

## بررسی تطبیقی رابطه بین گسترش روابط تجاری با توسعه بازار مالی

کامران مانی\*

### چکیده

امروزه یکی از زمینه‌هایی که مورد توجه تعدادی از اقتصاددانان محقق در بازارهای مالی قرار گرفته است بررسی رابطه بین گسترش روابط تجاری کشورها و توسعه بازارهای مالی از نظر مبانی تئوریک و مطالعات کاربردی و تجربی است. نتایج متفاوتی در این زمینه از سوی محققان به‌نامی مانند لوین و ترستن بک به دست آمده است. آنچه برای ما در این مقاله مهم است بررسی معناداری این رابطه در کشورهای نفت‌خیز (عضو اپک) است. مطالعه یک دوره زمانی سی‌ساله (از ۱۹۸۰ به بعد) در بین ۶۷ کشور دنیا نشان می‌دهد که گرچه رابطه بین گسترش روابط تجاری کشورها با توسعه بازارهای مالی حداقل برای کشورهای ثروتمند بر اساس روش پنل دیتا تأیید می‌شود، اما این ارتباط در کشورهای فقیر و خصوصاً کشورهای منطقه منا، که بهره‌مند از منابع زیرزمینی‌اند، تأیید نمی‌شود. در این بررسی از شاخص‌های ساده و ترکیبی (متغیرهای گوناگون نمایان‌گر عملکرد بازارهای مالی به روش مؤلفه‌های اصلی) برای بررسی عملکرد بازارهای مالی استفاده شده است.

**کلیدواژه‌ها:** بازار مالی، باز شدن اقتصاد، روش مؤلفه‌های اصلی و پنل دیتا (داده‌های تلفیقی).

### ۱. مقدمه

طبق نظریه‌های اقتصادی، انباشت سرمایه یکی از شروط لازم برای رشد اقتصادی

---

\* استادیار اقتصاد، دانشگاه پیام نور kam\_mani2004@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۶/۱۹، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۸/۱۲

به حساب می‌آید. به طوری که سرمایه سرانه نیروی کار نقش معناداری در رشد اقتصادی و تولید ایفا می‌کند. بنابراین، میزان پیشرفت اقتصادی با میزان سرمایه‌گذاری ارتباط مستقیم دارد (عبده تبریزی، ۱۳۸۳). به همین سبب یکی از دلایل توسعه نیافتگی کشورهای در حال گذر را در مباحث توسعه اقتصادی و کمبود سرمایه می‌دانند. از این جاست که نقش بازارهای مالی در کانالیزه کردن منابع مالی و انباشت سرمایه‌های پراکنده، که هزینه تأمین مالی را کاهش می‌دهد، نمایان‌تر خواهد شد. مسئله تا جایی جدی می‌شود که هیکز (۱۹۶۹) استدلال می‌کند که انقلاب صنعتی انگلستان میسر نمی‌شد، مگر با ایفای نقشی مهم به واسطه انقلاب مالی در بازارهای مالی که قبل از انقلاب صنعتی رخ داد.

انتظار می‌رود بازارهای مالی ضمن کاهش هزینه‌های جمع‌آوری اطلاعات و انجام معاملات مالی، تخصیص منابع را کاراتر کنند و وظایف ذیل را بر عهده گیرند:

- تسهیل در مبادلات کالاها و خدمات؛
- تجهیز پس‌اندازهای خرد و پراکنده؛
- تخصیص کاراتر منابع مالی؛
- نظارت بر مدیران و کنترل بنگاه‌های نیازمند منابع مالی به نفع پس‌اندازکنندگان و عرضه‌کنندگان منابع؛
- تسهیل در مبادله ریسک و یک‌کاسه کردن آن (احسانی، ۱۳۸۳: ۲).

در این چهارچوب مباحث گوناگونی مطرح می‌شود که آیا بازارهای سهام و بانک‌ها جایگزین یکدیگر در ایجاد رشد اقتصادی‌اند یا این که یکی از آن‌ها نسبت به دیگری موجبات رشد را بهتر فراهم می‌کند؟ پرسکات (Prescott) در ۱۹۸۶ بر نقش بانک‌ها تأکید می‌کند. در حالی که لوین (Ross Levine) از نظر تجربی درمی‌یابد که بازار سهام و بانک‌ها هر دو در رشد اقتصادی کشورها مؤثرند و با توجه به این که بازارهای مالی کشورها بانک‌محور یا بورس‌محور باشد، ضریب تأثیرگذاری آن‌ها در رشد اقتصادی متفاوت خواهد بود (بک و لوین، ۲۰۰۴: ۴).

اهمیت توسعه بازارهای مالی و نقش آن‌ها در رشد اقتصادی و فعالیت بنگاه‌های اقتصادی سبب شده است دولت‌ها در گسترش و قانونمند کردن بازارهای مالی و هدایت منابع به سمت صنایع منتخب حساس شوند و نقش‌آفرینی کنند. هدف دولت‌ها از این اقدام افزایش کارایی مؤسسه‌های مالی و تصحیح هرگونه تخصیص نادرست منابع مالی است (ختایی، ۱۳۷۸: ۸۲).

اقتصاددانانی مانند لاپورتا و دیگران (۱۹۹۹) از نیاز به اصلاحات دولت برای تأثیرگذاری بهتر توسعه بازارهای مالی در رشد اقتصادی سخن می‌گویند (Asamoah, 2003). ایشان حتی پا را از این فراتر نهاده و بر نقش سیاست‌های مالی (مالیات و مخارج)، مذهب و فرهنگ نیز در فرایند تأثیرگذاری توسعه بازار مالی در رشد اقتصادی تأکید می‌کنند. در این جا، به رابطه بین گسترش روابط تجاری کشورها و توسعه بازار مالی پرداخته‌ایم، متغیرهایی که هر دو در رشد اقتصادی مؤثرند. برای نمونه می‌توان به پژوهش‌های لویین (۱۹۹۳)، تورستن بک (۲۰۰۱) و لوچنکو (Andrei A. Levchenko, 2004) در این زمینه اشاره کرد. نکته تأمل‌برانگیز این‌که نتایج پژوهش اقتصاددانان معروفی مانند لویین و بک در این زمینه تفاوت تأمل‌برانگیزی با یک‌دیگر دارند. خصوصاً این‌که این دو محقق به نام، جهت علیت تأثیرگذاری این دو متغیر را متفاوت در نظر می‌گیرند. لویین تأثیر گسترش روابط تجاری بر توسعه بازارهای مالی را بررسی می‌کند، اما در مدل ارائه‌شده تورستن بک (Thorsten Beck) رگرسیون تأثیر توسعه بازارهای مالی بر توسعه روابط تجاری کشورها در یک مدل پنل دیتا مطالعه و ارزیابی می‌شود که در بخش‌های بعد بیش‌تر به آن اشاره می‌شود. به همین سبب بخش‌های بعد این مقاله به ترتیب ذیل بررسی خواهد شد:

