

## اثرات پویای نهادهای مالی بر رشد اقتصادی با تاکید بر بازار بیمه، شواهدی از کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه

حسین امیری\* و راحله حیدری قره‌سو\*\*

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۴/۰۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۴/۰۹

### چکیده

این مطالعه شواهد جدیدی از اثرات بیمه زندگی، بانکداری و بازارهای سهام بر رشد اقتصادی ۱۸ کشور توسعه یافته و ۲۰ کشور در حال توسعه با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) طی سال‌های ۲۰۰۰-۲۰۱۶ ارائه می‌دهد. نتایج حاصل از برآورد برای کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نشان می‌دهد که در کشورهای توسعه یافته بیمه زندگی باعث تسریع رشد اقتصادی می‌شود در حالی که اثرات اعتبار خصوصی بر رشد اقتصادی منفی و بازار سرمایه تأثیر معناداری بر رشد نداشته است. نتایج کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد که بازار سهام رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد در حالی که اثر اعتبار خصوصی بر رشد منفی و بیمه زندگی تأثیر معناداری روی رشد اقتصادی نداشته است. در مجموع نتایج نشان می‌دهد که اثر توسعه فعالیت‌های مالی بر رشد اقتصادی با توجه به دوره، سطوح درآمد و توسعه مالی کشورها متفاوت است. بنابراین، کشورها در سطوح مختلف توسعه باید در فعالیت‌های مالی مختلف برای اطمینان از رشد پایدار مشارکت کنند.

طبقه‌بندی JEL: C33، F30، G21.

**کلیدواژه‌ها:** اعتبار خصوصی، نسبت گردش معاملات، تامین مالی، رشد اقتصادی، بیمه زندگی.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

\* استادیار دانشکده اقتصاد، دانشگاه خوارزمی، تهران- نویسنده مسئول، پست الکترونیکی:

Hossienamiri@gmail.com

\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد رشته اقتصاد اسلامی، دانشگاه خوارزمی، تهران، پست الکترونیکی:

heidarirahleh667@gmail.com

۱- مقدمه

توسعه مالی و رشد اقتصادی از جمله مباحثی است که در حوزه ادبیات اقتصادی توجه بسیاری از اقتصاددانان را به خود معطوف کرده است. نرخ رشد اقتصادی یک کشور بسیار حائز اهمیت بوده و شاید یکی از مهم ترین عوامل اثرگذار بر رفاه اجتماعی انسانها باشد، بنابراین دستیابی به رشد مستمر و مداوم و مرحله بالاتر آن، یعنی توسعه اقتصادی را می توان از زمره اهدافی قلمداد کرد که تمامی کشورها در پی رسیدن به آن هستند. به همین دلیل شناسایی عوامل اثرگذار بر رشد اقتصادی برای رسیدن به این امر مهم بسیار حائز اهمیت است. در اوایل ۱۹۱۱، شومپتر اهمیت بازارهای مالی در رشد اقتصادی را مورد تاکید قرار داد، پس از آن مطالعات زیادی برای فهم دقیق رابطه مالی و رشد اقتصادی صورت گرفت. همچنین در سالهای اخیر ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی توجه فراوانی در محیط های علمی کسب کرده است (دی گرگوریو و گویدوتی<sup>۱</sup>، ۱۹۹۵؛ خان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱؛ لوین<sup>۳</sup>، ۱۹۹۱؛ دیمتریادس و حسین<sup>۴</sup>، ۱۹۹۶؛ ژانگ و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲؛ گرین وود و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۳؛ بیتنکورت<sup>۷</sup>، ۲۰۱۲؛ حسن و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۱؛ مونادا کا<sup>۹</sup>، ۲۰۰۹ و انی سان و الفی سایو<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۹).

براساس تئوری های اقتصادی، بازار مالی شامل بانک، بازار سرمایه و بیمه است که تجهیز و تخصیص منابع در این بازارها صورت می گیرد. بازار سرمایه با جذب نقدینگی بالا، وظیفه تامین مالی صنایع بزرگ و مادر را که به طور عمومی نیاز به رقم های کلان دارند، برعهده می گیرد و بخش های بیمه و بانک نیز هر کدام برحسب توان خود تلاش می کنند نیازهای مالی صنایع متوسط و کوچک را تامین مالی کنند. همچنین بازار بیمه به پوشش ریسک در بازار پول و سرمایه کمک می کند. تامین مالی در قالب بانک ها یا نظام

---

1- De Gregorio and Guidotti

2- Khan

3- Levine

4- Demetriades and Hussein

5- Zhang *et al.*

6- Greenwood *et al.*

7- Bittencourt

8- Hassan *et al.*

9- Munadaca

10- Enisan and Olufisayo

بانکی، تامین مالی غیرمستقیم است؛ به این معنی که منابع مالی با یک واسطه که همان بانک است از پس انداز کنندگان به متقاضیان وجوه مالی انتقال خواهد یافت. با توجه به نقشی که سیستم بانکی در تخصیص پس انداز، حمایت از نوآوری و تامین مالی سرمایه گذاری های مولد دارد، عامل اساسی رشد اقتصادی به شمار می آید (شومپتر<sup>۱</sup>، ۱۹۳۴). علاوه بر بازارهای اعتباری، بازار سرمایه نیز یک منبع بسیار مناسب به منظور تامین مالی است (لوین و زروس<sup>۲</sup>، ۱۹۹۸ و روسیا و وچل<sup>۳</sup>، ۲۰۰۰). در بازار سرمایه منابع به طور مستقیم از عرضه کننده به متقاضیان مالی انتقال می یابد.

بازار سرمایه دو نقش مهم در افزایش رشد اقتصادی ایفا می کند؛ اول، این امکان را می دهد که سبد مالی سرمایه گذاران با هزینه های معامله کم تغییر کند و ریسک دارایی های مالی معامله شده را کاهش دهد. (لوین، ۱۹۹۱ و بنسی و نگا و همکاران<sup>۴</sup>، ۱۹۹۶). دوم اینکه یک مکانیزم خروج برای سرمایه گذاران و کارآفرینان فراهم می کند و بهره وری واسطه گری مالی را بهبود می بخشد (روسیا و وچل<sup>۳</sup>، ۲۰۰۰ و آرتستیس و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۱). فعالیت بازار بیمه نیز به عنوان یک واسطه مالی و ابزار انتقال ریسک و جبران خسارت، می تواند با مدیریت ریسک و تجمیع پس اندازهای داخلی به رشد اقتصادی کمک کند (وارد و زوربرگ<sup>۶</sup>، ۲۰۰۰).

بیمه ها همانند بانک ها و بازارهای سرمایه نیازهای واحدهای شغلی و خانوارها را در واسطه های مالی تامین می کنند. از طریق پذیرش درخواست های بیمه گذار شرکت های بیمه، حق بیمه ها را جمع آوری کرده و صندوق های ذخیره به وجود می آورند. بنابراین، شرکت های بیمه با افزایش جریان نقدینگی درونی در بیمه گذاران و نیز به واسطه ایجاد حجم زیادی از دارایی های جابه جا شده به بازار سرمایه نقش مهمی را ایفا می کنند و از این رو، در رشد اقتصادی سهام می شوند. همچنین رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی به میزان توسعه یافتگی هر کشور بستگی دارد (پاتریک<sup>۷</sup>، ۱۹۶۶). در کشورهای پیشرفته، بازار

- 
- 1- Schumpeter
  - 2- Levine and Zervos
  - 3- Rousseau and Wachtel
  - 4- Bencivenga *et al.*
  - 5- Arestis *et al.*
  - 6- Ward and Zubruegg
  - 7- Patrick

سرمایه و به خصوص بورس اوراق بهادار مهم ترین منبع تامین سرمایه واحدهای تجاری و صنعتی است. در حالی که در کشورهای کمتر توسعه یافته همچون ایران، تمرکز بر سیستم مالی و شبکه بانکی است. در ادبیات پیشین در بررسی رابطه تامین مالی با رشد، تاثیر همزمان سه بازار روی رشد اقتصادی بررسی نشده که ممکن است عدم در نظر گرفتن هر کدام از این سه بازار منجر به نتایج مغرضانه شود.

این مقاله به بررسی ارتباط همزمان و پویای بخش های بانکی، بیمه زندگی و بازار سهام بر رشد اقتصادی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه طی سال های ۲۰۱۶-۲۰۰۰ می پردازد.

این مقاله در شش بخش تنظیم شده است. در ادامه در بخش دوم پیشینه تحقیق، در بخش سوم و چهارم به ترتیب مبانی نظری و روش شناسی تحقیق ارائه می شود. در بخش پنجم نتایج پژوهش گزارش شده است و بخش آخر نیز به خلاصه و نتیجه گیری اختصاص دارد.

## ۲- ادبیات و پیشینه تحقیق

### ۲-۱- مطالعات خارجی

بک و لوین<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) در مطالعه ای با عنوان «بازارهای سهام، بانک ها و رشد اقتصادی» به بررسی اثر بانک ها و بازار سرمایه بر رشد اقتصادی برای ۴۰ کشور در طول دوره ۱۹۷۶ تا ۱۹۸۸ با استفاده از روش داده های تابلویی پرداخته اند. آن ها به این نتیجه رسیدند که بازارهای سهام و بانک ها بر رشد اقتصادی تاثیر مثبت دارند.

دی و فلاهرتی<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) در مطالعه ای با عنوان «نقدینگی بازار سهام، اعتبارات بانکی و رشد اقتصادی» با استفاده از مدل رگرسیون دو مرحله ای به بررسی تاثیر اعتبارات بانکی و نقدینگی بازار سهام بر رشد تولید ناخالص داخلی برای ۲۷ کشور طی دوره زمانی ۲۰۰۱-۱۹۹۰ پرداختند. نتایج نشان می دهد اعتبارات بانکی و نقدینگی بازار سهام بر رشد اقتصادی اثرگذار نبوده و در بعضی موارد اثر اعتبارات بر رشد حتی منفی است.

---

1- Beck and Levine

2- Dey and Flaherty

### اثرات پویای نهادهای مالی بر رشد اقتصادی ... ۱۱۳

نسیور و قزوانی<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) در مطالعه‌ای با عنوان «بازارهای سهام، بانک و رشد اقتصادی: شواهد تجربی از منطقه منا» به بررسی رابطه بین بازار سهام، بانک و رشد اقتصادی در منطقه منا می‌پردازند. این مطالعه تجربی با استفاده از داده‌های پانل نامتوازن از ۱۱ کشور منطقه منا انجام شده است. روش برآورد یک مدل پانل پویا با تخمین زن GMM است. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که نتایج تجربی این ایده را تقویت می‌کند که هیچ رابطه معناداری بین بانک و توسعه بازار سهام و رشد وجود ندارد. حتی بعد از کنترل کردن توسعه بازار سهام، رابطه بین توسعه بخش بانکی و رشد اقتصادی منفی است. فقدان این ارتباط به توسعه نیافتگی بازارها و سیستم مالی در این منطقه مربوط می‌شود که رشد اقتصادی آنها را مختل کرده است.

حسن و همکاران (۲۰۱۱) در مطالعه‌ای «توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی» با بررسی اثر اعتبارات بانکی به‌عنوان شاخصی از توسعه مالی بر رشد اقتصادی برای کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی با استفاده از داده‌های تابلویی و روش خودرگرسیون برداری طی دوره زمانی ۲۰۰۵-۱۹۸۰ به این نتیجه رسیدند که بین رشد اقتصادی و اعتبارات بانکی یک رابطه مثبت وجود دارد. همچنین بین تجارت و رشد اقتصادی یک رابطه مثبت و بین تورم، مخارج دولت و رشد اقتصادی یک رابطه منفی وجود دارد.

