



بررسی ارتباط بین آزاد سازی مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منطقه خاورمیانه و آفریقای شمالی

مریم خوشنویس^۱

اعظم احمدیان^۲

فاطمه مهربانی^۳

تاریخ دریافت: ۸۸/۶/۲ تاریخ پذیرش: ۸۹/۲/۲۲

چکیده

در این مقاله ارتباط بین آزاد سازی مالی و رشد اقتصادی کشورهای منطقه منأ در دوره ۱۹۹۶-۲۰۰۷ با استفاده از روش داده‌های تابلویی بررسی شده است. مبانی نظری این مدل بر اساس مطالعات تسوامیونو و همکاران (۲۰۰۷) و بکارت و همکاران (۲۰۰۶) بنا نهاده شده است. برای بررسی اثر آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی از شاخصهای بالقوه و بالفعل آزاد سازی مالی استفاده شده است. شاخص آزاد سازی مالی بالفعل به صورت جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. همچنین در این مقاله رابطه علی رشد اقتصادی و توسعه مالی و رابطه علی توسعه مالی و آزاد سازی مالی بررسی شده است. نتایج حاصل از بررسی حاکی از این است که رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی یک طرفه بوده و از طرف رشد اقتصادی به توسعه مالی است. همچنین رابطه علی بین توسعه مالی و آزاد سازی مالی وجود ندارد و آزاد سازی مالی اثر مثبت بر رشد اقتصادی دارد.

طبقه‌بندی JEL: C21, F30, F43, G10

واژه‌های کلیدی: آزاد سازی مالی، رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری خارجی، روش داده‌های تابلویی.

۱- عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد سمنان - مسئول مکاتبات khoshnevis57@yahoo.com

۲- کارشناس ارشد پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

۳- کارشناس ارشد پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

۴- کشورهای منطقه منا عبارت هستند از: مصر، ایران، کویت، اردن، مالت، مراکش، عمان، عربستان سعودی، سوریه، تونس، اسرائیل، لبنان، لیبی، امارات، یمن، الجزایر، بحرین، جیبوتی، عراق و کرانه غربی و غزه (فلسطین).

۱- مقدمه

بر اساس تئوریهای اقتصادی که بر مبنای مدل‌های رقابت و کارایی بازار بنا نهاده شده است، بیان می‌شود که آزاد سازی مالی باید منجر به رشد سریعتر اقتصادی و توسعه اقتصادی شود. تجربیات نشان داده است که بعضی از کشورها از آزاد سازی مالی منتفع و عده ای دیگر از آن دچار بحران شده اند. اغلب تحلیلگران موافق آزاد سازی مالی نظیر بکارت و همکاران (۲۰۰۵) و هنری (۲۰۰۰) معتقد هستند که آزاد سازی مالی باعث افزایش ورود سرمایه خارجی، رونق بازار سرمایه، افزایش سرمایه‌گذاری داخلی و رشد اقتصادی می‌شود. همچنین مکینون و شاو (۱۹۷۳) که هر دو بر محدودیت زدایی از بازار مالی تأکید داشته اند، بحث می‌کنند که آزاد سازی مالی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و در نتیجه افزایش رشد اقتصادی می‌شود. در واقع آزاد سازی مالی با ایجاد رقابت در بازار مالی باعث افزایش نرخ بهره سپرده‌ها و افزایش پس انداز و در نتیجه افزایش منابع برای سرمایه‌گذاری و به تبع آن افزایش رشد اقتصادی می‌شود. اگر آزاد سازی مالی شامل آزاد سازی حساب سرمایه شود، جریان ورود سرمایه ممکن است، افزایش یابد و سرمایه‌گذاری و رشد نیز به تبع آن افزایش یابد. از طرف دیگر وجود رقابت در بازار مالی باعث فشار آمدن به حاشیه سود می‌شود و تقاضا برای وامها افزایش می‌یابد. به دنبال این امر هزینه سرمایه‌گذاری کاهش یافته و سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. آزاد سازی مالی امکان توزیع ریسک بوسیله نهادهای مالی مانند بانکها را افزایش می‌دهد. همچنین باعث کاهش هزینه بالاسری و بهبود مدیریت بانکها و بهبود مدیریت ریسک و ارائه خدمات جدید مالی می‌شود. اگر آزاد سازی مالی باعث شود، بازار مالی داخلی در رقابت با بازار مالی خارجی قرار گیرد، این امر ممکن است منجر به ورود بانکهای خارجی، مدیریت بهتر ریسک و بهبود واسطه‌های مالی در یک کشور شود که با افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی نیز افزایش می‌یابد. از طرف دیگر برخی از منتقدان به آزاد سازی بازار مالی نظیر کامینسکی و رینهارت (۱۹۹۸) و دتراگیاچ و دمیرگاک کانت (۱۹۹۸) و استیگلیتز (۲۰۰۰) بیان میکنند، آزاد سازی مالی باعث ایجاد بحران مالی شده، همچنین آزاد سازی مالی نمی‌تواند مشکل عدم تقارن اطلاعات را برطرف نماید و این ممکن است، بر کارایی نهادهای مالی اثر گذار باشد. آزاد سازی مالی ممکن است حاشیه سود بانکها را کاهش دهد. همچنین آزاد سازی

مالی ممکن است باعث شود، ورشکستگی بانکها افزایش یابد. در این مرحله سیستم بیمه سپرده‌ها می‌تواند از آسیب به بانکها تا حدودی جلوگیری کند. باید تأکید نمود، آزاد سازی مالی در یک ساختار ضعیف می‌تواند باعث ایجاد بحران شود. این مقاله به دنبال آزمون مطالعات بکارت و همکاران (۲۰۰۶) و تسوامیونو و همکاران (۲۰۰۷) مبنی بر اثر مثبت آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی می‌باشد که نتایج حاصل از برآورد مدل اثر مثبت آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی را تأکید می‌کند.

