

توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران

فاطمه نظیفی*

تأثیرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی یکی از مهمترین کانالهای موجود در موضوعات اقتصادی است که بحثها و جنجالهای زیادی را به خود اختصاص داده است. برخی از اقتصاددانان 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.

مطالعه حاضر به بررسی تأثیرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی و بررسی کانال انتقال دهنده تأثیرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی در ایران می پردازد و در این راستا، سالهای

Email: mnazifi@yahoo.com

*. دکتر فاطمه نظیفی؛ عضو هیأت علمی دانشکده امور اقتصادی.

۱۳۳۸۸۱ را مورد بررسی قرار می‌دهد. از بین شاخصهای مختلف توسعه مالی، شاخص نسبت اعتبارات اعطا شده به بخش خصوصی، از سوی بانکهای تجاری و تخصصی، به تولید ناخالص داخلی مورد نظر است.

کلید واژه‌ها:

ایران، توسعه اقتصادی، برنامه ریزی، مدل اقتصادسنجی، نرخ بهره، پول

مقدمه

درباره تأثیرگذاری بازارهای مالی بر رشد اقتصادی، مجادله‌های زیادی بین اقتصاددانان وجود دارد. مثلاً اقتصاددانانی نظیر گلد اسمیت (۱۹۶۹)، مکینون (۱۹۷۳)، شاو (۱۹۷۳) بر این باورند که بازارهای مالی دارای نقش کلیدی بر رشد اقتصادی می‌باشند. به اعتقاد آنها تفاوت در کمیت و کیفیت خدمات ارائه شده توسط مؤسسات مالی، می‌تواند بخش مهمی از تفاوت نرخ رشد در بین کشورها را توضیح دهد. در مقابل نگرش دیگری وجود دارد که به نظامهای مالی و واسطه‌های مالی تنها به‌عنوان یک خادم صنعت نظر می‌کنند. پیروان این مکتب که از نظرات رابینسون (۱۹۵۲) الهام گرفته‌اند و معتقدند که مقولات مالی در مقایسه با دیگر عواملی که بر تفاوت رشد اقتصادی بین کشورها اثر می‌گذارند، حالت انفعالی دارند. به عبارت دیگر واسطه‌های مالی تنها کانال برای هدایت پس‌انداز خانوارها به سمت فعالیتهای سرمایه‌گذاری هستند و عوامل اصلی را باید در همان موجودی سرمایه و نرخ سرمایه‌گذاری جستجو کرد و سیاستهای بخش عمومی باید عمدتاً معطوف به انباشت سرمایه فیزیکی باشند.

اما در دهه ۸۰ با تلاش پل رومر (۱۹۸۶) و رابرت لوکاس (۱۹۸۸) ادبیات جدید رشد اقتصادی مطرح شد که در آن سازمانهای مالی بازیگر فعال و شاید مسلط در زمینه فعالیتهای صنعتی هستند و در واقع در چارچوب مدلهای رشد مطرح شده در این دوران (مدلهای رشد درونزا) عواملی که بر هزینه‌ها و منافع سرمایه‌گذاری خصوصی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری مؤثر هستند، می‌توانند به طور مداوم رشد اقتصادی را تحت تأثیر قرار دهند.

به هر حال ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی یکی از موضوعات مهم و جنجال‌برانگیز در اقتصاد است بگونه‌ای که مطالعات زیادی را با زوایای مختلف (چه از لحاظ نظری و چه به لحاظ تجربی) به خود اختصاص داده‌است. برخی از مطالعات سعی در بررسی تأثیرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی دارد و

برخی دیگر نیز بر شناسایی کانال انتقال اثرات مثبت از توسعه مالی به رشد اقتصادی متمرکز شده است.

مطالعات اولیه در این مورد به این موضوع اشاره دارد که ارتباط قوی مثبت و معناداری میان توسعه مالی و رشد اقتصادی وجود دارد و کانالهای مختلفی سبب ایجاد این رابطه مثبت می‌شوند. به عنوان مثال در مطالعه «گلد اسمیت» (۱۹۶۹) ارتباط بین توسعه مالی و کارآیی سرمایه‌گذاری و در مطالعات «مک کینون» (۱۹۷۳) و «شاو» (۱۹۷۳) نقش آزادسازی مالی بر حجم پس‌انداز و بنابراین حجم سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار می‌گیرد.

همانطور که گفته شد در مدل‌های رشد درونزا بررسی جایگاه توسعه مالی در رشد اقتصاد مورد توجه قرار گرفته است. بنابراین با فرض اینکه تولید نهایی سرمایه همیشه مثبت است به این نتیجه می‌رسند که توسعه بازارهای مالی منجر به افزایش رشد اقتصادی در بلندمدت می‌شود. در این راستا می‌توان به مطالعات «زوانویک» و «گرین وود» (۱۹۹۰)، «اسمیت و بنسیونگا» (۱۹۹۱) اشاره کرد که موضوع چگونگی تأثیرگذاری توسعه مالی بر افزایش رشد اقتصادی را مورد بررسی قرار می‌دهند. این قبیل مطالعات، بیشتر دلیل تأثیر مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی را تأثیرات توسعه مالی بر بهبود کارآیی سرمایه‌گذاری تلقی می‌کنند تا تأثیر آن بر میزان و حجم سرمایه‌گذاری. به عبارت دیگر، در این مطالعات ابزارهای مالی دارای نقشی کلیدی و اساسی در تخصیص سرمایه به بهترین و کاراترین موقعیت ممکن استفاده از آن هستند.

به رغم اینکه اکثر مطالعات تجربی انجام شده در این زمینه به رابطه‌ای مثبت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی دست یافته‌اند، اما همچنان جنجال‌های زیادی در این ارتباط وجود دارد. به عنوان مثال؛ یکی از انتقادات مهمی که در این ارتباط مطرح است چگونگی اندازه‌گیری توسعه مالی و در واقع معرفی شاخص نشان‌دهنده درجه توسعه مالی است. در برخی از مطالعات نرخ بهره و در برخی دیگر تعاریف مختلف پول،

به عنوان شاخص اندازه گیری توسعه مالی معرفی شده است که به همگی آنها انتقاداتی وارد است. بحث و جدال دیگر در این ارتباط موضوع کانال مهم انتقال دهنده تأثیرات مثبت از توسعه مالی به رشد اقتصادی است! برخی از مطالعات تجربی از فرضیه های مک کینون و شاو حمایت می کنند، اما برخی دیگر به این نتیجه رسیده اند که هیچ ارتباط مثبت روشن و واضحی بین توسعه مالی و سطح پس انداز و سرمایه گذاری وجود ندارد. در این مطالعه سعی بر آن است که تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی و همچنین کانال این تأثیرگذاری، طی سالهای ۱۳۳۸-۸۱ برای ایران مورد بررسی قرار گیرد.

مقاله حاضر در چهار بخش ارائه می شود. فصل اول به ادبیات موضوع و سابقه سایر کشورها اشاره خواهد داشت؛ فصل دوم به چگونگی انتخاب شاخص برای توسعه مالی و مروری بر کارهای تجربی صورت گرفته است؛ و فصل سوم ابتدا مبانی نظری مدل مورد مطالعه و سپس نتایج ناشی از برازش مدل را ارائه می کند و بالاخره فصل چهارم؛ اختصاص به نتیجه گیری و ارائه توصیه های سیاستی، براساس نتایج مدل دارد.

ادبیات موضوع

پیرامون ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی نظریه های مختلفی توسط اقتصاددانان ارائه شده است. در قالب مدل های سنتی رشد، «سولو» (۱۹۵۶)، بیان می دارد که توسعه مالی هم از طریق افزایش سطح انباشت سرمایه فیزیکی و هم از طریق افزایش کارایی سرمایه بر سطح تولید واقعی تأثیر می گذارد اما در بلندمدت بر رشد اقتصادی تأثیری نخواهد داشت. اما از سوی دیگر مطالعاتی نظیر مطالعات گلد اسمیت (۱۹۶۹)، شاو (۱۹۷۳) و مکینون (۱۹۷۳) بیانگر وجود نوعی همبستگی مثبت میان توسعه مالی و رشد اقتصادی است. برخی از محققان مانند «تاون سند»^۱

(۱۹۷۹)، «دیاموند» (۱۹۸۴)، «بوید و پرسکات» (۱۹۶۸)، بر تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی تأکید دارند، در حالیکه گروهی دیگر مانند «رابینسون» (۱۹۵۲)، «پاتریک» (۱۹۶۶)، معتقدند که رشد اقتصادی سبب افزایش و گسترش بازارهای مالی می‌شود. در دهه هشتاد برخی از اقتصاددانان بیان نمودند که توسعه مالی دارای اثر قابل توجهی بر رشد اقتصادی نیست (لوکاس؛ ۱۹۸۸). حتی برخی دیگر پا را از این هم فراتر نهاده و بطور کلی توسعه مالی را جزئی از فهرست عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی ذکر نکردند (استرن ۱۹۸۹).