در بخش دوم مروری بر مطالعات گذشته خواهیم داشت؛ در بخش سوم به ارائه مدل تئوریک می‌پردازیم؛ و نهایتاً در بخش چهارم با ارائه مدل‌سنجی به نتیجه‌گیری درباره بازارهای مالی و توسعه روابط تجاری خصوصاً در کشورهای نفت‌خیز (عضو اوپک) خواهیم پرداخت. در این جا در زمینه رابطه بین بازارهای مالی و رشد اقتصادی فقط به ذکر این مطلب اشاره می‌شود که بر اساس مطالعات لویین کشورهایی که بخش مالی بزرگ‌تر و توسعه‌یافته‌تری دارند ثروتمندتر می‌شوند و تجارت بین کشورهای مذکور با کشورهای فقیر به این منجر می‌شود تا بخش‌های اقتصادی کشورهای غنی رشد یابند و بازارهای مالی کشورهای فقیر و در حال گذر با کاهش تقاضا برای بخش مالی خود مواجه شوند.

## ۲. مروری بر مطالعات گذشته

از جمله مقاله‌های بسیار مهمی که در زمینه رابطه بین بازارهای مالی و توسعه تجاری و باز شدن اقتصاد ملاحظه می‌شود مقاله راجان و زینگالس (Rajan and Zingales, 1998) است که به نظر آن‌ها وقتی صنایع سطوح اتکای مالی گوناگونی به بازارهای مالی خارج از شرکت داشته باشند، این صنایع از مزیت‌های نسبی متفاوتی برخوردار خواهند بود. بینش کلیدی‌ای که در این زمینه وجود دارد این است که کشورهایی با سیستم‌های مالی بهتر و

منسجم‌تر تولید و صادرات کالاهایی را که نیاز بیش‌تری به منابع مالی خارج از شرکت دارند بهتر می‌توانند انجام دهند. لازمه این انسجام و گسترش فعالیت بازارهای مالی چیست تا این بخش اقتصاد بتواند سرویس بهتری به بخش حقیقی و مولد اقتصاد بدهد؟ در این زمینه از پژوهش لاپورتا و دیگران (۱۹۹۸) یاد کردیم. بر اساس پژوهش آن‌ها، ساختار سیستم حقوقی کشورها در توسعه و میزان اثرگذاری بازارهای مالی بر رشد اقتصادی نقش مهمی دارد. به نظر آن‌ها سیستم‌های حقوقی کشورها را عمدتاً می‌توان به چهار گروه طبقه‌بندی کرد: کشورهایی با سیستم حقوقی انگلستان، کشورهایی با سیستم حقوقی فرانسه، کشورهایی بر اساس سیستم حقوقی آلمان، و کشورهایی با پایه حقوقی کشورهای اسکاندیناوی. بر اساس این مطالعه، کشورهایی که بر پایه حقوق مدنی کشورهای انگلستان و آلمان پایه‌گذاری شده‌اند بیش از دیگران حقوق مدنی را رعایت کرده‌اند و زمینه رشد اقتصادی و گسترش بازارهای مالی را فراهم می‌کنند. راجان و زینگالس در مطالعه دیگری در سال ۲۰۰۳ به نام «تناقضات بزرگ در سیاست‌های توسعه بازارهای مالی در قرن بیستم» اشاره می‌کنند که از نظر تاریخی این سیستم حقوقی موروثی یکی از چندین مؤلفه‌هایی است که در توسعه بازارهای مالی مؤثرند. آن‌ها می‌گویند سیستم مالی یک کشور تحت شرایط اقتصادی آن کشور از جمله بخش خارجی قرار دارد.

از نظر لوچنکو (۲۰۰۴) اندازه تعمیق سیستم مالی، که یکی از شاخص‌های اندازه‌گیری آن میزان نسبی اعطای وام است، تابعی از تولید کل صناعی است که از نظر مالی نیازمند منابع مالی خارجی (خارج از شرکت) اند. طبیعی است که با افزایش و گسترش روابط تجاری، بنگاه‌ها تقاضا برای منابع مالی خارجی خود را افزایش می‌دهند و این تقاضا سبب ارائه تسهیلات بزرگ‌تری از سوی بازارهای مالی منسجم خواهد شد. لوین (۲۰۰۳) استدلال می‌کند که وقتی در کشور یا کشورهایی تقاضای شرکت‌ها برای منابع خارج از شرکت بیش از منابع داخلی آن‌هاست، تعمیق مالی تابع اندازه بازار است و باز شدن اقتصاد و گسترش تولید تقاضا برای منابع مالی خارجی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. خصوصاً زمانی که کشوری ثروتمند با کشوری در حال گذر و فقیر به توسعه روابط تجاری اقدام می‌کند به طور طبیعی تولید کالاهای وابسته به این منابع مالی افزایش می‌یابد و تعمیق سیستم مالی کشور ثروتمند متقابلاً سبب زوال سیستم مالی کشور فقیر می‌شود. نکته جالب توجه این‌که در مقابل تحقیقات مذکور، که بازار مالی را تابع گسترش روابط تجاری می‌دانند، بک (۲۰۰۰) و تعدادی از اقتصاددانان دیگر مانند هلنا سوارید (Helena Svaleryd, 2002) معتقدند که توسعه بازارهای مالی نیز می‌تواند محدودیت‌ها و

