

اثر متقابل آزادسازی مالی و تورم بر رشد اقتصادی

احمد مجتهد^۱

استاد دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی

اعظم احمدیان^۲

پژوهشگر گروه بانکداری پژوهشکده پولی و بانکی

تاریخ دریافت: ۹۰/۱۰/۰۳

تاریخ تأیید: ۹۱/۰۵/۲۴

چکیده

در این مقاله اثر متقابل آزادسازی مالی^۳ و تورم و همچنین اثر متقابل آزادسازی مالی و توسعه مالی رشد اقتصادی کشورهای منطقه منا^۴ در دوره ۱۹۹۶-۲۰۰۹ با استفاده از روش داده‌های تابلویی^۵ بررسی شده است. مدل مورد بررسی در این مقاله بسط مدل فرانتجر و باسیر (۲۰۰۴) در آزمون اثر آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی است. یافته‌های این مقاله حاکی از این است که متغیر اول^۶ اثر منفی و متغیر دوم دارای اثر مثبت بر رشد اقتصادی می‌باشد. این موضوع بیانگر آن است که هر چه بی‌ثباتی اقتصادی بالاتر باشد، آزادسازی مالی می‌تواند مانعی برای رشد باشد. همچنین هر چه بازارهای مالی کشوری توسعه یافته‌تر باشد، آزادسازی مالی و ورود سرمایه می‌تواند موجبات رشد اقتصادی را فراهم آورد. واژگان کلیدی: آزادسازی مالی، رشد اقتصادی، خالص ورود سرمایه‌گذاری^۷ خارجی، توسعه مالی^۸، روش داده‌های تابلویی

طبقه‌بندی موضوعی: C21, F30, F43, G10

مقدمه

بر اساس تئوری‌های اقتصادی که بر مبنای مدل‌های رقابت و کارایی بازار بنا نهاده شده است، بیان می‌شود که آزادسازی مالی ممکن است منجر به رشد سریع‌تر اقتصادی و توسعه اقتصادی شود. تجربیات نشان داده است که بعضی از کشورها از آزادسازی مالی منتفع و عده‌ای دیگر از آن دچار بحران شده‌اند. اغلب تحلیل‌گران موافق آزادسازی مالی همچون گورچاس و جان (۲۰۰۲)، مک‌کینون و پیل (۱۹۹۷، ۱۹۹۹) و هرنان رینکان (۲۰۰۷) معتقدند که آزادسازی مالی در کوتاه‌مدت منجر به

1. Email: a_mojtahed@sb24.com

2. Email: azam_ahmadyan@yahoo.com

«نویسنده مسئول»

3. financial liberalization

۴. کشورهای منطقه منا عبارت هستند از: مصر، ایران، کویت، اردن، اسرائیل، لبنان، لیبی، امارات، یمن، الجزایر،

بحرین، جیبوتی، عراق

5. panel data

۶. منظور از متغیر اول، متغیر مجازی اثر متقابل آزادسازی مالی و تورم می‌باشد. همچنین متغیر مجازی دوم،

اثر متقابل آزادسازی مالی و توسعه مالی است.

7. net inflow foreign investment

8. financial development

انفجار سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی می‌شوند، ولی در میان‌مدت با ادامه سرمایه‌گذاری منجر به ایجاد بحران مالی شده و در بلندمدت با اتخاذ سیاست‌های مناسب منجر به رشد اقتصادی می‌گردد. در مقابل عده‌ای دیگر همچون آیچن‌گرین و لبلانگ (۲۰۰۳)، بالی (۲۰۰۰)، ادوارد (۲۰۰۱) و کلین و اولیوی (۱۹۹۹) معتقدند آزادسازی مالی در کشورهای صنعتی منجر به رشد اقتصادی می‌شود اما کشورهای در حال توسعه با آزادسازی مالی از نظر رشد اقتصادی آسیب می‌بینند. در واقع کشورهایی که از نظر اقتصاد کلان دارای ثبات هستند از آزادسازی مالی نفع می‌برند. پس برای اینکه کشورهای در حال توسعه نیز از منافع آزادسازی مالی بهره‌مند شوند باید درصدد ثبات اقتصادی خویش برآیند.

در این مقاله اثر متقابل آزادسازی مالی و تورم همچنین اثر متقابل آزادسازی مالی و توسعه مالی بر رشد اقتصادی کشورهای منطقه مناسبت بررسی شده است. برای بررسی اثر این دو متغیر از متغیر مجازی استفاده گردید. نتایج بررسی مؤید ارتباط منفی بین متغیر اول و رشد اقتصادی و ارتباط مثبت بین متغیر دوم و رشد اقتصادی است.