با شکل‌گیری مدل‌های رشد درونزا، نشان داده شد که می‌توان رابطه‌ای علی از سوی توسعه مالی بر رشد اقتصادی را توجیه کرد (پاگانو؛ ۱۹۹۳). براساس این مدلها مبانی نظری جدیدی برای اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی بوجود آمد که با تکیه بر آنها می‌توان نتیجه گرفت که توسعه مالی، از طریق افزایش نرخ پس‌انداز و در نتیجه نرخ سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد. اما بعدها با بروز پدیده‌هایی مانند مشارکت ریسک^۱ و بازار اعتبار^۲، می‌تواند موجبات کاهش پس‌انداز و سپس رشد اقتصادی را فراهم آورد. در این راستا می‌توان به مطالعات «کینگ و لوین» (۱۹۹۳)، بن‌سی وینگا و اسمیت (۱۹۹۱) اشاره کرد. بنابراین در مطالعه «روبین - سالای - مارتین» (۱۹۹۲) نوعی همبستگی منفی بین رشد اقتصادی و شاخص توسعه مالی نتیجه‌گیری می‌شود.

همچنین در سالهای اخیر، مطالعات زیادی در ارتباط با چگونگی تأثیرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی صورت گرفته‌است که به نتایج قابل قبولی از نظر پیشرفت‌های قابل ملاحظه در تکنیک‌های اقتصادسنجی و نظریه‌های جدید اقتصادی منتج شده‌است. به عنوان مثال؛ «لوین و رنلت» (۱۹۹۱) در کنار سایر متغیرهای توضیحی نظیر نیروی انسانی و تجارت خارجی به بررسی چگونگی تأثیرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی پرداختند و به رابطه‌ای مثبت در این زمینه دست یافته‌اند. در

این راستا مطالعات دیگری توسط «کینگ و لوین» (۱۹۹۳)، «لوین زروس» (۱۹۹۸)، «نئوسر و کولگر» (۱۹۹۸) نیز انجام گرفته است.

در مطالعه‌ای که توسط یانگ (۱۹۸۶) با استفاده از روش آماری علیت گرانجر، بین دو سری زمانی GDP سرانه و شاخص توسعه مالی برای پنجاه و شش کشور توسعه یافته انجام گرفته است، نظریه پاتریک مبتنی بر وجود رابطه‌ای دوطرفه بین رشد اقتصادی و توسعه مالی، تأیید می‌شود. به این صورت که رشد اقتصادی برای خدمات مالی، تقاضا ایجاد می‌کند که به آن گسترش سیستم مالی بر اثر افزایش تقاضا گفته می‌شود و با افزایش و گسترش بازارهای مالی از طریق سوق یافتن منابع کمیاب، پس اندازکنندگان به سرمایه‌گذاری با بازدهی بالا رشد اقتصادی نیز افزایش می‌یابد. در تحقیق دمتریادس^۱ (۱۹۹۶)، با استفاده از تکنیک هم‌انباشتگی، آزمون علیت بین توسعه مالی و GDP واقعی انجام گرفته است که یافته‌های آن حمایت اندکی بر این نقطه نظر فراهم آورده است.

بطور کلی بحث نظری آثار توسعه مالی بر رشد 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 کارفرمایان 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 را فراهم آورد.

به‌عنوان مثال؛ در مطالعه‌ای که توسط «چاپلی و پاگانو» (۱۹۹۴) روی بازارهای

اعتباری خانوارها انجام شد، یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که توسعه این بازارها بطور منفی، با نرخهای پس‌انداز و رشد همبستگی دارد و از اینرو برخی از انواع توسعه مالی بطور منفی رشد اقتصادی را تحت‌تأثیر قرار داده‌است.

بطور کلی مطالعات تحقیقی صورت گرفته در این راستا حکایت از آن دارد که در ارتباط با تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی نمی‌توان به نوعی جمع‌بندی جامع دست یافت؛ بلکه با توجه به اینکه توسعه مالی چگونه صورت گرفته‌است و شاخصهای انتخابی برای توسعه مالی چه بوده و اینکه کشور مورد مطالعه در ردیف کشورهای در حال توسعه است و یا کشورهای پیشرفته صنعتی؛ به نتایج مختلفی دست می‌یابیم. لذا این موضوعی است که می‌بایست برای اقتصاد ایران مورد آزمون قرار گیرد و بررسی شود که آیا توسعه مالی منجر به افزایش رشد اقتصادی می‌شود؟ و در صورت مثبت بودن پاسخ، کانال تأثیرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی در کشور چیست؟

انتخاب شاخص

شاخصهایی نظیر نرخ بهره و تعاریف مختلف پول مانند M1, M2, M3، از جمله متغیرهایی هستند که در کارهای تحقیقاتی انجام شده در سایر کشورها به عنوان نمادی از توسعه مالی مورد بررسی قرار گرفته‌است و به‌عنوان شاخص در مدل‌های موردنظر وارد گردیده‌است. توسعه مالی می‌تواند در دو بخش بانکی و غیربانکی رخ دهد. تجربه کشورها حاکی از آن است که در کشورهای پیشرفته صنعتی ابداعات و نوآوری‌های مالی عمدتاً در خارج از بخش بانکی رخ می‌دهد و پایه توسعه مالی، براساس پیشرفتهای مالی در بخش غیربانکی است. اما در کشورهای در حال توسعه، توسعه مالی عمدتاً براساس اصلاح عملکرد بانکها بوده و در بخش بانکی رخ می‌دهد. بنابراین در انتخاب شاخص نشان‌دهنده توسعه مالی می‌بایست به این نکته توجه شود و شاخصی مورد بررسی قرار گیرد که بتواند تحولات و اصلاحات بانکی را نشان دهد. از اینرو در مقاله حاضر برای اندازه‌گیری توسعه مالی و نسبت اعتبارات

بانکی داده شده به بخش خصوصی و GDP به عنوان شاخص توسعه مالی انتخاب می‌شود، و با ورود آن به مدل انتخابی، به بررسی این موضوع می‌پردازیم که آیا توسعه مالی در ایران منجر به افزایش رشد اقتصادی می‌شود و در واقع ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی چگونه است؟

پس از پاسخ به سؤال بالا؛ یعنی بررسی ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی، در قسمتی دیگر از مقاله به بررسی این موضوع می‌پردازیم که ارتباط توسعه مالی و رشد اقتصادی از چه کانالی صورت می‌گیرد. به عبارت دیگر آیا کانال انتقال‌دهنده اثرات مثبت احتمالی ناشی از گسترش مالی بر رشد اقتصادی از طریق افزایش میزان و حجم سرمایه‌گذاری است؟ و یا از طریق افزایش کارایی سرمایه‌گذاری؟ و یا هر دو؟ بررسی این موضوع چگونگی عمق مالی در کشور را نشان می‌دهد! چرا که در برخی از کشورها بروز توسعه مالی به رغم ارتباط مثبت آن با رشد اقتصادی، حجم سرمایه‌گذاری را کاهش داده‌است و علت اصلی اثرات خالص مثبت بازارهای مالی بر رشد اقتصادی در این کشورها، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری بوده‌است نه افزایش حجم سرمایه‌گذاری! ولی در مقابل در برخی دیگر از کشورها مانند کشورهای آمریکای لاتین، گسترش توسعه مالی و آزادسازی بازارهای مالی، به رغم افزایش سطح سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی را کاهش داده‌است و این امر نیز به دلیل تأثیرات منفی آزادسازی مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری بوده‌است.

در اینجا برخی از شاخصهای اندازه‌گیری توسعه مالی در برخی از کارهای تحقیقاتی انجام شده در این زمینه را مرور می‌کنیم:

نرخ بهره

همانطور که قبلاً گفته شد فرضیه مربوط به مطالعه تحقیقاتی مک‌کینون و شاو (۱۹۷۳) بیان می‌دارد که سطح و اندازه توسعه مالی در یک کشور، ارتباط نزدیکی با نرخ بهره موجود در آن دارد. اگر نرخ بهره زیر سطح رقابتی آن نگه داشته شود، می‌تواند

نشان دهنده وجود سرکوبهای مالی در آن کشور باشد. در حالیکه اگر نرخ بهره در سطح رقابتی آن باشد، می تواند از طریق نرخ بهره واقعی مثبت، تشویق کننده پس انداز بوده و سطح پس انداز را افزایش داده و مشوق ایجاد واسطه های مالی بیشتر باشد. همچنین یک نرخ بهره واقعی مثبت طبق نظریه مک کینون می تواند عرضه وجوه به بخش خصوصی را افزایش دهد و در نتیجه، منجر به افزایش سرمایه گذاری و از این طریق رشد اقتصادی شود. در واقع کانال اصلی انتقال دهنده اثرات مثبت از توسعه مالی به رشد اقتصادی در نظریه مک کینون - شاو، افزایش سطح پس انداز به دلیل نرخ بهره واقعی مثبت است. همچنین، بر مبنای این نظریه نرخ بهره واقعی مثبت می تواند منجر به تخصیص کارا تر منابع قابل سرمایه گذاری شود. بنابراین توسعه مالی دارای یک اثر اضافی مثبت بر رشد اقتصادی (علاوه بر افزایش پس انداز) بر رشد اقتصادی است.

این نظریه که بین رشد اقتصادی و نرخ بهره واقعی ارتباط مثبتی وجود دارد، در برخی از مطالعات از حمایت های تجربی برخوردار است. اما «دورنبوش» (۱۹۹۰) نشان می دهد که ارتباط مثبت نرخ بهره واقعی مثبت با رشد اقتصادی نمی تواند به کانال مهم انتقال این اثرات مثبت که توسط مک کینون - شاو تأکید شده ربطی داشته باشد. همچنین دورنبوش (۱۹۹۰) در مطالعه تحقیقاتی خود نشان می دهد که سطح پس انداز با نرخ بهره واقعی مثبت ارتباطی ندارد و اثر مثبت نرخ بهره واقعی مثبت، بر رشد اقتصادی از افزایش پس انداز و در نتیجه افزایش سرمایه گذاری ناشی نمی شود.

