinki: Bank of Finland Institute for Economies in Transition (BOFIT), Discussion Paper.
- Kwiatkowski, D.; Peter C. B. P.; Peter, S. & Yongcheol Shin (1992). "Testing the Null Hypothesis of Stationary against the Alternative of a Unit Root," *Journal of Econometrics*, 54, 159-178.
- Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities 1970-2004, *Journal of International Economics*, 73, 223-250.
- Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M. (2000). The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and Real Exchange Rates, Working paper, 1-26.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, Vol.XXXV, 668-725.
- Lewis, S. R. (1984). Development Problems of Mineral-Rich Countries, In: Syrquin, M., L. Taylor and L.E. Westphal (eds.) *Economic Structure and Performance: Essays in Honor of Hollis B. Chenery*. Orlando, Florida: Academic Press Inc., 157-177.
- Luca, O. and Spatafora, N. (2012). Capital Inflows, Financial Development and Domestic Investment: Determinants and Inter-Relationships, IMF Working Paper, 1-22.

- Melo, L. and Quinn, M.A. (2015). Oil, Foreign Direct Investment and Corruption, *The International Journal of Business and Finance Research*, 9(1), 33-49.
- Meurer, R. (2015). Portfolio Investment Flows, GDP, and Investment in Brazil, *International Journal of Economics and Finance*, 8, 1-9.
- Nankani, G. T. (1979). Development Problems of Mineral Exporting Countries, World Bank Staff Working Paper No. 354. Washington D.C.: World Bank.
- Nili, M. and Rastad, M. (2007). Addressing the Growth Failure of the Oil Economies: The Role of Financial Development, *The Quarterly Journal of Economics and Finance*, 46, 726-740.
- Poelhekke, S. and Van der Ploeg, F. (2013). Do Natural Resources Attract Nonresource FDI?, *The Review of Economics and Statistics Journal*, 1-22.
- Prasad, E. S.; Rajan, R. G. and Subramanian, A. (2007). Foreign Capital and Economic Growth, Discussion Paper No.3186, Bonn, Germany.
- Quinxina, Y. and Almeida, A. (2014). Financial Development and Economic Growth in Natural Resource Based Economy: Evidence from Angola, Working Paper.
- Rocicot, F-E.; Rentz, W.F. and Kahl, A.L. (2017). Rolling Regression Analysis of the Pastor-Stambaugh Model: Evidence from Robust Instrumental Variables, *International Advanced Economic Research*, 23, pp.75-90.
- Rodriguez, F. and Sachs, J. D. (1999). Why Do Resource-Abundant Economies Grow More Slowly?, *Journal of Economic Growth*, 4, 277-303.
- Rietveld, M. and Bauer, A. (2014). Rules-based Investment for Natural Resource Funds, In Bauer, A. (ed.), *Managing the Public Trust: How to Make Natural Resource Funds Work for Citizens*, pp. 59-70. Revenue Watch Institute & Vale Columbia Center.
- Rose, A.K. and Spiegel, M.M. (2008). International Financial Remoteness and Macroeconomic Volatility, NBER Working Paper, No. 14336.
- Sachs, J. D. and Warner, A. M. (1995). Natural resource abundance and economic growth. NBER Working Paper, Cambridge, Massachusetts, No.5398.
- Sachs, J. D. and Warner, A. M. (1999). The Big Rush, Natural Resource Booms and Growth. *Journal of Development Economics* 59, 43-76.
- Sachs, J. D. and Warner, A. M. (2001). Natural Resources and Economic Development: The Curse of Natural Resources, *European Economic Review*, 45, 827-838.



- Stix, H. (2013). Why Do People Save in Cash? Distrust, Memories of Banking Crises, Weak Institutions and Dollarization, *Journal of Banking and Finance*, 37, 4087-4106.
- Tang, C.F. and Abosedra, S. (2015). Tourism and Growth in Lebanon: New Evidence from Bootstrap Simulation and Rolling Causality Approaches, *Empir Econ*, Springer, pp.1-18.
- Tang, C.F. and Chua, S.Y. (2015). The Savings-Growth Nexus for the Malaysian Economy: A View through Rolling Sub-Samples, *Applied Economics*, 44, pp.4173-4185.
- Tang, C.F. and Tan, E.C. (2013). How Stable is the Tourism-Led Growth Hypothesis in Malaysia? Evidence from Disaggregated Tourism Markets, *Tourism Management*, 37, pp.52-57.
- Tang, C.F. (2010). The Money-Prices Nexus for Malaysia: New Empirical Evidence from the Time-Varying Cointegration and Causality Tests, *Global Economic Review: Perspectives on East Asian Economies and Industries*, 39, pp.383-403.
- Timmermann, A. (2008). Elusive Return Predictability, *International Journal of Forecasting*, 24, pp.1-18.
- Tiwari, S.; Cottarelli, C.; Blanchard, O.; Antoinette, M. S. and Vinals, J. (2012). Macroeconomic Policy Frameworks for Resource-Rich Developing Countries, *International Monetary Fund*.
- Van Den Bermer, T.; Van Der Ploeg, F. and Wills, S. (2013). The Elephant in the Ground: Managing Oil and Sovereign Wealth, *OxCarre Research Paper 129*, 1-43.
- Van der Ploeg, F. (2011). Natural Resources: Curse or Blessing?. *Journal of Economic Literature*, 49, 366-420.
- Van der Ploeg, F. and Poelhekke, S. (2010). The Pungent Smell of "Red Herring": Subsoil Assets, Rents, Volatility and the Resource Curse, *Journal of Environmental Economics and Management*, 60, 44-55.
- Van der Ploeg, F. and Poelhekke, S. (2008). Volatility and the Natural Resource Curse, *OxCarre Research Paper No.2008-03*, Oxford Centre for the Analysis of Resource Rich Economies, 1-32.
- World Economic Forum. (2012). *Financial Development Report*. USA Inc: New York, USA.
- Zanin, L. and Marra, G. (2011). Rolling Regression versus Time-Varying Coefficient Modelling: An Empirical Investigation of the Okun's Law in Some Euro Area Countries, *Bulletin of Economic Research*, 64, pp. 91-108.