



تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی (مقایسه‌ی کشورهای در حال توسعه، در حال توسعه نفتی و توسعه یافته)

فروغ قدمیاری

کارشناس ارشد دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران (نویسنده مسئول)

Ghadamyar1@aulomi.ut.ac.ir

مبینا رضایی

دانشجوی کارشناس ارشد دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران

Zahrarezaei426@gmail.com

حسینعلی رجایی

h.raja.gor@gmail.com

دانشجوی دکتری اقتصاد دانشگاه آزاد کرمان

چکیده

دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و توسعه، از اهداف اساسی کشورها می‌باشد. در ادبیات اقتصادی، سرمایه به منزله رکن اصلی یک نظام اقتصادی تلقی می‌گردد و بر تشکیل آن به عنوان مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده‌ی رشد و توسعه اقتصادی تأکید فراوان شده است. از آنجا که منبع انباشت سرمایه، سرمایه‌گذاری می‌باشد بنابراین برای انجام سرمایه‌گذاری، نیاز به میزان مشخصی از پس‌انداز در سیستم مالی است و از این طریق شاخص‌های توسعه مالی بر شاخص بهره‌وری سرمایه موثر می‌باشد. در این مقاله سعی شده است تا با استفاده از شاخص‌های مناسب بازار مالی، یک بررسی مقایسه‌ای بین کشورهای در حال توسعه، در حال توسعه نفتی و توسعه یافته انجام شود. لذا در بازه زمانی (۲۰۱۵ - ۱۹۹۰) در هر کدام از گروه‌ها ۱۲ کشور لحاظ شده و در نهایت با استفاده از داده‌های پانل و روش‌های آماری مربوط، به نتایجی دست یافته ایم که نشان می‌دهد بازار سرمایه در کشورهای توسعه یافته بر خلاف کشورهای در حال توسعه نفتی تأثیر مثبتی در رشد اقتصادی دارد.

کلمات کلیدی: رشد اقتصادی، بازارهای مالی، بازار سرمایه، داده‌های پانل

مقدمه

بدون شک دستیابی به رشد مستمر و مداوم اقتصادی و به موجب آن توسعه اقتصادی را می‌توان از زمره اهدافی قلم داد نمود که تمامی کشورها در پی دستیابی به آن می‌باشند. شناخت و آگاهی نسبت به تأثیرات متقابل متغیرهای کلان اقتصادی، یکی از ملزومات گزینش سیاست‌های صحیح جهت دستیابی به اهداف کلان اقتصادی است. طبق نظریه‌های اقتصاد کلان، انباشت سرمایه فیزیکی یکی از شروط لازم برای رشد اقتصادی به حساب می‌آید. به عبارت دیگر به کارگیری مطلوب نیروی کار در فرآیند تولید تا حد زیادی به میزان سرمایه موجود بستگی دارد. در این مقاله به دنبال مقایسه‌ی تأثیر توسعه‌ی مالی بر رشد اقتصادی در سه گروه از کشورهای در حال توسعه، در حال توسعه‌ی نفتی و توسعه یافته می‌باشیم، این مقایسه در کشورهای صادر کننده نفت از این نظر حائز اهمیت است که درآمدهای نفتی از طریق مکانیزم بیماری هلندی باعث کاهش اتکا به درآمدهای مالیاتی، کاهش سرمایه‌گذاری اجتماعی و انسانی، بی‌ثباتی اقتصاد و کاهش سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی می‌شود که همه این عوامل زمینه را برای تضعیف و کاهش سطح توسعه مالی فراهم می‌نماید. اهمیت توجه به بازارهای مالی به حدی است که برخی از اقتصاددانان بر این عقیده‌اند که تفاوت اقتصادهای توسعه‌یافته و توسعه‌نیافته، نه در تکنولوژی پیشرفته بلکه در وجود بازارهای مالی فعال و گسترده است (ختائی، محمود و همکاران، ۱۳۸۷).

بازارهای مالی به سبب نقش اساسی که در گردآوری منابع از طریق پس‌اندازهای کوچک و بزرگ موجود در اقتصاد ملی، بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آنها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار گرفته‌اند (صمدی و همکاران، ۱۳۸۶). از آنجایی که یک سیستم مالی سالم مکمل زیرساخت‌های اصلی یک اقتصاد است، طراحی سیاست‌هایی برای توسعه اقتصادی که در آن بهبود سیستم مالی کامل مورد غفلت قرار گرفته باشد، اشتباهی چشمگیر است. یک سیستم مالی با نظارت ناکافی می‌تواند مستعد بحران با آثار مخرب بالقوه باشد. بنابراین نقش واسطه‌ها و بازارهای مالی توجه پژوهشگران و سیاست‌گذاران را بیشتر جلب کرده است. الگوی مالی اتخاذ شده کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه در حالت تجدید ساختار مالی این کشورها در در چارچوب ساختار مالی کشورهای منتخب قابل بررسی است. بررسی ساختار سازمانی در حالت تجدید ساختار مالی از این نظر دارای اهمیت است که ایران در فرآیند تجدید ساختار مالی قرار دارد، به طوری که طی برنامه‌های اخیر توسعه بر موضوع تجدید ساختار نظام بانکی تأکید شده است با توجه به مطالب گفته شده در این مقاله به دنبال اثبات فرضیات زیر می‌باشیم:

- توسعه مالی تأثیر معنا داری بر رشد اقتصادی دارد.
- توسعه مالی در کشورهای توسعه یافته تأثیر مثبت بیشتری بر رشد اقتصادی در مقایسه با دو گروه دیگر دارد.
- توسعه مالی در کشورهای در حال توسعه‌ی بدون نفت تأثیر بیشتری بر رشد اقتصادی در مقابل کشورهای توسعه یافته نفتی دارد.

این مقاله در پنج قسمت آماده گردیده است که در بخش حاضر به اهمیت موضوع تأثیر توسعه مالی در رشد اقتصادی و بیان فرضیه‌ها پرداخته‌ایم، در بخش دوم به طور خلاصه، به پیشینه تحقیقات انجام شده در کشورهای خارجی و ایران اشاراتی شده است. در بخش سوم نیز به مبانی نظری توسعه مالی و رشد اقتصادی و سیر تحول این نظریه‌ها پرداخته‌ایم. در بخش چهارم با توجه به ویژگی‌های بازارهای مالی و نمونه‌های مورد مطالعه به معرفی مدل و روش‌های تخمین بیان شده است و در نهایت در بخش پنجم به تشریح نتایج برآورد مدل، جمع‌بندی کلی و توصیه‌های سیاستی مناسب پرداخته‌ایم.