۱- مبانی نظری آزادسازی مالی و رشد اقتصادی

تئوری‌های اقتصادی روش‌های مختلفی را برای ارتباط بین آزادسازی مالی و رشد اقتصادی بیان می‌کنند. یک روش جریان سرمایه^۱ بین‌المللی است. جریان سرمایه می‌تواند با افزایش رشد سرمایه‌گذاری داخلی موجبات رشد اقتصادی را فراهم آورد. در مدل رشد نئوکلاسیک‌ها مربوط به اقتصاد باز، اشاره می‌شود، سرمایه از کشورهای با سرمایه بالا به کشورهای با سرمایه کمتر به دلیل بازدهی بالای سرمایه در این دست از کشورها جریان می‌یابد. این نتایج به این دلیل استناد می‌شود که به نظر می‌رسد انباشت سرمایه در این دست از کشورها در بلندمدت منجر به رشد اقتصادی شود. در این مدل‌ها به نقش عمده جریان سرمایه تأکید می‌شود. همچنین برای اینکه اثرات مثبت جریان سرمایه بر رشد اقتصادی ظاهر شود باید سرمایه‌گذاری داخلی افزایش یابد. بارو، منکیو و مارتین (۱۹۹۵) از مدل رشد نئوکلاسیک‌ها برای ارزیابی اثر آزادسازی بازار مالی بر رشد اقتصادی استفاده نموده‌اند. در این مدل منابع سرمایه هم از منابع داخلی و هم از انتشار اوراق قرضه به خارجیان تأمین مالی شود. با وجود پس‌انداز کافی برای سرمایه‌گذاری در هر کشور جریان پس‌اندازهای خارجی به کشور می‌تواند منجر به انباشت سرمایه در کشور مادر شود. در چنین شرایطی سرعت رشد اقتصادی کشور مادر افزایش می‌یابد. منافع حاصل از آزادسازی می‌تواند با استفاده بهتر از منابع داخلی حاصل شود تا اینکه از پس‌اندازهای خارجی استفاده شود. این راه‌حل

1. capital flow

نقش جریان سرمایه خالص را بر رشد اقتصادی برجسته می‌نماید. این منافع شامل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز می‌شود. به طور مثال سرمایه‌گذاری خارجی می‌تواند رقابت را در کشور میهمان افزایش دهد و منجر به افزایش کارایی شود. همچنین می‌تواند منجر به انتقال تکنولوژی و دانش فنی به کشور میزبان شود. وانگ (۱۹۹۰) به بررسی مدلی می‌پردازد که انتقال تکنولوژی از کشورهای توسعه‌یافته به کشورهای در حال توسعه صورت گرفته است. بهبود نرخ تغییر تکنولوژی می‌تواند منجر به افزایش رشد کشورهای در حال توسعه شود.

راه دیگر اثر آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی می‌تواند از طریق سرمایه‌گذاری پرتفولیو باشد. افزایش سرمایه‌گذاری پرتفولیو و به دنبال آن کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، می‌تواند موجب افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری شود. نرخ بالای بازدهی سرمایه‌گذاری می‌تواند موجبات افزایش سرمایه‌گذاری و پس‌انداز و تسریع رشد اقتصادی را فراهم آورد. از جمله مطالعات مرتبط با این روش می‌توان به مطالعات آفسفلد (۱۹۹۴)، رومر (۱۹۹۰) و گراسمن و هلپمن (۱۹۹۱) اشاره نمود. نتایج حاصل از این مطالعات حاکی از این است که رشد اقتصادی با ریسک سرمایه‌گذاری ارتباط دارد. در مدل‌های به کار رفته توسط افراد مذکور تکنولوژی‌هایی که دارای ریسک بیشتری هستند بازدهی بالاتری نسبت به تکنولوژی‌هایی که دارای ریسک کمتر هستند، داشته‌اند. مبادله‌داری بین‌المللی بیانگر این است، هر کشوری سببی از سرمایه‌گذاری‌های ریسکی را نگهداری می‌کند، می‌تواند همه کشورها را به انتقال دارایی‌های با بازدهی اندک به سمت دارایی‌های با بازدهی بالا تشویق نماید. جریان سرمایه‌گذاری پرتفولیو می‌تواند موجبات رشد اقتصادی و افزایش رفاه اقتصادی را فراهم سازد. بنابراین با وجود سرمایه‌گذاری پرتفولیو آزادسازی بازار مالی حتی با فقدان جریان سرمایه خالص نیز منجر به رشد اقتصادی می‌شود.

سه دسته دیدگاه در مورد رابطه متقابل توسعه مالی و آزادسازی مالی وجود دارد. دسته اول مربوط به دیدگاه مک‌کینون - شاو (۱۹۷۳) می‌باشد که بیان می‌کنند آزادسازی مالی، سرکوب مالی را کاهش می‌دهد و اثر مثبت بر پس‌انداز و رشد اقتصادی دارد. به عبارت دیگر با آزادسازی، نرخ بهره به عنوان شاخص آزادسازی مالی، قدرت رقابتی در بازار مالی بهبود می‌یابد. دسته دوم مربوط به سرمایه‌گذاری پرتفوی می‌باشد که بر اساس این دیدگاه با آزادسازی مالی، سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری در پرتفوی داشته بنابراین هزینه تأمین سرمایه کاهش می‌یابد (Shultz, 1999). گروه سوم از نظریات مربوط به نظریات استیگلیتز (۲۰۰۰) می‌باشد که بر اساس این نظریه آزادسازی مالی از طریق حذف نهادهای مالی ناکارا و افزایش فشار به نهادهای مالی جهت تجدید ساختار و کاهش عدم تقارن اطلاعات و مخاطره اخلاقی، باعث افزایش کارایی سیستم مالی می‌گردد.

