

## تاثیر توسعه و نااطمینانی مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب آسیایی

مریم جعفری طادی<sup>۱</sup>

مصطفی رجبی<sup>۲</sup>

### چکیده

بازارهای مالی کارآمد و قوی از جمله ساز و کارهای مهم در عرصه اقتصادی به شمار می‌روند. بدون داشتن یک بخش مالی کارا نمی‌توان به توسعه مالی و در پی آن به توسعه اقتصادی دست یافت. در واقع عملکرد بهینه نظام اقتصادی در هر جامعه‌ای وابسته به وجود دو بخش حقیقی و مالی کارا، قدرتمند و مکمل است. فعالیت این دو بخش در کنار یکدیگر شرط لازم و کافی برای نظام اقتصادی به شمار می‌رود. هدف این مطالعه بررسی تاثیر توسعه مالی و نااطمینانی مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب آسیایی در طی دوره زمانی ۲۰۱۰-۱۹۸۰ می‌باشد. برای تحلیل از الگوی اقتصاد سنجی توسعه مالی به پیروی از رنسیور و لویزا<sup>۳</sup>(۲۰۰۶)، و از یک مجموعه داده‌های تابلویی و نیز از تکنیک پانل پویا مبتنی بر روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که توسعه مالی در بلند مدت باعث رشد اقتصادی می‌شود. اما تکانه‌های ناشی، از شاخص عمق مالی (شکندگی مالی)، تاثیر منفی بر رشد اقتصادی می‌گذرد.

**کلید واژه‌ها:** توسعه مالی، رشد اقتصادی، شکندگی مالی.

**طبقه بندی JEL:** E44, D52, O40

۱ - کارشناس ارشد اقتصاد، گرایش توسعه اقتصادی و برنامه‌ریزی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد خمینی شهر (نویسنده مسئول)

Maryam.jafare@iaukhsh.ac.ir

۲ - استادیار، گروه توسعه اقتصادی و برنامه‌ریزی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد خمینی شهر rajai@iaukhsh.ac.ir

## ۱- مقدمه

از جمله عوامل موثر بر رشد اقتصادی در هر کشور، خدمات بازارهای پولی و مالی می‌باشد (شومپتر<sup>۱</sup>، ۱۹۱۱). این خدمات به صورت تشخیص و انتخاب ریسک و بازده در پروژه‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب طرح‌ها، منجر به افزایش موجودی سرمایه و نهایتاً رشد اقتصادی می‌گردد.

توسعه مالی در حقیقت توسعه نظام یا بخش مالی شامل بازارها، نهادها و ابزارهای مالی در اقتصاد است و نقش آن در اقتصاد را می‌توان تسریع مبادلات کالا و خدمات و انتقال وجوه مالی از پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاران ذکر کرد. سیستم‌های مالی با تأمین خدمات مالی، جابه‌جایی پس‌اندازها، تخصیص اعتبارات و اجازه سرمایه‌گذاری تاجران، می‌توانند باعث تسریع انتقال اطلاعات، بهبود تخصیص منابع و توسعه اقتصادی شوند. در واقع توسعه مالی در یک کشور از یک سو با تأمین مالی بخش تولید شرایط لازم برای رشد در بخش عرضه را فراهم می‌کند و از سوی دیگر با بوجود آوردن تقاضا برای محصولات مالی رشد بخش تقاضا را پدید می‌آورد (لوین، ۱۹۹۷)<sup>۲</sup>.

طی سه دهه گذشته موضوع آزادسازی بازارهای مالی در بخش بانک‌داری از مهمترین مباحث اقتصادی در بسیاری از کشورها بوده است. طی این دوره به دنبال تحولات در نظام بانک‌داری جهانی این موضوع مطرح گردید که شکندگی مالی خود ممکن است از نتایج آزادسازی مالی باشد.

اثر آزادسازی مالی افزایش وام‌دهی می‌باشد این در حالی است که بانک‌ها تمایل دارند تا خود را در برابر خطرات ناشی از عدم توانایی وام‌گیرندگان به بازپرداخت دیون بیمه کنند و بنابراین مقداری از وجوه نقدی خود را برای کاهش هزینه تبدیل دارایی‌های غیر نقدی به نقدی در موارد لزوم ذخیره می‌کنند. اما برای بانک‌ها در کشورهایی که هنوز به‌طور کامل بازارهای مالیشان توسعه نیافته‌اند، این بیمه شدن در برابر حوادث هزینه‌بر می‌باشد. زیرا بنگاه‌ها در این کشورها حاضر به بازپرداخت وام‌های دریافتی با نرخ سود بالاتر، به دلیل بالا بودن نرخ بازگشت سرمایه می‌باشند، پس برای بانک‌ها به صرفه‌تر است که مقدار کمتری از وجوه نقدی را جهت بیمه شدن در برابر حوادث ذخیره کنند. اما برای کشورهای که بازار مالی پیشرفته دارند درخواست وام با نرخ سود بالا کاهش می‌یابد و برای این کشورها بهتر است که بانک‌ها به‌طور کامل بیمه شوند. بنابراین در کشورهایی که توسعه مالی کمتری دارند امکان مواجه با بحران مالی بیشتر است، بنابراین تجربه بی‌ثباتی در بخش اعتبارات و کاهش رشد را خواهند داشت (گایتان و رنسر، ۲۰۰۳)<sup>۳</sup>.