موانع تجاری آن را کاهش دهد و دست به برآورد تابع رگرسیونی با جهت علیت متفاوت بزند. ترستون بک نیز معتقد است، از نظر تئوریک کانالی انتقالی از بازار مالی به تراز تجاری صنایع وجود دارد و توضیح می‌دهد که بر اساس پژوهش کلت (۱۹۸۷) کشورهای با بازارهای مالی توسعه‌یافته نوعاً صنایعی دارند که اتکای زیادی به منابع مالی خارج از شرکت دارند و به همین سبب از مزیتی نسبی برخوردارند. به نظر ترستون بک تأثیر و علیتی از توسعه بازارهای مالی بر ساختار تجاری خصوصاً سهم صادرات از تولید ناخالص داخلی وجود دارد. او اضافه می‌کند که اگر تعمیق و توسعه بازارهای مالی بر ساختار تجاری کشورها را بپذیریم، اهمیت توسعه بخش مالی و توسعه اقتصادی تأثیر مضاعفی در رشد اقتصادی خواهد داشت. بنابراین، مداخله و اصلاحات در بازارهای مالی برای سیاست‌گذاران اهمیتی دوچندان خواهد یافت.

جاناتان تمپل (Jonathan Temple, 2005) توضیح جالبی برای این تفاوت معنادار مطالعات انجام‌شده ارائه می‌دهد. او استدلال می‌کند که تجارت و بازارهای مالی در دو مسیر متفاوت با یکدیگر مرتبطند: یکی از سوی عرضه و دیگری از جانب تقاضا. به این معنا که از یک سو بر اساس تحلیل راجان و زینگالس (۲۰۰۳) با گسترش روابط تجاری می‌توان سبب بهبود عرضه منابع مالی و توسعه و تعمیق این بازارها شد. هم‌چنان که مثلاً تحت برنامه نفتا در بعضی کشورهای امریکای جنوبی مانند شیلی و مکزیک تجدید ساختار و سرمایه‌گذاری صنایع تقاضا برای منابع مالی را افزایش داد و سبب توسعه بازارهای مالی شد. از سوی دیگر، هم‌چنان که سوالرید (۲۰۰۲) تأکید می‌کند توسعه روابط تجاری بدون بهبود بازارهای مالی میسر نیست.

در ادامه، ضمن اشاره مختصری به تئوری‌های موجود، با ارزیابی مدلی تجربی بر اساس داده‌های پنل دیتا این بحث را دنبال خواهیم کرد.

### ۳. مروری بر مباحث و مدل تئوریک

هم‌چنان‌که در پژوهش تمپل (۲۰۰۵) اشاره شد، رابطه توسعه بازار مالی و گسترش روابط تجاری را می‌توان از دو سوی عرضه و تقاضا نگریست. در پژوهش‌های معتقدان به هر دو گروه می‌توان مبانی تئوریک قابل ملاحظه‌ای را یافت. بر این اساس، ابتدا با نگاهی به مدل ارائه‌شده از سوی لوچنکو تأثیر توسعه روابط تجاری را بر توسعه بازارهای مالی بررسی می‌کنیم و سپس با اقتباس از مدل تئوریک ترستون بک مختصراً به چگونگی تأثیرگذاری

توسعه و تعمیق بازار مالی در گسترش روابط تجاری خواهیم پرداخت و برای بررسی بیش تر خوانندگان را به مقالات مربوط ارجاع می دهیم.

### ۱.۳ بررسی مبانی تئوریک تأثیر گسترش روابط تجاری در توسعه بازارهای مالی

لوچنکو بیان می کند که، اقتصادی را با سه نوع کالا (یک نوع کالای نهایی و دو نوع کالای واسطه‌ای) و دو عامل تولیدی کار و ثروت در نظر بگیرید که با آن‌ها نوعی کالای نهایی آماده مصرف و تابع مطلوبیت برای بنگاه اقتصادی به دست می آید. کالای نهایی را به صورت عددی شمارش می کنیم و آن را با قیمت معادل یک نرمالیز می کنیم. محدوده زمانی ما فاصله صفر و یک را در بر می گیرد. در زمان  $t=1$ ، کالای نهایی با دو کالای واسطه‌ای تولید می شود و یک تابع تولید کاپ داگلاس به صورت ذیل خواهیم داشت:

$$\pi = AK_1^\alpha K_2^{1-\alpha}$$

اگر قیمت کالاهای واسطه‌ای با  $P_1$  و  $P_2$  مشخص شوند، حداکثر سود برای کالاهای نهایی در زمان  $t=1$  از روابط:

$$P_1 = \alpha A \left[ \frac{K_2}{K_1} \right]^{1-\alpha} \quad P_2 = (1 - \alpha) A \left[ \frac{K_1}{K_2} \right]^\alpha$$

به دست می آید (بر اساس شرط حداکثرسازی سود و برابری قیمت عوامل تولید با ارزش تولید نهایی آن‌ها).

فرض کنید تأمین کالای واسطه‌ای اول به منابع مالی نیازمند باشد، در حالی که تهیه کالای دوم به منابع خارجی نیازی نداشته باشد. کارفرمایان تصمیماتی را برای تهیه هر یک از دو کالای واسطه‌ای در زمان  $t=0$  اتخاذ می کنند و تولید در دو بخش در فاصله زمانی  $t \in [0,1]$  رخ می دهد. با توجه به این که کالای واسطه‌ای دوم نیازمند منابع مالی خارجی نیست، فرض کنید تولید یک واحد کالای واسطه‌ای دوم نیازمند یک واحد نیروی کار است. در این صورت اگر بازدهی تولید را در هر زمان با  $R$  نمایش دهیم، یک جریان پایدار بازدهی به صورت  $R \cdot dt$  برای بنگاه وجود دارد که بر اساس آن بازده و تولید کل به دست آمده از طریق فقط یک واحد نیروی کار از فرمول ذیل به دست می آید:

$$R = \int_0^1 R dt$$

فرض کنید یک واحد تولید کالای واسطه‌ای، یک نیازمند، یک کارفرما، و  $c$  واحد ثروت باشد. سپس هر کارفرما تعدادی از پروژه‌ها را در بین دوره‌های صفر و یک مدیریت می کند.