ادبیات موضوع

۱. چهارچوب نظری

۱-۱. تعریف ساختار و توسعه مالی

هاولز و بین (Howells, P. & Bain, k., 2005) ساختار مالی را مجموعه‌ای از بازارهای و ابزارهای مالی و افراد و نهادها تعریف می‌کنند که در این بازار با یکدیگر با وجود قانون‌گذاران و ناظران سیستم مالی و افراد و نهادها تعریف می‌کنند. بنابراین ساختار مالی، نظام‌های مالی (بازارهای مالی، واسطه‌های مالی و سیستم‌های نظارتی و کنترلی) را توصیف می‌کند که در

آنها به مبادله ابزارهای مالی (قراردادهای مالی، سهام، اوراق قرضه و اسناد خزانه دولتی) پرداخت می‌شود، به طوری که سرمایه بین شرکت‌کننده‌گان (وام‌دهنده‌گان و وام‌گیرندگان) جریان می‌یابد.

در گزارش توسعه مالی مجمع جهانی اقتصاد توسعه مالی را چنین تعریف می‌کنند: توسعه مالی مجموعه عوامل خط مشی‌ها و نهادهایی است که به ایجاد بازارهای مالی و واسطه‌های مالی اثر بخش منجر می‌شود و دسترسی عمیق و گسترده به سرمایه و خدمات مالی را فراهم می‌کند.

صندوق بین‌المللی پول نیز در گزارش خود توسعه مالی را یک مفهوم جامع می‌داند که شامل ابعاد زیر است: ۱- توسعه بخش بانکی ۲- توسعه بخش مالی غیر بانکی ۳- توسعه پولی و سیاست‌گذاری پولی ۴- مقررات و نظارت بانکی ۵- باز بودن بخش مالی ۶- محیط نهادی (دکتر طیبی و همکاران، ۱۳۸۸).

۱-۲. جایگاه بخش مالی در اقتصاد

نظام مبتنی بر اقتصاد بازار در سطح کلان به وجود بازارهای چهارگانه اعتقاد دارد. این بازارها عبارتند از: بازار کالا، بازار کار، بازار پول و بازار سرمایه. تجزیه و تحلیل بازارهای چهارگانه تعادل عمومی‌را به اثبات می‌رساند. دو بازار از بازارهای یاد شده در ارتباط با بخش مالی می‌باشد. بخش مالی روی دوم سکه اقتصاد است که در واقع مکمل بخش واقعی اقتصاد است. اصولاً عملکرد بهینه نظام اقتصادی در هر جامعه منوط به وجود دو بخش حقیقی و مالی کارا، مکمل، قدرتمند و تحت نظارت است. فعالیت این دو بخش در کنار یکدیگر شرط لازم و کافی برای یک نظام اقتصادی مطلوب محسوب می‌شود. چون عملکرد غیربهینه یکی از این دو بخش بر کارکرد بخش دیگر اثر منفی خواهد گذاشت، بنابراین تعادل بلندمدت و با ثبات هر نظام اقتصادی هنگامی به دست می‌آید که دو بخش مزبور با ارتباطات درونی خویش در شرایط تعادلی عمل کنند. بر این اساس می‌توان گفت که بخش مالی تزریق‌کننده حیات به بخش حقیقی اقتصاد است و منظور از توسعه مالی، توسعه سیستم یا بخش مالی یعنی بازارها، نهادها و ابزارهای مالی می‌باشد (ترابی، تقی و همکاران).

۱-۳. مروری بر نظریات توسعه مالی و نقش آن در رشد اقتصادی

با توجه به تحولات بازارهای مالی، مفهوم توسعه‌ی مالی در دهه‌های پس از دهه هفتاد مورد توجه اقتصاددانان قرار گرفت، برای شناسایی فرایند تکامل این مفهوم ابتدا، دیدگاه اقتصاددانان در زمینه اهمیت توسعه مالی در رشد اقتصادی مورد بررسی قرار می‌گیرد. به طور کلی دو نظریه کاملاً متفاوت در زمینه نقش بازارهای مالی در رشد اقتصادی قابل تعریف است. گروه اول، اقتصاددانانی که مخالف اهمیت بخش مالی در اقتصاد می‌باشند (مانند مادیگلیانی و میلر، لوکاس^۱) Beck, T. & R. Levine, (2004)

در مقابل این گروه معدود نیز اقتصاددانانی هستند که با انجام مطالعات متعدد به روند تأثیر بازارهای مالی بر رشد اقتصادی پرداخته‌اند. این گروه از اقتصاددانان به دو گروه مجزا قابل تقسیم هستند: گروه اول، اقتصاددانان طرفدار مکتب کینزینی می‌باشند که معتقد به دخالت دولت در بازارهای مالی و تعیین سقف‌های نرخ بهره‌اند. آنها چون تابع سرمایه‌گذاری را تابع معکوس از نرخ بهره و تابع پس‌انداز را تابع مستقیم از درآمد می‌دانند و از سوی دیگر، چون طبق نظر کینز معتقد به وجود رجحان نقدینگی^۲ بالا هستند، سیاست سرکوب مالی و تعیین سقف نرخ بهره توسط دولت را برای افزایش رشد اقتصادی تجویز می‌کنند.

گروه دوم، اقتصاددانان نئوکلاسیک‌اند که سیاست‌های حاکمیت قیمت‌ها و آزادسازی را آغاز نموده‌اند و در بازارهای مالی بر آزادسازی نرخ بهره تأکید دارند. این مدل‌ها با این فرض که هزینه‌های مبادله صفرند و بازارهایی مانند بازار سرمایه کامل‌اند، در دو مدل ایستا و پویا فرآیند تصمیم‌گیری خانوارها و بنگاه‌ها را تحلیل و بررسی می‌کنند. در مدل ایستا، خانوار مطلوبیتش را با

¹ Modigliani, Miller & Lucas.