اما در مقابل «فرای» (۱۹۸۹) در مطالعه تحقیقاتی خود ارتباط بسیار قوی و مثبتی میان نرخ بهره واقعی و حجم پس انداز پیدا کرده است و نشان می دهد که اثرات مثبت نرخ بهره واقعی بر رشد اقتصادی از کانال اثرات مثبت آن بر حجم پس انداز است.

در این راستا ویلانو و خان (۱۹۹۱) بیان می کنند که نرخ بهره واقعی، شاخص مناسبی برای کارآیی انباشت سرمایه است و علت ارتباط مثبت رشد اقتصادی و نرخ

بهره واقعی نیز همین موضوع است. در واقع به گمان آنها نرخ بهره واقعی شاخص مناسبی برای کارآیی سرمایه‌گذاری است و عملکرد مثبت رشد اقتصادی نیز این واقعیت را بیان می‌دارد. بنابراین مجدداً این سؤال مهم مطرح می‌شود که کانال ویژه‌ای که واسطه‌های مالی بر رشد اقتصادی را متأثر می‌سازد چیست؟ آیا توسعه مالی بر حجم سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد یا بر کارآیی سرمایه‌گذاری متأثر است؟ انتقاد دیگری که بر فرضیه مک‌کینون و شاو وارد می‌باشد آن است که توصیه سیاستی مطالعه تحقیقاتی آنها، مبتنی بر اعمال نرخ بهره بالاتر برای رشد اقتصادی بیشتر، برای تمامی کشورها؛ شرایط اقتصادی متفاوت کاربرد ندارد. در واقع نرخ بهره واقعی بالا ممکن است بازگوکننده سرکوبهای مالی، ساختار شکننده نظام مالی، محیط بی ثبات و ناامن اقتصادی و فقدان قانون مناسب جهت حفظ حقوق و تأمین امنیت و مالکیت باشد که همگی منجر به افزایش نرخ ریسک و در نتیجه تبلور در نرخ بهره و افزایش نرخ بهره می‌گردد. همچنین در اواخر دهه ۷۰ و اوایل دهه ۸۰، در نظریه‌های مبتنی بر بازارهای مالی، عنوان شده است که نرخ بهره واقعی بالاتر دارای اثرات منفی در جهت عرضه از طریق کاربرد و کارکرد سرمایه است و بدین ترتیب، اثر منفی بر سرمایه‌گذاری و نرخ رشد اقتصادی دارد.

در مطالعاتی که توسط ویلانو و گرین (۱۹۹۱) صورت گرفته است، نشان داده شده که در کشورهای در حال توسعه، طی سالهای ۱۹۷۵-۸۷ یکی از عوامل کاهش‌دهنده حجم سرمایه‌گذاری خصوصی، بالا بودن نرخ بهره واقعی بوده است. در مطالعه‌ای، «گلب» (۱۹۸۹) به ارتباط بین نرخ بهره واقعی و رشد می‌پردازد، و رابطه‌ای میان سرمایه‌گذاری خصوصی و نرخ بهره واقعی نمی‌یابد.

با مروری بر مطالعات انجام شده پیرامون بررسی ارتباط رشد اقتصادی و نرخ بهره به شواهد متناقضی در این ارتباط می‌رسیم، همانطور که در بالا عنوان شد برخی از مطالعات حاکی از ارتباط مثبت بین رشد اقتصادی و نرخ بهره واقعی هستند و برخی حاکی از ارتباط منفی میان این دو و برخی دیگر نیز، هیچ رابطه‌ای بین رشد اقتصادی

و نرخ بهره را نشان نمی‌دهد. با جمع‌بندی این مطالعات می‌توان نتیجه گرفت که رابطه بین نرخ رشد اقتصادی و نرخ بهره، شبیه یک منحنی U وارونه است. هنگامی که نرخ بهره خیلی پایین و نرخ بهره واقعی منفی است، به دلیل عدم وجود واسطه‌های مالی، رشد اقتصادی کاهش می‌یابد. همچنین نرخ بهره بسیار کم، مازاد تقاضای وجوه را افزایش می‌دهد و بر آن اساس، بانکها مجبور به جیره بندی وجوه سرمایه‌گذاری، به سرمایه‌گذاران می‌شوند. در این راستا ممکن است برخی طرحها با کارآیی بالا از دریافت اعتبارات محروم بمانند و بانکها نیز انگیزه کافی جهت اعطای اعتبارات و تخصیص وجوه، به این طرحهای کارا تر را، به دلیل وجود مازاد تقاضا از دست بدهند.

همچنین گاهی اوقات نرخ بهره بسیار بالا منعکس‌کننده کارآیی سرمایه‌گذاری نیست؛ بلکه بی‌ثباتی نظام مالی و عدم وجود سیاست‌گذاریهای اعتباری مناسب و یا وجود ریسک سیاسی، اجتماعی و اقتصادی بالای کشور را منعکس می‌کند و در نتیجه سبب پایین نگهداشتن سطح سرمایه‌گذاری می‌شود.

مطالعه فرای (۱۹۹۳) شواهدی را مبتنی بر حمایت از وجود رابطه‌ای شبیه منحنی U وارونه بین رشد اقتصادی و نرخ بهره واقعی ارائه می‌دهد.

دستاوردهای مطالعه «روبینی» و «سالی مارتین» (۱۹۹۲) حاکی از وجود ارتباطی مثبت قوی بین نرخ بهره واقعی و نرخ رشد اقتصادی، در زمانیست که نرخ بهره خیلی منفی و تقریباً زیر ۵- درصد است. اما در این مطالعه، هنگامی که نرخ بهره منفی معمولی است، ارتباطی بین رشد اقتصادی و نرخ بهره واقعی مشاهده نمی‌شود. یافته‌های این مطالعات حاکی از آن است که نرخ بهره واقعی شاخص ضعیفی برای نشان دادن توسعه مالی است، هرچند که ممکن است شاخص مناسبی جهت نمایش کارآیی سرمایه‌گذاری باشد. بنابراین بررسی تأثیر نرخ بهره واقعی بر رشد اقتصادی نمی‌تواند به راحتی معیاری مناسبی برای اندازه‌گیری تأثیرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی قلمداد شود.

تعاریف مختلف پول

حجم پول از دیگر متغیرهایی است که در مطالعات تحقیقاتی انجام شده در سایر کشورها، در میان مجموعه متغیرهایی قرار دارد که میزان و درجه توسعه مالی را نشان می‌دهد. تعداد زیادی از مطالعات از تعاریف مختلف پول به منظور تجزیه و تحلیل ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی استفاده کرده‌اند. استفاده از این متغیرها (مانند شاخص نرخ بهره) به عنوان شاخصی برای توسعه مالی، با انتقاداتی مواجه است که در ذیل به برخی از آنها اشاره می‌شود.

مطابق نظریه مک کینون و شاو، پولی شدن اقتصاد می‌تواند بیانگر و منعکس‌کننده توسعه بازار سرمایه باشد. بنابراین میزان و شدت پولی شدن اقتصاد می‌تواند با رشد اقتصادی ارتباط داشته باشد. انتقاد اساسی وارد بر این نظریه آن است که می‌توان موقعیتی را در نظر گرفت که به عنوان مثال، یک سطح بالا از پولی شدن اقتصاد مانند نسبت بالای $\frac{M1}{GDP}$ ، در نتیجه توسعه نیافتگی و کمتر توسعه یافتگی بخش مالی در اقتصاد بوجود آمده باشد و موقعیت دیگر هنگامی که نسبت پایین پولی شدن در اقتصاد (نسبت پایین $\frac{M1}{GDP}$) به دلیل توسعه یافتگی و پیچیدگی نظام مالی در اقتصاد باشد، بگونه‌ای که تخصصی شدن بازارهای مالی به کارگزاران و افراد این اجازه را می‌دهد که انواع مختلف دارایی را نگهداری کنند تا به این ترتیب نگهداری پولشان اقتصادی شود. به عبارت دیگر آنچه در نظام مالی بیشتر اهمیت دارد، چگونگی تخصیص اعتبارات و مدیریت پرتفلیو است که تخصیص کاراتر اعتبارات را فراهم می‌آورد.

در این ارتباط می‌توان به اقتصاد شوروی سابق و اروپای شرقی اشاره کرد که قبل از انجام اصلاحات در آنها، در مقایسه با اروپای غربی، به دلیل عدم تنوع کافی داراییهای بیانگر ذخیره ارزش، اقتصاد بیش از حد توان پولی شده بود که در اصطلاح به آن "Monetary Overhang" گفته می‌شود. به عبارت دیگر، نسبت بالای پول به GDP در این کشورها نشان‌دهنده فشارهای مالی، نارسائیهای مالی و عدم وجود بازار

مالی منسجم و کارا بود که منجر به افزایش نسبت دارائیهای نقدی به GDP شده بود و نمی توانست رشد اقتصادی را ارتقا دهد.

در ارتباط با موردی که نسبت پایین $\frac{M1}{GDP}$ می تواند حاکی از وجود یک بازار مالی پیچیده و کارا و تخصصی باشد، اقتصادهایی را می توان مثال زد که تورم مداوم نسبتاً بالای آنها به دلیل وجود و رشد فعالیتهای اقتصادی پایدار است.