آرکاند و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) در مطالعه‌ای با عنوان «تامین مالی بیش از حد» در چارچوب یک مطالعه تجربی براساس سه روش مطالعه داده‌های مقطعی با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی، استفاده از تکنیک GMM در برآورد الگوی داده‌های تابلویی و همچنین استفاده از تخمین نیمه پارامتری داده‌های ۴۲ کشور برای دوره زمانی ۲۰۱۰-۱۹۶۰ به مطالعه چگونگی - تغییر در تاثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی پرداخته‌اند. به عبارت دیگر، آن‌ها به دنبال پاسخگویی به این پرسش هستند که آیا سطح آستانه‌ای وجود دارد که پس از آن توسعه مالی بر رشد اقتصادی بی‌تاثیر بوده یا بر آن تاثیر منفی داشته باشد. همچنین آن‌ها توسعه مالی بیش از حد آستانه‌ای را تامین مالی بیش از حد می‌خوانند. براساس نتایج این مطالعه، اگر حجم اعتبار اختصاص یافته به بخش خصوصی معادل

---

1- Naceur and Ghazouani

2- Arcand *et al.*

۱۰۰-۸۰ درصد تولید ناخالص ملی شود، اثر تخریبی<sup>۱</sup> توسعه مالی آشکار شده و از آن پس رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی منفی خواهد شد. براساس یافته‌های این مطالعه، اثر تخریبی تنها به سطح توسعه مالی بستگی داشته و متاثر از مواردی چون نوسان تولید، بحران‌های بانکی، کیفیت نهادی پایین یا تفاوت در مقررات و نظارت بانکی نیست و این نتیجه را گسترش می‌دهد که در سطوح متوسط توسعه‌یافتگی، سطح توسعه مالی دارای ارتباط مثبت با اندازه سیستم مالی و رشد اقتصادی است. آن‌ها نشان دادند که در سطوح بالایی از عمق مالی، تامین مالی بیشتر با رشد کمتر همراه است.

لی<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) در مطالعه‌ای با عنوان «سیستم‌های مالی مبتنی بر بانک و مبتنی بر بازار»، اثر سیستم‌های مالی مبتنی بر بازار و مبتنی بر بانک را روی رشد اقتصادی در کشورهای آلمان، فرانسه، آمریکا، انگلیس، ژاپن و کره جنوبی در طول دوره ۱۹۶۰ تا ۲۰۰۲ با استفاده از آزمون علیت گرنجر مورد بررسی قرار داده است. نتایج نشان می‌دهد که در کشورهای ژاپن، انگلیس و آمریکا، بازار سرمایه و در کشورهای آلمان، فرانسه و کره جنوبی نظام بانکی نقش مهم‌تری را در بهبود رشد اقتصادی ایفا کرده‌اند.

هوآ و چنگ<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای با عنوان «اثرات پویای بانک، بیمه زندگی و بازارهای سرمایه بر رشد اقتصادی» به بررسی اثرات همزمان بانک، بازار سرمایه و بیمه زندگی بر رشد اقتصادی با استفاده از روش GMM و برآوردگر PMG طی سال‌های ۱۹۸۱-۲۰۰۸ پرداخته‌اند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که اعتبار خصوصی مانع رشد اقتصادی می‌شود و اثرات بیمه زندگی و بازار سهام بر رشد اقتصادی قوی نیستند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که اثرات فعالیت‌های مالی بر رشد اقتصادی با توجه به سطح درآمد، و توسعه مالی متفاوت است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

## ۲-۲- مطالعات داخلی

راسخی و رنجبر (۱۳۸۸) در مطالعه‌ای با عنوان «اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی» به بررسی اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی کشورهای

1- Vanishing Effect

2- Lee

3- Hou and Cheng

عضو سازمان کنفرانس اسلامی (OIC) می‌پردازند. برای این منظور با به‌کارگیری مدل‌های پانل، روش حداقل مربعات دو مرحله‌ای و گشتاورهای تعمیم یافته، معادله همگرایی - رشد طی دوره زمانی ۲۰۰۴-۱۹۸۰ برآورد شده است. نتایج نشان‌دهنده اثر مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی است.

تقوی و همکاران (۱۳۹۰) در مطالعه‌ای با عنوان «توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منطقه منا با استفاده از روش پانل پویای GMM» به بررسی رابطه تجربی بین توسعه مالی و رشد در برخی کشورهای منا می‌پردازند. این مطالعه تجربی با استفاده از روش پانل پویای GMM برای ۱۲ کشور منطقه منا بررسی شده است. نتایج برآزش در دوره ۱۹۶۰ تا ۲۰۰۶ حاکی از تاثیر منفی توسعه مالی بر رشد اقتصادی دارد و این تاثیر منفی را می‌توان به دلیل نحوه آزادسازی بازارهای مالی، ضعف نظام مالی و عدم شکل‌گیری بازار مالی منسجم و بهره‌مند از مقررات دانست که منجر به کاهش سرمایه‌گذاری از طریق تخصیص نابهینه منابع شده است. این مهم باید در تدوین سیاست‌های کلان اقتصادی که هدف آن توسعه مالی است مورد توجه سیاست‌گذاران این کشورها قرار گیرد.

علیزاده (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای با عنوان «تاثیر بازار سرمایه بر رشد اقتصادی در ایران (۱۳۹۰-۱۳۷۰) با استفاده از رویکرد تحلیل مولفه‌های اصلی (PCA)» به بررسی اثر بازار سرمایه بر رشد اقتصادی ایران طی دوره ۱۳۹۰-۱۳۷۰ با استفاده از رویکرد تحلیل مولفه‌های اصلی (PCA) پرداخته است. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که در سطح کلان، رابطه مثبت و معناداری بین شاخص‌های بازار سرمایه و رشد اقتصادی در ایران مشاهده نمی‌شود. توصیه سیاستی این پژوهش، گسترش بازار سرمایه از طریق ارایه ابزارهای متنوع و جدید مالی و ایجاد فضای حقوقی مناسب برای جذب نقدینگی موجود در کشور برای تامین مالی بنگاه‌های کارآمد در بازار سرمایه ایران است.

مکیان و ایزدی (۱۳۹۴) در مطالعه‌ای با عنوان «بررسی رابطه توسعه نظام مالی با رشد اقتصادی» به بررسی رابطه بین ساختار مالی و توسعه مالی به عنوان شاخص‌های توسعه نظام مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب اسلامی طی دوره ۱۹۸۹ تا ۲۰۱۱ با استفاده از روش حداقل مربعات کاملاً اصلاح شده (FMOLS) می‌پردازند. نتایج بر مثبت و معنادار شدن اثر هر دو متغیر ساختار مالی و توسعه مالی به عنوان شاخص‌های توسعه نظام مالی بر

رشد اقتصادی دلالت می‌کند. یافته‌ها نیز موید این است که نظام مالی مبتنی بر بازار اثر قوی‌تری بر رشد اقتصادی دارد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که در کوتاه‌مدت رابطه علی یک‌طرفه از متغیرهای توسعه نظام مالی به رشد اقتصادی و در بلندمدت رابطه دوطرفه وجود دارد که فرضیه مرحله توسعه‌یافتگی پاتریک را تایید می‌کند.

شکروی و خضری (۱۳۹۶) در مطالعه‌ای با عنوان «محاسبه شاخص توسعه مالی و بررسی اثرات متغیر زمانی آن بر رشد اقتصادی با استفاده از مدل TVP-FAVAR» به بررسی اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در اقتصاد ایران با استفاده از داده‌های فصلی سال‌های ۱۳۶۷ تا ۱۳۹۲ و مدل خودرگرسیون برداری عامل-افزوده شده (FAVAR) ترکیبی با مدل پارامترهای متغیر در طول زمان (TVP) پرداخته‌اند. براساس نتایج تحقیق، اثر شاخص توسعه مالی بر رشد اقتصادی در کل دوره مورد بررسی مثبت است.

### ۳- مبانی نظری

تأثیرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی یکی از مهم‌ترین کانال‌های موجود در موضوعات اقتصادی است. برخی از اقتصاددانان معتقدند که توسعه مالی از طریق سطح پس‌انداز و افزایش سطح سرمایه‌گذاری می‌تواند زمینه مناسب رشد اقتصادی را فراهم سازد و گروهی نیز به انتقال توسعه مالی بر رشد اقتصادی از طریق تأثیرات آن بر تخصیص منابع و کارایی سرمایه تاکید دارند. رابطه بین توسعه مالی (به ویژه واسطه مالی) و رشد اقتصادی بیش از دو دهه گذشته به وسیله گلداسمیت (۱۹۶۹)<sup>۱</sup>، شاو (۱۹۷۳)<sup>۲</sup> و مکینون (۱۹۷۳)<sup>۳</sup> و دیگر پژوهشگران تحلیل شده است. آن‌ها بین درجه توسعه مالی و رشد اقتصادی رابطه مثبت و قوی پیدا کردند. در جوامع مدرن، به دلیل تخصیص شدن امور و تقسیم کار، فرآیند سرمایه‌گذاری از فرآیند پس‌انداز تفکیک می‌شود. در این شرایط، نهادهای مالی موجب انتقال وجوه از پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاران می‌شوند. همچنین این نهادها از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعات برای قرض‌گیرندگان و وام‌دهندگان، وجوه مالی را به مولدترین بخش‌ها اختصاص می‌دهند. بنابراین، موجب افزایش کارایی و رفاه اقتصادی

---

1- Goldsmith

2- Shaw

3- Mckinnon



## اثرات پویای نهادهای مالی بر رشد اقتصادی ... ۱۱۷

می‌شوند. با شکل‌گیری مدل‌های رشد درون‌زا، نشان داده شد که می‌توان رابطه علی از سوی توسعه مالی بر رشد اقتصادی را توجیه کرد (پاگانو، ۱۹۹۳<sup>۱</sup>). براساس این مدل‌ها مبانی نظری جدیدی برای اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی به وجود 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.

نظریه رشد درون‌زا، همانطور که توسط گرین وود و جووانوویچ<sup>۲</sup> (۱۹۹۰) و بنسی ونگا و همکاران (۱۹۹۶) بیان شده، تاکید می‌کند که توسعه مالی، عامل استراتژیک در تقویت رشد اقتصادی بلندمدت است، چراکه توسعه مالی پیشرفته از کانال‌های مختلفی باعث رشد اقتصادی می‌شود. این کانال‌ها شامل: ۱- ارائه اطلاعات در مورد سرمایه‌گذاری به منظور تخصیص سرمایه به‌طور موثر، ۲- نظارت بر شرکت‌ها و اعمال حاکمیت شرکتی، ۳- تنوع ریسک، ۴- جمع‌آوری پس‌اندازها، ۵- تسهیل تبادل کالا و خدمات و ۶- مدیریت انتقال فناوری می‌شود. (گارسیا و لیو<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹؛ لوین، ۱۹۹۱ و ژانگ و همکاران، ۲۰۱۲).

جای تعجب نیست که رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی (بنگاکه و اگو<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱؛ بک و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۰؛ چو و فونگ<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱؛ هروارتز و واله<sup>۷</sup>، ۲۰۱۴؛ کینگ و لوین<sup>۸</sup>، ۱۹۹۳، a و b؛ لوین، ۱۹۹۱)، ۲- رابطه بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی (آکینلو و آکینلو<sup>۹</sup>، ۲۰۰۹؛ کار و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۱ و پرادهان و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۴)، ۳- رابطه بین توسعه بازار بورس و رشد اقتصادی (فینک و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۶؛ متی<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۳؛ پرادهان و همکاران، ۲۰۱۷ و آجووین و ناوارو<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۵) و ۴- رابطه بین توسعه بازار بیمه و رشد

- 
- 1- Pagano
  - 2- Greenwood and Jovanovic
  - 3- Garcia and Liu
  - 4- Bangake and Eggoh
  - 5- Beck *et al.*
  - 6- Chow and Fung
  - 7- Herwartz and Walle
  - 8 - King and Levine
  - 9- Akinlo and Akinlo
  - 10- Kar *et al.*
  - 11- Pradhan *et al.*
  - 12- Fink *et al.*
  - 13- Matei
  - 14- Ajovin and Navarro

اقتصادی (نگوین و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰؛ چن و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲؛ هان و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰؛ لی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳ و پرادهان و همکاران، ۲۰۱۷)، موضوع مهمی به منظور بحث در میان محققان و سیاست‌گذاران بوده است. بنابراین طیف گسترده‌ای از عوامل شامل توسعه مالی، توسعه بخش بانکی، توسعه بازار بورس، توسعه بازار اوراق قرضه و توسعه بازار بیمه می‌توانند منجر به رشد اقتصادی بالا در یک کشور شوند.

نظریه‌های مربوط به نقش توسعه مالی در رشد اقتصادی را می‌توان به پنج بخش اصلی تقسیم کرد:

۱- اکثر مدل‌ها بر نقش تخصیصی سیستم‌های مالی متمرکز شده‌اند، مانند گرین وود و جووانوویچ (۱۹۹۰)، بنچوگانگا و اسمیت<sup>۵</sup> (۱۹۹۱)، پاگانو (۱۹۹۳) و وو و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۰).

