

## بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی در ایران مبتنی بر رویکرد بیزین

اله بهلولوند<sup>۱</sup>، سعید فراهانی فرد<sup>۲</sup>

۱. دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه قم

۲. دانشیار گروه اقتصاد اسلامی دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه قم

(دریافت: ۱۳۹۹/۲/۷ پذیرش: ۱۳۹۹/۲/۶)

## The Study of Effective Factors on Financial Development in Iran on the Bayesian Approach

Elahe Bohloolvand<sup>1</sup>, \*Saeed Farahani Fard<sup>2</sup>

1. Ph.D. Student in Economics, Faculty of Economics, University of Qom

2. Associate Professor, Faculty of Economics, University of Qom

(Received: 26/April/2020

Accepted: 27/Sep/2020)

Original Article

10.30473/EGDR.2020.52772.5804

مقاله پژوهشی

### Abstract:

Financial development is one of the important and effective factors on the countries economic development and it is considered by planners and policymakers. Financial development is a multifaceted concept that, in addition to the monetary and banking dimension, includes other dimensions such as financial freedom, quality of governance and oversight, technological advances and existing institutional capacity. So this study, identifies 16 effective variables on financial development index and ranks them using the Bayesian model averaging (BMA) in Iran during 1991-2017. Inclusion probability indicates that liquidity ratio and credit risk are the most effective economic factors on Iran's financial development. Inclusion probability indicates that the size of the government, the rate of inflation, the openness of trade, the ratio of participation bonds and the size of the banking market take third to seventh rank regarding their effects on financial development model of Iran respectively. These variables have positively affected on the financial development index. Also, corruption control rank and government effectiveness rank with 44% and 36% probability of occurrence are the most effective non-economic and institutional factors in the financial development model of Iran, respectively, and affect the financial development index in a negative direction. On the other hand, there is no significant relationship between government budget deficit and financial development in Iran, due to the low probability of this variable in the model; it seems that this variable can affect financial development only through the channel of other variables included in the model

**Keywords:** Financial Development, Financial Markets, Bayesian Model Averaging (BMA), Weighted Average Least Squares (WALS).

**JEL:** G10, G18, O16.

### چکیده:

توسعه مالی از جمله عوامل مهم و مؤثر بر فرایند توسعه اقتصادی است و مورد توجه برنامه‌ریزان و سیاست‌گذاران قرار دارد. توسعه مالی مفهومی چند وجهی است که علاوه بر بعد پولی و بانکی، ابعاد دیگری چون آزادی بخش مالی، کیفیت مقررات و نظارت حاکم بر این بخش، پیشرفت‌های فناوری و ظرفیت‌های نهادی موجود را نیز شامل می‌شود. بر این اساس مطالعه حاضر، ضمن شناسایی ۱۶ متغیر مؤثر بر شاخص توسعه مالی، به رتبه‌بندی آنها در کشور ایران با استفاده از روش متوسط‌گیری بیزینی (BMA) طی سال‌های (۱۳۹۶-۱۳۷۰) می‌پردازد. نتایج مبنی بر احتمال شمول متغیرها در الگو حاکی از آن است که نسبت نقدینگی و ریسک اعتباری از جمله مؤثرترین عوامل اقتصادی بر توسعه مالی ایران هستند. اندازه دولت، نرخ تورم، باز بودن تجاری، نسبت اوراق مشارکت و اندازه بازار بانکی نیز به ترتیب رتبه سوم تا هفتم را در الگوی توسعه مالی به خود اختصاص داده‌اند. متغیرهای مذکور شاخص توسعه مالی را در جهت مثبت تحت تأثیر قرار داده‌اند. همچنین متغیرهای رتبه کنترل فساد و رتبه اثر بخشی دولت به ترتیب با احتمال وقوع ۴۴٪ و ۳۶٪ مؤثرترین عوامل غیراقتصادی و نهادی در الگوی توسعه مالی کشور ایران می‌باشند و شاخص توسعه مالی را در جهت منفی متأثر می‌سازند. از سوی دیگر رابطه با اهمیتی بین کسری بودجه دولت و توسعه مالی در ایران با توجه به احتمال پایین حضور این متغیر در الگو مشاهده نمی‌شود؛ به نظر می‌رسد که این متغیر تنها از کانال سایر متغیرهای لحاظ شده در الگو می‌تواند بر توسعه مالی تأثیرگذار باشد.

**واژه‌های کلیدی:** توسعه مالی، بازارهای مالی، میانگین‌گیری مدل بیزینی (BMA)، حداقل مربعات متوسط وزنی (WALS).

طبقه‌بندی JEL: G10, G18, O16.

## ۱- مقدمه

رشد اقتصادی و توسعه پایدار همواره به عنوان اهداف اصلی برنامه‌های اقتصادی مطرح بوده است و نقش بازارهای مالی توسعه یافته در این راستا قابل توجه می‌باشد.

توسعه مالی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن ارائه خدمات مالی توسط مؤسسات مالی افزایش یافته و همه افراد جامعه از یک انتخاب وسیعی از خدمات بهره‌مند می‌شوند. بر این اساس بازار مالی توسعه یافته با ارتقاء تخصیص کاراتر منابع، ترغیب انباشت سریع‌تر سرمایه فیزیکی و انسانی و پیشرفت‌های فنی و کاهش هزینه‌های معاملاتی، اطلاعاتی و نظارتی، زمینه را برای تحول منابع رشد و ارتقای رشد اقتصادی فراهم می‌کند. از سوی دیگر خود بازار مالی تحت تأثیر فعل و انفعالات و سیاست‌های اقتصادی می‌باشد و متغیرهای اقتصادی هر یک به نوبه خود می‌توانند نقش قابل توجهی بر توسعه مالی داشته باشند.

مفهوم توسعه مالی پس از طرح مفهوم سرکوب مالی در دهه هفتاد مورد توجه بسیاری از اقتصاددانان و سیاست‌گذاران قرار گرفت و دو نظریه کاملاً متفاوت در زمینه نقش بازارهای مالی در رشد اقتصادی مطرح گردید. گروهی از اقتصاددانان همچون لوکاس و میلر<sup>۱</sup>، مخالف اهمیت بخش مالی در اقتصاد بودند (لوین، ۲۰۰۴: ۸۶۵). در مقابل این دیدگاه، گروهی دیگر از اقتصاددانان با انجام مطالعات متعدد بر تأثیر توسعه بازارهای مالی بر رشد اقتصادی تأکید کردند که خود به دو گروه مجزا تقسیم می‌شوند.

گروه اول شامل اقتصاددانان طرفدار مکتب کینزین و معتقد به دخالت دولت در بازارهای مالی و تعیین سقف‌های نرخ بهره می‌باشد. گروه دوم شامل اقتصاددانان نئوکلاسیک مانند گلداسمیت<sup>۲</sup> (۱۹۶۹)، مک کینون<sup>۳</sup> (۱۹۷۳) و شاو<sup>۴</sup> (۱۹۷۳) است، که قائل به نقش کلیدی و مؤثر توسعه بازارهای مالی در فرایند رشد اقتصادی می‌باشند و نسخه‌های سیاستی محدود و معطوف به آزادسازی نرخ بهره را ارائه نمودند و با وقوع بحران‌های پولی و بانکی پس از اجرای سیاست آزادسازی نرخ بهره، ابعاد وسیع‌تری از توسعه مالی را مورد توجه قرار دادند.

بخش مالی اقتصاد مرکب از سه بخش پول، بیمه و بازار سرمایه می‌باشد. بخش بیمه به لحاظ حجم و اهمیت آن از بازار

سرمایه جدا شده و مستقلاً از آن یاد می‌شود و امروزه بخش مالی کشورها را عمدتاً به دو گروه بازار پول و سرمایه تفکیک می‌کنند. بنابر آنچه که درباره اهداف و وظایف نهادها و بازارهای مالی وجود دارد، می‌توان چنین نتیجه گرفت که ساخت مالی مطلوب در اقتصاد آن است که، هم بازار پول و هم بازار سرمایه هر دو فعال باشند. اما آنچه در عمل و در اغلب کشورها مشاهده می‌شود؛ آن است که ساختار مالی، یا متکی بر بانک (پایه بانکی) است یا متکی به اوراق بهادار مالی (پایه اوراق بهادار) است و در مورد کشور ایران با توجه به تقدم و گستردگی فعالیت صنعت بانکداری نسبت به بازار سرمایه، بانک‌ها نقش محوری و عمده‌تری را در سیستم مالی ایران داشته‌اند.

از سوی دیگر در برنامه ریزی و سیاست‌گذاری کلان اقتصاد ایران، رشد پرشتاب و مستمر اقتصادی جهت دستیابی به اهداف چشم انداز بیست ساله و جایگاه نخست اقتصادی در منطقه جنوب غرب آسیا، مورد تأکید و توجه واقع شده است که، نیازمند همگرایی بازارهای اقتصادی و ارتقای کارکرد بازار مالی می‌باشد. تجربه کشورها و تحقیقات نشان می‌دهد که بازارهای مالی به تدریج فرایند توسعه‌ای را طی نموده و برای این منظور اقداماتی نظیر آزادسازی مالی، توسعه بخش پولی، توسعه بانکداری، توسعه مالی غیربانکی، کنترل و نظارت بر سیستم مالی، کیفیت نهادی و حقوقی بر بخش مالی انجام شده است.

در این راستا بخش مالی کشور ایران نیز تحولات زیادی داشته است. پس از ملی شدن بانک‌ها در اوایل انقلاب اسلامی و سپری شدن دوران جنگ، در برنامه پنج ساله اول، اصلاحات محدودی در بخش مالی انجام شد که بهبود برخی مقررات و کاهش برخی کنترل‌ها به منظور افزایش کارایی از جمله آنهاست. در برنامه پنج ساله دوم نیز اصلاحات مهمی نظیر تعیین نرخ سود بانکی مناسب با نرخ تورم، کاهش کنترل سقف اعتباری، انتشار گواهی سپرده، تشویق و صدور مجوز ورود مؤسسات مالی غیربانکی خصوصی و تصویب قانون سرمایه‌گذاری خارجی در بورس تا ۱۰ درصد اعمال گردید. در برنامه سوم اقدامات محدودی جهت بهبود ساختار سرمایه بانک‌ها از طریق انتشار اوراق مشارکت انجام شد و در برنامه چهارم، اصلاحاتی نظیر کاهش مداخله دولت در اداره نظام بانکی و بهبود کفایت سرمایه بانک‌های دولتی، تعدیل نسبی در اعضای شورای پول و اعتبار در راستای استقلال بانک مرکزی

1. Lucas & Miller
2. Gold Smith (1969)
3. Mackinnon (1973)
4. Shaw (1973)

بحث و نتیجه‌گیری از مباحث مذکور ارائه می‌شود.

## ۲- ادبیات موضوع

### ۲-۱- تعریف توسعه مالی و شاخص‌های آن

توسعه مالی را می‌توان فرایند ساخت نهادهایی دانست که پایه‌های اطلاعاتی و ظرفیت‌های تحلیل سیستم مالی را گسترش می‌دهد و قدرت نفوذ نهادهای مالی را با خلق ارزش درون سیستم (از طریق توسعه ابزارها، توافق‌ها و قراردادهای) در پاسخ به تغییرات محیطی و نیازهای بنگاه‌ها، خانوارها و دیگر

عاملان اقتصادی افزایش می‌دهد (بیانیه اسکاپ<sup>۳</sup>، ۱۹۹۸: ۵).

به عبارت دیگر توسعه مالی مجموعه عوامل، سیاست‌ها و نهادهایی است که منجر به دسترسی عمیق و وسیع به سرمایه و خدمات مالی می‌شود. در مقابل توسعه مالی می‌توان به پدیده سرکوب مالی<sup>۴</sup> اشاره کرد. سرکوب مالی، به مجموعه مداخله‌های دولت در بازارهای مالی اطلاق می‌شود، که از طریق تعیین سقف نرخ سود سپرده‌های بانکی، نرخ‌های بالای ذخایر قانونی، دخالت در نحوه توزیع اعتبارات بانکی، اجرای برنامه‌های اعتباری هدایت شده و مانند این، مانع فعالیت‌های واسطه‌های مالی می‌شوند (کمپجانی و همکاران، ۱۳۸۶: ۳۲).

لذا توسعه مالی زمانی اتفاق می‌افتد که نظام مالی به خوبی به وظایف خود عمل کند. به این ترتیب با تأسیس بازارها و واسطه‌های مالی که عملکرد خوبی برای جذب سرمایه و تخصیص آن به پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور دارند، توسعه مالی محقق می‌شود و این توسعه به افزایش رشد اقتصادی منجر خواهد شد (فضلی و همکاران، ۱۳۹۰: ۱).

براین اساس بسیاری از کشورهای در حال توسعه با هدف تحرک بخشیدن به پس‌انداز داخلی، جذب سرمایه خارجی و بهبود کارایی استفاده از منابع مالی، اقدام به آزادسازی بازارهای مالی خود نموده‌اند. بازارهای مالی مکان‌هایی هستند که در آنها بدهی‌ها و دارایی‌های مالی مبادله می‌شوند. این بازارها کانال‌هایی برای تخصیص پس‌انداز به سرمایه‌گذاری ارائه می‌دهند. بازارهای مالی همواره در پاسخ به تغییرات تقاضا ناشی از توسعه و تغییرات فنی و عمومی و نیز تغییرات قوانین و مقررات، تغییر می‌کنند (گارت<sup>۵</sup>، ۱۹۸۸: ۲۷).

