

تأثیر کیفیت نهادی بر توسعه مالی (مطالعه موردی: کشورهای در حال توسعه منطقه اوراسیا)

زهرا عزیزی*

آسیه براری**

علی احمدپور کچو***

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۱/۰۴ - تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۸/۱۷

DOI: 10.22096/esp.2021.122125.1324

چکیده

توسعه مالی یکی از موضوعات مهمی است که همواره از اهمیت ویژه در اقتصاد هر کشور برخوردار بوده است. رسیدن به رشد و توسعه اقتصادی مطلوب، بدون وجود نهادهای مالی کارا و تجهیز مناسب منابع مالی، غیرممکن است. از عوامل تعیین کننده سطح توسعه مالی در کشورها می‌توان به عوامل کیفی شامل محیط سیاسی، زیرساخت‌های نهادی، قانونی و اطلاعاتی، مقررات و نظارت اشاره کرد. عوامل متعددی بر توسعه مالی تأثیرگذار هستند و مطالعات و نظریات فراوانی در این زمینه وجود دارد، اما آنچه تاکنون کمتر بدان توجه شده، تأثیر عوامل کیفی و نهادی بر توسعه مالی است. هدف اصلی این مطالعه بررسی گروهی از عوامل غیراقتصادی و کیفی مهم بر توسعه مالی است. برای این منظور تأثیر میانگین شاخص ICRG به عنوان شاخص کیفیت نهادها، شاخص POLITY IV به عنوان شاخص دموکراسی و شاخص حقوق مالکیت بر شاخص‌های بانکی به عنوان شاخص توسعه مالی برای ۲۷ کشور در حال توسعه منطقه اوراسیا طی سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۸ بررسی شده است. بر این اساس، یک الگوی اقتصادسنجی تصریح و به روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) در داده‌های پانل برآورد گردید. نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد کیفیت بالای نهادها، دموکراسی بالاتر و حمایت حقوق مالکیت، اثر مثبت و معناداری بر توسعه مالی در کشورهای مورد بررسی داشته است.

واژگان کلیدی: کیفیت نهادها، دموکراسی، حقوق مالکیت، توسعه مالی، پانل پویا.

طبقه‌بندی موضوعی: C23, O43, P14, P26.

* استادیار گروه اقتصاد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)

Email: z.azizi@alzahra.ac.ir

** دانش‌آموخته مقطع کارشناسی ارشد در رشته توسعه اقتصادی و برنامه‌ریزی، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی،

Email: asibrari@gmail.com

دانشگاه الزهراء، تهران، ایران.

*** دانش‌آموخته مقطع دکتری در رشته اقتصاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران.

Email: Phd_usb@yahoo.com



۱- مقدمه

دستیابی به رشد اقتصادی بالاتر در هر جامعه‌ای نیازمند دو بخش واقعی و مالی کارا، قدرتمند و مکمل است. در حال حاضر توسعه مالی به منزله یک مکانیسم بالقوه مهم برای رشد بلندمدت اقتصادی در بین اقتصاددانان پذیرفته شده است و یکی از دلایل اهمیت توسعه بازارهای مالی، سهم آن در رشد و اهمیت نسبی بانک و بازارهای سهام بر توسعه اقتصادی است. (Law & Saini, 2008:4)

بنا به دیدگاه اقتصاددانان کلاسیک، بخش مالی به همراه بخش واقعی یک اقتصاد را تشکیل می‌دهند و رسیدن به رشد اقتصادی بالاتر در هر جامعه‌ای نیازمند به دو بخش واقعی و مالی کارا، مکمل و قدرتمند است. این‌گونه به نظر می‌رسد که در کشورهای کمتر توسعه یافته، ابتدا رشد و گسترش بخش مالی باعث ایجاد رشد اقتصادی می‌شود و سپس با گذر زمان از اهمیت بخش مالی در توسعه اقتصادی کاسته شده و توسعه بخش واقعی حائز اهمیت بیشتر می‌شود؛ لذا توسعه بخش مالی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن ارائه خدمات مالی توسط مؤسسات مالی افزایش می‌یابد و همه افراد جامعه از انتخاب وسیعی از خدمات مالی بهره‌مند می‌شوند. در حال حاضر توسعه مالی به منزله یک مکانیسم بالقوه مهم برای رشد بلندمدت اقتصادی در بین اقتصاددانان پذیرفته شده است (Baltagi et al, 2007:6) که یکی از دلایل اهمیت افزایش بازارهای مالی، سهم آن در رشد و اهمیت نسبی بانک و بازارهای سهام بر توسعه اقتصادی است. (Law & Saini, 2008: 8)

سیستم مالی کارآمد و قوی به عنوان یک موتور قدرتمند اقتصادی عمل می‌کند که منابع حاصل از وجوه پس‌اندازکنندگان را دریافت و آنها را به فعالیتهای اقتصادی سودآور و دارای ارزش افزوده بالا هدایت می‌کند، بدین ترتیب منجر به کاهش هزینه مبادله، افزایش بهره‌وری و رشد اقتصادی می‌شود. (Adesoye & Atanda, 2014: 28) بر این اساس یکی از عوامل مهمی که امروزه در راستای دستیابی به رشد اقتصادی مستمر می‌تواند نقشی اساسی ایفا کند، توسعه بخش مالی است. (دادگر و نظری، ۱۳۹۹: ۳)

با نگاهی به مطالعات گذشته درمی‌یابیم که عوامل متعددی در فرایند توسعه مالی مؤثر نقش دارند که می‌توان آنها را به دو دسته عوامل اقتصادی و غیراقتصادی تقسیم‌بندی نمود. میزان توسعه اقتصادی، تورم، اندازه دولت، درجه باز بودن تجاری و مالی از جمله عوامل مهم اقتصادی

و کیفیت نهادها، حقوق مالکیت، دموکراسی، وضعیت نظام حقوقی، فساد و فشارهای سیاسی برخی از عوامل غیر اقتصادی مؤثر بر توسعه مالی می‌باشند. (صمدی، ۱۳۸۸: ۱۴۷)

اخیراً در مطالعات تجربی در سطح جهان توجه بیشتری به عوامل غیراقتصادی شده و عملکرد نظام مالی کشورها مورد بررسی قرار گرفته است، اما مطالعات داخلی بیشتر به عوامل اقتصادی مؤثر بر توسعه مالی پرداخته‌اند که این می‌تواند منجر به تصریح نادرست مدل و نتیجه‌گیری تورش‌دار در مورد عوامل تأثیرگذار بر توسعه مالی گردد؛ لذا در این تحقیق به دنبال پاسخ به این پرسش هستیم که آیا عوامل غیراقتصادی در مباحث مالی عوامل مهم و تأثیرگذاری می‌باشند یا خیر؟ به همین منظور در این مطالعه سعی شده است که با در نظر گرفتن طیف وسیع‌تری از شاخص‌های نهادی نظیر کیفیت نهادها (بر اساس شاخص ICRG)، دموکراسی و حقوق مالکیت به عنوان عوامل غیراقتصادی در کنار برخی از عوامل اقتصادی، تأثیر این متغیرها بر توسعه مالی و با تکیه بر برآورد یک الگوی پانل پویا با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) برای داده‌های کشورهای منتخب در حال توسعه منطقه اوراسیا در دوره زمانی ۱۹۹۵-۲۰۱۸ تحلیل شود. پس از بیان مقدمه، در بخش دوم مبانی نظری ارائه خواهد شد. در بخش سوم این پژوهش به مروری بر مطالعات انجام‌شده می‌پردازیم. بخش چهارم به معرفی متغیرها، توصیف داده‌های آماری و تصریح مدل اختصاص یافته است. در بخش پنجم، نتایج تجربی تبیین شده و در نهایت بخش ششم به نتیجه‌گیری و پیشنهادها پژوهش اختصاص یافته است.

۲- مبانی نظری

۲-۱ تأثیر کیفیت نهادها بر توسعه مالی

نهادها مجموعه قواعد رفتاری تدوین شده بشر است که حاکم بر کنش‌های متقابل بشری است. برای مثال هرگر و همکاران (Herger et al, 2007) کیفیت نهادی را به این صورت تعریف کرده‌اند که تا چه حد روش‌های ساخته دست بشر در حمایت از سرمایه‌گذار و افزایش دسترسی به منابع مالی برای کار آفرینان در چارچوب معاملات مالی پرورش یافته‌اند. اگرچه نقش نهادها در تحولات اجتماعی به طور گسترده در ادبیات جامعه‌شناسی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، اما اخیراً اهمیت خود را در تئوری‌های اقتصادی نیز نشان داده است. عموماً

سرمایه‌گذاران کیفیت نهادها را به عنوان یک عامل مهم در ارزیابی خطر برای انجام معاملات اقتصادی و تصمیم‌گیری‌های کسب و کار مد نظر قرار می‌دهند. (Bartlett et al, 2013: 11) لذا به دلیل ویژگی‌های قراردادهای مالی، یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده عملکرد بخش مالی وجود بستر نهادی مناسب است؛ برای مثال، با ناقص بودن توانایی اجرای قراردادهای وام، مردم به بازپرداخت وام خود تمایل نخواهند داشت؛ از این رو بازارهای مالی بزرگ و کارا نه تنها نیاز به یک چارچوب قانونی مناسب، بلکه قدرت حمایت از حقوق هر یک از طرف‌های قرارداد را باید داشته باشد در غیر این صورت، قرارداد مالی ممکن است غیرکارا شناخته شود و مشکلاتی از قبیل انتخاب نامساعد و مخاطرات اخلاقی که از عدم تقارن به وجود می‌آیند منجر به شکست بازار گردد. (Law & Saini, 2008: 4)