باتوجه به انتقادات فوق شاخصی که می تواند معیار مناسبی برای درجه توسعه یافتگی بازار مالی باشد تعریفی از پول است که نشان دهنده انباشت کمتر پول نقد می باشد. به عنوان مثال؛ نسبت M3 به GDP می تواند معیار مناسبی برای نشان دادن عمق مالی باشد و تغییرات این نسبت می تواند معیار مناسبی برای نشان دادن درجه مالی شدن^۱ در اقتصاد باشد. مشابهاً در مطالعه کینگ و لوین (۱۹۹۳) بیشترین توجه برای انتخاب شاخص واسطه مالی به تعاریف M2 و M3 از پول شده است. در این قبیل مطالعات، اولویت به تعریف M3 از پول است که در صورت عدم دسترسی می توان از M2 استفاده کرد. اما از آنجائی که M3 همچنان دارائیهای نقدی را شامل می شود می توان با کسر M1 از آن به شاخص مناسبی برای نمایش عمق مالی دست یافت.

شاخص انتخابی

در مقاله حاضر به منظور بررسی تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی شاخصی که برای اندازه گیری توسعه مالی مورد استفاده قرار می گیرد، نسبت اعتبارات اعطایی سیستم بانکی اعم از بانکهای تجاری و تخصصی، به بخش خصوصی به GDP است. مهمترین مزیت این متغیر آن است که اعتبارات به بخش دولتی در آن منظور نشده است، بنابراین نقش واسطه های مالی را در جهت دهی وجوه قابل سرمایه گذاری، به سرمایه گذاران بخش خصوصی و مشارکت بیشتر بخش خصوصی بهتر نشان

می‌دهد. همچنین از آنجایی که در کشور ما عمده تمرکز سیاستگذاران مالی در ارتباط با پیشرفت و گسترش بازارهای مالی بر بخش بانکی و سیستم بانکی کشور است و هنوز ابداعات و نوآوریها جهت توسعه مالی در بخش غیربانکی، چشمگیر و قابل توجه نیست چگونگی اعطای اعتبارات سیستم بانکی به بخش خصوصی می‌تواند معیار مناسبی برای نشان دادن درجه توسعه مالی در کشور باشد.

لازم به توضیح است که نسبت اعتبارات سیستم بانکی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی، شاخص ضعیفی برای نشان دادن توسعه مالی در کشورهای پیشرفته صنعتی است؛ زیرا در این کشورها توسعه مالی عمدتاً از طریق ایجاد نوآوریها و ابداعات مالی در بخش غیربانکی رخ می‌دهد. لذا این شاخص نمی‌تواند این نوع توسعه مالی را نمایش دهد. اما برای کشور ایران و برخی دیگر از کشورهای در حال توسعه می‌تواند شاخص مناسبی برای نمایش عملکرد واسطه‌های مالی در مکانیزه کردن وجوه به سرمایه‌گذاران باشد. چرا که قسمت قابل توجهی از توسعه مالی در این کشورها در سیستم بانکی رخ می‌دهد.

چگونگی تأثیرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی مبانی نظری مدل

در الگوهای سنتی برای تشریح چگونگی تأثیرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی، تأکید بر پویایی و دستیابی به یک وضعیت تعادل پایدار «دولت پایدار»^۱ است، یعنی جایی که نرخ رشد محصول سرانه متوقف می‌شود و فرض نزولی بودن تولید نهایی سرمایه‌داری نقش اساسی در دستیابی به همگرایی می‌باشد. و چنین وضعیت تعادلی پایدار است.

برای راحتی کار تابع تولید ذیل را که صرفاً تابعی از انباشت سرمایه است در نظر

بگیرید:

$$y_t = F(k_t) \quad (1)$$

دیفرانسیل از تابع فوق معادل است با:

$$\begin{aligned} dy_t &= f' \cdot dk_t \\ \frac{dy_t}{y_t} &= f' \cdot \frac{dk_t}{y_t} \end{aligned} \quad (2)$$

بنابراین:

$$\begin{aligned} \hat{y}_t &= f'(k_t) \cdot S_t \\ \hat{y}_t &= \phi_t \cdot S_t \end{aligned}$$

\hat{y} : نرخ رشد محصول

$f'(k_t)$: تولید نهایی سرمایه = ϕ_t

$S_t = \frac{dk_t}{y_t}$: نرخ پس انداز

باتوجه به معادله شماره (۲)، نرخ رشد محصول، به نرخ پس انداز و تولید نهایی سرمایه بستگی دارد. بنابراین چون ϕ_t (تولید نهایی سرمایه) نزولی است، همزمان با افزایش در K_t ، تولید نهایی سرمایه کاهش یافته و به سمت صفر حرکت می کند که منجر به حرکت نرخ رشد اقتصادی به سمت صفر خواهد شد و در واقع شرط همگرایی از طریق نزولی بودن تولید نهایی سرمایه به مدل اعمال می شود.

اما در مدل های رشد درونزا و ادبیات جدید، فرض نزولی بودن تولید نهایی سرمایه و حرکت به سمت صفر وجود ندارد، بنابراین در این مدلها تولید واقعی سرانه می تواند از رشدی بالاتر از صفر برخوردار باشد و بطور درونزا نیز حتی در غیاب رشد برونزای کارآیی^۱ رشد داشته باشد. تأثیرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی در این مدل از دو طریق امکان پذیر است؛ از یک سو گسترش و بهبود نظام مالی (توسعه مالی)

می تواند منجر به افزایش نرخ پس انداز و بر آن اساس گسترش نرخ سرمایه گذاری شود و از طریق افزایش S_t منجر به افزایش \hat{y}_t گردد. از سوی دیگر توسعه مالی می تواند کارآیی سرمایه را ارتقاء بخشد و با بالا بردن ϕ_t منجر به افزایش رشد اقتصادی (\hat{y}_t) شود.

گلد اسمیت (۱۹۶۹) در مطالعه تحقیقاتی خود نشان داده است که افزایش رشد اقتصادی به دلیل افزایش و توسعه مالی ناشی از تأثیر مثبت توسعه مالی بر کارآیی سرمایه یا تولید نهایی سرمایه است. بعلاوه «گلد اسمیت» (۱۹۶۹) معتقد است که فرایند رشد دارای اثرات بازخوردی بر توسعه مالی است و افزایش رشد اقتصادی نیز خود منجر به افزایش انگیزه بیشتر برای ایجاد توسعه مالی می شود.

مک کینون در سال ۱۹۷۳ و شاو (۱۹۷۳) با مطالعات تحقیقاتی خود نشان می دهند که ارتباط مثبتی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی به دلیل تأثیرات مثبت توسعه مالی بر نرخ پس انداز می باشد. به زعم آنها توسعه مالی منجر به افزایش سطح پس انداز و از آنجا منجر به افزایش سطح سرمایه گذاری شده است و به این ترتیب، افزایش رشد اقتصادی را در پی خواهد داشت. مک کینون و شاو در بررسی تأثیرات مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی، تمرکز خود را روی تأثیر سیاستهای دولت در بازارهای مالی بر پس انداز و سرمایه گذاری قرار می دهند.

در این راستا مک کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) استدلال می کنند سیاستهایی که دولت در بازارهای مالی اعمال می کند منجر به افزایش فشارهای مالی می شود، به عنوان مثال، کنترلی که بر نرخ بهره داشته و سبب منفی شدن نرخ بهره واقعی می گردد، موجب کاهش تمایل و انگیزه شکل گیری واسطه های مالی و در نتیجه منجر به کاهش سطح پس انداز و سرمایه گذاری می شود. پس انداز کمتر منجر به سرمایه گذاری کمتر و سرمایه گذاری کمتر منجر به کاهش رشد اقتصادی می گردد. به همین دلیل، به زعم آنها آزادسازی مالی منجر به افزایش نرخ بهره می شود و با فراهم آوردن انگیزه لازم به منظور ارتقای سطح پس انداز و به دنبال آن، سرمایه گذاری بیشتر، زمینه مناسب جهت افزایش رشد اقتصادی را فراهم می آورد.

البته فرضیه‌های مک کینون و شاو (۱۹۷۳) توسط بسیاری از اقتصاددانان مورد بحث و بررسی قرار گرفته و از آن انتقاد شده‌است. به عنوان مثال؛ «دایاز - الجندرو» (۱۹۸۵) استدلال می‌کند که در آمریکای لاتین آنچه بیشتر با رشد اقتصادی ارتباط دارد، تعمیق مالی است. در واقع چنانچه توسعه مالی منجر به افزایش کارایی سرمایه و تولید نهایی سرمایه شود، می‌تواند رشد اقتصادی را تحت تأثیر قرار دهد و ارتباط مثبت توسعه مالی و رشد اقتصادی از طریق افزایش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در این کشورها نبوده‌است.

بیشتر تحقیقات نظری اخیر به بررسی نقش واسطه‌های مالی بر رشد اقتصادی در مدل‌های درونزا رشد می‌پردازند. «گرین وود و زوانیک» (۱۹۹۰) مدلی را ارائه می‌دهند که در آن هم واسطه‌های مالی و هم رشد اقتصادی، هر دو متغیری درونزا هستند. در الگوی آنها، دلیل نقش مثبت واسطه‌های مالی بر رشد اقتصادی، اهمیت آنها در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات جهت کانالیزه کردن وجوه قابل سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران است که زمینه لازم را جهت افزایش بازدهی فراهم ساخته‌است و از این طریق، منجر به افزایش رشد اقتصادی می‌گردد.