در مورد رابطه متقابل آزادسازی مالی و تورم می‌توان به مطالعه نظری رومر (۱۹۹۳) اشاره نمود. بر طبق نظریه وی، با افزایش آزادسازی مالی، که مقدمه آن آزادسازی تجاری است، در صورت فقدان جانشینی کامل بین کالاهای داخلی و خارجی، قیمت نسبی کالاهای داخلی کاهش می‌یابد. از طرف دیگر با آزاد سازی مالی و افزایش ورود سرمایه به داخل کشور و در نتیجه افزایش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی، تورم کاهش می‌یابد. پس رابطه متقابل آزادسازی مالی و تورم منفی است.

در ادامه به بررسی مطالعات مرتبط با آزادسازی مالی می‌پردازیم.

۲- مروری بر مطالعات انجام شده

هرنان رینکان^۱ (۲۰۰۷) در مقاله آزادسازی مالی، رشد اقتصادی و نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی، اثر آزادسازی مالی را به رشد اقتصادی و نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی برای ۴۳ کشور بین سال‌های ۱۹۸۴-۲۰۰۳ را بررسی نموده است. تأکید بیشتر او روی کشورهای آمریکای لاتین می‌باشد. یافته‌ها نشان می‌دهد که آزادسازی مالی، رشد را تحریک می‌کند. فراتچر و باسیر^۲ (۲۰۰۴) در مقاله خود بیان نمودند کشورها در کوتاه‌مدت از آزادسازی بازار مالی نفع می‌برند. اما در بلندمدت ممکن است نفع ببرند یا زیان نمایند. مطالعه آن‌ها در مورد بازارهای مالی ۴۵ کشور نشان می‌دهد، سرعت رشد اقتصادی بعد از آزادسازی فوراً منجر به رشد سرمایه‌گذاری و مبادلات بازار سهام می‌شود. در مقابل جریان سرمایه‌گذاری خارجی در میان مدت یا بلندمدت بر رشد اقتصادی اثر مثبت دارد.

مک کینون و پیل^۳ (۱۹۹۷ و ۱۹۹۹) بیان می‌کنند که در کوتاه‌مدت بهبود دستیابی به سرمایه خارجی ممکن است منجر به فوران قرض و فوران سرمایه‌گذاری و در نتیجه رشد موقتی بالا شوند. بنابراین حباب‌های اولیه ممکن است منجر به افزایش بحران مالی و محدودیت‌های اقتصادی شده و عدم ثبات اقتصادی ایجاد نماید. نتیجه مطالعات این دو نشان می‌دهد که آزادسازی بازار مالی در کوتاه‌مدت و بلندمدت دارای نفع و در میان مدت ممکن است نفعی نداشته باشد یا حتی منجر به زیان شود. آیچگرین و لبلانگ^۴ (۲۰۰۳) دریافتند که کشورها زمانی می‌توانند رشد سریعی را تجربه کنند که بتوانند بحران‌های مالی را کنترل نمایند و همچنین آزادسازی مالی می‌تواند فوراً منجر به انفجار سرمایه‌گذاری و رشد بالا شود ولی در میان مدت رشد را کند نماید. بکارت و هاروی و لاندبلاند^۵

1. Hernon (2007)
 2. Fruttscher, Bussiere(2004)
 3. McKinnon, Pill(1997,1999)
 4. Eichengreen, Leblang (2003)
 5. Bekart, Harvey, Lundblad (2006)

(۲۰۰۶) نشان دادند که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر چندانی بر رشد اقتصادی چین ندارد و آزادسازی بازار مالی نیازمند توسعه بخش مالی و نهادی است. گلد من تراپ^۱ (۲۰۰۶) در مقاله خود بیان نمود رشد اقتصادی و آزادسازی مالی رابطه مثبت با یکدیگر دارند. هر چه بخش خصوصی قوی‌تری وجود داشته باشد اثر مثبت آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی بیشتر است. در ادامه مطالعات مرتبط با بازار مالی و رشد اقتصادی بیان می‌گردد. از این مطالعات می‌توان به مطالعات ختایی خاوری‌نژاد (۱۳۷۷)، نیلی (۱۳۸۱)، کازرونی (۱۳۸۲)، معدلت (۱۳۸۲)، اکبریان و نجاتی (۱۳۸۵) و صمدی، نصرالهی و کرملیان (۱۳۸۶) اشاره نمود. نتایج بررسی‌ها در مورد اقتصاد ایران نشان می‌دهد، رابطه مثبتی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی وجود دارد. در کوتاه‌مدت رشد اقتصادی بر توسعه مالی اثرگذار است ولی در بلندمدت توسعه مالی نیز منجر به رشد اقتصادی می‌شود.

