

اثر درآمدهای نفتی بر رابطه علی توسعه مالی - رشد اقتصادی در ایران

محمدعلی ابوترابی، محمدعلی فلاحی، مصطفی سلیمی فر و سید محمد حسینی *

تاریخ وصول: ۱۳۹۳/۹/۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۴/۱۰

چکیده:

ارتباط میان عملکرد بخش واقعی و بخش مالی توجه مطالعات بسیاری را به خود معطوف کرده است. با این وجود، درحالی‌که اجماعی نسبی میان اقتصاددانان درباره اثر مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی وجود دارد، رابطه علی بین این دو هنوز محل مجادلات بسیاری است. به علاوه در غالب مطالعات رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی بدون توجه به عوامل پیرامونی مؤثر بر آن‌ها مورد بحث قرار گرفته است. به همین دلیل، مطالعات اندکی به بررسی اثر نفت بر عملکرد بازارهای مالی پرداخته‌اند. مقاله حاضر تلاش می‌کند تا با مطالعه اثر درآمدهای نفتی بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی، پاسخی به تفاوت رابطه علی مالی-رشد در کشورهای وابسته به منابع نسبت به کشورهای توسعه یافته دارای اقتصادهای تولیدمحور ارائه دهد. این مقاله با به‌کارگیری الگوی تصحیح خطای برداری به انجام آزمون علیت سه‌متغیره میان رشد اقتصادی و شاخص‌های منتخب توسعه مالی و نیز شاخص چندبعدی توسعه مالی (که با استفاده از روش تجزیه مؤلفه‌های اصلی استخراج شده است)، با لحاظ نمودن شاخص سهم درآمدهای نفتی از درآمدهای دولت در الگو طی سال‌های ۱۳۵۲ تا ۱۳۸۹ می‌پردازد. یافته‌های این تحقیق گویای آن است که برخلاف نتایج آزمون علیت دو متغیره که علیت معکوس از رشد به توسعه مالی را نشان می‌دهد، نتایج آزمون علیت سه‌متغیره این حالت انفعالی را در مورد برخی از شاخص‌های توسعه مالی رد کرده و در مورد سایر شاخص‌ها نشان می‌دهد که این رابطه علی یک‌طرفه در حضور درآمدهای نفتی تضعیف می‌شود.

طبقه‌بندی JEL: G00، G10، Q30، O40، C22

واژه‌های کلیدی: توسعه مالی، بازارهای مالی، نفت، رشد اقتصادی، آزمون علیت

* به ترتیب، دکترای علوم اقتصادی، استادان گروه اقتصاد دانشگاه فردوسی مشهد و استادیار پژوهشگاه علوم و فرهنگ اسلامی.
(aboutrabi.econ@gmail.com)

۱- مقدمه

هزینه میزان ماندگاری شوک در طول زمان + شوک وارده به نرخ سود تسهیلات بانکی است. شوک وارده به نرخ سود سپرده واسطه‌های مالی عمدتاً به دلیل هزینه‌های اطلاعاتی و مبادلاتی ایجاد می‌شود. در یک اقتصاد، ممکن است تعدادی از عاملان اقتصادی مازاد وجوه داشته باشند درحالی‌که برخی کارآفرینان با کمبود وجوه برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری مواجه باشند. در شرایط فقدان یک سیستم مالی قوی برای تأمین وجوه لازم، کارآفرینان مجبورند از عاملان انفرادی که مازاد وجوه برای قرض دادن دارند، قرض کنند. از آنجایی‌که عاملان اقتصادی اطلاع اندکی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارند، و از سوی دیگر، کارآفرینان باید پی ببرند که هر عامل اقتصادی به چه میزان وجوه مازاد دارد و چه مقدار از آن را مایل است قرض دهد، این پروسه زمان‌بر و پرهزینه خواهد بود.

علاوه بر این، زمانی که قرض‌گیرندگان و قرض‌دهندگان در اطلاعات مشابهی سهیم نیستند، قراردادهای مالی بهینه اغلب شامل هزینه‌های نمایندگی می‌شود که برای پایش پروژه‌های سرمایه‌گذاری ضروری هستند (ویلیامسون^۱، ۱۹۸۶؛ برنانک و گرتلر^۲، ۱۹۸۹ و ۱۹۹۰). در حالی که قرض‌گیرندگان نوعاً اطلاعات درونی در مورد پروژه‌های سرمایه‌گذاری در اختیار دارند، انگیزه کمی دارند که چنین اطلاعاتی را افشا کنند. تلاش‌های یک طرف سوم برای به دست آوردن اطلاعات اضافی نیز معمولاً پرهزینه است. به‌علاوه، از آنجایی‌که قرض‌دهندگان نمی‌توانند میان قرض‌گیرندگان درستکار و فریبکار جهت اولویت اعطای وام تمایز قائل شوند، این امر به اضافه شدن تعرفه مازاد^۲ به نرخ بهره بازار منجر می‌شود و قرض‌گیرندگان درستکار را مأیوس می‌کند. حال با در نظر گرفتن این‌که اطلاعات ضروری در دسترس نیستند، اندازه وام‌ها محدود و اعتبارات سهمیه‌بندی می‌شود (جفی و راسل^۳، ۱۹۷۶). به معنای دقیق کلمه، بدون انتقال مناسب اطلاعات، بازارهای اعتباری ضعیف عمل خواهند کرد؛ بدین صورت که وام‌ها به قرض‌گیرندگان نامناسبی داده می‌شود در حالی که گاهی اوقات ممکن است قرض‌گیرندگان درستکار با ویژگی‌های خوب رد شده باشند.

¹ Bernanke and Gertler

² Lemons premium

³ Jaffee and Russell

در دهه‌های اخیر، ادبیات عظیمی پیرامون ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی فراهم شده است. طی دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰، در نتیجه مطالعات پیشگامانی چون گلداسمیت^۴ (۱۹۶۹) و مک‌کینون^۵ (۱۹۷۳) ارتباط میان رشد اقتصادی و توسعه مالی به یکی از موضوعات مهم مورد مجادله میان متخصصان و سیاستگذاران تبدیل شد. در دهه ۱۹۹۰، تعداد زیادی از مطالعات به‌طور مشخص بر نقش واسطه‌های مالی در تجهیز پس‌اندازها، تخصیص منابع کمیاب، متنوع‌سازی ریسک و سهم آن‌ها در رشد اقتصادی پرداخته‌اند (مانند گریگوریو و گویدوتی^۶، ۱۹۹۵). عمده این مطالعات تنها بر نقش بخش بانکی در توسعه مالی متمرکز شده‌اند. این در حالی است که یک سیستم مالی شامل مؤسسات بانکی، بازارهای مالی، سایر واسطه‌های مالی از قبیل صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه، و یک بدنه مقرراتی گسترده (یک بانک مرکزی که عملکرد این واسطه‌ها را نظارت و پایش می‌کند) می‌شود. این بخشی از اقتصاد است که منابع مولد جهت تسهیل تشکیل سرمایه را از طریق فراهم آوردن طیف وسیعی از ابزارهای مالی به منظور برطرف ساختن نیازهای متفاوت قرض‌گیرندگان و قرض‌دهندگان به کار می‌گیرد. بنابراین سیستم مالی در تجهیز و واسطه‌گری پس‌اندازها، و تضمین این‌که این منابع به‌صورت کارآمد به بخش‌های مولد تخصیص داده می‌شود، نقشی حیاتی دارد. نظریه استاندارد نئوکلاسیک غالباً عوامل مالی را در تحلیل‌ها در نظر نمی‌گیرد و فرض می‌کند که سیستم‌های مالی به‌صورت کارآ عمل می‌کنند. برای مثال، نظریه رشد مرسوم رشد اقتصادی را در نتیجه نوآوری، سرمایه انسانی و انباشت سرمایه فیزیکی در نظر می‌گیرد و توجه کمی به بخش مالی دارد. از آنجایی که یک سیستم مالی سالم مکمل زیرساخت‌های اصلی یک اقتصاد است، طراحی سیاست‌هایی برای توسعه اقتصادی که در آن بهبود سیستم مالی کاملاً مورد غفلت قرار گرفته باشد، اشتباهی چشمگیر است. یک سیستم مالی با نظارت ناکافی می‌تواند مستعد بحران با آثار مخرب بالقوه باشد. بنابراین نقش واسطه‌ها و بازارهای مالی توجه پژوهشگران و سیاستگذاران را بیشتر جلب کرده است.

مطالعه نقش توسعه بخش مالی در رشد اقتصادهای وابسته به منابع، برای متخصصان و نیز سیاستگذاران جذاب و مهم است. ادبیات وسیعی در رابطه با نفرین

^۴ Goldsmith

^۵ McKinnon

^۶ Gregorio and Guidotti

منابع و کانال‌های مختلفی که از طریق آن‌ها وفور منابع می‌تواند بر رشد تأثیرگذار باشد، وجود دارد. درک نقش توسعه مالی در این موضوع، حیاتی می‌باشد. سیاست‌گذارانی که به توسعه کشورهای خود اهمیت می‌دهند احتیاج به درک اهمیت نسبی حوزه‌های مختلف سیاست‌گذاری و اثربخشی خاص هر یک از سیاست‌ها دارند. شناسایی کانال‌هایی که از طریق آن‌ها وفور منابع می‌تواند توسعه اقتصادی را تحریک یا تخریب کند در طراحی سیاست‌هایی برای حداکثر کردن فواید سرمایه طبیعی مهم است.