یافته‌های گرین وود (۱۹۹۰) ارتباط دو طرفه مثبتی میان رشد اقتصادی و توسعه مالی را تأیید می‌کند. از یک سو، رشد بیشتر، مشوق حضور واسطه‌های مالی را بیشتر در بازارهای مالی می‌گردد و به این ترتیب زمینه‌های لازم برای توسعه مالی را فراهم می‌آورد و از سوی دیگر، حضور مؤسسات مالی و واسطه‌های مالی بیشتر از طریق جمع‌آوری و پردازش اطلاعات به خیلی از سرمایه‌گذاران اجازه انتخاب طرح‌های کارآتر را می‌دهد و به این ترتیب، مشوق سرمایه‌گذاری بیشتر و در نتیجه رشد اقتصادی افزون‌تر می‌شود.

«اسمیت و بنسیونگا» (۱۹۹۱) مدلی را ارائه می‌دهند که افراد در مورد نقدینگی مورد نیاز آتی خود با نوعی عدم اطمینان مواجه هستند، بنابراین آنها به دلیل بی‌اعتمادی به انتخاب سرمایه‌گذاری و خرید داراییهای نقدی اقدام می‌کنند که ماهیتاً دارای

بهره‌وری کمتر و درصد اطمینان بالاتری هستند؛ در حالیکه می‌توانستند دارائیهایی غیرنقدی را که دارای بهره‌وری بالاتر، اما درجه ریسک بالاتری نیز هستند، انتخاب کنند. در این الگو حضور واسطه‌های مالی، به افراد امکان می‌دهد که بتوانند دارائیهایی غیرنقدی با بهره‌وری بالاتر را نیز انتخاب کنند؛ در حالیکه ریسک کل خود را کاهش دهند و به این ترتیب، واسطه‌های مالی با کانالیزه کردن وجوه و پس‌اندازهای خانوارها در جهت این قبیل دارائیهایی با کارایی بالاتر، منجر به بهبود عملکرد رشد اقتصادی می‌شود.

در غیاب واسطه‌های مالی، افراد ممکن است به دلیل فضای بی‌اطمینانی موجود، تحت فشار نقدی کردن سرمایه‌گذاری خود^۱ پس‌اندازهایشان را به دارائیهایی غیرنقدی^۲ اختصاص دهند. حضور بانکها و واسطه‌های مالی به این ترتیب با حذف نقدی‌کردنهای غیرضروری، منافی را برای اقتصاد فراهم می‌سازد.

نکته بسیار جالب در مطالعه تحقیقاتی اسمیت و بنسیونگا (۱۹۹۱) آن است که به رغم کاهش پس‌انداز در نتیجه توسعه مالی، رشد اقتصادی می‌تواند افزایش یابد و این امر به دلیل تأثیرات مثبت و قابل توجه توسعه مالی بر کارایی سرمایه و سرمایه‌گذاری است.

لویین (۱۹۹۲) در مطالعه تحقیقاتی دیگری، تأثیرات ساختارهای مختلف مالی را بر رشد اقتصادی بررسی می‌کند. او در این مطالعه نشان می‌دهد که گسترش مؤسسات مالی و توسعه مالی منجر به افزایش میزان پس‌اندازهای تخصیص داده شده به سرمایه‌گذاری می‌شود و از نقدی‌کردنهای ناپخته سرمایه‌جلب‌گیری می‌کند. به نظر او گسترش بانکها، بازار سهام و بانکهای سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی را از طریق افزایش کارایی تخصیص سرمایه‌گذاری افزایش می‌دهد.

سنت پاول در سال ۱۹۹۲ مدلی را مورد بررسی قرار می‌دهد که در آن توسعه بازارهای مالی از طریق تأثیرگذاری بر انتخابهای تکنولوژیک می‌تواند رشد اقتصادی را

افزایش دهد. در این مدل بنگاهها مجبور به انتخاب نوعی از تکنولوژی هستند که بطور قابل ملاحظه‌ای انعطاف‌پذیر باشد و تنوع و تعدد تولید را فراهم سازد، اما از کارایی کمی برخوردار باشد و یا مجبور به انتخاب نوعی از تکنولوژی هستند که در مقایسه با نوع اول، چسبنده‌تر باشد اما تخصصی و پیچیده‌تر و از کارایی بالاتری بهره برد. در مدل انتخابی او فرض بر این است که اقتصاد بعضاً نسبت به شوک‌هایی که اولویتهای مصرف‌کننده را تحت تأثیر قرار می‌دهد، پوشش داده نمی‌شود و به این ترتیب در نتیجه وقوع برخی از شوکها ممکن است تقاضا برای برخی از محصولات کم شود. در غیاب بازارهای مالی کارا، افراد ریسک‌پذیر برای به حداقل رساندن زیان ناشی از وقوع این قبیل شوکها، ممکن است تکنولوژی نوع اول را که ماهیتاً منعطف‌تر می‌باشد نسبت به تکنولوژی نوع دوم که ماهیتاً پیچیده‌تر است، ترجیح دهند. اما وجود بازارهای مالی کارا به افراد اجازه می‌دهد که حتی در صورت وجود چنین شوک‌هایی، از پرتفویی به منظور ایمن ساختن خود در مقابل خطرات ناشی از بروز شوک‌های منفی طرف تقاضا بهره‌مند شوند و همزمان بتوانند تکنولوژی مولدتر و کاراتری را انتخاب نمایند.

در مطالعه‌های دیگر که توسط سالی مارتین (۱۹۹۲) و روبینی (۱۹۹۲) صورت گرفت ارتباط میان توسعه واسطه‌های مالی و رشد اقتصادی با تأکید بر سیاستهای دولت مورد بررسی قرار گرفت. در مدل مورد مطالعه آنها سرکوبهای مالی^۱ ابزاری در دست دولتها هستند تا با استفاده از آنها پایه مالیات تورمی را گسترش دهند. به عبارت دیگر، «سالی مارتین» (۱۹۹۲) و «روبینی» در مطالعه خود نشان می‌دهند که فرار از مالیات، سیاستگذاران را وادار می‌کند تا از طریق ابزارهای سرکوب مالی زمینه ایجاد نرخ تورم بالاتر را فراهم آورده و به این طریق درآمدهای بالاتر را از مالیات - تورم برای خود فراهم سازند. اما از آنجایی که سرکوبهای مالی اثر منفی بر کارایی سرمایه و حجم پس‌انداز دارند، نرخ رشد اقتصادی در نهایت کاهش می‌یابد.

«دگرگوریو» (۱۹۹۳) و «پاگانو و یاپلی» (۱۹۹۴) در مطالعات خود تأثیر توسعه

بازارهای مالی بر نرخ پس‌انداز را مورد بررسی قرار می‌دهند. در مطالعه آنها اثر بازارهای مالی بر رشد اقتصادی از طریق تأثیر توسعه مالی بر قید استقراض مورد بررسی قرار می‌گیرد. منظور از قید استقراض در این مطالعات، این است که افراد برای استقراض امروز خود در مقابل درآمد آتی خود، نمی‌توانند آزادانه عمل کنند و محدودیت‌هایی بر آنها اعمال می‌شود. به عبارت دیگر در این مطالعات تأثیر بازارهای مالی بر رشد اقتصادی به جای آنکه از کانال تولید مورد بررسی قرار گیرد، از کانال مصرف مطالعه می‌شود و تأثیر بازارهای مالی و توسعه مالی بر رفتار خانوارها مورد تأکید قرار می‌گیرد. در مطالعات فوق‌الذکر نشان داده شده است که عدم توانایی کامل فرد در استقراض امروز در مقابل درآمد آتی وی، او را وادار می‌سازد که حجم پس‌انداز خود را افزایش دهد. چرا که هنگامی که افراد قادر به استقراض آزادانه و بدون قید نیستند مجبور به فراهم آوردن ثروت مالی یا داراییهای مالی برای خود هستند تا از طریق افزایش در پس‌انداز، بتوانند مصرف جاری خود را تأمین مالی کنند.

به نظر آنها گسترش و توسعه بازارهای مالی منجر به افزایش پس‌انداز مصرف‌کنندگان نمی‌شود. و نتیجه یافته‌های آنها با مشاهدات و واقعیت‌های سبک شده کشورهای آمریکای لاتین همخوانی دارد. در آمریکای لاتین مشاهدات حاکی از آن است که آزادسازیهای مالی، منجر به افزایش پس‌انداز نشده است. در واقع آزادسازیهای مالی به نظر این محققان منجر به تشویق پس‌انداز نمی‌شود. اما این بدان معنی نیست که آزادسازی مالی سبب کاهش رشد اقتصادی شود. در واقع به نظر آنها ارتباط بین توسعه مالی و قیده‌های استقراض با رشد اقتصادی، بستگی به نقش و اهمیت قیده‌های استقراض بر تولید نهایی سرمایه دارد نه به تأثیر آن بر حجم پس‌انداز. یافته‌های آنها حاکی از آن است که آزادسازی مالی و کاهش قیده‌های استقراض منجر به افزایش سرمایه انسانی شده و از آن طریق زمینه لازم را جهت افزایش تولید نهایی سرمایه فراهم می‌سازد و به این ترتیب رشد اقتصادی را به طور مثبت تحت تأثیر قرار می‌دهد. به زعم آنکه ممکن است در نتیجه این آزادسازیها و کاهش قیده‌های

استقراض، حجم پس انداز کاهش ولی رشد اقتصادی افزایش یابد.