۲- مبانی نظری آزاد سازی مالی و رشد اقتصادی

مطابق تئوریهای کلاسیک اقتصادی، ایجاد تحرک در جریان‌ات سرمایه بین‌المللی موجب می‌شود تا کشورهای با پس انداز کم بتوانند به جذب منابع مالی مورد نیاز پروژه‌های سرمایه‌گذاری مولد داخلی بپردازند. سرمایه‌گذاران نیز قادر خواهند شد تا پرتفوی سرمایه‌گذاری خود را متنوع سازند و ریسک سرمایه‌گذاری خود را در سطح وسیعی کاهش دهند به علاوه خانوارها و شرکتها با استقرار از خارج مصرف خود را به هنگام کاهش درآمدها تعدیل می‌کنند و در زمان افزایش درآمدها آن را باز پرداخت می‌نمایند. نوسانات دوره‌های تجاری نیز در زمان کاهش تولید داخلی و کاهش درآمدها با تداوم سرمایه‌گذاری از تعادل نسبی برخوردار می‌گردند و تحت این شرایط خانوارها و شرکتها در مقابل وخامت اوضاع اقتصادی قادر خواهند بود تا آسیب پذیری خود را کاهش دهند. شرکتها نیز در قبال افزایش ناگهانی هزینه‌ها خود را مصون می‌نمایند و با تحرک بالاتر سرمایه، سرمایه‌گذاران می‌توانند به نرخ‌های بازده بالاتر و ریسک تعدیل شده دست یابند. حصول نرخ‌های بالاتر نیز خود به افزایش پس انداز و سرمایه‌گذاری و در نتیجه رشد اقتصادی منجر می‌گردد. جریان‌ات سرمایه بین‌المللی فرصت‌های تنوع بخشی پرتفوی سرمایه‌گذاری را تقویت نموده و امکان دسترسی مدیران پرتفوی و سرمایه‌گذاری داخلی را به سرمایه‌های با بازده بالا در سطح بین‌المللی فراهم می‌نماید. آزاد سازی مالی می‌تواند کارایی مستقیم بخش مالی داخلی را نیز افزایش دهد. به این ترتیب دولتها به منابع مالی که احتمالاً از منابع داخلی ارزان تر است دسترسی می‌یابند. در مورد شرکت‌های مالی داخلی نیز دسترسی به این مزیت امکان پذیر می‌شود. علی‌رغم آنچه پیرامون منافع آزاد سازی

حساب سرمایه بر مبنای تئوری‌های اقتصادی بیان گردید فرآیند آزاد سازی مزبور با ریسک‌های فراوانی همراه است و تجربیات گویای مخاطرات و دشواری‌های جدی برای کشورها در صورت عدم تقویت نظام مالی و زیر ساختهای اقتصادی متناسب، قبل از اعمال آن می‌باشد. اگر آزاد سازی مالی داخلی و بین‌المللی مور حمایت مقررات نظارتی و احتیاطی لازم و سیاستهای کلان اقتصادی مناسب قرار نداشته باشد خطر بروز بحران نیز وجود خواهد داشت آزاد سازی مالی داخلی با افزایش رقابت در بخش مالی واسطه‌های حمایت کننده از پیامدهای منفی سو مدیریت‌ها و وام‌های سوخت شده را از میان می‌برد این امر سبب می‌گردد تابانکهای داخلی اجازه گسترش فعالیت‌های ریسک دار خود را بیش از ظرفیت خود بیابند. از طرف دیگر دستیابی بانکها به عملیات پیچیده ابزارهای مشتقه مالی دشواری‌های ارزیابی ترازنامه را به دنبال دارد و ظرفیتهای بالاتری را در مورد مقررات و مدیریت مربوط به ریسک‌ها مختلف طلب می‌کند. به این ترتیب در صورت فقدان شرایط لازم آزاد سازی مزبور به یک بحران مالی احتمالی منجر خواهد شد. آزاد سازی مالی خارجی در عرصه رقابت فعالیت بانکی، حاشیه سود بانکهای داخلی را در تنگنا قرار میدهد. بانکهای داخلی نیز قادر نخواهند بود، زیان‌های ناشی از عدم پرداخت وام را مورد حمایت قرار دهند.

به این ترتیب با توجه به هزینه‌های احتمالی ناشی از آزاد سازی حساب سرمایه در صورت فقدان شرایط لازم، این اقدام در کشورها باید با درک شرایط و ایجاد ساختارهای الزام آور مقرراتی و نظارتی به شیوه ای مناسب و با توالی و آهنگی دقیق صورت پذیرد. (ارشدی، ۱۳۸۵). در ادامه به بیان پژوهشهای مرتبط با اثر آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی پرداخته می‌شود.