در صورت نبود نهادهای رسمی، قوانین به خودی خود بی‌معنا خواهد بود، زیرا نهادها حمایت‌کننده قوانین تدوین‌شده در هر جامعه‌ای است و منجر به عدالت و کارایی بین سهامداران و دیگر عوامل در اقتصاد خواهد شد. (Chavance, 2009: 43)

کیفیت خدمات ارائه‌شده توسط مؤسسات مالی نیز وابسته به نهادها و قوانین حاکم است؛ برای مثال در برخی کشورهای در حال توسعه، بانک‌ها تمایلی به گسترش حجم وام‌های پرداختی ندارند، چراکه سیستم قضایی غیرکارا یا نهادهای سیاسی و اداری ضعیف از بازپرداخت وام‌ها حمایت نمی‌کنند و حجم معوقات بانکی افزایش می‌یابد. بدین منظور محیط نهادی به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر توسعه مالی مد نظر قرار می‌گیرد. (بازمحمدی و سلطانیان، ۱۳۸۸: ۲۷)

یک نظام قانونی و مقرراتی شامل حمایت از حقوق مالکیت، نظارت بر اجرای قراردادها و نظام حسابداری مناسب است؛ برای مثال لاپورتا و همکاران (Laporta et al, 2002) به این نکته اشاره می‌کنند که نوع قانون بر رفتار وام‌دهندگان یعنی مؤسسات مالی که وام و تسهیلات عرضه می‌کنند بر سهامداران و کارایی اجرای قراردادها تأثیر و منجر به ایجاد مخاطرات اخلاقی گردد. آن‌ها شواهدی ارائه دادند که کشورهایی با نوع قانونی نظیر قانون عمومی (Common law) تمایل دارند از حقوق مالکیت خصوصی حمایت کنند، در حالی که کشورهایی با نوع قانونی مانند قانون مدنی فرانسه تمایل دارند بیشتر از حقوق دولت حمایت کنند و به طور نسبی، کمتر به حقوق توده مردم متمرکز می‌شوند. به طور خلاصه،

ممکن است نهادها در سمت عرضه، تأثیر زیادی بر توسعه بخش مالی داشته باشند و سطح توسعه نهادی در یک کشور تا حد زیادی تعیین کننده درجه توسعه یافتگی سیستم مالی است. (همتی و مجاب، ۱۳۸۹: ۵۱)

۲-۲ تأثیر دموکراسی بر توسعه مالی

دموکراسی در ادبیات سیاسی به شکلی از حکومت گفته می‌شود که همه مردم به صورت برابر می‌توانند در تصمیم‌گیری‌های حکومتی دخالت کنند. (صمدی و همکاران، ۱۳۹۱: ۷۱) این که برداشت‌های گوناگونی از مفهوم دموکراسی وجود دارد و عده‌ای آن را به اراده عمومی مردم نسبت می‌دهند و در مقابل عده‌ای بر اصالت آزادی فردی تأکید دارند، اما همگی بر این نکته که دموکراسی به معنی سپیم شدن در قدرت تصمیم‌گیری و امکان تغییرات مرتب در هیئت حاکمه از طریق نهادها و رویه‌های مشخص است، اجماع نظر دارند. (سجادپور و یزدان‌پناه شوره‌گل، ۱۳۹۲: ۸۲)

در سطح بنیادی، دموکراسی، نظام سیاسی است با مجموعه‌ای قدرتمند از نهادهایی که اغلب با مشارکت عمومی، رقابت سیاسی و محدودیت‌های نهادی را در حاکمان به ارمغان آورد. (Siegle et al, 2004: 61) برای مثال دموکراسی بررسی‌های سیاسی و برابری، پاسخ به اولویت‌های شهروندان، باز بودن، مکانیسم‌های خوداصلاح و نهادهایی با کیفیت بالا را به همراه خواهد داشت. (Haber et al, 2007: 3) از لحاظ نظری، در نظام‌های دیکتاتوری قدرت در انحصار تعداد افراد اندکی قرار دارد و محدودیت‌های بسیار کمی برای جلوگیری از اعمال این افراد وجود دارد (Shleifer & Vishny, 1993: 606) اما دموکراسی از طریق ترویج مشارکت سیاسی و رقابت، محدود کردن قدرت دولت برای کنترل و سرکوب نظام مالی، کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه را به ارمغان می‌آورد. کشورها با فراهم آوردن محدودیت‌های بیشتر بر دولت حفاظت بیشتر در برابر سلب مالکیت و در نتیجه یک سیستم بانکی بهتر و بازارهای سهام توسعه یافته را به ارمغان می‌آورد. (Acemoglu & Johnson, 2005: 957) لاپورتا و همکاران (Laporta et al, 2002) همچنین نشان می‌دهند که رژیم‌های دموکراتیک از طریق تضعیف مالکیت دولتی بانک‌ها منجر به توسعه مالی خواهند شد.

در مجموع، این به رابطه مثبت بین دموکراسی و توسعه مالی اشاره دارد. با این حال مطالعات تجربی کمی که به طور مستقیم به بررسی تأثیر دموکراسی در توسعه بخش مالی

وجود دارد. تجزیه و تحلیل تجربی در این مقاله نشان می‌دهد که ارتباط مثبت و معناداری بین دموکراسی و توسعه مالی وجود دارد، به طوری که امروزه کشورهای پیشرفته دموکراتیک از طریق باز کردن سراسر مرزهای ملی خود به تحرک بیشتر سرمایه به بررسی ارتباط بین دموکراسی و باز بودن مالی بر توسعه مالی می‌پردازند. (Dailami, 2000: 9) نظام دموکراتیک با ایجاد ثبات سیاسی و تأمین حق مالکیت خصوصی از جمله حق مالکیت مخترعین و مبتکرین، موجب مایه پیوندهای بنیادین بین نهادهای سیاسی و سرمایه‌گذاری می‌شود. در شرایط بی‌ثباتی، مردم ترجیح خواهند داد که سرمایه‌های خود را به صورت نقد یا به اشکالی که سریعاً قابل نقد کردن باشد نگاه دارند. در چنین شرایطی میزان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری هر دو تنزل می‌کنند. بی‌ثباتی همچنین موجب ائتلاف و تخصیص نامطلوب منابع اقتصادی می‌گردد. (زمانی، ۱۳۸۶: ۲۴)

گیرما و شورتلاند (Girma & Shortland, 2008) در مطالعه‌ای نشان دادند که حرکت به سوی دموکراتیک کردن حکومت اثر مثبتی بر توسعه مالی دارد. همچنین تجزیه و تحلیل نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که کشورهای که بخش مالی توسعه‌یافته‌تری دارند به طور قابل توجهی دموکراتیک‌تر و رژیم‌های پایداری دارند، در حالی که آن دسته از کشورهایی که بخش مالی کمتر توسعه‌یافته‌ای دارند استبدادی یا رژیم‌های ناپایداری دارند. در واقع دموکراسی به دلیل ویژگی‌های نهادی مانند رقابت سیاسی و نظارت و موازنه‌ای (Checks and Balances) که دارد بخش مالی را توسعه می‌دهد.

طبق گفته آکرمن (Ackerman, 1999)، دموکراسی مبتنی بر پایه و اساس قانونی مستحکم استوار است که قادر به ارائه یک چارچوب پایدار جهت کارایی بیشتر به بهترین شکل برای فعالیت‌های اقتصادی است. با این حال، سیاستمداران به دنبال انتخابات مجدد احساس ناامنی در مورد چشم‌انداز آتی خود خواهند داشت؛ هرچند این احساس ناامنی به حدی نیست که منجر به تناقض با وضعیت پایدار گردد. امنیت بیش از حد موقعیت سیاستمداران مقدمات فساد بیشتر را فراهم می‌آورد و به طور مشابه احساس ناامنی بیشتر، منجر به فساد بیشتر عاملین اقتصادی و سیاسی خواهد شد؛ (Dong & Torgler, 2011: 3) لذا افزایش فساد منجر به کاهش توسعه مالی خواهد شد. (Khan et al, 2019: 3)

۲-۳ تأثیر حقوق مالکیت بر توسعه مالی

طبق نظریات نهادی، حمایت و اجرای کامل حقوق مالکیت یک اصل حیاتی در معاملات مالی است، چراکه سرمایه‌گذاران بالقوه تمایلی به سرمایه‌گذاری در شرایط وجود ریسک مصادره ندارند. (43: 2011, Asiama & Mobolaji) حفظ حقوق مالکیت باعث گسترش ابزارهای تضمین وام، افزایش امکان ورود انواع بیشتری از دارایی‌ها به بازارهای مالی و همچنین افزایش امکان تجمیع سرمایه‌های کوچک در طرح‌های بزرگ می‌شود. (صمدی، ۱۳۸۸: ۱۲۱)

همچنان‌که هوانگ (Huang, 2010) بیان می‌کند، وثیقه ابزار بسیار مهمی است که باز پرداخت وام‌ها را در نظام مالی محتمل‌تر می‌سازد. اعتبار وثیقه در گرو آنست که مالکیت افراد روی دارایی‌هایشان به صورت قانونی تعریف شده و از آن حفاظت گردد. بنابراین بهبود شاخص‌های مربوط به حفظ حقوق مالکیت با گسترش ابزارهای تضمین وام، منجر به توسعه مالی بیشتر می‌شود.