هدف مقاله حاضر، مطالعه درآمدهای نفتی به‌عنوان یکی از زیرساخت‌های مؤثر بر رابطه توسعه مالی-رشد اقتصادی و چگونگی اثرگذاری آن بر این رابطه (جهت توضیح چرایی تفاوت در اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی و نیز تناقضات جدی رابطه علی این دو در مشاهدات و مطالعات مختلف که سیاست‌گذاری در این حوزه را با تردیدها و چالش‌های جدی مواجه ساخته است) و نیز تجزیه و تحلیل شرایط موجود در اقتصاد ایران در این حوزه می‌باشد. لذا تلاش می‌شود تا با مرور انتقادی ادبیات موضوع، چارچوب تحلیلی از تأثیر سهم درآمدهای نفتی از کل درآمدهای دولت بر اثربخشی توسعه مالی بر رشد اقتصادی را سازمان‌دهی کند و سپس تأثیر آن را بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی برآورد کند. پس از این مقدمه، بخش دوم به مبانی نظری رابطه میان توسعه مالی، نفت و رشد اقتصادی می‌پردازد. در بخش سوم مطالعات پیشین ارائه و در بخش چهارم داده‌ها و روش تجزیه و تحلیل آن تشریح می‌شود. بخش پنجم به ارائه نتایج برآوردها می‌پردازد و سرانجام بخش ششم به نتیجه‌گیری اختصاص دارد.

۲- نفت، توسعه مالی و رشد اقتصادی

۲-۱- ستون بازارهای مالی و درآمدهای نفتی

ادبیات اخیر به این نتیجه رسیده است که همراه با رشد اقتصادی، تقاضا برای خدمات ارائه شده توسط بازارهای مالی به‌طور نسبی در مقایسه با خدماتی که توسط بانک‌ها قابل ارائه است، افزایش می‌یابد. بدین معنی که همگام با رشد اقتصاد، بازارهای مالی نسبتاً مهم‌تر می‌شوند (دمیرگو-کانت و دیگران^۷، ۲۰۱۱). چهار نوع عمده بازارهای مالی عبارتند از: بازارهای اوراق قرضه (اوراق قرضه دولتی و اوراق

⁷ Demirgüç-Kunt, et al

قرضه شرکتی)، بازار سهام که در آن سهام متعارف معامله شده، بازار ارز و بازار مشتقات.

نقدشوندگی بازار سهام نقش مثبت قابل توجهی بر انباشت سرمایه، رشد بهره‌وری و نرخ‌های حال و آینده رشد اقتصادی دارد. به‌طور کلی‌تر، نظریه اقتصادی باور دارد که بازارهای سهام رشد بلندمدت را از طریق ترویج تخصص‌گرایی، کسب و افساء اطلاعات، و تجمیع پس‌اندازها به‌صورت کارآمد برای تقویت سرمایه‌گذاری بهبود می‌بخشد (آرستیس و دیگران^۸، ۲۰۰۱). همچنین تحقیقات نشان می‌دهند هر چقدر کشورها ثروتمندتر می‌شوند، بازارهای سهام نسبت به بانک‌ها فعال‌تر و کارآمدتر می‌شوند (دمیرگو-کانت و لوین، ۲۰۰۱). با وجود این که در مطالعات تجربی توجه کمی به بازارهای اوراق قرضه شده است؛ هرچند که بعضی از تحقیقات اخیر نشان می‌دهند این بازارها نقش مهمی را در توسعه اقتصادی و تخصیص مؤثر سرمایه ایفا کرده‌اند (فینک و دیگران^۹، ۲۰۰۳).

از سوی دیگر، نظریه بازارمحور مزایای عملکرد بهتر بازار را تبیین کرده و بر مشکلات نظام بانک‌محور تأکید می‌کند. براساس این نظریه، نظام مالی بازارمحور، با ایجاد بازار بزرگ، سیال و نقدینه، بهتر می‌تواند به رشد اقتصادی، انگیزه‌های کسب سود و در نتیجه، حاکمیت شرکتی کمک کرده و مدیریت ریسک را تسهیل نماید (لوین، ۲۰۰۲؛ بک و لوین، ۲۰۰۲). بوید و اسمیت^{۱۰} (۱۹۹۸) نشان دادند که با ارتقاء سطح توسعه اقتصادی کشورها، ساختار مالی آن‌ها نیز به سمت ساختار مالی بازارمحور متمایل می‌شود. هندریانیس، لولوس و پاپاپتروف^{۱۱} (۲۰۰۴) با استفاده از داده‌های سری زمانی ماهانه کشور یونان در دوره ۱۹۶۶-۱۹۹۰ نشان دادند که یک علیت دوطرفه میان فعالیت بخش حقیقی اقتصاد و سرمایه‌گذاری بازار اوراق بهادار و همچنین نتایج تجربی، وجود رابطه بلندمدت میان این سه متغیر را در هر دو مدل تأیید می‌کنند. نظریه‌های بازارهای مالی معمولاً بر نقش بانک‌ها و بازارهای اوراق بهادار در کاهش عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های معاملاتی تأکید دارند (مهرآرا و طلاکش نایینی، ۱۳۸۸:۵۵).

⁸ Arestis, *et. al*

⁹ Fink, *et. al*

¹⁰ Boyd and Smith

¹¹ Hondroyannis, Papapetrou and Lolos

بازارهای مشتقات نیز از جنبه‌های مهم این ستون می‌باشند، زیرا می‌توانند به میزان قابل توجهی مدیریت ریسک و متنوع‌سازی آن را ارتقاء بخشند. بازارهای مشتقات توسعه‌یافته‌تر می‌توانند اعتماد سرمایه‌گذاران بین‌المللی و مؤسسات مالی را افزایش دهند و این عاملان را برای شرکت در چنین بازارهایی تشویق کنند. به طور کلی در اقتصادهای نوظهور، بازارهای مشتقات کوچک هستند. البته فضای قانونی و مقررات‌زایی شده قوی‌تر می‌تواند توسعه چنین بازارهایی را ارتقاء دهد (اجلاس جهانی اقتصاد داووس^{۱۲}، ۱۰:۲۰۱۲).

با وجود برخی ابزارهای مالی، سرمایه‌گذاران و فعالان بزرگ و کوچک اقتصادی می‌توانند ریسک مربوط به فعالیت خود را مدیریت کنند. برای مثال فعالان اقتصادی که نگران افزایش قیمت مواد اولیه مورد نیاز خود یا کاهش قیمت محصولات تولید شده در آینده هستند، برای رفع نیاز واقعی خود از ابزارهایی برای حداقل‌سازی ریسک استفاده می‌کنند که این ابزارهای مدیریت ریسک، به مشتقات معروف می‌باشند و نوعاً به قرارداد سلف، قرارداد آتی‌ها، قرارداد اختیارات و معاوضات تقسیم شده‌اند (حسینی، ۵۸۰-۵۷۹:۱۳۸۷). ابزارهای مشتقه می‌تواند سطح ریسک واقعی بازار را کاهش دهند و به سطح مطلوب برسانند. به کارگیری ابزارهای مشتقه، به دلیل انتقال ریسک از افراد ریسک‌گیز به افراد ریسک‌پذیر و یا از طریق اتخاذ راهبردهای ریسک‌گریزی، می‌تواند نااطمینانی و ناپایداری در بازارهای مالی شامل سهام، اوراق قرضه، ارز، نرخ‌های بهره و نیز بازارهای کالا را به میزان قابل توجهی کاهش دهد.

۲-۲- اثر درآمدهای نفتی بر اثربخشی توسعه مالی بر رشد اقتصادی

ادبیات گسترده‌ای توسعه بخش مالی را به عنوان یک عامل حیاتی در توسعه اقتصادی تعریف کرده است (برای مطالعه بیشتر به لوین، ۲۰۰۵ و بک، ۲۰۰۹ مراجعه شود). کشورهای با سیستم مالی عمیق‌تر، سریع‌تر رشد می‌یابند و دو دهک پایین درآمدی از این تعمیق مالی بیشترین منافع را کسب می‌کند (بک، لوین و لویزا^{۱۳}، ۲۰۰۰؛ بک، دمیرگو-کانت و لوین^{۱۴}، ۲۰۰۷). همچنین کشورهای با سیستم مالی عمیق‌تر، کاهش سریع‌تری را در نابرابری درآمد و نرخ تورم تجربه

¹² World Economic Forum, Davos

¹³ Beck, Levine and Loayza

¹⁴ Beck, Demirguc-Kunt and Levine

خواهند کرد. توسعه بخش مالی به صنایعی که بیشتر به تأمین مالی بیرونی متکی هستند، کمک می‌کند که رشد سریع‌تری داشته باشند و به مؤسسات اقتصادی (خصوصاً بنگاه‌های کوچک‌تر و غیرشفاف‌تر) نیز کمک می‌کند که بر محدودیت‌های تأمین مالی غلبه کنند. در اقتصادهای وابسته به منابع، صنایعی که عمدتاً اتکای کمتری به تأمین مالی بیرونی در بخش‌هایی حضور دارند که وابستگی بیشتری به منابع طبیعی دارند.