1- Schumpeter

2 - Levin

3- Gaytan and Ranciere

در یک جمع بندی می‌توان گفت: توسعه اقتصادی که ویژگی یک نظام تکامل یافته اقتصادی است مقاومت هر ساختار اقتصادی را در قبال شکنندگی مالی می‌افزاید. توسعه مالی مستلزم تعمیق بازار و خدماتی است که پس اندازه‌ها را از طریق متنوع سازی به سمت سرمایه گذاری موثر همراه با بهره‌وری هدایت نماید. این وضعیت سبب می‌گردد توسعه مالی در بلند مدت رشد اقتصادی را به دنبال داشته باشد. عکس این وضعیت را می‌توان در شرایط بحران مالی شاهد بود. شکنندگی مالی در شرایط بحران می‌تواند زمان رشد اقتصادی و رسیدن به دوره بلوغ اقتصادی را به تأخیر اندازد. از آنجایی که شکنندگی مالی و به دنبال آن بحران بانکی و مالی در جوامع بسیاری در دهه‌های اخیر وجود داشته است، در این تحقیق سعی می‌شود تا تأثیر توسعه مالی و شکنندگی مالی بر رشد را بر روی چند کشور منتخب آسیایی، را مورد ارزیابی قرار گیرد.

## ۱-۲- مبانی نظری تحقیق

نظام پولی و مالی را می‌توان محرکه هر نظامی تصور کرد. این نظام سعی دارد سرمایه کمیاب را میان مصارفی که با هم در رقابت هستند، تخصیص دهد و این کار را از راه اختصاص منابع به مؤثرترین مصارف و به عبارت دیگر به مصارفی که بیشترین بازده را دارند، انجام می‌دهد. نظام پولی و مالی همچنین بر جریان وجوه نظارت دارند تا اطمینان حاصل شود در راه‌هایی که تعهد شده‌اند، مصرف می‌شوند (اخباری، ۱۳۸۵).

یکی از راهبردهای توسعه مالی، آزادسازی مالی می‌باشد. آزادسازی مالی از طریق حذف یا برداشت سقف نرخ بهره بانکی، کاهش دخالت دولت در تخصیص اعتبارات، کاهش ذخایر اجباری بانک‌ها و خصوصی سازی بانک‌ها و موسسات اعتباری، حاصل می‌شود. همچنین بعضی از کشورها به توسعه بازارهای سهام محلی و تشویق ورود واسطه‌های مالی خارجی می‌پردازند (لوین و بک، ۲۰۰۰).

اثر آزادسازی مالی افزایش وام دهی می‌باشد این در حالی است که بانک‌ها تمایل دارند تا خود را در برابر خطرات ناشی از عدم توانایی وام گیرندگان به بازپرداخت دیون بیمه کنند و بنابراین مقداری از وجوه نقدی خود را برای کاهش هزینه تبدیل دارایی‌های غیر نقدی به نقدی در موارد لزوم ذخیره می‌کنند. اما برای بانک‌ها در کشورهایی که هنوز به‌طور کامل بازارهای مالیشان توسعه نیافته‌اند، این بیمه شدن در برابر حوادث هزینه‌بر می‌باشد. زیرا بنگاه‌ها در این کشورها حاضر به بازپرداخت وام‌های دریافتی با نرخ سود بالاتر، به دلیل بالا بودن نرخ بازگشت سرمایه می‌باشند، پس برای بانک‌ها به صرفه‌تر است که مقدار کمتری از وجوه نقدی را جهت بیمه شدن در برابر حوادث ذخیره کنند. اما برای

کشورهایی که بازار مالی پیشرفته دارند درخواست وام با نرخ سود بالا کاهش می‌یابد و برای این کشورها بهتر است که بانک‌ها به طور کامل بیمه شوند. بنابراین در کشورهایی که توسعه مالی کمتری دارند امکان مواجه با بحران مالی بیشتر است، بنابراین تجربه بی‌ثباتی در بخش اعتبارات و کاهش رشد را خواهند داشت (گایتان و رانسیر، ۲۰۰۳).<sup>۱</sup>