بازارهای مالی به دو بازار پول و بازار سرمایه تقسیم می‌شوند. بازار پول بازاری برای داد و ستد پول و دیگر

و افزایش سقف سرمایه‌گذاری خارجیان در بورس تا ۲۰ درصد مورد توجه قرار گرفته است. در برنامه پنجم انعطاف پذیری نرخ سود متناسب با متوسط نرخ تورم، اعتبارسنجی و مدیریت ریسک، توسعه ابزارهای مالی، بیمه سپرده‌ها و اجازة ورود بانک‌های خارجی تبیین گردید. بنابراین مطالعه حاضر با توجه به نقش مؤثر توسعه مالی بر رشد پایدار اقتصادی کشور به بررسی عوامل مؤثر بر شاخص‌های توسعه بازارهای مالی در ایران می‌پردازد.

با بررسی سایر مطالعات انجام شده و ابعاد مختلف توسعه مالی، مشاهده می‌شود که طیف وسیعی از متغیرها بر توسعه بازارهای مالی مؤثر هستند و می‌توان آنها را به دو دسته عمده عوامل اقتصادی نظیر رشد اقتصادی، تورم، بیمه اعتبارات، درجه باز بودن اقتصاد، درجه باز بودن حساب سرمایه (باز بودن مالی)، نرخ ارز و عوامل غیراقتصادی و نهادی از جمله وضعیت سرمایه اجتماعی، حقوق مالکیت، وضعیت نظام حقوقی، فساد، کیفیت اطلاعات مالی، وضعیت حکمرانی دولت و فشارهای سیاسی تقسیم بندی کرد.

اما در روش‌های اقتصادسنجی متعارف نمی‌توان تمامی این متغیرها را در الگو لحاظ کرد. لذا محققین بر اساس نظریه و سلیقه، ترکیبی از متغیرها را در الگو مورد استفاده قرار می‌دهند. این در حالی است که عموماً برآورد ضریب هر متغیر به این‌که چه ترکیبی از سایر متغیرها در الگو لحاظ شده، حساس می‌باشد. در واقع همواره متخصصان اقتصادسنجی برای داشتن یک مدل مناسب با ناطمینانی در انتخاب متغیر و ناطمینانی در انتخاب مدل (نوع، تعداد و ترکیب متغیرها) مواجه بوده‌اند. اقتصادسنجی بیزین علاوه بر غلبه بر ناطمینانی در انتخاب متغیرهای مؤثر، توانسته بر ناطمینانی نوع دوم (نااطمینانی مدل) نیز غلبه کند. این مهم با استفاده از روش "متوسط‌گیری مدل بیزین"<sup>۱</sup> (BMA) صورت گرفته است.

در این مقاله قصد داریم با استفاده از روش متوسط‌گیری مدل بیزین و حداقل مربعات متوسط وزنی (WALS)<sup>۲</sup> به طور جامع به بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی بپردازیم. مقاله حاضر در پنج بخش تنظیم شده است. بخش دوم مقاله به تبیین ادبیات موضوع تحقیق اختصاص دارد. بخش سوم، روش‌شناسی تحقیق ارائه می‌شود. بخش چهارم به تحلیل داده‌ها و تخمین مدل می‌پردازد و سرانجام، در بخش پنجم

3. Escap (1998)

4. Financial Repression

5. Gart (1988)

1. Bayesian Model Averaging

2. Weighted Average Least Squares

## ۲-۲- عوامل مؤثر بر توسعه مالی

عوامل متعددی بر توسعه بازارهای مالی مؤثر هستند که آنها را می‌توان به دو دسته عمده عوامل اقتصادی و عوامل غیراقتصادی تقسیم بندی کرد. در ادامه برخی عوامل مهم تشریح می‌شوند.

### ۲-۱- عوامل اقتصادی مؤثر بر توسعه مالی

بر اساس مطالعات انجام شده می‌توان به متغیرهایی از جمله رشد و سطح توسعه اقتصادی، تورم، آزادسازی حساب سرمایه، شاخص‌های بازار سهام، اندازه دولت، باز بودن تجاری، سیاست‌های پولی و مالی دولت‌ها و شاخص‌های بخش بانکی به عنوان متغیرهای اقتصادی مؤثر بر توسعه مالی اشاره نمود.

دیدگاه‌های اقتصادی صاحب نظران در زمینه ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در طول دهه‌های اخیر با فراز و نشیب‌های فراوانی همراه بوده است. به صورتی که مطالعات انجام شده در خصوص اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی را می‌توان به سه دسته کلی تقسیم نمود.

گروه اول شامل مطالعات اقتصاددانانی از جمله مک کینون<sup>۱</sup> (۱۹۷۳)، کینگ<sup>۲</sup> و لوین<sup>۳</sup> (۱۹۹۳)، لوین<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۰۰) می‌شود که معتقد به رابطه علیت از توسعه مالی به رشد اقتصادی می‌باشند، به این معنا که واسطه‌های مالی باعث افزایش کارایی اقتصادی از طریق تخصیص بهینه منابع می‌شوند که در نهایت منجر به رشد اقتصادی می‌گردد؛ لذا سیاست‌گذاران با توسعه بخش مالی می‌توانند به رشد اقتصادی دست یابند. گروه دوم از اقتصاددانان مانند شاو (۱۹۷۳)، گلداسمیت<sup>۴</sup> (۱۹۶۹) و جانگ<sup>۵</sup> (۱۹۸۶) بر این عقیده‌اند که رشد اقتصادی منجر به توسعه مالی می‌شود. بدین ترتیب که رشد اقتصادی تقاضای تقاضا برای خدمات مالی را در پی دارد که این خدمات منجر به توسعه مالی می‌گردد.

در نهایت، گروه سوم که به رابطه دو سویه رشد اقتصادی و توسعه مالی اعتقاد دارند. پاتریک<sup>۶</sup> (۱۹۶۶) معتقد است در مراحل اولیه توسعه اقتصادی، بخش مالی با گسترش و فراهم آوردن سرمایه باعث رشد اقتصادی می‌گردد و در مراحل بعدی

دارایی‌های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یکسال دارد. بازار پول بازار ابزارهای مالی کوتاه‌مدت و با ریسک اندک عدم پرداخت، نقد شوندگی و ارزش اسمی بالا است. بیشترین مورد مشارکت عموم جامعه در بازار پول (بر اساس تعداد و نه حجم مشارکت)، مربوط به بازار سپرده‌های بانکی است. عمده‌ترین نهادهای مالی فعال در بازار پول بانک‌های تجاری، بانک‌های تخصصی، بانک‌های پس‌انداز، تعاونی یا اتحادیه‌های اعتباری، شرکت‌های تأمین مالی، صندوق‌های بازنشستگی و نهادهای مالی غیربانکی عمومی و تخصصی می‌باشد. بازار سرمایه گسترده‌تر و متنوع‌تر از بازار پول است. بر پایه طبقه بندی بازار مالی با نگرش به سررسید دارایی‌ها، بازار سرمایه به بازار داد و ستد ابزارهای مالی با سررسید بیشتر از یکسال و دارایی‌های بدون سررسید اطلاق می‌شود. این بخش از بازار مالی، نقش مهم‌تری در تجهیز منابع پس‌اندازی و تأمین نیازهای سرمایه‌گذاری واحدهای تولیدی دارد و شرکت‌های کارگزاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسات سرمایه‌گذاری با خدمات مدیریت سبد سرمایه‌گذاری و شرکت‌های رتبه‌بندی از جمله عمده‌ترین نهادهای مالی فعال در این بازار هستند (مجبی فیروزآبادی، ۱۳۹۸: ۴۶).

میشکین بازار دارایی‌های خارجی را نیز به آن دو می‌افزاید و معتقد است نرخ ارز اگر توسط بازار و خارج از مداخله دولت تعیین گردد، در بازار دارایی‌های خارجی و با توجه به میزان عرضه و تقاضای ارز تعیین می‌شود.

از زمان مطرح شدن مباحث مربوط به توسعه مالی، اقتصاددانان مالی سعی در تبیین معیارهایی برای سنجش آن داشته‌اند و اخیراً شاخص‌های متنوع و نسبتاً مناسبی را برای اندازه‌گیری توسعه مالی مطرح کرده‌اند که در این خصوص می‌توان به شاخص ژرفای توسعه مالی (نسبت حجم پول به تولید ناخالص داخلی)، شاخص کارایی (نسبت اعتبارات پرداخت شده به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی)، شاخص ساختاری (نسبت بدهی سیستم مالی به تولید ناخالص داخلی و نسبت کل اعتبارات پرداخت شده داخلی به تولید ناخالص داخلی)، شاخص بنیانی (نسبت دارایی خالص بانک‌های تجاری به دارایی داخلی بانک‌های تجاری و بانک مرکزی) و شاخص ابزاری (نسبت حجم پول منهای پول در گردش "پول موجود در خارج بانک‌ها" به تولید ناخالص داخلی) اشاره کرد (حشمتی مولایی، ۱۳۸۳: ۵۹).

1. Mckinnon (1973)

2. King & Levine (1993)

3. Levine et al. (2000)

4. Gold Smith (1969)

5. Jung (1986)

6. Patrick (1966)

می‌کنند، لذا اندازه، ساختار و کارایی بخش بانکی به عنوان یک بعد مستقل و مؤثر بر توسعه مالی مورد توجه می‌باشد. در زمینه تأثیر تورم بر توسعه مالی نیز می‌توان گفت که یک رابطه غیرخطی بین این دو متغیر وجود دارد. در حقیقت، یک سطح آستانه‌ای از تورم وجود دارد، که هرگاه نرخ تورم بالاتر از این سطح باشد، بر توسعه نظام مالی تأثیر منفی گذاشته و در صورتی که زیر این سطح باشد، تأثیر مثبت خواهد گذاشت. همچنین اثرگذاری تورم بر توسعه نظام مالی، در درازمدت اتفاق خواهد افتاد. لذا افزایش در نرخ تورم می‌تواند نرخ بازدهی درازمدت دارایی‌های مالی را کاهش دهد و سبب جیره بندی اعتبار و بنابراین کاهش گسترش و تعمیق مالی شود. اما چنانچه نرخ تورم خیلی پایین باشد، نرخ واقعی بازدهی درازمدت دارایی‌ها به اندازه کافی زیاد خواهد شد و موجب می‌گردد کارگزاران بین دارایی‌های مالی و فیزیکی جایگزینی انجام دهند. اما در صورتی که نرخ تورم خیلی زیاد شود، در این صورت بازدهی واقعی دارایی‌ها کاهش خواهد یافت و منجر به جیره بندی اعتبار می‌شود. بنابراین اثرگذاری نرخ تورم بر توسعه نظام مالی به این سطح آستانه‌ای بستگی خواهد داشت (خان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶: ۱۶۷).

سیاست‌های پولی و مالی دولت‌ها از دیگر عوامل مؤثر بر توسعه بازارهای مالی محسوب می‌شوند. از آنجا که ساز و کار انتقال سیاست پولی، در بهترین حالت آثار غیرمستقیم و با وقفه‌ای در اقتصاد دارد و بازارهای مالی مانند بازار سهام و اوراق قرضه دولتی، بازار رهن و بازار مبادلات خارجی، به سرعت این اطلاعات جدید را به کار می‌برند، لذا بیشتر آثار ناگهانی و مستقیم تغییرات سیاست پولی با استفاده از داده‌های مالی شناخته می‌شوند.

از لحاظ تئوریک، بررسی رابطه بین سیاست پولی و توسعه مالی به گورلی و شاول<sup>۳</sup> (۱۹۵۵، ۱۹۶۷) و پس از آن به تیلور<sup>۴</sup> (۱۹۸۷) بازمی‌گردد. یکی از نقش‌های سیاست پولی تعیین نرخ بهره کوتاه‌مدت به منظور اثرگذاری بر قیمت‌ها و تولید است. وقتی نرخ بهره کوتاه‌مدت تغییر می‌کند، نحوه استقراض و تسهیلات دهی، الگوهای مصرف و سرمایه‌گذاری نیز تغییر می‌کند.

در خصوص چگونگی نحوه اثرگذاری نرخ بهره متأثر از

که اقتصاد در حال رشد می‌باشد، تقاضا برای خدمات مالی در آن افزایش می‌یابد و منجر به توسعه مالی می‌شود. رابطه باز بودن تجاری و توسعه مالی نیز موضوعی بحث‌انگیز است. مسئله‌ای که بین باز بودن مالی و تجاری و توسعه مالی وجود دارد، این است که توسعه با سمت‌گیری خارجی، نه تنها سطح درآمد را ارتقاء می‌دهد بلکه می‌تواند سطح و میزان پس‌اندازها را نیز افزایش دهد. این امر به نوبه خود نرخ سریع‌تر انباشت سرمایه و در نتیجه رشد سریع‌تر را امکان‌پذیر می‌نماید. اقتصاد باز همچنین بر تحرک و جابه‌جایی عوامل تولید (یعنی سرمایه و کار) نیز مؤثر است. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، وام‌های تجاری توسط بانک‌های خارجی و کمک‌های خارجی همگی دارای نقش تعیین‌کننده‌ای هستند. انتقال بین‌المللی سرمایه، انتقال دانش، فناوری و مهارت مدیریتی به کشورهای جهان سوم نیز به عنوان افزایش بهره‌وری تلقی می‌شود، زیرا از این طریق می‌توان به افزایش سطح تولید و رشد سریع‌تر درآمدها و در نهایت به توسعه مالی بیشتر دست یافت. همچنین علت استفاده و مطرح کردن درجه باز بودن مالی و تجاری این است که هر چه اقتصاد کشور در ارتباط با سایر کشورها پویاتر عمل نماید ضمن افزایش مبادلات اقتصادی، از کسب فناوری و خلاقیت سایر کشورها بهره‌مند گردیده و با افزایش بازدهی موجبات افزایش انگیزه و عامل تحریک برای سرمایه‌گذاری را فراهم می‌نماید که باعث توسعه مالی می‌شود (بالتاجی، ۲۰۰۸: ۲۸۷).