نفرین منابع طبیعی به برون‌رانی جبری فعالیت‌های غیروابسته به منابع یا سرمایه‌گذاری به دلیل آثار قیمتی یا انگیزشی می‌پردازد. به‌عنوان مثال، مدلی که به بیماری هلندی مشهور است، به مکانیسم نرخ ارز توجه دارد و بیان می‌کند که صادرات منابع فشار رو به بالا بر نرخ ارز واقعی وارد می‌کند که صادرات غیروابسته به منابع را غیررقابتی کرده و در نهایت بخش تجارت کالا را دچار رکود می‌کند. کاهش تولیدات در بریتانیا بعد از کشف نفت در دهه ۱۹۷۰ و کاهش بخش تولید هلند بعد از کشف میدان گاز طبیعی در ۱۹۵۹ از مثال‌های برجسته اخیر هستند، اگر چه هیچ کدام از آنها ادامه پیدا نکردند. در ورای آثار قیمتی، نفرین منابع طبیعی به معنی انحراف انگیزه‌ها برای سرمایه‌گذاری در نهادها، آموزش و سایر خدمات عمومی است که به دلیل ثروت باد آورده منابع طبیعی رخ می‌دهد که در نهایت می‌تواند بازتاب‌هایی منفی در آزادی سیاسی و ثبات به همراه داشته باشد. در کل بسیار آسان‌تر است که بر سودهای کوتاه‌مدت از طریق منابع طبیعی تکیه شود، تا دارایی‌های ثابتی از قبیل طرح‌های تولیدی، تجهیزات و ماشین‌آلات. زیرا استفاده از منابع طبیعی نیاز کمتری به خلق یک بازار خاص، سرمایه انسانی و سرمایه‌گذاری‌های تحقیق و توسعه دارد. این مسئله به نوبه خود منجر به کاهش انگیزه برای سرمایه‌گذاری در یک چارچوب نهادی می‌شود که مبادلات وسیع بازارمحور داخلی، حقوق مالکیت خصوصی و چارچوب قراردادی که پشتوانه تولیدات غیرکالایی است را حمایت می‌کند (بسلی و پرسون^{۱۵}، ۲۰۱۰). همچنین ثروت منابع طبیعی این امکان را فراهم می‌کند که در مقایسه با دولت‌های دموکرات، با مخالفان کمتر مصالحه، از پاسخگویی سربیزی و از شفافیت جلوگیری شود. منابع طبیعی، اتصال به بدنه قدرت و توقف توسعه یک جامعه باز را برای

¹⁵ Besley and Persson

نخبگان سودآورتر می‌کند (بک و لاون^{۱۶}، ۲۰۰۶). این مسئله به تضادهای بعدی هم منجر خواهد شد که در بالاترین سطح در کشورهای حوزه صحرای آفریقا مشاهده شده است (کولیر و هوفلر^{۱۷}، ۲۰۰۴). علاوه بر این، این ثروت بادآورده از منابع می‌تواند منجر به حرکت از کارآفرینی سودآور به سمت رانت‌جویی شود که به لحاظ اجتماعی ناکارا است. به هر جهت، بین توسعه نهادی و فراوانی منابع اثر متقابلی وجود دارد. کشورهای بالاتر از یک حد آستانه‌ای توسعه نهادی جهت بهره‌برداری از منافع حاصل از ثروت طبیعی توانمند هستند (مهلوم، موئن و تورویک^{۱۸}، ۲۰۰۶).

ادبیات تجربی شواهد وسیعی را برای نفرین منابع طبیعی و کانال‌های مختلف تأثیرگذاری آن بر رشد فراهم کرده است. همچنین، این ادبیات طیف وسیعی از تفاوت‌های بین‌کشوری را مستند نموده است. از یک سو، نیجریه از زمان استقلال رشد منفی را به دلیل آثار نرخ ارز، رانت‌جویی و خشونت ناشی از صادرات نفت تجربه کرده است. در حالی که، از سوی دیگر، بوتسوانا در ۵۰ سال اخیر نرخ رشد مثبتی را برخلاف وابستگی زیاد به صادرات الماس تجربه کرده است. به هر حال، بر طبق گفته گیلفاسون^{۱۹} (۲۰۰۱)، فقط ۴ کشور از ۶۵ کشور با اقتصاد وابسته به منابع می‌توانند در داشتن رشد موفق بوده باشند، اندوزی، مالزی، تایلند و بوتسوانا، و سه کشور آسیایی این مجموعه همچنان در سطح توسعه‌یافتگی خیلی پایین‌تر از همسایگان آسیای غربی خود (هنگ کنگ، سنگاپور و کره جنوبی) قرار دارند. ادبیات موجود (صرف نظر از چند استثناء) توجهی به تأثیر وفور منابع طبیعی بر توسعه مالی و یا نقش توسعه مالی بر کاهش نفرین منابع طبیعی نداشته است (پلوگ و پولهک^{۲۰}، ۲۰۰۹).

نظریات و ادبیات نهادی درباره نفرین منابع، نظریه‌های مختلفی را در رابطه با تأثیر فراوانی منابع طبیعی بر توسعه سیستم مالی ارائه داده است. در این مبحث، هم جانب تقاضا و هم جانب عرضه مورد توجه قرار می‌گیرد. در جانب تقاضا، از یک سو، ثروت باد آورده ناشی از وفور منابع طبیعی و متعاقب آن گسترش بخش

¹⁶ Beck and Laeven

¹⁷ Collier and Hoeffler

¹⁸ Mehlum, Moene and Torvik

¹⁹ Gylfason

²⁰ Ploeg and Poelhekke

کالاهای غیرقابل مبادله می‌تواند موجب تقاضای بیشتر برای خدمات مالی (از جمله اعتبارات مصرفی) شود. از سوی دیگر، تقاضای کمتری برای تأمین مالی بیرونی از سوی بخش منابع طبیعی در مقایسه با بخش کالاهای قابل مبادله غیروابسته به منابع (که از بیماری هلندی رنج می‌برد) وجود دارد. علاوه بر این، ادبیات موجود نشان‌دهنده نرخ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری کمتر در اقتصادهای وابسته به منابع هستند، که به نوبه خود قادر است تقاضای کمتر برای خدمات مالی در اقتصادهای وابسته به منابع را توضیح دهد. به طور مشخص، کشورهای با منابع غنی می‌توانند از درآمد به دست آمده از منابع خود برای پرداخت مخارج مصرفی استفاده کنند، که این مسئله باعث می‌شود انگیزه لازم برای ایجاد یک سیستم مالی کارآ کاهش یابد (که به عنوان مانعی برای هموار ساختن مخارج مصرفی طی چرخه تجاری استفاده می‌شود) (گیلفاسون، ۲۰۰۴). در جانب عرضه، سرمایه‌گذاری بیشتر در بخش منابع طبیعی می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری کمتر در بخش مالی و خروج مهارت‌ها از بخش مالی شود. همچنین، وابستگی شدید سیستم مالی به چارچوب نهادی سالم (شامل یک چارچوب قراردادی کارآمد)، می‌تواند تعمیق مالی را در کشورهایی که وفور منابع طبیعی توسعه نهادی را تضعیف می‌کند، مختل نماید.

از همه مهم‌تر، نظریه اقتصادی پیش‌بینی مبهمی در مورد رابطه مالی-رشد در اقتصادهای وابسته به منابع ارائه می‌دهد. از یک سو، در شرایطی که رشد اقتصادی اتکای کمتری به بخش‌های نیازمند به منابع مالی بیشتر^{۲۱} دارد، اهمیت سیستم مالی کمتر است. از سوی دیگر، توسعه سیستم مالی ممکن است برای جبران آثار منفی ناشی از بیماری هلندی و نیز به منظور متنوع‌سازی در اقتصاد، اهمیت بیشتری داشته باشد. علاوه بر این، سیستم مالی در اقتصادهای وابسته به منابع می‌تواند با آثار منفی ناشی از فراریت نرخ واقعی ارز مقابله کند (آقیون و دیگران^{۲۲}، ۲۰۰۹). نظریه بیان می‌کند که افزایش قیمت نفت می‌تواند به کاهش قیمت کل سهام منجر شود زیرا نوسانات قیمت نفت بر تولید واقعی اثر منفی گذاشته که در نهایت منجر به عواید مشارکت می‌شود (همیلتون^{۲۳}، ۱۹۸۳، کونادو و پرز دی

²¹ Finance-intensive sectors

²² Aghion, et al

²³ Hamilton

گارسیا^{۲۴}، ۲۰۰۵، کولوگنی و مانرا^{۲۵}، ۲۰۰۸، لاردیک و میگنون^{۲۶}، ۲۰۰۸).
 قیمت‌های سهام، ارزش‌های تنزیل شده جریان‌های نقدی مورد انتظار آینده هستند:

$$p = \frac{E(c)}{E(r)} \quad (1)$$

به طوری که p قیمت سهام، c جریان نقدی، r نرخ تنزیل، و $E(-)$ عملگر انتظارات است. این معادله توضیح می‌دهد که بازده سهام (R) را می‌توان به طور تقریبی به صورت زیر نشان داد:

$$R = \frac{d(Ec)}{E(c)} - \frac{d(Er)}{E(r)} \quad (2)$$

به طوری که $d(.)$ عملگر دیفرانسیل است. بنابراین، بازده سهام تحت تأثیر تحركات منظم در جریان نقدی مورد انتظار و نرخ تنزیل قرار می‌گیرد.

قیمت‌های آتی نفت می‌تواند بر جریان نقدی مورد انتظار و نرخ تنزیل ممکن به دلایل مختلف اثر بگذارد. برای مثال، جریان‌های نقدی مورد انتظار تحت تأثیر قرار می‌گیرد زیرا نفت منبع اصلی و مشابه نیروی کار و سرمایه یک نهاده اصلی برای تولید بیشتر کالاها است. بدین ترتیب، تغییرات انتظاری در قیمت‌های انرژی می‌تواند به تغییرات مشابهی در هزینه‌های انتظاری و تغییرات معکوسی در قیمت‌های سهام منجر شود. این اثر بر قیمت یک سهام مشخص، بستگی به این دارد که آیا شرکت مربوطه تولیدکننده خالص و یا مشتری خالص نفت است. به طور کلی برای اقتصاد جهانی، نفت یک نهاده است و افزایش در قیمت آن می‌تواند قیمت‌های عمومی سهام را از کاهش دهد (هوانگ و دیگران^{۲۷}، ۱۹۹۶). الگوی نئوکلاسیک پویا از کیم و لونگانی^{۲۸} (۱۹۹۲) مثال مشخصی را در رابطه با اینکه شوک‌های قیمت نفت چگونه بر تولید کل تأثیر می‌گذارد و منجر به چرخه تجاری می‌شود را فراهم آورده است.