مک کینون<sup>۲</sup> (۱۹۹۱) و شاو<sup>۳</sup> (۱۹۷۳) به محدودیت‌هایی که به واسطه یک سیستم مالی غیر مؤثر برای توسعه اقتصادی بوجود می‌آیند و همچنین منافی که آزادسازی مالی برای اقتصادهای در حال توسعه به همراه دارد، اشاره داشته‌اند. به اعتقاد آنها به طور کلی، مشکل اصلی اقتصادهای در حال توسعه به تمام اقتصاد آنها ارتباط می‌یابد نه فقط به بخش مالی این اقتصادها. رو، آزادسازی بخش مالی بعنوان بخشی از یک مجموعه اصلاحات گسترده تر مطرح می‌باشد و با این اصلاحات گسترده مانع الجمع نمی‌باشند. در اینجا بر پراکندگی بازارهای مالی توجه می‌شود که از تصمیم‌سازی متمرکز بویژه در بازارهای مالی ناشی می‌شوند. در صورت پراکندگی بازارهای مالی، قیمت‌ها در بین بازارها با هم اختلاف خواهند داشت، یا بازارها از هم مجزا می‌شوند، و جریان متعادل‌کننده منابع مالی رخ نمی‌دهند یا اینکه از رخدادهای آنها جلوگیری می‌شود (اخباری، ۱۳۸۵).

نظریه پساکینزی‌ها، نظریه منابع وام دانی که در آن پس انداز و سرمایه‌گذاری به طور مستقل تعیین می‌شوند، اما نرخ بهره آنها را متعادل می‌سازد را به چالش می‌کشد و معتقد است که تامین مالی سرمایه‌گذاری در نظامهای کمتر توسعه یافته عموماً به وسیله بانکها و نه پس اندازکنندگان صورت می‌گیرد. نظریه منابع وام دانی که ایجاد اعتبارات را با پس انداز اجباری و سایر اشکال عدم تعادل پیوند می‌دهد، تنها هنگامی صادق است که فرض اشتغال کامل را داشته باشیم، در این صورت در نقطه اشتغال کامل رشد ایجاد شده به وسیله اعتبارات با فشار تورمی همراه نخواهد بود. همچنین، نظریه پساکینزیها بر این باور است که افزایش نرخ بهره موجب کاهش سرمایه‌گذاری شده، تقاضای مؤثر را کاهش و خطر شکنندگی مالی را افزایش می‌دهد؛ و این درحالی است که باور الگوی آزادسازی مالی عکس باور پساکینزی‌ها است.

نظریه پساکینزی یک چشم انداز بدیل از رابطه بین توسعه مالی و توسعه اقتصادی ارائه می‌دهد و از آن پیشنهادهاى سیاستی را نتیجه می‌گیرد. از یک طرف، در نظریه پساکینزی‌ها در دسترس بودن منابع مالی برای سرمایه‌گذاری می‌تواند هم سرعت و هم مسیر رشد را تغییر دهد. نقش پول در این میان نقش مهمی است. در واقع، خلق اعتبار برای رشد سریع ضروری است. زیرا رشد به معنای خرج کردن بیش از

1- Gaytan and Ranciere

2- Mackinnon

3- Shaw

منابع انباشت شده است و از این گذشته وابستگی به اعتبارات با افزایش نرخ رشد، شدیدتر خواهد شد؛ و از طرف دیگر، رشد همراه با ثبات مالی نه تنها نیازمند دسترسی به منابع مالی است، بلکه به دو دلیل به تامین مالی نیز وابسته است (خلیلی عراقی ۱۳۸۴):

الف) تامین مالی سرمایه گذاری به وجود منابع وابسته است. اگر مکانیزم هایی برای تامین مالی سرمایه گذاری وجود نداشته باشد، منابع عرضه شده به سمت وام‌های کوتاه مدت حرکت خواهد کرد و سرمایه گذاران تمایلی به سرمایه گذاری بیشتر از آنچه که منابع داخلی بنگاه‌ها اجازه می دهد نخواهند داشت. در این صورت نرخ رشد کمتر از نرخ رشد بالقوه خواهد بود و منابع بدون استفاده خواهند ماند.

ب) منابع موجود بدون استفاده از آنها برای تامین مالی سرمایه گذاری خطر عدم ثبات تامین مالی را بوجود می آورد و فرآیند رشد را تهدید می کند.

از منظر تاریخی، در دور اول آزادسازی مالی که از ۱۸۷۰ شروع شد و تا ۱۹۱۴ ادامه یافت، عمده فعالیت‌های اقتصادی جهان بر محوریت استاندارد طلا و مرکز بازار سرمایه‌ی جهانی در لندن قرار داشت. بنابراین، مهمترین پدیده‌ی پولی در این دوره ایجاد لنگرگاه پولی<sup>۱</sup> در قالب ثبات ارزش برابری پول کشورها به طلا و به یکدیگر بود که منجر به همگرایی نرخ بهره بین کشورها نیز شد. این در حالی بود که با از دست رفتن اعتبار رژیم استاندارد طلا طی دوره‌ی ۱۹۱۴ تا ۱۹۴۵ سیاست‌های پولی عمدتاً تابع اهداف سیاست‌های داخلی کشورها شد. در ادامه‌ی تحولات مالی بین‌المللی بین سالهای ۱۹۴۵ تا ۱۹۷۱، تلاش شد که اقتصاد جهانی مجدداً شکل خود را بر مبنای گسترش مبادلات باز یابد. از اواخر دهه‌ی ۱۹۶۰ کشورها به آزادسازی سرمایه روی آوردند (طیبی و همکاران، ۱۳۸۸).