² Beck, T. & R. Levine

³ Liquidity Preference

توجه به قید بودجه و بدون توجه به سیستم پرداخت تعریف شده و صریح، حداکثر می‌نماید و سبدی از کالاها را برای مصرف انتخاب می‌کند. بنگاه‌ها نیز بدون در نظر گرفتن نحوه تأمین مالی هزینه‌های خود، سطح بهینه داده‌ها و ستانده‌ها را با هدف حداکثر کردن سود انتخاب می‌کنند و نیز اصولاً در تئوری سرمایه‌نئوکلاسیک، منبع تأمین مالی، مهم نیست^۴ (Demetrides, P. & S. Andrianova, 2004)

۱-۴. دیدگاه نهادگرا و نقش توسعه‌ی بازارهای مالی در رشد اقتصادی

تعاریف متعددی از نهاد ارائه شده است. لین و ناجنت (Lin, J.F & J.B. Nugent, 1995)، نهاد را مجموعه‌ای از قواعد رفتاری تدوین شده توسط بشر و حاکم بر کنش‌های متقابل بشری می‌دانند. با این تعبیر، نهادها مجموعه قواعدی هستند که پیرامون یک هسته اصلی، مجموعه هماهنگی را شکل می‌دهند.

ترتیبات نهادی، قواعدی رفتاری‌اند که در حوزه معینی بر رفتار افراد حاکم‌اند، ساختار نهادی، کلیات ترتیبات نهادی در یک اقتصاد یعنی سازمان‌ها، قوانین، سنن و ایدئولوژی را شامل می‌شوند (متوسلی، محمود، ۱۳۸۲).

ویلیامسون (ویلیامسون، اولی ۱۳۸۱) تحلیل‌های نهادگرایی را به چهار سطح تفکیک کرد که عبارت‌اند از:

۱- سطح اول که سطح ریشه دار اجتماعی است. در این سطح هنجارها، رسوم، اخلاقیات، سنت‌ها و موارد دیگر قرار دارند. مذهب نیز در این سطح جای دارد و تحولات در این سطح بسیار آرام است.

۲- سطح دوم که سطح محیط نهادی است. ساختارهای مشاهده شده در اینجا محصول فرایندهای تکاملی است، اما فرصت‌های طراحی شده و ارادی نیز در شکل‌گیری این ساختارها دخیل‌اند. در این سطح، قواعد رسمی مانند قوانین اساسی، قوانین عادی، حقوق مالکیت تعریف می‌شود. بروز برخی رخدادها اجتماعی مانند جنگ‌ها، انقلاب‌ها، بحران‌های مالی و مانند آن، موجب انقطاع و زلزله‌ی جدی نسبت به رویه‌های جا افتاده در این سطح است. (بنابراین، این پدیده‌ها می‌توانند فرصت مناسبی برای اصلاحات این سطح باشند.)

۳- سطح سوم نیز سطح جریان‌های واقعی بازی است. این سطح، یک نظام کاملاً قانونی و کارکردی دارد. نهادهای اعمال مدیریت و حکمرانی نیز در این سطح تعریف می‌شوند. ویلیامسون، این سطح را سطح اقتصاد هزینه‌های معاملاتی معرفی می‌کند.

۴- سطح چهارم، سطح تئوری بنگاه - اقتصاد نئوکلاسیک نام‌گذاری شده است. تخصیص منابع، اشتغال و قیمت‌ها نیز از مباحث این سطح است.

با توجه به سطوح مختلف تحلیل‌های نهادی، می‌توان اجزاء و عناصر مفهوم توسعه مالی را با توجه به شرایط اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی و مذهبی خاص هر جامعه تبیین نمود.

مطالعات پیشین

کازرونی در مطالعه‌ای با استفاده از روش جوهانسون به بررسی رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران می‌پردازد. وی در این مطالعه از شاخص‌هایی چون سهم دارایی‌های غیر خارجی بانک‌ها از کل دارایی‌ها و سهم خدمات مؤسسات پولی و مالی از تولید ناخالص داخلی، به عنوان شاخص توسعه مالی استفاده می‌کند. نتایج حاصل از این مطالعه، نشان می‌دهد که رابطه بلندمدت بین شاخص‌های توسعه مالی و رشد اقتصادی از نظر آماری معنی دار نیست. بر اساس انجام آزمون علیت گرنجر، رابطه علیت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران یک طرفه بوده و از توسعه مالی به رشد اقتصادی است. نظیفی در مطالعه‌ای تحت عنوان توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران، به بررسی تأثیرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی در ایران طی دوره زمانی ۱۳۸۱ - ۱۳۳۸ می‌پردازد. شاخصی که برای توسعه مالی در این مطالعه در نظر می‌گیرد، نسبت اعتبارات اعطا شده به بخش خصوصی، از سوی بانک‌های تجاری و تخصصی به تولید ناخالص داخلی است.

⁴ Demetrides, P. & S. Andrianova

سلمانی و امیری به بررسی تاثیر توسعه مالی به رشد اقتصادی در ۱۲۵ کشور در حال توسعه در دوره زمانی ۲۰۰۴ - ۱۹۶۰ با استفاده از روش داده‌های تابلویی نامتوازن پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که ساختار نظام مالی در کشورهای توسعه یافته به صورت بازار محور و در کشورهای در حال توسعه منطبق با رویکرد خدمات مالی مورد تایید قرار می‌گیرد.

حسن زاده و احمدیان ر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی را در ایران، آلمان، انگلستان، آمریکا، مالزی، آرژانتین و کره با استفاده از داد ههای تابلویی مورد بررسی قرار دادند. آنها برای ارزیابی توسعه بازار بورس از متغیرهای نسبت سرمایه ای شدن بازار، نسبت ارزش کل سهام مبادل ه شده به تولید ناخالص داخلی و نسبت حجم معاملات استفاده نمودند. نتایج حاکی از آن است که با توجه به عدم توسعه یافتگی بورس تهران اثر شاخ صهای توسعه بورس بر رشد اقتصادی مثبت اما بسیار ناچیز است.

نتایج تحقیق دکتر عبدالعلی منصف، دکتر لیلیا ترابی، سید جابر علوی در مقاله ای تحت عنوان: تحلیل اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای D-8 (علیت گرنجر پانلی با رویکرد بوت استرپ (۲۰۱۰ - ۱۹۹۰) نشان می‌دهد که جهت علیت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی نه تنها در کشورها با یکدیگر متفاوت است بلکه از یک شاخص به شاخص دیگر نیز متفاوت است. نتایج تجربی نشان می‌دهد که در بین شاخص‌های توسعه مالی، شاخص اعتبارات بخش بانکی در همه کشورهای منتخب به جز پاکستان علت رشد اقتصادی بوده که این نشان دهنده میزان بالای وابستگی این کشورها به بخش بانکی برای تامین مالی است. همچنین نتایج نشان می‌دهند که در بین شاخص‌های بازار پول، شاخص اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی اثر پذیرترین شاخص از رشد اقتصادی می‌باشد.