۲- بازارهای مالی اجازه می‌دهد که شرکت‌ها با متنوع‌سازی سبد پرتفوی به افزایش نقدینگی و در نتیجه کاهش ریسک، رشد را افزایش دهند (لوین، ۱۹۹۱ و سنت پل<sup>۷</sup>، ۱۹۹۲).

۳- توسعه مالی یک مکانیزم خروج برای سرمایه‌گذاران و کارآفرینان فراهم می‌کند و بهره‌وری واسطه‌گری مالی را بهبود می‌بخشد (روسیا و واپل، ۲۰۰۰ و آرسیتس و همکاران، ۲۰۰۱).

۴- این بازارها تخصص در کارآفرینی و پذیرش فن‌آوری‌های جدید را تقویت می‌کنند (گرین وود و همکاران<sup>۸</sup>، ۱۹۹۷). ۵- نظریه نهایی، توجه به توانایی بازارهای مالی برای اثرگذاری بر رشد اقتصادی از طریق تغییر در انگیزه‌ها برای کنترل شرکت است (دمیرگاک کانت و لوین<sup>۹</sup>، ۱۹۹۶ و جنسن و مورفی<sup>۱۰</sup>، ۱۹۹۰).

---

1- Nguyen *et al.*

2- Chen *et al.*

3- Han *et al.*

4- Lee *et al.*

5 - Bencivenga and Smith

6- Wu *et al.*

7- Saint-Paul

8 - Greenwood, J- and Smith, B.

9- Demirgüç-Kunt and Levine

10- Jensen and Murphy

گروه دیگری از مطالعات نظری نقش توسعه مالی در رشد اقتصادی را با استفاده از نظریه رشد نئوکلاسیک بررسی می‌کنند. به‌عنوان مثال، ای‌تی‌جی و جووانویچ (۱۹۹۳)<sup>۱</sup> مدل رشد منکیو-رومر-ویل<sup>۲</sup> (MRW) را با اضافه کردن بازار سهام توسعه می‌دهد. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که توسعه بازار سهام می‌تواند یک شاخص پیشرو رشد اقتصادی باشد. در این راستا، ای‌تی‌جی و جووانویچ (۱۹۹۳) و کورای<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) مدل رشد منکیو-رومر-ویل را با تقسیم سرمایه به دو بخش، بازار سهام و بازار سرمایه غیرسهام توسعه می‌دهند به طوری که بازار سهام یکی از عوامل تعیین‌کننده سطح پایداری رشد سرانه است.

نقش توسعه مالی در رشد اقتصادی در سطح تجربی نیز مورد توجه قرار گرفته است. اکثر مدل‌های تجربی نشان می‌دهند که بازارهای مالی توسعه‌یافته، کارایی تخصیص منابع و رشد سریع بلندمدت را از طریق چندین کانال افزایش می‌دهد. گلداسمیت (۱۹۶۹) برای اولین بار رابطه مثبت بین توسعه مالی و رشد را در یک نمونه ۳۵ کشوری بررسی کرد. اکثر مطالعات بعدی از یکی از دو روش بازارهای اعتباری یا بازار سهام برای اندازه‌گیری توسعه مالی و نقش آن در رشد اقتصادی استفاده کرده است. در رابطه با اندازه‌گیری اولیه، کینگ و لوین (۱۹۹۳b) و برسلمی و واروداکیس<sup>۴</sup> (۱۹۹۶) نشان می‌دهند که توسعه بانکی می‌تواند یک عامل مهم برای رشد اقتصادی باشد. برای اندازه‌گیری بعدی با استفاده از نمونه‌های بزرگ کشوری و روش‌های مقطعی و پانل، تعدادی از مطالعات به این نتیجه رسیدند که رابطه بین توسعه بازار سهام با رشد اقتصادی مثبت است. این مطالعات شامل ای‌تی‌جی و جووانویچ (۱۹۹۳)، لوین و زروس (۱۹۹۸)، بنسی و نگا و همکاران (۱۹۹۶)، اندرسن و ترپ<sup>۵</sup> (۲۰۰۳)، کورای (۲۰۱۰) است.

مطالعاتی وجود دارد که اثرات همزمان هر دو بازار بر رشد را بررسی می‌کند. لوین و زروس (۱۹۹۸) و بک و لوین (۲۰۰۴) نشان می‌دهند که هر دو بازار سهام و بانک‌ها بر رشد اقتصادی تاثیر مثبت دارند. در مطالعه دیگری، آرسطیس و همکاران (۲۰۰۱) به این

---

1- Atje and Jovanovic  
2- Mankiw-Romer-Weil (MRW)  
3- Cooray  
4- Berthelemy and Varoudakis  
5- Andersen and Trap

نتیجه رسیدند که هر دو بازار اعتباری و سهام رشد اقتصادی را افزایش می‌دهند، اما تاثیر مثبت سیستم بانکی قوی‌تر است. مطالعات اخیر، مانند وو و همکاران (۲۰۱۰) و چنگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) نیز هر دو کانال را در نظر گرفته‌اند. مطالعات دیگری وجود دارد که تاثیر منفی یا ناچیز بازارهای مالی بر رشد اقتصادی را عمدتاً در کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد (مانند، اسنیق<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷؛ نیلی و راستاد<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷؛ نسیور و قزوانی، ۲۰۰۷؛ کار و همکاران، ۲۰۱۱ و نارایان و نارایان<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳). به عنوان مثال، نیلی و راستاد (۲۰۰۷) نشان می‌دهند که سطح بالاتر سرمایه‌گذاری در کشورهای صادرکننده نفت را می‌توان به واسطه درآمدهای نفت توضیح داد و توسعه مالی در واقع تاثیر مخربی بر سرمایه‌گذاری دارد. به طور مشابه، نارایان و نارایان (۲۰۱۳) نشان می‌دهند که شواهدی مبنی بر اینکه بخش مالی و بانکی نمی‌تواند به رشد در کشورهای خاورمیانه کمک کند، وجود ندارد.

شواهد ناهمگون در رابطه بین رشد و تامین مالی، منجر به گروه‌بندی کشورها با توجه به سطح درآمد در تجزیه و تحلیل برخی از محققین مانند، اوددو کان<sup>۵</sup> (۱۹۹۶)، هندرسون و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۳)، اینی و اینی<sup>۷</sup> (۲۰۱۴) و ریوجا و ولیو<sup>۸</sup> (۲۰۱۴) شده است. در این رابطه، به عنوان مثال، ریوجا و ولیو (۲۰۱۴) به این نتیجه رسیدند که بازارهای سهام به رشد اقتصادی در کشورهای با درآمد پایین کمک نمی‌کند در حالی که بانک‌ها اثر مثبت قابل توجهی بر انباشت سرمایه دارند. تعدادی از پژوهشگران نیز تاکید می‌کنند که این رابطه ممکن است با توجه به سطح توسعه مالی متفاوت باشد (فدریکی و کاپریولی<sup>۹</sup>، ۲۰۰۹). به عنوان مثال، ریوجا و ولیو (۲۰۱۴) نشان می‌دهد که در کشورهای با توسعه مالی متوسط و بسیار بالا، تاثیر مثبت است، اما در مناطق با درآمد متوسط این اثر بیشتر است. همچنین در رابطه با این بحث که توسعه مالی رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد، بک و لوین در سال ۲۰۰۴ تلاش کردند با اتخاذ روش GMM بر مساله همزمانی غلبه کنند و با در نظر گرفتن

- 
- 1- Cheng
  - 2- Snigh
  - 3- Nili and Rastad
  - 4- Narayan and Narayan
  - 5- Odedokun
  - 6- Henderson *et al.*
  - 7- Andini and Andini
  - 8- Rioja and Valev
  - 9- Federici and Caprioli

## اثرات پویای نهادهای مالی بر رشد اقتصادی ... ۱۲۱

توسعه بازار سهام در مدل رشد، متغیرهای مهم حذف شده را جبران کنند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که توسعه بانکی و نقدینگی بازار سهام رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، با اضافه کردن نقش بالقوه بخش بیمه و در نظر گرفتن اثرات غیر خطی، آرناس (۲۰۰۸) به شواهدی دست پیدا کرد که بخش بیمه و نقدینگی بازار سهام تاثیر مثبت بر رشد اقتصادی دارد در حالی که تاثیر توسعه بانکی بر رشد قوی نیست. به نظر می‌رسد که افزودن بخش بیمه تاثیر مثبت رابطه مالی و رشد را تضعیف می‌کند. این نتایج همچنین توسط چن و همکاران (۲۰۱۲) تایید شدند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بخش بیمه ارتباط بین توسعه بانکی و رشد اقتصادی را تضعیف می‌کند.

شواهد غیرخطی بودن ارتباط بین توسعه مالی و رشد نیز در برخی از پژوهش‌ها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است (شن و لی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶؛ چن و همکاران، ۲۰۱۲؛ بک و همکاران، ۲۰۰۰ و سمرگندی و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵). به عنوان مثال، بک و همکاران (۲۰۰۰) به این نتیجه رسیدند که تامین مالی تا یک حد آستانه‌ای اثر مثبت بر رشد دارد و فراتر از آن اثر مثبت مالی بر رشد از بین می‌رود. به طور کلی، شواهد تجربی نشان می‌دهد که بین شاخص‌های توسعه مالی و رشد اقتصادی یک رابطه مثبت بلندمدت وجود دارد. با این حال، بحران اقتصادی جهانی ۲۰۰۷-۲۰۰۸ منجر به این شد که دانشگامیان و سیاست‌گذاران در نتیجه‌گیری‌های قبلی خود تجدید نظر کنند. بحران فرصت‌هایی را به وجود آورد که سیستم‌های مالی بی‌ثبات می‌تواند به طور مستقیم و غیرمستقیم منابع را از بین ببرند و مانع صرفه‌جویی و تشویق گمانه‌زنی‌ها شوند که منجر به سرمایه‌گذاری نامناسب و اتلاف منابع کمیاب می‌شود. در نتیجه، ممکن است رکود اقتصادی و بیکاری افزایش یابد و فقر تشدید شود.

به تازگی، محققان در بانک تسویه حساب‌های بین‌المللی<sup>۴</sup> و صندوق بین‌المللی پول<sup>۵</sup> بیان کردند که سطح توسعه مالی تنها تا یک نقطه مناسب است و پس از آن، رشد اقتصادی کاهش می‌یابد. این به آن معنی است که رابطه بین تامین مالی و رشد غیرخطی یا به طور

---

1- Arena

2- Shen and Lee

3- Samargandi *et al.*

4- Bank for International Settlement (BIS)

5- International Monetary Fund (IMF)

خاص، شکل U معکوس است که در آن نقطه عطفی برای اثر توسعه مالی وجود دارد. به عنوان مثال، سسچتی و کروبسی<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که برای اعتبار بخش خصوصی که توسط بانک‌ها گسترش یافته است، سطح آستانه نزدیک به ۹۰ درصد تولید ناخالص داخلی است. آن‌ها همچنین بیان می‌کنند که هرچه رشد اقتصاد کندتر می‌شود، بخش مالی سریع‌تر رشد می‌کند. این نتایج نشان می‌دهد که بخش‌های مالی بزرگ و در حال رشد سریع، می‌توانند برای بقیه اقتصاد بسیار پرهزینه باشند. آن‌ها استدلال می‌کنند که این پدیده به این دلیل رخ می‌دهد که بخش مالی با بقیه اقتصاد برای منابع کمیاب رقابت می‌کند، در نتیجه رشد اقتصادی به طور کلی در حال افزایش نیست. به عنوان مثال، ریوجا و ولیو (۲۰۱۴) نشان دادند که توسعه مالی تنها زمانی که به سطح خاص یا آستانه توسعه مالی دست یابد، تاثیر مثبتی بر رشد اقتصادی دارد. آن‌ها استدلال می‌کنند که سطوح توسعه مالی - بالا، متوسط و کم - نقش مهمی در شکل دادن تاثیر مالی بر رشد دارند. در کشورهای دارای سطوح توسعه مالی متوسط، سیستم مالی یک اثر مثبت و بزرگ بر رشد اقتصادی دارد. در کشورهای با سطح توسعه مالی بالا اثر مثبت کوچکتر است و در کشورهای با سطح توسعه مالی پایین، نقش سیستم مالی در افزایش رشد اقتصادی ضعیف است. تضاد بین این نتایج در مورد رابطه مالی و رشد در سطوح درآمدی مختلف و نیز ارتباطات غیرخطی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی، نشان می‌دهد که نیاز به ارزیابی مجدد رابطه مالی و رشد اقتصادی واقعی در سیستم‌های اقتصاد مدرن وجود دارد.