قیمت‌های انتظاری نفت همچنین بر بازده سهام از طریق نرخ تنزیل تأثیرگذار است. نرخ تنزیل انتظاری ترکیبی از نرخ تورم انتظاری و نرخ بهره واقعی انتظاری است، که هر دوی آنها به نوبه خود می‌توانند به قیمت‌های نفت انتظاری وابسته

²⁴ Cunado and Perez de Garcia

²⁵ Cologni and Manera

²⁶ Lardic and Mignon

²⁷ Huang, et al

²⁸ Kim and Loungani

باشند. به عنوان مثال، از آنجایی که ایالات متحده آمریکا یک وارد کننده خالص نفت است، قیمت‌های بالاتر نفت می‌تواند تراز پرداخت‌هایش را به صورت معکوس متأثر سازد، فشاری رو به پایین بر نرخ‌های مبادله دلار آمریکا در خارج ایجاد کند و فشاری رو به افزایش بر نرخ تورم داخلی انتظاری وارد کند. بنابراین، نرخ تورم انتظاری بالاتر به طور مثبت با نرخ تنزیل و متعاقب آن به صورت منفی با بازده سهام وابسته است. همزمان، از آنجایی که نفت یک کالاست، تغییرات در قیمت‌های نفت، نرخ تورم را دنبال می‌کند، و تغییرات قیمت‌های انتظاری نفت می‌تواند نماینده‌ای برای نرخ تورم انتظاری باشد.

اگر نفت منبع اصلی در اقتصاد باشد، نرخ بهره واقعی هم تحت تأثیر قیمت نفت قرار می‌گیرد. برای مثال، قیمت‌های نسبی بالاتر نفت در مقایسه با سطح عمومی قیمت‌ها می‌تواند منجر به افزایش نرخ بهره شود، و نرخ تخریب سرمایه‌گذاری‌های مشارکتی را افزایش دهد. نرخ‌های تخریب بالاتر نیز منجر به کاهش قیمت سهام می‌گردد.

۳- مطالعات پیشین

جونز و کول^{۲۹} (۱۹۹۶)، واکنش چهار بازار مالی قوی را نسبت به شوک‌های نفتی بر اساس مدل ارزش حال استاندارد محاسبه و به این نتیجه رسیدند که تغییرات قیمت نفت می‌تواند تا حدودی بر جریان نقدی حال و آینده مؤثر باشد. مطالعات بعدی متعاقب آن، شامل هوانگ و دیگران (۱۹۹۶)، سادورسکی^{۳۰} (۱۹۹۹)، پاپاپترو^{۳۱} (۲۰۰۱)، باشر و سادورسکی^{۳۲} (۲۰۰۶)، آنورو و مصطفی^{۳۳} (۲۰۰۷)، پارک و رتی^{۳۴} (۲۰۰۸)، آروری و دیگران^{۳۵} (۲۰۱۰، ۲۰۱۱، ۲۰۱۲) با بکارگیری روش‌های مختلفی از جمله الگوی خودبازگشت برداری، الگوهای قیمت‌گذاری بین‌المللی دارایی، همگرایی بلندمدت و الگوی تصحیح خطای برداری به نتایج مشابهی دست یافتند. به طور مثال، پاپاپترو (۲۰۰۱) به این نتیجه رسید که ریسک

²⁹ Jones and Kaul

³⁰ Sadorsky

³¹ Papapetrou

³² Basher and Sadorsky

³³ Anoruo and Mustafa

³⁴ Park and Ratti

³⁵ Arouri, *et. al*

قیمت نفت پویایی‌های قیمت سهام در بازار یونان را بخوبی توضیح می‌دهد. باشر و سادورسکی (۲۰۰۶)، قلمرو و یافته‌های تجربی خود را به بازارهای نوظهور سهام گسترش دادند. همچنین، سینر^{۳۶} (۲۰۰۱) رابطه غیرخطی بین شوک‌های نفت و بازده بازار سهام در ایالات متحده آمریکا را بررسی کرد. بحث‌های مربوط به آثار نفت بر بازده سهام از یک دیدگاه بخشی را در مطالعات هاموده و دیگران^{۳۷} (۲۰۰۴) و ناندا و فاف^{۳۸} (۲۰۰۸)، می‌توان یافت.

از آنجایی که قیمت نفت نقش مهمی در توسعه فعالیت‌های اقتصادی از جمله تولید واقعی و تورم ایفاء می‌کند، انتظار این‌که شوک‌های قیمت نفت بتواند آثاری بر بازار سهام داشته باشد نیز طبیعی است. به‌وضوح، رکودهای اقتصادی و فشارهای تورمی باعث تخریب تمایلات مصرف‌کننده و کاهش مصرف کل و مخارج سرمایه‌گذاری می‌شود، که در نهایت بر بازار سهام تأثیر می‌گذارد. با وجود اینکه مطالعات اندکی رابطه بین قیمت نفت و قیمت‌های بازار سهام را در ادبیات پیشین سنجیده‌اند، اما مطالعه پیرامون رابطه قیمت نفت-قیمت سهام در سال‌های اخیر افزایش یافته است. با استفاده از داده‌های قیمت کل بازار سهام از ۴۸ کشور، دریسپرنگ و دیگران^{۳۹} (۲۰۰۸)، به این نتیجه رسیدند که تغییرات قیمت‌های نفت، بازده‌های بازار سهام را در سراسر جهان پیش‌بینی می‌کند و افزایش قیمت نفت، بازده‌های آتی سهام را به‌شدت کاهش می‌دهد. ناندا و فاف (۲۰۰۸) شاخص‌های جهانی سهام در ۳۵ بخش صنعتی را بررسی و نشان دادند که افزایش قیمت نفت بر بازده سهام در تمامی بخش‌ها به‌جز معدن و صنایع نفت و گاز تأثیر منفی دارد. پارک و رتی (۲۰۰۸) تأثیر شوک‌های قیمت نفت و نوسانات قیمت نفت را بر بازده واقعی سهام برای ایالات متحده و ۱۳ کشور اروپایی برآورد کرده و به این نتیجه رسیدند که شوک‌های قیمت نفت به لحاظ آماری اثر قابل توجهی بر بازده واقعی سهام در همان ماه و یا طی یک ماه داشته است. کیلیان و پارک^{۴۰} (۲۰۰۸) نشان دادند که واکنش بازده‌های واقعی کل سهام ایالات متحده می‌تواند بسته به این‌که افزایش در قیمت نفت خام به علت شوک‌های تقاضا و شوک‌های عرضه در

³⁶ Ciner

³⁷ Hammoudeh, et al

³⁸ Nandha and Faff

³⁹ Driesprong, et al

⁴⁰ Kilian and Park

بازار نفت خام ایجاد شده باشد، به شدت متفاوت باشد. آپرجیس و میلر⁴¹ (۲۰۰۸)، روش کیلیان و پارک را اصلاح کرده و داده‌های استرالیا و کشورهای G7 را مورد مطالعه قرار دادند. مشاهدات آن‌ها حاکی از این بود که شوک‌های مختلف ساختاری بازار نفت نقش حائز اهمیتی را در توضیح تعديلات در بازده‌های سهام ایفا می‌کند، اگرچه ثابت می‌شود که میزان این آثار کوچک است.

از میان مطالعات اندکی که به رابطه نفت، توسعه مالی و رشد اقتصادی در سطح کلان پرداخته‌اند می‌توان به مطالعه بک (۲۰۱۰) اشاره کرد که نشان می‌دهد توسعه مالی به اندازه سایر کشورها در رشد اقتصادهای وابسته به منابع مؤثر است. از سوی دیگر، اقتصادهای وابسته به منابع، سیستم مالی کمتر توسعه‌یافته‌ای داشته و بانک‌هایشان نقدشوندگی بالاتری دارند، تجمیع سرمایه بهتری انجام داده‌اند و سودآورتر هستند اما وام‌های کمتری به بنگاه‌ها می‌دهند. بنگاه‌ها در اقتصادهای وابسته به منابع از تأمین مالی بیرونی کمتری استفاده می‌کنند و بخشی کوچک‌تری از آن‌ها از وام‌های بانک‌ها بهره می‌برند، با وجود این که در آن‌ها سطح تقاضا به میزان تقاضا در سایر کشورهاست، بنابراین در مواجهه با محدودیت‌های عرضه می‌باشند. به‌طور کلی، نشانه‌هایی از نفرین منابع طبیعی در توسعه مالی وجود دارند، که شرکت‌ها را بیش از خانوارها متأثر می‌سازد.

در اینجا، شایان ذکر است که به‌رغم تأکید اجلاس جهانی داووس طی چندین سال اخیر مبنی بر این که عواملی مانند میزان وابستگی اقتصاد یک کشور به منابع طبیعی عوامل ستون‌های مؤثر بر اثربخشی توسعه بخش مالی بر تحولات بخش واقعی (و به‌طور مشخص، ستون بازارهای مالی) هستند، تاکنون تمامی مطالعات به این مسئله به‌عنوان یک عامل مؤثر بر توسعه مالی نگریسته‌اند و هیچ مطالعه‌ای به فراوانی منابع طبیعی به‌عنوان یکی مؤثر از زیرساخت‌های تعیین‌کننده اثربخشی توسعه مالی بر رشد اقتصادی نپرداخته است.

