

رابطه بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منطقه
جنوب غرب آسیا

دکتر زهرا افشاری^۱

هدی جعفری^۲

تاریخ پذیرش: ۸۸/۱۱/۱۵

تاریخ دریافت: ۸۸/۰۷/۱۰

چکیده

در این مقاله ارتباط بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی در ۲۳ کشور جنوب غربی آسیا، که در سند چشم‌انداز توسعه ایران مورد ملاحظه قرار گرفته‌اند، طی دوره زمانی ۲۰۰۶-۱۹۹۰ بررسی شده است. در ابتدا مبانی نظری و مطالعات تجربی انجام یافته مطالعه شده و سپس عملکرد بخش مالی و واقعی اقتصاد این کشورها مورد بررسی و مقایسه قرار گرفته است. در ادامه مقاله مدل اقتصادسنجی مطالعه تصریح شده و با بکارگیری روش الگوهای ترکیبی برآورد شده است. و نهایتاً جهت علیت بین بخش مالی و رشد اقتصادی در قالب داده‌های ترکیبی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج دلالت بر رابطه مثبت میان تعمیق مالی و رشد اقتصادی در این کشورها با علیت از سمت رشد اقتصادی به سمت تعمیق مالی دارند.

واژه‌های کلیدی: بخش مالی / تعمیق مالی / سرکوب مالی / رشد اقتصادی / الگوهای ترکیبی / علیت گرانجر.

۱- استاد اقتصاد دانشگاه الزهرا (نویسنده مسئول و طرف مکاتبه)
۲- دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه الزهرا

مقدمه

تجربه بسیاری از کشورهای صنعتی از جمله آمریکا، انگلستان، ژاپن و ... نشان می‌دهد که بازارهای سرمایه این کشورها همپای رشد و توسعه اقتصادی آنها تکامل و گسترش یافته است که این امر به نوبه خود بر روند رشد بلند مدت آنها اثرات مثبتی داشته است. در این کشورها بازارهای سرمایه در فرآیند تکامل و توسعه اقتصادی از ویژگی‌های معینی برخوردار بوده‌اند. آزادسازی و گسترش بازارهای مالی مقوله‌ای است که اکثر کشورها نسبت به آن اقدام کرده‌اند؛ تنها چیزی که در این راستا در میان کشورهای مختلف فرق می‌کند شدت و عمق گسترش مالی است. تئوری‌های کلاسیک اقتصادی نشان می‌دهند که گسترش مالی باعث تخصیص بهینه پس‌اندازها، افزایش تنوع ریسک سرمایه‌گذاری، رشد سریعتر و کاهش تناوب و طول دوران‌های اقتصادی می‌شود. فرآیند گسترش مالی در کشورهای مختلف به سطوح اقتصادی و توسعه بنیان‌های مالی، ساختار نهادها، سیستم حقوقی، مدیریت و ... در آن کشورها بستگی دارد و رهنمود مشخصی در این زمینه وجود ندارد.

دیدگاه‌های اقتصادی صاحب‌نظران در زمینه ارتباط بین بخش مالی و رشد اقتصادی در طول دهه‌های اخیر فراز و نشیب فراوانی را طی کرده است. به طوری که در ابتدا عقیده بر این بود که رشد اقتصادی زایده تعمیق مالی است، بعد از آن بر تقدم بخش واقعی بر مالی تاکید شد، در برخی مواقع به عدم وجود این دو متغیر تاکید می‌شد و در سال‌های اخیر هم اذعان می‌شود که این ارتباط بسته به ساختار مالی و اقتصادی و سطح توسعه کشورها در بین کشورهای مختلف متفاوت است. در راستای موارد فوق‌الذکر مقاله حاضر به صورت زیر سازماندهی شده است: در ابتدا مبانی نظری بحث مطرح شده است، بررسی مطالعات تجربی موضوع بحث قسمت بعدی است؛ به دنبال آن شاخص‌های بخش‌های مالی و واقعی اقتصاد کشورهای منطقه مورد مطالعه قرار گرفته است. در بخش بعدی مدل مناسب برای بررسی ارتباط بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منطقه تصریح شده و با استفاده از روش الگوهای تلفیقی پارامترهای آن برآورد شده است. در این قسمت جهت علیت بین دو متغیر نیز با استفاده از آزمون گرانجر در چارچوب داده‌های تلفیقی بررسی شده است؛ و در نهایت به ارائه نتایج و پیشنهادات پرداخته شده است.

۱- مبانی نظری

در ادبیات اقتصاد توسعه دو دیدگاه سنتی متفاوت راجع به اهمیت بازارهای مالی در رشد اقتصادی کشورها وجود دارد. یک دیدگاه بر این باور است که بازارهای مالی از نظر توسعه و رشد اقتصادی دارای نقش کلیدی هستند و در مقابل دیدگاه دیگر به بازارهای مالی تنها به عنوان خادم صنعت نگاه می‌کند. این دیدگاه واسطه‌های مالی را تنها کانالی برای هدایت پس‌انداز خانوارها به سمت فعالیتهای سرمایه‌گذاری می‌داند. در ادبیات رشد درونزای اقتصادی بازارهای مالی بازیگر فعال و شاید مسلط در زمینه فعالیتهای صنعتی هستند. در این چارچوب توسعه بخش مالی از طریق تخصیص کارا تر سرمایه، تبدیل کارای پس‌انداز به سرمایه‌گذاری و نیز کاهش نرخ بهره می‌تواند بر بخش واقعی اقتصاد مؤثر واقع شود. اما سوالی که همیشه مطرح بوده است این است که آیا توسعه مالی زمینه رشد اقتصادی بالاتر را فراهم می‌آورد یا اینکه افزایش فعالیتهای اقتصادی موجب ایجاد تقاضا برای واسطه‌های مالی و گسترش این بازارها می‌شود. بررسی رابطه میان تأمین مالی و رشد اقتصادی با نظر شومپتر^۱ (۱۹۱۱)، که بر نقش مؤثر توسعه واسطه‌گری‌های مالی بر رشد اقتصادی تأکید داشت، وارد تحقیقات اقتصادی شد.

به طور کلی مجموعه عناصر مرتبط بخش مالی که شامل ترتیباتی برای ایجاد و مبادله مطالبات است، اصطلاحاً به سیستم مالی معروف است. در سیستم مالی وجوه از پس‌انداز کنندگان به متقاضیان منتقل می‌شود، در واقع عرضه و تقاضای وجوه در بازارهای مالی انجام می‌گیرد.

مهمترین عملکردهای بازارهای مالی عبارتند از:

الف - انتقال وجوه از عرضه‌کنندگان به متقاضیان

ب - فراهم نمودن نقدینگی برای سرمایه‌گذار

ج - علامت‌دهی و مشوق برای مدیران مالی

در معرفی انواع بازار مالی می‌توان این‌گونه بیان کرد:

۱) بازار پول که پول همان بازار وجوه کوتاه مدت را در برمی‌گیرد. گرایش اصلی بازار پول اصولاً بر ابزارهایی متمرکز است که با استفاده از آنها بتوان به سرعت وضعیت نقدینگی را تغییر داد. اهم ویژگیهای بازار پول را می‌توان بدین صورت برشمرد:

- بالا بودن درجه اطمینان نسبت به باز پرداخت اصل و فرع؛
 - سرعت انجام معاملات مالی در این بازارها؛
 - استفاده از ابزارهایی با درجه بالای نقدینگی؛
 - اعمال کنترل مقام پولی با استفاده از ابزارهای سیاست پولی.
- ۲) بازار سرمایه بازار سرمایه بازاری است که ارتباط تنگاتنگی با فرآیند پس‌انداز- سرمایه‌گذاری دارد و به عنوان یک واسطه مالی، پس‌انداز واحدهای اقتصادی دارای مازاد را به واحدهای دارای کسری جهت سرمایه‌گذاری انتقال می‌دهد. به عبارت دیگر بازار سرمایه نقش هدایت تخصیص منابع اقتصادی را به عهده دارد و تأمین کننده نیازهای بلند مدت است. از جمله وظایف این بازار که می‌توان نام برد:
- نقش تضمین فروش فروش که بانک‌های سرمایه‌گذار فروش اوراق بهادار منتشره از سوی شرکتها در یک زمان مشخص و به قیمتی معین تعهد و تضمین می‌کنند،
 - مشاوره که بانکهای سرمایه‌گذاری در ارتباط با بهترین استراتژی و بهترین شرایط انتشار اوراق بهادار و همچنین در مورد بازاریابی اوراق منتشره به شرکتها کمک‌های مشاوره‌ای می‌دهند.
 - امور اداری که مسئولیت کارهای اداری و مکاتباتی در زمان انتشار اوراق بهادار جدید بر عهده بانکهای سرمایه‌گذاری است. در بازار سرمایه نسبت به بازار پول هم ریسک بیشتر و هم بازده انتظاری بیشتر وجود دارد.
- شرح وظایف نظام مالی بدین ترتیب بیان شده است که:
- ۱) جذب و تجهیز پس‌اندازها و تخصیص بهینه منابع مالی یا رویارویی پس‌انداز کنندگان و وام‌گیرندگان
 - ۲) توزیع خطر و مدیریت ریسک که فعالیتی است خدماتی و باعث تنوع در سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک می‌شود.
 - ۳) انتشار و تحلیل اطلاعات که قرض‌گیرندگان را از منطقی بودن هزینه‌های مالی متحمل شده مطمئن می‌سازد.
 - ۴) تسهیل داد و ستد که با کاهش بوروکراسی و حذف مقررات زائد و دست و پاگیر سرعت عمل را افزایش می‌دهد.

تعمیق مالی و سرکوب مالی مفاهیم کلان اقتصادی هستند که در ابتدا توسط شاو^۱ و مکینون^۱ مطرح شدند. تجمع دارایی‌های مالی با نرخ‌های سریعتز از تجمع ثروت غیر مالی را تعمیق مالی می‌گویند. سرکوب مالی اشاره به مداخله دولت در تعیین دستوری نرخ بهره و نیز اعمال سیاست‌های پولی تورم‌زا دارد که با انگیزه افزایش درآمد و تحریک رشد در کوتاه مدت صورت می‌گیرد. همچنین پس‌اندازهای مالی بخش خصوصی در دارایی‌های غیر مالی مانند طلا و زمین سرمایه‌گذاری می‌شوند و حرکت سرمایه کنترل شده است. بحث شاو این است که توسعه بازارها و مؤسسات مالی شرط لازم برای رشد اقتصادی کشور است و کشورهای در حال توسعه عمدتاً از یک حالت سرکوب مالی که امور مالی را بصورت سطحی و کم عمق نگاه داشته‌اند و بدین لحاظ رشد اقتصادی را محدود کرده‌اند. دیدگاه‌های اقتصادی مطرح شده در باب ارتباط بخش مالی و بخش واقعی اقتصاد تا کنون به این ترتیب بوده است:

دهه ۱۹۶۰ که به پیشگامان بررسی ارتباط میان بخش مالی و رشد اقتصادی معروف است و تا قبل از این دهه فرضیه حاکم آن بود که توسعه مالی به دنبال رشد اقتصادی حاصل می‌شود و رابطه معکوسی وجد ندارد. در این دهه اقتصاددانان حوزه مالی با واکاوی علیت میان بخش مالی و رشد اقتصادی اذعان داشتند که جهت علیت بین این دو متغیر بسته به سطح توسعه اقتصادی تغییر می‌کند. از نظر آن‌ها در مراحل اولیه رشد اقتصادی علیت از بخش مالی به رشد اقتصادی است؛ ولی با افزایش رشد اقتصادی، علیت آرام آرام از رشد اقتصادی به سمت توسعه مالی میل می‌کند. همچنین برخی از اقتصاددانان این دوره اعتقاد داشتند که علیت میان بخش مالی و رشد اقتصادی ممکن است دو طرفه باشد.

در دهه ۱۹۷۰ که انتقاد به سرکوب مالی و تاکید بر آزادسازی مالی نام دارد بحث سرکوب مالی مطرح شد. منتقدین پدیده سرکوب مالی اعتقاد داشتند که تعیین نرخ بهره پایین‌تر از نرخ بهره تعادلی، اعتبارات بانکها را به سمت فعالیت‌ها و بخش‌های خاص هدایت کرده و منجر به سرکوب مالی می‌شود. به اعتقاد مک کینون و شاو پایین بودن و منفی بودن نرخ بهره واقعی که خود به دلیل پایین آوردن نرخ بهره اسمی یا بالا رفتن نرخ

تورم رخ می‌دهد مانع تشکیل پس‌انداز می‌شود و آثار منفی بر جریان تشکیل سرمایه و پس‌انداز می‌گذارد. کاهش مقدار پس‌انداز در اقتصاد باعث محدود شدن سرمایه‌گذاری می‌شود و با محدود شدن سرمایه‌گذاری رشد اقتصادی در سطحی پایین‌تر از رشد اقتصادی بالقوه قرار خواهد گرفت (تقوی و خلیلی عراقی، ۱۳۸۴). اقتصاددانان این دوره سرکوب مالی را به شدت مورد انتقاد قرار دادند و به حمایت از آزاد سازی نرخ‌های بهره و مخالفت با دخالت دولت در بازارهای مالی پرداختند. مدل پایه‌ایی آن‌ها شامل واسطه‌گران مالی، پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران است. نرخ بهره در این مدل ثابت است و زیر نرخ بهره تعادلی قرار دارد. پس‌انداز به صورت مثبت و سرمایه‌گذاری به صورت منفی با نرخ بهره رابطه دارد. با افزایش نرخ تورم و یا کاهش نرخ بهره اسمی میزان پس‌انداز کاهش می‌یابد. از طریق دیگری هم می‌توان به بررسی اثر تورم پرداخت. افزایش نرخ تورم جذابیت سپرده‌گذاری را کاهش می‌دهد و وجوه مالی به سمت املاک و مستغلات جریان می‌یابند. جابجایی وجوه پس‌انداز از بانک‌ها به سمت املاک، قیمت آنان را بالاتر از سطح عمومی قیمت‌ها خواهد برد و گرایش به خرید املاک و مستغلات منجر به کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود. در حالتی که نرخ بهره اسمی زیر ارزش تسویه‌ای آن قرار دارد امکان وقوع دو سناریو وجود دارد: اگر نرخ بهره سپرده‌ها ثابت باشد شکاف میان نرخ سپرده‌ها و نرخ قرض‌گیری افزایش می‌یابد. در حالتی که هم نرخ سپرده‌ها و هم نرخ قرض‌گیری ثابت باشد (سناریوی محتمل‌تر در کشورهای در حال توسعه) سهمیه‌بندی غیر قیمتی وجوه ایجاد می‌شود و تخصیص اعتبارات بر اساس هزینه‌های مبادلاتی، ریسک، اعتبار، میزان وام و... تعیین می‌شود و کارایی سرمایه‌گذاری نیز به علت کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری، کاهش می‌یابد. در این حالت مسئله انتخاب‌های بد حادث می‌شود؛ چرا که در این شرایط سرمایه‌گذارانی وارد بازار می‌شوند که در صورت عدم وجود سقف نرخ بهره وارد نمی‌شدند و تخصیص منابع در بانک‌ها به صورت ناکارا و تصادفی صورت می‌گیرد. مطالعات در این دوره با استفاده از مدل‌های پیشرفته اقتصاد کلان نشان دادند که سرکوب مالی منجر به کاهش سپرده‌گذاری در بانک‌ها خواهد شد؛ چرا که خانوارها به جای سرمایه‌گذاری‌های مولد از طریق سپرده‌های بانکی به سمت سرمایه‌گذاری‌های غیرمولد مصون‌کننده در برابر تورم سوق داده می‌شوند (اشنباخ، ۲۰۰۴).