۳- مروری بر پژوهشهای انجام شده

هانر و پراتی (۲۰۰۸) با استفاده از روش داده‌های تابلویی برای دوره ۱۹۷۳-۲۰۰۵ برای ۹۱ کشور اثر آزاد سازی مالی را بر رشد اقتصادی بررسی نموده اند. در این مقاله از شاخص آزاد سازی حساب سرمایه و شاخص آزاد سازی نرخ بهره به عنوان شاخص آزاد سازی مالی استفاده شده است. طبق بررسی این مقاله در کوتاه مدت آزاد سازی مالی

ممکن است منجر به افزایش تورم و کاهش سرمایه‌گذاری و کاهش رشد اقتصادی شود، ولی در بلند مدت و با تکمیل نهادهای مالی و توسعه مالی، آثار مثبت آزادسازی مالی ظاهر می‌شود. تسوامیونو و همکاران (۲۰۰۷) در مقاله خود اثر آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی را طی دوره ۱۹۷۵-۲۰۰۵ برای کشورهای آفریقایی جنوبی به روش داده‌های تابلویی بررسی نموده‌اند. در این مقاله از شاخصهای آزادسازی حساب سرمایه به عنوان شاخص آزادسازی مالی بالفعل استفاده شده است و از شاخصهای نقدینگی بورس و سرمایه‌گذاری سبد دارایی به عنوان شاخصهای آزادسازی مالی بالقوه استفاده شده است، که این شاخصها در کشورهای مورد بررسی رابطه مثبت با رشد اقتصادی داشته‌اند. البته قبل از آزادسازی مالی این شاخصها رابطه منفی با رشد اقتصادی داشته‌اند. در این مقاله از شاخص اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی، به عنوان شاخص توسعه مالی استفاده شده است. با رشد اعتبارات اعطایی در طی دوره مورد بررسی به این بخش، سرمایه‌گذاری افزایش و در نتیجه رشد اقتصادی نیز افزایش یافته است. هرمز و لیسینک (۲۰۰۷) در مقاله خود ارتباط بین آزادسازی مالی و رشد اقتصادی را در ۲۵ کشور در حال توسعه برای دوره ۱۹۷۳-۱۹۹۶ با استفاده از مدل رشد نئو کلاسیکها بررسی می‌کنند. نتایج حاصل از این مقاله ارتباط مثبت بین آزادسازی مالی و رشد اقتصادی را تأیید می‌کند. همچنین تأکید می‌کند که آزادسازی مالی باعث تخصیص بهینه منابع و توزیع ریسک و افزایش سرمایه‌گذاری و در نتیجه رشد اقتصادی می‌شود. البته باید اذعان نمود، نتایج حاصل از آزادسازی مالی در کشورهای مورد بررسی باعث افزایش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و کاهش سرمایه‌گذاری بخش دولتی بوده است. در نتیجه با افزایش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، پس انداز کاهش یافته است. بکارت و همکاران (۲۰۰۶) اثر آزادسازی مالی را بر رشد اقتصادی طی دوره ۱۹۸۰-۲۰۰۴ و برای ۵۱ کشور در مقایسه با چین، با استفاده از روش داده‌های تابلویی و مدل رشد نئو کلاسیکها بررسی نموده‌اند. این مقاله نشان می‌دهد، چطور توسعه مالی، ریسک سیاسی و شاخصهای ساختاری بر آزادسازی مالی اثر می‌گذارند. یافته‌های این مقاله تأثیر مهم تجارت خارجی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را بر رشد اقتصادی چین تأیید نمی‌کند. در مقابل سرمایه‌گذاری داخلی، آزادسازی بازار سهام و حساب سرمایه نقش مهمی در رشد اقتصادی چین داشته‌اند. در واقع آنچه که در

رشد اقتصادی چین اثر گذار بوده است، کیفیت بالای ساختار دولتی و آزاد سازی غیرکامل مالی می‌باشد. لوین (۲۰۰۱) در مقاله خود بررسی می‌کند که آیا آزاد سازی مالی، عملکرد بازار مالی داخلی و بانکها را بهبود بخشیده و موجب افزایش رشد اقتصادی می‌شود؟ برای بررسی اثر آزاد سازی مالی روی رشد اقتصادی ۱۰ کشور، طی دوره ۱۹۸۹-۱۹۹۹ از مدل رشد نئوکلاسیکها با استفاده از تکنیک داده‌های تابلویی و از شاخصهای سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و ورود بانکهای خارجی به عنوان شاخصهای آزاد سازی مالی استفاده کرده است. نتایج حاصل از این مقاله بیان می‌کند، بنا به سه دلیل، آزاد سازی مالی می‌تواند منجر به رشد اقتصادی شود. اول اینکه با آزاد سازی مالی و افزایش ورود بانکهای خارجی، کارایی بانکهای داخلی افزایش و ضمن افزایش بهره‌وری نیروی کار رشد اقتصادی افزایش می‌یابد. دوم، ادغام مالی بین‌المللی می‌تواند منجر به بهبود توسعه اقتصادی از طریق تشویق بهبود سیستم مالی داخلی شود. سوم اینکه با آزاد سازی حساب سرمایه و ورود بانکهای خارجی ضمن بهبود عملکرد بازار مالی داخلی، رشد اقتصادی افزایش می‌یابد. ازوجی و فرهادی کیا (۱۳۸۶) در مقاله خود اثر آزاد سازی مالی و تغییرات نرخ بهره واقعی بر توسعه بخش مالی در اقتصاد ایران برای دوره زمانی ۱۳۴۸-۱۳۸۲ با استفاده از تکنیک اقتصاد سنجی VECM مورد ارزیابی قرار داده‌اند. در این مقاله از شاخص آزاد سازی نرخ بهره به عنوان شاخص آزاد سازی بازار مالی استفاده شده است. یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که ارتباط معنی‌دار و منفی بین محدودیتها و یا کنترل ذخایر قانونی از طریق بانک مرکزی با توسعه بخش مالی وجود دارد. همچنین تغییرات نرخ بهره واقعی بانکها با توسعه بخش مالی ارتباط معنادار داشته است. ضمن اینکه افزایش نرخ بهره واقعی در بازار غیر رسمی منجر به کاهش تقاضای وام در این بازار و گرایش به سمت بازار رسمی و گسترش بازار مالی در اقتصاد ایران شده است. به این ترتیب نرخ واقعی بهره پایین‌تر، با در نظر گرفتن دیگر ملاحظات سیاستی موجب افزایش سرمایه‌گذاری‌های بالقوه و هدایت صحیح منابع موجود کشور خواهد شد. صمدی و همکاران (۱۳۸۶) به بررسی رابطه توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصاد در ایران و ۱۳ کشور منتخب طی سالهای ۱۹۸۸-۲۰۰۳ پرداخته‌اند. جهت آزمون فرضیات تحقیق از سه روش علیت گرنجر، آزمون ARDL، و روش برآورد داده‌های تابلویی استفاده شده است. از