حال اگر کارفرمایان با شوک نیاز به نقدینگی در طی دوره  $t$  و  $t+dt$  به میزان  $Ldt$  روبه‌رو شوند، به طوری که به احتمال پنجاه درصد  $L_t=L$  و به احتمال پنجاه درصد  $L_t=-L$  باشد، اگر شوک نقدینگی مثبت یا نیاز به نقدینگی تأمین شود، اجرای پروژه بازدهی‌ای به میزان  $Rdt$  ایجاد خواهد کرد و در غیر این صورت میزان بازدهی برابر صفر خواهد شد. حال اگر بازدهی در زمان  $t$  برای کارفرمای  $i$  ام به صورت  $R_t^i$  نمایش داده شود، بازدهی و کل محصول تولیدی از این کارفرما برابر است با:

$$R^i = \int_0^1 R_t^i dt$$

بنگاه‌ها و کارفرمایانی که با شوک نقدینگی منفی مواجه‌اند (بنگاه‌های گروه دوم) می‌توانند از فعالان اقتصادی‌ای که با شوک مثبت مواجه‌اند (گروه یک) در طی دوره صفر قرض بگیرند و در دوره یک با کسب بازده  $r \geq 0$  آن را پرداخت کنند. فرض کنید در بخش یک کارفرما را مشخص کنیم، در این صورت کل نقدینگی به صورت ذیل در این بخش قابل ارائه است:

$$\Delta_t = \sum_{i \in 0}^n L_t^i$$

فعالان اقتصادی که نقدینگی مازاد دارند به آن‌هایی که با کسری نقدینگی مواجه‌اند با بهره  $r$  وام می‌دهند. در حالی که یک شوک نقدینگی مثبت وجود دارد ( $\Delta \geq 0$ ). نرخ بهره به صفر میل می‌کند و هیچ پروژه‌ای بدون نقدینگی نخواهد بود. اما اگر یک شوک منفی در مجموع به وجود آید، یک کسری ( $\gamma_t$ ) از پروژه‌ها تأمین نقدینه می‌شوند و بعضی برای تأمین نقدینگی نیاز به وام دارند. در این صورت نرخ بهره بالا می‌رود تا این که قرض‌دهندگان تمام مازاد و منافع پروژه را به خود اختصاص دهند. این منعکس می‌کند که کسری از بنگاه‌ها نمی‌توانند به منابع مالی خارج از شرکت دسترسی پیدا کنند.

حال فرض کنید در یک اقتصاد فرضی بسته قرار داریم و بنگاه‌های درون یک کشور را نرمالایز کرده‌ایم و با عدد یک نمایش می‌دهیم و کل ثروت در این اقتصاد با  $W$  نمایش داده می‌شود. در عین حال، فرض کنید هزینه فرصت این ثروت برابر صفر باشد، در این صورت دو امکان وجود خواهد داشت: یکی این که در تولید کالای واسطه‌ای یک به تمام ثروت موجود نیاز داشته باشیم که در این صورت نرخ بهره مثبت خواهد شد ( $r \geq 0$ ) و دیگر این که در تولید کالای واسطه‌ای یک بنگاه تمام ثروت را استفاده نکند که در این صورت نرخ بهره صفر خواهد بود.

فرض کنید دو کشور شمال (N) و جنوب (S) وجود دارند به طوری که کالای مصرفی نهایی قابل مبادله نیست و فقط کالاهای واسطه‌ای یک و دو می‌توانند بدون هزینه مبادله شوند. برای سادگی فرض کنید هر دو کشور به یک واحد نیروی کار دسترسی دارند، اما سطوح ثروتشان با یکدیگر متفاوت است. مثلاً فرض کنید ثروت کشور شمال از ثروت کشور جنوب بیشتر باشد یعنی  $W_S < W_N$ . هم‌چنین فرض می‌کنیم در یک خودکفایی اقتصادی کشور شمال ثروتمند است و کشور جنوب با محدودیت ثروت مواجه است. تفاوت در دسترسی به ثروت یک مزیت نسبی رقابتی ایجاد خواهد کرد. آن هم در شرایطی که هر دو به یک تکنولوژی دسترسی دارند. در این شرایط کشور شمالی در تولید کالاهای واسطه‌ای، که نیازمند منابع مالی است، متخصص خواهد شد. اما کشور جنوب به واسطه محدودیت ثروت نمی‌تواند چنین امری را محقق گرداند (لوچنکو، ۲۰۰۴: ۵).

### ۲.۳ بررسی مبانی تئوریک تأثیر توسعه بازارهای مالی در توسعه روابط تجاری و باز شدن اقتصاد

ترستون بک (۲۰۰۰) یک مدل نظری را توضیح می‌دهد که بر اساس آن توسعه مالی تصمیمات تولیدی و ساختار تجارت بین‌المللی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این مدل بر نقش تأمین مالی در تجهیز پس‌اندازها و تسهیل پروژه‌های با مقیاس بزرگ و بازدهی بالا تمرکز می‌کند. او دو نوع صنعت را برای نمونه در نظر می‌گیرد: یکی صنایع تولید مواد غذایی با بازده نسبت به مقیاس ثابت و دیگری تولیدات صنعتی با بازده نسبت به مقیاس فزاینده. در این تحقیق نیز برای سادگی دو دوره زمانی در نظر گرفته شده است. بنگاه‌های جوان سرمایه خود را در دوره نخست برای راه‌اندازی بنگاه به کار می‌بندند و در دوره بعدی درآمد خود را بین مصرف و پس‌انداز توزیع می‌کنند. ترستون بک توضیح می‌دهد که تمام بنگاه‌ها یک رجحان برنامه‌ریزی شده زمانی برای مصرف و یک عامل تنزیل ذهنی دارند که با استفاده از آن‌ها سعی می‌کنند توابع مطلوبیت خود را حداکثر کنند. نکته مهم این است که قبل از تولید، کارفرمایان و واسطه‌ها قراردادهای وام و بدهی و حتی قرارداد پوشش ریسک بیمه‌ای خود را با کمک بیمه‌گران منعقد خواهند کرد. سپس تولید صورت خواهد گرفت و با فروش و صادرات انجام‌شده بدهی‌ها پرداخت می‌شوند. طبیعی است که در این حالت هزینه بهره بر هزینه تولید و قیمت تمام‌شده و فروش کالا اثر می‌گذارد و توسعه صادرات و محدودیت آن را ایجاد خواهد کرد. اندازه