دهه ۱۹۸۰ که دهه ساختارگرایان جدید (انتقاد از سیاست‌های آزادسازی مالی) بود نظر مک کینون و شاو را بر این اساس که نقش بازارهای سازمان نیافته یا غیر رسمی را در نظر نگرفته‌اند مورد انتقاد قرار دادند. آن‌ها معتقدند که مقررات‌زدایی بازارهای مالی رسمی موجب افزایش نرخ بهره سپرده‌ها در این بازارها شده و بنابراین باعث انتقال سپرده‌ها از بازارهای مالی غیررسمی به بازارهای رسمی می‌شود. در این حالت تعمیق مالی افزایش می‌یابد، اما نرخ انباشت دارایی‌های ثابت لزوماً افزایش نمی‌یابد. علت آن است که بانک‌ها مشمول مقررات ذخیره قانونی هستند در حالی که وام‌ها در بازار مالی غیر رسمی مشمول این مقررات نیستند. بنابراین انتقال منابع از بازارهای غیر رسمی به بازارهای رسمی، سرمایه در دسترس را کاهش و نرخ بهره در بازار غیر رسمی را افزایش می‌دهد (تقوی و خلیلی عراقی، ۱۳۸۴). برخی مطالعات نشان داده‌اند که اگر افزایش هزینه سرمایه منجر به افزایش قیمت‌ها شود، ممکن است افزایش نرخ بهره در کوتاه مدت اثر رکودی بر جای بگذارد. در واقع انتظار بر آن است که افزایش هزینه سرمایه‌گذاری از طریق بالا بردن هزینه‌های تولید منجر به کاهش عرضه و فشار تورمی شود و اغلب کاهش تقاضای ناشی از افزایش پس‌انداز و کاهش مصرف نیز نمی‌تواند این فشار تورمی و رکود را کاملاً مرتفع سازد (اشنباخ، ۲۰۰۴). به اعتقاد این گروه بازار پول سازمان نیافته یا بازار «کنار خیابانی» جزء جدانشدنی از ساختار مالی کشورهای در حال توسعه است و بیش از نظام بانکی به واسطه‌گری مالی اشتغال دارد، زیرا مشمول سقف نرخ بهره و نسبت ذخیره قانونی نیست (اسماعیل زاده، ۱۳۸۶). گروه دیگری از پژوهشگران در دهه ۱۹۸۰ توجهشان به سمت پایه‌های خرد سیاست‌های اقتصاد کلان معطوف شد. استیگلیتز (۱۹۸۱) نشان داد در بازار اعتبارات ممکن است عواملی غیر از مداخله دولت منجر به عدم تعادل شود. او نشان داد قیمت اعتبارات در شرایط عدم تعادل اطلاعات می‌تواند بر ماهیت مبادلات اثر گذارد و از طریق انتخاب معکوس^۳ باعث تسویه نشدن بازار مالی شود. نرخ‌های بهره بالا و تسویه کننده بازار باعث جذب سرمایه‌گذاران با ریسک بالا خواهد شد؛ پس امکان ورشکستگی وام‌گیرندگان بالا خواهد رفت. پس در این شرایط بانک‌ها باید از دادن وام به این نوع افراد اجتناب ورزند که خود کاهش عرضه وام باعث انتقال منحنی تقاضای نیروی کار به سمت

پایین خواهد شد (اسکارت^۱، ۱۹۹۶). اگر بانک‌ها نرخ بهره را در سطحی پایین‌تر از نرخ بهره تعادلی قرار دهند مازاد عرضه و عدم تعادل ایجاد خواهد شد. تمام این موارد به دلیل اختلال در بازارهای مالی در سطح خرد است (اشنباخ، ۲۰۰۴).

دهه ۱۹۹۰ که دهه تامین مالی و مدل رشد درونزا بود مجادلات روی ارتباط بخش مالی و رشد اقتصادی وارد مجرای نظری جدیدی شد. در این دهه اقتصاددانان به بررسی این ارتباط در چارچوب الگوهای رشد درونزا پرداختند. ساده‌ترین نوع الگوی رشد درونزای Ak (سرمایه تعمیم یافته با تکنولوژی) را در نظر بگیرید. اگر فرض شود که نسبت خاصی (Φ) از پس‌انداز برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. نرخ رشد یکنواخت با تابع تولیدی از نوع Ak را می‌توان با رابطه زیر بیان کرد.

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

که در آن g نرخ رشد یکنواخت، A بهره‌وری سرمایه، s نرخ پس‌انداز و δ نرخ استهلاک است. توسعه مالی می‌تواند نرخ رشد اقتصادی را از طریق بهره‌وری سرمایه (A)، کارایی نظام مالی (Φ) و یا نرخ پس‌انداز (s) تحت تاثیر قرار دهد. مجاری تاثیرگذاری بخش مالی روی بخش واقعی اقتصاد عبارتند از (نادری، ۱۳۸۲):

تخصیص کاراتر سرمایه: نظام مالی کارا با فراهم آوردن خدمات تسهیم ریسک، نقدینگی سریع و اطلاعات مناسب باعث تخصیص کاراتر سرمایه شده و به این ترتیب رشد اقتصادی را بهبود بخشد.

تبدیل کارای پس‌انداز به سرمایه‌گذاری: نظام مالی از طریق واسطه‌های مالی، پس‌انداز خانوارها را به سمت سرمایه‌گذاری هدایت می‌کند و بخشی از این منابع را به سمت خود جذب می‌کند؛ زیرا کارکردهای اطلاعاتی و مبادلاتی در این نظام هزینه‌بر است. ممکن است پرداخت این نوع هزینه‌ها بنا به دلایلی (مثل انحصارات، قوانین و مقررات دولتی و سرکوب مالی که بعضاً توسط برخی دولت‌ها اعمال می‌شود)، بالا باشد. در این صورت شبه رانتهای ایجاد شده در پرداخت تسهیلات منجر به تخصیص ناکارای منابع مالی بانک‌ها خواهد شد.



اثر بر نرخ پس انداز: توسعه مالی از طریق تاثیر بر نرخ بهره و نیز ریسک نرخهای بازدهی می تواند پس انداز را تحت تاثیر قرار دهد. در واقع توسعه مالی منجر به رقابتی شدن بازار سرمایه و کاهش نرخ بهره و ریسک سرمایه گذاری می شود.

- سالهای آغازین قرن ۲۱ که به بازبینی دیدگاههای گذشته واتچل و روسیو معرف است این گونه سپری شد که تحقیقات صورت گرفته در سالهای اخیر با استفاده از روشهای جدید اقتصادسنجی و رفع نواقص کارهای قبلی، نتایج آنها را زیر سؤال برد و برخی از اقتصاددانان به این نتایج با دیده تردید نگرستند. برخی مطالعات نشان دادند که رابطه میان رشد اقتصادی و شاخصهای عمق مالی دیگر معناداری مربوط به دادههای دهه های ۶۰، ۷۰ و ۸۰ را از خود نشان نمی دهند (واچل^۴ و روسیو^۵، ۲۰۰۳). از طرفی تحقیقات این حوزه به نقطه عطفی رسید که دیگر دغدغه آن صرفاً بررسی اثر شاخصهای مالی بر رشد اقتصادی نیست، بلکه سعی دارند مجراهای مؤثر در تعامل میان بخشهای اقتصادی را پیدا کنند. برخی از این عوامل عبارتند از تورم، محیط قانونی موجود برای فعالیت نهادهای مالی، شاخصهای حکمرانی و میزان توسعه یافتگی کشورها.

۲- مروری بر مطالعات تجربی

در این بخش چند مورد از مطالعات انجام گرفته در این بحث را مشاهده می کنید که نتایج متفاوت و بعضاً متناقضی نیز داشته اند. همانطور که اشاره شد بحث روی ارتباط بین رشد اقتصادی و توسعه بخش مالی با کار جوزف شومپتر شروع شد. او در سال ۱۹۱۱ در کتاب «نظریه توسعه اقتصادی» خود در ارتباط با ماهیت پیوند بخش پولی و بخش حقیقی می نویسد که «... به ازای هر جریان حقیقی (کالاها و خدمات) یک جریان پولی وجود دارد که درست در عکس جهت جریان کالا برقرار است...» این جمله به خوبی پیوند و ارتباط ناگسستگی بین بخش پولی و بخش حقیقی اقتصاد را بیان می کند. جون رابینسون^۶ در سال ۱۹۵۲ در نوشته ای تحت عنوان «تعمیم تئوری عمومی^۷» ادعا کرد که توسعه مالی به دنبال رشد اقتصادی به عنوان نتیجه افزایش تقاضا برای خدمات مالی می آید. پاتریک^۸ در سال ۱۹۶۶ در مقاله ای تحت عنوان «توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای توسعه نیافته»