بانک، بورس و بیمه نماد مجسم سه بازار پول، سرمایه و تامین اطمینان به عنوان مثلث توسعه مالی از یک رابطه تعاملی و تکاملی برخوردار است و برای گسترش بازار مالی توسعه همزمان سه زیر مجموعه این بازار ضروری به نظر می‌رسد. بانک‌ها به عنوان واسطه‌گر مالی با تامین نقدینگی مورد نیاز پروژه‌های سرمایه‌گذاری و عرضه اعتبارات به بخش‌های مختلف اقتصادی، قادر به تخصیص کارای منابع و بهبود سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی خواهد بود. اقتصاددانانی نظیر بویید و پرسکات<sup>۲</sup> (۱۹۸۶) بیان می‌کنند بانک‌ها نقش مفید و موثری در بهبود تخصیص منابع دارند. بازار سهام به مدیریت نقدینگی و بهره‌وری کمک می‌کند و در نتیجه، سبب افزایش رشد اقتصادی می‌شود. به طور مشخص،

---

1- Cecchetti and Kharroubi

2- Boyd and Prescott

### اثرات پویای نهادهای مالی بر رشد اقتصادی ... ۱۲۳

بازار سهام موجب می‌شود افراد از طریق تنوع بخشی در سبد دارایی به کاهش ریسک مبادرت کنند که در این شرایط، سهم منابع تخصیص یافته به بنگاه‌ها و بنابراین، رشد اقتصادی افزایش می‌یابد (لوین، ۱۹۹۱).

اثرات صنعت بیمه در اقتصاد و جامعه عبارتند از: ۱- ترویج ثبات مالی، ۲- تسهیل تجارت و بازرگانی (قدیمی‌ترین فعالیت بیمه)، ۳- بسیج پس‌اندازهای داخلی، ۴- مدیریت ریسک‌های مختلف با تشویق تجمیع سرمایه‌های جدید، ۵- ترویج تخصیص موثرتر سرمایه داخلی و ۶- کمک به کاهش یا جبران خسارت (دوفمن<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸؛ سومگی و هایس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸؛ نچگومیر و استوجیک<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰؛ رجدا<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵؛ اسکپر<sup>۵</sup>، ۱۹۹۷ و اسکپر و کوون<sup>۶</sup>، ۲۰۰۷).

پاگانو (۱۹۹۳) یک مدل رشد درون‌زا برای دسترسی به تاثیر بالقوه توسعه بانکداری بر رشد اقتصادی مطرح کرد. وو و همکارانش (۲۰۱۰) مدل پاگانو را تغییر و نشان دادند که بانکداری و بازار سهام به طور هم‌زمان بر رشد اقتصادی تاثیر می‌گذارند. این مقاله مدل‌های پاگانو (۱۹۹۳) و وو و همکاران (۲۰۱۰) را توسعه داده و مکانیزمی را فراهم می‌کند که از طریق آن تاثیر بانکداری، بیمه زندگی و بازار سهام بر عملکرد اقتصادی نشان داده شود. پیرو کار پاگانو (۱۹۹۳)، فرض می‌شود که بنگاه‌ها با تابع تولید با بازدهی ثابت نسبت به مقیاس به صورت معادله (۱) فعالیت می‌کنند که در آن  $Y_t$ ،  $K_t$  و  $A$  به ترتیب نشان‌دهنده تولید، موجودی سرمایه و بهره‌وری است. موجودی سرمایه می‌تواند به صورت ترکیبی از سرمایه‌ی فیزیکی و انسانی باشد (لوکاس<sup>۷</sup>، ۱۹۸۸).

$$Y_t = AK_t \quad (1)$$

- 
- 1- Dorfman
  - 2- Sümegi and Haiss
  - 3- Njegomir and Stojic
  - 4- Rejda
  - 5- Skipper
  - 6- Skipper and Kwon
  - 7- Lucas

با فرض اینکه در اقتصاد کالای تولید شده سرمایه گذاری یا مصرف شود، می توان سرمایه گذاری ناخالص  $I_t$  را به صورت معادله (۲) تعریف کرد که در آن  $\delta$  نشان دهنده نرخ استهلاک ثابت است.

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t \quad (2)$$

در ابتدا ارتباط بین تامین مالی مستقیم و غیرمستقیم بررسی می شود. به پیروی از وو و همکارانش (۲۰۱۰) فرض می شود که سرمایه گذاری از کانال های مستقیم و غیرمستقیم تامین مالی می شود و اینکه دو منبع تامین مالی به وسیله تابع با کشش جانشینی ثابت<sup>۱</sup> به صورت معادله (۳) با یکدیگر ارتباط دارند که در آن  $INDF_t$  و  $DF_t$  به ترتیب تامین مالی مستقیم و غیرمستقیم را نشان می دهد.

$$I_t = SF_t (INDF_t, DF_t) = [\beta DF_t^\rho + \alpha INDF_t^\rho]^{\frac{1}{\rho}} \quad (3)$$

فرض می شود که وجوه مربوط به تامین مالی غیرمستقیم نسبت ثابتی از پس انداز است (معادله (۴)) که در آن  $S_t$  نشان دهنده پس انداز است.

$$INDF_t = \phi S_t \quad (4)$$

علاوه بر بانک ها که به طور عمومی پس انداز را فراهم می کنند، بیمه زندگی نیز شکل دیگری از پس انداز بلندمدت است (وب و همکارانش<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲ و بک و وب<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳). وارد و زوربرگ (۲۰۰۰) استدلال می کنند که به دلیل اینکه بازارهای بیمه و بانکداری هر دو قابلیت تامین مالی را دارا هستند، از این رو، ممکن است که این دو بازار در رقابت شدید با یکدیگر باشند و در نتیجه جانشین یکدیگر شوند.

1 - Constant Elasticity of Substitution (CES)

2 - Webb *et al.*

3- Beck and Webb



## اثرات پویای نهادهای مالی بر رشد اقتصادی ... ۱۲۵

بین انواع بیمه‌ها، بیمه‌های زندگی یکی از مهم‌ترین فعالیت‌های بیمه‌ای است. بیمه زندگی قراردادی است که به موجب آن بیمه‌گر در ازای دریافت حق بیمه، متعهد می‌شود در صورت فوت یا حیات بیمه شده یا در انقضای مدت بیمه، سرمایه‌ای را به صورت یکجا به ذی‌نفع یا استفاده‌کننده بیمه‌نامه پرداخت کند. مهم‌ترین وظیفه شرکت‌های بیمه‌های زندگی، جابه‌جایی پس‌اندازهای مردم (به ویژه طبقات پایین و متوسط) به طرف سرمایه‌گذاری است. نتیجه این جابه‌جایی البته اگر به درستی مورد استفاده قرار گیرد، رشد اقتصادی خواهد بود. همچنین رشد سریع بازار بیمه زندگی راه دیگری برای تامین مالی شرکت‌ها است (وب و همکارانش، ۲۰۰۲؛ وارد و زوربرگ، ۲۰۰۰ و بک و وب، ۲۰۰۳).

آرنا (۲۰۰۸) استدلال کرد که شرکت‌های بیمه زندگی به دلیل پس‌اندازهای متوسط می‌توانند با رقابت کردن، سهم بانکداری را کاهش دهند. بنابراین، حمایت از اثر پس‌اندازهای جایگزین توسط سومگی و هایس (۲۰۰۸) مطرح شد. همچنین وب و همکارانش (۲۰۰۲) استدلال کردند که بانکداری و بیمه به سه طریق مختلف می‌توانند یکدیگر را تکمیل کنند؛ اول، اهمیت شرکت‌های بیمه زندگی نسبت به بانک‌ها بستگی به مرحله توسعه اقتصادی دارد. درحالی که شرکت‌های بیمه زندگی سرمایه‌های بلندمدت فراهم می‌کنند (برای مثال وثیقه‌های تجاری و اوراق قرضه بلندمدت)، بانک‌ها به‌خاطر سرمایه‌های کوتاه‌مدت خود شناخته می‌شوند (وام‌های تجاری و شخصی، اعتبارنامه‌ها و اوراق اعتباری کوتاه‌مدت). دوم، به دلیل آنکه بیمه به وام‌دهنده کمک می‌کند تا از صدمه به‌داری و عدم بازپرداخت وام محافظت کند. بانک‌ها اغلب اعتبارات را در صورت وجود شواهدی از بیمه ارائه می‌دهند. سوم، در حالی که بانک‌ها و شرکت‌های بیمه‌ای هر دو پس‌اندازهای شخصی را تسهیل می‌کنند، خدماتی که آن‌ها ارائه می‌کنند جداگانه است و جایگزین هم نمی‌شوند.

آرنا (۲۰۰۸) معتقد بود که توسعه بازار بیمه سهام با توسعه بانکداری از طریق انتقال ریسک و تامین نقدینگی دست به دست می‌شود. به این ترتیب ارتباط میان بیمه زندگی و بانکداری مبهم باقی می‌ماند و بنابراین می‌توان از طریق یک تابع CES ارتباط آن‌ها را به صورت معادله (۵) نشان داد که در آن  $BS_t$  و  $LI_t$  به ترتیب منابع پس‌انداز از طریق بانک و بیمه‌ی زندگی را نشان می‌دهند.

$$S_t = S(BS_t, LI_t) = [\gamma BS_t^\theta + \delta LI_t^\theta]^\frac{1}{\theta} \quad (۵)$$

با جایگزین کردن معادله (۵) در معادله (۴)، معادله (۶) به دست خواهد آمد که بیان می‌کند تامین مالی غیرمستقیم در دست شرکت‌های بیمه و بانک‌ها است و نیز امکان ترکیب آن‌ها را نشان می‌دهد.

$$S_t = S(BS_t, LI_t) = [\gamma BS_t^\theta + \delta LI_t^\theta]^\frac{1}{\theta} \quad (۶)$$

با جایگزینی معادله (۶) در معادله (۳)، معادله (۷) را خواهیم داشت که نشان می‌دهد بانکداری، بیمه زندگی و بازار سهام سه منبع تامین مالی سرمایه گذاری در شرکت‌ها هستند.

$$I_t = SF(INDF_t, DF_t) = [\beta DF_t^\rho + \alpha \theta^\rho [\gamma BS_t^\theta + \delta LI_t^\theta]^\frac{\rho}{\theta}]^\frac{1}{\rho} \quad (۷)$$

با در نظر گرفتن معادلات (۱) تا (۷)، نرخ رشد تولید به صورت معادله (۸) به دست می‌آید که در آن  $g_{t+1}$  دلالت بر نرخ رشد اقتصادی دارد.

$$g_{t+1} = A \frac{I_t}{Y_t} - \delta = A \frac{[\beta DF_t^\rho + \alpha \theta^\rho [\gamma BS_t^\theta + \delta LI_t^\theta]^\frac{\rho}{\theta}]^\frac{1}{\rho}}{Y_t} - \delta \quad (۸)$$

رشد پایدار تولید نیز از طریق معادله (۹) به دست می‌آید که در آن  $bs = BS/Y$ ،  $sm = DF/Y$  و  $li = LI/Y$  به ترتیب نشان‌دهنده مقادیر باثبات بخش بانکداری به تولید، فعالیت‌های بیمه‌ی زندگی به تولید و بازار سهام به تولید است. به بیان دیگر، مفهوم معادله (۹) این است که بانک‌ها، بیمه زندگی و بازار سهام به طور همزمان بر رشد اقتصادی تاثیرگذار هستند. بنابراین، بررسی ارتباط بین تامین مالی و رشد اقتصادی بدون در نظر گرفتن هر یک از این سه بازار ممکن است منجر به نتایج تورش‌دار شود.

$$g = A\{\alpha\theta^p[\gamma(bs)^\theta + \delta(li)^\theta]^\frac{p}{\theta} + \beta(sm)^p\}^\frac{1}{p} - \delta \quad (9)$$

#### ۴- روش شناسی تحقیق

در این مطالعه با بهره‌گیری از نظریات و مطالعات تجربی مختلف، مولفه‌های موثر بر رشد اقتصادی به لحاظ نظری به صورت معادله (۱۰) در نظر گرفته شده است. نمونه آماری مورد مطالعه شامل ۱۸ کشور توسعه یافته و ۲۰ کشور در حال توسعه است که در آن  $Gr_{it}$  رشد اقتصادی (به عنوان شاخص توسعه اقتصادی)،  $Pr_{it}$  اعتبار خصوصی،  $Tov_{it}$  نسبت گردش معاملات،  $Lip_{it}$  بیمه زندگی،  $Tr_{it}$  درجه باز بودن اقتصاد و  $Gov_{it}$  مخارج دولت در کشور  $i$  و در سال  $t$  است.

$$Gr_{it} = f(Pr_{it}, Tov_{it}, Lip_{it}, Tr_{it}, Gov_{it}) \quad (10)$$

بر اساس مبانی نظری مطرح شده در بخش قبل و براساس مبانی علم اقتصاد، می‌توان ارتباط و اثر هر یک از متغیرهای مستقل با متغیر وابسته را در قالب روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM)<sup>۱</sup> مورد بررسی قرار داد. کاسلی و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۹۶) برای اولین بار از روش GMM داده‌های تابلویی پویا در برآورد مدل‌های رشد اقتصادی استفاده کردند. براساس دیدگاه ساچز<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) نیز باید عوامل موثر بر رشد اقتصادی و درآمد سرانه را با مدل‌های پویا انجام داد.

در روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) روابط با حضور متغیر وابسته باوقفه در بین متغیرهای توضیحی مشخص می‌شود. روش GMM هنگامی به کار می‌رود که تعداد مقاطع (N) از تعداد سال‌ها (T) بیشتر باشد (N>T) (بالتاجی<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸). به طور کلی روش GMM نسبت به روش‌های دیگر دارای مزایای مانند حل مشکل درون‌زا بودن متغیرهای توضیحی، کاهش یا رفع هم‌خطی در مدل، حذف متغیرهای ثابت در طی زمان و افزایش بعد زمانی متغیرها است.

1- Generalized Method of Moments

2- Caselli *et al.*

3- Sachs

4- Baltagi

دو روش برای برآورد مدل در روش GMM وجود دارد؛ مبنای اولیه مدل‌های GMM پویا توسط آرلاندو-باند<sup>۱</sup> (۱۹۹۱) مطرح شد که به روش GMM تفاضلی مرتبه اول معروف است. آرلاندو-باور<sup>۲</sup> (۱۹۹۵) و بلوندل-باند<sup>۳</sup> (۱۹۹۸) روش GMM متعامد را ارائه کردند. تفاوت این دو روش براساس شیوه‌ای است که تاثیرات فردی<sup>۴</sup> در مدل گنجانده می‌شود. در روش آرلاندو-باند از تمام مجموع وقفه‌های موجود به عنوان متغیر ابزاری استفاده می‌شود و در روش آرلاندو-باور و بلوندل-باند از سطوح وقفه‌دار به عنوان متغیر ابزاری استفاده می‌شود. سازگاری تخمین‌زننده‌های GMM بستگی به معتبر بودن ابزارهای به کار رفته دارد. برای این منظور از آماره پیشنهاد شده توسط آرلاندو-باور (۱۹۹۵) و بلوندل-باند (۱۹۹۸) استفاده می‌شود. این آزمون که سارگان نام دارد اعتبار کل ابزارهای به کار رفته را می‌سنجد. آماره آزمون سارگان از توزیع  $\chi^2$  با درجات آزادی برابر محدودیت‌های بیش از حد مشخص برخوردار است، فرضیه صفر مبنی بر همبسته بودن پسماندها با متغیرهای ابزاری را رد می‌کند.

با توجه به مطالعات بک و همکاران (۲۰۰۰) و لوآیزا و رانسیر<sup>۵</sup> (۲۰۰۶) متغیر اعتبار خصوصی برابر با نسبت اعتبارات بانک‌های سپرده‌پذیر و سایر موسسات مالی به تولید ناخالص داخلی است. این نسبت به عنوان شاخص توسعه مالی در نظر گرفته می‌شود. همچنین بک و لوین (۲۰۰۴) و آرنا (۲۰۰۸)، نسبت گردش معاملات<sup>۶</sup> را برابر با نسبت ارزش معاملاتی سالانه سهام داخلی در بورس اوراق بهادار به ارزش سهام داخلی در انتهای سال در نظر گرفتند که این نسبت به عنوان شاخص نقدینگی بازار مورد استفاده قرار می‌گیرد. متغیر بیمه نیز برابر با نسبت بیمه زندگی به تولید ناخالص داخلی است و برای اندازه‌گیری فعالیت بیمه نسبت به اندازه اقتصاد استفاده می‌شود.

در زمینه کنترل عوامل بالقوه رشد اقتصادی با پیروی از پژوهش‌های صورت گرفته توسط راجان و زینگالس<sup>۷</sup> (۲۰۰۳)، بک و لوین (۲۰۰۴)، لوآیزا و رانسیر (۲۰۰۶) و آرنا

- 
- 1- Arellano and Bond
  - 2- Arellano and Bover
  - 3- Blundell and Bond
  - 4- Individual Effects
  - 5- Loayza and Ranciere
  - 6- Turnover Ratio
  - 7- Rajan and Zingales

## اثرات پویای نهادهای مالی بر رشد اقتصادی ... ۱۲۹

(۲۰۰۸) نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی (درجه باز بودن اقتصاد) و نسبت مخارج دولت به GDP به عنوان متغیرهای کنترلی اضافه می‌شود. اثر مخارج دولت بر رشد اقتصادی تا حدودی پیچیده است. براساس کار بارو و سالای مارتین<sup>۱</sup> (۱۹۹۵) در صورتی که مخارج دولت در بخش‌های مولد مانند آموزش و زیرساخت‌ها صرف شود، می‌تواند اثر مثبت بر رشد اقتصادی داشته باشد. در مقابل، اگر مخارج دولت صرف بخش‌های غیرمولد شود با ایجاد اثر جایگزینی برای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و همچنین ایجاد فشارهای تورمی ناشی از تامین پولی کسری بودجه، اثر منفی بر رشد اقتصادی خواهد داشت.

### ۵- نتایج تحقیق

این مطالعه به بررسی ارتباط همزمان بخش‌های بانک، بیمه زندگی و بازار سهام بر رشد اقتصادی در کشورهای توسعه یافته (۱۸ کشور)<sup>۲</sup> و در حال توسعه (۲۰ کشور)<sup>۳</sup> طی سال‌های ۲۰۱۶-۲۰۰۰ می‌پردازد. اطلاعات مربوط به این متغیرها از بانک جهانی گرفته شده است. قبل از اینکه به صورت تجربی رابطه فوق مورد بررسی قرار گیرد، ابتدا به بررسی وضعیت آماره‌های مورد استفاده در این مقاله پرداخته می‌شود. جدول (۱) خلاصه‌ای از وضعیت متغیرهای تحقیق را ارائه می‌دهد.

نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان می‌دهد که میانگین نرخ رشد اقتصادی در دوره زمانی مورد بررسی در کشورهای در حال توسعه ۲/۲۸ و در کشورهای توسعه یافته ۱/۲۷ درصد بوده است. دامنه نوسانات این متغیر در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته به ترتیب از ۱۴- تا ۱۵ درصد و از ۸- تا ۱۳ درصد در تغییر بوده است. همچنین میانگین متغیر اعتبار خصوصی در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته به ترتیب حدود ۵۱/۳۷ و ۱۱۵/۱۳ درصد بوده است و دامنه نوسانات آن در این کشورها به ترتیب از ۹ تا ۱۵۰ درصد و از ۲۴ تا

---

1- Barro and Sala-i-Martin

۲- استرالیا، اتریش، بلژیک، کانادا، فرانسه، آلمان، یونان، ایتالیا، ژاپن، کره جنوبی، هلند، تروژ، پرتغال، سنگاپور، اسپانیا، انگلیس و آمریکا

۳- آرژانتین، برزیل، هند، فیلیپین، آفریقای جنوبی، تایلند، صربستان، روسیه، پرو، مصر، اندونزی، ایران، کویت، مالزی، عمان، پاکستان، قطر، عربستان، ترکیه و امارات

۱۳۰ فصلنامه علمی پژوهشنامه اقتصادی، سال نوزدهم، شماره ۷۵، زمستان ۱۳۹۸

۲۱۹ درصد در تغییر بوده است. میانگین نسبت گردش معاملات در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته نیز حدود ۲۹/۴۰ و ۹۴/۲۵ درصد بوده است. همچنین دامنه نوسانات در این کشورها به ترتیب از ۰ تا ۳۷۲ درصد و ۳ تا ۹۵۳ درصد در تغییر بوده است. میانگین بیمه زندگی در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته نیز حدود ۱/۳۲ و ۴/۸۹ درصد بوده است. میانگین درجه باز بودن اقتصاد در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته نیز حدود ۷۱/۵۸ و ۱۰۳/۱۷ درصد بوده است. این رقم نشان می‌دهد حجم واردات و صادرات نسبت به GDP در کشورهای مورد بررسی درصد بالایی است. همچنین دامنه نوسانات این متغیر به صورت درصدی از GDP نیز در کشورهای مورد مطالعه به ترتیب از ۰ تا ۲۲۰ درصد و از ۱۹ تا ۴۴۲ درصد در نوسان بوده است. میانگین مخارج دولت در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته به ترتیب ۱۴/۶۱ و ۱۸/۴۵ درصد بوده است.

جدول (۱): بررسی آماره‌های توصیفی تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	حداقل مقدار	حداکثر مقدار
کشورهای در حال توسعه					
<b>Gr</b>	۳۳۸	۲/۲۸	۴/۰۴	-۱۴/۷۸	۱۵/۹۵
<b>Pr</b>	۳۱۹	۵۱/۳۷	۳۴/۶۷	۹/۲۷	۱۵۰/۲۱
<b>Tov</b>	۳۰۲	۲۹/۴۰	۳۹/۶۵	۰/۲۲	۳۷۲/۲۵
<b>Lip</b>	۳۱۴	۱/۳۲	۲/۶۱	۰/۱	۱۵/۷۸
<b>Tr</b>	۳۳۹	۷۱/۵۸	۴۱/۹۲	۰	۲۲۰/۴۰
<b>Gov</b>	۳۳۸	۱۴/۶۱	۴/۶۴	۶/۱۳	۳۰/۱۱
کشورهای توسعه یافته					
<b>Gr</b>	۳۰۶	۱/۲۷	۲/۴۹	-۸/۹۹	۱۳/۲۱
<b>Pr</b>	۲۸۰	۱۱۵/۱۳	۴۱/۶۶	۲۴/۷۸	۲۱۹/۱۲
<b>Tov</b>	۲۹۲	۹۴/۲۵	۱۱۷/۹۹	۳/۸۱	۹۵۲/۶۶
<b>Lip</b>	۲۸۷	۴/۸۹	۲/۵۲	۰	۱۴/۷
<b>Tr</b>	۳۰۵	۱۰۳/۱۷	۱۰۰/۰۸	۱۹/۷۹	۴۴۲/۶۲
<b>Gov</b>	۳۰۵	۱۸/۴۵	۴/۰۰	۸/۴۱	۲۶/۴۸

ماخذ: یافته‌های پژوهش

### اثرات پویای نهادهای مالی بر رشد اقتصادی ... ۱۳۱

وضعیت مانایی متغیرها و درجه انباشتگی آن‌ها بر پایه دو آزمون متعارف آیم-پسران-شین<sup>۱</sup> (IPS) و لوین-لین-چو<sup>۲</sup> (LLC) مورد آزمون قرار گرفته است. واضح است در صورتی که بر پایه آزمون‌های فوق متغیرها ریشه واحد داشته باشند و نیاز به یک بار تفاضل‌گیری باشد، درجه انباشتگی یک (I(1)) است. در صورتی که بر پایه آزمون‌های فوق متغیر مانا باشند، آنگاه درجه انباشتگی آن متغیر صفر (I(0)) خواهد بود. همان‌گونه که نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد برخی از متغیرها مانا و برخی نامانا هستند. نتایج آزمون مانایی در سطح و با یک بار تفاضل‌گیری به ترتیب جدول‌های (۲) و (۳) گزارش شده است.