در اغلب کشورهای در حال توسعه، بازار مالی به دو صورت سازمان یافته (رسمی) و سازمان نیافته (غیررسمی) وجود دارد. در بخش مالی غیررسمی که سهم قابل توجهی از بازارهای مالی را در این کشورها به خود اختصاص داده، نرخ‌های بهره بالاتری پرداخت می‌شود؛ این درحالی است که در بخش رسمی نرخ بهره کمتر بوده، اما امکان دسترسی به منابع تأمین مالی به سختی صورت می‌پذیرد و برای دریافت وام از بانک‌ها و یا سایر مؤسسات مالی به وثیقه‌های معتبر نیاز است. (صمدی، ۱۳۸۸: ۱۲۴) حفاظت بیشتر از حقوق مالکیت سبب می‌شود که بخشی از تقاضای اعتبار و وام از بازارهای مالی غیررسمی به رسمی منتقل شود. با فرض ثبات میزان عرضه اعتبار، نرخ بهره در بازار غیررسمی کاهش می‌یابد و بنابراین شکاف بین نرخ بهره در بازارهای مالی رسمی و غیررسمی، به نفع توسعه بازارهای مالی رسمی کمتر می‌شود. نتیجه کلی این است که حفاظت قانونی از حقوق مالکیت منجر به یکپارچگی بیشتر در بازارهای مالی و توسعه مالی می‌گردد. این یکپارچگی و توسعه مالی به دلایل زیر اتفاق می‌افتد:

۱- گسترش ابزارها و روش‌های تضمین وام که سبب انتقال بخشی از تقاضای تأمین مالی از بازار غیررسمی به بازار رسمی و کاهش ریسک وام‌ها می‌گردد.

۲- افزایش پس‌انداز و گسترش امکان ورود انواع دارایی‌ها به بازارهای مالی و سرمایه‌ای که افزایش نسبی عرضه سرمایه در بازار رسمی را به دنبال خواهد داشت.

۳- گسترش امکان استفاده از دارایی‌های شخصی که منجر به کاهش نسبی تقاضای سرمایه در بازارهای مالی غیر رسمی می‌گردد. (رنانی، ۱۳۸۴: ۲۱۲)

۳- مروری بر مطالعات تجربی

به طور کلی ادبیات تجربی گسترده‌ای در رابطه با عوامل مؤثر بر توسعه مالی وجود دارد. اما آنچه در این پژوهش مورد نظر است تمرکز بر عوامل نهادی، دموکراسی و حقوق مالکیت است که در این مورد مطالعات تجربی گستردگی کمتری دارد. در ادامه با تمرکز بر این نوع از مطالعات، پیشینه تجربی موضوع مورد بررسی قرار می‌گیرد.

خان و همکاران (Khan et al, 2019) اثر کیفیت نهادی را بر توسعه مالی در ۱۵ اقتصاد نوظهور بررسی نموده‌اند. به منظور سنجش کیفیت نهادی از دو شاخص ICRG (در دوره ۱۹۸۴-۲۰۱۷) و حکمرانی خوب (در دوره ۱۹۹۶-۲۰۱۶) در قالب دو الگوی مجزا استفاده نموده‌اند. در این مقاله همچنین به بررسی اثر زیرشاخص‌های مربوط به این دو شاخص نیز پرداخته شده است. نتایج حاصل از این پژوهش تأییدکننده اثر مثبت و معنادار کیفیت نهادی بر توسعه مالی در این کشورها بوده است.

له و همکاران (Le et al, 2016) اثر کیفیت نهادی را بر توسعه مالی در ۲۶ کشور آسیایی مورد ارزیابی قرار داده‌اند. ایشان در چارچوب یک الگوی پنل در دوره ۱۹۹۵-۲۰۱۱ نشان داده‌اند که هرچه حکمرانی بهتر باشد سبب تقویت توسعه مالی در اقتصاد می‌شود. در کنار این متغیر باز بودن تجاری و رشد اقتصادی نیز از جمله عوامل کلیدی مؤثر بر توسعه مالی در این کشورها بوده است.

مارسلین و مازور (Marcelin & Mathur, 2014) در مطالعه‌ای به بررسی اثرات متقابل کیفیت نهادهای سیاسی و حقوق مالکیت بر توسعه مالی پرداختند. هدف آنها در این مطالعه بررسی این سؤال است که چگونه بهبود نهادهای سیاسی باعث ارتقای توسعه بخش مالی می‌شود. بدین منظور از داده‌های ۹۰ کشور منتخب برای دوره زمانی ۱۹۶۰-۱۹۹۹ استفاده

کرده‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که بهبود کیفیت نهادهای سیاسی، در کوتاه‌مدت به خصوص در کشورهای با درآمد پایین‌تر اثر مثبت بر توسعه مالی دارد.

گاردالو و بوآدریگا (Ghardallou & Boudriga, 2013)، در مطالعه‌ای به بررسی رابطه دموکراسی و توسعه مالی برای تعدادی کشور منتخب و دوره زمانی ۱۹۸۴-۲۰۰۸ با استفاده از روش داده‌های تابلویی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که اصلاحات دموکراتیک اگر همراه با اصلاحات نهادی و نظارت سیاستمداران نباشد، بر توسعه مالی اثر منفی خواهد داشت.

راچدی و منسی (Rachdi & Mensi, 2012)، در مطالعه‌ای به بررسی کیفیت نهادها، توسعه مالی و رشد اقتصادی با استفاده از روش GMM برای ۱۳ کشور عضو منا و برای دوره زمانی ۱۹۹۰-۲۰۰۸ پرداخته‌اند که در آن از شاخص‌های ریسک بین‌المللی (ICRG) استفاده شده است. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که کیفیت نهادی اثر مثبتی بر توسعه بخش بانکی به عنوان شاخص بخش مالی دارد.

میلنکوویچ و وینتوکی (Miletkov & Wintoki, 2012)، در مطالعه‌ای به بررسی حقوق مالکیت ناشی و توسعه مالی با استفاده از روش GMM برای ۱۲۹ کشور منتخب و برای دوره زمانی ۱۹۹۰-۲۰۰۸ پرداخته‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که کیفیت نهادی بالاتر منجر به حقوق مالکیت بیشتر اثر مثبتی بر توسعه مالی دارد.

رو و سیگل (Roe & Siegel, 2011)، در مطالعه‌ای به بررسی اثر نهادهای سیاسی بر روی توسعه بخش مالی پرداخته‌اند. آن‌ها در این مطالعه نشان می‌دهند که بی‌ثباتی سیاسی مانع توسعه مالی می‌شود. آن‌ها بیان می‌کنند که بی‌ثباتی سیاسی اساساً در نظام‌های غیردموکراتیک روی می‌دهد.

یانگ (Yang, 2011)، در مطالعه‌ای به بررسی رابطه دموکراسی و توسعه مالی برای ۱۵۱ کشور منتخب و دوره زمانی ۱۹۹۲-۲۰۰۷ با استفاده از روش GMM پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد که یک ارتباط مثبت میان دموکراسی و توسعه بخش بانکی وجود دارد، اما این رابطه برای توسعه بازار سهام تأیید نشده است.

آسیما و مبالاجی (Asiama & Mobolaji, 2011)، در مطالعه‌ای به بررسی اثر باز بودن اقتصادی (شامل باز بودن مالی و تجاری) و کیفیت نهادی بر توسعه بخش مالی در کشورهای

آفریقایی با استفاده از روش داده‌های تابلویی پویا پرداخته‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که باز بودن تجاری و مالی اثر مثبت بر توسعه مالی دارد همچنین کیفیت نهادی در این منطقه اثری مثبت بر توسعه بخش مالی دارد.

هوانگ (Huang, 2010) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بهبود کیفیت نهادهای سیاسی و توسعه مالی پرداخته است. هدف او در این مطالعه بررسی این سؤال است که آیا بهبود نهادهای سیاسی باعث ارتقای توسعه بخش مالی می‌شود؟ بدین منظور از داده‌های ۹۰ کشور منتخب برای دوره زمانی ۱۹۶۰-۱۹۹۹ استفاده کرده است. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد در کوتاه-مدت، بهبود کیفیت نهادهای سیاسی، به خصوص در کشورهای با درآمد پایین‌تر اثر مثبت بر توسعه مالی دارد. همچنین شواهد اولیه در این مطالعه نشان می‌دهند که تحول دموکراتیک، افزایش در توسعه مالی را در پی داشته است.

سینگ و همکاران (Singh et al, 2009) در مطالعه‌ای به بررسی اثر کیفیت نهادی بر توسعه بخش مالی در کشورهای آفریقایی برای دوره زمانی ۱۹۹۲-۲۰۰۶ با استفاده از روش داده‌های تابلویی پرداخته‌اند. آن‌ها نشان می‌دهند که تفاوت در کیفیت نهادی عامل اصلی تفاوت در سطح توسعه مالی در این کشورها است.

لاو و ساینی (Law & Saini, 2008) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه خطی و غیرخطی کیفیت نهادی و توسعه مالی با استفاده از روش GMM برای کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته و برای دوره زمانی ۱۹۹۶-۲۰۰۴ پرداخته‌اند که در آن کیفیت نهادی توسط شاخص راهنمایی ریسک بین‌المللی کشورها^۱ (ICRG) اندازه‌گیری شده است. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که کیفیت نهادی اثر مثبتی بر توسعه بخش مالی مخصوصاً بخش بانکی دارد. در واقع آن‌ها در این مطالعه بیشتر بر رابطه غیرخطی بین کیفیت نهادی و توسعه بخش مالی تأکید داشته‌اند.

حسین‌زاده یزدی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی تحت عنوان «تحلیل حساسیت و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر ثبات مالی ایران در چارچوب ساخت شاخص ترکیبی» به این نتیجه دست یافتند که که از بین ۴۸ نماگر تحت مطالعه، «نسبت کسری بودجه دولت به تولید ناخالص داخلی» که یکی از شاخص‌های اصلی «سلامت مالی دولت» در بُعد «کیفیت نهادی» است،

در مجموع بیشترین اثر منفی را بر «نوسانات» و «مقدار متوسط» شاخص ترکیبی ثبات مالی داشته است؛ بنابراین برای ارتقای ثبات مالی در ایران، باید بیشترین تمرکز را بر کنترل «نسبت کسری بودجه دولت به تولید ناخالص داخلی» قرار داد.