تصریح مدل

در این قسمت از مطالعه به بررسی تجربی تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی می پردازیم. همانطور که در قسمت قبل توضیح داده شد، شاخص انتخابی در این مدل برای نشان دادن توسعه مالی، نسبت اعتبارات اعطایی سیستم بانکی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی است. چرا که مروری بر مطالعات صورت گرفته در کشور در زمینه بازارهای مالی، بیانگر آن است که عمده توجه سیاستگذاران اقتصادی برای گسترش و توسعه مالی، معطوف به سیستم بانکی کشور است و ابداعات و نوآوریها در خارج از سیستم بانکی برای ایجاد تحول و تغییر در نظام مالی کشور قابل اغماض است. به عبارت دیگر، تعداد قابل توجهی از اهداف طراحی شده در کشور برای تحقق هدف گسترش بازارهای مالی؛ 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. مزیت دیگر این شاخص آن است که اعتبارات تخصیص داده شده به بخش دولتی را شامل نمی شود و از اینرو نقش واسطه های مالی را در کانالیزه کردن وجوه به بخش خصوصی و جذب مشارکت بیشتر بخش خصوصی، بهتر نشان می دهد. دوره مورد بررسی به منظور برآزش مدل، سالهای ۱۳۳۸-۸۱ را شامل می شود و اطلاعات به صورت متوسط سالانه از ترازنامه بانک مرکزی جمع آوری شده است.

متغیر وابسته مدل نرخ رشد تولید ناخالص داخلی واقعی و متغیرهای توضیحی عبارتند از: نسبت سرمایه گذاری به تولید ناخالص داخلی؛ نسبت مخارج دولت به تولید ناخالص داخلی؛ نسبت مانده تسهیلات و اعتبارات سیستم بانکی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص توسعه مالی و درآمدهای ارزی ناشی از صدور نفت.^۱

۱. تمامی متغیرها به صورت نرخ رشد وارد مدل می شوند.

برازش مدل از طریق OLS انجام می‌پذیرد. در این مطالعه به منظور بررسی تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی و بررسی کانال این تأثیرگذاری بر رشد، مدل را در دو مرحله برازش می‌کنیم. طبق آنچه قبلاً گفته شد اقتصاددانان بر این باورند که به‌طور کلی تأثیرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی، یا از طریق تجمیع و تجهیز منابع سرمایه‌ای و به عبارت دیگر افزایش حجم پس‌انداز و سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد و یا از طریق تخصیص بهتر منابع و در نتیجه افزایش کارایی سرمایه می‌تواند رشد اقتصادی را افزایش دهد و یا هر دوی این عوامل بر رشد تأثیر می‌گذارند؛ یعنی توسعه مالی بر تجمیع سرمایه و بهره‌وری سرمایه هر دو مؤثر است و این دو بر رشد اقتصادی تأثیر می‌گذارند و منجر به افزایش آن می‌شوند.

بنابراین در مقاله حاضر به منظور بررسی موضوع، یک بار با متغیرهای توضیحی نسبت سرمایه‌گذاری به GDP؛ نسبت مخارج دولت به GDP و سهم اعتبارات سیستم بانکی به بخش خصوصی از GDP و درآمدهای ارزی ناشی از صدور نفت مدل برازش می‌شود و در مرحله بعدی؛ متغیر نسبت سرمایه‌گذاری به GDP از مدل حذف شده و مدل با سایر متغیرهای توضیحی برازش می‌شود. بدین ترتیب این موضوع را که آیا تأثیرگذاری توسعه بازارهای مالی بر رشد اقتصادی از کانال تأثیرگذاری بر حجم سرمایه‌گذاری است و یا از طریق افزایش کارایی سرمایه و یا هر دو، مورد بررسی دقیقتر قرار می‌گیرد.

قبل از ارائه نتایج تجربی مدل، یک بار دیگر یادآور می‌شویم که شاخص نسبت اعتبارات سیستم بانکی به بخش خصوصی به GDP، به‌عنوان معیاری برای اندازه‌گیری 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 مدنظر دارد - شاخص مناسبی است. اما این شاخص در صورتی که قسمت قابل توجهی از توسعه مالی، خارج از سیستم بانکی رخ دهد، شاخص مناسبی بشمار نمی‌رود.

برازش مدل

تخمین رابطه رگرسیونی بین متغیرهای رشد و توسعه مالی، مبتنی بر این اصل است که متغیرهای توضیحی موردنظر و نیز متغیرهای وابسته از نوع سریهای زمانی ایستا می‌باشند. در این صورت باید آزمون ناپایی متغیرها را به کمک آزمون ریشه واحد انجام داد. این بررسی توسط مقادیر بحرانی دیکی - فولر انجام می‌شود.

در آزمون ریشه واحد متغیرهای رشد تولید ناخالص داخلی واقعی؛ رشد سهم سرمایه‌گذاری، رشد سهم مخارج مصرفی دولت، رشد درآمدهای ارزی ناشی از صدور نفت و رشد سهم اعتبارات بانکی به بخش خصوصی برای تمامی متغیرها کاملاً رد می‌شود؛ یعنی تمامی متغیرهای مذکور که به صورت نرخ رشد می‌باشند، در سطح داده‌ها، پایا هستند و $I(0)$ است و مقادیر مربوط به آماره آزمون‌کننده دیکی - فولر از مقادیر بحرانی بزرگتر است.

بنابراین مدل تجربی به صورت ذیل تصریح می‌شود:

$$y_t = \alpha + \sum_{i=1}^n gscred_{t-i} + \sum_{\eta=1}^k gsj_{t-\eta} + \sum_{\mu=1}^{\gamma} gsgj_{t-\mu} + \sum_{\delta=1}^L gxO_{t-\delta} + e$$

که در آن y_t بیانگر رشد اقتصادی، $gscred$ بیانگر نرخ رشد سهم اعتبارات اعطایی بانکها به بخش خصوصی، $gsgj$ نرخ رشد سهم مخارج دولت و gsj نرخ رشد سهم سرمایه‌گذاری و بالاخره gxO بیانگر نرخ رشد درآمدهای ارزی می‌باشد. متغیرهای سهم سرمایه‌گذاری و سهم مخارج دولت از تولید ناخالص داخلی، متغیرهایی هستند که در الگوهای کینزی‌ها و نوکینزی‌ها به‌عنوان متغیرهای توضیحی در مدل رشد اقتصادی ظاهر می‌شوند. متغیر $scred$ شاخص توسعه مالی است که ضریب برآوری آن رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی را در دوره مورد بررسی اندازه‌گیری می‌کند و بالاخره اینکه به دلیل اهمیت اقتصادی صادرات نفت در کشور این متغیر به‌عنوان متغیر توضیحی به مدل اضافه شده‌است. نتایج ناشی از برازش

مدل در جدول ذیل ارائه می‌شود:

جدول شماره ۱

متغیرهای توضیحی	ضرایب	آماره آزمون‌کننده t	احتمال
عرض از مبدأ	۱/۵	۲/۲۸۶	۰/۰۲
سهم اعتبارات سیستم بانکی به بخش خصوصی از GDP	-۰/۲۲	-۲/۲۰۵	۰/۰۲
سهم سرمایه‌گذاری از GDP	۰/۲۲	۳/۶۶	۰/۰۰۱
سهم مخارج دولت از GDP	۰/۰۰۲	۰/۰۲۶	۰/۹۷
صادرات نفتی	۰/۰۵	۲/۱۱	۰/۰۴

$$\bar{R}^2 = \%۵۱$$

$$R^2 = \%۶۰$$

$$F = ۷/۰۶$$

علامت متغیرهای سرمایه‌گذاری و مخارج دولت مطابق با انتظار است اما متغیر رشد سهم مخارج دولت از GDP بر رشد اقتصادی اثر معناداری ندارد و از لحاظ آماری بی‌معنی است. متغیر رشد سهم سرمایه‌گذاری از GDP دارای رابطه معنادار مثبت با رشد اقتصادی است و می‌تواند یکی از فاکتورهای مهم تعیین‌کننده رشد اقتصادی بشمار آید. رشد صادرات نفتی با توجه به وابستگی صنایع کشور به درآمدهای ارزی یکی از فاکتورهای مهم تعیین‌کننده رشد اقتصادی است و اثر معنادار و قابل توجهی بر رشد اقتصادی دارد، اما یافته‌های بدست آمده از برازش مدل حاکی از رابطه منفی رشد سهم اعتبارات اعطا شده به بخش خصوصی با رشد اقتصادی است که با نتایج تجربی بدست آمده از کشورهای آمریکای لاتین سازگاری دارد.