وام بستگی به دارایی شرکت خواهد داشت و حتی پس از قرارداد ممکن است قرارداد به واسطه کمی مقدار تولید و محصول مورد بازبینی قرار گیرد. مقدار بهینه وام و قرارداد بدهی از دید کارفرما در داخل تحلیل ارزش‌های انتظاری حداکثرسازی تابع سود برای او مشخص و تعیین می‌شود. باید توجه داشت که وام‌ها معمولاً در ازای سپرده‌هایی که به آن‌ها یک بهره ناخالص مانند  $R$  تعلق می‌گیرد پرداخت خواهند شد. کارفرمایان پس از مقایسه بازدهی انتظاری هر واحد سرمایه‌گذاری شده با هزینه بهره ایجادشده مقدار وام بهینه خود را تعیین می‌کنند. این مقدار وام در عین حال از نظر واسطه مالی با دارایی کارفرما نیز ارتباط خواهد داشت. ترستون بک توضیح می‌دهد که تولیدکنندگان هر دو بخش تولیدات غذایی و صنعتی همیشه تولید با وجود وام و بدهی را به تولید با استفاده از منابع داخلی ترجیح می‌دهند. به دیگر سخن، آن‌ها کار کردن با منابع مالی دیگران و کسب سود با سرمایه آنان را بر استفاده از منابع داخلی (البته به شرط کسب سود) ترجیح می‌دهند. کارفرمایان حتی ممکن است تلاش کنند تا سطح تولید را به بالاتر از فرصت‌های تولید موجود نیز افزایش دهند. این موضوع خصوصاً در بخش تولیدات صنعتی و بالا بردن سهم بدهی در آن نمود بیش‌تری دارد.

وجود بازارهای مالی توسعه‌یافته‌تر سبب می‌شود هزینه تأمین مالی و جست‌وجو برای تأمین آن کاهش یابد و بازدهی کارفرمایان در بخش صنعتی را نسبت به تولیدات صنایع غذایی، که بازده نسبت به مقیاس ثابت دارند، افزایش دهد و این به‌خودی‌خود سبب می‌شود که آن‌ها از یک سطح بالاتر منابع مالی استفاده کنند و در نتیجه سرمایه فیزیکی‌ای که آن‌ها می‌توانند در مقیاس اقتصادی‌شان به کار اندازند بالاتر خواهد بود.

بحث ما تا این‌جا در یک اقتصاد بسته بود. حال دنیایی را در نظر بگیرید که دو کشور با ترجیحاً تکنولوژی و شرایط اقتصادی مشابه وجود دارند و فقط در یک اقتصاد باز سطوح توسعه بازارهای مالی آن‌ها با یک‌دیگر تفاوت می‌کند. هیچ محدودیت تجاری‌ای وجود ندارد و تولیدکنندگان داخلی و خارجی می‌توانند انواع متفاوتی از کالاهای صنعتی و غذایی را تولید کنند. در این صورت، کارایی بخش مالی نسبت به باقی‌مانده این دنیای فرضی مزیت نسبی اقتصادها را و حتی ترکیب تجارت را تعیین می‌کند. یعنی در دنیای فرضی ما، اگر هر چیز دیگر یک‌سان بماند و فقط واسطه‌های مالی داخلی یک کشور با هزینه جست‌وجوی بالاتر تأمین مالی نسبت به کشور یا باقی‌مانده جهان روبه‌رو شوند، کشور مورد بحث ما که هزینه تأمین مالی بالاتری دارد یک صادرکننده غذا و یک واردکننده خاص کالاهای صنعتی خواهد شد. از نظر بک (۲۰۰۰) این نتیجه مشابه با پیش‌بینی‌های مدل

تجارت ریکاردویی است. سیستم مالی خوب توسعه یافته در یک کشور به مزیت تکنولوژیکی در تولید کالاهای صنعتی منجر شده و مزیت نسبی در تولید کالاهای صنعتی به دست می‌آورد و سهم صادرات و تراز تجاری خود را افزایش می‌دهد. برعکس، کشورهایی که هزینه بالای تأمین اعتبار برای بنگاه‌های اقتصادی دارند یا سهمیه بندی اعتباری ایجاد می‌کنند واردکننده کالاهایی اند که به تولید آنها نیاز دارند و تولید آنها نیازمند منابع مالی خارج از بنگاه‌هاست. این کشورها صادرکننده کالاهایی اند که هیچ نیازی به منابع مالی خارج از بنگاه‌ها ندارند.

ملاحظه می‌شود که رابطه توسعه بازارهای مالی و گسترش روابط تجاری در اقتصاد از دیدگاه عرضه و تقاضا با یکدیگر متفاوت است. به همین سبب در بخش بعدی تلاش می‌شود رابطه توسعه مالی و تجارت را در یک دوره زمانی مشخص در یک مدل رگرسیونی ارزیابی و این بررسی‌ها را درباره کشورهای نفتی عضو اوپک بازسنجی کنیم.

#### ۴. بررسی توسعه بازارهای مالی و گسترش روابط تجاری کشورها

به منظور بررسی رابطه توسعه بازارهای مالی (financial development) و گسترش روابط تجاری از شاخص‌های گوناگون برای ارزیابی وضعیت هر یک از آنها استفاده می‌شود. مثلاً برای ارزیابی توسعه روابط تجاری و میزان باز شدن اقتصاد کشورها از شاخص‌های گوناگون استفاده می‌شود. مهم‌ترین شاخص‌های مورد استفاده در این زمینه عبارت‌اند از:

- نسبت صادرات به تولید ناخالص داخلی؛
- نسبت واردات به تولید ناخالص داخلی؛
- نسبت تراز پرداخت‌ها به تولید ناخالص داخلی؛
- نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی؛
- نسبت واردات به جمعیت.

آمارهای به دست آمده از بانک جهانی برای سال‌های ۱۹۷۰ تا ۲۰۱۲ در منطقه اروپا و میانگین جهانی نشان می‌دهد که روند نسبت صادرات به تولید ناخالص داخلی این منطقه بر خلاف نوسانات موجود، از رشد قابل ملاحظه‌ای برخوردار بوده است. از سوی دیگر، روند نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی نیز در همین دوره در منطقه اروپا و متوسط جهانی نیز از روند رو به رشد مشابهی برخوردار بوده است.