۴- تجزیه و تحلیل الگو

۴-۱- معرفی داده‌ها

در مقاله حاضر، جهت بررسی نحوه اثرگذاری درآمدهای نفتی دولت بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران (۸۹-۱۳۵۲)، از شش شاخص توسعه مالی

⁴¹ Apergis and Miller

مورد تأیید بانک جهانی در بخش بانکی استفاده شده است. این شاخص‌ها عبارتند از: (۱) نسبت بدهی‌های نقدی به تولید ناخالص داخلی (LLGDP)^{۴۲}، (۲) نسبت دارایی‌های داخلی بانک‌های تجاری به کل دارایی‌های سیستم بانکی و بانک مرکزی (DBACBA)^{۴۳}، (۳) نسبت مطالبات سیستم بانکی از بخش خصوصی به کل اعتبارات سیستم بانکی (PCTC)^{۴۴}، (۴) نسبت اعتبارات اعطایی بانک‌های سپرده‌پذیر سپرده‌پذیر به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (PCGDP)^{۴۵}، (۵) نسبت دارایی‌های بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی (CBAGDP)^{۴۶} و (۶) نسبت دارایی‌های بانک‌های تجاری به تولید ناخالص داخلی (DBAGDP)^{۴۷}. ضمناً علاوه بر شش شاخص فوق، یک شاخص چندبعدی به صورت میانگین وزنی از شش شاخص معرفی شده (FD) نیز در تحلیل‌های کمی در نظر گرفته شده است. به علاوه، لگارتیم تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه^{۴۸} بدون نفت (به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۷۶) (LGDPN0) به عنوان معیار عملکرد اقتصادی^{۴۹} و نیز شاخص سهم درآمدهای نفتی دولت (OIL) که با نسبت درآمدهای نفتی دولت به کل درآمدهای دولت اندازه‌گیری می‌شود، مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

۴-۲- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

به منظور مطالعه رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در غالب مطالعات پیشین از چارچوب علیت دومتغیره استفاده شده است. این در حالی است که نتایج علیت دومتغیره میان توسعه مالی و رشد اقتصادی ممکن است به دلیل حذف عوامل مهمی که همزمان بر هر دوی این متغیرها اثرگذار هستند، فاقد اعتبار آماری

⁴² Ratio of liquid liabilities to GDP

⁴³ Ratio of deposit money bank assets to central bank and deposit money bank assets

⁴⁴ Private credit by deposit money banks to total credit (private and government)

⁴⁵ Private credit by deposit money banks to GDP

⁴⁶ Ratio of central bank assets to GDP

⁴⁷ Ratio of deposit money bank assets to GDP

⁴⁸ توضیح آنکه در سالنامه‌های آماری مرکز آمار ایران منظور از تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه، تولید ناخالص داخلی به قیمت عوامل می‌باشد.

⁴⁹ علت استفاده از این متغیر در این تحقیق آن است که تولید ناخالص داخلی به صورت خالص از درآمدهای نفتی، تورم و خالص مالیات‌های غیرمستقیم که هر سه می‌توانند باعث انحراف در عملکرد سیستم مالی و نیز تورش داده‌های مالی گردند، در برآوردهای کمی وارد شود.

باشد. از سوی دیگر، برخی از مطالعات قبلی روش‌های مبتنی بر داده‌های مقطعی و یا داده‌های تابلویی که از داده‌های بین‌کشوری استفاده می‌کنند را بکار برده‌اند. اشکال اصلی این گونه مطالعات آن است که با تلفیق داده‌های مربوط به کشورهای گوناگون که در سطوح مختلفی از توسعه مالی و نیز رشد اقتصادی قرار دارند، تلاش جهت مشخص کردن آثار مختص هر کشور در مورد ارتباط توسعه مالی-رشد اقتصادی ناکام می‌ماند. به‌طور مشخص، این روش نمی‌تواند با تورش‌های بالقوه‌ای مقابله نماید که ناشی از وجود ناهمگنی بین‌کشوری که ممکن است منجر به برآوردهای متناقض و گمراه‌کننده شود (جهت مطالعه بیشتر مراجعه شود به گوا^{۵۰}، ۱۹۹۳؛ کاسلی و دیگران^{۵۱}، ۱۹۹۶؛ قیرمی^{۵۲}، ۲۰۰۴).

بنابراین، آزمون‌های علیت مبتنی بر چارچوب دومتغیره قابل اعتماد نخواهند بود، به‌طوری‌که اضافه کردن یک متغیر سوم می‌تواند هم جهت علیت و هم مقادیر برآوردها را به‌شدت متأثر سازد (ر. ک. کاپریل و پیتیس^{۵۳}، ۱۹۹۷؛ کاپریل و دیگران^{۵۴}، ۲۰۰۴؛ لویزیدس و وامووکاس، ۲۰۰۵). با توجه به این مطلب، مقاله حاضر تلاش می‌کند با استفاده از آزمون علیت سه‌متغیره به بررسی اثر درآمدهای نفتی به‌عنوان یکی از زیرساخت‌های تعیین‌کننده بر رابطه توسعه مالی-رشد اقتصادی (که پیش‌تر به آن‌ها اشاره گردید) بپردازد.

با توجه به تأکید برخی از مطالعات پیشین (از جمله کالدرن و لیو^{۵۵}، ۲۰۰۳؛ ابوترابی، ۱۳۸۸) مبنی بر این‌که در یک مطالعه عمیق در موضوع توسعه مالی (که اساساً دارای ابعاد و لایه‌های متعددی است) استفاده از شاخص‌های تک‌بعدی نتایج متضاد و گمراه‌کننده‌ای به بار می‌آورد، در این مقاله با استناد به برخی تحقیقات قبلی (از جمله کهو^{۵۶}، ۲۰۱۰؛ ابوترابی و ابوترابی^{۵۷}، ۲۰۱۲) از یک شاخص چندبُعدی که بر اساس روش تجزیه مؤلفه‌های اصلی^{۵۸} (PCA) به دست آمده است، استفاده می‌شود.

⁵⁰ Quah

⁵¹ Casselli, *et. al*

⁵² Ghirmay

⁵³ Caporale and Pittis

⁵⁴ Caporale, *et. al*

⁵⁵ Calderon and Liu

⁵⁶ Keho

⁵⁷ Aboutorabi and Aboutorabi

⁵⁸ Principal Component Analysis

در تحقیق حاضر از الگوی تصحیح خطای برداری^{۵۹} (VECM) برای بررسی روابط علیت به صورت زیر استفاده خواهد شد:

$$\begin{aligned}
 FD_t &= \alpha_{10} + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} FD_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} LGDPNO_{t-i} + \sum_{i=1}^p \delta_{1i} OIL_{t-i} + \lambda_1 ECM_{t-1} + \varepsilon_{1t} \\
 LGDPNO_t &= \alpha_{20} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} FD_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{2i} LGDPNO_{t-i} + \sum_{i=1}^p \delta_{2i} OIL_{t-i} + \lambda_2 ECM_{t-1} + \varepsilon_{2t} \\
 OIL_t &= \alpha_{30} + \sum_{i=1}^p \beta_{3i} FD_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{3i} LGDPNO_{t-i} + \sum_{i=1}^p \delta_{3i} OIL_{t-i} + \lambda_3 ECM_{t-1} + \varepsilon_{3t}
 \end{aligned}$$

به طوری که در معادله اول،

(۱) اگر تمامی γ_{1i} ها و δ_{1i} ها همزمان برابر صفر نباشند، رشد اقتصادی در حضور شاخص سهم درآمدهای نفتی دولت، علت کوتاه مدت توسعه مالی است؛
 (۲) اگر $\lambda_1 = 0$ ، رشد اقتصادی در حضور شاخص سهم درآمدهای نفتی دولت، علت بلندمدت توسعه مالی است؛

(۳) اگر تمامی γ_{1i} ها و δ_{1i} ها و λ_1 همزمان برابر صفر نباشند، رشد اقتصادی در حضور شاخص سهم درآمدهای نفتی دولت، علت قوی توسعه مالی است؛

(۴) اگر موارد (۱) و (۳) همزمان برقرار باشد، رشد اقتصادی در حضور شاخص سهم درآمدهای نفتی دولت، علت کوتاه مدت قوی توسعه مالی است؛
 (۵) اگر موارد (۲) و (۳) همزمان برقرار باشد، رشد اقتصادی در حضور شاخص سهم درآمدهای نفتی دولت، علت بلندمدت قوی توسعه مالی است؛
 (۶) اگر هیچ کدام از موارد فوق برقرار نباشد، رشد اقتصادی در حضور سهم درآمدهای نفتی دولت، علت توسعه مالی نیست.

به طریق مشابه و با در نظر گرفتن معادله دوم، می‌توان همین آزمون‌های جهت بررسی رابطه علیت از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی انجام داد.

۵- یافته‌های تحقیق

همان‌طور که بیان شد، به منظور محاسبه شاخص چندبُعدی توسعه مالی از روش تجزیه به مؤلفه‌های اصلی استفاده شده است. نتایج روش تجزیه به مؤلفه‌های اصلی

⁵⁹ Vector Error Correction Model

حاکمی از آن است که شاخص نسبت مطالبات سیستم بانکی از بخش خصوصی به کل اعتبارات سیستم بانکی با وزن $0/4703$ بیشترین اهمیت را در شاخص کلی توسعه مالی برای ایران داشته است و پس آن شاخص نسبت دارایی‌های بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی (با وزن $0/252$)، شاخص نسبت اعتبارات اعطایی بانک‌های سپرده‌پذیر به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (با وزن $0/2083$)، شاخص نسبت بدهی‌های نقدی به تولید ناخالص داخلی (با وزن $0/045$) و شاخص نسبت دارایی‌های داخلی بانک‌های تجاری به کل دارایی‌های بانک‌های سیستم بانکی و بانک مرکزی (با وزن $0/224$) به ترتیب اهمیت کمتری داشته‌اند. شاخص نسبت دارایی‌های بانک‌های تجاری به تولید ناخالص داخلی (با وزن $0/002$) دارای کمترین اهمیت در میان این شش شاخص می‌باشد.