محمدعلی احسانی، رضا ایزدی و حسین کرد تبار در تحقیقی با عنوان بررسی اثر توسعه بازار سهام به رشد اقتصادی (مطالعه موردی در کشورهای گروه D8) به این نتیجه رسیدند توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی در کشورهای مذکور دارای اثر مثبت و معناداری می‌باشد.

لیو و سو (Liu, W.C. & C.M. Hsu, 2006)، در مطالعه ای با عنوان " نقش توسعه مالی در رشد اقتصادی: تجربه کشورهای تایوان، کره و ژاپن"، به برآورد رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی با استفاده از پنل پویا و در کشورهای تایوان، کره و ژاپن پرداختند. آنها در این مطالعه بیشتر بر، GMM تخمین زن توسعه مالی و ساختاری (شامل بانک و بازارهای سهام)، سیاست‌های مالی و پولی و هم چنین درجه تحرک سرمایه بین المللی در روند رشد اقتصادی، تأکید می‌کنند. نتایج حاصل از مطالعه عبارتند از:

۱- سرمایه گذاری بالا سبب تسریع رشد اقتصادی در ژاپن می‌شود، و اگر سرمایه گذاری به صورت کارآ تخصیص نیابد لزوماً موجب عملکرد بهتر رشد نمی‌شود، مانند کشورهای کره و تایوان.

۲- تعمیق مالی^۵ تأثیر مثبت بر اقتصاد تایوان دارد، اما بر اقتصاد کره و ژاپن تأثیر منفی دارد.

۳- توسعه بازار سهام تأثیر مثبت بر اقتصاد تایوان دارد.

۴- بحران‌های آسیایی بر اقتصاد تایوان تأثیر منفی کم تری نسبت به کره و ژاپن می‌گذارد.

جیمز^۶، در مطالعه ای با عنوان " مکانیسم ارتباط توسعه مالی و رشد اقتصادی در مالزی چیست؟"، به بررسی تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در کشور مالزی از کانال‌های گوناگون پرداخت. وی برای بررسی این مکانیسم‌ها در مطالعه خود شش معادله را برآورد کرد. نتایج حاصل از تخمین این معادلات نشان داد که توسعه مالی از طریق افزایش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری خصوصی، موجب رشد اقتصادی بالا در کشور مالزی شده است. نتایج حاصل از مطالعات وی، فرضیه درون زایی توسعه مالی و رشد، مبنی بر این که توسعه مالی از طریق افزایش کارایی سرمایه گذاری سبب رشد اقتصادی شده است را نیز تأیید کرد.

ریتاب (Ritab S. Al-Khouri (2007) در مطالعه ای با عنوان " توسعه بخش مالی و رشد پایدار اقتصادی در بازارهای هم‌گرایی منطقه‌ای"، به بررسی توسعه بازارهای مالی (بخش بانکی) و رشد اقتصادی بر ای ۷ کشور خاورمیانه و شمال آفریقا در

⁵ Financial deepening.

⁶ James, 2008.

دوره زمانی ۲۰۰۲ - ۱۹۶۵ پرداخت. او به این نتیجه رسید که در ۶ کشور از این ۷ کشور توسعه بخش بانکی سبب افزایش رشد اقتصادی می‌شود. هم چنین در سه کشور از این شش کشور، رشد اقتصادی نیز توسعه بخش بانکی را موجب می‌شود. آن‌ها با استفاده از تحلیل هم‌انباشتگی ۷، نشان دادند که یک رابطه تعادلی بلندمدت بین توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی در ۷ کشور وجود دارد اما با توجه به نتایج حاصل از برآورد مدل تصحیح خطای برداری ۸، در کوتاه مدت توسعه بخش بانکی تأثیر قابل توجهی بر رشد اقتصادی در این کشورها ندارد.

جمع‌بندی پیشینه

مطالعات بسیاری در خصوص اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی انجام شده است که نتایج مبهم و بعضاً متناقض بوده‌اند، بر اساس برخی مطالعات توسعه مالی به واسطه‌ی مزیت‌هایش اثر مثبتی بر رشد اقتصادی دارد. برخی دیگر از مطالعات نشان می‌دهند که رابطه این دو متغیر در برخی از کشورها منفی می‌باشد. با این وجود بسیاری از مطالعات تصدیق می‌کنند که تأثیر توسعه مالی به رشد اقتصادی به ویژگی خاص کشورها بستگی دارد به طوری که کشورها به واسطه‌ی بازارهای مالی می‌توانند کاهش قابل ملاحظه‌ای در ریسک نائل شوند. در این تحقیق تلاش می‌شود با وارد نمودن سایر متغیرهای موثر بر رشد، اثر توسعه مالی را در سه گروه مذکور و لازم به ذکر است که این مقایسه در هیچ یک از تحقیقات پیشین انجام نشده است.

روش شناسی تحقیق

هدف این فصل بررسی تجربی رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در سه گروه از کشورهای درحال توسعه نفتی، درحال توسعه و توسعه‌یافته در بازه‌ی زمانی ۲۶ ساله طی سال‌های (۲۰۱۵-۱۹۹۰) می‌باشد، بدین منظور با توجه به در دسترس بودن اطلاعات در هر کدام از گروه‌ها ۱۲ کشور جای گرفته است. لذا پس از معرفی مدل اقتصاد سنجی و شاخص‌های توسعه مالی، با استفاده از روش‌های آماری متناسب با روش پژوهش و نوع متغیرها، دسته‌بندی و تجزیه و تحلیل انجام می‌گیرد.