در واکاوی علیت میان بخش مالی و رشد اقتصادی دو فرضیه را مطرح ساخته است. در فرضیه اول که به رهبری عرضه معروف است، توسعه بخش مالی بر رشد اقتصادی از نظر زمانی تقدم دارد، یعنی سوق دادن منابع کمیاب پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاری طبق نرخ نسبی بازدهی بخش مالی، که رشد اقتصادی را موجب می‌شود. در فرضیه دوم که به نام نظریه دنباله‌روی تقاضا معروف گشته است، در ابتدا رشد اقتصادی در کشور ایجاد شده و سپس به طور انفعالی در ادامه رشد، تقاضا برای انواع جدید ابزارها و خدمات مالی، عامل تعیین‌کننده در سیستم مالی کشور شده و موجبات رشد اقتصادی و تحول بخش مالی را فراهم می‌سازد. از نظر پاتریک فرضیه اول در مراحل اولیه رشد اقتصادی تبلور می‌یابد و آرام آرام به سمت فرضیه تبعیت از تقاضا میل می‌کند (اشنباخ، ۲۰۰۴). ریموند گلداسمیت در سال ۱۹۶۹ در کتابی با عنوان «ساختار مالی و توسعه»، ساختار مالی را به عنوان ترکیبی از ابزارها، بازارها و نهادهای مالی که در یک اقتصاد عمل می‌کنند، معرفی می‌کند. وی در مطالعه خود یک رابطه مثبت بین توسعه اقتصادی و مالی در بین ۳۶ کشور توسعه یافته و در حال توسعه در خلال ۱۹۶۳-۱۸۶۰ بدست آورده است. مشاهدات وی نشان داد که رابطه مثبتی بین نسبت دارایی‌های موسسات مالی به تولید ناخالص داخلی و ستانده سرانه وجود دارد. وی همچنین نشان داد که دوره‌های رشد سریع‌تر اقتصادی با نرخ بالاتر از متوسط توسعه مالی همراهی شده است؛ هر چند که برخی موارد در این زمینه مستثنی بوده‌اند (اسماعیل زاده، ۱۳۸۴).

مکینون^۸ و شاو^۹ در سال ۱۹۷۳ در مطالعه‌ای تحت عنوان «نقش پول و سرمایه در توسعه اقتصادی»، بر محدود شدن دخالت دولت در بازار پول و سرمایه و تکیه بیشتر بر سازوکار بازار آزاد برای تخصیص اعتبار و سرمایه تاکید کرده‌اند. آنها ادعا کرده‌اند که رقابت بیشتر در بازار پول و سرمایه و رشد نهادهای خصوصی، باعث بهبود نحوه تخصیص اعتبارات می‌شود. استیگلیتز (۱۹۸۱) نشان داد در بازار اعتبارات ممکن است عواملی غیر از مداخله دولت منجر به عدم تعادل شود. وی معتقد بود اگر بانک‌ها نرخ بهره را در سطحی پایین‌تر از نرخ بهره تعادلی قرار دهند مازاد عرضه و عدم تعادل ایجاد خواهد شد؛ که تمام این موارد به دلیل اختلال در بازارهای مالی در سطح خرد است (اشنباخ، ۲۰۰۴). یانگ^{۱۰} در سال ۱۹۸۶ در مقاله‌ای تحت عنوان «توسعه مالی و رشد اقتصادی:

شواهد بین‌المللی»، با بکارگیری داده‌های سالانه ۵۶ کشور توسعه یافته و در حال توسعه و با استفاده از روش خود رگرسیون برداری (VAR) به آزمون علیت بین توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی پرداخته و نشان داد که علیت دو طرفه بین این دو برقرار است (یانگ، ۱۹۸۶). گرین‌وود و جووانوویچ^{۱۱} در سال ۱۹۹۰ در مقاله‌ای تحت عنوان «توسعه مالی، رشد و توزیع درآمد» ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را در قالب مدل‌های رشد درون‌زا بررسی کرده‌اند. در این کار آن‌ها مدلی را طراحی کرده‌اند که در آن واسطه‌های مالی و رشد اقتصادی هر دو درون‌زا هستند. آن‌ها به این نتیجه دست یافته‌اند که رابطه علیت دو طرفه بین بخش مالی و رشد اقتصادی وجود دارد. رابرت کینگ^{۱۲} و لوین^{۱۳} در سال ۱۹۹۳ در مقاله‌ای تحت عنوان «تامین مالی و رشد: ممکن است حق با شومپیتر باشد»، به بررسی رابطه علیت بین رشد اقتصادی و تامین مالی در میان ۸۰ کشور در طول دوره ۸۹-۱۹۶۰ پرداخته‌اند. آنها ۱۲ معادله رگرسیونی را در یک مقطع برآورد کرده‌اند و در هر ۱۲ معادله رگرسیونی آنها ضرایب شاخص‌های توسعه مالی به صورت آماری معنی‌دار بوده‌اند. پانیکس دمتریادس^{۱۴} و خالد حسین^{۱۵} در سال ۱۹۹۶ در مقاله‌ای تحت عنوان «آیا توسعه مالی منجر به رشد اقتصادی می‌شود؟ شواهد سری زمانی از ۱۶ کشور» برای مطالعه رابطه علیت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی بررسی کردند. دمتریادس و حسین نشان دادند که توسعه مالی در روند توسعه اقتصادی نقش تعیین‌کننده‌ای دارد و بیشتر شواهد بر وجود رابطه علی دو طرفه بین رشد اقتصادی و توسعه مالی دلالت داشتند. محسن‌کار^{۱۶} و پنتکاست^{۱۷} در سال ۲۰۰۰ در مقاله‌ای تحت عنوان «توسعه مالی و رشد اقتصادی در ترکیه: شواهد بیشتر بر اساس بحث علیت» رابطه علی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشور ترکیه را مورد بررسی قرار داده‌اند. در نهایت آنها نشان دادند که اعتبار علیت از توسعه مالی به رشد اقتصادی نسبت به علیت از رشد اقتصادی به توسعه مالی ضعیف‌تر است (محسن‌کار و پنتکاست، ۲۰۰۰). واپل و روسیو^{۱۸} در سال ۲۰۰۵ در مقاله‌ای با عنوان «عمق مالی و رشد اقتصادی: آیا این رابطه هنوز وجود دارد؟» با استفاده از داده‌های تلفیقی برای ۸۴ کشور نشان دادند که رابطه مثبت و معناداری که بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در دهه‌های ۶۰، ۷۰ و ۸۰ ملاحظه می‌شد در مقطع زمانی ۲۰۰۳-۱۹۹۰ از بین رفته است. گریس و میریکس^{۱۹} در سال ۲۰۰۹ در مقاله‌ای تحت عنوان «ارتباط بین تعمیق

مالی، آزادسازی تجاری و توسعه اقتصادی: شواهد علی از کشورهای صحرای آفریقا» رابطه علیت بین تعمیق مالی، آزادسازی تجاری و توسعه اقتصادی را برای ۱۶ کشور این منطقه مورد بررسی قرار داده‌اند و نشان داده‌اند که این فرضیه عمومی که «بخش مالی منجر به رشد اقتصادی می‌شود» در این کشورها تایید نمی‌شود، بلکه تعمیق مالی و آزادسازی تجاری صرفاً بر رشد اقتصادی اثر مثبت ضعیفی دارند. کران و همکاران^{۲۰} در سال ۲۰۰۹ در مقاله‌ای تحت عنوان «توسعه مالی و رشد اقتصادی: یک تحلیل الگوی تلفیقی از کشورهای نو ظهور» به بررسی ارتباط بلند مدت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در میان ۱۰ کشور نو ظهور طی دوره ۲۰۰۷-۱۹۶۸ پرداخته‌اند و تلفیقی نشان داده‌اند که یک ارتباط بلند مدت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی برقرار است.