در این دوره نظریه‌ی جدیدی تحت عنوان "تشکیل اتحادیه‌های پولی" در سال ۱۹۵۹ و نیز "مناطق پولی مطلوب" در سال ۱۹۶۳ شکل گرفت. در این نظریه‌ی اول، اتحادیه‌ی پولی گروهی از کشورها هستند که با وجود حفظ استقلال پولی خود، در یک پول واحد سهم هستند و معمولاً استقلال در سیاست‌های پولی، نرخ ارز و بهره خود را از دست می دهند (رزا، ۲۰۰۵).

در سیستم مالی، بانک‌ها اصلی‌ترین تامین کننده‌های منابع بخش‌های اقتصادی مثل صنعت و کشاورزی و خدمات هستند که رشد این بخشها رابطه‌ی تنگاتنگی با پویایی سیستم بانکی دارد (هاردی، ۱۹۹۸،<sup>۲</sup>).

از ویژگی‌های مهم این سیستم این است که مبادلات با سرعت و امنیت بیشتری انجام می گیرد و در آن زمینه‌ی رشد ارزش افزوده در تولید بخش‌های اقتصاد و در نتیجه رشد اقتصادی فراهم می شود. از سوی دیگر، بانک‌ها امکان انتقال آثار سیاست‌های اقتصادی به ویژه آزاد سازی مالی در قالب آزاد سازی

<sup>1</sup>-Money Anchor

<sup>2</sup>- Rousseau

<sup>3</sup>-Hardi

نرخ‌های بهره را به بخش‌های دیگر اقتصادی فراهم می‌کنند که باز هم زمینه ساز توسعه‌ی مالی و اقتصادی می‌شوند (طیبی و همکاران، ۱۳۸۸).

### ۱-۳- مروری بر مطالعات

در سال‌های اخیر، مطالعات زیادی در ارتباط با آزاد سازی مالی و رشد اقتصادی صورت گرفته است. مک کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) موضوع آزاد سازی مالی و تاثیر در اقتصاد را مورد توجه قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که حذف کنترل‌ها از نظام مالی و آزاد سازی نرخ بهره، سبب توسعه‌ی بخش مالی و افزایش رشد اقتصادی می‌شود (یوسفی و مبارک، ۱۳۸۷).

ابراهیمی و باقرزاده (۱۳۹۱) در مقاله "نگاهی به اهمیت و ابعاد سیاست‌های تأمین مالی" به معرفی سیاست‌های بخش مالی از رویکردها و ابعاد مختلف پرداخته است. سیاست‌های تأمین مالی از منظر تحریک رشد اقتصادی، بهبود توزیع درآمد، جلوگیری از بحران مالی و سیاست‌های آزاد سازی مالی حوزه‌های بحث در این مقاله می‌باشد. ایشان گسترش و توسعه بخش مالی را امری موثر در جهت پیشرفت و توسعه اقتصادی دانسته‌اند. از نظر این دو دولت در راستای ایجاد شرایط لازم برای توسعه اقتصادی باید شرایط لازم در جهت توسعه بخش مالی را فراهم سازد تا بتواند از سیاست‌های بخش مالی استفاده نماید.

صادقی و همکاران (۱۳۹۱) در مطالعه‌ای تحت عنوان "رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران طی دوره ۱۳۵۲-۱۳۸۸" به بررسی رابطه علیت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران می‌پردازند. برای این منظور از الگوی خود رگرسیون برداری و روش هم انباشتگی یوهانسون<sup>۱</sup> یوسیلیوس<sup>۲</sup> برای بررسی رابطه بلند مدت میان توسعه مالی و رشد اقتصادی استفاده شده است. نتایج حاصل از تخمین الگو دلالت بر وجود نرخ بهره حقیقی و درآمد‌های حاصل از صادرات نفت با رشد اقتصادی دارد. همچنین وجود رابطه‌های یک طرف از توسعه مالی به رشد اقتصادی نشان دهنده سازگاری نتایج بدست آمده با برخی مطالعات تجربی انجام شده در این زمینه می‌باشد.

نادری (۱۳۸۲)، در مقاله "توسعه مالی، بحران مالی و رشد اقتصادی" به رابطه بین توسعه مالی، بحران‌های مالی و رشد اقتصادی پرداخته است. در چارچوب این مطالعه تجربی حدود ۱۳۲ بحران مالی در ۱۱۸ کشور جهان طی دوره ۱۹۹۹-۱۹۶۰ شناسایی شده‌اند. با استفاده از اطلاعات بانک جهانی ضمن ملاحظه آثار منفی بحران‌های مالی روی بخش واقعی اقتصاد، عوامل موثر بر رویه تعدیل بخش واقعی طی