صفریان و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی نقش الگوی حکمرانی خوب در توسعه اقتصادی ایران و ترکیه در دوره ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۷ پرداختند. نتایج نشان داد که وضعیت شاخص‌های حکمرانی خوب در ترکیه با توجه به بعد راهبردی و جهت‌دهنده آن موجب ارتقای شاخص‌های اقتصادی این کشور در برابر ایران شده است. البته در مقاطعی که شاخص‌های حکمرانی نوسان داشته است، تأثیر آن در شاخص‌های اقتصادی قابل مشاهده بود، چنان‌که در دوره روحانی با صعود شاخص حکمرانی، شاخص‌های اقتصادی هم ارتقا پیدا می‌کند و این موضوع برعکس برای ترکیه پس از سال ۲۰۱۴ صادق بود.

احمدپور و دهمرده (۱۳۹۸) با استفاده از داده‌های تابلویی پویا به بررسی اثر هم‌زمان کیفیت نهادی و توسعه مالی بر رشد اقتصادی کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش دلالت بر این داشت که توسعه مالی و کیفیت نهادی تأثیر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی کشورهای مورد بررسی داشته‌اند. علاوه بر این، اثر تعاملی توسعه مالی و نهادی نشان داد در کشورهای توسعه‌یافته، توسعه مالی به دلیل ساختار مناسب نهادی موجب بهبود رشد اقتصادی می‌گردد.

خداپرست و همکاران (۱۳۹۵) با استفاده از روش داده‌های تابلویی و برای کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی طی سال‌های ۱۹۹۶-۲۰۱۰، به بررسی اثر کیفیت نهادی بر توسعه مالی پرداخته‌اند. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد شاخص‌های کلی حکمرانی (میانگین وزنی ۶ شاخص کیفیت نهادی) و کنترل فساد، ارتباط مثبت و معناداری با شاخص نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی توسط بانک‌ها و دیگر نهادهای مالی به تولید ناخالص داخلی دارند. همچنین شاخص اثربخشی دولت بر شاخص نسبت M2 به تولید ناخالص داخلی اثر مثبت و معنی‌داری دارد.

اشرفی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به شناسایی عوامل مؤثر بر توسعه مالی با نگاه ویژه بر شاخص‌های حکمرانی خوب از قبیل رتبه شاخص‌های کیفیت مقررات تنظیمی، اثربخشی

دولت، کنترل فساد و پاسخگویی می‌پردازد. به این منظور، از گروه کشورهای عضو اوپک در دوره زمانی (۲۰۰۲-۲۰۱۱) و به روش داده‌های تابلویی استفاده شده است. نتایج این مطالعه تأییدی بر دیدگاه سیاسی موافق مشارکت دولت در بخش مالی است و تجزیه و تحلیل نتایج نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنی‌دار شاخص‌های حکمرانی خوب بر توسعه مالی در کشورهای عضو اوپک است.

سحابی و همکاران (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای به بررسی اثر حکمرانی خوب با استفاده از داده‌های WGI و اندازه دولت بر توسعه مالی با استفاده از روش GMM برای ۷۶ کشور در حال توسعه و توسعه‌یافته و برای دوره زمانی ۱۹۹۶-۲۰۱۱ پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد حکمرانی خوب اثر مثبت، و اندازه دولت اثر منفی بر توسعه مالی داشته است.

صمدی (۱۳۸۸) در مطالعه‌ای به بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی با تأکید بر رابطه بلندمدت میان سرمایه اجتماعی و توسعه مالی در اقتصاد ایران و برای دوره (۱۳۵۰-۱۳۸۵) پرداخته است. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که تورم زیاد مخدوش شدن حقوق مالکیت و کاهش سرمایه اجتماعی از موانع عمده توسعه مالی در ایران هستند.

با توجه به آن که در سال‌های اخیر در مطالعات تجربی خارج از کشور به عوامل غیراقتصادی نیز توجه شده و عملکرد نظام مالی کشورها مورد بررسی قرار گرفته است، لیکن مطالعات داخلی بیشتر به عوامل اقتصادی مؤثر بر توسعه مالی پرداخته‌اند و این می‌تواند منجر به تصریح نادرست مدل و نتیجه‌گیری تورش‌دار در مورد عوامل تأثیرگذار بر توسعه مالی گردد؛ لذا در این تحقیق به دنبال پاسخ به این پرسش هستیم که آیا عوامل غیراقتصادی مانند کیفیت نهادی، دموکراسی و حقوق مالکیت، در مباحث مالی عوامل مهم و تأثیرگذار هستند یا خیر؟ در این مقاله کیفیت نهادی توسط شاخص راهنمایی ریسک بین‌المللی کشورها (ICRG) اندازه‌گیری شده است که پوشش بسیار مناسبی از ابعاد مختلف نهادی ارائه می‌دهد. همچنین در کنار این شاخص از شاخص‌های دموکراسی و حقوق مالکیت در کنار سایر عوامل مؤثر استفاده شده است. از این رو طیف گسترده‌تری از عوامل نهادی مؤثر بر توسعه مالی به طور هم‌زمان در برآورد الگو مد نظر قرار گرفته شده است که حذف آنها از مدل می‌تواند در نتیجه برآورد تورش ایجاد کند. از سوی دیگر به منظور بررسی پایداری نتایج از سه شاخص مختلف توسعه مالی در این مقاله استفاده شده است.

۴- تصریح مدل

در این مطالعه به پیروی از مقالات گاردالو و بوآدریگا (Ghardallou & Boudriga, 2013) و بالتاجی و همکاران (Baltagi et al, 2007) عوامل مؤثر بر توسعه مالی (معادله توسعه مالی) را می‌توان به صورت زیر در نظر گرفت:

$$FD_{it} = \alpha_0 FD_{it-1} + \alpha_1 Institutional\ Quality_{it} + \alpha_2 Democracy_{it}$$

$$+ \alpha_3 Property\ Right_{it} + \sum_{k=4}^9 \alpha_k Controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Corruption_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Democracy_{it} + \alpha_2 Property\ Right_{it} + \sum_{k=3}^9 \alpha_k Controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

$i=1, 2, 3, \dots, 77$ and $t= 1995, \dots, 2018$

(۱)

که در آن:

FD: در این مطالعه سه شاخص توسعه بخش بانکی به عنوان شاخص توسعه مالی استفاده شده است:

الف) اعتبارات داخلی اختصاص یافته به بخش خصوصی (Domestic Credit to Private Sector) به صورت درصدی از GDP که با FD1 نمایش داده می‌شود: از مزیت‌های این شاخص آن است که در محاسبه آن اعتبارات بخش دولتی منظور نمی‌شود. در نتیجه نقش واسطه‌های مالی را در اختصاص وجوه و منابع مالی به سرمایه‌گذاران بخش خصوصی، بهتر نشان می‌دهد. (جابری خسروشاهی و همکاران، ۱۳۹۱: ۱۸۱)

ب) اعتبارات بانکی اختصاص یافته به بخش خصوصی (Domestic Credit to Private Sector by Banks) به صورت درصدی از GDP که با FD2 نمایش داده می‌شود. از آنجاکه اطلاعات و نوآوری در توسعه مالی در بخش غیربانکی کشورهای در حال توسعه چشمگیر و قابل ملاحظه نیست، اعطای اعتبارات سیستم بانکی به بخش خصوصی، می‌تواند شاخص مناسبی برای توسعه مالی در این کشورها باشد.

ج) شاخص دیون نقد شدنی (Liquid Liabilities) به صورت درصدی از GDP که با FD3 نمایش داده می‌شود. در صورتی که پولی شدن اقتصاد نشانگر توسعه بازار سرمایه باشد،

می‌تواند بر رشد اقتصادی مؤثر باشد. این امکان وجود دارد که سطح بالایی از پولی شدن اقتصاد در نتیجه توسعه‌نیافتگی یا کمتر توسعه‌یافتگی بخش مالی باشد یا نسبت پائینی از پولی شدن اقتصاد به دلیل توسعه‌یافتگی و پیچیدگی نظام مالی باشد، ولی آنچه در نظام مالی اهمیت بیشتری دارد، تخصیص کارایی اعتبارات و مدیریت سبد دارایی است. در این چارچوب، استفاده از تعریف پول با درجه کمتر نقدینگی، شاخصی مناسب برای اندازه‌گیری میزان توسعه‌یافتگی بازار مالی است. از این رو، شاخص M_3/GDP می‌تواند معیاری مناسب برای اندازه‌گیری درجه مالی شدن (Financialization) اقتصاد باشد. (جابری خسروشاهی و همکاران، ۱۳۹۱: ۱۸۲)

شاخص کیفیت نهادی (Institutional Quality): در این مطالعه شاخص راهنمای ریسک بین‌المللی کشورها که با ICRG تعریف می‌شود، شامل رتبه‌بندی ۲۲ متغیر در سه زیرگروه مختلف ریسک سیاسی، ریسک مالی و ریسک اقتصادی است. در این مقاله به پیروی از خان و همکاران (Khan et al, 2019)، لاو و ساینی (Law & Saini, 2008)، بالتاجی و همکاران (Baltagi et al, 2007) دمیتراتیس و لاو (Demetriades & Law, 2006)، از میانگین ساده پنج شاخص: فساد، حاکمیت نظم و قانون، کیفیت سیستم اداری، شاخص ثبات دولت، چشم انداز سرمایه‌گذاری از میان دوازده شاخص ریسک سیاسی به عنوان شاخص نهادی استفاده می‌شود. یکی از دلایل استفاده از این شاخص پوشش بسیار مناسب آن از ابعاد مختلف نهادی است. از آنجاکه مقدار هر یک از این شاخص‌های پنج‌گانه متفاوت است، برای یکسان‌نمودن وزن آن‌ها، همه آن‌ها را بین اعداد صفر و یک نرمال کرده‌ایم^۱ و سپس با میانگین‌گیری از این پنج شاخص یک شاخص کلی نهادی برای آزمون تجربی ایجاد خواهد شد. بزرگ‌تر بودن این شاخص به معنای وضعیت مناسب‌تر نهادی و پایین‌تر بودن مقدار آن وضعیت نامناسب نهادی را نشان می‌دهد.