یکی از متغیرهای اقتصادی که رابطه تنگاتنگی با بازارهای مالی دارد، نرخ ارز است. تغییرات نرخ ارز با تأثیراتی که بر ارزش دارایی‌ها و فعالیت شرکت‌ها در بازارهای پول و سرمایه دارد می‌تواند توسعه و عمق مالی را تحت تأثیر قرار دهد. رابطه نرخ ارز و بازار سرمایه را می‌توان از جنبه نظری با مدل‌های جریان‌گرا که در آن نرخ ارز هدایت‌کننده بازار سهام است، بررسی کرد. براساس مدل‌های جریان‌گرا، تغییرات نرخ ارز بر رقابت‌های بین‌المللی و تراز تجاری اثر می‌گذارد و موجب تغییر حجم تولیدات واقعی می‌گردد که به نوبه خود بر جریان‌های نقدی شرکت‌ها و قیمت سهام آنها مؤثر واقع می‌شود (دورنبوش<sup>۱</sup> و فیشر، ۱۹۸۰: ۹۶۱).

از آنجا که در اکثر اقتصادها، بانک‌ها مرکز سیستم مالی و پرداخت‌ها هستند و نقش مهمی در فرایند تجهیز پس‌اندازها، شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و متنوع سازی ریسک ایفا

2. Khan (2006)

3. Gurley & Shaw (1955, 1967)

4. Taylor (1987)

1. Dornbusch & Fisher (1980)

نقدشوندگی دارایی‌ها انجام می‌شود. اقدامات مزبور سطح ریسک اعتباری و میزان نقدشوندگی، احتمال نکول، میزان مطالبات بانکی و تحصیل دارایی‌های قابل بازگشت را تعیین می‌نماید.

### ۲-۲-۲- عوامل غیراقتصادی مؤثر بر توسعه مالی

بر اساس مطالعات انجام شده به برخی عوامل نهادی مانند وضعیت سرمایه اجتماعی، وضعیت نظام حقوقی و حقوق مالکیت، فشارهای سیاسی، نهادهای اعمال مدیریت و حکمرانی به عنوان عوامل غیراقتصادی مؤثر بر توسعه مالی اشاره شده است که در زیر به تشریح آنها می‌پردازیم.

حفاظت از حقوق مالکیت یکی از عوامل مهم نهادی تأثیرگذار بر توسعه مالی است. حفاظت قانونی گسترده از حقوق مالکیت سبب گسترش وسایل و ابزارهای تضمین وام‌ها (وثیقه)، افزایش امکان ورود انواع دارایی‌ها به بازارهای مالی و همچنین افزایش امکان تبدیل استفاده از دارایی‌های شخصی به عنوان سرمایه برای فعالیت‌های اقتصادی و درنهایت امکان تجمع سرمایه‌های کوچک در طرح‌های بزرگ می‌شود (رنانی، ۱۳۸۴: ۳۰۲). چنین امری موجب خواهد شد که جریان وام‌دهی توسط بانک‌ها به سهولت انجام گرفته و از سوی دیگر ریسک وام‌دهی کاهش یابد و در نهایت بازارهای مالی فعال شوند.

نهاد دولت نیز با انجام اموری از قبیل ایجاد چارچوب حقوقی، تضمین عملکرد بازار در چارچوب قانون، رفع نارسایی‌های بازار، نهادسازی، هماهنگ‌سازی نهادها، تنظیم اقتصاد کلان، ارائه چشم‌انداز استراتژیک، مدیریت پروسه تحولات ساختاری، تنظیم تنش‌های ناشی از تحولات ساختاری و تهیه و اجرای دستور کار اجتماعی، نقش مهمی در تدارک خدمات تأمین مالی و توسعه اقتصادی کشورها ایفا می‌نماید.

در خصوص مشارکت دولت در بخش مالی دو رویکرد وجود دارد. در رویکرد اول که توسط گرسچن کرن مطرح شد، به نقش اساسی بانک‌های تجاری خصوصی در جذب پس‌اندازها و هدایت آنها به بخش‌های مولد اقتصاد پرداخت. بر اساس این نظریه به دلیل آنکه رانت‌ها و سوء استفاده‌ها می‌تواند کارایی سیاست‌های اعتباری را با مشکلات جدی مواجه سازد، لذا دولت‌ها باید با وضع قوانین و مقررات و ایجاد نهادهای کارآمد مالی امکان توسعه بخش مالی و انتفاع بخش‌های اقتصادی را فراهم سازند (گرسچن کرن، ۱۹۶۲: ۴۸).

سیاست‌های پولی بر میزان دسترسی به اعتبارات، نقدینگی بازار و قیمت دارایی‌ها، دو رویکرد وجود دارد. رویکرد پولی بر کانال نقدینگی تأکید می‌کند؛ به نحوی که افزایش عرضه پولی نرخ بهره را کاهش می‌دهد و به نوبه خود روی هزینه‌های خصوصی تأثیر می‌گذارد. رویکرد دیگر بر کانال اعتباری تأکید می‌کند. براساس این دیدگاه، تغییر در سیاست پولی نه تنها بر "قیمت نقدینگی" (نرخ سود کوتاه‌مدت) بلکه بر شرایط تسهیلات‌دهی و وام گرفتن فعالان اقتصادی تأثیر می‌گذارد. بنابراین در هر دو رویکرد سیاست پولی، سیستم مالی را متأثر می‌سازد (کارانزا و همکاران، ۲۰۱۰: ۸۴۹).

بر اساس نظر فریدمن<sup>۱</sup> (۱۹۸۴) نیز تغییرپذیری رشد پولی درجه ناطمینانی را افزایش می‌دهد. بنابراین، بی‌انضباطی و بی‌قاعدگی سیاست پولی از طریق افزایش ناطمینانی، ریسک سرمایه‌گذاری در بازار سهام را افزایش خواهد داد و اثر منفی را بر عملکرد آن خواهد داشت.

همچنین از دیدگاه سرمایه‌گذاران، کسری بودجه دارای اثر منفی بر بازار سهام و به تبع آن بازارهای مالی خواهد بود. افزایش نرخ بهره باعث کاهش سرمایه‌گذاری (همچنین مصرف) و در نهایت، باعث تضعیف اقتصادی می‌گردد.

آثار این عوامل بر بازارهای مالی همراه با کاهش قیمت دارایی و ثروت خانوار، افزایش هزینه قرض گرفتن و کاهش سرمایه‌گذاری خواهد بود. براین اساس، افزایش نرخ بهره و فعالیت اقتصادی ضعیف‌تر، ممکن است باعث بیشتر شدن عدم تعادل مالی دولت و در نتیجه، باعث شروع دور دیگر از آثار منفی دوره‌های باطل شود.

از سوی دیگر بحران‌های مالی در یک نظام رابطه مدار (پایه بانکی) منجر به فرو پاشی واسطه‌های مالی شده و در وظایف اصلی نظام مالی اختلال ایجاد می‌کند، حال آنکه در یک نظام مالی قانون مدار (پایه بازار)، بحران مالی سبب دارایی خانوارها یا بنگاه‌ها را دچار آسیب می‌کند. بنابراین، در نظام مالی قانون مدار با بروز بحران مالی در وظایف اصلی نظام مالی اختلال ایجاد نمی‌شود و انتظار بر این است که رویه بهبود بعد از بحران در نظام مالی قانون مدار سریع‌تر از نظام رابطه مدار باشد (نادری، ۱۳۸۲: ۴۶).

بنابراین در سیستم بانکی برای جلوگیری از بروز بحران‌های مالی اقداماتی مانند تصمیم‌گیری در مورد نحوه تخصیص وجوه سپرده‌گذاری شده و سنجش کیفیت و میزان

1. Friedman (1984)

بدیب و لین<sup>۵</sup> در پژوهشی عوامل مؤثر بر شاخص‌های توسعه مالی را در یمن طی سال‌های ۲۰۱۲-۱۹۸۰ با استفاده از روش خود رگرسیون با وقفه‌های توزیعی (ARDL) مورد بررسی قرار داده‌اند. در این راستا متغیرهای اقتصادی از جمله نرخ رشد اقتصادی، بازبودن تجاری، وابستگی به منابع طبیعی و تورم به عنوان عوامل اصلی و مؤثر بر شاخص‌های توسعه مالی در یمن شناخته شده‌اند. نتایج تحقیق بیانگر آن است که رشد متغیرهای رشد اقتصادی و بازبودن تجاری دارای اثر مثبت و معنادار بر توسعه مالی می‌باشند در حالی که وابستگی به منابع طبیعی شاخص‌های توسعه مالی را در جهت منفی متأثر ساخته است. همچنین متغیر نرخ تورم اثر منفی و معنادار بر دو شاخص کارایی و تعمیق مالی در یمن داشته است (بدیب و لین، ۲۰۱۷: ۲۸۱)

هوانگ و همکاران<sup>۶</sup> در مطالعه‌ای تحت عنوان «کدام عوامل بر توسعه مالی مؤثرند؟» با استفاده از روش بیزی به بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه طی سال‌های ۲۰۰۲-۱۹۹۰ می‌پردازد. در این مطالعه اثر ۳۹ متغیر بر شاخص‌های توسعه مالی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که هشت متغیر از جمله درآمد سرانه، تعداد جمعیت، سیاست تجارت آزاد، حاکمیت سیاسی، قانون مدنی و مساحت کشورها بیشترین اثر را بر شاخص‌های توسعه مالی در کشورهای تحت بررسی داشته است. همچنین که سیاست بازبودن تجاری توسعه مالی را در جهت مثبت متأثر می‌سازد، کیفیت بالاتر عوامل نهادی و سطح بیشتر آزادی‌های مدنی و حاکمیت سیاسی منجر به سطوح بالاتر رشد و توسعه مالی در کشورهای تحت بررسی شده است. لذا سطح توسعه مالی در کشورهای مورد مطالعه در درجه اول با کیفیت نهادی، سیاست‌های دولت، منابع طبیعی و منطقه جغرافیایی، سطح درآمدی و ویژگی‌های فرهنگی تعیین می‌گردد (هوانگ و همکاران، ۲۰۰۵: ۵۸۰)

آنایتوس<sup>۷</sup> و همکاران در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر برخی عوامل نهادی مؤثر بر توسعه بخش مالی در کشورهای جنوب صحرای آفریقا (SSA) پرداخته است. در این مطالعه از آنالیز پوششی داده‌ها (DEA) برای تعیین میزان تأثیرگذاری این عوامل بر بخش مالی استفاده شده است و نتایج مطالعه بیانگر

اما در رویکرد دوم که توسط کورنی مطرح شد، به محدودیت‌های بودجه‌ای و اختلاسی دولت‌ها در تخصیص منابع به بانک و مؤسسات مالی و اعتباری که خود مالک آن هستند، اشاره می‌کند به نحوی که، در کشورهای توسعه یافته‌ای که دولت‌ها مالک سیستم بانکی هستند نسبت به کشورهای در حال توسعه، دولت مسئولیت کمتری در تنظیم قوانین و مقررات بخش خصوصی دارد. لذا گرچه دولت برای افزایش قدرت بازاری بانک‌ها تلاش می‌کند اما به دلیل آثار بازدارنده مالیات‌ها، رانت جوئی‌های فزاینده<sup>۱</sup> و اثر تراجمی<sup>۲</sup> سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، توسعه مالی با محدودیت مواجه می‌شود. به عنوان مثال، ارائه اعتبارات خصوصی از طریق سیستم بانکی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد دولت یا یک سیستم قانونی ناکارآمد یا بوروکراسی فاسد پایین باشد (کورنی<sup>۳</sup>، ۱۹۷۹: ۸۰۶).

از سوی دیگر ابعاد اجتماعی و مؤلفه‌های نهادی توسعه، اهمیت خاصی در فرایند رشد اقتصادی و توسعه پایدار دارند. اما باید توجه کرد که تأثیر نهادها به خصوص سرمایه اجتماعی بر رشد اقتصادی غیرمستقیم است. این اثرگذاری از طریق کانال‌هایی انجام می‌گیرد که یکی از آن کانال‌ها، تأثیر مستقیم سرمایه اجتماعی بر توسعه مالی است. سطوح بالای سرمایه اجتماعی به معنی وجود سطح بالایی از اعتماد در جوامع می‌باشد. با توجه به این تعریف، افراد در جوامعی که سرمایه اجتماعی بالایی دارند، از آن جهت که انتظار دارند سایر افراد جامعه نیز در چارچوب هنجارهای اجتماعی رفتار کنند، راحت‌تر به یکدیگر اعتماد می‌کنند. به عبارت دیگر، شبکه‌های اجتماعی، موقعیت بهتری برای تنبیه کسانی که کجروی می‌کنند، فراهم می‌آورد (کلمن<sup>۴</sup>، ۱۹۸۸: ۹۷). بنابراین در این جوامع، مردم به تعهدات خود در قراردادهای به‌ویژه قراردادهای بلندمدت به عنوان نتیجه یک گرایش اخلاقی پایینند خواهند بود.