جدول (۲) نتایج آزمون ریشه واحد

متغیر	Gr	Pr	Tov	Lip	Tr	Gov
آماره IPS	-۵/۴۹ (۰/۰۰)	-۰/۴۲ (۰/۳۳)	-۳/۲۱ (۰/۰۰)	-۲/۷۷ (۰/۰۰)	-۰/۱۹ (۰/۴۲)	-۰/۶۳ (۰/۲۶)
نتیجه - آزمون	I(0)	I(1)	I(0)	I(0)	I(1)	I(1)
کشورهای توسعه یافته	آماره LLC	-۷/۰۲ (۰/۰۰)	-۲۹ (۰/۳۸)	-۳/۹۵ (۰/۰۰)	-۴/۷۵ (۰/۰۰)	-۲/۹۸ (۰/۰۰)
نتیجه آزمون	I(0)	I(1)	I(0)	I(0)	I(0)	I(1)
آماره IPS	-۷/۵۹ (۰/۰۰)	۳/۱۸ (۰/۹۹)	-۲/۶۲ (۰/۰۰)	-۰/۲۷ (۰/۳۹)	۰/۰۲ (۰/۵۱)	۰/۴۷ (۰/۶۸)
نتیجه آزمون	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)
کشورهای در حال توسعه	آماره LLC	-۹/۵۶ (۰/۰۰)	۰/۴۹ (۰/۶۸)	-۴/۷۸ (۰/۰۰)	-۰/۷۷ (۰/۲۲)	-۱/۷۳ (۰/۰۴)
نتیجه آزمون	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)

نکته: مقادیر داخل پرانتز نشان‌دهنده احتمال مربوط به آمارهای تحقیق است.

ماخذ: یافته‌های پژوهش

1- Im-Pesaran -Shin Panel Unit Root Test

2- Levin-Lin-Chu Panel Unit Root Test

۱۳۲ فصلنامه علمی پژوهشنامه اقتصادی، سال نوزدهم، شماره ۷۵، زمستان ۱۳۹۸

جدول (۳): آزمون مانایی با یکبار تفاضل گیری

Gov	Tr	Lip	Tov	Pr	Gr	متغیر	
-۷/۷۰ (۰/۰۰)	-۱۱/۰۱ (۰/۰۰)	-	-	-۳/۴۴ (۰/۰۰)	-	آماره IPS	کشورهای توسعه یافته
(I(0))	(I(0))	-	-	(I(0))	-	نتیجه آزمون	
۹/۶۱ (۰/۰۰)	-	-	-	-۲/۷۵ (۰/۰۰)	-	آماره LLC	
(I(0))	-	-	-	(I(0))	-	نتیجه آزمون	
-۹/۳۲ (۰/۰۰)	-۸/۷۸ (۰/۰۰)	-۱۱/۱۷ (۰/۰۰)	-	-۴/۱۴ (۰/۰۰)	-	آماره IPS	کشورهای در حال توسعه
(I(0))	(I(0))	(I(0))	-	(I(0))	-	نتیجه آزمون	
-۱۱/۳۱ (۰/۰۰)	-۱۱/۳۹ (۰/۰۰)	-۱۲/۴۶ (۰/۰۰)	-	-۵/۱۴ (۰/۰۰)	-	آماره LLC	
(I(0))	(I(0))	(I(0))	-	(I(0))	-	نتیجه آزمون	

نکته: مقادیر داخل پرانتز نشان دهنده احتمال مربوط به آمارهای تحقیق است.

ماخذ: یافته‌های پژوهش

در ادامه به منظور بررسی درجه همبستگی بین متغیرها، آزمون همبستگی در جدول‌های (۴) و (۵) به ترتیب برای کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد که درجه همبستگی خطی بین متغیرهای توضیحی بالا نیست و لذا می‌توان گفت هم خطی بین متغیرهای توضیحی وجود ندارد.



### اثرات پویای نهادهای مالی بر رشد اقتصادی ... ۱۳۳

جدول (۴): همبستگی بین متغیرها کشورهای در حال توسعه

	Gr	Pr	Tov	Lip	Tr	Gov
Gr	۱	-	-	-	-	-
Pr	-۰/۰۹۸۹	۱	-	-	-	-
Tov	۰/۲۱۷۲	۰/۳۹۰۷	۱	-	-	-
Lip	۰/۱۷۲۶	۰/۲۹۲۶	۰/۴۴۴۹	۱	-	-
Tr	۰/۲۷۹۹	۰/۰۳۴۷	۰/۴۹۲۷	۰/۳۲۸۷	۱	-
Gov	-۰/۴۳۳۴	-۰/۲۴۹۱	-۰/۶۰۱۴	-۰/۲۸۷۰	-۰/۶۱۶۷	۱

ماخذ: یافته‌های پژوهش

جدول (۵): همبستگی بین متغیرها کشورهای توسعه یافته

	Gr	Pr	Tov	Lip	Tr	Gov
Gr	۱	-	-	-	-	-
Pr	-۰/۱۱۸۱	۱	-	-	-	-
Tov	۰/۰۹۶	۰/۴۴۴۷	۱	-	-	-
Lip	۰/۰۱۴۰	۰/۱۳۰۲	۰/۲۰۴۹	۱	-	-
Tr	-۰/۰۹۸۹	۰/۵۵۷۴	۰/۱۱۹۹	۰/۰۶۹۴	۱	-
Gov	-۰/۰۸۱۹	۰/۳۰۸۰	۰/۲۲۸۰	۰/۱۷۱۴	-۰/۰۳۴۹	۱

ماخذ: یافته‌های پژوهش

در ادامه در جدول (۴) نتایج آزمون هم‌انباشتگی پدرونی گزارش شده است. براساس نتایج هم‌انباشتگی وجود رابطه تعادلی بلندمدت بین متغیرهای مدل در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته، براساس آماره‌های فیلپس-پرون اصلاح شده، فیلپس-پرون و دیکی-فولر تعمیم یافته در سطح ۱ درصد پذیرفته می‌شود. نتایج حاصل از برآورد مدل گشتاورهای تعمیم یافته کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه در جدول (۷) گزارش شده است.

۱۳۴ فصلنامه علمی پژوهشنامه اقتصادی، سال نوزدهم، شماره ۷۵، زمستان ۱۳۹۸

جدول (۶): نتایج آزمون هم‌انباشتگی پدرونی

آماره/آزمون/کشور	کشورهای در حال توسعه	کشورهای توسعه یافته
	آزمون پدرونی	
آماره فیلیپس-پرون اصلاح شده	۳/۲۷ (۰/۰۰)	۴/۲۶ (۰/۰۰)
آماره فیلیپس-پرون	-۱۳/۶۱ (۰/۰۰)	-۶/۳۴ (۰/۰۰)
آماره دیکی-فولر تعمیم یافته	-۱۲/۵۱ (۰/۰۰)	-۵/۹۲ (۰/۰۰)

نکته: مقادیر داخل پراتنز نشان‌دهنده احتمال مربوط به آمارهای تحقیق است.  
ماخذ: یافته‌های پژوهش

جدول (۷): نتایج برآورد مدل به روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM)

متغیر توضیحی	کشورهای توسعه یافته	کشورهای در حال توسعه
Gr(-1) وقفه متغیر وابسته	-۰/۱۴۴* (-۴/۲۷)	۰/۱۸۸* (۶/۷۶)
Pr اعتبار خصوصی	-۰/۰۴۵* (-۵/۸۲)	-۰/۳۲۱* (-۷/۱۵)
Tov نسبت گردش معاملات	-۰/۰۰۱ (-۰/۸۷)	۰/۰۳۲* (۳/۸۴)
Lip بیمه زندگی	۰/۷۴۴* (۵/۳۲)	-۰/۲۵۶ (-۰/۳۶)
Tr درجه باز بودن اقتصاد	۰/۰۴۲* (۷/۹۶)	۰/۱۳۴* (۳/۳۳)
Gov مخارج مصرفی دولت	-۱/۰۹۵* (-۷/۸۱)	-۰/۹۳* (-۷/۲۰)
آزمون سارگان	آماره (j statistic)	
تعداد مشاهدات	۲۵۰	۲۵۹
تعداد کشورها	۲۲	۳۰

نکته: \*، \*\* و \*\*\* معنی‌داری در سطح ۱، ۵ و ۱۰ درصد را نشان می‌دهد. همچنین اعداد داخل پراتنز نشان‌دهنده آماره t است.  
ماخذ: یافته‌های پژوهش

## اثرات پویای نهادهای مالی بر رشد اقتصادی ... ۱۳۵

همان گونه که در جدول (۷) مشاهده می‌شود اثر متغیر اعتبار خصوصی و مخارج مصرفی دولت برای هر دو گروه کشورها (توسعه یافته و در حال توسعه) منفی و معنادار است. سسجتی و کروی (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که اثر منفی تامین مالی بر رشد اقتصادی زمانی که اعتبار ارائه شده به بخش خصوصی به ۹۰ درصد تولید ناخالص داخلی برسد، شروع می‌شود. آرکاند و همکاران (۲۰۱۱) نشان دادند زمانی که حجم اعتبار خصوصی به صد درصد تولید ناخالص داخلی برسد، توسعه مالی مانع رشد اقتصادی می‌شود و به این نتیجه می‌رسد که در سطوح متوسط تامین مالی، رابطه مثبت بین اندازه سیستم مالی و رشد اقتصادی وجود دارد. آن‌ها همچنین نشان می‌دهند که در سطوح بالای عمق مالی، تامین مالی بیشتر با رشد کمتر همراه است. بک و همکاران (۲۰۰۰) نشان دادند که تامین مالی بیشتر می‌تواند منجر به یک توزیع نامناسب منابع و بی‌ثباتی مالی شود که به نوبه خود به اقتصاد آسیب می‌رساند. همچنین ارائه وام‌های بسیار بزرگ در بازارهای اعتباری باعث تحریک بازارهای سرمایه‌گذاری و به نوبه خود افزایش توسعه اقتصادی کوتاه مدت می‌شود. با این حال، در بلندمدت، حجم بسیار زیاد وام‌ها می‌تواند منجر به نوسانات اقتصادی، تخصیص نامناسب منابع و افزایش احتمال بحران مالی و در نتیجه مانع رشد اقتصادی بلندمدت شود (آرکاند و همکاران، ۲۰۱۱).

تامین مالی بیش از حد<sup>۱</sup> با توجه به بیشتر بودن میانگین اعتبار خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی نشان می‌دهد زمانی که اندازه وام‌های ارائه شده توسط واسطه‌های مالی از مقیاس اقتصادی آن فراتر رود، می‌تواند به اقتصاد آسیب برساند. استرلی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) به این نتیجه رسیدند زمانی که اعتبار اختصاص یافته به بخش خصوصی به صد درصد تولید ناخالص داخلی برسد، نوسانات رشد تولید شروع به افزایش می‌کند. آرکاند و همکاران (۲۰۱۱) نشان دادند که تامین مالی بیش از حد منجر به نوسانات اقتصادی و تخصیص نامناسب منابع می‌شود و احتمال سقوط اقتصاد را افزایش می‌دهد. راجان<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) نشان داد که توسعه بیش از حد واسطه‌گری مالی، احتمال ایجاد بحران‌های مالی فاجعه بار را افزایش می‌دهد. بزمر و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) نشان دادند که نسبت بالای

---

1- Too Much Finance

2- Easterly *et al.*

3- Rajan

4- Bezemer *et al.*

سرمایه‌های مالی به تولید ناخالص داخلی ممکن است رشد را کاهش دهد. لو و سینگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) تاکید کردند که تامین مالی زیاد لزوماً برای رشد اقتصادی خوب نیست. این مطالعات دیدگاه دیگری در رابطه تامین مالی با رشد ارائه می‌دهد؛ به این معنا که تامین مالی بیش از حد مانع رشد اقتصادی می‌شود. بنابراین، اثر منفی اعتبار خصوصی بر رشد که در کشورهای توسعه یافته نشان داده شده است، ممکن است در کشورهایی که موسسات مالی وام‌های زیادی را به بخش خصوصی ارائه می‌دهد نیز صورت گیرد.

تأثیر منفی توسعه بانکداری بر رشد برای کشورهای در حال توسعه ممکن است نتیجه-ی ضعف نظارت قانونی و مالی در این کشورها باشد (میشکین<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷). دی گرگوریو و گویادوتی (۱۹۹۵) نشان دادند که اثر منفی توسعه بانکداری بر رشد می‌تواند به سیستم نظارتی ضعیف برگردد. چنگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) نشان دادند که کشورهای در حال توسعه معمولاً از بحران‌های مالی مکرر رنج می‌برند. همچنین متغیر نسبت گردش معاملات به GDP برای کشورهای در حال توسعه دارای ارتباط مثبت و معنادار با رشد اقتصادی است. درحالی که برای کشورهای توسعه یافته معنادار نیست.