شاخصهای اعطای اعتبارات بانکی به بخش خصوصی به عنوان شاخص توسعه بانکداری و نقدینگی بازار سهام به عنوان شاخص توسعه بازار بورس استفاده شده است. برآورد آزمون علیت بین اندازه بازار بورس و رشد تولید نشان می‌دهد در ایران بانک و بورس تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر رشد تولید ناخالص داخلی ندارند ولی تأثیر رشد اقتصادی بر بورس، مثبت و معنادار است. نتیجه برآورد مدل در این مقاله به روش داده‌های تابلویی نشانگر این است که در مجموع ۱۴ کشور مورد بررسی در بخش واقعی اثر بانک‌ها مثبت و معنادار است. تأثیر بورس بر رشد اقتصادی هر چند مثبت است ولی معنادار نمی‌باشد. نتیجه آزمون ARDL برای ایران بین سالهای ۱۹۸۶ تا ۲۰۰۳ نشان می‌دهد رابطه مثبت همجمعی بلند مدت بین بازارهای مالی و رشد اقتصادی وجود ندارد. به طور خلاصه رابطه بلند مدت بین بازار پول و رشد اقتصادی منفی است و بین بازار سرمایه و رشد اقتصادی کشور هیچ رابطه بلند مدت معناداری وجود ندارد. شاکری و خسروی (۱۳۸۳) با استفاده از مدل ARDL اثر آزادسازی مالی را بر رشد اقتصادی بررسی نموده‌اند. از شاخص آزاد سازی نرخ بهره بانکی به عنوان شاخص آزاد سازی مالی استفاده شده است. بر اساس نتایج به دست آمده از این تحقیق، آزاد سازی نرخ بهره بانکی و سرکوبی مالی شدید تأیید نمی‌شوند، بلکه در شرایط فعلی اقتصاد ایران، بهترین سیاست مالی، پیش گرفتن سیاست سرکوب مالی ملایم و کنترل شده است. نادری (۱۳۸۲) رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را بررسی نموده است. در چارچوب مطالعه تجربی این مقاله حدود ۱۳۲ رخداد بحران مالی در ۱۱۸ کشور جهان طی دوره ۱۹۶۰-۱۹۹۹ شناسایی شده‌اند و با استفاده از اطلاعات بانک جهانی ضمن ملاحظه آثار منفی بحرانهای مالی بر بخش واقعی اقتصادها عوامل موثر بر رویه تعدیل بخش واقعی طی سالهای بعد از بحران آزمون شده است. نتایج نشان می‌دهد صادرات گرایشی، مساعد بودن شرایط محیط داخل و خارج از کشور و نیز درجه توسعه یا تعمیق مالی تأثیر معنادار و ماندگاری بر روند تعدیل بخش واقعی طی چند سال بعد از بحران داشته‌اند. نظامهای مالی بازارگرا، سیاستهای مدیریت تقاضا و تفاوت در شرایط اولیه اقتصادها نیز تأثیر معناداری را تنها در دو سال اول تعدیل بعد از بحران روی بخش واقعی داشته‌اند.

۴- تصریح مدل

این مقاله اثر آزاد سازی مالی را بر رشد اقتصادی ۱۰ کشور منتخب از منطقه منا بررسی می‌کند. دلیل انتخاب این منطقه به علت ویژگی مشترک کشورهای این منطقه از نظر بازارهای مالی می‌باشد. کشورهای مورد بررسی عبارت هستند از: مصر، ایران، کویت، اردن، مالت، مراکش، عمان، عربستان سعودی، سوریه و تونس. دوره مورد بررسی سالهای ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۷ بوده است. از متغیر مجازی آزادسازی مالی (FR) به عنوان شاخص بالقوه آزاد سازی مالی و از شاخص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FOR) به عنوان شاخص آزاد سازی بالفعل و از نسبت حجم پول به تولید ناخالص داخلی (MG) به عنوان شاخص عمق مالی و از نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (CREDG) به عنوان شاخص توسعه مالی استفاده می‌شود. سایر متغیرهای مورد استفاده در این مقاله عبارت هستند از: شاخص تورم (INF)، شاخص آزاد سازی تجاری (TRO)، مصرف خصوصی (CEX)، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی (INV)، شاخص اعطای اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی (CRED). در این مقاله سعی شده است بررسی شود که آیا رابطه علی بین آزاد سازی مالی و رشد اقتصادی وجود دارد یا ارتباط این دو یک طرفه است؟ آیا رابطه علی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی وجود دارد؟ آیا آزاد سازی مالی می‌تواند باعث رشد اقتصادی گردد؟ لذا برای پاسخ به این سؤاها، از مدل تسوامیونو و همکاران (۲۰۰۷) و بکارت و همکاران (۲۰۰۶) استفاده شده است که مدلهای اثر آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی، ارتباط علی آزاد سازی مالی و توسعه مالی و ارتباط علی توسعه مالی و رشد اقتصادی به شرح زیر می‌باشد.