## ۲-۳- پیشینه تحقیق

مطالعات بسیاری به بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی در ایران و سایر کشورها پرداخته‌اند و در زیر به برخی از آنها اشاره می‌شود:

1. Increased Rent Seeking
2. Crowding Out
3. Kornai (1979)
4. Coleman (1988)

5. Badeeb & Lean (2017)  
6. Huang et al. (2005)  
7. Anayiotos et al. (2010)

نتایج پژوهش حاکی از آن است که شاخص بازبودن تجاری دارای اثر مثبت و معنادار بر شاخص اعتبار خصوصی می‌باشد و اثرش بر متغیر اعتبار بانکی معنادار نبوده است. همچنین متغیر GDP، شاخص اعتبار خصوصی را در جهت مثبت به طور معنادار تحت تأثیر قرار داده است در حالی که مخارج دولت دارای اثر منفی و معنادار بر این شاخص می‌باشد. هر دو متغیر GDP و مخارج دولت بر شاخص اعتبار بانکی تأثیری نداشته‌اند. نرخ تورم نیز تأثیر معناداری بر شاخص‌های توسعه مالی در کشورهای مورد بررسی نداشته است (محمدی و همکاران، ۱۳۹۳: ۲۵).

سحابی و همکاران در مقاله‌ای با عنوان «بررسی اثر حکمرانی خوب و اندازه دولت بر توسعه مالی در کشورهای منتخب» به بررسی تأثیر عواملی نظیر حکمرانی خوب و اندازه دولت بر توسعه مالی در ۷۶ کشور توسعه یافته و در حال توسعه در دوره زمانی ۲۰۱۱-۱۹۹۶ با روش گشتاورهای تعمیم یافته پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که اندازه دولت اثر منفی و حکمرانی خوب اثر مثبت بر توسعه بخش مالی دارد. همچنین نرخ تورم بیشترین تأثیر را بر توسعه بخش مالی در کشورهای در حال توسعه داشته است (سحابی و همکاران، ۱۳۹۲: ۱۰۵).

صمدی در پژوهشی به بررسی تأثیر سرمایه اجتماعی بر توسعه مالی در اقتصاد ایران پرداخته است. در این مطالعه با استفاده از روش هم جمعی گریگوری-هانسن و یوهانسن - جوسلیوس چهار شاخص توسعه مالی را طی سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۵۰ در ایران بررسی نموده است. در این راستا متغیرهای درجه باز بودن تجاری، تورم، نسبت مخارج مصرفی دولت به تولید ناخالص داخلی به عنوان متغیرهای کلان اقتصادی اثرگذار بر شاخص‌های توسعه مالی و وضعیت حقوق مالکیت و وضعیت سرمایه اجتماعی به عنوان متغیرهای نهادی مؤثر بر توسعه مالی مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که توسعه اقتصادی و درجه باز بودن تجاری تأثیری مثبت بر توسعه مالی در ایران دارند در حالی که تورم و نسبت مخارج مصرفی دولت به تولید ناخالص داخلی، شاخص‌های توسعه مالی را در جهت منفی متأثر ساخته‌اند. همچنین حقوق مالکیت و وضعیت سرمایه اجتماعی در اقتصاد ایران تأثیر منفی بر توسعه مالی داشته است (صمدی، ۱۳۸۸: ۱۵۹).

محمدی و همکاران در مطالعه‌ای به بررسی رابطه علیت بین توسعه مالی، باز بودن تجاری و رشد اقتصادی در ایران و

آن است که در هر کشور کدام عامل نهادی نقش مؤثرتری بر سیستم مالی دارد. بر اساس نتایج بدست آمده عوامل نهادی بیش از کیفیت دارایی و سودآوری (اندازه‌گیری شده با مطالبات معوق بانکی (NPL) و بازده سهام (ROE)) شاخص عمق مالی و دسترسی به خدمات مالی را متأثر می‌سازد و در این میان ثبات سیاسی بیشترین اثرگذاری را داشته است. لذا بر اساس یافته‌های مدل، اصلاحات نهادی برای توسعه مالی در این کشورها مورد توجه و تأکید واقع شده است (آنایتوس و همکاران، ۲۰۱۰: ۲۵۸).

روسه آ و واتپادادورن<sup>۱</sup> بررسی رابطه میان توسعه مالی و سرمایه‌گذاری و نیز توسعه مالی و رشد اقتصادی را در ۱۰ کشور آسیایی طی دوره زمانی ۲۰۰۰-۱۹۵۰ مورد توجه قرار دادند. در این مطالعه برای بررسی علیت آماری میان متغیرهای توسعه مالی و رشد اقتصادی از الگوهای اقتصادسنجی VAR و VECM استفاده شده است. معیار توسعه مالی انتخاب شده برای مطالعه نسبت اختلاف میان نقدینگی و حجم پول (M2-M) به تولید ناخالص داخلی (GDP) می‌باشد. نتایج مشخص می‌سازد که در اغلب کشورها رابطه‌ای قوی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی وجود دارد که جهت این رابطه در اکثر موارد از توسعه مالی به سمت رشد اقتصادی است. همچنین نتایج بیانگر آن است که رابطه‌ای یک سویه و قوی از توسعه مالی به سرمایه‌گذاری وجود دارد. به منظور افزایش صحت نتایج این مطالعه از اعتبارات اختصاص داده شده به بخش خصوصی به عنوان معیار دیگری از توسعه مالی استفاده شده است که نتایج این قسمت نیز مؤید وجود رابطه قوی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی است (روسه آ و واتپادادورن، ۲۰۰۵: ۱۸۲).

محمدی و همکاران در مطالعه‌ای با عنوان «بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی در کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی» به بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی در ۳۶ کشور منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی طی سال‌های ۲۰۱۰-۱۹۸۰ پرداختند. در این پژوهش تأثیر متغیرهای اقتصادی از جمله تولید ناخالص داخلی سرانه (GDP)، نسبت مخارج مصرفی دولت به تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم و شاخص باز بودن تجاری را بر شاخص‌های اعتبار خصوصی و اعتبار بانکی به عنوان شاخص‌های توسعه مالی با استفاده از روش اثرات ثابت مبتنی بر داده‌های پانلی مورد بررسی قرار داده‌اند.

1. Rousseau & Vuthipadadorn(2005)



آنها، انجام آزمون‌های متوالی به منظور حذف متغیرهای زائد یا اضافه کردن متغیرهای حذف شده به مدل و آزمون فرضیه در خصوص معنی‌داری آنها است. روش‌های مذکور به دلیل عدم اعتبار آزمون فرضیه در تصریحات نادرست یا ایجاد خطاهای تجمعی و متوالی نتایج رضایت بخشی بدست نمی‌دهد<sup>۱</sup>. اما در سال‌های اخیر "اقتصادسنجی بیزی" راه حل مناسبی را در خصوص غلبه بر ناطمینانی در خصوص انتخاب پارامترها و مدل‌ها به وسیله روشی به نام "میانگین‌گیری مدل بیزی" یا BMA<sup>۲</sup> ارائه داده است. مشخصه بارز رویکرد بیزی<sup>۳</sup> برای استنتاج، نسبت دادن احتمالات عددی به درجه‌ی اعتقاد محقق می‌باشد. در نتیجه با تغییر اطلاعات در مورد یک عبارت، می‌بایست در احتمال مربوط به درستی و نادرستی عبارت مورد نظر نیز تجدیدنظر شود (کوپ، ۲۰۰۳: ۳۱). رویکرد متوسط‌گیری بیزی بر خلاف رویکرد اقتصادسنجی سنتی قایل به وجود یک الگوی بهینه از میان الگوهای رقیب نیست که بتوان آن را بر اساس روش‌هایی مانند معیارهای اطلاعات یا آزمون فرضیه انتخاب کرد. در روش سنتی، متغیرهایی که معنی دار نیستند از الگو حذف می‌شوند؛ اما در روش بیزی هیچ الگوی نادیده گرفته نمی‌شود بلکه، تنها به الگوهایی که متغیرها در آن دارای ضرایب با اهمیت آماری کمتر هستند، وزن کمتری داده می‌شود. سپس ضریب هر متغیر از میانگین وزنی ضریب آن متغیر در تمامی الگوهای ممکن برآورد می‌شود، که در آن وزن‌ها بر اساس احتمال پسین هر الگو انتخاب شده‌اند. در نهایت نیز برای هر متغیر احتمال وقوع آن در الگو برآورد می‌شود. به عبارت دیگر روش‌های سنتی اقتصادسنجی، الگوها را در دو طیف قطبی صحیح (بهینه) و غلط (غیربهینه) قرار می‌دهند و تنها نتایج الگوی بهینه را گزارش می‌کنند اما در روش متوسط‌گیری بیزی به هر الگوی وزن یا احتمالی نسبت داده می‌شود و سپس تمامی این الگوها بر اساس وزنشان با یکدیگر تلفیق شده و ضرایب الگوی نهایی را با حضور همه‌ی متغیرها و احتمال وقوع آنها بدست می‌دهد. در ادامه این الگو تشریح می‌گردد.  $P(\theta)$  تابع چگالی احتمال پیشین<sup>۳</sup> بر پایه‌ی اطلاعات اولیه است. این اطلاعات به طور معمول یک ترکیب از اطلاعات قبلی داده‌ای، مطالعات تجربی،

نروژ، با استفاده از مدل تصحیح خطای برداری (VECM) پرداخته است. دوره مورد مطالعه برای ایران سالهای ۲۰۰۹-۱۹۶۷ و برای نروژ سال‌های ۲۰۰۶-۱۹۶۷ می‌باشد. برای توسعه مالی از دو شاخص نسبت حجم نقدینگی به GDP و نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به GDP استفاده و برای نشان دادن باز بودن تجاری و رشد اقتصادی نیز، دو شاخص شدت تجاری و تولید ناخالص داخلی سرانه مورد استفاده قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در اقتصاد ایران، شاخص‌های توسعه مالی و باز بودن تجاری علت کوتاه‌مدت رشد اقتصادی است و در بلندمدت نیز بین هر دو شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی رابطه علیت دوطرفه برقرار است. نتایج رابطه علیت در کشور نروژ نشان می‌دهد که در کوتاه‌مدت یک رابطه علیت یک‌طرفه از سمت رشد اقتصادی به سوی شاخص اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی وجود دارد و در بلندمدت رابطه‌ای یک طرفه از سمت رشد اقتصادی به سوی شاخص اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی برقرار است (محمدی و همکاران، ۱۳۹۳: ۱۵۱).

حسینی و همکاران در مطالعه‌ای با عنوان "بررسی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران با معرفی متغیرهای جدید" به بررسی رابطه و علیت متغیرهای رشد اقتصادی و توسعه مالی برای کشور ایران طی سال‌های (۲۰۰۷-۱۹۶۷) می‌پردازد. متغیرهای این مطالعه شامل اعتبارات تأمین شده توسط بخش بانکی، اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی، تعریف گسترده پول، پس‌انداز ناخالص داخلی، مخارج دولت، حجم تجارت و تورم می‌باشد. نتایج حاکی از رابطه منفی توسعه مالی با رشد اقتصادی است. همچنین رابطه کوتاه‌مدت بین متغیرهای توسعه مالی و رشد اقتصادی با استفاده از آزمون علیت گرنجر بلوکی انجام شده که نتایج حاصله نشان می‌دهد رابطه علیت دوسویه میان رشد اقتصادی و اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی و تعریف گسترده پول وجود دارد (حسینی و همکاران، ۱۳۹۰: ۱۹).

### ۳- روش‌شناسی

یکی از مهم‌ترین چالش‌هایی که محققین مدل‌ساز با آن سر و کار دارند، اختلاف دیدگاه در خصوص متغیرهای بالقوه‌ای است که می‌توانند در مدل توضیحی لحاظ شوند. تاکنون اقتصادسنجی‌دانان تلاش زیادی را در جهت حل این مشکل نموده‌اند. به عنوان مثال، یکی از راه‌حل‌های ارائه شده توسط

۱. برای اطلاعات بیشتر به (Poirier (1995, pp. 519-523) رجوع شود.

2. Bayesian Approach

3. Prior Probability Function

می باشد که با فرض این که تعداد متغیرهای مستقل  $k$  باشد، عبارت است از:

$$P(\beta|Y) = \sum_{i=1}^{2^k} P(M_i|Y) P(\beta|Y, M_i)$$

که در عبارت فوق  $P(M_i|Y)$  احتمال پسین مدل،  $Y$  داده‌ها بوده و  $\beta$  ضریب متغیر مستقل می باشد؛ به طوری که:

$$P(M_j|Y) = \frac{P(M_j) T^{-k_j/2} SSE_j^{-T/2}}{\sum_{i=1}^{2^k} P(M_i) T^{-k_i/2} SSE_i^{-T/2}}$$

#### ۴- نتایج بر آورد مدل

##### ۴-۱- توصیف متغیرها

ضمن بررسی مطالعات مشابهی که در گذشته انجام شده است، مشاهده می گردد از طیف وسیع متغیرهای مؤثر بر توسعه مالی هر یک تعداد محدودی از متغیرها را مورد مطالعه قرار داده‌اند. البته جهت، شدت و معناداری اثرگذاری هر یک از این متغیرها بر شاخص توسعه مالی در کشورهای مختلف، متفاوت می باشد و این اثرات بستگی به متغیرهای دیگری دارد که به سلیقه محقق در الگو لحاظ شده است. از آنجا که در این تحقیق به بررسی اثر ۱۶ متغیر توضیحی مؤثر بر شاخص توسعه مالی می پردازیم؛ لذا از روش میانگین گیری مدل بیزی (BMA) و روش متوسط گیری والس که، امکان بررسی نحوه اثرگذاری متغیرهای توضیحی متعدد بر متغیر وابسته را فراهم می سازند، استفاده می نماییم.