1 -Johansen

2 -Juselius

سال‌های بعد از بحران آزموده شده است. نظام مالی بازارگرا، سیاست‌های مدیریت تقاضا و تفاوت در شرایط اولیه تأثیر معناداری را تنها در رویه تعدیل دو سال بعد از بحران داشته‌اند. در چارچوب مطالعه تجربی مورد نظر با ملاحظه آثار منفی و کوتاه مدت بحران‌های مالی بر بخش واقعی اقتصاد، نتیجه گرفته شده است که صادرات گرای، مساعد بودن شرایط محیطی داخل و خارج از کشور و درجه توسعه یا تعمیق مالی تأثیر معنادار و ماندگاری بر رویه تعدیل بخش واقعی اقتصادها بعد از بحران‌های مالی داشته‌اند. ادبیات تجربی در مورد رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی وجود رابطه علی مثبت و معناداری را از توسعه بخش مالی بر رشد اقتصادی تأیید می‌کند.

ماسا<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) در مقاله ای با عنوان "تأثیر چند جانبه توسعه موسسات مالی بر رشد اقتصادی" به بررسی تأثیر توسعه مالی در بخش اقتصاد کلان پرداخته است. ایشان با استفاده از تخمین زننده گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) به تخمین مدل برای دوره ۲۰۰۹-۱۹۸۶ و برای ۱۰۱ کشور جهان پرداخته است. نتایج نشان داد که توسعه مالی در بلند مدت بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری داشته است. همچنین این تحقیق نشان داد که توسعه مالی در کشورهای در حال توسعه بیشتر از کشورهای توسعه یافته است.

چنگک و دگریز<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) در مقاله ای تحت عنوان "تأثیر موسسات مالی بانی و غیر بانکی بر رشد اقتصادی محلی چین" به بررسی ساختار مالی بر رشد اقتصادی در ۲۷ استان چین و برای دوره ۲۰۰۳-۱۹۹۵ پرداخته‌اند. نتایج نشان از تأثیر معنادار و مثبت توسعه سیستم های مالی در دو بخش بانکی و غیر بانکی بر رشد اقتصادی چین داشته است.

فردریک و کاپرلیو<sup>۳</sup> (۲۰۰۹)، در "مقاله توسعه مالی و رشد اقتصادی در مورد بحران های مالی" با استفاده از الگوی خود توضیحی برداری (var) به بررسی تأثیر توسعه مالی در نااطمینانی بخش کلان پرداخته‌اند. نتیجه این آزمون حاکی از آن است که بحران های مالی و کاهش ارزش پول منجر به ویرانی های سنگینی در فعالیت های اقتصادی می شود.

بالتاجی و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) در مقاله ای تحت عنوان "توسعه مالی و درجه باز بودن: تخمین از طریق داده های تابلویی" به بررسی درجه باز بودن مالی و تجاری بر توسعه مالی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، در دوره ۲۰۰۳-۱۹۸۰ پرداختند. آنها از بین شاخص های مختلف توسعه مالی، شاخص توسعه بخش بانکداری را به عنوان توسعه مالی برای این منظور استفاده کردند و برآزش مدل از طریق

1 - Massa

2 - Cheng &amp; Degryse

3 - Daniela Federici, Francesco Caprioli

4. Baltagi

روش داده های تابلویی صورت گرفت. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که برای هر دو گروه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه درجه باز بودن به توسعه مالی کمک می کند، به خصوص درجه باز بودن مالی برای کشورهایی که درآمد پایین دارند بسیار مناسب است.

لاگانف<sup>۱</sup> (۲۰۰۵)، "در مقاله یک مدل شکنندگی مالی" از یک مدل نظریه بازی با استفاده از دو شخص اساسی برای شکنندگی مالی پرداخته است. اولین شاخص برای شکنندگی مالی را انتخاب سبد دارایی-های مختلف توسط بنگاه‌ها که با شرایط مالی آنها در ارتباط است معرفی کرده است، دومین شاخص را شوکهای اساسی در آغاز دوره که باعث از دست رفتن سبد دارایی می شود. بنگاههایی که دچار شکست می شوند با تخصیص دوباره سبد دارایی های خود در پروژه های دیگری سرمایه گذاری می کنند که منجر به شکست ارتباطات بین بنگاه ها می شود. در این شرایط دو نوع بحران مالی بر اساس نقطه بهینه پرتو وجود می آید. اولین شرایط برای شکنندگی مالی به تدرج اتفاق می افتد، هنگامی که زبان ها گسترش می یابد و همه گیر می شود ارتباطات بیشتری از بنگاهها از هم می گسلند. دومین نوع زمانی اتفاق می افتد که بنگاه های آینده نگر حق تقدم خرید خود را به سبدهای دارایی مطمئن تر انتقال می دهند به منظور جلوگیری از زیان های قابل سرایت در آینده منتقل می کنند. یک اقتصاد زمانی که آخرین اتصالات بین بنگاه ها بدلیل بحران ها از هم گسسته می شود زودتر شکننده می شود.

مطالعه به بررسی توسعه مالی و بی ثباتی توسعه مالی و تاثیر آن بر رشد اقتصادی به روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) پرداخته شده است.