بازارهای مالی از دو مجرا بر رشد اقتصادی اثرگذار می‌باشند. این کانال اثرگذاری از طریق افزایش در کارایی سرمایه انباشت شده است و دومین کانال از طریق افزایش در حجم سرمایه انباشت شده به دست می‌آید. نتایج بررسی نشان می‌دهد سهم بازارهای مالی (نظیر بازار بورس) بر رشد اقتصادی بسیار اندک است در حالی که سهم عوامل متغیر غیررسمی قابل توجه است و دلیل آن این است که بخش قابل توجهی از سهم بازارهای مالی بر رشد اقتصادی به عهده بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی رسمی و غیررسمی (به جز بورس اوراق بهادار) بوده است. به عبارت بهتر نقش بانک‌ها و سیستم بانکی در رشد اقتصادی و تأمین مالی طرح‌های اقتصادی کشور به مراتب بیشتر از سهم بورس اوراق بهادار بوده است. همچنین مطالعات مربوط به ارتباط آزادسازی حساب سرمایه و رشد اقتصادی بر ارتباط مثبت این دو مقوله اشاره دارد که می‌توان به مطالعه ارشدی (۱۳۸۴) اشاره نمود. خوشنویس و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی ارتباط بین آزادسازی مالی و رشد اقتصادی کشورهای منطقه منا پرداخته‌اند. نتایج حاصل از بررسی حاکی از این است که رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی یک طرفه بوده و از طرف رشد اقتصادی به توسعه مالی است. همچنین رابطه علی بین توسعه مالی و آزادسازی مالی وجود ندارد و آزادسازی مالی اثر مثبت بر رشد اقتصادی دارد. شاکری و خسروی (۱۳۸۳) با استفاده از مدل ARDL اثر آزادسازی مالی را بر رشد اقتصادی بررسی نموده‌اند. از شاخص آزادسازی نرخ بهره بانکی به عنوان شاخص آزادسازی مالی استفاده شده است. بر اساس نتایج به دست آمده از این تحقیق، آزادسازی نرخ بهره بانکی و سرکوبی مالی شدید تأیید نمی‌شوند، بلکه در شرایط فعلی اقتصاد ایران، بهترین سیاست مالی، پیش گرفتن سیاست سرکوب مالی ملایم و کنترل شده است.

قابل ذکر است در مقالات مورد بررسی اثر متقابل آزادسازی مالی و تورم و اثر متقابل آزادسازی مالی و توسعه مالی در نظر گرفته نشده است. در این مقاله سعی شده است این شاخص‌ها نیز مد نظر قرار گیرند.

۳- تصریح مدل

این مقاله اثر متقابل آزادسازی مالی و تورم را بر رشد اقتصادی ده کشور منطقه منا بررسی می‌کند. علت انتخاب این منطقه به علت ویژگی مشترک کشورهای این منطقه از نظر بازارهای مالی می‌باشد. کشورهای مورد بررسی عبارت هستند از: مصر، ایران، کویت، اردن، مالت، مراکش، عمان، عربستان سعودی، سوریه و تونس. دوره مورد بررسی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۹ بوده است.

در این مقاله برای طراحی مدل رشد، از تئوری رشد نئوکلاسیک‌ها استفاده شده است. همچنین برای بررسی اثرات آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی از مبانی تئوریک پیل و مک‌کینون (۱۹۹۷) استفاده شده است. اثر آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی در مطالعه تجربی فراتچر و بزیر نیز بررسی شده است. البته تفاوت مدل مورد بررسی در این مقاله و مدل مورد بررسی در مقالات مذکور این است که در این مدل اثرات متقابل تورم و آزادسازی مالی و اثرات متقابل آزادسازی مالی و توسعه مالی بر رشد اقتصادی به جای متغیر آزادسازی مالی در نظر گرفته شده است. ساختار اصلی مدل عبارت است از:

$$Y_t = a + b D_{lib} + c X_t + e$$

بر Y_t ، D_{lib} ، X_t ، به ترتیب بیانگر رشد اقتصادی، شاخص آزادسازی مالی و سایر متغیرهای مؤثر

بر رشد اقتصادی می‌باشد.

مدل مورد نظر این مقاله در قالب یک معادله لگاریتمی - خطی به صورت زیر

تعریف می‌شود:

$$LGDP = C (1)*LGEX + C (2)*LINF + C (3)*LINV + C (4)*LTRO + C (5)*LCREDG + C (6)*LDNFA + C (7)*LDCNFA$$

از شاخص خالص ورود سرمایه‌گذاری خارجی (LNFA) به عنوان شاخص بالفعل آزادسازی مالی، شاخص نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص توسعه مالی، متغیر مجازی (DNFA) به عنوان اثر متقابل تورم و آزادسازی مالی، متغیر مجازی (DCNFA) به عنوان اثر متقابل آزادسازی مالی و توسعه مالی استفاده شده است. متغیرهای کلان مورد استفاده در این مدل عبارت هستند از تورم (LINF)، شاخص سرمایه‌گذاری کل (LINV)، کل مخارج دولت (LGEX)، آزادسازی تجاری (LTRO). قابل ذکر است برای ساختن متغیر مجازی (DNFA)، برای تورم متغیر مجازی ساخته شد که به تورم‌های بالای ۱۰ درصد یک و به کمتر از آن صفر داده شد.^۱

۱. میانگین تورم در کشورهای منطقه منا در دوره مورد بررسی ۱۰ درصد بوده است.