جدول (۱) نتایج آزمون علیت دو متغیره میان شاخص‌های توسعه مالی و لگارتیم تولید ناخالص داخلی بدون نفت در ایران در چارچوب الگوی تصحیح خطای برداری را نشان می‌دهد. نتایج این جدول نشان‌دهنده وجود رابطه علیت معکوس از سمت رشد اقتصادی به شاخص نسبت بدهی‌های نقدی به تولید ناخالص داخلی (بلندمدت قوی)، شاخص نسبت مطالبات سیستم بانکی از بخش خصوصی به کل اعتبارات سیستم بانکی (علیت بلندمدت قوی)، شاخص نسبت اعتبارات اعطایی بانک‌های سپرده‌پذیر به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (علیت کوتاه‌مدت قوی)، شاخص نسبت دارایی‌های بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی (علیت کوتاه‌مدت و بلندمدت قوی)، شاخص نسبت دارایی‌های بانک‌های تجاری به تولید ناخالص داخلی (علیت بلندمدت قوی) و شاخص چندبُعدی توسعه مالی (علیت بلندمدت قوی) است. تنها در مورد شاخص نسبت دارایی‌های داخلی بانک‌های تجاری به کل دارایی‌های بانک‌های سیستم بانکی و بانک مرکزی، رابطه علی از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی در سطح معنی‌داری ۵ درصد تأیید می‌شود که آن هم تنها در کوتاه‌مدت و به صورت ضعیف می‌باشد.

جدول ۱: آزمون علیت دو متغیره میان شاخص‌های توسعه مالی و لگارتیم تولید ناخالص داخلی

بدون نفت در ایران، ۸۹-۱۳۵۲

نتیجه آزمون	آماره محاسباتی علیت قوی	آماره محاسباتی علیت بلندمدت	آماره محاسباتی علیت کوتاه‌مدت	متغیر تحت فرضیه صفر	متغیرهای آزمون
عدم علیت	۰/۴۳۴۵۵۳ (۰/۸۰۴۷)	۰/۱۵۶۰۲۳ (۰/۶۹۲۸)	۰/۳۰۰۳۴۳ (۰/۵۸۳۷)	LLGDP	LLGDP & LGDPNO
علیت بلندمدت قوی	۷/۲۲۷۵۸۲ (۰/۰۲۶۹)	۶/۰۹۷۸۹۰ (۰/۰۱۳۵)	۰/۴۹۲۰۶۵ (۰/۴۸۳۰)	LGDPNO	LGDPNO
علیت کوتاه‌مدت ضعیف	۳/۴۴۸۶۳۰ (۰/۱۷۸۳)	۱/۸۸۹۳۶۷ (۰/۱۶۹۳)	۳/۲۶۹۴۳۰ (۰/۰۷۰۶)	DBACBA	DBACBA & LGDPNO
عدم علیت	۰/۸۷۱۷۹۴ (۰/۳۹۲۲)	۱/۶۶۲۶۳۶ (۰/۱۶۷۲)	۰/۰۴۴۲۸۸ (۰/۸۳۳۳)	LGDPNO	LGDPNO
عدم علیت	۱/۹۰۹۲۹۱ (۰/۳۸۴۹)	۰/۶۸۸۸۶۸ (۰/۴۰۶۵)	۱/۸۷۴۲۰۰ (۰/۱۷۱۰)	PCTC	PCTC & LGDPNO
علیت بلندمدت قوی	۸/۳۱۹۷۸۶ (۰/۰۱۵۶)	۶/۸۷۸۱۳۹ (۰/۰۰۸۷)	۰/۶۰۵۳۴۱ (۰/۴۳۶۵)	LGDPNO	LGDPNO
عدم علیت	۰/۱۱۶۸۳۸ (۰/۹۴۳۳)	۰/۰۷۰۸۰۱ (۰/۷۹۰۲)	۰/۰۶۹۴۱۵ (۰/۷۹۲۲)	PCGDP	PCGDP & LGDPNO
علیت کوتاه‌مدت قوی	۶/۷۰۰۰۵۳ (۰/۰۳۵۱)	۲/۵۸۶۳۳۸ (۰/۱۰۷۸)	۳/۹۸۵۷۹۳ (۰/۰۴۵۹)	LGDPNO	LGDPNO
عدم علیت	۱/۰۹۵۱۳۴ (۰/۵۷۸۴)	۰/۲۳۱۷۱۷ (۰/۶۳۰۳)	۰/۶۹۷۳۲۶ (۰/۴۰۳۷)	CBAGDP	CBAGDP & LGDPNO
علیت کوتاه‌مدت و بلندمدت قوی	۱۳/۱۲۲۸۵ (۰/۰۰۱۴)	۱۳/۱۲۲۵۶ (۰/۰۰۰۳)	۵/۱۵۱۴۰۵ (۰/۰۲۳۲)	LGDPNO	LGDPNO
عدم علیت	۰/۰۰۹۷۵۰ (۰/۹۹۵۱)	۰/۰۰۵۰۵۴ (۰/۹۴۳۴)	(۰/۰۰۸۹۹۹ (۰/۹۲۴۴)	DBAGDP	DBAGDP & LGDPNO
علیت بلندمدت قوی	۱۱/۸۶۰۰۴ (۰/۰۰۲۷)	۹/۸۲۱۲۴۱ (۰/۰۰۱۷)	۰/۱۹۹۰۷۴ (۰/۶۵۵۵)	LGDPNO	LGDPNO
عدم علیت	۰/۰۳۶۵۵۹ (۰/۹۸۱۹)	۰/۰۰۱۸۹۷ (۰/۹۶۵۳)	۰/۰۲۹۲۷۷ (۰/۸۶۴۱)	FD	FD & LGDPNO
علیت بلندمدت قوی	۷/۲۵۹۸۸۳ (۰/۰۲۶۵)	۷/۲۳۶۵۵۶ (۰/۰۰۷۱)	۰/۸۲۴۹۱۹ (۰/۳۶۳۷)	LGDPNO	LGDPNO

مأخذ: محاسبات تحقیقی. اعداد داخل پرانتز احتمال آماره محاسباتی چی دو در سطح معنی داری ۵٪ می باشد.

جدول ۲: نتایج آزمون سه علیت متغیره میان شاخص‌های توسعه مالی و لگارتیم تولید ناخالص

داخلی بدون نفت در حضور شاخص سهم درآمدهای نفتی دولت در ایران، ۸۹-۱۳۵۲

نتیجه آزمون	آماره محاسباتی علیت قوی	آماره محاسباتی علیت بلندمدت	آماره محاسباتی علیت کوتاه‌مدت	متغیر تحت فرضیه صفر	متغیرهای آزمون
عدم علیت	۰/۵۹۲۰۳۰ (۰/۸۹۸۳)	۰/۰۱۱۵۱۶ (۰/۹۱۴۵)	۰/۵۷۵۲۲۵ (۰/۷۵۰۱)	LLGDP	LLGDP & LGDPNO
علیت بلندمدت ضعیف	۶/۴۰۹۶۳۷ (۰/۰۹۳۳)	۳/۹۲۰۷۲۳ (۰/۰۴۷۷)	۳/۴۳۹۷۲۱ (۰/۱۷۹۱)	LGDPNO	
عدم علیت	۳/۱۰۴۱۲۳ (۰/۳۷۵۸)	۰/۳۴۶۶۳۶ (۰/۶۱۹۵)	۳/۰۴۴۹۷۸ (۰/۲۱۸۲)	DBACBA	DBACBA & LGDPNO
عدم علیت	۴/۱۱۷۹۰۹ (۰/۳۴۹۰)	۰/۵۶۲۲۳۲ (۰/۴۵۳۴)	۴/۰۶۹۶۲۴ (۰/۱۳۰۷)	LGDPNO	
عدم علیت	۲/۸۸۵۸۵۲ (۰/۴۰۹۶)	۱/۲۴۴۶۲۱ (۰/۲۶۴۶)	۲/۷۲۵۷۴۴ (۰/۲۵۵۹)	PCTC	PCTC & LGDPNO
علیت بلندمدت ضعیف	۶/۷۱۵۰۲۳ (۰/۰۸۱۶)	۴/۷۶۷۱۷۸ (۰/۰۲۹۰)	۰/۹۸۳۷۵۲ (۰/۶۱۱۵)	LGDPNO	
عدم علیت	۰/۶۸۶۸۲۰ (۰/۸۷۶۳)	۰/۰۷۴۵۷۴ (۰/۷۸۴۸)	۰/۴۷۰۸۲۴ (۰/۷۹۰۲)	PCGDP	PCGDP & LGDPNO
عدم علیت	۴/۸۷۵۴۳۷ (۰/۱۸۱۱)	۰/۸۰۰۳۲۲ (۰/۳۷۱۰)	۴/۶۶۹۰۹۷ (۰/۰۹۶۹)	LGDPNO	
عدم علیت	۱/۶۹۰۱۷۸ (۰/۶۳۹۱)	۰/۱۸۰۸۳۸ (۰/۶۷۰۷)	۱/۳۶۱۸۴۸ (۰/۵۰۶۱)	CBAGDP	CBAGDP & LGDPNO
علیت بلندمدت قوی	۱۲/۷۹۰۰۹ (۰/۰۰۵۱)	۱۲/۴۶۴۶۹ (۰/۰۰۰۴)	۴/۷۲۴۷۶۹ (۰/۰۹۴۲)	LGDPNO	
عدم علیت	۰/۶۱۲۵۹۶ (۰/۸۹۳۵)	۰/۰۰۴۹۵۶ (۰/۹۴۳۹)	۰/۶۰۹۸۹۱ (۰/۷۳۷۲)	DBAGDP	DBAGDP & LGDPNO
علیت بلندمدت قوی	۱۱/۲۲۲۵۳ (۰/۰۱۰۶)	۹/۲۵۶۰۲۲ (۰/۰۰۲۳)	۰/۳۳۹۱۱۴ (۰/۸۴۴۰)	LGDPNO	
عدم علیت	۰/۶۳۷۲۳۲ (۰/۸۸۷۹)	۰/۰۲۷۸۵۲ (۰/۸۶۷۵)	۰/۵۶۴۹۳۶ (۰/۷۵۳۹)	FD	FD & LGDPNO
علیت بلندمدت ضعیف	۴/۹۰۱۳۴۶ (۰/۱۷۹۲)	۴/۷۱۶۳۲۷ (۰/۰۲۹۹)	۲/۴۵۳۸۸۳ (۰/۲۹۳۲)	LGDPNO	

مأخذ: محاسبات تحقیقی. اعداد داخل پرانتز احتمال آماره محاسباتی چی دو در سطح معنی داری ۵٪ می باشد.