الگوی مبتنی بر داده‌های پانل

رابطه زیر الگوی پانل را در حالت کلی نشان می‌دهد:

$$Y_{it} = B_{it} + \sum_{k=2}^k \beta_{kit} X_{kit} + e_{it} \quad (1)$$

که در آن $n = 1, 2, \dots$ نشان‌دهنده واحد‌های مقطعی و $T = 1, 2, \dots$ نشان‌دهنده دوره زمانی مطالعه است. متغیر Y_{it} متغیر وابسته را برای آمین واحد مقطعی در سال t ام و X_{kit} نیز آمین متغیر مستقل غیر تصادفی را برای آمین واحد مقطعی در سال t ام نشان می‌دهد و e_{it} نیز بیانگر جمله اخلاص رگرسیون برای آمین واحد مقطعی در سال t ام است. جمله اخلاص e_{it} بنا به فرض، دارای میانگین صفر و واریانس ثابت می‌باشد. پارامترهای مجهول الگو هستند که واکنش متغیر وابسته را نسبت به تغییر در k آمین متغیر مستقل در آمین مقطع t امین دوره اندازه‌گیری می‌کند. مدلی که در این تحقیق در نظر گرفته ایم نیز به صورت زیر می‌باشد:

(۲)

$$GDP_{it} = a_0 + a_1 GDI_{it} + a_2 GOV_{it} + a_3 CPI_{it} + a_4 TLF_{it} + a_5 AST_{it} + a_6 MKT_{it} + a_7 LBL_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$t=1, \dots, 26, i=1, 2, \dots, 12$$

متغیرهای مورد استفاده در این مدل به شرح زیر است:

⁷ Co-integration analysis

⁸ Vector error-correction model

GDP_t: نرخ رشد تولید ناخالص داخلی به قیمت سال پایه

GDI: تشکیل سرمایه ناخالص

CPI: نرخ رشد شاخص قیمت خرده‌فروشی کالاها

GOV: شاخص هزینه مصرفی دولتی بر تولید ناخالص داخلی

در این مطالعه از سه شاخص توسعه مالی به شرح زیر استفاده شده است:

۱. شاخص کلی اندازه بخش مالی (LBL): برابر است با نسبت پول گسترده به تولید ناخالص داخلی. این متغیر قدیمی‌ترین شاخصی است که برای اندازه‌گیری عمق مالی و یا مقیاس عمومی سنجش توسعه مالی مورد استفاده قرار گرفته است.^۹ اما همان‌گونه که لوین و همکاران اشاره کرده‌اند این شاخص به هیچ وجه بیانگر درجه کارایی بخش مالی نیست.

۲. شاخص بازار سهام (MKT): برابر است با نسبت معاملات انجام شده بر ارزش کل سهام ثبت شده که کارایی بازار سهام را نشان می‌دهد.

۳. شاخص اعتباردهی به بخش خصوصی (AST): برابر است با نسبت اعتبارات بانک‌های تجاری به بخش خصوصی به GDP. این معیار بخش دولتی را در نظر نمی‌گیرد و بر نقش واسطه‌های مالی در جهت عرضه وجوه تأکید دارد، قابل ذکر است که در این شاخص اعتبارات بانک‌های تجاری در مقایسه با کل اقتصاد سنجیده می‌شود.

برای جمع‌آوری داده‌ها از سایت‌های بانک جهانی^{۱۰}، صندوق بین‌المللی پول^{۱۱}، استفاده شده است.

نتایج تحقیق

۱. آزمون ریشه واحد پانل و هم‌انباشتگی

وجود متغیرهای نامانا در مدل باعث رگرسیون کاذب با R_2 بالا و آماره t معنی‌دار می‌شود، اما این ممکن است از نظر اقتصادی بی‌معنی باشد گرنجر^{۱۲} (۱۹۷۴). د با این حال اگر مجموعه متغیرها هم‌انباشته باشند بین آنها ارتباط بلند مدت وجود داشته و می‌توان به تخمین‌های معتبر و قابل استنباطی دست یافت. در جدول ۱، ۲ و ۳ نتایج آزمون ریشه واحد به تفکیک هر کدام از گروه کشورها قابل مشاهده است، در تمام موارد مطرح شده در این جدول، آزمون دارای عرض از مبدأ و روند می‌باشد. اگر سطح معنی‌داری در هر آزمون کمتر از پنج درصد باشد می‌توانیم در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد و نامانایی هر کدام را رد کنیم. اگر از یک سری زمانی نامانا یک مرتبه تفاضل گرفته شود و سری تفاضل گرفته شده مانا باشد، آنگاه گفته می‌شود که سری زمانی اصلی، انباشته از مرتبه اول است. باتوجه به جداول مذکور تمام متغیرهای نامانا در هر گروه با یک بار تفاضل‌گیری مانا شده‌اند.

جدول ۱- نتایج آزمون ریشه واحد پانل برای متغیرهای مربوط به کشورهای در حال توسعه نفتی

آزمون‌ها / متغیر	لوین (p_value)	بریتونگ (p_value)	برانو و شین (p_value)	فیشر ADF(p_value)	فیشر ADF(p_value)
LGDP	۱/۰۰	۰/۳۳	۰/۹۶	۰/۱۱	۰/۰۰
LGDI	۰/۰۰	۰/۴۶	۰/۰۵	۰/۰۱	۰/۰۷
LCPI	۰/۴۰	۰/۰۱	۰/۲۱	۰/۰۸	۰/۲۱
LGOV	۰/۰۸	۰/۴۱	۰/۴۵	۰/۲۸	۰/۳۱

^۹ گلداسمیت (۱۹۶۹) و منکینون (۱۹۷۳)

^{۱۰} data.worldbank.org/data

^{۱۱} www.imf.org

^{۱۲} Engle and Granger

۰/۰۱	۰/۰۴	۰/۲۲	۰/۰۴	۰/۰۰	LMKT
۰/۱۴	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۴۹	۰/۰۰	LAST
۰/۰۶	۰/۵۱	۰/۶۶	۰/۹۹	۰/۴۶	LLBL

مأخذ: نتایج تحقیق

جدول ۲- نتایج آزمون ریشه واحد پانل برای متغیرهای مربوط به کشورهای در حال توسعه

فیشر ADF(p_value)	فیشر ADF(p_value)	برانو و شین (p_value)	بریتونگ (p_value)	لوین (p_value)	آزمون‌ها متغیر
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	LGDP
۰/۴۰	۰/۲۶	۰/۱۳	۰/۲۱	۱/۰۰	LGDI
۰/۰۰	۰/۰۶	۰/۰۶	۰/۷۴	۰/۱۶	LCPI
۰/۲۱	۰/۱۳	۰/۱۱	۰/۰۷	۰/۰۵	LGOV
۰/۰۹	۰/۴۱	۰/۵۹	۰/۸۴	۰/۵۳	LMKT
۰/۶۹	۰/۲۵	۰/۲۷	۰/۰۰	۰/۱۸	LAST
۰/۱۲	۰/۱۶	۰/۱۳	۰/۰۰	۰/۳۶	LLBL