مدل اثر آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی:

$$LGDP = c(1) + c(2)*LINF + c(3)*LFOR + c(4)*LTRO + c(5)*LCEX + c(6)*LINV + c(7)*LFR + c(8)*LCRED$$

مدل رابطه علی آزاد سازی بالفعل مالی و توسعه مالی:

$$LFOR = c(1)*LCREDG(-1) + c(2)*LFOR(-1)$$

$$LCREDG = c(1)*LFOR(-1) + c(2)*LCREDG(-1)$$

مدل رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی:

$$LGDP = c(1)*LCREDG(-1) + c(2)*LGDP(-1)$$

$$LCREDG = c(1)*LGDP(-1) + c(2)*LCREDG(-1)$$

مدلها به روش داده‌های تابلویی، مشتمل بر روشهای حداقل مربعات معمولی^۱، اثرات ثابت^۲، اثرات تصادفی^۳ برآورده شده است و از آزمون هاسمن^۴ برای انتخاب مدل مناسب استفاده شده است. بر اساس آزمون هاسمن، روش اثرات ثابت بهترین شناخته شد. برآورد اثر آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی حاکی از این امر است که اثر شاخص بالقوه و بالفعل آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی مثبت و به ترتیب معادل ۰/۴۹ و ۰/۳۵ می‌باشد. یعنی با افزایش یک درصد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تولید ناخالص داخلی به میزان ۰/۳۵ درصد افزایش می‌یابد. البته باید اذعان نمود با توجه به اینکه این مقدار از یک درصد کمتر است، اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی اندک می‌باشد و از دلایل عمده آن می‌توان به وجود ریسک بالا نسبت به بازگشت سرمایه در منطقه منا اشاره نمود. در کوتاه مدت آزاد سازی مالی ممکن است باعث افزایش تورم و کاهش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی شود، ولی در بلند مدت و با تکمیل نهادهای مالی و توسعه مالی، آثار مثبت آزاد سازی مالی ظاهر می‌شود. شاخص آزاد سازی تجاری اثر مثبت و معادل ۰/۵۹ درصد بر رشد اقتصادی دارد. آزاد سازی تجاری باعث می‌شود که قیمت‌ها کاهش یافته، رقابت بین بنگاهها افزایش یابد و سرمایه‌گذاری نیز افزایش یابد. آزاد سازی تجاری در اقتصادهایی که محدودیتها روی واردات شدید نیست، بر روی سرمایه‌گذاری و به تبع آن بر رشد اقتصادی تأثیرگذار است. شاخص اعطای اعتبارات به بخش خصوصی اثر مثبت بر رشد اقتصادی کشورهای منطقه منا دارد. بطوریکه افزایش یک درصد در اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی منجر به افزایش رشد اقتصادی به میزان ۰/۱۳ درصد می‌شود. در واقع با رشد اعطای اعتبارات به بخش خصوصی در طی دوره مورد بررسی، سرمایه‌گذاری افزایش و در نتیجه رشد اقتصادی نیز افزایش می‌یابد. اما همانطور که ملاحظه می‌شود، اثر مثبت اعتبارات بر رشد اقتصادی اندک می‌باشد. از دلایل عمده آن می‌توان به این مورد اشاره نمود که در کشورهای منطقه منا بخش خصوصی نسبت به بخش دولتی حجم اندکی از اقتصاد را بر عهده دارند.

1. grouped ols
2. fixed effect
3. Random effect
4. Husman

جدول (۱) - اثر آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی کشورهای منتخب منطقه منا

متغیر	حداقل مربعات معمولی (OLS)	اثرات ثابت (FE)	اثرات تصادفی (RE)
constant	۱۱/۴۹ (۱/۸۲)	۱۲/۹۵ (۲/۹۱)
LINF	-۰/۳۸ (-۳/۵)	۰/۱۵ (۱/۸۶)	-۰/۰۰۶ (-۱/۸۶)
LFOR	۰/۲۸ (۳/۲۷)	۰/۳۵ (۲/۶۲)	۰/۰۵ (۴/۰۴)
LTRO	-۰/۹۱ (-۲/۲۶)	۰/۵۹ (۳/۸۱)	۰/۴۷ (۱/۶۴)
LCEX	۳/۱۱ (۵/۰۲)	-۱/۳۳ (-۲/۶۳)	-۱/۵۹ (-۲/۴۹)
LINV	۳/۰۳ (۴/۶۲)	۰/۳۵ (۱/۶۴)	۰/۱ (۱/۸۴)
LFR	-۰/۱۳ (-۱/۴۷)	۰/۴۹ (۱/۶۷)	-۰/۰۷ (-۱/۸۳)
LCRED	۰/۲۹ (۲/۸۰)	۰/۱۳ (۱/۹۳)	۱/۳۳ (۱/۹۷)
R ²	۰/۷۲	۰/۹۷	۰/۷۷
آماره F _{Leamer}	۹۴/۱۴	آماره هاسمن H	۶۷/۰۱

ماخذ: نتایج تحقیق

جدول (۲) اطلاعات مربوط به اثر آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی هریک از کشورها را به روش اثرات ثابت نشان می‌دهد. نتایج به دست آمده حاکی از اختلاف و ناهمگنی در مقادیر به دست آمده مربوط به هریک از این کشورهاست. به طوری که می‌توان آنرا ناشی از تفاوت در ساختار و عملکرد آنها دانست که بر رشد اقتصادی اثر گذار است. بیشترین اثر مربوط به کشور سوریه و کمترین اثر مربوط به کشور ایران بوده است.