مطابق جدول (۱)، ضریب متغیر سهم اعتبارات اعطا شده به بخش خصوصی از سوی بانکهای تجاری و تخصصی، بشدت معنادار و منفی است. به عبارت دیگر ارتباط بشدت منفی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران وجود دارد و به نظر

می‌رسد که علت این ارتباط منفی در ماهیت و شیوه آزادسازی مالی در سالهای اخیر بوده‌است. آزادسازی بازارهای مالی اغلب تحت شرایط ضعیف مدیریتی و بدون انسجام و مقررات انجام گرفته‌است و در نتیجه منجر به ایجاد و شکل‌گیری سیستم مالی شکننده و آسیب‌پذیری شده‌است. به عبارت دیگر توسعه مالی همراه با تعمیق مالی در کشور - که می‌تواند منجر به تخصیص کارآتر منابع و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شود - صورت نگرفته‌است و از اینرو آزادسازیهای مالی نتوانسته‌است از کانال افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، زمینه مناسب برای رشد اقتصادی را فراهم سازد. بنابر نتایج تحقیق می‌توان اذعان کرد که ارتباط منفی رشد اقتصادی و توسعه واسطه‌های مالی در دوره مورد بررسی ناشی از اثرات منفی شیوه آزادسازی و گسترش مالی، بر کارایی سرمایه‌گذاری است تا ناشی از اثرات آن بر حجم سرمایه‌گذاری؛ یعنی روشهای به کار گرفته شده برای گسترش بازارهای مالی با توجه به ضعف مدیریت منجر به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری شده‌است و از این طریق موجبات کاهش رشد اقتصادی را فراهم آورده‌است.

جهت اثبات این ادعا مدل را بار دیگر بدون متغیر نرخ رشد سرمایه‌گذاری برآزش می‌کنیم و نتایج آن در جدول شماره ۲ ارائه می‌شود.

جدول شماره ۲

متغیرهای توضیحی	ضرایب	آماره آزمون‌کننده t	احتمال
عرض از مبدأ	۴/۷	۲/۱	۰/۰۲
سهم اعتبارات سیستم بانکی به بخش خصوصی از GDP	-۰/۱۶۸	-۱/۹۷	۰/۰۵
سهم مخارج دولت از GDP	۰/۰۱	۰/۲۱	۰/۶۷
صادرات نفتی	۰/۰۲	۲/۲	۰/۰۵

$$\bar{R}^2 = ٪۳۹$$

$$R^2 = ٪۴۷$$

$$F = ۶$$

مقایسه جدولهای شماره (۱) و (۲) حاکی از بزرگتر شدن ضریب اعتبارات اعطاء شده به بخش خصوصی از ۰/۲۴- به ۰/۱۶۸- می‌باشد. به عبارت دیگر با حذف ضریب متغیر سرمایه‌گذاری از مدل، ضریب متغیر سهم اعتبارات سیستم بانکیها به بخش خصوصی بزرگتر می‌شود که این نشان‌دهنده تأثیر مثبت گسترش توسعه مالی و آزادسازیهای مالی بر حجم سرمایه‌گذاری است؛ هرچند که دارای تأثیر منفی بر کارایی سرمایه‌گذاری است. به عبارت دیگر اثر حجمی توسعه مالی مثبت است؛ اما کوچک؛ و از اینرو در مجموع آزادسازیهای مالی با رشد اقتصادی دارای ارتباط منفی است؛ هرچند که حجم سرمایه‌گذاری را افزایش داده است.

توسعه مالی در کشور به رغم تأثیرات مثبت آن بر حجم سرمایه‌گذاری از طریق کاهش کارایی سرمایه‌گذاری، موجبات کاهش رشد اقتصادی را فراهم آورده است.

توجیه تأثیر منفی توسعه مالی بر رشد اقتصادی

این بخش از مطالعه به توضیح این موضوع پرداخته است که چرا این احتمال وجود دارد که در غیاب مقررات‌زدایی مناسب و دخالت دولت در سیستم مالی هنگام وقوع بحران مالی، آزادسازیهای مالی منجر به استقرار بیش از حد از بانکها شده و زمینه لازم را برای عدم کارایی در تخصیص منابع و در نتیجه، کاهش کارایی سرمایه و در پی آن کاهش رشد اقتصادی فراهم می‌گردد؟

برای اینکه تجزیه و تحلیلها ساده باشد، رفتار یک بانک - به تنهایی - را در یک بازار مالی غیرمنسجم بررسی می‌کنیم. و این فرض را داریم که هنگام بحران، بانک می‌داند که دولت دخالت می‌کند و او را از خطر ورشکستگی نجات می‌دهد. فرض دیگر اینکه یک تابع عرضه وجوه با کشش بی‌نهایت وجود دارد و ما می‌توانیم از اثرات بازارهای مالی بر حجم پس‌انداز صرف‌نظر کنیم.

در هر دوره، بانک نماینده می‌تواند یک پروژه را تأمین مالی کند. هر پروژه با x نمایش داده می‌شود، و بازدهی برابر با αx را دارد که پارامتر α برای تمامی پروژهها

مشترک و تصادفی است. α^h بیانگر احتمال h برای α و α^l بیانگر احتمال $l-h$ برای α است. از آنجایی که $\alpha^h > \alpha^l$ ، نشانگر آن است که احتمال h بیشتر است؛ بنابراین بیانگر وضعیت کارآیی بالاتر نیز است. بازدهی پروژه x در دامنه $[x, \bar{x}]$ توزیع شده است و برای نرمالایز کردن فرض می‌شود که $\bar{x} - x$ برابر واحد است. وام دارای نرخ بهره $r-1$ است بنابراین اقساط وام به علاوه نرخ بهره برابر است با r (در حالتی که αx بزرگتر از r است). در حالیکه αx کوچکتر از r باشد، تمام بازدهی طرح یعنی αx به بانک پرداخت می‌شود. فرض می‌شود که تمامی پروژه‌ها در وضعیت بازدهی بالا سودده هستند، بنابراین $x\alpha^h > r$. پس بانک قادر است تمام بازپرداخت مجدد بر قرضش را در وضعیت بازدهی بالا بدست آورد. در مقابل فرض می‌شود که در وضعیت کم بازدهی فقط طرحهایی با بازدهی $\alpha x > x^*$ یک بازده خالص مثبت دریافت می‌دارند. به این معنا که $\alpha^l x^* = r$. این شرط بیانگر آن است که در طرحهایی با بازدهی کم بانکها جزئی از بازپرداخت مجدد بر وامهای سرمایه‌گذاری شده در پروژه‌ها با بازدهی پائینتر از x^* را بدست می‌آورند.

بانکها بهره‌ای به سپرده‌گذارانشان معادل نرخ $p-1$ پرداخت می‌کنند، بدون توجه به α ؛ از آنجایی که بانکها ممکن است در طرحهایی با بازدهی کم زیان کنند، لذا ممکن است محتاج کمک دولت برای پرداخت کامل بهره به سپرده‌گذارانشان باشند. بنابراین دولت بانکها را با پرداخت سهم b از پرداختهایی که آنها به سپرده‌گذاران مدیون هستند، (هنگامی که طرحها دارای بازدهی پایین هستند) نجات می‌دهد.

این مفهوم بیانگر آن است که بانکی که به تمامی پروژه‌ها با بازدهی بالاتر از δ قرض می‌دهد، متحمل پرداخت معادل $(\bar{x} - \delta)p(1-b)$ به سپرده‌گذاران از منابع خودش می‌شود. (هنگامی که $\alpha = \alpha^l$). سهم b کوچکترین و مینیمم مقداری است که می‌تواند بانکها را نجات دهد. بنابراین ممکن است b به عنوان شاخصی برای شکنندگی بازار مالی مورد توجه قرار گیرد.

هدف اصلی بانکها این است که با بررسی طرحهای مختلف، کیفیت آنها را

ارزیابی کنند. شیوه ارزیابی طرحها مثل این است که بانک با پرداخت هزینه $c(\delta)$ می تواند به این سؤال جواب دهد که آیا یک پروژه با بازدهی x دارای بازدهی بزرگتر یا کمتر از اندازه مشخص δ است یا خیر؟!

فرض کنیم، تشخیص اینکه آیا یک پروژه خیلی خوب یا خیلی بد است، ارزان باشد، آنچه هزینه بر است ارزیابی پروژه با یک کیفیت متوسط است. بنابراین، یک شکل منطقی برای تابع $c(\delta)$ در نمودار (۱) نشان داده شده است. تابع هزینه $c(\delta)$ می تواند به عنوان معیاری از منابع خرج شده بانک برای ارزیابی پروژه تعبیر شود. ما فرض می کنیم که x^* کمتر از x^m باشد و x^m آن ارزش از x است که $c(\delta)$ را ماکزیمم می کند. در نهایت برای اینکه تصریح مناسبی از تابع هزینه داشته باشیم، فرض می کنیم که برای تمامی x ها زیر x^* تابع هزینه مقعر است.

از آنجایی که بانکها سودشان را از قرض دادن به طرحهایی که $\alpha = \alpha^h$ است بدست می آورند، اما با زیانی برای دامنهای از پروژهها با $x < x^*$ اگر $\alpha = \alpha^l$ مواجه می شوند، بهترین استراتژی برای بانک نماینده این است که ارزش δ را انتخاب کند و به تمامی طرحها با $\delta > x$ قرض دهد و از اعطای وام به بقیه طرحها امتناع ورزد.