مأخذ: نتایج تحقیق

جدول ۳- نتایج آزمون ریشه واحد پانل برای متغیرهای مربوط به کشورهای توسعه یافته

فیشر ADF(p_value)	فیشر ADF(p_value)	برانو و شین (p_value)	بریتونگ (p_value)	لوین (p_value)	آزمون‌ها متغیر
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۵	LGDP
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۱	۰/۰۰	LGDI
۰/۰۰	۰/۰۳	۰/۱۷	۰/۹۹	۰/۶۷	LCPI
۰/۷۶	۰/۰۹	۰/۰۳	۰/۰۰	۰/۰۴	LGOV
۰/۸۳	۰/۹۰	۰/۸۶	۰/۷۰	۰/۳۳	LMKT
۰/۱۶	۰/۶۸	۰/۵۵	۰/۰۴	۰/۲۴	LAST
۰/۶۶	۰/۶۰	۰/۵۸	۰/۲۰	۰/۴۶	LLBL

مأخذ: نتایج تحقیق

از آنجایی که ممکن است در بلند مدت ترکیب خطی متغیرها، مانا (بدون روند تصادفی) باشد، به کمک تجزیه و تحلیل هم‌انباشتگی می‌توان رابطه بلند مدت را آزمون و برآورد نمود. آزمون هم‌انباشتگی به هنگام استفاده از داده‌های تابلویی به روش پیشنهادی پدرونی^{۱۳} انجام می‌شود در صورت وجود هم‌انباشتگی، مشکل رگرسیون کاذب یا ساختگی ایجاد نخواهد شد و می‌توان در خصوص رابطه تعادلی یا بلندمدت بین آنها اظهار نظر کرد.

نتایج نشان داده شده در جدول ۴ حاکی از وجود یک ارتباط قوی بین تمام متغیرهای مدل است زیرا فرضیه H_0 در هر سه مدل مبنی بر عدم وجود هم‌انباشتگی بنا به قاعده اکثریت در هر سه گروه رد می‌شود.

¹³ Pedroni (1995)

جدول ۴- P-value مربوط به نتایج آزمون هم‌انباشتگی برای هر سه گروه

روش آزمون	گروه	توسعه یافته	در حال توسعه	در حال توسعه نفتی
Panel v-Statistic		۱/۰۰	۰/۴۴	۰/۰۵
Panel rho-Statistic		۰/۹۸	۰/۶۳	۰/۸۳
Panel PP-Statistic -		۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
Panel ADF-Statistic		۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
Group rho-Statistic		۰/۹۹	۰/۹۷	۰/۹۷
Group PP-Statistic		۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
Group ADF-Statistic		۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۲۰

۲. آزمون تشخیص مدل

برای برآورد درست مدل لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص گردد، به این منظور از آزمون چاو استفاده می‌کنیم، برای انجام این آزمون پس از برآورد مدل با اثرات ثابت باید آماره F لیمر محاسبه شود تا بتوان برای انتخاب روش تلفیقی یا پانل قضاوت کرد. برای مشاهداتی که p-value آنها بیشتر از ۵٪ باشد یا به عبارت دیگر آماره‌ی آزمون آنها کمتر از آماره‌ی جدول باشد از روش تلفیقی استفاده می‌کنیم و فرضیه صفر مبتنی بر برتری روش تلفیقی، پذیرفته و روش داده‌های رد می‌شود.

جدول ۵- نتایج آزمون چاو

نتیجه	سطح معنی داری	آماره‌ی F	مدل
مدل تلفیقی	۰/۲۲	۱/۴۴	در حال توسعه نفتی
مدل پانل	۰/۰۴	۱/۸۵	در حال توسعه
مدل پانل	۰/۰۰	۵/۰۰	توسعه یافته

مأخذ: نتایج تحقیق.

نتایج جدول نشان می‌دهد که در سطح معنی داری ۹۵٪ برای گروه کشورهای توسعه یافته مدل داده‌های پانل مناسب است و برای گروه کشورهای در حال توسعه نفتی از مدل داده‌های تلفیقی باید استفاده شود.

۳. آزمون هاسمن

روش پنل خود با استفاده از دو مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی می‌تواند انجام گیرد. فرض اصلی مدل اثرات تصادفی آن است که اثرات تصادفی با متغیرهای توضیحی همبستگی ندارد. روش عمومی برای آزمون این فرضیه را هاسمن (۱۹۷۸) ارائه کرده است. اصطلاح «ثابت» بدین معناست که در طول زمان تغییر نمی‌کند ولی از یک گروه به گروه دیگر دچار تغییر می‌شود (سوری، علی ۱۳۹۴). بدین منظور ابتدا مدل مورد نظر را با لحاظ کردن اثرات تصادفی مقطعی تخمین می‌زنیم. در جدول (۷) نتایج آزمون مذکور را با فرض H_0 مبنی بر مناسب بودن اثرات تصادفی نشان داده‌ایم.

جدول ۷- نتایج حاصل از آزمون هاسمن

نتیجه	سطح معنی داری	آماره آزمون	مدل
استفاده از اثرات تصادفی	۱/۰۰	۰/۰۰	در حال توسعه
استفاده از اثرات ثابت	۰/۰۰	۴۰/۰۰	توسعه یافته

مآخذ: نتایج تحقیق.

۴. نتایج برآورد مدل

نتایج حاصل از تخمین در جدول‌های (۸)، (۹) و (۱۰) به ترتیب برای کشورهای در حال توسعه نفتی، در حال توسعه و توسعه یافته ارائه شده است. در هر مدل با توجه به سطح معنی داری آزمون، به دنبال پذیرش یا رد فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود رابطه بین دو متغیر می‌باشیم.

جدول ۸- نتایج حاصل از برآورد برای کشورهای در حال توسعه نفتی

سطح معنی داری	آماره t	ضریب	متغیرهای مستقل
۰/۰۰	۹/۱۴	۳/۲۶	C
۰/۹۴	۰/۰۶	۰/۰۱	LGDI
۰/۰۰۰	-۳/۲۹	-۰/۱۹	LCPI
۰/۰۰	-۷/۰۰	-۱/۲۳	LGOV
۰/۰۰	۳/۶۱	۰/۱۱	LMKT
۰/۲۶	-۰/۱۱	-۰/۱۴	LAST
۰/۰۰	۳/۹۲	۰/۵۸	LLBL

مآخذ: نتایج تحقیق.

جدول ۹- نتایج حاصل از برآورد برای کشورهای در حال توسعه

سطح معنی داری	آماره t	ضریب	متغیرهای مستقل
۰/۲۶	۱/۱۱	۱/۳۶	C
۰/۰۰	۳/۲۹	۰/۹۴	LGDI
۰/۲۵	-۱/۱۳	-۰/۰۶	LCPI
۰/۰۱	-۲/۵۱	-۰/۸۱	LGOV
۰/۰۳	۲/۰۶	۰/۰۷	LMKT
۰/۰۳	۲/۰۶	۰/۱۱	LAST
۰/۷۶	-۰/۳۰	-۰/۰۶	LLBL

مآخذ: نتایج تحقیق.