از مطالعات انجام شده داخلی در این بحث می‌توان موارد زیر را نام برد: محمود ختایی و ابوالفضل خاوری‌نژاد در سال ۱۳۷۷ در مقاله‌ای با عنوان «گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی» نشان داده‌اند که در کشورهای پیشرفته رابطه مستقیم میان شاخص‌های توسعه مالی و رشد اقتصادی از سازگاری بیشتری برخوردار است، اما در کشورهای در حال توسعه و به طور اخص ایران، در نگاه اول رابطه مستقیم و معناداری بین رشد اقتصادی و گسترش بازار مالی مشاهده نمی‌شود. مهدی راستاد و مسعود نیلی در سال ۱۳۸۱ در مقاله‌ای با عنوان «توسعه مالی و رشد اقتصادی: مقایسه کشورهای صادرکننده نفت و آسیای شرقی» با استفاده از داده‌های تلفیقی نشان دادند که در گروه اول نسبت به گروه دوم ارتباط ضعیف‌تری بین توسعه مالی و رشد اقتصادی برقرار است. علی شهابی در سال ۱۳۸۵ در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود در دانشگاه علامه طباطبایی تحت عنوان «بررسی رابطه علی بین تورم، گسترش سیم مالی و رشد اقتصادی» علیت بین این سه متغیر مهم کلان اقتصادی را مورد مطالعه قرار داده است. نتایج مطالعه وی نشان می‌دهد که رابطه بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی در کوتاه‌مدت و بلندمدت مثبت است و نتایج مربوط به رابطه بین تورم و رشد اقتصادی و تورم و تعمیق مالی مبین آن است که تورم بر رشد اقتصادی و تعمیق مالی اثر منفی دارد. اکبر کمیجانی و محمد نادعلی در سال ۱۳۸۶ در مقاله‌ای تحت عنوان «بررسی رابطه علی تعمیق مالی و رشد اقتصادی در ایران» ارتباط میان تعمیق مالی و رشد اقتصادی طی دوره زمانی ۸۴-۱۳۵۲ را در اقتصاد ایران بررسی کرده‌اند که نتایج

مطالعه آنها دلالت بر رابطه مثبت میان تعمیق مالی و رشد اقتصادی در ایران و جهت علیت از طرف رشد اقتصادی به تعمیق مالی دارد.

۳- بررسی شاخص‌های تعمیق مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منطقه

همانطور که عنوان شد این مطالعه به دنبال ارتباط میان بخش مالی و بخش واقعی اقتصاد در کشورهای جنوب غرب آسیا انجام گرفته است. لازم است وضعیت بخش مالی و واقعی اقتصاد این کشورها مورد بررسی قرار گیرد. نسبت اعتبارات بانکی اعطا شده به بخش خصوصی به GDP نشان می‌دهد که چه مقدار از کل اعتبارات فراهم شده توسط نظام بانکی در اختیار بخش خصوصی جهت سرمایه‌گذاری قرار گرفته است. در سال ۲۰۰۶ فقط ۱۸ کشور اطلاعات مربوطه را داشته است. به طور متوسط ۳۸/۲٪ از کل اعتبارات فراهم شده توسط نظام بانکی این کشورها در اختیار بخش خصوصی قرار گرفته است که بخش خصوصی کشور یمن با ۲/۷۲٪ کمترین بهره‌مندی از اعتبارات بانکی و بخش خصوصی کشور اردن با ۸۷/۲۴٪ بیشترین استفاده را از این اعتبارات داشته‌اند. همانطور که می‌دانید نسبت M_3 به GDP به عنوان یکی از شاخص‌های مهم تعمیق مالی نشان‌دهنده توسعه و عملکرد بازارهای مالی است. بررسی این شاخص در سال ۲۰۰۶ در کشورهایی که اطلاعاتشان در دسترس است نشان می‌دهد که متوسط این نسبت در سال مورد نظر ۵۷/۵٪ است. از میان این کشورها تاجیکستان با رقمی برابر ۷/۶٪ کمترین و لبنان با ۲۲۴/۸٪ بالاترین نسبت را به خود اختصاص داده است. نسبت M_2 به GDP نیز همانند شاخص قبل برای بررسی تعمیق مالی استفاده می‌شود. بررسی اطلاعات این شاخص در سال ۲۰۰۶ نشان می‌دهد که در کشورهایی که اطلاعات آنها موجود است به طور متوسط این شاخص ۵۲/۶٪ می‌باشد. همچنین تاجیکستان با رقم ۶/۸٪ کمترین و لبنان با رقم ۲۱۹/۹٪ بیشترین نسبت را دارا بوده‌اند. تولید ناخالص داخلی (GDP) هر کشور یکی از مهمترین شاخص‌های عملکرد اقتصادی آن کشور است. بررسی این شاخص در سال ۲۰۰۶ در بین ۱۹ کشوری که اطلاعات لازم را داشتند بیانگر آن است که متوسط GDP در این سال برابر ۵۹۰۳۹/۸ میلیون دلار می‌باشد. تاجیکستان حدوداً با ۱۵۴۳/۸ میلیون دلار کمترین و ترکیه با ۲۴۶۲۳۳/۷ میلیون دلار بیشترین تولید ناخالص داخلی را داشته‌اند. تولید

ناخالص داخلی به ازای هر یک نفر (GDP سرانه) نیز مانند شاخص قبل برای بررسی عملکرد اقتصادی و همچنین قدرت خرید مردم هر کشور مورد استفاده قرار می‌گیرد. در نگاهی به روند این شاخص در سال ۲۰۰۶ مشاهده می‌شود که در بین ۱۹ کشوری که اطلاعات این شاخص را دارند، GDP سرانه به طور متوسط ۴۸۲۰/۷ دلار است. تاجیکستان با مبلغ ۲۳۷/۲۵ دلار کمترین و امارات با مبلغ ۲۲۹۷۵/۴ دلار بیشترین تولید ناخالص سرانه را دارند. این بررسی نشان داد که این منطقه از یک طرف از لحاظ شاخص‌های هر دو بخش وضعیت مناسبی ندارند؛ از طرف دیگر از لحاظ سطح توسعه مالی و اقتصادی هم با هم اختلاف فاحش داشته و همسان نیستند. همچنین عملکرد شاخص‌ها برای تک تک کشورها در طول دوره نیز نوسان داشته و از ثبات لازم برخوردار نیستند. فقر اطلاعاتی در زمینه شاخص‌های مورد بررسی در برخی از کشورها از دیگر ویژگی‌های منطقه مورد مطالعه است. با عنایت به موارد فوق ممکن است که نتایج مطالعه با مطالعات مشابه در مناطق توسعه یافته‌تر متفاوت باشد.

۴- تصریح و تبیین مدل

جهت تحلیل تجربی مبانی نظری مطرح شده در فصول گذشته از اطلاعات سری زمانی مربوط به ۲۳ کشور منطقه جنوب غرب آسیا که در سند چشم‌انداز توسعه کشور مطرح شده‌اند طی دوره ۲۰۰۶-۱۹۹۰ استفاده شده است. در این مطالعه نرخ رشد سالانه تولید ناخالص داخلی سرانه کشورها به دلار ثابت ۲۰۰۰ به عنوان شاخص رشد اقتصادی و نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به GDP، نسبت M_2 به GDP و M_3 به GDP به عنوان شاخص تعمیق مالی مورد استفاده قرار گرفته‌اند. اطلاعات مربوط به این شاخص‌ها از CD بانک جهانی (WDI۲۰۰۷) جمع‌آوری شده است. این اطلاعات شامل موارد زیر هستند:

$dcps$: نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به GDP (درصد)

m_2 : نسبت M_2 به GDP (درصد)

m_3 : نسبت M_3 به GDP (درصد)

i : نسبت I به GDP (درصد)

$open$: نسبت $(X + M)$ به GDP (درصد)

$prgdpgrowth$: نرخ رشد سالانه GDP سرانه کشورها به دلار ثابت ۲۰۰۰ (درصد)

g : نسبت هزینه‌های دولت به GDP (درصد)

s : نسبت پس‌انداز ناخالص داخلی به GDP (درصد)

ارتباط بین رشد اقتصادی و تعمیق مالی، بسته به عوامل متعدد می‌تواند بسیار پیچیده باشد؛ چرا که عوامل متعددی مانند اندازه اقتصاد، ساختار صنعتی، تراکم جمعیت، رشد تکنولوژی، مبادلات بین‌المللی و ... در این مسئله دخیل هستند. در این مطالعه به منظور رعایت اصل قَلت^{۲۱} متغیرها و جلوگیری از پیچیدگی مدل از عوامل فوق‌الذکر صرف‌نظر شده است. لذا مدل اقتصادسنجی به صورت زیر تصریح شده است که از الگوی ارائه شده توسط لوین و کینگ (۱۹۹۳) با لحاظ تعدیلاتی استخراج شده است:

$$Y_{it} = \alpha_i + \theta_i + \beta F_{it} + \gamma X_{it} + u_{it} \quad (1)$$