جدول (۲) - اثرات آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی کشورهای منطقه منا به روش اثرات ثابت

ردیف	کشور	اثرات ثابت	ردیف	کشور	اثرات ثابت
۱	مصر	۰/۶۱	۶	مراکش	۰/۲۶
۲	ایران	-۰/۵۰	۷	عمان	-۰/۳۳
۳	اردن	-۰/۱۴	۸	عربستان سعودی	۰/۶۷
۴	کویت	۰/۰۱	۹	سوریه	۰/۶۶
۵	مالت	-۱/۰۳	۱۰	تونس	-۰/۲۱

ماخذ: نتایج تحقیق

تأثیرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی یکی از مهمترین مباحث موجود در موضوعات اقتصادی است که بحثها و جنجالهای زیادی را به خود اختصاص داده است. برخی از اقتصاد دانان معتقدند که توسعه مالی از طریق افزایش سطح پس انداز و افزایش سطح سرمایه گذاری می تواند زمینه مناسب رشد اقتصادی را فراهم سازد و گروهی دیگر نیز به انتقال تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی از طریق تأثیرات آن بر تخصیص بهینه منابع و کارایی سرمایه تأکید دارند. شاخصهایی نظیر نرخ بهره و تعاریف مختلف پول مانند M1, M2, M3, و نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی از جمله متغیرهایی هستند که در کارهای تحقیقاتی انجام شده در سایر کشورها به عنوان نمادی از توسعه مالی مورد بررسی قرار گرفته است و به عنوان شاخص در مدل‌های مورد نظر وارد گردیده است. در زمینه بازارهای مالی کشورهای منطقه منا، باید اذعان نمود که عمده توجه سیاستگذاران اقتصادی برای گسترش و توسعه مالی، معطوف به سیستم بانکی کشورها است و ابداعات و نوآوریها در خارج از سیستم بانکی برای ایجاد تحول و تغییر در نظام مالی کشورها قابل اغماض است. به عبارت دیگر، تعداد قابل توجهی از اهداف در این دست از کشورها، برای تحقق هدف گسترش بازارهای مالی، توسعه بانکها و سیستم بانکی را مدنظر داشته اند، بنابراین شاخص مورد انتخاب، باید تحولات و تغییرات سیستم بانکی را در این راستا در نظر بگیرد. لذا در این تحقیق از شاخص نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص توسعه مالی استفاده شده است. مزیت دیگر این شاخص آن است که اعتبارت تخصیص داده شده به بخش دولتی را

شامل نمی‌شود و از این رو نقش واسطه‌های مالی را در کانالیزه کردن وجوه به بخش خصوصی و جذب مشارکت بیشتر بخش خصوصی، بهتر نشان می‌دهد. قبل از ارائه نتایج تجربی مدل، یک بار دیگر یاد آور می‌شود که شاخص نسبت اعتبارات سیستم بانکی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی به عنوان معیار برای اندازه گیری توسعه مالی برای کشورهای در حال توسعه که قسمت قابل توجهی از اهداف طراحی شده برای تحولات نظام مالی و گسترش و توسعه آن بانکها و سیستم بانکی را مد نظر دارد، شاخص مناسبی است. در مدل اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی از شاخص نرخ نقدینگی بازار بورس که نسبت ارزش سهام ثبت شده به تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص توسعه بورس استفاده شد ولی رابطه علی بین این دو وجود ندارد. دلیل عمده آن به علت وجود بازار سرمایه توسعه نیافته در این منطقه می‌باشد. لذا از بیان آن خود داری شده است. در این قسمت به بررسی این موضوع می‌پردازیم که آیا توسعه مالی در کشورهای منطقه منجر به افزایش رشد اقتصادی می‌شود و در واقع ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی چگونه است؟

جدول (۳) - آزمون علیت ارتباط توسعه مالی و رشد اقتصادی

متغیر	LGDP	LCREDG
LGDP(-1)	۱/۲۵ (۲/۶۳)	۰/۲۸ (۱/۹۰)
LCREDG(-1)	-۰/۱۹ (-۰/۰۱)	۰/۳۵ (۳/۳۱)
R ²	۰/۹۹	۰/۹۸

ماخذ: نتایج تحقیق

نتیجه آزمون علیت ارتباط توسعه مالی و رشد اقتصادی نشانگر این است که رشد اقتصادی باعث توسعه مالی می‌گردد. علت این ارتباط یک طرفه را باید در بازارهای مالی توسعه نیافته کشورهای منطقه منا جستجو نمود. توسعه مالی از طریق افزایش نرخ پس انداز و در نتیجه نرخ سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد. اما بعدها با بروز

پدیده‌هایی مانند مشارکت ریسک و بازار اعتبار می‌تواند موجبات کاهش پس انداز و سپس رشد اقتصادی را فراهم آورد. نتایج برازش مدل حاکی از تأثیر منفی توسعه مالی بر رشد اقتصادی است و این اثر منفی را می‌توان به دلیل نحوه آزاد سازی بازارهای مالی، ضعف مدیریت نظام مالی و عدم شکل‌گیری بازارها مالی منسجم و بهره‌مند از مقررات دانست که منجر به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری از طریق تخصیص نابهینه منابع شده است. به عبارت دیگر هنگامی که توسعه مالی و آزاد سازی مالی بدون انسجام لازم شکل گیرد، به رغم آنکه می‌تواند موجبات لازم برای افزایش حجم سرمایه‌گذاری را فراهم سازد، اما به دلیل عدم تعمیق مالی، کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد و از این طریق زمینه کاهش رشد اقتصادی را فراهم می‌سازد.