جدول ۱۰- نتایج حاصل از برآورد برای کشورهای توسعه یافته

سطح معنی داری	آماره t	ضریب	متغیرهای مستقل
۰/۰۰	۳/۸۸	۱۱/۳۴	C

۰/۸۶	۰/۱۶	۱/۰۹	LGDI
۰/۰۲	-۲/۱۹	-۱/۱۳	LCPI
۰/۰۰	-۵/۱۳	-۳/۳۷	LGOV
۰/۰۵	۱/۹۳	۰/۱۳	LMKT
۰/۰۰	۳/۵۸	۰/۵۷	LAST
۰/۱۷	۱/۳۶	۰/۲۷	LLBL

مأخذ: نتایج تحقیق.

همانطور که مشاهده می‌نمایید تمام ضرایب متغیرهای کنترل در دو جدول فوق از نظر آماری معنادار می‌باشند، نتایج تخمین مربوط به سه شاخص توسعه مالی نیز به قرار زیر است.

LMKT: نسبت معاملات انجام شده بر ارزش کل سهام ثبت شده: ضریب این شاخص در هر سه گروه از کشورها معنی‌دار و مثبت بدست آمده است که حاکی از وجود رابطه قوی بین رشد اقتصادی و گسترش بازار سهام می‌باشد.

LAST: نسبت اعتبارات بانک‌های تجاری به بخش خصوصی به GDP: رد فرضیه صفر مربوط به این شاخص در گروه کشورهای درحال توسعه و توسعه‌یافته و نیز علامت مثبت ضریب مربوطه، حاکی از وجود یک رابطه مثبت این متغیر با رشد تولید ناخالص ملی است همچنین در کشورهای درحال توسعه نفتی، علامت ضریب مربوطه، منفی ثبت شده است که نشانه‌ی وجود رابطه‌ی منفی بین این دو متغیر در این گروه می‌باشد هر چند از نظر آماری تایید نمی‌شود و سطح پنج درصد در ناحیه معنی‌داری قرار ندارد.

LLBL: نسبت پول گسترده به تولید ناخالص داخلی: فرضیه صفر مربوط به این متغیر فقط در گروه کشورهای درحال توسعه نفتی و رد شده است که نشانه وجود یک رابطه‌ی منفی بین دو متغیر است و نیز علی‌رغم رابطه‌ی مثبت ضریب این متغیر در گروه کشورهای درحال توسعه و توسعه، ضریب بدست آمده از نظر آماری معنادار نمی‌باشد.

بررسی نتایج و جمع بندی

بررسی فرضیه‌های تحقیق

- توسعه مالی در کشورهای در حال توسعه بدون نفت تأثیر بیشتری بر رشد اقتصادی در مقایسه با کشورهای توسعه یافته نفتی دارد.

فرضیه‌ی اول: توسعه مالی تأثیر معناداری بر رشد اقتصادی دارد.

با توجه به نتایج تجربی بدست آمده تایید می‌شود که در هر گروه از کشورها بیش از یک شاخص توسعه مالی، تأثیر معناداری بر رشد تولید ناخالص داخلی داشته است.

فرضیه‌ی دوم: توسعه مالی در کشورهای توسعه یافته در مقایسه با دو گروه دیگر تأثیر مثبت بیشتری بر رشد اقتصادی دارد.

همچنان که در جداول بالا نشان دادیم، در کشورهای توسعه یافته در مورد شاخص اعتبار دهی به بخش خصوصی و همچنین شاخص شاخص بازار سهام این فرضیه تایید می‌شود اما در رابطه با شاخص نقدینگی علی‌رغم تایید تجربی مدل اما از نظر آماری نمیتوان با قطعیت فرضیه را تایید کرد.

فرضیه سوم: توسعه مالی در کشورهای در حال توسعه بدون نفت تأثیر بیشتری بر رشد اقتصادی در مقایسه با کشورهای توسعه یافته نفتی دارد.

با توجه به شاخص بازار سهام، ضرایب بدست آمده در جهت قبول رد فرضیه می‌باشد اما دو شاخص دیگر نتایج درستی را نشان نمی‌دهند پس نمی‌توان این فرضیه را به قبول یا رد نمود.

جمع‌بندی

از آنجا که انباشت سرمایه یکی از مهم‌ترین منابع رشد مدام اقتصادی یک کشور به حساب می‌آید، همانطور که ذکر شد توسعه‌ی مالی از طریق بازارهای مالی که نقش اساسی که در گردآوری منابع از طریق پس‌اندازهای کوچک و بزرگ دارند، می‌تواند نقش مهمی در رشد اقتصادی داشته باشد. در این تحقیق به دنبال رابطه شاخص‌های توسعه مالی بر رشد اقتصادی در گروه کشورهای درحال توسعه نفتی و توسعه یافته و مقایسه تاثیر شاخص‌ها در سه گروه مذکور بودیم.

در رابطه با مقایسه شاخص‌های توسعه مالی در سه گروه از کشورها می‌توان گفت:

در هر سه گروه از کشورها، بازار سرمایه با شاخص MKT به طور قطع در تاثیر مثبتی بر رشد اقتصادی داشته است پس می‌توان گفت که توسعه بازار سرمایه کانال موثری در رشدتولید ناخالص ملی برای تمامی کشورها در جهت جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک داراست.

در خصوصی شاخص اعتبار بخش خصوصی می‌توان گفت که این شاخص جامع‌ترین شاخص فعالیت واسطه‌های مالی می‌باشد. از این گذشته به جای اعتبارات داده شده به بخش عمومی اعتبارات داده شده به بخش خصوصی انتخاب شده است به این دلیل که بر خلاف بخش خصوصی، بخش عمومی هنگام بررسی یک طرح سرمایه‌گذاری باید هدف‌های گوناگون را برآورد سازد و هدف اصلی ممکن است همواره تحصیل نرخ بازده مثبت برای سرمایه‌گذاری دولت نباشد. بنابراین این معیار نقش واسطه‌های مالی در جهت‌دهی وجوه مالی به سرمایه‌گذاران بخش خصوصی و همچنین مشارکت بخش خصوصی را بهتر نشان می‌دهد. تقوی، مهدی و همکاران، (۱۳۹۰). و علامت منفی این شاخص در گروه کشورهای در حال توسعه نفتی حاکی از ضعف جدی بخش خصوصی و عدم کارایی این بخش در این گروه از کشورهاست که نیاز به تحقیقات بیشتری در این باره وجود دارد.