که در آن Y_{it} نرخ رشد تولید ناخالص داخلی سرانه در کشور i ام در زمان t ، F_{it} یکی از شاخص‌های عمق مالی در کشور i ام در زمان t است. X_{it} به عنوان متغیرهای کمکی در مطالعات مختلف وارد مدل می‌شود. این متغیرها عبارتند از: نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی، به عنوان شاخصی برای سرمایه‌گذاری فیزیکی. می‌توان متغیرهای دیگری همچون نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص به عنوان شاخصی برای درجه باز بودن اقتصاد و نیز نسبت مازاد بودجه دولت به تولید ناخالص داخلی را نیز به مدل افزود. همچنین I نشان دهنده مقطع‌ها یا واحدهای مشاهده شده، t نشان دهنده دوره زمانی، α_i و θ_i به ترتیب ضرایب مربوط به اثرات دوره و مقطع هستند. u_{it} نشان دهنده خطای برآورد داده‌های تلفیقی است که تمام شرایط مربوط به جملات خطا تحت فرضیات گوس-مارکوف^{۲۲} را داراست.

با توجه به موارد فوق برای بررسی ارتباط بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی در اقتصاد کشورهای مورد مطالعه حسب شاخص تعریف شده برای تعمیق مالی، سه معادله به صورت زیر برآورد شده است:

$$prgdpgrowth_{it} = \alpha_i + \theta_i + \beta m_{it} + \gamma i_{it} + \gamma g_{it} + \gamma open_{it} + \gamma s_{it} + u_{it} \quad (2)$$



که در آن شاخص تعمیق مالی m_p است.

$$prgdpgrowth_{it} = \alpha_i + \theta_i + \beta m_{p_{it}} + \gamma i_{it} + \gamma_g g_{it} + \gamma_{open} open_{it} + \gamma_s s_{it} + u_{it} \quad (3)$$

که در آن شاخص تعمیق مالی m_p است.

$$prgdpgrowth_{it} = \alpha_i + \theta_i + \beta dcps_{it} + \gamma i_{it} + \gamma_g g_{it} + \gamma_{open} open_{it} + \gamma_s s_{it} + u_{it} \quad (4)$$

که در آن شاخص تعمیق مالی $cdps$ است.

۴-۱- آزمون‌های ریشه واحد IPS و LLC

این دو آزمون بر روی معادله‌های بیان شده صورت گرفت و نتایج زیر حاصل شد که در جدول (۱) نمایش داده می‌شود:

جدول ۱- نتایج آزمون‌های ریشه واحد متغیرهای مدل

متغیر	LLC	IPS
$prgdpgrowth$	-۶/۳۰	-۵/۷۲
$dcps$	-۱۱/۹۹	-۵/۸۷
m_p	-۲۲/۴۲	-۳/۴۹
m_p	-۱۰/۷۲	-۲/۳۰
i	-۴/۹۵	-۳/۸۷
g	-۴/۹۹	-۲/۳۰
$open$	-۵/۱۵	-۲/۲۴
s	-۵/۸۷	-۳/۲۶

منبع: محاسبات تحقیق

مقایسه نتایج آزمون‌ها با مقادیر بحرانی آنها نشان می‌دهد که متغیرهای مدل در سطح مانا هستند.

۴-۲- آزمون‌های تشخیص

دو آزمون همگنی و آزمون هاسمن روی معادله‌های فوق صورت گرفته است و نتایج زیر حاصل شده است:

جدول ۲- نتایج آزمون‌های F و هاسمن

۲/۸۶	آزمون F	معادله (۲)
۱۶/۷۶	آزمون هاسمن	
۳/۷۴	آزمون F	معادله (۳)
۳۹/۹۷	آزمون هاسمن	
۶/۵۹	آزمون F	معادله (۴)
۱۹/۹۸	آزمون هاسمن	

منبع: محاسبات تحقیق

بر اساس آزمون‌های مذکور روش بهینه جهت برآورد معادلات تصریح شده، مدل با اثرات ثابت است. که در ادامه این بخش به نتایج برآوردها پرداخته شده است.

۴-۳- برآورد رابطه بلند مدت بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی

الف) m_p به عنوان شاخص تعمیق مالی

معادله برآورد شده برای این مدل به صورت زیر است:

$$prgdpgrowth = -۱/۰۶۶ + ۰/۰۳۶m_p + ۰/۱۲۶i - ۰/۴۵۶g + ۰/۰۸۱open$$

$$se : \quad (۳/۱۴۱) \quad (۰/۰۲۱) \quad (۰/۰۵۳) \quad (۰/۱۴۰) \quad (۰/۰۲۳)$$

$$R^2 = ۰/۶۰۳ \quad \bar{R}^2 = ۰/۵۴۶ \quad DW = ۱/۹۵$$

همانطور که ملاحظه می‌شود ضریب متغیر m_p مثبت است. این امر نشان می‌دهد که رشد اقتصادی با بالا رفتن نسبت نقدینگی بخش خصوصی به GDP افزایش می‌یابد. اما این ارتباط بسیار ضعیف است؛ به طوری که با افزایش یک درصدی در m_p رشد اقتصادی فقط $۰/۰۳۶$ درصد زیاد می‌شود. همچنین رشد اقتصادی در این کشورها با

نسبت سرمایه‌گذاری به GDP ، و درجه باز بودن اقتصاد رابطه مثبت و مستقیم دارد؛ ولی افزایش نسبت هزینه‌های دولت به GDP منجر به کاهش رشد اقتصادی می‌شود.

ب) m_p به عنوان شاخص تعمیق مالی

نتایج معادله برآورد شده برای این مدل به صورت زیر است:

$$\begin{aligned} prgdpgrowth &= -2/342 + 0/37m_p + 0/16i - 0/418g + 0/076open \\ se : & \quad (3/204) \quad (0/021) \quad (0/054) \quad (0/149) \quad (0/024) \\ R^2 &= 0/538 \quad \bar{R}^2 = 0/476 \quad DW = 1/80 \end{aligned}$$

بر اساس نتایج این معادله نیز ملاحظه می‌شود که ضریب متغیر m_p مثبت است. به عبارت دیگر رشد اقتصادی با بالا رفتن این شاخص افزایش می‌یابد. ولی ضریب این شاخص نیز خیلی ناچیز است؛ به طوری که با افزایش یک درصدی در m_p رشد اقتصادی فقط ۰/۰۳۷ درصد زیاد می‌شود. ضرایب سایر متغیرهای کمکی نیز مثل معادله قبلی است.

ج) $dcps$ به عنوان شاخص تعمیق مالی

$$\begin{aligned} prgdpgrowth &= -3/180 + 0/06dcps + 0/049i - 0/319g + 0/136s + 0/079open \\ se : & \quad (3/141) \quad (0/037) \quad (0/059) \quad (0/174) \quad (0/048) \quad (0/026) \\ R^2 &= 0/649 \quad \bar{R}^2 = 0/596 \quad DW = 2/158 \end{aligned}$$

بر اساس نتایج این معادله ضریب $dcps$ نیز مثبت است. در ضمن میزان اثرگذاری این شاخص روی رشد اقتصادی نسبت به دو شاخص قبلی بیشتر است. این امر نشان می‌دهد که هر چه اعتبارات ایجاد شده در سیستم بانکی بیشتر در اختیار بخش خصوصی قرار گیرد رشد و رونق اقتصادی بالاتر خواهد بود. ولی با عنایت به ساختار و سطح توسعه اقتصادی کشورهای ملحوظ در مدل، اثر این شاخص نیز روی رشد اقتصادی بسیار ناچیز است. ضریب سایر متغیرهای کمکی در این معادله نیز مثل معادلات قبلی است؛ با این

تفاوت که با توجه به آزمون‌های تصریح و معنی‌داری ضرایب مدل، متغیر S (نسبت پس‌انداز ناخالص داخلی به GDP) نیز به عنوان متغیر کمکی به معادله تصریح شده اضافه شده است. که ضریب آن نیز مثل i مثبت است.