سپس حاصل ضرب آن در شاخص آزادسازی مالی در نظر گرفته شد. سه درصد متوسط تورم برای کشورهای مورد بررسی در دوره مورد بررسی بوده است. برای ساختن متغیر مجازی (DCNFA)، برای نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی متغیر مجازی در نظر گرفته شد که به دوره‌ای که در آن نرخ رشد اعتبارات اعطایی بالای ۸ درصد بوده است^۱ عدد یک و برای کمتر از ۸ درصد عدد صفر تعلق گرفت. سپس حاصل ضرب آن در شاخص آزادسازی مالی محاسبه گردید.

در داده‌های تابلویی واحدهای مقطعی مشابه (برای مثال یک خانواده یا یک بنگاه یا یک ایالت) طی زمان بررسی و سنجش می‌شوند (Gojarati, 2003: 636). هسیانو^۲ و همکاران مهم‌ترین مزیت استفاده از داده‌های تابلویی را کنترل نمودن خواص ناهمگن و در نظر گرفتن تک تک افراد، شرکت‌ها، ایالات و کشورها بیان می‌کنند. در حالی که مطالعات مقطعی و سری زمانی این ناهمگنی را کنترل نکرده و با تخمین مدل بدان روش‌ها بیم اریب در نتایج می‌رود (Baltagi, 1995: 7)، در واقعی با استفاده از داده‌های تابلویی، شناسایی و اندازه‌گیری تأثیراتی که به سادگی در داده‌های مطلقاً مقطعی و سری زمانی قابل شناسایی نیست، امکان پذیر می‌شود.

روش داده‌های تابلویی مشتمل بر سه نوع تخمین یعنی تخمین‌های بین گروه^۳، تخمین‌های درون گروه (اثرات ثابت)^۴ و تخمین‌های اثرات تصادفی^۵ است. در تخمین‌های بین گروه رگرسیون روی میانگین‌هاست و معمولاً برای تخمین ضرایب بلندمدت از این روش استفاده می‌شود. در تخمین‌های درون گروه بعد از زمان در نظر گرفته نمی‌شود و تنها اثراتی که مختص هر یک از کشورهای مورد بررسی است، به عنوان اثرات انفرادی منظور می‌گردد. در تخمین‌های اثرات تصادفی فرض می‌شود که عرض از مبدأ (a_i) دارای توزیع مشترکی با میانگین (a) و واریانس (σ_a^2) بوده و برخلاف روش قبلی، با متغیرهای توضیحی مدل ناهمبسته‌اند. در این روش، عامل زمان منظور می‌شود و اثرات انفرادی کشورها در طول زمان به طور جداگانه به عنوان متغیرهای توضیحی وارد مدل می‌شوند (Egger, 2000).

برای تصمیم‌گیری در مورد بکارگیری روش اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی باید توجه داشت که روش اثرات ثابت معمولاً هنگامی کارایی دارد که کل جامعه آماری در نظر گرفته شود، در صورتی که اگر از بین جامعه بزرگی، نمونه‌هایی به صورت تصادفی (نمونه‌گیری) انتخاب شود، روش اثرات تصادفی کاراتر خواهد بود (Egger, 2000). از دو آماره هاسمن^۶ و F_{Leamer} برای انتخاب روش برآورد در داده‌های تابلویی استفاده می‌شود.

۱. میانگین اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی در کشورهای منطقه منا در دوره مورد بررسی ۸ درصد بوده است.

2. Hsiao
3. between groups
4. within groups (fixed effects)
5. random effects
6. Hausmann Test

با مقایسه نتایج کسب شده برای هر سه روش و در نظر گرفتن آماره F_{Leamer} انتخاب روش داده‌های تابلویی (RE و FE) نسبت به حداقل مربعات معمولی (OLS) ارجحیت دارد. زیرا بر اساس آماره محاسبه شده F_{Leamer} ، فرضیه پذیرش روش اخیر (OLS) در سطح ۵ درصد اهمیت رد می‌شود. این نتیجه حاکی از وجود تورش برآورد ضرایب با این روش است. همچنین آماره هاسمن ثابت می‌کند که در سطح ۵ درصد اهمیت فرضیه برتری روش اثرات تصادفی نسبت به روش اثرات ثابت نمی‌تواند تأیید شود. بنابراین نتایج برآوردی ناشی از بکارگیری روش اثرات ثابت (FE) دارای اعتبار لازم برای تجزیه و تحلیلی است. در عمل، بزرگی ضریب تعیین تعدیل شده در این روش، قدرت نسبی توضیح‌دهندگی را نسبت به سایر روش‌ها نشان می‌دهد.