حالا ما می توانیم انتخاب بهینه δ را نشان دهیم:

سود مورد انتظار بانک براساس رابطه مقابل مشخص می شود: $y_t = f(k_t)$ (۳)
مقدار بهینه δ با δ^* نشان داده می شود که توسط رابطه زیر بدست می آید:

$$c'(\delta^*) = p[h+(1-h)(1-b)] - hr - \alpha' \delta^* (1-h) \quad (۴)$$

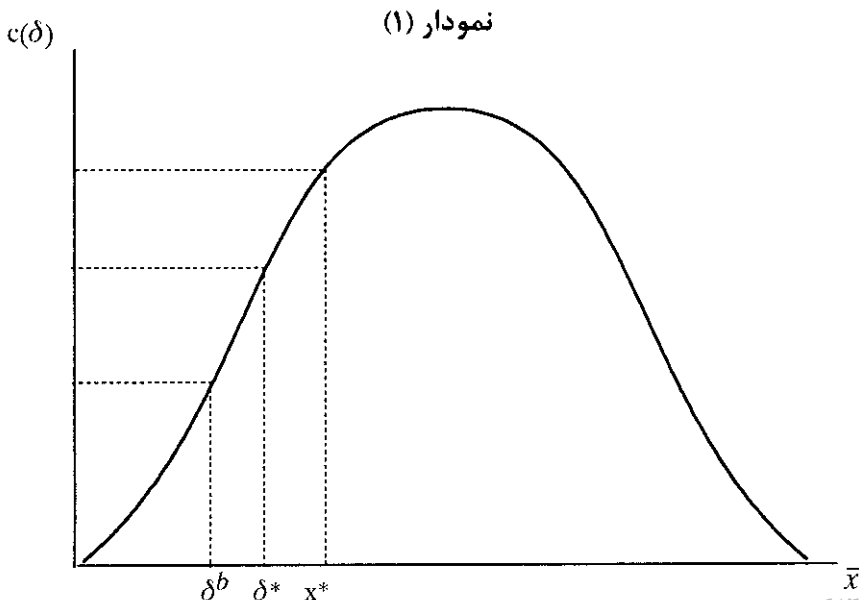
معادله (۴) نشان می دهد که در نرخ بهینه، بانک سود نهایی انتظاری خود را با هزینه نهایی برابر می سازد. ^۱ از آنجایی که $C(\delta)$ مقعر فرض شده است، معادله (۴) نشان می دهد که ارتباطی مثبت میان اندازه وامهای بانک δ و مقدار کمک انتظاری

۱. منظور از هزینه نهایی، نرخ بهره، علاوه هزینه ارزیابی است

از دولت، b ، وجود دارد.

به عبارت دیگر معادله (۴) نشان می‌دهد که شکنندگی بیشتر بازارهای مالی، یعنی b بالاتر - نه تنها همراه با وام‌های بیشتر به وقوع می‌پیوندد؛ بلکه با هزینه ارزیابی کمتری از سوی بانک نیز مصادف می‌شود.

در مجموع، این مثال نشان می‌دهد که چگونه به دلیل تمایل دولت به نجات دادن بانکها و سیستم مالی - در دوران بحران مالی - گسترش ابزارهای مالی که توسط اعطای تسهیلات بانکها به بخش خصوصی اندازه‌گیری می‌شود، می‌تواند بطور مثبت با کارایی کمتر سرمایه‌گذاری همراه باشد و شکنندگی بیشتر سیستم مالی را موجب شود. در نتیجه، این نوع بررسی توضیح می‌دهد که چرا در وضعیتی که آزادسازی سیستم مالی در شرایط کم‌انسجام و محیط بی‌ثبات و بدون مقررات انجام می‌گیرد، گسترش واسطه‌های مالی، ممکن است اثر منفی بر رشد داشته‌باشد؛ مانند تجربه آمریکای لاتین!



نتیجه‌گیری و توصیه سیاستی

در مطالعه حاضر تلاش گردید تا اثر بازارهای مالی و گسترش آن بر رشد اقتصادی بررسی شود. بر این اساس مبانی نظری کانال اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی ارائه و مشخص گردید؛ که توسعه مالی می‌تواند هم از طریق حجم سرمایه‌گذاری و هم از طریق کارآیی سرمایه‌گذاری رشد اقتصادی را متأثر سازد. جهت بررسی تأثیرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی متغیر سهم اعتبارات اعطا شده توسط سیستم بانکی به بخش خصوصی از GDP به‌عنوان شاخص نشان‌دهنده توسعه بازارهای مالی انتخاب شد. از آنجایی که عمده تحولات بازارهای مالی در کشورهای در حال توسعه متوجه نظام بانکی است و همچنین از آنجایی که شاخص انتخابی، صرفاً اعتبارات اختصاص یافته به بخش خصوصی را نشان می‌دهد و در نتیجه مشارکت بخش خصوصی و وجوه کانالیزه شده به این بخش را اندازه‌گیری می‌کند در مقایسه با شاخصهایی نظیر نرخ بهره واقعی و M_1 ، M_2 و M_3 از مزیت بیشتری برخوردار است.

نتایج برازش مدل حاکی از تأثیر منفی توسعه مالی بر رشد اقتصادی طی سالهای ۱۳۳۸-۸۱ است و این اثر منفی را می‌توان به دلیل نحوه آزادسازی بازارهای مالی، ضعف مدیریت نظام مالی و عدم شکل‌گیری بازار مالی منسجم و بهره‌مند از مقررات دانست که منجر به کاهش کارآیی سرمایه‌گذاری از طریق تخصیص نابهینه منابع شده است. به عبارت دیگر همانند تجربه آمریکای لاتین هنگامی که توسعه مالی و آزادسازی مالی بدون قاعده و انسجام لازم شکل گیرد به رغم آنکه می‌تواند موجبات لازم برای افزایش حجم سرمایه‌گذاری را فراهم سازد، اما به دلیل عدم تعمیق مالی، کارآیی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد و از این طریق زمینه کاهش رشد اقتصادی را فراهم می‌سازد. به عبارت دیگر کانال اصلی انتقال اثرات مثبت از توسعه مالی به رشد اقتصادی، از طریق افزایش کارآیی سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد تا حجم سرمایه‌گذاری. بنابراین اگر در تدوین سیاستهای مربوط به آزادسازی مالی به این مهم

توجه نشود، به رغم افزایش حجم سرمایه‌گذاری می‌توانیم شاهد کاهش رشد اقتصادی باشیم و آنچه می‌بایست مورد توجه سیاستگذاران اقتصادی باشد، تعمیق مالی است که زمینه لازم جهت تخصیص کارآتر منابع و در نتیجه افزایش کارآیی سرمایه‌گذاری را فراهم می‌سازد.

در کشورهای پیشرفته صنعتی توجه سیاستگذاران اقتصادی جهت توسعه مالی، معطوف به افزایش نوآوریها در خارج از سیستم بانکی است و نقش بازارهای سهام و اوراق بهادار در ایجاد رشد اقتصادی فراتر از نقش بانکها است. چرا که سیستم بانکی هر کشور اساساً تأمین‌کننده منابع جاری فعالیتهای اقتصادی است و ارتباط کمتری با رشد اقتصادی - که یک مفهوم بلندمدت‌تر است - دارد، در حالیکه بازار اوراق بهادار و سهام که تأمین‌کننده نیازهای مالی بلندمدت طرحها و فعالیتهای اقتصادی است ارتباط قدرتمندتری با رشد اقتصادی دارد.

بطور کلی با توجه به نتایج بدست 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 کارآیی سرمایه‌گردد. به عبارت دیگر کانال اصلی تأثیرگذاری و انتقال اثرات مثبت از توسعه مالی به رشد اقتصادی، در مقایسه بیشتر، از طریق افزایش کارآیی سرمایه است، تا افزایش حجم سرمایه‌گذاری. به این صورت می‌توان انتظار داشت که حتی اگر در جامعه‌ای توسعه مالی حجم پس‌انداز را کاهش دهد، اما منجر به افزایش کارآیی سرمایه شود می‌تواند رشد اقتصادی را افزایش دهد و بالعکس. اگر در کشوری توسعه مالی منجر به افزایش حجم پس‌انداز و سرمایه‌گذاری شود اما نتواند افزایش کارآیی سرمایه را فراهم سازد نمی‌تواند رشد اقتصادی را تحت تأثیر قرار دهد و این مهم می‌بایست در تدوین سیاستهای کلان اقتصادی که هدف آن توسعه مالی است مورد توجه سیاستگذاران قرار گیرد.

کتابنامه:

۱. ختایی، محمود. «گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی». مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ایران، ۱۳۷۸.
۲. تقوی، مهدی. نهادهای پولی و مالی بین‌المللی، تهران: پژوهشکده امور اقتصادی، ۱۳۸۲.
۳. «نقش نهادهای مالی در توسعه اقتصادی»، مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس سیاستهای پولی و ارزی، ۱۳۸۲.
۴. ترازنامه بانک مرکزی طی سالهای ۸۰-۱۳۳۸.
5. Bencivenga, Valerie R. and Smith, Bruce D. "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review Economic Studies*, No.58 (2) (1991).
6. Emilia A. Mazur and W. Robert, Alexander. "Financial Sector Development and Economic Growth in Newzealand", *Applied Economic Letters*, (2001).
7. Jose De Gregorio, P. Guidotti. "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, Vol.23, No.3, (1995).
8. Levine, R, Loayza N. and Beck, T., "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Monetary Economic*, Vol 46 (1992).
9. Nouriel Roubini, Xavier Sala-i-Martin. "A Growth Model of Inflation, Tax Evasion, and Financial Repression", *Journal of Monetary Economics*, 35 (1995).
10. Raymond Atje and Boyan Jovanovic. "Stock Markets and Development", *European Economic Review* 37 (1993).
11. Robert G. King and Ross Levine. "Finance and Growth", *Quarterly Journal of Economics* (August 1993).
12. Ross Levine and Sara Zervos. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *The American Economic Review* (1998).
13. Ross Levin. "Financial Development and Economic Growth", *Journal of Economic Literature*, Vol 4 (1997).