۴-۴- آزمون علیت بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی

یکی از بحث‌هایی که در تحقیقات مربوط به ارتباط بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی در قالب الگوهای تلفیقی نسبتاً مورد غفلت قرار می‌گیرد مسئله جهت علیت بین این متغیرهاست. سوال این است که در الگوهای تلفیقی علیت از طرف بخش مالی به سمت رشد اقتصادی است یا اینکه عکس این پدیده صادق است؟ هرچند مطالعات لوین و زروس بر جهت علیت از بازار سهام به توسعه اقتصادی دلالت دارد اما جهت اطمینان بیشتر در این زمینه شواهد قوی‌تری لازم است. در این مطالعه جهت بررسی علیت بین این دو متغیر از آزمون سیمز^{۳۳} (۱۹۷۲) استفاده می‌شود که بر مبنای تعریف علیت گرانجر (۱۹۶۹) بنا شده است.

در روش سیمز رابطه علیت گرانجر در قالب دو جفت معادله رگرسیونی و بر اساس متغیرهای وابسته و مستقل به شرح زیر بیان می‌شود (گورسوی و مسلم‌اف^{۳۴}، ۱۹۹۸):

$$X_t = \theta_{11}X_{t-1} + \theta_{12}X_{t-2} + \dots + \theta_{1p}X_{t-p} + \theta_{21}Y_{t-1} + \theta_{22}Y_{t-2} + \dots + \theta_{2p}Y_{t-p} + u_{1t} \quad (24)$$

$$Y_t = \theta_{31}X_{t-1} + \theta_{32}X_{t-2} + \dots + \theta_{3p}X_{t-p} + \theta_{41}Y_{t-1} + \theta_{42}Y_{t-2} + \dots + \theta_{4p}Y_{t-p} + u_{2t} \quad (25)$$

$$X_t = \theta_{11}X_{t-1} + \theta_{12}X_{t-2} + \dots + \theta_{1p}X_{t-p} + u_{1t} \quad (26)$$

$$Y_t = \theta_{31}Y_{t-1} + \theta_{32}Y_{t-2} + \dots + \theta_{3p}Y_{t-p} + u_{2t} \quad (27)$$

اگر (28) $\theta_{11} = \theta_{12} = \dots = \theta_{1p} = 0$ باشد، Y علت X نیست.

اگر (29) $\theta_{31} = \theta_{32} = \dots = \theta_{3p} = 0$ باشد، X علت Y نیست.

جهت قضاوت در مورد اینکه آیا این شرایط برقرار هستند یا نه، سیمز آماره F را به

شرح زیر برای معادلات (۵) و (۶) در مقابل (۷) و (۸) به کار برده است:

$$F = \frac{(R_{ww}^y - R_r^y) / m}{(1 - R_{ww}^y) / (n - 2m - 1)} \quad (30)$$



که در آن: R_{III}^2 ضریب تعیین معادله نامقید، R_I^2 ضریب تعیین معادله مقید، n تعداد مشاهدات و m طول وقفه‌هاست. بر اساس این آزمون جهت علیت به صورت جدول زیر قابل تشخیص است:

جدول ۳- تعیین جهت علیت بر اساس آزمون F

جهت علیت	نتیجه آماره F محاسبه شده
X علت Y است. ($X \rightarrow Y$)	(۹) رد نشود ولی (۱۰) رد شود.
Y علت X است. ($Y \rightarrow X$)	(۹) رد شود ولی (۱۰) رد نشود.
علیت دو طرفه بین دو متغیر برقرار است. ($X \leftrightarrow Y$)	هر دو (۹) و (۱۰) رد شوند.
دو متغیر مستقل از هم هستند.	هر دو (۹) و (۱۰) برقرار باشند.

با استفاده از آزمون فوق رابطه علیت بین رشد اقتصادی و تعمیق مالی بر اساس هر سه شاخص مطرح شده بررسی شده است که نتایج آن در جدول (۴) آمده است.

جدول ۴- نتیجه آزمون علیت بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی

معادله	فرضیه	آماره F	نتیجه آزمون F	جهت علیت
۲	m_p علت $prgdpgrowth$ نیست.	۰/۱۲۳	فرضیه صفر رد نمی‌شود.	$prgdpgrowth$
	$prgdpgrowth$ علت m_p نیست.	۲۷/۴۱	فرضیه صفر رد می‌شود.	علت m_p است.
۳	m_p علت $prgdpgrowth$ نیست.	۰/۱۲۷	فرضیه صفر رد نمی‌شود.	$prgdpgrowth$
	$prgdpgrowth$ علت m_p نیست.	۳۲/۸۲	فرضیه صفر رد می‌شود.	علت m_p است.
۴	$dcps$ علت $prgdpgrowth$ نیست.	۰/۱۳۵	فرضیه صفر رد نمی‌شود.	$prgdpgrowth$
	$prgdpgrowth$ علت $dcps$ نیست.	۴۷/۸۶	فرضیه صفر رد می‌شود.	علت $dcps$ است.

بر اساس نتایج آزمون فوق و با استفاده از هر سه شاخص تعمیق مالی ملاحظه می‌شود که جهت علیت از رشد اقتصادی به تعمیق مالی است و با توجه به ساختاری اقتصادی و سطح توسعه کشورهای منطقه بخش مالی در خدمت بخش واقعی نبوده و علت رشد

اقتصادی نیست. در راستای این تحقیق نتایج زیر در مورد ارتباط بخش مالی و رشد اقتصادی حاصل شد:

- ۱) بین تعمیق بازارهای مالی و رشد اقتصادی رابطه مثبت وجود دارد.
- ۲) در فرآیند توسعه جهت علیت از سمت بازارهای مالی به سمت بخش حقیقی اقتصاد است.

جهت بدست آوردن نتیجه اول، اثر تعمیق مالی روی رشد بر اساس سه شاخص مختلف مورد بررسی و آزمون قرار گرفت. با توجه به روابط بلند مدت بدست آمده می‌توان گفت که تعمیق مالی بر اساس هر سه شاخص مطرح شده روی رشد اقتصادی کشورها اثر مثبت و معنی‌دار دارد؛ هر چند با عنایت به ساختار اقتصادی این کشورها و سطح توسعه اقتصادی و مالی آن‌ها این اثر ناچیز است.

در مورد نتیجه حاصل شده دوم یافته‌های تحقیق بر اساس آزمون علیت سیمز نشان داد که تعمیق مالی بر اساس هیچ‌کدام از شاخص‌های تعریف شده علت رشد اقتصادی نبوده است؛ بلکه این رشد اقتصادی است که توسعه و تعمیق مالی در کشورهای مورد مطالعه را به دنبال داشته است.

۵- پیشنهادات و توصیه‌های سیاستی

- ۱) نسبت ارزش کل سهام مبادله شده به GDP به عنوان یکی از مهمترین شاخص‌های عملکرد بورس در بین کشورهای منطقه غرب آسیا به غیر از چند کشور (که آن هم فقط در سال‌های اخیر اتفاق افتاده است)، بسیار ناچیز و قابل اغماض بوده است. این امر حاکی از این واقعیت است که بورس اوراق بهادار در این کشورها نقش قابل ملاحظه‌ای در تجهیز منابع پس‌انداز به مصارف سرمایه‌گذاری در بخش‌های صنعتی و تولیدی نداشته و در واقع سیستم مالی متکی به بخش بانکی بوده است. البته رونق و کارآمدی بازار سرمایه تا حدود زیادی بستگی به تنوع اوراق بهادار دارد. در نتیجه هر قدر اوراق بهادار در بازار سرمایه متنوع‌تر باشد، به همان نسبت بازار سرمایه از رونق و اعتبار بیشتری برخوردار خواهد بود. بنابراین پیشنهادی که در اینجا

می‌توان عنوان کرد این است که استفاده از اوراق مشارکت بایستی یکی از ابزارهای مهم در زمینه تأمین مالی واحدهای صنعتی و تولیدی شود.