نسبت گردش معاملات عبارت است از سرعتی که با آن دارایی‌ها می‌تواند به پول نقد تبدیل شود (لوین و زروس، ۱۹۹۸). بنابراین، افزایش نقدینگی بازارهای سهام می‌تواند میزان پس‌انداز را کاهش دهد (آرستیس و همکاران، ۲۰۰۱) و ایده کنترل شرکتی را تقویت کند (فروش آسان سهام می‌تواند منجر به ناکارآمدی حاکمیت شرکتی شده و در نتیجه مانع رشد اقتصادی شود) (جنسن و مورفی، ۱۹۹۰).

آرستیس و همکاران در سال ۲۰۰۱ نشان دادند که افزایش نقدینگی ممکن است تأثیر منفی بر رشد از سه کانال داشته باشد؛ ۱- افزایش نقدینگی بازارهای سهام می‌تواند با افزایش بازده سرمایه‌گذاری، نرخ‌های پس‌انداز را کاهش دهد. ۲- افزایش نقدشوندگی بازارهای سهام می‌تواند منجر به کاهش پس‌انداز شود به دلیل اینکه تقاضا برای پس-اندازهای احتیاطی کاهش می‌یابد. ۳- نقدینگی بالای بازار سهام می‌تواند ایده کنترل شرکتی را تشویق کند. درمقابل، برای کشورهای در حال توسعه، اثر مثبت نقدینگی بازار

---

1- Law and Singh

2- Mishkin

3- Cheng *et al.*

## اثرات پویای نهادهای مالی بر رشد اقتصادی ... ۱۳۷

سهام بر اثر منفی آن غلبه می‌کند که به نوبه خود رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد. در کشورهای در حال توسعه مکانیسم‌ها و زیرساخت‌های لازم برای تخصیص کارای منابع از طریق بانک‌ها وجود ندارد. در حالی که در ساختار بازار سرمایه با توجه به ماهیتی که براساس بازار در این حوزه شکل گرفته است، مکانیسم‌ها و زیرساخت‌های لازم برای تخصیص کارای منابع در خود ساختار بازار سرمایه نهفته است. بنابراین، طبیعی است که ساختار بازار محوری سیستم‌های مالی در این کشورها عملکرد بهتری داشته باشد. متغیر مجموع نسبت واردات و صادرات به صورت درصدی از GDP که به عنوان درجه باز بودن اقتصاد در نظر گرفته شده برای هر دو گروه کشورها دارای ارتباط مثبت و معنادار با رشد اقتصادی است.

اثر متغیر بیمه زندگی در کشورهای توسعه یافته مثبت و معنادار ولی در کشورهای در حال توسعه به دلیل نداشتن بازار منسجم در این زمینه تاثیر معناداری بر رشد نداشته است. نتایج نشان می‌دهد که بیمه زندگی رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد و اشاره به این دارد که توسعه بازار بیمه زندگی یک سیاست بلندمدت است. همچنین برای کشورهای توسعه یافته رشد دوره قبل، رشد اقتصادی را کاهش داده است. براساس نتایج حاصل از آزمون سارگان، متغیرهای ابزاری به کار گرفته شده در تخمین مدل از اعتبار لازم برخوردار هستند (هیچ گونه ارتباطی میان اجزای خطا و ابزارهای به کار گرفته شده وجود ندارد).

## ۶- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

توسعه مالی و رشد اقتصادی از جمله مباحثی است که در حوزه ادبیات اقتصادی توجه بسیاری از اقتصاددانان را به خود معطوف کرده است. نرخ رشد اقتصادی یک کشور بسیار حائز اهمیت بوده و شاید یکی از مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر رفاه اجتماعی انسان‌ها باشد، بنابراین دستیابی به رشد مستمر و مداوم و مرحله بالاتر آن یعنی توسعه اقتصادی را می‌توان از زمره اهدافی قلمداد کرد که تمامی کشورها در پی رسیدن به آن هستند. به همین دلیل شناسایی عوامل اثرگذار بر رشد اقتصادی برای رسیدن به این امر مهم بسیار حائز اهمیت است. بازارهای مالی در تجهیز و هدایت وجوه موجود در اقتصاد به سمت بخش‌های تولیدی و صنعتی و به تبع آن بهبود رشد اقتصادی نقش کلیدی دارند تا جایی که در

دیدگاه برخی اقتصاددانان، گسترش بازارهای مالی، موتور محرک رشد اقتصادی است. این مطالعه اثرات بانک، بازار سهام و بیمه زندگی بر رشد اقتصادی براساس داده‌های پانل ۳۸ کشور (توسعه یافته ۱۸ کشور) و در حال توسعه (۲۰ کشور) طی دوره ۲۰۱۶-۲۰۰۰ را بررسی می‌کند.

نتایج حاصل از برآورد مدل به این صورت است که در کشورهای توسعه یافته متغیرهای اعتبار خصوصی و مخارج دولت تاثیر منفی و معنادار بر رشد اقتصادی دارند، تاثیر درجه بازبودن اقتصاد و بیمه زندگی بر رشد مثبت و معنادار هستند و نسبت گردش معاملات تاثیر معناداری بر رشد نداشته است. در کشورهای در حال توسعه تاثیر متغیرهای نسبت گردش معاملات، درجه باز بودن اقتصاد مثبت و معنادار است، متغیر اعتبار خصوصی و مخارج دولت تاثیر منفی و معنادار بر رشد اقتصادی دارند و متغیر بیمه زندگی تاثیر معناداری روی رشد اقتصادی نداشته است. از مقایسه تخمین مدل کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته این نتیجه به دست می‌آید که برای کشورهای توسعه یافته، بیمه زندگی باعث تسریع رشد اقتصادی می‌شود درحالی که اثرات اعتبار خصوصی بر رشد اقتصادی منفی است و بازار سرمایه تاثیر معناداری بر رشد نداشته است.

به منظور دستیابی به رشد پایدار، دولت‌ها باید به تقویت توسعه بخش بیمه زندگی توجه کنند و به آرامی وام‌های خصوصی را کنترل کنند. برای کشورهای در حال توسعه نتایج نشان می‌دهد که نسبت گردش معاملات بازار سرمایه رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد درحالی که اثر اعتبار خصوصی بر رشد اقتصادی منفی است و بیمه زندگی تاثیر معناداری بر رشد اقتصادی نداشته است. از این رو، افزایش نقدینگی بازار سهام و کاهش وام‌های خصوصی به ترویج رشد اقتصادی کمک خواهد کرد. این کشورها باید علاوه بر تمرکز بر افزایش کیفیت و دید همه جانبه به بخش مالی، توجه بیشتری به گسترش بازار سرمایه نسبت به بانک داشته باشند و بار تامین مالی مورد نیاز برای رشد را از بانک‌ها به بازار سرمایه منتقل کنند. همچنین تخصیص کارای منابع مالی در بانک‌ها نیازمند مکانیسم‌های قانونی و نهادی گسترده‌تری است و تخصیص کارا در بازار سرمایه به دلیل مکانیسم‌های متفاوت آن به پیش شرط‌های کمتری نیازمند است و در خود ساختار بازار سرمایه نهفته است. علاوه بر این، در کشورهای در حال توسعه پیش شرط‌های نهادی و قانونی لازم برای تخصیص کارای منابع وجود ندارد. در نتیجه این کشورها باید سعی کنند که منابع مالی در

### اثرات پویای نهادهای مالی بر رشد اقتصادی ... ۱۳۹

جریان را بیشتر از کانال‌های بازار سرمایه تخصیص دهند. دولت‌ها در این راستا ضمن اینکه با سیاست‌های خود به توسعه بازار سرمایه کمک می‌کنند باید تلاش کنند که هم منابع بخش خصوصی و هم نیاز به منابع مالی را به سمت بازار سرمایه سوق دهند. البته توجه به بازار سرمایه به معنی رها ساختن بخش بانکی نیست. در بخش بانکی نیز باید تلاش شود که پیش شرط‌های لازم برای تخصیص کارای منابع فراهم شود.

در مجموع نتایج نشان می‌دهد که اثر توسعه فعالیت‌های مالی بر رشد اقتصادی با توجه به دوره، سطوح توسعه مالی و اقتصادی کشورهای مختلف متفاوت است. بنابراین، کشورها باید ابزارهای مالی متفاوتی را برای اطمینان از رشد اقتصادی پایدار اتخاذ کنند.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## منابع

### الف - فارسی

- تقوی، مهدی، حسین امیری و عادل محمدیان (۱۳۹۰)، «توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منا با استفاده از روش پانل GMM»، *مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، شماره ۱۰.
- علیزاده، خادام (۱۳۹۲)، «تاثیر بازار سرمایه بر رشد اقتصادی در ایران (۱۳۷۰-۱۳۹۰) با استفاده از رویکرد تحلیل مولفه‌های اصلی (PCA)»، *پژوهشنامه اقتصادی*، شماره ۵۰، ۸۷-۱۲۱.
- راسخی، سعید و امید رنجبر (۱۳۸۸)، «اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی»، *نشریه دانش و توسعه*، شماره ۲۷، ۲۲-۱.
- شکروی و خضری (۱۳۹۶)، «محاسبه شاخص توسعه مالی و بررسی اثرات متغیر زمانی آن بر رشد اقتصادی با استفاده از مدل TVP-FAVAR»، *پژوهشنامه اقتصادی*، شماره ۶۷، ۳۱۵-۳۴۱.
- مکیان، نظام‌الدین و محمدرضا ایزدی (۱۳۹۴)، «بررسی رابطه توسعه نظام مالی با رشد اقتصادی»، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، شماره ۶۲، ۱۶۲-۱۳۹.

### ب - انگلیسی

- Akinlo, A. E., and Akinlo, O. O. (2009), "Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Seven sub-Saharan African Countries", *Journal of Economics and Business*, 61(2), 162-17110-12.
- Andersen, T. B., and Tarp, F.(2003), "Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth in LDCs". *Journal of International Development: The Journal of the Development Studies Association*, 15(2), 189-209.
- Andini, M., and Andini, C. (2014), "Finance, Growth and Quantile Parameter Heterogeneity", *Journal of Macro Economics*, 40, 308-322.
- Arcand, J. L., Berkes, E., and Panizza, U. (2011), "Too Much Finance?" VoxEU. Org, 7 April.



- Arellano, M., Bond, S., (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data : Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies*, 58(2), p.277.
- Arellano, M., and Bover, O. (1995), "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-components Models", *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Arena, M (2008), Does Insurance Market Activity Promote Economic Growth? A cross-country Study for Industrialized and Developing Countries", *Journal of Risk and Insurance*, 75(4), 921-946.
- Arestis, P., Demetriades, P. O., and Luintel, K. B. (2001), "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, 16-41.
- Atje, R., and Jovanovic, B. (1993), "Stock Markets and Development", *European Economic Review*, 37(2-3), 632-640.
- Baltagi, B. (2008), *Econometric Analysis of Panel Data* ,,John Wiley and Sons.
- Bangake, C., and Eggoh, J. C. (2011), "Further Evidence on Finance-Growth causality: A Panel Data Analysis, *Economic Systems*, 35(2), 176-188.
- Barro, R. J., and Sala-i-Martin, X. (1995), Technological Diffusion, Convergence, and Growth (No. w5151), National Bureau of Economic Research.
- Beck, T., Levine, R., and Loayza, N. (2000), "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 261-300.
- Beck, T., and Levine, R. (2004), "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence", *Journal of Banking and Finance*, 28(3), 423-442.
- Beck, T., and Webb, I. (2003), "Economic, Demographic, and Institutional Determinants of Life Insurance Consumption Across Countries", *The World Bank Economic Review*, 17(1), 51-88.
- Bencivenga, V. R., and Smith, B. D. (1991), "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *The Review of Economic Studies*, 58(2), 195-209.
- Bencivenga, V. R., Smith, B. D., and Starr, R. M. (1996), "Equity Markets, Transactions Costs, and Capital Accumulation: An Illustration", *The World Bank Economic Review*, 10(2), 241-265.
- Berthelemy, J. C., and Varoudakis, A. (1996), "Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development", *Oxford Economic papers*, 48(2), 300-328.
- Bezemer, D. J., Grydaki, M., and Zhang, L. (2014), "Is Financial Development bad for Growth? University of Groningen", Faculty of Economics and Business.