جدول (۲) نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص‌های توسعه مالی و لگارتیم تولید ناخالص داخلی بدون نفت در حضور شاخص سهم درآمدهای نفتی دولت در ایران در چارچوب الگوی تصحیح خطای برداری را ارائه می‌دهد. نتایج این جدول بیانگر آن است که رابطه علی از سمت هیچ‌کدام از شاخص‌های تک‌بعدی و نیز شاخص چندبعدی توسعه مالی به رشد اقتصادی در خصوص شاخص درآمدهای نفتی دولتی تأیید نمی‌شود. حتی در مورد شاخص نسبت دارایی‌های داخلی بانک‌های تجاری به کل دارایی‌های بانک‌های سیستم بانکی و بانک مرکزی که

رابطه علیّی آن به سمت رشد اقتصادی در آزمون دو متغیره ادعا شده بود نیز نتایج آزمون سه‌متغیره این ادعا را رد می‌کند. بدین معنی که علّت بودن این شاخص، در حضور درآمدهای نفتی تأیید نشده و مشاهده رابطه علیّی در آزمون دو متغیره تحت تأثیر وفور درآمدهای در ایران بوده است. به علاوه، با آن‌که باوجود لحاظ کردن نفت در آزمون‌های علیّیت سه‌متغیره رابطه علیّی معکوس از سمت رشد به توسعه مالی همچنان پابرجاست اما در مورد اکثر شاخص‌ها این رابطه به لحاظ قوت و یا افق زمانی تضعیف شده است. این نتایج در تأیید این دیدگاه است که وفور منابع می‌تواند تقاضا برای بخش مالی را به طور منفی متأثر سازد.

۵- نتیجه‌گیری

در این مقاله، با مرور دیدگاه‌های مختلف در مورد رابطه توسعه مالی و وفور منابع طبیعی در اقتصادهای وابسته به این منابع، برای اولین بار به نقش سهم درآمدهای نفتی در کل درآمدهای دولت بر رابطه علیّی توسعه مالی و رشد اقتصادی پرداخته شده است. هر چند که اجلاس جهانی اقتصاد داووس طی سال‌های ۲۰۰۸ الی ۲۰۱۲ مکرراً بر ستون‌های توسعه مالی تأکید کرده است، اما قریب به اتفاق مطالعات پیشین به عوامل تشکیل‌دهنده این ستون‌ها، نه به‌عنوان عوامل مؤثر و کمّیت و کیفیت اثربخشی توسعه مالی بر ابعاد مختلف توسعه اقتصادی، بلکه به‌عنوان عوامل اثرگذار بر کمّیت توسعه مالی نگریده‌اند. علاوه بر این، در مورد رابطه متقابل توسعه مالی و منابع طبیعی نیز تحقیقات بسیار کمی انجام شده است. یافته‌های تحقیق حاضر گویای آن است که در آزمون علیّیت دو متغیره و بدون حضور شاخص سهم درآمدهای نفت از کل درآمدهای دولت با استفاده از الگوی تصحیح خطای برداری، بجز شاخص نسبت دارایی‌های داخلی بانک‌های تجاری به کل دارایی‌های بانک‌های سیستم بانکی و بانک مرکزی، در مورد سایر شاخص‌ها جهت علیّیت معکوس و خلاف انتظارات نظری و تجربه کشورهای توسعه‌یافته می‌باشد، اما شاخص مذکور در کوتاه‌مدت علیّیت ضعیف برای رشد اقتصادی است. نتایج این آزمون به‌طور کلی، و نیز به‌طور خاص در مورد شاخص چندبُعدی توسعه مالی بیانگر حالت انفعالی بخش مالی در مواجهه با بخش واقعی است. اما در آزمون علیّیت سه‌متغیره و با حضور شاخص سهم درآمدهای نفتی دولت، اولاً، رابطه علیّیت معکوس با وجود این که رد نمی‌شود اما تضعیف شده است. این

نتایج در تأیید انتظار نظری است که سرازیر شدن درآمدهای سهل‌الوصول حاصل از صادرات منابع طبیعی در یک کشور باعث کاهش تقاضا برای منابع مالی عرضه شده توسط بازارها و مؤسسات مالی می‌شود. ثانیاً، رابطه علیت از سمت شاخص‌های توسعه مالی به رشد در تمام موارد رد می‌شود. حتی در مورد شاخص نسبت دارایی‌های داخلی بانک‌های تجاری به کل دارایی‌های بانک‌های سیستم بانکی و بانک مرکزی که پیش‌تر و در آزمون علیت دو متغیره علت بودن آن برای رشد اقتصادی مشاهده شده بود. بنابراین، این موضوع مؤید آن است که عملکرد به ظاهر مثبت بانک‌های تجاری در ایران جهت تشویق رشد اقتصادی، ناشی از پیشرفت‌های چشمگیر در بانکداری ایران نبوده بلکه به دلیل سرازیر شدن منابع مالی ارزان قیمت حاصل از فروش نفت است و در نبود چنین منابع باآورده‌ای نمی‌توان از بانک‌های تجاری کشور انتظار نقش‌آفرینی در راستای نیل به سطوح بالاتر رشد پایدار داشت.

پاتریک⁶⁰ (۱۹۶۶) دو فرضیه را در مورد رابطه متقابل توسعه مالی و رشد اقتصادی بیان می‌کند. فرضیه اول که به رهبری عرضه معروف است بیان می‌دارد که عرضه خدمات مالی می‌تواند مشوق رشد اقتصادی باشد. فرضیه دوم، فرضیه دنباله‌روی تقاضا است که افزایش تولید و رشد اقتصادی را عامل توسعه سیستم مالی بیان می‌کند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که در اقتصاد ایران، نفت از یک سو، به دلیل گسترش فضای رانت‌جویی منجر به حرکت سرمایه‌های انسانی، مالی و فنی از بخش مالی به صنعت نفت (و البته سایر فعالیت‌های رانت‌جویانه) شده است (رد فرضیه رهبری عرضه) و از سوی دیگر، از طریق فراهم آوردن منابع ارزان و فراوان، تقاضا برای خدمات مالی را کاهش داده و بنابراین رشد اقتصادی نتوانسته است مشوق نوآوری‌های مالی جهت ارائه خدمات توسعه‌یافته‌تر گردد (رد فرضیه دنباله‌روی تقاضا).

به‌طور کلی، با توجه به نتایج آزمون علیت سه متغیره، نتایج آزمون علیت دو متغیره مبنی بر منفعل بودن بخش مالی و تقدم توجه به بخش واقعی در سیاست‌گذاری‌های کلان اقتصادی تأیید نمی‌شود و بیانگر آن است که نتایج آزمون سه‌متغیره به دلیل لحاظ نکردن آثار وفور منابع طبیعی در ایران به عنوان یکی از موانع زیرساختاری مهم و کلیدی در اثربخشی توسعه مالی بر رشد اقتصادی بوده

⁶⁰ Patrick

است. با در نظر گرفتن این مسئله در آزمون‌های علیت سه‌متغیره، انفعال بخش مالی تأیید نمی‌شود. بدین معنی که در صورت توجه به سیاست‌های مقابله با بیماری هلندی ناشی از صادرات نفت، اهتمام جدی به اصول صندوق توسعه ملی، کاهش وابستگی بودجه دولت به درآمدهای نفتی، رهایی اقتصاد ایران از وضعیت تقریباً تک‌محصولی موجود و نیز بکارگیری صحیح استراتژی‌های توسعه مبتنی بر منابع به‌گونه‌ای که اقتصاد و جامعه ایران به‌جای آسیب دیدن از نفرین این منابع از موهبت برخورداری از آنها بهره‌مند گردد، توسعه مالی می‌تواند به‌عنوان محرکی قوی برای رشد اقتصادی عمل کند. از طرف دیگر، نتایج آزمون علیت سه‌متغیره نشان می‌دهد یکی از دلایلی که ابعاد مختلف توسعه مالی نتوانسته است علت رشد اقتصادی در ایران باشد، اتکای بیش از حد بودجه دولت و سیاست‌های اقتصادی کشور به مصرف مستقیم درآمدهای نفتی بوده است. به بیان دیگر، رانت نفتی آثار مثبت بالقوه مورد انتظار توسعه مالی بر بخش واقعی اقتصاد ایران را تخریب کرده است.