(رجوع به ضمیمه). بنابراین، یک هم‌بستگی لاقط ظاهری بین شاخص روابط تجاری و گسترش بازارهای مالی در طی زمان مورد بحث دیده می‌شود.

در بررسی توسعه بازارهای مالی نیز از شاخص‌های متفاوتی استفاده می‌شود. بعضی از مهم‌ترین شاخص‌های ارزیابی تعمیق و توسعه بازارهای مالی عبارت‌اند از:

- نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی؛
- نسبت بدهی‌های نقدینه سیستم مالی به تولید ناخالص داخلی؛
- نسبت دارایی‌های بانک‌های تجاری به مجموع دارایی‌های بانک‌های تجاری و بانک مرکزی؛
- نسبت ارزش سهام ثبت‌شده در بازار سرمایه به تولید ناخالص داخلی؛
- نسبت ارزش سهام مبادله‌شده به ارزش بازار سرمایه.

هریک از این شاخص‌ها بازارهای مالی را فقط از یک دید خاص بررسی می‌کند. مثلاً یک شاخص فقط میزان اعطای وام به بخش خصوصی را ملاک تعمیق مالی قرار می‌دهد. شاخص دیگر وضعیت توسعه بازارهای سهام را مورد توجه قرار می‌دهد. بنابراین، ترکیب این شاخص‌ها، که هرکدام یکی از ابعاد بازارهای مالی را مورد توجه قرار می‌دهند، برای محققان از اهمیت ویژه‌ای برخوردار شده است. این مسئله ممکن است بتواند به کم کردن خطاهای اندازه‌گیری و مسائل مربوط به آن کمک کند.

## ۵. روش مؤلفه‌های اصلی (principle component analysis (P.C.A))

این روش تحلیل به بیان ساختار واریانس — کواریانس با کمک چند ترکیب خطی از متغیرهای اصلی مؤثر می‌پردازد و اهداف اصلی آن عبارت‌اند از: کاهش حجم داده‌ها و تغییر و تفسیر آن‌ها. فرض کنید برای مطالعه یک سیستم  $p$  مؤلفه مورد نیاز است و این روش سعی می‌کند تا با ترکیب خطی تعدادی از آن‌ها و به دست آوردن تعداد کم‌تری مثلاً  $k$  مؤلفه به تبیین مدل بپردازد. تحلیل مؤلفه‌های اصلی درحقیقت وسیله‌ای برای رسیدن به هدف و برآورد و محاسبه آن‌ها به‌خودی‌خود هدف نیست. مؤلفه‌های اصلی، که از ترکیب مؤلفه‌های دیگر به دست می‌آیند، خود می‌توانند ورودی‌های یک رگرسیون چندگانه را تشکیل دهند (نیرومند، ۱۳۸۲: ۸۷).

بر اساس این متد و نرم‌افزار  $eviews$  مؤلفه‌های اصلی را برای شاخص‌های تعمیق بازارهای مالی از ترکیب شاخص‌های فردی به کاررفته و بحث‌شده به دست آوردیم. در ادامه با استفاده از آن مدل پنل دیتای خود را اجرا خواهیم کرد.

## ۶. برآورد مدل پنل دیتا

قبل از ارائه مدل تجربی ابتدا بد نیست در خصوص شاخص‌های به‌کاررفته برای بررسی بازارهای مالی و باز بودن اقتصاد توضیحاتی ارائه کنیم. در ابتدا به عنوان شاخص بازار مالی به پیروی از پژوهش جاناتان تمپل (۲۰۰۵) ترکیب‌های گوناگونی از شاخص‌های مربوط به بازارهای مالی مورد توجه قرار گرفت و نهایتاً با استفاده از روش مؤلفه‌های اصلی شاخص ترکیبی به نام FDEPTH، که از ترکیب شاخص‌های ذیل به دست می‌آید، به مثابه شاخص توسعه بازار مالی مورد توجه قرار گرفت:

- نسبت اعتبارات مؤسسات مالی (بانکی و غیربانکی) به تولید ناخالص داخلی؛
- نسبت دارایی‌های بانک‌های تجاری به مجموع دارایی‌های بانک‌های تجاری و بانک مرکزی؛
- نسبت ارزش سهام مبادله‌شده به تولید ناخالص داخلی؛
- نسبت ارزش سهام مبادله‌شده به ارزش بازار سرمایه؛

در بررسی گسترش روابط تجاری و باز شدن اقتصاد نیز شاخص‌های گوناگونی مورد توجه قرار می‌گیرند. اما مهم‌ترین شاخص‌هایی که در این زمینه مورد توجه محققان قرار می‌گیرد شاخص نسبت مجموع ارزش صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی (openc) است.

آمار و اطلاعات مربوط به توسعه بازارهای مالی را از سایت اطلاعات ساختار مالی معرفی شده از طریق ترستون بک برای دوره ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۲ برای ۶۷ کشور دنیا به دست آوردیم (Financial Structure Database=F.S.D). اطلاعات مربوط به شاخص توسعه روابط تجاری و باز شدن اقتصاد را نیز از سایت PWT (نسخه ۷/۲) به دست آوردیم که مربوط به دانشگاه پنسیلوانیای امریکاست.

داده‌ها به شکل داده‌های بانک جهانی و بسیاری از مطالعات اقتصادی برای میانگین‌های پنج‌ساله محاسبه شد تا احتمال کسب نتایج منحرف و نامعتبر در افق‌های زمانی کوتاه کم‌تر شود و تأثیر خطاهای اندازه‌گیری را کاهش دهد.

در این تحلیل تاکنون دو متغیر مهم مورد توجه قرار گرفته است: openc و depth به منزله شاخص توسعه بازار مالی و گسترش روابط تجاری است. سایر متغیرهای مورد توجه بر اساس مطالعات لوچنکو و تمپل به ترتیب تولید ناخالص داخلی سرانه income یا rgdpch شاخص توسعه انسانی hum و متغیرهای دیگر متغیرهای دامی نمایان‌گر

چهارچوب حقوقی کشورهاست که به پیروی از اثر لاپورتا و دیگران (۱۹۹۳) طراحی شده است و اطلاعات مربوط به آن از سایت Global Development Network Database قابل دسترسی است.