همچنین با روش میانگین گیری مدل بیزی می توان متغیرهای توضیحی را بر اساس احتمال شمول آنها در الگورته بندی نمود. بدین منظور با استفاده از نرم افزار Stata و با توجه به در دسترس بودن داده‌های مورد نیاز، عوامل مؤثر بر توسعه مالی را در دو گروه عوامل اقتصادی و عوامل غیراقتصادی و نهادی بررسی می کنیم. متغیر وابسته در الگو شاخص توسعه مالی است و متغیرهای مستقل بکار رفته در این تحقیق، از نوع داده‌های سری زمانی و مربوط به سال‌های (۱۳۹۶-۱۳۷۰) کشور ایران می باشد. کلیه داده‌ها از منابع آماری موجود در مرکز آمار ایران و بانک اطلاعات سری‌های زمانی اقتصادی بانک مرکزی ایران جمع آوری شده است و برای شاخص‌های حکمرانی خوب از داده‌های بانک جهانی<sup>۵</sup>، استفاده شده است. متغیرها بر حسب نرخ رشد و نسبت در نظر گرفته شده‌اند به

مشاهدات و نظریه‌ها می باشد.  $P(Y|\theta)$  چگالی احتمال برای مشاهدات جدید که نشان دهنده تابع چگالی احتمال یا تراکم داده‌ها ( $Y$ ) مشروط به پارامترهای مدل است. این تابع چگالی احتمال به عنوان تابع درست‌نمایی<sup>۱</sup> شناخته می شود. برای به دست آوردن تابع چگالی احتمال پسین<sup>۲</sup> ( $P(\theta|Y)$ ) می بایست تابع چگالی احتمال پیشین با تابع درست‌نمایی به وسیله‌ی نظریه‌ی بیز با هم ترکیب شوند. در واقع تابع توزیع پسین تابع احتمال پارامترهای  $\theta$  بعد از مشاهده داده‌ها است و به هردوی اطلاعات پیشین و اطلاعات نمونه‌ی  $Y$  بستگی دارد و با تأثیری که اطلاعات داده‌ای جدید بر تابع چگالی احتمال پیشین به وسیله‌ی نظریه‌ی بیز می گذارد،  $P(\theta)$  به  $P(\theta|Y)$  تغییر شکل می یابد. باید تأکید شود که احتمال پسین، شامل نظر محقق در مورد پارامتر، اطلاعات داده‌ای و اطلاعات پیشین است. میانگین گیری بیزین تخمین‌های کلاسیک<sup>۳</sup> به وسیله‌ی ترکیب میانگین گیری بین مدل‌ها با یک مفهوم بیزی، با تخمین برآوردها که در صورت فرض مبهم بودن تابع پیشین با نتایج OLS یکسان می باشد، به دست می آید. این روش اثر اطلاعات پیشین را محدود می کند و روشی را پیشنهاد می کند که می تواند برای متخصصان اقتصادسنجی کلاسیک هم قابل درک باشد. رویکرد میانگین گیری بیزی تخمین‌های کلاسیک نسبت به روش‌های دیگر میانگین گیری چند مزیت مهم دارد. اول این که برخلاف تحلیل استاندارد بیزین که می بایست توزیع پیشین همه‌ی پارامترها مشخص باشد، در این روش تنها لازم است که یک توزیع پیشین تعیین شود که آن را فراپارامتر می نامند و این پارامتر  $(\bar{k})$ ، اندازه‌ی انتظاری مدل می باشد. دوم اینکه فراپارامتر به سادگی قابل تعیین و تفسیر بوده و در عین حال مفهوم نیرومند بودن نتایج نسبت به این فراپارامتر قابل بررسی است. سوم اینکه تفسیر تخمین‌ها برای کسانی که در اقتصادسنجی بیزین تخصص ندارند هم ممکن و قابل درک می باشد. چهارم اینکه تنها با تکرار OLS می توان از این روش استفاده کرد (سالای مارتین<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۴: ۸۱۵). در میانگین گیری بیزی احتمال پسین متغیر  $\beta$  در همه‌ی مدل‌ها مشترک

1. Likelihood Function
2. Posterior Density Function
3. Bayesian Model Averaging of Classical Estimation (BACE)
4. Sala-i-Martin et al. (2004)

5. Worldwide Governance Indicators (WGI), World Bank

این مطالعه از متوسط قیمت فروش دلار در بازار آزاد تهران استفاده شده است.

<sup>۸</sup>FO: بیانگر شاخص باز بودن مالی است که از کمک‌های مالی برای توسعه و اعتبارات داخلی به وسیله بخش خصوصی و بانکی نسبت به تولید ناخالص حاصل می‌شود. این متغیر از نسبت مجموع دارایی‌ها و بدهی‌های خارجی کشور به GDP بدست می‌آید (صمدی، ۱۳۸۸: ۱۷۱).

<sup>۹</sup>MC: شاخص اندازه بازار سهام و بیانگر سرمایه‌ای شدن بازار است. این متغیر از نسبت ارزش سهام شرکت‌های داخلی حاضر در بورس به تولید ناخالص داخلی حاصل می‌گردد (اربابیان و همکاران، ۱۳۹۷: ۱۷۵).

شاخص‌های حکمرانی خوب و کیفیت دولت<sup>۱۰</sup> نیز عبارتند از: <sup>۱۱</sup>Gernk: رتبه اثربخشی دولت است که این شاخص به صورت توانایی دولت برای پیاده سازی سیاست‌های مؤثر و حفظ اعتبار اندازه‌گیری می‌شود.

<sup>۱۲</sup>Rlnk: بیانگر رتبه کیفیت مقررات تنظیمی است. این شاخص بیانگر توانایی دولت در فرموله نمودن و اجرای سیاست‌های مناسب تشویقی در جهت مشارکت بخش خصوصی می‌باشد.

<sup>۱۳</sup>Ccrnk: نشان دهنده رتبه کنترل فساد و بیانگر درجه‌ای است که قدرت عمومی را از منافع خصوصی منحرف نموده است.

<sup>۱۴</sup>PR: شاخص حفاظت از حقوق مالکیت است که در این پژوهش از آمار مربوط به شاخص بین‌المللی حقوق مالکیت<sup>۱۵</sup> (IPRI) استفاده شده است.

<sup>۱۶</sup>LR: بیانگر نسبت دارایی نقد سیستم بانکی به کل دارایی‌های نظام بانکی است و به عنوان شاخصی برای میزان نقدینگی سیستم بانکی کشور می‌باشد. هر چه میزان نقدینگی در سیستم بانکی بیشتر باشد، انتظار می‌رود بانک‌ها به سرمایه‌گذاری و اعطای تسهیلات‌دهی تشویق شده و از این رو توسعه مالی با رشد بالاتری مواجه شود (عرب مازار یزدی،

طوری که همه متغیرها مانا می‌باشند. (نتایج مربوط به آزمون ریشه واحد در خصوص مانایی متغیرها جهت صرفه‌جویی ارائه نشده است). در جدول (۱) به اختصار، هر یک از متغیرهای الگو معرفی شده‌اند. اما قبل از آن توضیح مختصری در خصوص متغیرهای الگو بیان می‌کنیم:

### متغیر وابسته

<sup>۱</sup>FD: بیانگر شاخص توسعه مالی است و برای آن از شاخص ساختاری، که به چگونگی ساختار توزیع اعتبارات و تسهیلات بانکی به شرکت‌ها و سازمان‌های دولتی و بخش خصوصی اشاره دارد، استفاده شده است. این شاخص را می‌توان برای ایران از نسبت مطالبات سیستم بانکی از بخش غیردولتی به مجموع مطالبات سیستم بانکی از بخش دولتی و غیردولتی است محاسبه نمود (کمیحانی و همکاران، ۱۳۸۶: ۳۵).

### متغیرهای مستقل

<sup>۲</sup>Cgov: این متغیر بیانگر نسبت مخارج مصرفی دولت به تولید ناخالص داخلی است و به عنوان شاخصی برای اندازه دولت استفاده شده است (محمدی و همکاران، ۱۳۹۳: ۳۰).

<sup>۳</sup>TO: شاخص باز بودن تجاری است که از نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی بدست می‌آید (صمدی، ۱۳۸۸: ۱۷۱).

<sup>۴</sup>Inf: شاخص تورم است و آمار آن براساس شاخص CPI محاسبه شده است.

<sup>۵</sup>G(Gdpp): شاخص رشد اقتصادی است و از رشد تولید ناخالص داخلی سرانه به عنوان یک معیار مناسب برای نشان دادن آن استفاده شده است.

<sup>۶</sup>GBD: نسبت کل پرداخت‌های دولت به کل درآمدهای دولت است. افزایش این نسبت؛ معرف کسری بودجه‌ی دولت در نظر گرفته شده است. منظور از کل پرداخت‌های دولت، مجموع پرداخت‌های جاری و عمرانی دولت بوده و منظور از کل درآمدهای دولت، مجموع درآمد نفت و درآمد مالیاتی و سایر درآمدهای دولت می‌باشد (آل عمران و همکاران، ۱۳۹۳: ۹)

<sup>۷</sup>DLn(EX): این متغیر بیانگر تغییرات نرخ ارز می‌باشد و در

8. Financial Openness

9. Market Capitalization of Listed Companies (% of GDP)

10. (WGI), World Bank

11. Government Effectiveness

12. Regulatory Quality

13. Control of Corruption

14. Property Rights

15. International Property Rights Index

16. Liquidity Ratio

1. Financial Development

2. Cost of Government

3. Trade Openness

4. Inflation

5. GDP Per Capita

6. Government Budget Deficit

7. Exchange

۱۳۹۲: ۱۵).

## ۴-۲- نتایج تجربی حاصل از میانگین‌گیری مدل

## بیزینی

یکی از مهمترین مزیت‌های تحلیل BMA، استفاده از تمامی تصریحات ممکن (مبتنی بر ترکیبات مختلف از متغیرهای توضیحی) برای تخمین ضرایب متغیرهای توضیحی است. در واقع این ضرایب تنها بر اساس یک مدل منفرد تخمین زده نشده بلکه، از میانگین وزنی ضرایب تخمین زده شده هر یک از متغیرها در  $2^{16}$  یا ۶۵۵۳۶ تکرار و نمونه‌گیری مؤثر از مدل‌های مختلف بدست می‌آیند. میانگین وزنی پسین ضرایب به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\hat{\beta}_1 = \sum_{t=1}^I \lambda_i \hat{\beta}_{1i}$$

که در آن  $\lambda_i$  احتمال مدل  $M_i$  و  $\hat{\beta}_{1i}$  تخمینی از  $\beta_1$  در مدل  $M_i$  است. در جدول (۳)، میانگین وزنی پسین ضرایب، انحراف معیار پسین ضرایب و احتمال حضور متغیرها در الگو ارائه شده‌اند.

همان‌طور که در جدول (۳) ملاحظه می‌گردد، ستون دوم از سمت راست میانگین وزنی توزیع پسین هر یک از متغیرها، ستون سوم خطای معیار توزیع پسین ضرایب و ستون چهارم احتمال حضور هر یک از متغیرها را در الگو نشان می‌دهد. با توجه به ستون احتمال شمول هر متغیر نتایج جدول (۳) را می‌توان به صورت زیر تبیین نمود:

متغیرهای نسبت نقدینگی و ریسک اعتباری به ترتیب با احتمال وقوع ۹۶٪ و ۷۶٪ شاخص توسعه مالی را متأثر می‌سازند. میانگین وزنی ضرایب متغیرهای مذکور به ترتیب برابر با ۰/۲۵ و ۲/۹ می‌باشد. با توجه به نتایج بدست آمده نسبت نقدینگی و ریسک اعتباری اثر مثبت بر توسعه مالی دارند. در واقع با افزایش نسبت نقدینگی در سیستم بانکی ایران، میزان تسهیلات دهی نیز افزایش یافته و از این رو منجر به افزایش شاخص توسعه مالی گردیده است. از سوی دیگر با افزایش شاخص ریسک اعتباری و به تبع آن افزایش مطالبات مشکوک الوصول انتظار می‌رود این متغیر اثر منفی بر شاخص توسعه مالی داشته باشد حال آنکه یافته‌های پژوهش تأثیر افزایشی این متغیر را بر توسعه مالی نشان می‌دهد. نتیجه بدست آمده را می‌توان به دولتی بودن مالکیت بانکی در ایران، عدم مدیریت صحیح بانکی، ضعف اطلاعاتی و بی‌توجهی به بخشنامه‌های صادره در زمینه اعطای تسهیلات و رعایت نکردن مقررات وضع شده توسط مقامات ناظر بانکی مرتبط نمود.

Size: بیانگر شاخص اندازه واسطه‌گری‌های مالی سیستم بانکی است که از نسبت دارایی‌های سیستم بانکی به GDP به دست می‌آید (فضلی و همکاران، ۱۳۸۸: ۲۰).