فهرست منابع:

ابوترابی، محمدعلی. (۱۳۸۸). بررسی روند شاخص‌های توسعه مالی و رابطه علی آن با رشد اقتصادی در ایران طی سال‌های ۸۴-۱۳۵۲، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد: مشهد.

حسینی، محمد. (۱۳۸۷). حاکمیت اسلامی و طراحی ابزارهای جدید مالی، مجموعه مقالات اولین همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، دانشگاه فردوسی مشهد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، ص ۵۹۴-۵۷۵.

مهرآرا، محسن و حسین طلاکش نایینی. (۱۳۸۸). بررسی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منتخب با روش داده‌های تلفیقی پویا (۱۹۷۹-۲۰۰۳)، مجله دانش و توسعه، سال شانزدهم، ۲۶: ۱۶۳-۱۴۹.

Aboutorabi, M. A. & N. Aboutorabi. (2012). Financial Development and Economic Growth in Iran: The Survey of the Trend of Financial Development Indicators and its Causality Relationship with Economic Growth in Iran. Lambert Academic Publishing (LAP): Saarbrücken, Germany.

Aghion, P., P. Bacchetta, R. Ranciere, & K. Rogoff. (2009). Exchange Rate Regimes and Productivity Growth: The Role of Financial Development. *Journal of Monetary Economics*, 56: 494-51.

Anoruo, E. & M. Mustafa. (2007). An Empirical Investigation into the Relation of Oil to Stock Market Prices. *North American Journal of Finance and Banking Research*, 1(1): 22-36.

Apergis, N. & S. M. Miller. (2008). Do Structural Oil-Market Shocks Affect Stock Prices?. *Energy Economics*, (4): 569-575.

Arestis, P., P. O. Demetriades, & K. B. Luintel. (2001). Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33(1): 16-41.

Arouri M., T. H. Dinh, & D. K. Nguyen. (2010). Time-varying Predictability in Crude Oil Markets: The Case of GCC Countries. *Energy Policy*, 38(8): 4371-4380.

Arouri, M., J. Jouini, & D. K. Nguyen. (2011). Volatility Spillovers between Oil Prices and Stock Sector Returns: Implications for Portfolio

Management. *Journal of International Money and Finance*, 30(7): 1387-1405.

Arouri, M., J. Jouini, & D. K. Nguyen. (2012). On the Impacts of oil Price Fluctuations on European Equity Markets: Volatility Spillover and Hedging Effectiveness. *Energy Economics*, 34: 611-617.

Basher, S. A. & P. Sadorsky. (2006). Oil Price Risk and Emerging Stock Markets. *Global Finance Journal*, 17(2): 224-251.

Beck, T. (2009). The Econometrics of Finance and Growth. in: Terence Mills and Kerry Patterson (Eds.), *Palgrave Handbook of Econometrics*, Vol. 2, Palgrave Macmillan.

Beck, T. (2010). Finance and Oil, Is There a Resource Curse in Financial Development?. *European Banking Center Discussion Paper*, No. 2011-004.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (2007). Finance, Inequality, and the Poor. *Journal of Economic Growth*, 12: 27-49.

Beck, T. & L.Laeven. (2006). Institution Building and Growth in Transition Economies. *Journal of Economic Growth*, 11: 157-186.

Beck, T. & R. Levine. (2002). Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?. *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 64(2): 147-180.

Beck, T., R. Levine, & N. Loayza. (2000). Finance and the Sources of Growth. *Journal of Financial Economics*, 58: 261-300.

Bernanke, B. & M. Gertler. (1989). Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. *American Economic Review*, 79: 14-31.

Bernanke, B. & M. Gertler. (1990). Financial Fragility and Economic Performance. *Quarterly Journal of Economics*, 105: 87-114.

Besley, T. & T. Persson. (2010). State Capacity, Conflict and Development. *Econometrica*, 78: 1-34.

Boyd, J. H. & B. D. Smith. (1998). The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development. *Economic Theory*, 2(3): 519-560.

- Calderon, C. & L. Liu. (2003). The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth. *Journal of Development Economics*, 72: 321-334.
- Caporale, G., P. Howells. & A. Soliman. (2004). Stock Market Development and Economic Growth: The Causal Linkages. *Journal of Economic Development*, 29(1): 33-50.
- Caporale, G. & N. Pittis. (1997). Causality and Forecasting in Incomplete System. *Journal of Forecasting*, 16: 425-437.
- Casselli, F., G. Esquivel, & F. Lefort. (1996). Reopening the Convergence Debate: A New Look at Cross-country Growth Empirics. *Journal of Economic Growth*, 1(3): 363-389.
- Ciner, C. (2001). Energy Shock and Financial Market Nonlinear Linkages. *Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics*, 5(3): 203-212.
- Collier, P. & A. Hoeffler. (2004). Greed and Grievance in Civil Wars. *Oxford Economic Papers*, 56: 663-695.
- Cologni, A. & M. Manera. (2008). Oil Prices, Inflation and Interest Rates in a Structural Cointegrated VAR Model for the G-7 Countries. *Energy Economics*. 30(3): 856-888.
- Cunado, J. & F. Perez de Garcia. (2005). Oil Prices, Economic Activity and Inflation: Evidence for Some Asian Countries. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 45(1): 65-83.
- Demirguc-Kunt, A., E. Feyen & R. Levine. (2011). The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. World Bank Policy Research Working Paper No. 5805, World Bank: Washington DC.
- Demirguc Kunt, A. & R. Levine. (2001). Financial Structures and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development. MIT Press: Cambridge, MA.
- De Gregorio, J. & E. P. Guidotti. (1995). Financial Development and Economic Growth. *World Development*, 23(3): 433-448.
- Driesprong, G., B. Jacobsen & B. Maat. (2008). Striking oil: Another Puzzle?. *Journal of Financial Economics*, 89(2): 307-327.

Fink, G., P. Haiss & S. Hristoforova. (2003). Bond Markets and Economic Growth. IEF Working Paper No. 49, Research Institute for European Affairs: Vienna.

Ghirmay, T. (2004). Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis. *African Development Review*, 16(3): 415-432.

Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and Development: Study in Comparative Economies*. Yale University Press: New Haven, CT.

Gylfason, T. (2001). Natural Resources, Education and Economic Development. *European Economic Review*, 45: 847-859.

Gylfason, T. (2001). Natural Resources, Education and Economic Growth: From Dependence to Diversification. CEPR Discussion Paper 4804.

Hamilton, J. D. (1983). Oil and the Macroeconomy since World War II, *Journal of Political Economy*. 91(2): 228-248.

Hammoudeh, S., S. Dibooglu & E. Aleisa. (2004). Relationships among US Oil Prices and Oil Industry Equity Indices. *International Review of Economics and Finance*, 13(3): 427-453.

Hondroyannis, G., S. Papapetrou & E. Lolos. (2004). Financial Markets and Economic Growth in Greece: 1986-1999. *Journal of International Financial Markets Institutions and Money*, 15(2): 173-188.

Huang, R. D., R. W. Masulis & H. R. Stoll. (1996). Energy Shocks and Financial Markets. *Journal of Futures Markets*, 16(1): 1-27.

Jaffee, D.M. & T. Russell. (1976). Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing. *Quarterly Journal of Economics*, 90: 651-666.

Jones, C. M. & G. Kaul. (1996). Oil and the Stock Markets. *Journal of Finance*, 51(2): 463-491.

Keho, Y. (2010). Effect of Financial Development on Economic Growth: Does Inflation Matter? Time Series Evidence from the UEMOA Countries. *International Economic Journal*, 24(3): 343-355.

Kilian, L. & C. Park, (2008). The Impact of Oil Price Shocks on the U.S. stock Market. *International Economic Review*, 50 (4): 1267-1287.

- Kim, I. & P. Loungani. (1992). The Role of Energy in Real Business Cycle Models. *Journal of Monetary Economics*, 29: 173-189.
- Lardic, S. & V. Mignon. (2008). Oil Prices and Economic Activity: An Asymmetric Cointegration Approach. *Energy Economics*, 30(3): 847-855.
- Levine, R. (2002). Bank Based or Market Based Financial Systems: Which Is Better?. *Journal of Financial Intermediation*, 11(4): 398-428.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. in P. Aghion and S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier Science: The Netherlands.
- Loizides, J. & G. Vamvoukas. (2005). Government Expenditure and Economic Growth: Evidence from Trivariate Causality Testing. *Journal of Applied Economics*, 8: 125-152.
- Mc. Kinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Brooking Institute: Washington D.C.
- Mehlum, H., K. Moene & R. Torvik. (2006). Institutions and the Resource Curse. *Economic Journal*, 116: 1-20.
- Nandha, M. & R. Faff. (2008). Does Oil Move Equity Prices? A Global View, *Energy Economics*, 30(3): 986-997.
- Papapetrou, E. (2001). Oil Price Shocks, Stock Market, Economic Activity and Employment in Greece. *Energy Economics*, 23(5): 511-532.
- Park, J. & R. A. Ratti. (2008). Oil Price Shocks and Stock Markets in the US and 13 European Countries. *Energy Economics*, 30(5): 2587-2608.
- Patrick, H. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development and Cultural Change*, 12(2): 174-189.
- Ploeg, F. van der & S. Poelhekke. (2009). Volatility and the Natural Resource Curse. *Oxford Economic Papers*, 61: 727-760.
- Quah, D. (1993). Empirical Cross-section Dynamics in Economic Growth. *European Economic Review*, 37(2-3): 426-434.

Sadorsky, P. (1999). Oil Price Shocks and Stock Market Activity. *Energy Economics*, 21(5): 449-469.

Williamson, S. D. (1986). Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing. *Journal of Monetary Economics*, 18: 159-179.

World Economic Forum, Davos (2012). *Financial Development Report*. USA Inc: New York, USA.