## ۷. بررسی مانایی متغیرها

روش‌های معمول مانایی دیکی فولر و فیلیپس پرون بر اساس ارزیابی‌های انجام‌شده در جدول ذیل آمده‌اند:

جدول ۱. بررسی مانایی

Variables	آماره	
	ADF	PP
بر اساس مقادیر تفاضلی مرتبه اول		
Fdepth	۵/۱	۸۹
Openc	۵/۹	۱۰۵
Income	۴/۳	۴۹
inf	۳/۴	۲۷
hum	۳/۱	۳۶

بر این اساس، متغیر تولید ناخالص داخلی سرانه و متغیر گسترش و توسعه روابط تجاری در سطح نامانا بودند. اما در تفاضل مرتبه اول مانا ملاحظه شدند. اکنون آماره F لیمر را برآورد می‌کنیم و از آنجا که مقدار محاسباتی از مقدار جدول بزرگ‌تر است، به الگوی پنل دیتا توجه داده شد. آمارهای مربوط به هر کشور به دوره زمانی پنج‌ساله تفکیک شدند و از میانگین هر دوره پنج‌ساله استفاده شد.

## ۸. روش تحقیق و تخمین مدل

بر اساس آنچه تا کنون ذکر شد ما با دو دسته مطالعات درباره رابطه بین توسعه بازارهای مالی و گسترش روابط تجاری مواجه‌ایم که یکی از سوی عرضه و دیگری از سوی تقاضا به رابطه بین بازارهای مالی و باز شدن اقتصاد توجه کرده‌اند. از آنجایی که برآورد آزمون علیت گرنجر چهارچوب رگرسیونی ما مطابق با پژوهش لوچنکو (۲۰۰۴) و جانانان تمپل (۲۰۰۵) را تأیید کرد، که در ذیل نتایج آن خواهد آمد، مدل برآوردی شکل کلی ذیل را دارد:

$$Finance = \alpha + \beta \log(openness) + f(controls) + \varepsilon$$

که در آن متغیر finance همان شاخص توسعه بازارهای مالی depth است. شاخص گسترش روابط تجاری و باز شدن اقتصاد نیز همان شاخص openc است که به شکل لگاریتمی‌اند. سایر متغیرهای توضیحی به ترتیب تولید ناخالص داخلی سرانه income، شاخص توسعه انسانی hum، و متغیرهای دیگر متغیرهای دامی نشان‌دهنده چهارچوب حقوقی کشورهاست که به پیروی از اثر لاپورتا و دیگران طراحی شده است.

رگرسیون مورد بحث برای دو گروه از کشورها مورد ارزیابی قرار گرفت. یکی کشورهای ثروتمند و دیگری کشورهای در حال گذر که نتایج برآورد مدل در جدول ذیل قابل ملاحظه است. بر اساس نتایج به دست آمده گسترش روابط تجاری و باز بودن اقتصاد بر اساس شاخص‌های مورد استفاده بر توسعه بازارهای مالی در کشورهای ثروتمند تأثیر معناداری دارد. اما همین بررسی برای کشورهای منطقه خاورمیانه تأثیر معنادار قوی را نشان نمی‌دهد و این مطلب همان مبانی نظری بحث‌شده را تأیید می‌کند که می‌گوید کشوری که هزینه بالاتر تأمین اعتبار برای بنگاه‌های اقتصادی دارد یا سهمیه‌بندی اعتباری ایجاد می‌کند واردکننده کالاهایی است که به تولید آن‌ها نیاز دارد و تولید آن‌ها نیازمند منابع مالی خارج از بنگاه‌هاست.

جدول ۲. خلاصه برآورد تابع رگرسیونی برای کشورهای ثروتمند

Dependent variable: Fdepth	Coefficient	t.statics	Prob
c	۱/۳۲	۲/۰۴	۰/۰۰۱۷
Openc. <sub>1</sub>	۰/۰۵۴	۳/۲۵	۰/۰۲۷
Openc. <sub>1</sub> . income. <sub>1</sub>	۰/۰۷	۲/۴۷	۰/۰۸۱
HUM-	۰/۰۰۰۴۱	۲/۷۱۲	۰/۰۹۹۸
l-uk	۰/۰۱۳۵	۲/۸۱	۰/۰۶۹
l-fr	۰/۰۵۵	۳/۹	۰/۰۵۸
l-ge	۰/۰۴	۱/۹۹۸	۰/۰۳۴
Inf-	-۰/۰۲۲	۲/۱	۰/۰۰۴
N=27		F=172	D-W=1/9
Granger causality p-value	۰/0۰۳	Hausman test	۳۴۷

در جدول مذکور HUM شاخص توسعه انسانی است که از مرجع آمارهای بانک جهانی به دست آمده است. OPENC مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی است و L-UK، L-FR، و L-GE متغیرهای دامی برای قوانین حقوقی کشورهای انگلیس،

فرانسه، و آلمان است. قابل توجه است که آماره مربوط به بررسی معناداری تفاوت بین واحدهای مطالعاتی در الگوی پنل دیتا نیز برقراری fixed effect را تأیید می‌کند ( $f=267$ ) و در نهایت این که شاخص  $inf-?$  متغیر تورم است.

جدول ۳. خلاصه نتایج برآورد تابع رگرسیونی برای کشورهای منطقه خاورمیانه و شمال افریقا

Dependent variable: Fdepth	Coefficient	t.statics	Prob
c	۳/۸	۴/۲۲	۰/۰۰۰۱
Openc-1	۰/۲	۱/۶۴	۰/۱۳
Openc-1 . income-1	۰/۰۰۰۱۱	۱/۳۱	۰/۳۰۹
L-oil	۰/۲۹	۲/۹۷	۰/۰۰۳۲
HUM	۰/۰۳۵	۱/۰۹۷	۰/۲۹
Inf-?	۰/۳۵۲	۲/۰۱	۰/۰۰۱۹
N=17	$R^2=۰/۸۶$	F=۸۹	D-W=۱/91

بسیاری از روابط اقتصادی ماهیتی پویا دارند و یکی از مزایای مدل پنل این است که می‌تواند این پویایی‌ها را بررسی کند. در ذیل تخمینی از مدل گشتاورها بر اساس متغیرهای مدل ارائه شده است که بر اساس آن متغیر وابسته تابعی تأخیردار بر اساس مدل تفاضلی مرتبه اول است.