$BR^1$ : نسبت اوراق مشارکت به کل دارایی سیستم بانکی به عنوان شاخصی برای سیاست‌های پولی در سیستم بانکداری اسلامی در نظر گرفته می‌شود (گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، ۱۳۸۴: ۱۶۵).

$CR^2$ : نسبت ذخیره مطالبات مشکوک الوصول به کل تسهیلات اعطایی بانک‌ها می‌باشد و به عنوان شاخص ریسک اعتباری بانک‌ها استفاده می‌گردد (شوال پور و همکاران، ۱۳۹۲: ۲۳۵).

## جدول ۱. لیست متغیرهای الگو

ردیف	نوع متغیر	نام متغیر	تعریف متغیر
۱	متغیر وابسته	FD	توسعه مالی
۲	عوامل اقتصادی	G(Gdpp)	رشد تولید ناخالص داخلی سرانه
۳		Cgov	اندازه دولت
۴		GBD	کسری بودجه‌ی دولت
۵		TO	باز بودن تجاری
۶		FO	باز بودن مالی
۷		CR	ریسک اعتباری
۸		Lr	نسبت نقدینگی
۹		Inf	نرخ تورم
۱۰		DLn(EX)	رشد نرخ ارز
۱۱		MC	اندازه بازار سهام
۱۲		Size	اندازه بازار بانکی
۱۳		BR	نسبت اوراق مشارکت
۱۴		عوامل غیراقتصادی و نهادی	Ln(Gernk)
۱۵	Ln(Rlrnk)		رتبه کیفیت مقررات تنظیمی
۱۶	Ln(Ccrnk)		رتبه کنترل فساد
۱۷	Ln(PR)		شاخص حفاظت از حقوق مالکیت

در جدول شماره (۲) آماره‌های توصیفی از جمله میانگین، انحراف معیار، حداقل و حداکثر برای متغیرهای به کار رفته در الگوی توسعه مالی کشور ایران ارائه شده است.

1. Bonds Ratio
2. Credit Risk

جدول ۲. آماره‌های توصیفی متغیرها

نام متغیر	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
توسعه مالی	۰/۶۶۹۹۲۸	-/۱۵۱۸۹۷	۰/۴۶۰۱۵۲۶	۰/۸۵۴۶۲۰۹
رشد تولید ناخالص داخلی سرانه	۰/۰۹۳۲۸۹	-/۳۳۴۵۷۲	-/۰۰۲۲۸۱۶	۱/۷۱۰۱۸۸
اندازه دولت	۰/۱۵۱۰۷۴	-/۰۳۶۶۵۶	-/۰۹۴۵۳۲۷	۰/۲۱۸۴۵۲۹
کسری بودجه دولت	۱/۲۱۲۵۶۱	-/۲۶۳۲۸۲	۰/۹۸۸۶۴۴	۲/۰۱۹۰۸۵
باز بودن مالی	۰/۲۱۰۲۷	-/۳۳۷۰۴۷	-/۰۰۰۵۴۲۹	۱/۲۴۶۴۷۸
باز بودن تجاری	۰/۲۳۴۶۳۲	-/۲۴۳۵۷۴	-/۰۰۰۶۲۳۸۷	۰/۷۰۹۳۴۳
اندازه بازار بانکی	۰/۰۴۶۴۶۶	-/۰۵۷۲۲۶	-/۰۰۰۲۳۱۶	۰/۱۹۷۵۶۴۹
اندازه بازار سهام	۰/۱۳۶۰۹۲	-/۱۸۷۶۵۹	-/۰۰۰۵۶۲۷	۰/۵۹۶۴۱۴۴
رشد نرخ ارز	۰/۰۲۰۰۲	-/۰۲۷۹۳۶	-/۰۰۰۸۸۲۸	۰/۱۰۹۰۵۲۴
نرخ تورم	۲/۸۶۹۷۱۲	-/۴۳۴۴۱۳	۲/۱۷۷۲۲۵	۳/۸۹۹۹۵
ریسک اعتباری	۰/۰۱۷۹۱۷	-/۰۲۲۱۱۷	۰	-/۰۷۳۸۱۴
نسبت اوراق مشارکت	۳/۰۸۳۰۱۸	۸/۸۲۸۴۹۸	۰	۳۲/۳۶۷۶۳
نسبت نقدینگی	۱/۲۱۸۸۸۱	-/۲۳۹۳۹۹	-/۸۹۱۳۶۶۷	۱/۶۸۸۱۷۲۱
شاخص حفاظت از حقوق مالکیت	۰/۴۳۴۷۶۲	-/۶۸۳۴۳۹	۰	۱/۵۵۷۷۲۳
رتبه اثربخشی دولت	۳/۵۷۰۳۱۵	-/۱۳۴۵۶۴	۳/۳۵۹۷۱۱	۳/۸۴۲۳۴۳
رتبه کیفیت مقررات تنظیمی	۱/۷۵۸۴۲۱	-/۴۴۷۴۶۶	۱/۰۵۴۵۹۵	۲/۴۶۵۱۰۴
رتبه کنترل فساد	۳/۴۴۵۳۶	-/۳۰۶۰۱۲	۲/۷۶۴۱۴	۳/۹۱۲۰۲۳

مأخذ: محاسبات تحقیق

جدول ۳. تخمین ضرایب الگوی توسعه مالی در ایران به روش BMA

نام متغیر	میانگین وزنی توزیع پسین ضرایب	انحراف معیار توزیع پسین ضرایب	آماره t	احتمال حضور متغیر در الگو
جمله ثابت	۱/۰۷۲۰۵۵	-/۵۱۸۷۳	۲/۰۷	۱۰۰
نسبت نقدینگی (LR)	۰/۲۴۷۳۴۴	-/۰۹۲۱۹۱	۲/۶۸	۹۶
ریسک اعتباری (CR)	۲/۹۵۰۵۴۶	۲/۰۱۴۳۶۱	۱/۴۶	۷۶
اندازه دولت (CGOV)	-/۰۴۰۴۸	۱/۱۸۸۸۲	-/۰۸۸	۵۴
نرخ تورم (INF)	-/۰۳۸۲۵	-/۰۴۳۸۵۴	-/۰۸۷	۵۲
باز بودن تجاری (TO)	۰/۱۸۴۸۵۱	-/۲۹۹۴۸۷	-/۰۶۲	۵۱
رتبه کنترل فساد (ln(Ccrnk))	-/۰۷۵۲۳	-/۱۰۳۲۷۶	-/۰۷۳	۴۴
رتبه اثربخشی دولت (ln(Gernk))	-/۰۷۱۵۸	۰/۱۱۲۵۵	-/۰۶۴	۳۶
نسبت اوراق مشارکت (BR)	۰/۰۰۵۰۲	-/۰۰۵۹۷۱	-/۰۸	۳۳
اندازه بازار بانکی (SIZE)	۰/۲۶۴۱۷۷	-/۶۲۳۴۵۷	-/۰۴۲	۳۰
کیفیت مقررات تنظیمی (ln(Rlrnk))	-/۰۱۸۰۶	-/۰۳۶۰۱۱	-/۰۵	۲۸
رشد تولید ناخالص داخلی سرانه (G(GDPP))	۰/۰۲۱۱۲۱	-/۰۵۳۴۴	-/۰۴	۲۴
اندازه بازار سهام (MC)	-/۰۳۹۴۶	-/۱۹۰۹۳۴	-/۰۲۱	۲۴
باز بودن مالی (FO)	۰/۰۱۲۴۵	-/۱۱۲۲۶۱	-/۱۱	۲۳
رشد نرخ ارز (DLn(EX))	-/۰۹۰۹۳	-/۳۰۷۳۶۵	-/۰۳	۱۷
حفاظت از حقوق مالکیت (ln(PR))	۰/۰۰۵۰۹۸	-/۰۲۱۱۷	-/۲۴	۱۷
کسری بودجه دولت (GBD)	۰/۰۰۱۴۶	-/۰۱۴۰۸۹	-/۰۱	۸

مأخذ: محاسبات تحقیق

اسلامی، در الگوی توسعه مالی ایران قابل توجه می‌باشد. هر یک از متغیرهای رشد تولید ناخالص داخلی سرانه  $G(GDPP)$  و اندازه بازار سهام  $(MC)$  با احتمال وقوع  $24\%$  بر شاخص توسعه نهاد مالی کشور ایران مؤثر می‌باشند. میانگین وزنی ضریب متغیرهای مذکور به ترتیب برابر با  $0/02$  و  $-0/04$  می‌باشد. همانطور که بیان شد شاخص تولید ناخالص داخلی سرانه نمایانگر درجه توسعه اقتصادی است، بنابراین اثرگذاری مثبت این شاخص بر توسعه مالی ایران مطابق با مبانی نظری (آن دسته از مبانی نظری که معتقدند رابطه علیت از رشد اقتصادی به توسعه مالی است و لذا رشد اقتصادی منجر به توسعه مالی می‌شود) می‌باشد. همچنین نتیجه مذکور موافق با نتایج مطالعات انجام شده نظیر بدیت و همکاران (۲۰۱۷) و محمدی و همکاران (۱۳۹۳) می‌باشد.

از سوی دیگر از آنجا که بازار مالی کشور ایران نهادی بانک محور بوده است و فعالیت بازار سرمایه در ایران دارای سابقه طولانی نمی‌باشد، لذا احتمال وقوع اندازه بازار سهام در الگوی توسعه مالی کشور ایران حائز اهمیت بوده و اثر منفی آن بر شاخص توسعه مالی را می‌توان این گونه توجیه نمود که این بازار در رقابت با بازار بانکی می‌باشد لذا گسترش فعالیت بازار سهام سطح فعالیت‌های وام دهی بازار بانکی را که ناشی از سپرده گذاری‌هاست محدود نموده است. اندازه بازار بانکی  $(SIZE)$  در سیستم مالی کشور ایران نیز با احتمال وقوع  $30\%$ ، شاخص توسعه مالی را به گونه‌ای مثبت متأثر می‌سازد. ضریب میانگین وزنی متغیر مذکور  $0/26$  است

متغیر باز بودن مالی  $(FO)$  نیز با احتمال وقوع  $23\%$  و ضریب میانگین وزنی  $0/01$  دارای اثر مثبت بر شاخص توسعه مالی کشور ایران می‌باشد و با مبانی نظری، که معتقدند باز بودن مالی تأثیری مثبت بر توسعه مالی خواهد داشت، مطابقت دارد. در واقع با توجه به تعریف باز بودن مالی که مقسدر دارایی‌ها و بدهی‌های خارجی به عنوان درصدی از  $GDP$  است، می‌توان گفت که باز بودن مالی و تحرک آزاد سرمایه علاوه بر بهبود کارایی نظام بانکی، زمینه را برای ورود سرمایه‌های خارجی به کشور فراهم می‌کند، که این امر به توسعه بازارهای مالی کمک می‌کند.

بر اساس نتایج بدست آمده احتمال وقوع متغیرهای کسری بودجه‌ی دولت  $(GBD)$  و رشد نرخ ارز  $DLn(EX)$  به ترتیب  $17\%$  و  $8\%$  می‌باشد. همچنین میانگین وزنی ضریب متغیرهای مذکور به ترتیب  $-0/09$  و  $0/0001$  می‌باشد. با توجه به مبانی

اندازه دولت  $(CGOV)$  نیز با احتمال وقوع  $54\%$  و میانگین وزنی  $-1/04$  شاخص توسعه مالی کشور ایران را در جهت منفی متأثر می‌سازد. دولت نقش منفی در توسعه مالی بازی کرده است. با توجه به ساختار دولتی بازار مالی و تصمیمات پولی اتخاذ شده در ایران، می‌توان نتیجه گرفت که علیرغم آن که در ایران با رشد نقدینگی روبه‌رو هستیم، اما بنگاه‌ها از کمبود نقدینگی رنج می‌برند و این، به معنای عدم انتقال این منابع به بخش‌های تولید و سرمایه‌گذاری و ورود آن به بخش‌های نامولد بوده که به نهادینه شدن تورم ساختاری و پنهان در اقتصاد منجر شده است. این حقیقت خود شاهدهی برای عدم توسعه بازار مالی کشور است.

احتمال وقوع متغیر نرخ تورم  $(INF)$  در الگوی توسعه مالی ایران  $52\%$  است. بر اساس نتایج بدست آمده تورم با ضریب میانگین وزنی  $-0/04$  شاخص توسعه مالی را در جهت منفی متأثر می‌سازد. بر این اساس تورم در الگوی توسعه مالی کشور ایران مانع توسعه بخش مالی شده و منجر به سرکوب مالی می‌شود. به عبارت دیگر تورم بالا، از یک سو مانع از انعقاد قراردادهای مالی بلندمدت می‌شود و از سوی دیگر واسطه‌گری‌های مالی نیز دارای‌هایی با ویژگی نقدشوندگی بالا را نگهداری خواهند کرد. بر این اساس در شرایط تورمی، کاهش نرخ بازدهی درازمدت دارایی‌های مالی و جیره بندی اعتبارات، موجب کاهش شاخص توسعه مالی می‌گردد.

متغیر باز بودن تجاری  $(TO)$  با احتمال وقوع  $51\%$  دارای اثر مثبت بر شاخص توسعه مالی در ایران می‌باشند. میانگین وزنی ضریب این متغیر برابر با  $0/18$  است. نتیجه فوق بیانگر آن است که باز بودن تجاری موجب افزایش سرمایه‌گذاری و وام دهی می‌شود و ارتباطی قوی با شاخص توسعه مالی ایران دارد. همچنین نتیجه بدست آمده مطابق با نتایج مطالعاتی نظیر گرین اوی و بالتاجی (۲۰۰۲) می‌باشد که معتقدند باز بودن اقتصادی (مالی و تجاری) به عملکرد کلان اقتصادی بهتر و توسعه مالی و اقتصادی سریع‌تر می‌انجامد.