شاخص دموکراسی (Democracy): به منظور اندازه‌گیری دموکراسی به تبعیت از یانگ (Yang, 2006) با استفاده از یک مقیاس ترکیبی از دموکراسی و اتوکراسی، شاخصی ایجاد شده است که در دامنه ۱۰- (دیکتاتوری کامل) تا ۱۰+ (دموکراسی کامل) قرار می‌گیرد و خود

۱. برای نرمال کردن شاخص‌های ICRG بین صفر و یک، شاخص‌های دارای امتیاز ۱۲، ۶ و ۴ به ترتیب در ۱/۱۲، ۱/۶ و ۱/۴ ضرب گردیدند.

شامل میانگین وزنی چهار مؤلفه است. این ۴ زیر شاخص شامل تغییر سیستم مدیر محور به قانون محور، رقابتی کردن حضور سیاسی و نظارت مردم بر اعمال دولت، رقابتی کردن عضوگیری حزبی و آزادسازی عضوگیری حزبی است. داده‌های مربوط به این مؤلفه‌ها از شاخص polity IV به دست آمده که توسط دانشگاه مریلند منتشر می‌گردد. با توجه به مقیاس عددی سایر متغیرها، برای هماهنگی بیشتر این شاخص، اعداد مربوط به آن بر عدد ۱۰ تقسیم شده است که در نتیجه مقدار نهایی آن بین ۱- و ۱ قرار می‌گیرد.

شاخص حقوق مالکیت (Property Right): در این مقاله از شاخص حقوق مالکیتی که توسط ناک و کیفر (Knack, & Keefer, 1997) ارائه شده، استفاده می‌گردد. داده‌های مربوط به آن از درگاه مؤسسه هریتیج^۱ به دست آمده است. این شاخص شامل پنج مؤلفه ریسک یا احتمال سلب مالکیت خصوصی شرکت‌ها توسط دولت، احتمال نقض قراردادها توسط دولت، میزان و سطح حاکمیت قانون در اداره کشور، فساد در ساختار ادارات دولتی و کیفیت بوروکراسی بوده و مقدار عددی آن بین ۰ تا ۱۰۰ است. هرچه مقدار این شاخص به ۱۰۰ نزدیک‌تر باشد، نشان‌دهنده وضعیت بهتر حقوق مالکیت است. برای تطبیق بیشتر مقادیر عددی این شاخص نیز، اعداد آن بر ۱۰۰ تقسیم شده‌اند.

نماد Controls نشانگر متغیرهای کنترلی است که بر پایه ادبیات موضوع تحقیق افزون بر دموکراسی و حقوق مالکیت بر توسعه مالی اثر می‌گذارند.

در این تحقیق با توجه به تحقیقات گذشته متغیرهای کنترلی که بر توسعه مالی می‌تواند اثرگذار باشد شامل:

شاخص باز بودن تجاری (Open T): جمع صادرات و واردات تقسیم بر تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص باز بودن اقتصاد است، دو و لوچنکو (Do & Levchenko, 2004) عنوان نمودند که انتظار بر این است که اثر تجارت در میان کشورها متفاوت باشد. براساس نظریه آنها زمانی که تجارت تخصص‌گرایی را به سمت کالاهای وابسته مالی سوق می‌دهد این امر منجر به رشد سیستم مالی می‌شود. در مقابل وقتی که تجارت یک کشور را به سمتی هدایت می‌کند که کالاهای وابسته مالی را به جای تولید در داخل وارد کند، سیستم مالی پس از باز

شدن تجارت تخریب خواهد شد. شاخص تورم (IN): نرخ تورم کشورهای مورد مطالعه را نشان می‌دهد. شاخص اندازه دولت (Gov): سهم نسبی مخارج کل دولت به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص اندازه دولت می‌باشد. اطلاعات مربوط به این متغیرها از درگاه بانک جهانی^۱ خارج شده است. شاخص آزادسازی مالی (حساب سرمایه)، (Open F): شاخص آزادسازی مالی مربوط به باز شدن بازارهای مالی در رابطه با حرکت آزادانه سرمایه مالی از یک کشور به کشور دیگر است که از شاخص chinn-ito از بانک اطلاعاتی chinn-ito که بر اساس گزارش‌های سالیانه صندوق بین‌المللی پول در مورد مقررات پولی و ارزی^۲ استخراج می‌گردد، ارائه شده است.

مدل مذکور برای ۲۷ کشور در حال توسعه منطقه اوراسیا (آلبانی، ارمنستان، آذربایجان، بنگلادش، بلاروس، بلغارستان، چین، هند، اندونزی، ایران، اردن، قزاقستان، لاتویا لتونی، مالزی، مغولستان، پاکستان، فیلیپین، رومانی، روسیه، سریلانکا، سوریه، تایلند، ترکیه، اوکراین، ویتنام، یمن) و دوره زمانی مورد مطالعه ۱۹۹۵-۲۰۱۸ تخمین زده شده است. لازم به ذکر است به دلیل عدم دسترسی و نبود داده‌های ICRG و شاخص آزادسازی مالی Chinn-ito، دوره زمانی به سال‌های ۱۹۹۵-۲۰۱۵ محدود شده است.

۵- نتایج تجربی

۵-۱ آزمون پایایی متغیرها

پیش از برآورد مدل تحقیق، لازم است پایایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین، مورد آزمون قرار گیرد، زیرا عدم پایایی متغیرها چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه داده‌های تابلویی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. در این تحقیق، به منظور آزمون ریشه واحد تابلویی، از روش لین و چو (Lin and Chu) استفاده شده است. فرضیه صفر در این آزمون بیانگر نامانایی متغیرها است. در این صورت، چنانچه مقادیر احتمال کمتر از ۰,۰۵ باشد، فرض صفر رد خواهد شد. نتایج مربوط به مانایی برای داده‌های پانل در جدول ۱ ارائه شده است.

1. www.worldbank.org

2. Annual Report on exchange arrangements and exchange restrictions, International Monetary Fund.

جدول ۱: نتایج آزمون ریشه واحد متغیرهای مدل

در سطح		نام متغیر
احتمال	ضریب	
۰,۰۰	-۶,۱۳	اعتبارات داخلی اختصاص یافته به بخش خصوصی
۰,۰۰	-۴,۲۱	اعتبارات بانکی اختصاص یافته به بخش خصوصی
۰,۰۳	-۱,۷۱	شاخص دیون نقد شدنی
۰,۰۰	-۸,۲۸	کیفیت نهادی
۰,۰۰	-۱۰,۶۱	شاخص دموکراسی
۰,۰۰	-۴,۱۰	شاخص حقوق مالکیت
۰,۰۰	-۵,۲۶	تورم
۰,۰۰	-۳,۹۶	شاخص باز بودن تجاری
۰,۰۱	-۲,۳۹	اندازه دولت
۰,۰۰	-۴,۷۳	شاخص آزادسازی مالی

منبع: یافته‌های پژوهش؛ اعداد داخل پرانتز p-value می‌باشد.

۲-۵ نتایج برآورد

از آنجاکه در مدل مورد برآورد این مقاله متغیر وابسته با یک دوره تأخیری به عنوان متغیر توضیحی در الگو وارد شده است، بنابراین در تخمین مدل تحقیق که یک الگوی پانل پویا می‌باشد، از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده می‌شود. همچنین در برآورد الگو برای بررسی اعتبار ماتریس ابزارها، از آزمون سارگان (Sargan test) استفاده شده است. در آزمون سارگان فرضیه صفر بیانگر اعتبار متغیرهای ابزاری و عدم همبستگی ابزارها با اجزای اخلاص است.

به منظور بررسی پایداری نتایج و به دلیل وجود شاخص‌های مختلف در سنجش توسعه مالی از سه شاخص مختلف استفاده شده است. از این رو سه الگوی مجزا مورد برآورد قرار گرفته که نتایج برآورد آنها در جدول (۲) آمده است.