آثار مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی بر این پایه استوار است که چنانچه سیستم مالی بتواند به وظایف اصلی خود در مورد کاهش هزینه اطلاع‌رسانی، تسهیل مبادلات و بررسی دقیقتر هزینه‌ها عمل نماید، منجر به افزایش رشد اقتصادی خواهد شد. به عبارت دیگر چگونگی تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی به نقش واسطه‌های مالی در ارزیابی و برآورد توان کار فرمایان و بنگاههایی که اقدام به نوآوری می‌کنند بستگی مستقیم دارد. تجهیز منابع جهت برآوردن نیازهای مالی طرحهای نوآورانه، ایجاد مدیریت ریسک و نقش واسطه‌های مالی در تنوع بخشیدن دارائیه‌ها، کاهش ریسک و بالاخره، پیش‌بینی سود انتظاری که صنعت، در اثر بهره‌گیری از تکنولوژی جدید حاصل از فعالیتهای نوآورانه به دست می‌آورد، تمامی این عوامل، می‌تواند زمینه‌های مناسب جهت افزایش رشد اقتصادی فراهم آورد.

جدول (۴) - آزمون علیت آزاد سازی مالی و توسعه مالی

متغیر	LFOR	LCREDG
LFOR(-1)	۰/۵ (۲/۲۷)	-۰/۰۸ (-۰/۶۶)
LCREDG(-1)	-۰/۲۸ (-۰/۸۱)	۰/۹۲ (۲/۵۵)
R ²	۰/۸۴	۰/۷۳

ماخذ: نتایج تحقیق

آزمون علیت آزاد سازی مالی و توسعه مالی بیانگر این است که رابطه ای بین توسعه مالی و آزاد سازی مالی وجود ندارد. آزاد سازی مالی قبل از وقوع توسعه مالی باعث خروج سرمایه از کشور شده و سرمایه گذاری داخلی کاهش و رشد اقتصادی کاهش می یابد. آزاد سازی بازارهای مالی در منطقه منا اغلب تحت شرایط ضعیف مدیریتی و بدون انسجام و مقررات انجام گرفته است و در نتیجه منجر به ایجاد و شکل گیری سیستم مالی شکننده آسیب پذیری شده است. به عبارت دیگر توسعه مالی همراه با تعمیق مالی در این کشورها که می تواند منجر به به تخصیص کاراتر منابع و افزایش کارایی سرمایه گذاری شود، صورت نگرفته است و از این رو آزاد سازی مالی نتوانسته است از کانال افزایش کارایی سرمایه گذاری زمینه مناسب برای رشد اقتصادی را فراهم سازد.

۵- نتیجه گیری

در این مقاله اثر آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی و رابطه علی بین رشد اقتصادی و توسعه مالی و رابطه علی بین توسعه مالی و آزاد سازی مالی بررسی شد. نتایج حاصل از بررسی حاکی از این است که شاخصهای بالقوه و بالفعل آزاد سازی مالی اثر مثبت بر رشد اقتصادی دارند. به طوریکه با افزایش یک درصد سرمایه گذاری خارجی، تولید ناخالص داخلی به میزان ۰/۳۵ درصد افزایش می یابد. رابطه علی بین رشد اقتصادی و توسعه مالی یک طرفه بوده و رشد اقتصادی منجر به توسعه مالی می شود. با توجه به اینکه بازار مالی کشورهای منطقه منا در حال توسعه می باشد، لذا رابطه علی بین توسعه مالی و آزاد سازی مالی وجود ندارد.

آزاد سازی نرخ ارز، آزاد سازی نرخ بهره و کاهش کنترل بر بخش بانکی و تسهیل ورود و خروج سرمایه به کشورها از جمله اقداماتی است که برای رسیدن به آزاد سازی مالی کامل ضروری است. بنابراین آزاد سازی مالی تعیین قیمت دارایی های مالی و بازده های آنها، همچنین تخصیص اعتبار و گسترش طیف وسیعی از ابزارها و واسطه گری های مالی را به نیروهای بازار و اگذار می کند. تمامی این تغییرات به منظور افزایش کارایی واسطه گری مالی و احتمالاً افزایش پس انداز و سرمایه گذاری و افزایش کارایی سرمایه گذاری صورت می گیرد. البته آزاد سازی مالی بدون ریسک نیست و برای دستیابی به