نسبت اوراق مشارکت به کل دارایی سیستم بانکی  $(BR)$  در این مطالعه به عنوان شاخصی برای سیاست‌های پولی مورد توجه می‌باشد. با توجه به جدول ۲ احتمال وقوع متغیر  $33\%$  و میانگین وزنی آن  $0/0005$  می‌باشد. این ابزار از سال ۱۳۷۳ در بازارهای پولی و مالی کشور ایران به کار گرفته شده است؛ بنابراین استفاده از اوراق مشارکت با توجه به میزان و دفعات انتشار اوراق مذکور و مدت زمان به کار بردن این ابزار مالی

همان گونه که اشاره شد تأثیر سرمایه اجتماعی بر رشد اقتصادی غیرمستقیم است و معمولاً از طریق کانال توسعه مالی انجام می‌پذیرد. افزایش سرمایه اجتماعی، شفافیت و حفاظت از حقوق مالکیت، موجب افزایش اعتماد در مبادلات مالی و غیرمالی می‌گردد که از عوامل مهم نهادی در توسعه مالی محسوب می‌شوند. شاخص‌های متعددی برای اندازه‌گیری وضعیت حقوق مالکیت، سرمایه اجتماعی وجود دارد که در مطالعات مختلف مورد بررسی واقع شده‌اند. نتیجه برخی مطالعات (از جمله رنانی، ۱۳۸۴ و صمدی، ۱۳۸۷) نشان داده است که حقوق مالکیت در ایران از وضعیت مناسبی برخوردار نبوده است و با افزایش هزینه‌های مبادله دارای اثر منفی بر توسعه مالی می‌باشند در حالیکه نتایج بدست آمده از مطالعاتی نظیر رحمانی و همکاران (۱۳۸۶) بیانگر تأثیر مثبت شاخص حفاظت از حقوق مالکیت بر رشد اقتصادی و بازارهای مالی در ایران است. نتایج بدست آمده در این مطالعه نیز موید تأثیر مثبت شاخص حفاظت از حقوق مالکیت (PR) بر توسعه مالی در ایران می‌باشد.

#### ۴-۳- تخمین ضرایب الگوی توسعه مالی در ایران به روش WALS

به منظور تحلیل استحکام نتایج، مدل توسعه مالی را با روش متوسط‌گیری والس (WALS) نیز برآورد کرده‌ایم. برآورد مدل توسعه مالی به دو روش "BMA" و "WALS" حساسیت نتایج مدل توسعه مالی را به توزیع پیشین ضرایب نشان می‌دهد. چنانچه کیفیت نتایج در روش والس مشابه نتایج میانگین‌گیری مدل بی‌زین باشد استحکام نتایج و عدم حساسیت آن به روش توزیع پیشین ضرایب تأیید می‌گردد. WALS یک روش متوسط‌گیری موزون مبتنی بر رگرسیون‌های حداقل مربعات می‌باشد که در آن از توزیع‌های پیشین لاپلاس (به جای توزیع‌های پیشین نرمال در روش BMA) استفاده می‌شود. در واقع میانگین‌گیری به روش والس همان میانگین‌گیری مدل بی‌زین است که در توزیع پیشین آن به جای توزیع نرمال از توزیع لاپلاس استفاده شده است. در جدول (۴) خلاصه نتایج عوامل مؤثر بر توسعه مالی کشور ایران با استفاده از روش متوسط‌گیری WALS ارائه شده است. در این روش مبنای ارزیابی اهمیت متغیرهای توضیحی در تأثیرگذاری بر توسعه مالی (متغیر وابسته) آماره  $t$  می‌باشد (در

نظری تغییرات نرخ ارز بر ارزش‌داری‌ها و فعالیت شرکت‌ها در بازارهای پول و سرمایه اثر می‌گذارد. بازتاب این تغییرات تصمیمات سپرده‌گذاران و سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار داده و بدین ترتیب شاخص توسعه مالی را در ایران در جهت مثبت دستخوش تغییر می‌نماید. از سوی دیگر با توجه به ساختار مدیریت دولتی بازار مالی در ایران، کسری بودجه دولت منجر به کاهش کارایی نظام مالی شده است. به عبارت دیگر طی سال‌های مورد بررسی در ایران به دنبال هرنوع کسری بودجه، استقرار دولت از بانک مرکزی صورت گرفته است. این اقدامات کاهش دسترسی بخش خصوصی به منابع مالی و بانکی و محدودیت‌های اعتباری برای بخش خصوصی را به همراه داشته است و در نهایت شاخص توسعه مالی را در ایران در جهت منفی متأثر ساخته است.

متغیرهای غیراقتصادی و نهادی نیز در الگوی توسعه نهاد مالی ایران مورد بررسی واقع شده‌اند. بر اساس نتایج بدست آمده از این مطالعه رتبه کنترل فساد (Ccrnk) با احتمال وقوع ۴۴٪ مؤثرترین متغیر نهادی بر شاخص توسعه مالی می‌باشد. ضریب میانگین وزنی متغیر مذکور  $-۰/۰۷$  می‌باشد و شاخص توسعه مالی را در جهت منفی مؤثر می‌سازد.

رتبه اثربخشی دولت (Gernk) نیز با احتمال وقوع ۳۶٪ با ضریب میانگین وزنی  $-۰/۰۷$  دارای اثر منفی بر شاخص توسعه مالی می‌باشد. با توجه به جدول (۲) متغیرهای کیفیت مقررات تنظیمی (Rlrnk) و حفاظت از حقوق مالکیت (PR) نیز به ترتیب با احتمال وقوع ۲۸٪ و ۱۷٪ مؤثر بر شاخص توسعه مالی کشور ایران می‌باشند. متغیر رتبه کیفیت مقررات تنظیمی با میانگین وزنی  $-۰/۰۲$  دارای اثر منفی بر توسعه مالی است و متغیر حفاظت از حقوق مالکیت با میانگین وزنی  $۰/۰۰۵$  دارای تأثیر مثبت بر شاخص توسعه مالی می‌باشد. چنان که مشاهده می‌شود شاخص‌های حکمرانی اثری منفی بر شاخص توسعه مالی در کشور ایران دارند. گرچه در مطالعات انجام شده مانند هوانگ (۲۰۰۵)، سحابی (۱۳۹۲) و اشرفی و همکاران (۱۳۹۳) تأثیر شاخص‌های حکمرانی بر توسعه مالی برای سایر کشورها مثبت ارزیابی شده است؛ اما در این خصوص می‌توان به عواملی نظیر ساختار دولتی نظام بانکی ایران، محدودیت‌های مقرراتی ناشی از قوانین دست و پاگیر متأثر از دیوان سالاری دولتی برای تسهیلات‌دهی و حجم گسترده‌ای از مقررات اضافی و زائد در سیستم مالی کشور ایران اشاره نمود که با توجه به مبانی نظری از جمله عوامل عدم توسعه‌ی بازارهای مالی می‌باشند.

متغیر رتبه اثربخشی دولت نیز با میانگین وزنی توزیع پسین ضریب  $-0/17$  - بزرگترین آماره  $t$  را در میان متغیرهای غیراقتصادی و نهادی دارد. به این ترتیب از آنجاکه کیفیت نتایج در روش والس مشابه نتایج میانگین گیری مدل بیزین می باشد استحکام نتایج (و عدم حساسیت آن به روش توزیع پیشین ضرایب) تأیید می گردد.

روش میانگین گیری مدل بیزین، معیار ارزیابی احتمال شمول متغیرها در الگو است). همان طور که ملاحظه می شود نتایج به لحاظ کیفی مشابه نتایج روش میانگین گیری مدل بیزین است. در روش والس نیز با توجه به بزرگ بودن آماره  $t$  مربوط به متغیرهای نسبت نقدینگی، رشد تولید ناخالص داخلی سرانه، اندازه دولت، باز بودن تجاری، اندازه بازار سهام و ریسک اعتباری می توان نتیجه گرفت این متغیرها به ترتیب مهمترین متغیرهای اقتصادی مؤثر بر توسعه مالی در ایران می باشند.

جدول ۴. تخمین ضرایب الگوی توسعه مالی در ایران به روش WALS

نام متغیر	میانگین وزنی توزیع پسین ضرایب	انحراف معیار توزیع پسین ضرایب	t آماره
جمله ثابت	۱/۵۵۵۳۲۸	۰/۴۷۳۴۲۱۶	۳/۲۹
رشد تولید ناخالص داخلی سرانه G(GDPP)	-۰/۰۹۶۰۷۱	۰/۰۹۴۱۵۹۷	۱/۰۶
اندازه دولت (CGOV)	-۱/۰۰۶۲۰۶	۰/۸۹۵۱۸۹۴	-۱/۱۲
معرف کسری بودجه دولت (GBD)	-۰/۰۱۹۰۰۰۷	۰/۰۴۵۳۴۷۴	-۰/۴۲
باز بودن تجاری (TO)	۰/۵۶۱۴۳۹۳	۰/۵۷۲۱۲۹۹	۰/۹۸
باز بودن مالی (FO)	-۰/۰۵۴۴۵۹۵	۰/۲۷۶۷۸۰۱	-۰/۲
ریسک اعتباری (CR)	۱/۳۴۹۲۳۴	۱/۶۸۱۷۲۴۲	۰/۸
نسبت نقدینگی (LR)	۰/۱۵۹۲۶۳۵	۰/۰۷۹۹۸۴۱	۱/۹۹
نرخ تورم (INF)	-۰/۰۳۱۰۱۵۵	۰/۰۵۰۶۸۲۹	-۰/۶۱
رشد نرخ ارز (DLn(EX))	-۰/۴۱۶۴۱۷۸	۰/۷۲۹۹۴۶۷	-۰/۵۷
اندازه بازار سهام (MC)	-۰/۲۱۳۳۶۲	۰/۲۵۸۰۴۲۳	-۰/۸۳
اندازه بازار بانکی (SIZE)	-۰/۰۴۷۳۸۸۲	۱/۳۹۸۵۰۷	-۰/۰۳
نسبت اوراق مشارکت (BR)	-۰/۰۰۵۱۶۶۷	۰/۰۱۵۳۶۸۲	-۰/۳۴
رتبه اثربخشی دولت ln(Gernk)	-۰/۱۷۲۱۶۳۱	۰/۱۰۸۰۸۶۸	-۱/۵۹
کیفیت مقررات تنظیمی ln(Rlnk)	-۰/۰۳۳۳۴۷۱	۰/۰۳۶۲۱۸۶	-۰/۹۵
رتبه کنترل فساد ln(Ccrnk)	-۰/۰۷۱۵۱۵۵	۰/۱۱۵۳۹۶۳	-۰/۶۲
حفاظت از حقوق مالکیت ln(PR)	-۰/۰۱۷۸۵۰۴	۰/۰۳۶۲۰۱	-۰/۴۹

مأخذ: محاسبات تحقیق

## ۵- بحث و نتیجه گیری

نظام مالی یک کشور، منابع مالی را در کل اقتصاد به جریان می اندازد. به نحوی که یک نظام مالی توسعه یافته و کارآمد با جذب منابع و تخصیص آن به طرح های سرمایه گذاری مناسب، موجب رشد و توسعه اقتصادی جوامع می گردد. توسعه مالی یک مفهوم چند وجهی بوده که افزون بر توسعه بخش بانکی، ابعاد دیگری مانند توسعه بخش مالی غیربانکی، بهبود عوامل اقتصادی شامل توسعه بخش پولی و سیاستگذاری پولی، عوامل

فرهنگی و قانونی، باز بودن بخش مالی و محیط سازمانی و نهادی را نیز در بر می گیرد. بنابراین عوامل مؤثر بر توسعه مالی به طور غیرمستقیم بر رشد و توسعه کشورها اثرگذار خواهند بود. لذا در این تحقیق به بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی کشور ایران طی سال های ۱۳۹۶-۱۳۷۰ مبتنی بر داده های سری زمانی با روش اقتصادسنجی بیزینی (BMA) پرداخته ایم. نتایج بدست آمده بیانگر آن است که عوامل اقتصادی نظیر نسبت نقدینگی و ریسک اعتباری از جمله مؤثرترین عوامل



مالی و تخصیص بهینه آنها در اقتصاد ملی است و این مهم با کمک بازارهای مالی سازمان یافته و متشکل و کارآمد که در آن تنوع ابزارهای مالی، ایجاد فضای رقابتی و شفافیت اطلاعات وجود دارد میسر خواهد بود؛ زیرا کارآمدی بازار مالی مستلزم روان سازی معاملات و افزایش نقدینگی و فراهم نمودن شرایط مدیریت ریسک است و این مهم می‌بایست در تدوین سیاست‌های کلان اقتصادی که توسعه مالی را هدف دارد مورد توجه سیاست‌گذاران قرار گیرد.

از دیگر عواملی که باعث گسترش توسعه مالی در اقتصاد ایران می‌شود خصوصی سازی نظام بانکی است. بانکداری بر مبنای مالکیت و مدیریت دولتی همانند سایر فعالیتهای اقتصادی دولتی از کارایی و بهره‌وری پایینی برخوردار است. لذا پیشنهاد می‌گردد زمینه خصوصی سازی بانک‌های دولتی فراهم شود.