## ۲- داده ها و روش تحلیل

### ۲-۱- داده ها

ابتدا به تعریف و بررسی متغیرهای به کار برده شده در این تحقیق پرداخته می شود. داده ها از بانک جهانی گردآوری شده است.

در این مطالعه برای بررسی تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی، شاخص توسعه مالی نسبت به اعتبارات داخلی (FD) در نظر گرفته می شود. این معیار بخش دولتی را در نظر نمی گیرد و بر نقش واسه های مالی در جهت دهی عرضه ووجه به سرمایه گذاران بخش خصوصی تأکید دارد.

اندازه دولت از نسبت مخارج دولت به تولید ناخالص داخلی محاسبه شده است.

نرخ رشد تولید سرانه از تفاضل لگاریتمی تولید ناخالص سرانه به قیمت ثابت سال ۲۰۰۵ می باشد. نرخ تورم از تفاضل لگاریتمی شاخص قیمت هر کشور نسبت به سال ۲۰۰۵ می باشد.



## ۲-۲- ارائه الگوی توسعه مالی

برای بررسی تأثیر ناطمینانی مالی و بحران‌های مالی از الگوی گشتاورهای تعمیم یافته برای داده‌های تابلویی پویا استفاده می‌شود. الگوی رگرسیون به صورت زیر می‌باشد:

$$Y_{i,t} - Y_{i,t-1} = (\alpha - 1) Y_{i,t-1} + \beta G_{i,t} + \delta FD_{i,t} + \gamma FF_{i,t} + \mu_t \quad (1)$$

که متغیرهای آن  $Y$ ، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی سرانه (به قیمت ثابت) و  $FD_{i,t}$  معیار واسطه مالی که اعتبارات بخش خصوصی داخلی نسبت به تولید ناخالص داخلی است،  $FF_{i,t}$  شاخص ناطمینانی توسعه مالی است که به صورت انحراف میانگین رشد اعتبارات بخش خصوصی داخلی نسبت به تولید ناخالص داخلی محاسبه شده است.  $\varepsilon_{i,t}$ ، خطای جزئی،  $X_{i,t}$ ، متغیر کنترل شامل اندازه دولت و نرخ تورم می‌باشد. برای تعدیل تأثیرات همگی داده‌ها به صورت لگاریتمی بیان می‌شوند.

نمونه آماری این مطالعه، نه کشور منتخب آسیایی شامل ایران، کویت، بحرین، مالزی و کره جنوبی چین، ژاپن، اردن و پاکستان و دوره زمانی از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۰ می‌باشد. ابتدا به تعریف و بررسی متغیرهای به کار برده شده در این تحقیق پرداخته می‌شود. داده‌ها از بانک جهانی گردآوری شده است.

در این مطالعه برای بررسی تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی، شاخص توسعه مالی نسبت اعتبارات داخلی (FD) در نظر گرفته می‌شود. این معیار بخش دولتی را در نظر نمی‌گیرد و بر نقش واسطه‌های مالی در جهت دهی عرضه وجوه به سرمایه‌گذاران بخش خصوصی تأکید دارد. اندازه دولت از مخارج دولت به (GDP) محاسبه شده است.

نرخ رشد تولید سرانه از تفاضل لگاریتمی تولید ناخالص سرانه به قیمت ثابت سال ۲۰۰۵ می‌باشد.

نرخ تورم از تفاضل لگاریتمی شاخص قیمت هر کشور نسبت به سال ۲۰۰۵ می‌باشد.

## ۳- نتایج

در این قسمت ابتدا ایستایی متغیرها با استفاده از آزمونهای ریشه واحد مبتنی بر داده‌های تابلویی، ایم، پسران و شین<sup>۱</sup> (IPS) آزمون شده است. در این آزمونها فرضیه  $H_0$  دلالت بر نایستایی متغیرها دارد همانگونه که از جدول ۱ بر می‌آید، نتایج دلالت بر عدم ساکن بودن بعضی متغیرها در سطح می‌باشد. بنابراین برای اطمینان از آزمون هم انباشتگی بین متغیرها از آزمون هم انباشتگی پدرونی<sup>۲</sup> استفاده شده که دلالت بر هم انباشتگی متغیرها در سطح می‌باشد.

<sup>۱</sup> - Im , Shin and Pesaran

<sup>۲</sup> - Pedroni

جدول ۱- نتایج آزمون ریشه واحد داده‌های تابلویی متغیرها در حالت با عرض از مبدا و روند و در سطح

نام متغیر	نام آزمون	نماد	مقداره آزمون	احتمال	نتیجه آزمون
آزمون IPS:					
اعتبارات بخش داخلی به بخش خصوصی	FD	۱/۴۳	۰/۷۹	سری نامانا	
رشد تولید ناخالص داخلی	GD P	۱/۴۱	۰/۹۲	سری نامانا	
اندازه دولت	G	۰/۱۷	۰/۱۴۰	سری نامانا	
تورم	IN F	۳/۵۹	۰/۰	سری مانا	
نااطمینانی توسعه مالی	FF	-۶/۷۲	۰/۰	سری مانا	