- Bittencourt, M. (2012), "Financial Development and Economic Growth in Latin America: Is Schumpeter right?", *Journal of Policy Modeling*, 34(3), 341-355.
- Blundell, R., and Bond, S. (1998), "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Boyd, J. H., and Prescott, E. C. (1986), "Financial Intermediary-coalitions", *Journal of Economic Theory*, 38(2), 211-232.
- Caselli, F., Esquivel, G., and Lefort, F. (1996), "Reopening the Convergence Debate: A new Look at Cross-country Growth Empirics", *Journal of Economic Growth*, 1(3), 363-389.
- Cecchetti, S. G., & Kharroubi, E. (2012). Reassessing the impact of finance on growth (No. 381). Bank for international settlements.
- Chen, P. F., Lee, C. C., and Lee, C. F. (2012), "How does the Development of the Life Insurance Market Affect Economic Growth? Some International Evidence", *Journal of International Development*, 30(7), 865-893.
- Cheng, S. Y. (2012), "Substitution or Complementary Effects between Banking and Stock Markets: Evidence from Financial Openness in Taiwan", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(3), 508-520.
- Cheng, S. Y., Ho, C. C., and Hou, H. (2014), "The Finance-Growth Relationship and the Level of Country Development", *Journal of Financial Services Research*, 45(1), 117-140.
- Chow, W. W., and Fung, M. K. (2013), "Financial Development and Growth: A Clustering and Causality Analysis", *The Journal of International Trade and Economic Development*, 22(3), 430-453.
- Cooray, A. (2010), "Do Stock Markets lead to Economic Growth?", *Journal of Policy Modeling*, 32(4), 448-460.
- De Gregorio, J., and Guidotti, P. E. (1995), "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, 23(3), 433-448.
- Demirgüç-Kunt, A., and Levine, R. (1996), "Stock Markets, corporate Finance, and Economic Growth: an Overview", *The World Bank Economic Review*, 10(2), 223-239.
- Demetriades, P.O., and Hussein, K. A. (1996), "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-series evidence from 16 Countries", *Journal of Development Economics*, 51(2), 387-411.
- Dey, M. K., and Flaherty, S. (2005), "Stock Exchange Liquidity, Bank Credit, and Economic Growth", In Max Fry Conference on Finance and Development, University of Birmingham, The Business School University House, Birmingham B15 2TT.

- Dorfman, M. S. (2008), *Introduction to Risk Management and Insurance* (Ninth edition), New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Easterly, W., Islam, R., and Stiglitz, J. (2000), "Shaken and Stirred. In Explaining Growth Volatility", Presented at the ABCDE Conference, World Bank
- Enisan, A. A., and Olufisayo, A. O. (2009), "Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from seven sub-Saharan African Countries", *Journal of Economics and business*, 61(2), 162-171.
- Federici, D., and Caprioli, F. (2009), "Financial Development and Growth: An empirical Analysis", *Economic Modelling*, 26(2), 285-294.
- 43- Fink, G., Haiss, P., and Vukšić, G. (2006), "Contribution of Financial Market Segments at Different Stages of Development: Transition, Cohesion and Mature Economies Compared", *Journal of Financial Stability*, 5(4), 431-455.
- Garcia, V. F., and Liu, L. (1999), "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development", *Journal of Applied Economics*, 2(1),
- Greenwood, R., Jin, L., and Shleifer, A., Barberis, N., (2013), "X-CAPM: An Extrapolative Capital Asset Pricing Model (No. w19189)", National Bureau of Economic Research.
- Greenwood, J., and Jovanovic, B. (1990), "Financial Development, Growth, and the distribution of income", *Journal of political Economy*, 98(5, Part 1), 1076-1107.
- Greenwood, J., and Smith, B. D. (1997), "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(1), 145-181.
- Goldsmith, R. W. (1969), *Financial Structure and Economic Growth in Advanced Countries: An Experiment in Comparative Financial Morphology*. In *Capital Formation and Economic Growth* (pp. 112-167), Princeton University Press.
- Han, L., Li, D., Moshirian, F., and Tian, Y. (2010), "Insurance Development and Economic Growth", *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, 35(2), 183-199.
- Hassan, M. K., Sanchez, B., & Yu, J. S. (2011). Financial Development and Economic Growth in the Organization of Islamic Conference Countries التطور المالي والنمو الاقتصادي في دول منظمة المؤتمر الإسلامي. *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 24(1), 145-172.
- Henderson, D. J., Papageorgiou, C., and Parmeter, C. F. (2013), "Who Benefits from Financial Development? New methods, new Evidence", *European Economic Review*, 63, 47-67.

- Herwartz, H., and Walle, Y. M. (2014), "Determinants of the Link between Financial and Economic Development: Evidence from a Functional Coefficient Model", *Economic Modelling*, 37, 417-427.
- Hou, H., and Cheng, S. Y. (2017), "The Dynamic Effects of Banking, Life Insurance, and Stock Markets on Economic Growth", *Japan and the World Economy*, 41, 87-98.
- Jensen, M. C., and Murphy, K. J. (1990), "Performance Pay and Top-management Incentives", *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Kar, M., Nazlıoğlu, Ş., and Ağır, H. (2011), "Financial Development and Economic Growth nexus in the MENA Countries: Bootstrap Panel Granger cCausality Analysis", *Economic Modelling*, 28(1-2), 685-693.
- Khan, A. (2001), "Financial Development and Economic Growth", *Macroeconomic Dynamics*, 5(3), 413-433.
- King, R. G., and Levine, R. (1993a), "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- King, R. G., and Levine, R. (1993b), "Finance, Entrepreneurship and Growth", *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513-542.
- Law, S. H., and Singh, N. (2014), "Does too much Finance harm Economic Growth?", *Journal of Banking and Finance*, 41, 36-44.
- Lee, C. C., Huang, W. L., and Yin, C. H. (2013), "The Dynamic Interactions Among the Stock, Bond and Insurance Markets", *The North American Journal of Economics and Finance*, 26, 28-52.
- Lee, B. S. (2012), "Bank-based and Market-based Financial Systems: Time-series Evidence", *Pacific-Basin Finance Journal*, 20(2), 173-197.
- Levine, R. (1991), "Stock Markets, Growth, and Tax Policy", *The Journal of Finance*, 46(4), 1445-1465.
- Levine, R., and Zervos, S. (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, 537-558.
- Loayza, N.V., Ranciere, R., (2006), "Financial Development, Financial Fragility, and Growth", *J. Money Credit Bank*, 38, 1051-1076.
- Lucas, R., (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *J. Monet. Econ*, 22, 3-42.
- Pagano, M. (1993), "Financial Markets and Growth: An Overview", *European Economic Review*, 37(2-3), 613-622.
- Matei, I. (2013), "Empirical Analysis of the Links between Sovereign Bond Markets and Economic Growth for European non-EMU Countries", *Banks and Bank Systems*, 8(3), 58-71.

- McKinnon, Ronald I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution.
- Mishkin, F. S. (2007), "Is Financial Globalization Beneficial?", *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(2-3), 259-294.
- Mundaca, B. G., (2009), "Remittances, Financial Market Development, and Economic Growth: The Case of Latin America and the Caribbean", *Review of Development Economics*, 13(2), 288-303.
- Naceur, S. B., and Ghazouani, S. (2007), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth: Empirical evidence from the MENA Region", *Research in International Business and Finance*, 21(2), 297-315.
- Narayan, P. K., and Narayan, S. (2013), "The Short-run Relationship between the Financial System and Economic Growth: New Evidence from Regional Panels", *International Review of Financial Analysis*, 29, 70-78.
- Nguyen, Y. N., Avram, K., and Skully, M. T. (2010), "Insurance and Economic Growth: A Cross Country Examination", In Australian Centre for Financial Studies-Finsia Banking and Finance Conference.
- Nili, M., and Rastad, M. (2007), "Addressing the Growth Failure of the Oil Economies: The Role of Financial Development", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46(5), 726-740.
- Njegomir, V., and Stojić, D. (2010), "Does Insurance Promote Economic Growth: The Evidence from Ex-Yugoslavia Region?", *Ekonomiska Misao i Praksa*, (1), 31-48.
- Odedokun, M. O. (1996), "Alternative Econometric Approaches for Analysing the Role of the Financial Sector in Economic Growth: Time-series evidence from LDCs", *Journal of Development Economics*, 50(1), 119-146.
- Patrick, H. T. (1966), "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Change*, 14(2), 174-189.
- Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Bahmani, S., Hall, J. H., and Norman, N. R. (2017), "Finance and Growth: Evidence from the ARF Countries", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 66, 136-148.
- Pradhan, R. P., Bahmani, S., and Kiran, M. U. (2014), "The Dynamics of Insurance Sector Development, Banking Sector Development and Economic Growth: Evidence from G-20 Countries", *Global Economics and Management Review*, 19(1), 16-25.
- Puente-Ajovin, M., and Sanso-Navarro, M. (2015), "Granger Causality between debt and Growth: Evidence from OECD

- Countries”, *International Review of Economics and Finance*, 35, 66-77.
- Rajan, R. G. (2006), “Has Finance Made the World Riskier?”, *European Financial Management*, 12(4), 499-533.
- Rajan, R. G., and Zingales, L. (2003), “The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century”, *Journal of Financial Economics*, 69(1), 5-50.
- Rejda, G.E., (2005), *Principles of Risk Management and Insurance*, ninth ed. Pearson Prentice Hall, New Jersey.
- Rioja, F., and Valev, N. (2014), “Stock Markets, Banks and the Sources of Economic Growth in low and high-income Countries”, *Journal of Economics and Finance*, 38(2), 302-320.
- Rousseau, P. L., and Wachtel, P. (2000), “Equity Markets and Growth: Cross-country Evidence on Timing and Outcomes, 1980–1995”, *Journal of Banking and Finance*, 24(12), 1933-1957.
- Sachs, J. D. (2003), “Institutions don't Rule: Direct Effects of Geography on Per Capita Income (No. w9490)”, National Bureau of Economic Research.
- Saint-Paul, G. (1992), “Technological choice, Financial Markets and Economic Development”, *European Economic Review*, 36(4), 763-781.
- Samargandi, N., Fidrmuc, J., and Ghosh, S. (2015), “Is the Relationship between Financial Development and Economic Growth monotonic? Evidence from a sample of middle-income Countries”, *World Development*, 68, 66-81.
- Schumpeter, J. (1934), “The Theory of Economic Development, Trans”, by R. Opie (Cambridge, 1934), 34-46.
- Shaw, E. (1973), *Financial deepening in Economic Growth*. M, Oxford University Press, NY, 19(73.21), 1-278.
- Shen, C. H., and Lee, C. C. (2006), “Same Financial Development yet different Economic Growth: Why?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1907-1944.
- Singh, A. (1997), “Financial Liberalization, stock Markets and Economic Development”, *The Economic Journal*, 107(442), 771-782.
- Skipper, H. D. (1997), *Foreign insurers in emerging Markets: issues and concerns* (No. 1), Washington, DC: International Insurance Foundation.
- Skipper, H. D., and Kwon, W. J. (2007), *Regulation and Taxation in Insurance Markets. Risk Management and Insurance: Perspectives in a Global Economy*.

- Sümeđi, K., and Haiss, P. (2008), The Relationship of Insurance and Economic Growth-a Theoretical and Empirical Analysis (No. 272100091), EcoMod.
- Ward, D., and Zurbruegg, R.(2000), “Does Insurance Promote Economic Growth?”, Evidence from OECD Countries *Journal of Risk and Insurance*, 489-506.
- Webb, I. P., Grace, M. F., and Skipper, H. D. (2000), The Effect of Banking and Insurance on the Growth of Capital and Output (Doctoral dissertation, Georgia State University),
- Wu, J. L., Hou, H., and Cheng, S. Y. (2010), “The Dynamic impacts of Financial institutions on Economic Growth: Evidence from the European Union”, *Journal of Macroeconomics*, 32(3), 879-891.
- Zhang, J., Wang, L., and Wang, S. (2012), “Financial Development and Economic Growth: Recent evidence from China”, *Journal of Comparative Economics*, 40(3), 393-412.