دیگر آنکه رشد اقتصادی بالا می‌تواند نقش اساسی در توسعه بخش مالی داشته باشد. لذا بکارگیری سیاست‌هایی که منجر به رشد اقتصادی بالاتر و البته باثبات می‌شود از الزامات توسعه بخش مالی در ایران است. از سوی دیگر به منظور افزایش توسعه بخش مالی باید سیاست‌های اقتصاد کلان احتیاط آمیزی را بکار برد که این سیاست‌ها شامل هدف گذاری کسری بودجه و تورم اندک و اصلاحات ساختاری است که سبب کاهش مداخله‌ی دولت در تخصیص اعتبارات و تقویت کیفیت نهادها می‌گردد. استفاده از این معیارها سبب توسعه‌ی مالی و تشویق سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی خواهد بود. سازگارسازی استراتژی‌های قضایی و سیاسی با توسعه اقتصادی یا ایجاد بسترهای نهادی لازم از دیگر اقداماتی است که می‌تواند کارایی ابزارهای توسعه مالی در ایران را افزایش دهد. همچنین باز بودن تجاری و باز بودن مالی هر دو به صورت همزمان موجبات رشد اقتصادی و توسعه مالی را فراهم می‌آورند. بر این اساس پیگیری جدی سیاست‌های آزاد سازی تجاری و آزاد سازی حساب سرمایه در اقتصاد ایران مورد توجه می‌باشد.

اقتصادی بر توسعه مالی ایران هستند. اندازه دولت و نرخ تورم نیز شاخص توسعه مالی را در جهت منفی متأثر می‌کنند. همچنین متغیر باز بودن تجاری، نسبت اوراق مشارکت و متغیر اندازه بازار بانکی از دیگر متغیرهای اقتصادی مؤثر در الگوی توسعه مالی کشور ایران هستند؛ که شاخص توسعه مالی را در جهت مثبت تحت تأثیر قرار داده‌اند.

همچنین دو متغیر رشد تولید ناخالص داخلی سرانه و اندازه بازار سهام، شاخص توسعه مالی را در جهت مثبت متأثر می‌سازند، که بر اساس مبنای نظری نیز این نتایج مورد انتظار می‌باشند. در حالی که متغیر نرخ ارز با تأثیر منفی بر شاخص توسعه مالی کشور ایران ظاهر شده است، سایر متغیرهای اقتصادی از جمله باز بودن مالی و کسری بودجه دولت دارای تأثیر مثبت بر شاخص توسعه مالی می‌باشند. در این مطالعه علاوه بر عوامل اقتصادی، عوامل غیراقتصادی و نهادی مؤثر بر توسعه مالی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که متغیرهای رتبه کنترل فساد و رتبه اثر بخشی دولت مؤثرترین عوامل غیراقتصادی و نهادی در الگوی توسعه مالی کشور ایران می‌باشند. این متغیرها شاخص توسعه مالی را در جهت منفی متأثر می‌سازند. همچنین متغیر رتبه کیفیت مقررات تنظیمی دارای تأثیر منفی و متغیر حفاظت از حقوق مالکیت دارای اثر مثبت بر شاخص توسعه مالی ایران می‌باشند. به منظور بررسی استحکام نتایج از روش WALS با تابع توزیع لاپلاس نیز برای تخمین الگو استفاده شده است که نتایج بدست آمده از این روش دلالت بر اعتبار و استحکام نتایج و حساسیت کم آن به فروض تخمین دارد. در پایان پیشنهادهایی جهت توسعه نظام مالی کشور ایران به شرح ذیل بیان می‌گردد:

به طور کلی می‌توان اظهار داشت که توسعه مالی یکی از کلیدهای بالقوه دستیابی به رشد بلندمدت اقتصادی است. توسعه مالی در صورتی می‌تواند منجر به رشد اقتصادی شود که بتواند زمینه مناسب جهت تخصیص بهینه منابع را فراهم ساخته و سبب افزایش کارایی سرمایه شود. رشد غیرتورمی بلندمدت اقتصادی، افزایش تولید و اشتغال، نیازمند تجهیز منابع

## منابع

اشرفی، یکتا؛ خداپرست مشهدی، مهدی و سلیمی‌فر، مصطفی (۱۳۹۳). "نقش دولت‌ها در توسعه مالی: مطالعه موردی کشورهای عضو اوپک". فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های

اربابیان، شیرین؛ زمانی، زهرا و صادقی محمدی، نگین (۱۳۹۷). "تأثیر توسعه بازارهای مالی بر ریسک بازار سهام، منتخبی از کشورهای D8". راهبرد توسعه، شماره ۵۶، ۱۸۶-۱۶۴.

- اقتصادی، شماره ۲۲، دوره ۷۰، ۲۲۲-۲۰۵.
- آل عمران، رویا و آل عمران، سیدعلی (۱۳۹۳). "بررسی تأثیر کسری بودجه دولت بر حجم نقدینگی؛ از کانال پایه پولی". *تحقیقات توسعه اقتصادی*، شماره ۱۵، ۲۲-۱.
- حسینی، سیدمهدی؛ اشرفی، یکتا و صیامی عراقی، ابراهیم (۱۳۹۰). "بررسی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران با معرفی متغیرهای جدید". *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، دوره ۱۹، شماره ۶۰، ۳۴-۱۹.
- حشمتی مولایی، حسین (۱۳۸۳). "عوامل مؤثر بر توسعه مالی در نظام بانکداری ایران". *پژوهش نامه اقتصادی*، سال ۴، شماره ۲ (پیاپی ۱۳)، ۸۵-۵۵.
- رنانی، محسن (۱۳۸۴). "بازار یا نابازار؟ بررسی موانع نهادی کارائی نظام اقتصادی بازار در اقتصاد ایران" (چاپ دوم)، *سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور*، تهران.
- سحابی، بهرام؛ اعتصامی، منصور و امین‌پور، خالد (۱۳۹۲). "بررسی اثر حکمرانی خوب و اندازه دولت بر توسعه مالی در کشورهای منتخب". *فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی*، سال سوم، شماره ۱۲، ۱۱۸-۱۰۵.
- شاکری، عباس و خسروی، حسن (۱۳۸۴). "آزمون نظریه مکیون شاو در اقتصاد ایران". *پژوهش‌های اقتصادی*، دوره ۴، شماره ۱۴، ۱۲۶-۱۰۹.
- شوال‌پور، سعید و اشعری، الهام (۱۳۹۲). "بررسی تأثیر ریسک اعتباری بر سودآوری بانک‌ها در ایران". *تحقیقات مالی*، دوره ۱۵، شماره ۲، ۲۴۶-۲۲۹.
- صمدی، علی حسین (۱۳۸۸). "توسعه مالی و آزمون فرضیه باز بودن همزمانی (تجاری و مالی): اقتصاد ایران (۸۵-۱۳۵۰)". *سیاست‌گذاری اقتصادی*، دوره ۱، شماره ۲، ۱۸۴-۱۵۹.
- عرب مازار یزدی، محمد؛ باغومیان، رافیک و کاکه خانی، فرزانه (۱۳۹۲). "بررسی رابطه میان ترکیب دارایی - بدهی و Republic of Yemen". *Studies in Economics and Finance*, 34(2), 281-298.
- Baltagi, B., Demetriades, P. & Law, S. H. (2008). "Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data". *Journal of Development Economics*, 89(2), 285-296.
- Carranza, L., Galdon-Sanchez, J. E. & ریسک نقدینگی بانک‌ها در ایران". *دانش حسابرسی*، سال سیزدهم، شماره ۵۲، ۵۱-۳۳.
- فضلی، رقیه؛ عزیزنژاد، صمد و شعبانی، احمد (۱۳۸۸). "بررسی تطبیقی شاخص‌های عمق مالی در ایران و چند کشور منتخب طی سال‌های ۲۰۰۴-۲۰۰۷". *مرکز پژوهش‌های مجلس*.
- فضلی، رقیه؛ عزیزنژاد، صمد و شعبانی، احمد (۱۳۹۰). "بررسی شاخص‌های عمق مالی در بازار سرمایه". *مرکز پژوهش‌های مجلس*.
- کمیجانی، اکبر و نادعلی، محمد (۱۳۸۶). "بررسی رابطه علی تعمیم مالی و رشد اقتصادی در ایران". *پژوهش نامه بازرگانی*، شماره ۴۴، ۴۷-۲۳.
- گزارش اقتصادی و ترازنامه سال ۱۳۸۴، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران: تصویب شده در مجمع عمومی مورخ ۲ مهر ۱۳۸۵، تهیه و تنظیم در اداره بررسی‌های اقتصادی - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۶.
- محبی فیروزآبادی، مریم (۱۳۹۸). "فرهنگ اصطلاحات بازارهای مالی". *دنیای اقتصاد*، تهران.
- محمدی، تیمور؛ ناظم‌ان، حمید و خداپرست پیرسرایبی، یونس (۱۳۹۳). "بررسی رابطه علیت پویای بین توسعه مالی، باز بودن تجاری و رشد اقتصادی: مقایسه موردی دو کشور نفتی ایران و نروژ". *پژوهشنامه اقتصاد انرژی ایران*، شماره ۳، دوره ۱۰، ۱۷۸-۱۵۱.
- محمدی، حسین؛ اعلائی، محمدمهدی و اصغرنژاد، الهام (۱۳۹۳). "بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی در کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی". *سیاست‌های راهبردی و کلان*، شماره ۶، ۳۷-۲۵.
- نادری، مرتضی (۱۳۸۲). "توسعه مالی، بحران‌های مالی و رشد اقتصادی". *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، شماره ۱۵، ۶۲-۳۷.
- Anayiotos, G. & Hovhannes, T. (2010). "Institutional Factors and Financial Sector Development: Evidence from Sub-Saharan Africa". (November 2009). *IMF Working Paper No. 09/258-284*.
- Badeeb, R. & Lean, H. (2017). "Financial Development, Oil Dependence and Economic Growth: Evidence from the

- Gomez-Biscarri, J. (2010). "Understanding the Relationship between Financial Development and Monetary Policy". *Review of International Economics*, 18(5), 849-864.
- Coleman, J. (1988). "Social Capital in the Creation of Human Capital". *American Journal of Sociology*, 94, 95-120.
- Dornbusch, R. & Fischer, S. (1980). "Exchange Rates and the Current Account". *The American Economic Review*, 70(5), 960-971.
- Friedman, M. (1984). "Monetary Policy for the 1980s". *Hoover Institution Press*. Stanford, California.
- Gart, A. (1988). "Handbook of the Money and Capital Markets". *Library of Congress Cataloging – in- Publication Data*. First Edition.
- Gerschenkron, A. (1962). "Economic Backwardness in Historical Perspective". *Harvard University Press, Cambridge, MA*.
- Goldsmith, R. W. (1969). "Financial Structure and Development". *Yale University Press, New Haven and London*.
- Greenaway, D., Morgan, W. W. & Wright, P. (2002). "Trade Liberalization and Growth in Developing Countries". *Journal of Development Economics*, 67, 229-244.
- Gurley, J. & Shaw, E. (1955). "Financial Aspects of Economic Development". *American Economic Review*, 45, 515-538.
- Gurley, J. & Shaw, E. (1967). "Financial Structure and Economic Development". *Economic Development and Cultural Change*, 15, 257-268.
- Huang, Y. (2005). "What Determines Financial Development?". *Bristol Economics Discussion Paper No 5/580*.
- Jung, W. S. (1986). "Financial Development and Economic Growth: International Evidence". *Economic Development and Cultural Change*, 34, 336-346.
- Khan, M. S., Senhadji, A. S. & Smith, B. D. (2006). "Inflation and Financial Depth". *Macroeconomic Dynamics*, 10, 165-182.
- King, R. G. & Levine, R. (1993). "Financial Intermediation and Economic Development". in *Financial Intermediation in the Construction of Europe*, (EdsL) Colin Mayer and Xavier, 156-189.
- Koop, G. (2003). "Bayesian Econometrics". *England, John Wiley & Sons Ltd*.
- Kornai, J. (1979). "Resource-Constrained Versus Demand-Constrained Systems". *Econometrica*, 47(4), 801-819.
- Levine, R. (2004). "Finance and Growth: Theory and Evidence". *NBER Working Paper No. 10766*, 865-934.
- Levine, R., Norman, L. & Thorsten, B. (2000). "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes". *Journal of Monetary Economics*, 46, 31-77.
- Lucas, R. E. (1988). "On the Mechanics of Economic Development". *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3-42.
- Mckinnon, R. I. (1973). "Money and Capital in Economic Development". *Washington, DC: Brooking Institution*.
- Patrick, H. (1966). "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries". *Economic Development and Cultural Change*, 12(2), 89-174.
- Rousseau, P. & Vuthipadadorn, D. (2005). "Finance, Investment and Growth: Time Series Evidence from 10 Asian Countries". *Journal of Macroeconomics*, 27, 182-198.
- Sala-i-martin, X., Doppelhofer, G. & Miller, R. I. (2004). "Determinants of Long-Term Growth: A Bayesian Averaging of Classical Estimates (BACE) Approach". *American Economic Review*, 94(4), 813-835.
- Shaw, E. S. (1973). "Financial Deepening in Economic Development". *New York: Oxford University Press*.

Taylor, M. (1987). "Financial Innovation, Inflation and the Stability of the Demand for Broad Money in the United Kingdom".

*Bulletin of Economic Research*, 39, 225-233.