(۲) نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی اثر مثبتی بر رشد اقتصادی کشورها دارد. لذا تسهیل شرایط اعتباری به بخش خصوصی به عنوان یک پیشنهاد سیاستی در این راستا می‌تواند مفید واقع شود. البته تخصیص عمل کردن اعتباردهی بانکی و اعتباردهی موسسات مالی و اعتباری غیر بانکی در این زمینه باید مد نظر قرار گیرد. در این راستا ابتدا بایستی کاهش اعطای اعتبارات سیستم بانکی به بخش دولتی را مدنظر داشت و در تخصیص اعتبارات بانکی به بخش خصوصی بایستی یک برنامه راهبردی در اعطای این تسهیلات وجود داشته باشد، به این صورت که از میان انبوه متقاضیان دریافت تسهیلات بانکی با شناسایی صنعت‌گران و کارآفرینان واقعی و نیز با تجزیه و تحلیل طرحهای منتخب با روش‌های نوین ارزیابی طرح، بهترین‌ها را مورد حمایت قرار داد. در واقع بایستی سیستم بانکی به صورت تخصصی و با بکارگیری از تحلیلگران زبده مالی و همچنین ارزیابی طرح‌های صنعتی، اقدام به اعطای تسهیلات بکند.

(۳) همچنین نتایج معادلات برآورد شده نشان داد که افزایش نسبت هزینه‌های دولتی به تولید ناخالص داخلی به عنوان یکی از مهمترین متغیرهای کمکی در مدل‌ها منجر به کاهش رشد اقتصادی کشورها می‌شود. در این راستا جهت بهبود رشد اقتصادی در این کشورها کوچک‌سازی اندازه دولت‌ها در اقتصاد ضروری است.

فهرست منابع

- (۱) اسماعیل‌زاده، علی (۱۳۸۶)، «بررسی تأثیر سرکوب مالی با تأکید بر شاخص‌های عمق مالی بر سرمایه‌گذاری در ایران». پایان نامه دکتری دانشگاه آزاد اسلامی.

- ۲) تقوی، مهدی، خلیلی عراقی، مریم (۱۳۸۴)، «عوامل موثر بر سرکوب مالی در ایران»، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، شماره ۲۲.
- ۳) ختایی، محمود، خاوری‌نژاد، ابوالفضل (۱۳۷۷)، «گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی»، مجموعه مقالات هشتمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، موسسه تحقیقاتی پولی بانک مرکزی، تابستان.
- ۴) راستا، مهدی، نیلی، مسعود (۱۳۸۱)، «توسعه مالی و رشد اقتصادی: مقایسه کشورهای صادرکننده نفت و آسیای شرقی»، نشریه برنامه و توسعه، شماره ۳ و ۴.
- ۵) شیوا، رضا (۱۳۷۸)، «نقش موسسات مالی و اعتباری غیر بانکی در کارآیی نظام مالی کشور»، مجموعه سخنرانی‌ها و مقالات دهمین سمینار بانکداری اسلامی، شهریور.
- ۶) شیوا، رضا (۱۳۸۰)، «اثر تامین مالی در دراز مدت بر رشد و توسعه اقتصاد در ایران»، اقتصاد کشاورزی و توسعه، سال نهم، شماره ۳۴، تابستان.
- ۷) صفرزاده، اسماعیل (۱۳۸۴)، «تاثیر توسعه بازارهای مالی بر بخش صنعت در اقتصاد ایران»، پژوهشکده امور اقتصادی.
- ۸) صمدی، علی حسین (۱۳۷۹)، «سرکوب مالی و رشد اقتصادی در ایران: ارزیابی الگوی مکینون-شاو»، مجله برنامه و بودجه، شماره ۴۳ و ۴۴.
- ۹) کشاورز حداد، غلامرضا (۱۳۸۳)، «اهمیت بخش خدمات مالی در اقتصاد کشور»، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران؛ شماره ۲۱.
- ۱۰) کامیجانی، اکبر، نادعلی، محمد (۱۳۸۶)، «بررسی رابطه علی تعمیق مالی و رشد اقتصادی در ایران»، پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۴۴، پاییز.
- ۱۱) نادری، مرتضی (۱۳۸۲)، «توسعه مالی، بحران مالی و رشد اقتصادی»، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران؛ شماره ۱۵، تابستان.
- 12) Agrawal. P. (2001), "interest rates and investment levels: an empirical evaluation of Mckinon, stiglitz and neostructuralist of economic growth", university Enclave.
- 13) Demetriades P. O., K. A. Hussein. (1996) "Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries", Journal of Development economics, vol 51 387-411.

- 14) Erdogan, E. (2002) "Price and Income Elasticities of Turkish Export Demand: a Panel Data Application", Central Bank of the Republic of Turkey Department, available at <http://www.tcmb.gov.tr/research/cbrev>.
- 15) Eschenbach, Felix (2004), "Finance and Growth: a Survey of the Theoretical and Empirical Literature", Tinbergen institute Discussion Paper.
- 16) Fry J. (1995), "Money, interest rate and banking in economic development" The John Hopkins university press.
- 17) Gries, T. Kraft, M. Meierrieks, D. (2009), "Linkages between Financial Deeping, Trade Openness and Economic Development: Causality Evidence from Sub-Saharan Africa" World Development, July 2009
- 18) Gürsoy, Cudi Tuncer, Müslümov, Alövsat (1998), "stock markets and economic growth: a causality test", Institute of Social Sciences, Istanbul Technical University.
- 19) Im, K.S., Pesaran, M.H., Shin, Y. (1997). "Testing for unit roots in heterogeneous panels", Mimeo. Department of Applied Economics, Univ. of Cambridge.
- 20) Kıran, Burcu, Çil Yavuz, Nilgün and Güriş, Burak (2009), "Financial Development and Economic Growth: A Panel Data Analysis of Emerging Countries" International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 30.
- 21) Levin, A., Lin, C. F., and C. Chu (2002). "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties", Journal of Econometrics, 108, 1-24.
- 22) Levin, Ross & Zeroes, Sara (1996) "stock Market Development and Long-run Growth", The World Bank Economic Review, May.
- 23) Maddala, G. S., Kim, In-Moo (2002). "Unit roots cointegration and structural changes" Cambridge University Press, 133-138.
- 24) Muhsinkar, Eric J.Pentecost (2000) "Financial development and Economic Growth in Turkey Farther Evidence on Causality Issue", Economic Research Paper. No.00/27.

- 25) Patrick, Hugh T. (1966) "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", Economic Development and Cultural Change 14, January, 174-189.
- 26) Taghavi, Mehdi, Esmailzadeh, Ali (2009), "Effect of Financial variables on investment in Iran", Paper presented at Anadolu International Conference in Economics June 17-19, 2009, Eskişehir, Turkey.
- 27) Trabelsi, Mohammed (2002), "Finance and Growth: Empirical Evidence from Developing Countries, 1960-1990", working paper, number 13-2002, published by the Center for Interuniversity Research in Quantitative Economics (CIREQ).
- 28) Watchtel, Paul & L.Rousseau, Peter (2005), "Economic growth and financial depth: is the relation extinct already", Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction.
- 29) Watchtel, Paul (2003), "How Much Do We Really Know about Finance and Growth?" Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review, First Quarter.
- 30) Yaffee, R. "A Primer for Panel Data Analysis", New York University, Information Technology Services 2003, and Available at: <http://www.nyu.edu/its/pubs/connect>

یادداشت‌ها

- ¹ . Schumpeter. J.A
- ² . Shaw
- ³ . Adverse selection
- ⁵ . William h. Scarth
- ⁴ . Watchtel
- ⁵ . J. Robinson
- ⁶ . The Generalization of the General theory
- ⁷ . H. T. Patrick
- ⁸ . Mckinnon
- ⁹ . Shaw
- ¹⁰ . Woo S. Jung
- ¹¹ . Jeremy Greenwood and Boyan Jovanovic



- ¹² . Robert G. King
- ¹³ . Ross Levine
- ¹⁴ . Panicos Demetriades
- ¹⁵ . Khaled Hussein
- ¹⁶ . Muhsinkar
- ¹⁷ . Eric J. Pentecost
- ¹⁸ . Peter L. Rousseau
- ¹⁹ . Kraft T Gries and M. Meierrieks
- ²⁰ . Burcu Kıran, Nİlgün Çil Yavuz, and Burak Gürİş
- ²¹ . Parsimony Principle
- ²² . Gauss-Markov
- ²³ . Sims
- ²⁴ . Cudi Tuncer Gürsoy and Alövsat Müslümov