جدول (۱): نتایج برآورد مدل

متغیر	حداقل مربعات معمولی (OLS)	اثرات ثابت (FE)	اثرات تصادفی (RE)
constant		۶/۰۲ (۲/۳۸)	۳/۴۸ (۱/۹۴)
LGEX	۰/۹۸ (۳/۳۹)	۱/۱ (۳/۵۲)	-۰/۸۴ (۴/۳۷)
LINF	-۰/۸۶ (-۲/۸۱)	-۰/۹۱ (-۱/۹۰)	-۰/۷۹ (-۲/۱)
LINV	۰/۶۳ (۱/۴۸)	۰/۱۷ (۱/۸۵)	۰/۳ (۱/۷۸)
LNFA	-۰/۱۴ (۱/۸۴)	-۰/۵ (۲/۴۳)	-۰/۱۲ (۳/۸)
LTRO	۰/۱۵ (۵/۴۲)	۰/۱۶ (۳/۷۳)	۰/۵۲ (۲/۳۴)
LCREDG	۱/۰۱ (۲/۰۵)	۱/۲۳ (۱/۷۰)	۱/۴۸ (۱/۸۳)
LDNFA	-۰/۱۴ (-۲/۸۳)	-۰/۱۹ (-۱/۶۲)	-۰/۱۷ (-۳/۷)
LDCNFA	۱/۴ (۲/۱۷)	۱/۵ (۲/۳۸)	۰/۵ (۱/۷۶)
R^2	۰/۶۱	۰/۹۴	۰/۶۰
آماره F_{Leamer}	۸۹/۶۲	آماره هاسمن H	۷۵/۱۴

محاسبه محققین

نتایج مربوط به اثرات ثابت نشان می‌دهد که متغیر آزادسازی مالی (LNFA) از لحاظ آماری معنی‌دار بوده از علامت مورد انتظار تئوریک نیز برخوردار است. این متغیر اثر مثبت بر رشد اقتصادی کشورهای منطقه منا در دوره مورد بررسی داشته است به طوری که به ازای یک درصد افزایش در آن، رشد اقتصادی به میزان ۰/۵ درصد رشد داشته است.

تورم اثر منفی بر رشد اقتصادی کشورها دارد و افزایش یک درصد تورم رشد اقتصادی را ۰/۹۱ درصد کاهش می‌دهد. با توجه به اثر قابل توجهی که تورم بر روی رشد اقتصادی دارد لذا

اتخاذ سیاست‌های ضد تورمی در کاهش اثرات سو آن مؤثر می‌باشد. با افزایش یک درصدی در مخارج دولت، رشد اقتصادی به میزان ۱/۱ درصد رشد خواهد داشت. با توجه به اینکه در کشورهای منطقه منا دولت بخش عمده فعالیت‌های اقتصادی را بر عهده دارد، لذا این نتیجه دور از ذهن نمی‌باشد. شاخص توسعه مالی اثر مثبت بر رشد اقتصادی دارد. این مسئله بیانگر این است هر چه بازار مالی توسعه یافته‌تر باشد بهتر می‌تواند سرمایه‌گذاری‌ها را تأمین مالی نماید لذا می‌تواند باعث بهبود رشد گردد. اثرات متقابل آزادسازی مالی و تورم بر رشد اقتصادی منفی است. این موضوع بیانگر این است که با افزایش تورم بیش از حد ۱۰ درصد، آزادسازی مالی دارای اثر منفی بر رشد اقتصادی است. از دلایل عمده آن می‌توان به افزایش ریسک اقتصادی که تورم به عنوان شاخص برای آن در نظر گرفته شده است می‌باشد. همچنین اثرات متقابل آزادسازی مالی و توسعه مالی بر رشد اقتصادی مثبت می‌باشد. این موضوع بدین مفهوم است که اگر نرخ رشد اعتبارات از ۸ درصد بیشتر باشد، آزادسازی مالی و ورود سرمایه‌گذاری خالص خارجی می‌تواند رشد را افزایش دهد.

در نهایت جدول (۲) اطلاعات مربوط به اثر آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی هر یک از کشورهای را به روش اثرات ثابت نشان می‌دهد. نتایج به دست آمده حاکی از اختلاف و ناهمگنی در مقادیر به دست آمده مربوط به هر یک از این کشورهاست. به طوری که می‌توان آن را ناشی از تفاوت در ساختار و عملکرد آن‌ها دانست که بر رشد اقتصادی اثرگذار است. بیشترین اثر مربوط به کشور سوریه و کمترین اثر مربوط به کشور ایران بوده است.

جدول (۲): اثرات آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی کشورهای منطقه منا به روش اثرات ثابت

ردیف	کشور	اثرات ثابت	ردیف	کشور	اثرات ثابت
۱	مصر	-۰/۰۳۵	۶	مراکش	۰/۰۰۱
۲	ایران	-۰/۰۰۲	۷	عمان	۰/۰۱
۳	اردن	۰/۰۳	۸	عربستان سعودی	۰/۰۱
۴	کویت	-۰/۰۰۸	۹	سوریه	۰/۰۷
۵	مالت	۰/۰۲	۱۰	تونس	-۰/۰۲

محاسبه محققین

نتیجه‌گیری

نقش و اهمیت نظام مالی در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی کشورها تا به آن حد می‌باشد که می‌توان تفاوت اقتصادهای توسعه یافته و توسعه نیافته را در درجه کارآمدی و کارایی نظام مالی آن‌ها جستجو کرد. آزادسازی بازارهای مالی مقوله‌ای است که در چند دهه اخیر به دنبال مباحث جهانی شدن و ادغام مالی مطرح شده است. آزادسازی مالی دارای مفاهیم متعددی نظیر آزادسازی نرخ بهره، آزادسازی حساب سرمایه، ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری پرتفولیو می‌باشد، که هر یک از مقوله‌های