شاخص نسبت پول گسترده به تولید ناخالص داخلی معیاری است که مقدر تعهدات نقدشوندگی سیستم مالی را نشان می‌دهد، از جمله: تعهدات بانک‌ها، بانک مرکزی و دیگر واسطه‌های مالی. فرای (۱۹۹۷) نشان داد که نرخ نقدینگی احتمالا یک معیار مناسب از توسعه‌ی بانکی در کشورهای در حال توسعه است در حقیقت در کشورهای توسعه یافته سرعت گردش پول تمایل دارد که سریع‌تر از عرضه پول افزایش یابد، لذا در مورد نسبت نقدینگی به GDP می‌تواند در گروه دوم به صورت منفی با رشد مرتبط باشد و نتایج تحقیق هم این یافته را تایید می‌کند زیرا فقط در گروه کشورهای توسعه یافته، ضریب این شاخص منفی بدست آمده است.

پیشنهادات سیاستی

- کاهش محدودیت‌های بازار آزاد اسناد مالی اولیه از قبیل سهام، اسناد قرضه، اسناد تجاری و رهن پر کشورهای در حال توسعه نفتی .
- تخصیص بخشی از منابع نفتی به عنوان منبع اضافی برای نهادهای مالی .
- عدم استفاده از درآمدهای نفتی به عنوان جانشین پس‌انداز خصوصی (در غیر این صورت موجب کاهش کارایی پروژه‌های سرمایه‌گذاری و جلوگیری از کارکرد مناسب سیستم قیمت‌ها می‌شود).
- کاهش وابستگی بودجه دولت به منابع نفتی
- تقویت کارایی بخش خصوصی در کشورهای درحال توسعه نفتی

منابع

- ختائی، محمود و همکاران (۱۳۸۷). اثر نوسان های نرخ ائز بر رشد اقتصادی با توجه به سطح توسعه بازارهای مالی . پژوهش‌های اقتصادی ایران ، شماره ۳۷ ، صفحات ۲۰ - ۱ .
- صمدی و همکاران (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، شماره- ۳ . صفحات ۱۱۶ - ۸۷ .



- دکتر طیبی، کمیل؛ دکتر سامتی، مرتضی؛ عباسلو، یاسر و و اشراقی سامان، فرشته (۱۳۸۸). اثر آزاد سازی و توسعه‌ی مالی بر رشد اقتصادی. *فصلنامه اقتصاد مقداری (بررسی‌های اقتصادی سابق)*، دوره ۶، شماره ۳، صفحات ۵۵-۷۸.
- ترابی، تقی و همکاران. بررسی تاثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه نفتی و غیرنفتی. *مجله مطالعات مالی*، شماره ۷، صفحات ۶۱ - ۳۴.
- متوسلی، محمود (۱۳۸۲). توسعه‌ی اقتصادی، مفاهیم مبانی نظری، رویکرد نهادگرایی و روش‌شناسی. انتشارات سمت.
- ویلیامسون، اولی (۱۳۸۱). ویرای اقتصاد نهادگرایی جدید: دستاوردهای گذشته و نگاهی به فرارو. ترجمه‌ی محمود متوسلی، *مجله‌ی برنامه و بودجه*، شماره‌ی ۷۳، اردیبهشت و خرداد ۱۳۸۱، صفحات ۴۱ - ۳.
- کازرونی، علیرضا (۱۳۸۲). رابطه‌ی توسعه مالی و رشد اقتصادی - تجربیات ایران. مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، پژوهشکده‌ی پولی و بانکی، صفحات ۱۰۳ - ۷۶.
- نظیفی، فاطمه (۱۳۸۳). توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران. *پژوهشنامه اقتصادی*، شماره‌ی ۱۴، صفحات ۱۲۹ - ۹۷.
- سلمانی، بهزاد و امیری، بهزاد (۱۳۸۸). توسعه‌ی مالی و رشد اقتصادی : مورد کشورهای در حال توسعه، *فصلنامه اقتصاد مقداری (بررسی اقتصادی)*. شماره‌ی ۶ صفحات ۱۴۵-۱۲۵.
- حسن زاده، علی و اعظم احمدیان (۱۳۸۸)، اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی. *فصلنامه پول و اقتصاد*، دوره ۱، شماره ۲، صفحات ۵۲ - ۳۱.
- منصف، عبدالعلی ؛ ترکی، لیلا ؛ علوی، جابر (۱۳۹۲). تحلیل اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای D-8. *پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی*، دوره ۳، شماره ۱۰، صفحات ۹۲ - ۷۳.
- احسانی، محمدعلی و همکاران (۱۳۹۳). بررسی اثر توسعه بازار سهام به رشد اقتصادی (مطالعه موردی در کشورهای گروه D8). *فصلنامه‌ی سیاست‌های مالی و اقتصادی*، شماره ۶، صفحات ۱۲۲ - ۱۰۵.
- سوری، علی (۱۳۹۴). *اقتصاد سنجی (مقدماتی)*. تهران: فرهنگ شناسی.
- تقوی، مهدی؛ امیری، حسین؛ محمدیان، عادل (۱۳۹۰). توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منا با استفاده از روش پانل پویا (GMM). *مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، شماره ۱۰، صفحات ۸۲ - ۶۲.
- Howells, P. & Bain, k., 2005. *The Economics of Money, Banking and Finance: A European Text (3e)*. Harlow, England: *Prentice Hall Financial Times*
- Beck, T. & R. Levine, (2004). Stock Markets, Banks and Growth: Panel Data. *Journal of Banking & Finance*, 28(3): 423-442
- Demetrides, P. & S. Andrianova (2004), "Finance and Growth: What We Know and What We Need to Know", *Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links*, Plagrave Macmillan, PP. 38-65.
- Lin, J.F & J.B. Nugent (1995), "Institutions and Economic Development" *Handbook of Development Economics*, Vol. III, *EL Server Science*, PP. 2303-2363
- Liu, W.C. & C.M. Hsu. (2006). The Role of Financial Development in Economic Growth: the Experience of Taiwan, Korea and Japan. *Journal of Asian Economics*, 17(4): 667-690.
- Ritab S. Al-Khouri (2007). Financial Sector Development and Sustainable Economic Growth in Regionaly Co-Integrated Emerging Market. *Advances in Financial Economics*. Volume 12.2007.345-360