منبع یافته‌های تحقیق

جدول ۲- آزمون هم‌انباشتگی داده‌های تابلویی پدرونی (۱۹۹۹-۲۰۰۴)

نوع آماره	نام آماره	آماره آزمون هم‌انباشتگی
آماره‌های درون گروهی:		
	Panel v-Statistic	۲,۳۶ (۰,۰۰۹۱)
	Panel rho - Statistic	- ۱,۴۲ (۰,۰۰۷۰)
	Panel PP- Statistic	-۳,۴۰ (۰,۰۰۳)
	Panel ADF-Statistic	-۴,۴۵ (۰,۰۰۰)
آماره‌های برون گروهی:		
	group rho - Statistic	۰,۱۶ (۰,۵۲۹)
	group PP- Statistic	-۳,۵۷۹ (۰,۰۰۰)
	group ADF-Statistic	-۴,۳۵ (۰,۰۰۰)

منبع یافته‌های تحقیق

نتایج برآورد مدل برای کشورهای آسیایی در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳- نتایج حاصل از برآورد الگو بر سطح توسعه مالی کشورهای آسیایی به روش GMM

متغیر	متغیر	ضریب	احتمال
اعتبارات بخش داخلی به بخش خصوصی	FD	۰,۰۰۶۸۸۷۶	۰/۰۴۱
اندازه دولت	g	-۰,۰۱۲۵۱	۰,۰۷
نااطمینانی توسعه مالی	FF	-۰,۰۳۲۷۴۳	۰
نرخ تورم	linf	-۰,۰۲۴۳۷	۰,۰۳۱
عرض از مبدا	Constant	۰,۰۱۹۰۲۷	۰/۰۰
مقدار آماره مربوطه به آزمون تشخیص			
	Sargan		۱
	First-orderS.C.		۰/۰۱۱۷
	Second-orderS.C		۰/۶۶۱۴

منبع: یافته‌های محقق با استفاده از برنامه Stata

نتایج بررسی تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در دوره‌ی ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۰ برای کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد که توسعه مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر رشد اقتصادی دارد. بخش مالی با کاهش هزینه‌های مبادلاتی و دسترسی به اطلاعات باعث تجهیز پس‌انداز و تسهیل تامین مالی شده است. این امر به نوبه‌ی خود باعث افزایش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی سریع‌تر شده است. این نتیجه با مبانی نظری دیدگاه طرف عرضه توسعه مالی و رشد اقتصادی و مطالعات تجربی مثل دمیرگیو کانت<sup>۱</sup> و لوین (۱۹۹۶)، بک و لوین<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) و بکارت<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۰۵) مطابقت دارد.

مخارج دولت دارای تأثیر منفی و معنی‌دار بر رشد اقتصادی است. این نتیجه همسو با بک و همکاران (۲۰۰۵) و نظمی (۲۰۰۵) و بکارت و همکاران (۲۰۰۵) است.

لازم به توضیح است که، آزمون سارگان (۱۹۵۸) از محدودیت‌های بیش‌تعیین شده است و برای تعیین هر نوع همبستگی بین ابزارها و خطاها به کار برده می‌شود. برای این که ابزارها معتبر باشند، باید بین ابزارها و جملات خطا همبستگی وجود نداشته باشد. فرضیه صفر برای این آزمون این است که ابزارها تا آن جا معتبر هستند که با خطاها در معادله تفاضلی مرتبه اول همبسته نباشند. عدم رد فرضیه صفر می‌تواند شواهدی را دال بر مناسب بودن ابزارها فراهم آورد. به علاوه فرضیه صفر آزمون سارگان (متغیرهای

1- Demirguc-Kunt

2- Beck and Levin

3- Bekaert

ابزاری استفاده شده با پسماندها همبسته نیستند) را نمی‌توان رد کرد و از این رو می‌توان گفت که متغیرهای ابزاری استفاده شده در این مدل مناسب هستند. همچنین فرضیه صفر آزمون همبستگی سریالی که در آن جملات خطا در رگرسیون تفاضلی مرتبه اول همبستگی سریالی مرتبه دوم را نشان نمی‌دهند را نمی‌توان رد کرد.

#### ۴- نتیجه‌گیری

بررسی توسعه مالی آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی بر روی نه کشور منتخب آسیایی، تاثیر مثبت دارد. در حالی که نوسانات و ناطمینانی در این بخش تاثیر منفی بر رشد اقتصادی دارد. از آنجا که شکنندگی مالی باعث بوجود آمدن بحران مالی و بدنبال آن کاهش رشد اقتصادی را دارد، می‌توان چنین توصیه نمود که به دلیل حساس بودن مسایل مالی دولت در آزاد سازی مالی قبل از فراهم کردن زیر ساخت‌ها و توسعه‌ی بیشتر اقتصادی اجتناب نماید، اما در جهت جذب سرمایه‌گذاری خارجی بیشتر و افزایش صادرات و رشد اقتصادی آزاد سازی تجاری در دستور کار مسئولان قرار گیرد.