فوق‌الذکر دارای آثار متفاوتی بر رشد اقتصادی کشورها داشته است. مطالعات انجام شده مرتبط با این مقوله مؤید این مطلب می‌باشد که آزادسازی مالی در کوتاه‌مدت منجر به انفجار سرمایه‌گذاری و رشد سریع اقتصادی می‌شود، اما در میان‌مدت ممکن است کشورها را دچار بحران مالی سازد. البته کشورهای که دارای ساختار مالی توسعه‌یافته و اقتصاد کلان با ثبات می‌باشند حتی در میان‌مدت نیز از آزادسازی مالی نفع می‌برند نظیر کشورهای توسعه‌یافته صنعتی و در نهایت در بلندمدت با ایجاد ثبات اقتصادی و توسعه زیرساختار بخش مالی، مقوله آزادسازی مالی منجر به رشد اقتصادی می‌گردد.

در این مقاله سعی شد از شاخص خالص ورود سرمایه‌گذاری خارجی جهت بررسی اثر آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی کشورهای منطقه مناسبت استفاده شود. نتایج حاکی از برآورد مدل مؤید وجود رابطه مثبت بین شاخص آزادسازی مالی و رشد اقتصادی است. به طوری که با یک درصد افزایش در شاخص آزادسازی مالی رشد اقتصادی به میزان ۰/۵ درصد افزایش می‌یابد. این نتیجه با نتایج حاصل از مطالعات مرتبط انجام شده در ایران سازگار است. همچنین در این مقاله اثر متقابل آزادسازی مالی و تورم، آزادسازی مالی و توسعه مالی نیز بر رشد اقتصادی بررسی گردید. نتایج حاصل از برآورد مدل حاکی از این است که اثر متقابل آزادسازی مالی و تورم بر رشد اقتصادی منفی است این موضوع حاکی از این است که با افزایش تورم از یک حد متوسط، ورود سرمایه‌گذاری خارجی نمی‌تواند باعث رشد باشد. از دلایل آن می‌توان به افزایش بی‌ثباتی اقتصادی که تورم به عنوان شاخص آن در نظر گرفته شده است، در کشور نام برد که خود مانعی برای رشد می‌باشد و آزادسازی مالی نیز در شرایط بی‌ثباتی اقتصادی خود می‌تواند مزید بر علت و تشدید کننده بی‌ثباتی شود. همچنین اثر متقابل آزادسازی مالی و توسعه مالی بر رشد مثبت می‌باشد. این موضوع بیانگر این است هرچه بازار مالی کشوری توسعه‌یافته‌تر باشد بهتر می‌تواند موجودی سرمایه را به فرصت‌های مناسب تخصیص دهد و بهتر می‌تواند از منافع آزادسازی مالی بهره‌مند گردد. این نتیجه نیز با نتایج حاصله از مطالعات مرتبط انجام شده در ایران سازگار است.

بررسی اثرات آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی هر یک از کشورهای منطقه مناسبت به روش اثرات ثابت نشان‌دهنده وجود تفاوت در نتایج می‌باشد که این می‌تواند متأثر از ساختارهای متفاوت بازارهای مالی در این کشورها باشد.

همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد متغیر مجازی اثر متقابل آزادسازی بازار مالی و تورم بر رشد اقتصادی ایران اثر منفی دارد که این امر می‌تواند ناشی از عدم توسعه‌یافتگی بازار مالی در ایران باشد. در ایران سیستم بانکی بخش مسلط مالی می‌باشد و سهم اوراق بهادار بسیار ناچیز می‌باشد. در ایران توسعه نظام مالی به معنای واقعی رخ نداده و بسیاری از نهادها و واسطه‌های مالی وجود ندارند. عدم

کارایی نظام مالی موجود یک تغییر نگرش در نوع اصلاحات در دست اجرا را می‌طلبد. بهتر است به جای توسعه تقلیدگونه واسطه‌های مالی باید بر معماری مناسب نظام مالی تأکید داشت. نیز حلقه‌های مفقوده این نظام به خصوص در بازار سرمایه شناسایی گردد و نسبت به راه اندازی آن‌ها، اقدامات لازم انجام پذیرد. اجزای نظام مالی باید به طور پیوسته با یکدیگر در ارتباط باشند. توجه به این نکته ضروری است که عملکرد مناسب نظام مالی در کنار سایر سیاست‌های مناسب مدیریت اقتصادی جامعه در نهایت سرنوشت بخش واقعی اقتصاد را مشخص می‌سازد. از این رو یک بعدی نگاه کردن به توسعه نظام مالی بدون در نظر گرفتن شرایط اقتصادی می‌تواند خطر آفرین باشد.