منافع آن، باید با دقت اجرا شود. اصلاحات سریع مالی غالباً منجر به افزایش موقت و ناپایدار اعتبارات و فعالیتهایی می‌شود که بحران‌های مالی را به دنبال دارد. این ریسک‌ها در غیاب قوانین احتیاطی و نظارت قوی بر بانکها و سایر بخشهایی از بازار سرمایه که آزاد سازی شده اند، به طور مشخص افزایش می‌یابد. شاید مهم ترین دلیل برای تأیید این رویداد، ضعف ارتباط بین رشد اقتصادی و توسعه مالی در کشورهای منطقه منا است. بطور کلی با توجه به نتایج به دست آمده از تحقیق می‌توان اظهار داشت که توسعه مالی در صورتی می‌تواند منجر به رشد اقتصادی شود که بتواند زمینه مناسب جهت تخصیص بهینه منابع را فراهم ساخته و سبب افزایش کارایی سرمایه گردد. به عبارت دیگر کانال اصلی تأثیر گذاری و انتقال اثرات مثبت از توسعه مالی به رشد اقتصادی در مقایسه بیشتر از طریق افزایش کارایی سرمایه است تا افزایش حجم سرمایه‌گذاری و این مهم می‌بایست در تدوین سیاستهای کلان اقتصادی که هدف آن توسعه مالی است مورد توجه سیاستگذاران قرار گیرد. در واقع با توسعه مالی، می‌توان انتظار داشت که نتایج زیر حاصل گردد:

- گزینش بهترین طرحهای سرمایه‌گذاری
- تأمین مالی اجرای طرحهای بزرگ از طریق تجهیز منابع کوچک
- تنوع و گسترش ابزارهای مالی که مبتنی بر ریسک مشخص ارائه گردد
- امکان دریافت پاداش نوآورانه برای کسانی که روشهای جدید تولید را تجربه می‌کنند.

لذا برای بهره مندی از منافع آزاد سازی مالی پیشنهاد می‌شود اجزای نظام مالی اعم از بازار پول و سرمایه به طور پیوسته و منظم با یکدیگر ارتباط داشته باشند. توجه به این نکته ضروری است که عملکرد مناسب نظام مالی در کنار سایر سیاستهای مناسب مدیریت اقتصادی جامعه، در نهایت، سرنوشت بخش واقعی اقتصاد را مشخص می‌سازد. از این رو یک بعدی نگاه کردن به توسعه نظام مالی می‌تواند خطر آفرین باشد. زیرا منابع کمتر از حد بهینه جذب می‌شوند. در چنین حالتی، ریسک سرمایه‌گذاری بر دوش سرمایه گذاران قرار می‌گیرد و از جذابیت سرمایه‌گذاری نیز کاسته می‌شود. راه حل این مشکلات حذف تگناهای ساختاری بخشهای مالی و واقعی اقتصاد و حرکت در جهت تنوع ابزاری و سازمانی در بازارهای مالی است.

منابع و مآخذ

- ۱) ازوجی، علاالدین و علیرضا فرهادی کیا، (۱۳۸۶)، ارزیابی اثرات سیاستهای آزادسازی مالی و تغییرات نرخ بهره بانکی بر توسعه بخش مالی در اقتصاد ایران (با استفاده از تکنیک VECM)، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی، سال هفتم، شماره چهارم، زمستان ۱۳۸۶، صفحات ۱۱۹-۱۴۰.
- ۲) ارشدی، علی، (۱۳۸۵)، آزادسازی حساب سرمایه و اثر آن بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی، پژوهش‌شکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، زمستان، صفحات ۸۵-۸۷.
- ۳) شاکری، عباس و حسن خسروی، (۱۳۸۳)، آزمون نظریه مکینون - شاو در اقتصاد ایران، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی، شماره ۱۴، زمستان.
- ۴) صمدی، سعید و خدیجه نصرالهی و مرتضی کرمعلیان سیچانی، (۱۳۸۶)، بررسی رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی، سال ششم، شماره سوم، پاییز.
- ۵) نادری، مرتضی، (۱۳۸۲)، توسعه مالی، بحران‌های مالی و رشد اقتصادی، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، شماره ۱۵، تابستان، صفحات ۳۷-۶۲.
- 6) Bekaert, G., V. Harvey, and R. Lundblad, (2005), "Does Financial Liberalization Spur Growth?" *Journal of Financial Economics*, 77: 3-56.
- 7) Bekaert, Geert; Campbell R. Harvey; Christian Landblad (2006), "Financial Openness and the Chinese Growth Experience", www.google.com
- 8) Demirguc-Kunt A and E. Detragiache, (1998), "Financial Liberalization and Financial Fragility", IMF Working paper 98/83.
- 9) Hauner, David; Alessandro Prati, (2008), "Openness and Domestic Financial Liberalization: Which comes First?", International Monetary Fund, preliminary draft February 2008.
- 10) Henry P., (2000), "Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices," *Journal of Finance* 55, 529-564.
- 11) Hermes, Niles and Robert Lansing, (2007), "Does Financial Liberalization Influence Saving, Investment and Economic Growth? Evidence from 25 Emerging Market Economies, 1973-1996" Centre of international Banking, Insurance and Finance, university of Groningen, The Netherlands.

- 12) Kaminski, G. and C. Reinhart, (1999), "The Twin crises: The Causes of Banking and Balance of Payments problems," *The American Economic Review*, 89(3):473-500.
- 13) Levine, Ross; (2001) "International Financial Liberalization and Economic Growth", *Review of International Economics*, 9(4), 688-702.
- 14) McKinnon, Ronald I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- 15) Stiglitz, Joseph E., (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Insability", *World Development*, 28, pp.1076-1085.
- 16) Tswamuno, David T; Scott pardee and phanindra V Wunnava, (2007), "Financial Liberalization and Economic Growth: Lessons from the South African Experience", *International Journal of Applied Economics*, 4(2), September, 75-89