جدول ۲: نتایج تخمین مدل توسعه مالی با استفاده از روش GMM

متغیر وابسته: شاخص توسعه مالی			متغیر مستقل	
FD3	FD2	FD1		
۰,۷۸۹ (۰,۰۰۰۰)	۰,۸۱۹ (۰,۰۰۰۰)	۰,۸۵۶ (۰,۰۰۰۰)	FD(-1)	وقفه مرتبه اول شاخص توسعه مالی
۰,۰۳۶۱ (۰,۰۰۰۰)	۰,۰۴۳۱ (۰,۰۰۰۰)	۰,۰۵۳۹ (۰,۰۰۰۰)	Institutional Quality	کیفیت نهادی
۰,۰۳۱۳ (۰,۰۰۲۹)	۰,۰۴۹۴ (۰,۰۳۱۷)	۰,۰۶۰۲ (۰,۰۱۰۸)	Democracy	شاخص دموکراسی
۰,۱۰۷ (۰,۰۰۷۱)	۰,۱۵۹ (۰,۰۰۰۰)	۰,۲۰۴ (۰,۰۰۰۹)	Property Right	شاخص حقوق مالکیت
-۰,۰۱۲ (۰,۰۰۰۰)	-۰,۰۶۸ (۰,۰۲۱۸)	-۰,۰۶۵ (۰,۰۰۰۳)	IN	تورم
-۰,۲۱۸ (۰,۰۲۸۱)	-۰,۱۵۸ (۰,۰۰۳۷)	-۰,۱۹۴ (۰,۰۰۰۰)	OpenT	شاخص باز بودن تجاری
۰,۸۲۸ (۰,۰۰۴۱)	۱,۵۳۹ (۰,۰۰۰۳)	۱,۴۱۳ (۰,۰۰۲۷)	GOV	اندازه دولت
۰,۰۹۳ (۰,۰۰۱۱)	۰,۰۴۱ (۰,۰۰۰۰)	۰,۰۹۵ (۰,۰۰۲۱)	OpenF	شاخص آزادسازی مالی
۲۸	۲۷	۲۸	Instrument rank	
۲۰,۱۷	۲۰,۴۱	۲۰,۳۱	J-statistic	
۰,۴۸	۰,۳۲	۰,۳۹	Sargan test	

منبع: یافته‌های پژوهش؛ * سطح معنی‌داری ۱ درصد، ** سطح معنی‌داری ۱۰ درصد و اعداد داخل پرانتز p-value می‌باشد.

با توجه به نتایج تخمین مدل می‌توان ملاحظه کرد تمامی متغیرهای مدل معنا دارند و نتایج نسبتاً مشابهی با استفاده از هر سه متغیر توسعه مالی استخراج شده است. ضریب متغیر توسعه مالی با یک وقفه در هر سه مدل اثر مثبت و در سطح ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. درک این مسئله نشان‌دهنده پویایی توسعه مالی در طی زمان است، به طوری که کارکرد بازار مالی در دوره جاری در دوره بعد نیز گسترش می‌یابد؛ به عبارت دیگر، بانک درباره تصمیمات برای اعتباردهی به وضعیت سال‌های قبل توجه می‌کند و نمی‌تواند به سرعت تغییر وضعیت دهد. این نتایج با یافته‌های دزانسی (Dzansi, 2013) و لائو و ساینی (Law & Saini, 2008) مطابقت دارد.

شاخص کیفیت نهادها، دموکراسی و حقوق مالکیت رابطه مثبت و معناداری با توسعه مالی در سطح ۹۵ درصد در کشورهای منتخب در حال توسعه دارد. نهادهای با کیفیت بالا باعث رشد بخش مالی، نوآوری‌های مالی و کاهش هزینه‌های تخصیص اعتبارات خواهد شد که خود منجر به توسعه مالی خواهد شد. دموکراسی مجموعه‌ای قدرتمند از نهادهای است که اغلب با مشارکت عمومی، رقابت سیاسی، و محدودیت‌های نهادی را در حاکمان به ارمغان آورد و ایجاد ثبات سیاسی و تأمین حق مالکیت خصوصی از جمله حق مالکیت مخترعین و مبتکرین، موجب تقویت پیوندهای بنیادین بین نهادهای سیاسی و سرمایه‌گذاری می‌شود. حقوق مالکیت از طریق ایجاد انگیزه برای صاحبان سرمایه بر توسعه مالی اثر مثبتی دارد. کلیه شرکت‌ها، بنگاه‌های و افراد سرمایه‌گذاری که در بخش‌های تحقیق و توسعه فعالند و از طریق سرمایه‌گذاری در این بخش، به نتایجی دست می‌یابند که به فناوری جدید و یا اختراع منتهی می‌شود، خواستار شرایطی هستند که بتوانند به صورت انحصاری از فناوری خود استفاده کرده و سود کسب کنند. حفاظت از حقوق مالکیت، اعتماد در بازارهای مالی را تقویت کرده، شرایط لازم برای عقد قراردادهای مالی را تقویت کرده و در نهایت منجر به توسعه مالی خواهد شد. مقایسه سه الگوی برآورد شده نشان می‌دهد شاخص کیفیت نهادها، دموکراسی و حقوق مالکیت اثر بیشتری بر شاخص توسعه مالی اعتبارات داخلی اختصاص یافته به بخش خصوصی دارد. دلیل آن می‌تواند دولتی بودن بانک‌ها در کشورهای درحال توسعه باشد. بانک‌های تجاری خصوصی نقشی حیاتی در جذب پس‌اندازها و هدایت آنها به بخش‌های مختلف اقتصادی ایفا می‌کنند. اما در کشورهایی که نهادهای اقتصادی به اندازه کافی توسعه پیدا نکرده‌اند و در آنها ورشکستگی و تقلب‌های زیاد، اعتماد عمومی به بانک‌ها و حقوق مالکیت را ضعیف کرده است بانک‌های تجاری خصوصی نمی‌توانند این نقش را به‌درستی ایفا کنند و در نتیجه این بانک‌ها سیاست‌های اعتباری بلندمدت را نمی‌توانند به کار گیرند و پس‌اندازها را جذب و صنایع بزرگ را تأمین مالی کنند. در چنین کشورهایی دولت می‌تواند مشارکت کند و با وضع قوانین و مقررات و ایجاد نهادهای کارآمد و نهادهای مالی باعث توسعه بخش مالی و اقتصادی شود. (La Porta et al, 2002)

شاخص تورم اثر منفی و معنادار بر توسعه مالی دارد، تورم باعث کاهش انگیزه پس‌انداز در بانک‌ها و انحراف منابع مالی می‌گردد. نرخ‌های شدید تورم همانند یک مالیات بر

مانده‌های حقیقی یا ذخایر بانکی عمل می‌کند؛ بنابراین یک افزایش در نرخ تورم، نرخ بازدهی واقعی پول و نرخ بازدهی واقعی تمام دارایی‌های مالی را کاهش می‌دهد. به عبارتی، نرخ‌های شدید تورم، نرخ بازدهی پس‌اندازکنندگان را کاهش داده و نرخ‌های واقعی بهره‌ای را که وام‌گیرندگان پرداخت می‌کنند، کم می‌کند. این اثر به خودی خود، باعث می‌شود تمایل سرمایه‌گذاران و وام‌گیرندگان ذاتی برای اخذ وام بیشتر و تمایل پس‌اندازکنندگان یا وام‌دهندگان ذاتی برای پس‌انداز، کاهش یابد. با کاهش پس‌انداز، منابع وجوه‌های واسطه مالی محدودتر می‌شود و در نتیجه، میزان تسهیلات اعطایی آنها به وام‌گیرندگان کاهش می‌یابد. (Yang, 2011)

شاخص باز بودن تجاری بر توسعه مالی اثر منفی داشته است. گروهی از اقتصاددانان معتقدند اگر تجارت کالاها و خدمات همراه با آزادسازی مالی همراه باشد اثر مثبتی بر توسعه مالی خواهد داشت و گروه دیگر معتقدند تجارت در کشورهای در حال توسعه که عموماً کالاهای مصرفی می‌باشند بیشتر باعث افزایش بی‌اطمینانی و نوسان‌پذیری درآمد و ریسک می‌شود که خود تأثیری منفی بر توسعه مالی خواهد گذاشت.

شاخص اندازه دولت بر شاخص توسعه مالی اثر مثبتی داشته است. براساس دیدگاه توسعه‌ای، بانک‌های خصوصی نقشی حیاتی در جذب و تخصیص پس‌اندازها دارند، اما در کشورهای در حال توسعه که در آن نهادها به اندازه کافی توسعه پیدا نکرده‌اند و کیفیت نهادها پایین می‌باشد، دولت می‌تواند با وضع قوانین و مقررات و ایجاد نهادهای مالی کارآمد باعث توسعه مالی گردد. (La Porta et al, 2002) این نتیجه با یافته‌های آندریانو و همکاران (Andrianova et al, 2008) مطابقت دارد.

شاخص آزادسازی مالی (حساب سرمایه) بر توسعه مالی تأثیر مثبت دارد؛ آزادسازی مالی باعث می‌شود که نهادهای مالی غیرکارا از بین بروند و فشار بیشتری برای اصلاح زیرساخت‌های مالی اعمال شود. همچنین مشکلات مربوط به اطلاعات نامتقارن همانند انتخاب معکوس و مخاطرات اخلاقی کاهش یابد؛ از این رو توسعه نظام مالی به دلیل افزایش در کارایی آن اتفاق خواهد افتاد. از سوی دیگر کارایی نظام مالی داخلی به واسطه معرفی معیارهای بین‌المللی مالی ایجادشده توسط بانک‌های خارجی افزایش می‌یابد.

۶- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

این مقاله به بررسی اثر نهادها، دموکراسی و حقوق مالکیت و برخی دیگر از متغیرهای اثرگذار به عنوان متغیرهای کنترلی بر شاخص توسعه مالی برای کشورهای منتخب در حال توسعه طی دوره زمانی ۲۰۱۸-۱۹۹۵ پرداخته است. بررسی مدل‌های پژوهش برای کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد کیفیت نهادی، دموکراسی و حقوق مالکیت اثر مثبت و معنی‌دار بر توسعه مالی دارد. نتیجه این فرضیه از تحقیق همسو با نتایج تحقیقات لاو و ساینی (Law & Saini, 2008)، سینگ و همکاران (Singh et al, 2009)، هوانگ (Huang, 2010)، رو و سیگل (Roe & Siegel, 2011)، یانگ (Yang, 2011)، آسیما و مبالاجی (Asiama & Mobolaji, 2011)، راجدی و منسی (Rachdi & Mensi, 2012)، میلتنکو و وینتوکی (Miletkov & Wintoki, 2012)، گاردالو و بوآدریگا (Ghardallou & Boudriga, 2013)، دزاسی (Dzansi, 2013)، مارسلین و مازور (Marcelin & Mathu, 2014) می‌باشد.