منابع

الف - فارسی

۱. اکبریان، رضا؛ نجاتی، مهدی؛ «بررسی رابطه توسعه بازار مالی و رشد اقتصادی با یک رهیافت هم-جمعی»، مجموعه مقالات کنفرانس سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۵.
۲. ارشدی، علی؛ «رابطه آزادسازی حساب سرمایه و رشد اقتصادی در ایران»، مجموعه مقالات کنفرانس سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۴.
۳. ختانی، محمود و خاوری نژاد، ابوالفضل؛ «گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی»، مجموعه مقالات کنفرانس سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۷۷.
۴. کازرونی، علی؛ «رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی تجربیات ایران»، مجموعه مقالات کنفرانس سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۲.
۵. صمدی، سعید؛ نصرالهی، خدیجه؛ کرملیان سیجانی، مرتضی؛ «بررسی رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی»، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، ۱۳۸۶، شماره ۳.
۶. معدلت، کوروش؛ «ارزیابی میزان و جهت اثرگذاری رشد بازارهای مالی بر رشد اقتصادی بر اساس یک مدل اقتصادی»، مجموعه مقالات کنفرانس سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۲.
۷. نادری، مرتضی؛ توسعه مالی، بحران‌های مالی و رشد اقتصادی، مقایسه تطبیقی وضعیت ایران در یک مطالعه جهانی، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۶.
۸. نیلی، مسعود؛ «توسعه مالی و رشد اقتصادی: مقایسه کشورهای صادرکننده نفت و آسیای شرقی»، فصلنامه برنامه و توسعه، ۱۳۸۱، شماره ۱.
۹. خوشنویس، مریم؛ احمدیان، اعظم و مهربانی، فاطمه؛ «بررسی ارتباط بین شاخص‌های بالفعل و بالقوه آزادسازی مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منطقه خاورمیانه و آفریقای شمالی»، فصلنامه اقتصاد کاربردی، علوم تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، ۱۳۸۹.
۱۰. شاکری، عباس؛ خسروی، حسن؛ «آزمون نظریه مکینون - شاو در اقتصاد ایران»، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، ۱۳۸۳، شماره ۱۴.

ب- لاتين

11. Baily, Jeannine; 2000, "**Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries**", Bank of Canada, Working paper, No15.
12. Baltaji, Badi; 1995, *Econometric analysis of panel data*, first edition, New York, John Wiley & Sons Press.
13. Barro Rj, NG mankiw and X Sala-i-Martin; 1995, "**capital Mobility in Neoclassical Models of Growth**", American Economic Review, 85(1), pp 103-115.
14. Bekaert Greet; Harvey, Campbell. R.,and Lundblad, Christian; 2006, "**Financial Openness and the Chinese Growth Experience**", National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. 02138ust.
15. Edwards, Sebastian; 2001, "**Capital Flow and Economic Performance:Are Emerging Economies Different?**" NBER Working Paper No 8076 (January).
16. Egger, P; 2000, "**A Note on the Proper Econometric Specification of the Gravity Equation**", Economic Letter, No.66, pp.25-31.
17. Eichengreen, Barry and David Leblanc; 2003, "**Capital Account Liberalization and growth: was Mr.Mahatir Right?**" International Journal of finance and Economics.
18. Fratzcher, Marcel; Bussiere, Matthieu; 2004, "**Financial Openness and Growth: Short run gain, Long run Pain**", European central Bank.
19. Goldman Traub, Leah; 2006, "**Financial Openness and Growth: The importance of Public and Private Sector Protections**", Department of Economics, Rutgers University.
20. Grossman GM and E Helpman; 1991, *Innovation and Growth in the Global Economy*, MIT Press, Cambridge.
21. Gujarati , Damodar N; 2003, *Basic econometrics*, fourth edition, New York, McGraw-Hill Higher Education.
22. Hicks, John; 1969, *A theory of Economic History*, Oxford, Clarendon Press, pp.143-45.
23. Hsiao, C; 1986, *Analysis of Panel Data*, New York, Cambridge University Press.
24. Klein,Michael and Giovanni Olivei; 1999 ,"**Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth**", NBER Working Paper, No 7384(October).
25. McKinnon, Ronal and Haw Pill; 1997, "**Credible Economic Liberalizations and over borrowing**", American Economic Review, 87:187-93.
26. McKinnon, Ronal and Haw Pill; 1999, "**Exchange rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International over borrowing**", Oxford, Review of Economic Policy, 15(3):19-39.
27. obstfeld M; 1994, "**Risk-taking, Global Diversification and Growth**", American Economic Review, 84(5), pp 1310-1329.
28. Rincon, Hernan; 2007, "**Financial Globalization, Economic Growth**" World Bank Economic Review, January.
29. Romer PM; 1990, "**Endogenous Technological Change**", Journal of Political Economy, 98(5), Part 2, S71-S102
30. Romer, David; 1993, "**Openness and inflation: Theory and Evidence**", Quarterly Journal of Economics, Vol. CVIII, issue 4.
31. Stiglitz, J; 2000, "**Capital market liberalization ,economic growth, and instability**", World Development, 28:6, 1075-1086.
32. Stultz, R; 1999, "**Globalization, corporate finance and the cost of capital**", Journal of Applied Corporate Finance, v12(3),8-25.
33. Wang, JW; 1990, "**Growth, Technology Transfer and the Long-run Theory of International Capital Movement**", Journal of International Economics, 29, PP 255-271.