#### منابع:

- اخباری، محمد، "مروری بر وضعیت ژرفای (عمق) مالی ایران، روند، تیر، ۱۳۸۵، شماره ۴۸".
- خلیلی عراقی، مریم، "عوامل موثر بر سرکوب مالی و سلسله مراتب تاثیر، پژوهش‌های اقتصادی ایران بهار ۱۳۸۴
- راستی، محمد، "تعیین سطح‌بندی و رتبه‌بندی توسعه مالی و نوع سیستم مالی در میان کشورهای عضو گروه دی هشت"، بررسی‌های بازرگانی، ۱۳۸۸، ۳۴.
- صادقی، سید کمال، ابراهیمی، سعید، کیانی، سیمین، "رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران، (۱۳۸۸-۱۳۵۲)"، فصلنامه تحقیقات اقتصادی راه اندیشه، بهار، ۱۳۹۱.
- نادری، مرتضی، "توسعه مالی بحران‌های مالی و رشد اقتصادی، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران"، ۱۳۸۲، ۱۵، ۶۲-۳۷
- یوسفی، محمد قلی، مبارک، اصغر، "بررسی مقایسه‌ای تأثیر آزاد سازی مالی و تجاری بر رشد اقتصادی و توسعه مالی ایران"، فصلنامه اقتصاد مقداری (بررسی اقتصادی سابق)، ۵، ۳، ۱۳۸۷، ۲۰-۱.
- Beck, T., Loayza, N., Levine, R., 2000. "Financial intermediation and growth: Causality and cause", *Journal of Monetary Economics*, 46, 31-77.
- Beck, T. & R. Levine, 2004. Stock Markets, Banks and Growth: Panel Data. *Journal of Banking & Finance*, 28(3): 423-442.
- Baltagi, B., Demetriades, P., Law, S. H., 2008, "Financial Development and Openness: Evidence from panel data", *Journal of Development Economics*.

- Bekaert, G., C.R. Harvey & C. Lundblad 2005. Does Financial Liberalization Spur Growth?. *Journal of Financial Economics*, 77(1): 3-55.
- Choe, C & I.A. Moosa. 1999. Financial System and Economic Growth: the Korea Experience. *World Development*, 27(6): 1069-1082.
- Christopoulos, D & E.G. Tsionas. (2004). Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests. *Journal of Development Economics*, 73 (1): 55-74.
- Dell Ariccia, Giovanni, Robert Marquez., 2004. "Information Bank credit Allocation", *Journal of Financial Economics* 72, 185-214.
- Demirguc-Kunt, A & R. Levine. 1996. Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts. *The World Bank Economic Review*, 10(2): 291-321.
- Federici, Daniela., Caprioli, Francesco., 2009. "Financial development and growth: An empirical analysis", *The Journal of Economic Modelling* 26, 285-294.
- Gaytan, Alejandro, and Romain Ranciere 2003. "Banks, Liquidity Crises and Economic Growth." *Mimeo, International Monetary Fund and University of Mexico*.
- King, Robert., Levine, Ross., 1993a "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, 108, 3, 717-713.
- King, Robert, and Ross Levine., 1993b. "Financial Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence." *Journal of Monetary Economics* 32, 513-542.
- Lagunoff, Roger, 2001 "A Model of Financial Fragility", *Journal of Economic Theory* 99, 220-264.
- Loayza, Norman., Ranciere, Romain., 2006. "Financial Development, Financial Fragility, and Growth", *Journal of Money Credit and Banking*, 38, 4, 1051-1076.
- McKinnon, Ronald I., , 1973. "Money and Capital in Economic Development" Washington, DC: Brookings Institution.
- Nazmi, Nader., (2005) . "Deregulation, financial deepening and economic growth: The case of Latin America", *Journal of The Quarterly Review of Economics and Finance*, 45 , 447-459.
- Pesaran, M.H., Shin, Y., Smith, R., 1999. "Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels". *Journal of the American Statistical Association*, Vol.94, PP.621-634.
- Pedroni, P., 1996. "Fully modified ols for heterogeneous cointegrated panels and the case of purchasing power parity". *Indiana University working papers in Economics*, No. 96-020.
- Rousseau, P. & D. Vuthipadadorn, 2005, "Finance, Investment and Growth: Time Series Evidence from 10 Asian Countries", *Journal of Macroeconomics*, Vol. 27.
- Schumpeter, Joseph A ,1911., *The Theory of Economic Development*, Cambridge, MA: Harvard University Press).
- Shaw, E. S. 1973, "Financial Deepening in Economic Development", New York: Oxford University Press.
- Susan, Feng Lu 2009. "The Effectiveness of Low, Financial Development, and Economic Growth in a Financial Repression: Evidence from China", *World Development*, 37, (4): 763-777.
- Wynne, Jose. 2002. "Information Capital, Firm Dynamics and Macroeconomic Performance." *Mimeo, Duke University*.