نهادهای با کیفیت بالا باعث رشد بخش مالی، نوآوری‌های مالی و کاهش هزینه‌های تخصیص اعتبارات خواهد شد که خود منجر به توسعه مالی خواهد شد. لذا می‌توان بیان نمود که بهبود کیفیت نهادی شرط لازم و ضروری برای ارتقای توسعه مالی است و سیاست‌گذاران باید سیاست‌هایی مناسب برای بهبود وضعیت حکمرانی در این کشورها اتخاذ کنند. به عبارتی دیگر به منظور افزایش سطح توسعه مالی، دولتمردان باید سیاست‌هایی را به منظور کاهش فساد، برقراری قانون در جامعه، افزایش حق اعتراض مردم و پاسخگویی مسئولین به مردم، افزایش کیفیت قوانین و مقررات، ایجاد ثبات سیاسی و افزایش کیفیت قوانین و مقررات اعمال نمایند.

کارایی نظام پولی و مالی هر کشور و نحوه مدیریت مالی واحدهای اقتصادی موجود شرط لازم و کافی برای دستیابی به آثار مثبت اقتصادی است که در صورت نبود آنها، چه در بخش اعطای اعتبارات و چه در بخش مصارف اعتبارات، اثرات مطلوب و مورد انتظار را به همراه نخواهد داشت. با توجه به عدم کارایی سیستم اعتبارات در وام‌دهی، عدم اعتماد، ریسک بالای سرمایه‌گذاری، سود کم و بی‌ثباتی واحدهای تولیدی در کشورهای در حال توسعه باعث شده است تا بانک‌ها و مؤسسات رغبتی به سرمایه‌گذاری در بخش تولید نداشته باشند و ترجیح دهند سرمایه خود را در اختیار واحدهای بازرگانی، خدماتی و مصرفی قرار دهند یا صرف خرید

اوراق قرضه دولتی کنند که سود آنها تضمین شده است و بازگشت سرمایه در کوتاه‌مدت صورت می‌گیرد. با عنایت به اینکه بخش تولید در رده سرمایه‌گذاری کلان و بلندمدت قرار دارد و جذب سرمایه‌گذاری بلندمدت به ثبات سیاست‌های پولی و بانکی و پایین بودن تورم بستگی دارد، با توجه به زیرساخت‌ها و پایه‌های اقتصاد کشورهای در حال توسعه به نظر می‌رسد مناسب‌ترین روش جهت تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی؛ سامان‌دهی، تجدیدنظر و نظارت در مورد توزیع اعتبارات بانکی در جهت حمایت از تولید داخلی کشورهاست.

ساختار نهادی ضعیف، سطوح دموکراسی پایین و حقوق مالکیت نه‌چندان مناسب در کشورهای در حال توسعه بر عملکرد توسعه مالی بر اقتصاد تأثیر معکوس گذاشته است و مانع از عملکرد صحیح این متغیرها می‌شود. در واقع بستر حکمرانی ضعیف این کشورها به صورت منفی بر عملکرد سایر متغیرها نیز تأثیرگذار است و از این طریق مانع از توسعه‌یافتگی کشور شده است. ضعف کارایی نهادها و مؤسسات مالی در تجهیز منابع سرمایه‌گذاری را می‌توان از دلایل عمده ناکارایی توسعه مالی دانست. نحوه آزادسازی بازارهای مالی، مدیریت مالی ضعیف و عدم شکل‌گیری بازارهای منسجم و دارای مقررات، باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری به دلیل تخصیص غیربهبینه منابع شده و سبب اثر منفی بر توسعه مالی می‌شود. بنابراین باید توجه و اهتمام بیشتری جهت توسعه و کارآمد کردن بازارهای مالی و در نتیجه تخصیص کاراتر منابع و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری صورت گیرد. همچنین اتکا به درآمدهای نفتی بالا و تخصیص غیربهبینه این‌گونه درآمدها به طرح‌های سرمایه‌گذاری بدون توجه به ملاحظات ناظر بر توجیه فنی، اقتصادی، مالی و بازار باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری و تبع آن عدم کارایی ابزارهای مالی می‌شود.

طبق نظریات نهادی، حمایت و اجرای کامل حقوق مالکیت یک اصل حیاتی در مبادلات مالی است، چراکه سرمایه‌گذاران بالقوه به سرمایه‌گذاری در شرایط وجود ریسک مصادره تمایلی ندارند. حفظ حقوق مالکیت باعث گسترش ابزارهای تضمین وام، افزایش امکان ورود انواع بیشتری از دارایی‌ها به بازارهای مالی و همچنین افزایش امکان تجمع سرمایه‌های کوچک در طرح‌های بزرگ می‌شود. از دیگر سو حفاظت بیشتر از حقوق مالکیت سبب می‌شود که بخشی از تقاضای وام و اعتبار از بخش غیررسمی به بخش رسمی منتقل شود. با فرض ثبات مقدار اعتبارات نرخ بهره در بازار غیررسمی کاهش یافته و بنابراین شکاف بین نرخ بهره در

بازارهای مالی رسمی و غیررسمی، به نفع توسعه بازارهای مالی رسمی کمتر می‌شود. نتیجه کلی این است که حفاظت قانونی از حقوق مالکیت منجر به یکپارچگی بیشتر در بازارهای مالی و توسعه مالی می‌گردد.

دموکراسی می‌تواند منجر به بهبود توسعه مالی گردد، چراکه بهبود نهادهای سیاسی، منجر به شفاف‌تر شدن نحوه توزیع درآمدها شده و با بهبود نهادهای نظارتی، درآمدهای کشور به طور مؤثرتری می‌توانند در راستای توسعه مالی و اقتصادی کشورها استفاده شوند. این نتیجه همسو با مطالعه باتاچاریا و هودلر (Bhattacharyya & Hodler, 2010) بوده که دموکراسی می‌تواند به ترویج توسعه مالی در کشورهایی با منابع طبیعی غنی کمک کند. کشورهای با منابع طبیعی غنی تمایل به توسعه یافتگی مالی ندارند، زیرا حاکمان سیاسی انگیزه کمتری برای ترویج نهادهای اجرایی دارند، در حالی که به درآمدهای رانتی منابع طبیعی تمایل دارند؛ از این رو بخش مالی بدون نهادهای اجرایی قوی نمی‌تواند رونق یابد؛ اما اگر نهادهای سیاسی دموکراتیک باشند این اطمینان را می‌دهند که حاکمان سیاسی جوابگوی مردم هستند؛ بنابراین یک استنباط اصلی از نتایج این است که دموکراسی می‌تواند بر عملکرد بخش مالی اقتصاد اثر مثبت داشته باشد.

لذا به کشورهای در حال توسعه در راستای توسعه مالی پیشنهاد می‌شود:

- اصلاح ساختاری و ارتقای کیفیت و کارایی نهادهای موجود در اولویت سیاست‌گذاری و برنامه‌ریزی کلان قرار گیرد. اهم این اصلاحات شامل ایجاد ثبات و پایداری سیاسی و اقتصادی، تسهیل ضوابط و حذف مقررات زاید مربوط به تولید و آزادسازی مالی، افزایش کارایی قوانین و مقررات، برقراری حاکمیت قانون، فراهم کردن امنیت لازم برای سرمایه‌گذاری، تصریح و تضمین حقوق مالکیت و همچنین ایجاد فضایی سالم، شفاف و رقابتی در اقتصاد می‌باشد.
- دولت می‌تواند با وضع قوانین و مقررات و ایجاد نهادهای مالی کارآمد باعث توسعه مالی گردد.
- با توجه به گزارشات جهانی مربوط به شاخص polity IV، شاخص دموکراسی در کشورهای در حال توسعه پایین است لذا تلاش این کشورها در راستای بهبود شاخص دموکراسی سبب افزایش توسعه مالی می‌شود.

- حمایت از شرایط لازم برای عقد قراردادهای حقوق مالکیت از طریق تشویق نوآوری، خلاقیت فردی و گروهی کارکنان بر توسعه مالی اثر مثبت دارد، لذا دولت‌های کشورهای در حال توسعه باید تدابیری در راستای افزایش حمایت از حقوق مالکیت انجام دهند.
- اتخاذ سیاست‌های کلان اقتصادی در راستای رشد اقتصادی مناسب و مهار تورم در کشورهای در حال توسعه نیز به توسعه مالی کمک می‌کند.

کتابنامه

کتاب و مقالات

۱. فارسی

احمدپور کچو، علی و نظر دهمرده (۱۳۹۸)، «اثر توسعه مالی و کیفیت نهادی بر رشد اقتصادی کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی»، *مجله اقتصاد و توسعه منطقه‌ای*، شماره ۱۷، سال ۲۶، صص ۳۳-۶۲.

اشرفی، یکتا؛ خداپرست مشهدی، مهدی و مصطفی سلیمی فر (۱۳۹۳)، «نقش دولت‌ها در توسعه مالی: مطالعه موردی کشورهای عضو اوپک»، *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، سال ۲۲، شماره ۷۰، صص ۲۰۵-۲۲۲.

بازمحمدی، حسین و محمدمراد سلطانیان (۱۳۸۸)، *سال‌شمار تحولات اقتصادی و دستاوردهای بانک مرکزی ایران ۱۳۳۹-۱۳۸۸*، چاپ دوم، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

جبری خسروشاهی، نسیم؛ محمدوند ناهیدی، محمدرضا و داوود نوروزی (۱۳۹۱)، «تأثیر توسعه مالی بر نابرابری درآمد در ایران»، *پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی*، دوره ۲، شماره ۶، صص ۱۳۳-۲۰۸.

حسین‌زاده یزدی، مجتبی؛ عرفانی، علیرضا و مهدی قائمی‌اصل (۱۳۹۹)، «تحلیل حساسیت و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر ثبات مالی ایران در چارچوب ساخت شاخص ترکیبی»، *مجله تحقیقات اقتصادی*، دوره ۵۵، شماره ۱۳۰، صص ۵۷-۸۵.

خداپرست مشهدی، مهدی؛ فالاحی، محمدعلی و ناهید رجب‌زاده مغانی (۱۳۹۵)، «بررسی نقش کیفیت نهادی بر توسعه مالی در کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی»، *دوفصلنامه اقتصاد پولی، مالی، سال ۲۳*، شماره ۱۱، صص ۲۷-۴۵.

دادگر، بدالله و روح الله نظری (۱۳۸۸)، *ارزیابی شاخص‌های توسعه مالی در ایران*، تهران: اولین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران.

رنانی، محسن (۱۳۸۴)، *بازار یا نابازار؟ بررسی موانع نهادی کارایی نظام اقتصادی بازار در اقتصاد ایران*، چاپ دوم، تهران: سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی.

زمانی، هادی (۱۳۸۶)، *دموکراسی و توسعه پایدار: تجربه ایران*، چاپ اول، سوئد: انتشارات ارزان.

سجادپور، سید محمدکاظم؛ یزدان‌پناه شوره‌گل، محمد و احد رضایان قیه‌باشی (۱۳۹۲)، «جهانی شدن دموکراسی، فرامرز شدن هنجارها و تکثر بازیگران در سازمان‌های بین‌المللی»، *فصلنامه سازمان‌های بین‌المللی مرکز تحقیقات استراتژیک*، دوره ۳، شماره ۸، صص ۷۹-۱۰۲.

سحابی، بهرام؛ اعتصامی، منصور و خالد امین‌پور (۱۳۹۲)، «بررسی اثر حکمرانی خوب و اندازه دولت بر توسعه مالی در کشورهای منتخب»، فصلنامه پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، سال ۳، شماره ۱۲، صص ۱۰۵-۱۱۸.

صفریان، روح‌الله؛ شهرام‌نیا، امیرمسعود؛ امام‌جمعه‌زاده، سید جواد و حسین مسعودنیا (۱۳۹۸)، «الگوی حکمرانی خوب و توسعه اقتصادی در ایران و ترکیه»، فصلنامه رهیافت‌های سیاسی و بین‌المللی، دوره ۱۱، شماره ۲، صص ۸۶-۱۱۱.

صمدی، علی حسین (۱۳۸۸)، «توسعه مالی و آزمون فرضیه باز بودن هم‌زمانی (تجاری و مالی): اقتصاد ایران (۱۳۵۰-۱۳۸۵)»، فصلنامه سیاست‌گذاری اقتصادی، دوره ۱، شماره ۲، صص ۱۵۹-۱۸۴.

صمدی، علی حسین (۱۳۸۸)، «سرمایه اجتماعی و توسعه مالی: اقتصاد ایران (۱۳۵۰-۱۳۸۵)»، فصلنامه تحقیقات اقتصادی، دوره ۴۴، شماره ۳، صص ۱۱۷-۱۴۴.

صمدی، سعید؛ درخشان، مرتضی و سید پرویز جلیلی کامجو (۱۳۹۱)، «ارزیابی مقایسه‌ای تأثیر سهم مالیات در GDP و سهم درآمدهای نفتی در GDP بر دموکراسی»، فصلنامه راهبرد اقتصادی مرکز تحقیقات استراتژیک، دوره ۱، شماره ۳، صص ۶۹-۹۲.

همتی، مریم و رامین مجاب (۱۳۸۹)، «بررسی سیاست‌های مختلف توسعه بخش مالی با توجه به ساختار اقتصادی کشور»، ماهنامه تازه‌های اقتصاد، دوره ۸، شماره ۱۳۰، صص ۴۹-۵۵.

۲. لاتین

Acemoglu, Daron & Simon Johnson (2005). "Unbundling Institutions", *Journal of Political Economy*, Vol. 113, No. 1, pp. 949-994.

Ackerman, Rose (1999). "Political Corruption and Democracy", *Connecticut Journal of International Law*, Vol. 14, No. 2, pp. 363-378.

Adesoye, Bolaji & Atanda Akinwande (2014). "Development Finance Institutions in Nigeria: Structure, Roles and Assessment", *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 5, No. 13, pp. 26-31.

Andrianova, Svetlana; Demetriades, Panicos & Anja Shortland (2008). "Government Ownership of Banks, Institutions and Financial Development", *Journal of Development Economics*, Vol. 85, pp. 218-252.

Asiama, Jamal & Hadi Mobolaji (2011). *Trade and Financial Openness, Institutional Quality and Financial Development in Sub-Sahara Africa (SSA)*, Tehran: International Conference on International Trade and Investment (ICITI).

Baltagi, Badi; Demetriades, Panicos & Siong Law (2007). "Financial Development, Openness and Institutions: Evidence from Panel Data", *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, No. 1, pp. 1-34.

- Bartlett, Will; Čučković, Nevenka; Jurlin, Kresimir & Aleksandra Nojkovic (2013). "Institutional Quality and Growth in EU Neighbouring Countries", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 5, No. 11, pp. 1-50.
- Bhattacharyya, Sambit & Roland Hodler (2010). "Natural resources, democracy and corruption", *European Economic Review*, Vol. 54, No. 4, pp. 608–621.
- Chavance, Bernard (2009). *Institutional Economics*, London; New York: Routledge.
- Dailami, Mansoor (2000). "Financial Openness, Democracy and Redistributive Policy", *Policy Research Working*, Vol. 2, pp. 1-32.
- Demetriades, Panicos & Siong Law (2006). "Finance, Institutions and Economic Growth", *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 1, No. 11, pp. 1-35.
- Do, Quy-Toan & Andrei Levchenko (2004). "Trade and financial development", *Policy Research Working Paper*, Vol. 2, pp. 1-19.
- Dong, Bin & Benno Torgler (2011). "Democracy, Property Rights, Income Equality, and Corruption", *FEEM Working Paper*, No. 8.2011, DOI: 10.2139/ssrn.1756816.
- Dzansi, Jim (2013). "Impact of Remittances on Domestic Investment: the Role of Institutional and Financial Development", *Global Review of Accounting and Finance*, Vol. 4, No. 2, pp. 65-84.
- Ghardallou, Wafa & Abdelkader Boudriga (2013). *Financial Development and Democracy: Does the Institutional Quality Matter*, Malaysia: 20th IBIMA Conference.
- Girma, Sourafel & Anja Shortland (2008). "The Political Economy of Financial Development", *Oxford Economic Papers*, Vol. 60, No. 4, pp. 567-596.
- Haber, Stephen; North, Douglass & Barry Weingast (2007). "Political Institutions and Financial Development", Bloomington, Indiana: Stanford University Press.
- Herger, Nils; Hodler, Roland & Michael Lobsiger (2007). "What Determines Financial Development? Culture, Institutions or Trade", *Review of World Economics*, Vol. 144, No. 3, pp. 558–587.
- Huang, Yongfu (2010). "Political Institutions and Financial Development: An Empirical Study", *Journal of World Development*, Vol. 38, No. 12, pp. 1667–1677.
- Khan, Asif; Kong, Dongmin; Xiang, Junyi, & Jian Zhang (2019). "Impact of Institutional Quality on Financial Development: Cross-Country Evidence based on Emerging and Growth-Leading Economies", *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 56, No. 4, pp. 1-17.
- Knack, Stephen & Philip Keefer (1997). "Institutions and Economic Performance: Cross Country Tests Using Alternative Institutional Measures", *Economics and Politics*, Vol. 7, No. 3, pp. 67-90.

- La Porta, Rafael; Silanes, Florencio & Andrei Shleifer (2002). "Government ownership of banks", *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, pp. 265-301.
- Law, Siong, & Azman Saini (2008). "The Quality of Institutions and Financial Development", *the Quality of Institutions and Financial Development*, Vol. 1, No. 12, pp. 1-18.
- Le, Thai; Kim, Jungsuk & Minsoo Lee (2016). "Institutional quality, trade openness, and financial sector development in Asia: An empirical investigation", *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 52, No. 5, pp. 1047-1059.
- Marcelin, Isaac & Ike Mathu (2014). "Financial development, institutions and banks", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 31, pp. 25-33.
- Miletkov, Mihail & Babajide Wintoki (2012). "Financial development and the evolution of property rights and legal institutions", *Emerging Markets Review*, Vol. 13, pp. 650-673.
- Rachdi, Housseem & Sami Mensi (2012). "Does institutions quality matter for financial development and economic growth nexus? Another look at the evidence from MENA countries", *The Economic Research Forum*, Vol. 2, No. 1, pp. 36-47.
- Roe, Mark & Jordan Siegel (2011). "Political Instability: Effects on Financial Development, Roots in the Severity of Economic Inequality", *Journal of Comparative Economics*, Vol. 39, No. 3, pp. 279-309.
- Shleifer, Andrei & Robert Vishny (1993). "Corruption", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, pp. 599-617.
- Siegle, Joseph; Weinstein, Michael & Morton Halperin (2004). "Why democracies excel", *Foreign Affairs*, Vol. 83, pp. 57-71.
- Singh, Jan; Kpodar, Kangni & Dhaneshwar Ghura (2009). "Financial Deepening in the CFA Franc Zone: The Role of Institutions", *IMF Working Paper*, Washington: International Monetary Fund.
- Yang, Benhua (2011). "Does Democracy Foster Financial Development? An Empirical Analysis", *Economic Letters*, Vol. 112, No. 3, pp. 262-265.