جدول ۴. خلاصه نتایج برآورد تابع رگرسیونی برای کشورهای جهان

Method: G.M.M.		
Dependent variable: Fdepth	Coefficient	t.statics
Fdepth-1	۱/۸	۴/۳۲
Fdepth-2	۲/۶	۱/۹۸
Openc-1	۰/۶۸	۲/۳۷
Inf-?	-۰/۵۸	۲/۱۰
Granger causality p-value	۰/۰۰۱۶	

## ۹. نتیجه‌گیری

مطالعه انجام شده نشان می‌دهد که مبانی تئوریک تحلیلی مبنی بر وجود رابطه بامعنا بین توسعه و باز شدن اقتصاد با توسعه بازارهای مالی خصوصاً برای کشورهای ثروتمند بامعناست. اما این معناداری برای کشورهای منطقه خاورمیانه شکل دیگری است. برای

توضیح چرایی این مفهوم و تأیید تجربی نتایج به دست آمده برای منطقه نفت خیز خاورمیانه، که بازارهای مالی آن‌ها عمدتاً بانک‌محورند، به توضیح ذیل توجه کنید.

بر اساس مدل‌سنجی لوچنکو توسعه مالی و باز شدن اقتصاد با یکدیگر ارتباط دارند. اگر مدل را بر اساس مدل گشتاورها نیز برآورد کنیم، نتایج حاکی از وجود رابطه بین این دو متغیر در کشورهای ثروتمند است. بد نیست به بعضی آمارها نگاهی بیندازیم. مثلاً برای کشورهای منطقه منایکی از موانع اصلی دسترسی به منابع تأمین مالی فعالیت شرکت‌هاست. مطالعات و گزارش‌های گوناگون حتی در مطالعه لوچنکو نشان می‌دهد که در منطقه منای شرکت‌ها و واحدهای اقتصادی نیازمند منابع مالی خارج از شرکت‌اند (این مطلب را با نتایج مباحث تئوریک ما مقایسه کنید. نتیجه این است که به دلایل متعدد این کشورها واردکننده تکنولوژی و صادرکننده مواد غذایی و منابع طبیعی می‌شوند).

چنان‌که جدول ذیل نشان می‌دهد، میزان حساب‌های پس‌انداز کم‌تر از متوسط جهان و نسبت وام‌های نیازمند به وثیقه بالاترین در جهان است. بنابراین، تحول در سیاست‌ها و روابط تجاری نیاز به تحول سیستم مالی را ایجاد خواهد کرد. پژوهش دیگری از این‌جانب با عنوان «بررسی تطبیقی بازارهای مالی کشورهای خاورمیانه و منطقه منا» نشان می‌دهد که عمق بازارهای مالی این کشورها نسبت به شرایط اقتصادی آن‌ها از لحاظ بیمه بورس و بانک مناسب نیست. بنابراین، توسعه هدفمند روابط تجاری و تحول بازار مالی می‌تواند تحرک خاصی در این زمینه ایجاد کند.

جدول ۵. وضعیت بهره‌مندی شرکت‌ها از منابع مالی در منطقه منا

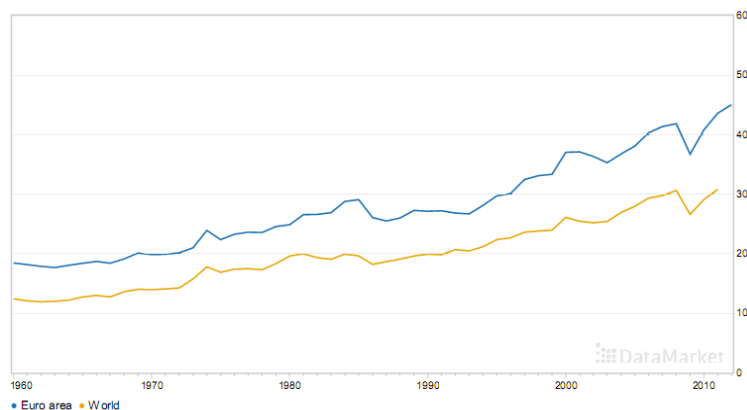
عنوان	متوسط جهانی	شرق آسیا	اروپای شرقی و آسیای مرکزی	امریکای لاتین	منا	صحرای افریقا
درصدی از شرکت‌ها با یک حساب پس‌اندازی	۸۸	۹۰	۹۱	۹۳	۷۶	۸۷
درصدی از شرکت‌ها با یک وام یا حساب اعتباری	۳۶	۴۱	۴۳	۴۸	۲۷	۲۲
درصدی از وام‌های نیازمند وثیقه	۷۸	۷۸	۸۱	۷۲	۸۵	۸۰
نسبت ارزش وثیقه مورد نیاز برای وام، به ارزش کل وام	۱۶۵	۱۷۳	۱۳۶	۱۹۷	۱۵۶	۱۶۰
درصدی از شرکت‌ها که بی‌نیاز به وام‌اند	۴۰	۴۲	۴۰	۴۲	۴۲	۳۵
درصدی از شرکت‌ها که وام‌های موجود را رد کردند	۱۹		۲۶/۴		۲۹	۱۸



۱۵	۱۰	۳۳	۳۶	۲۸	۲۶	درصدی از شرکت‌ها که با منابع مالی بانکیها سرمایه‌گذاری کردند
۷۹	۷۸	۶۳	۶۰	۶۵	۶۹	درصدی از شرکت‌ها که با منابع مالی داخلی سرمایه‌گذاری کردند
۱۰	۱۱	۲۰	۲۳	۱۹	۱۷	درصدی از سرمایه‌گذاری‌های تأمین مالی شده با بانکیها
۲/۲	۲	۴	۹	۵	۵	درصدی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده با حقوق سهام یا فروش سهام

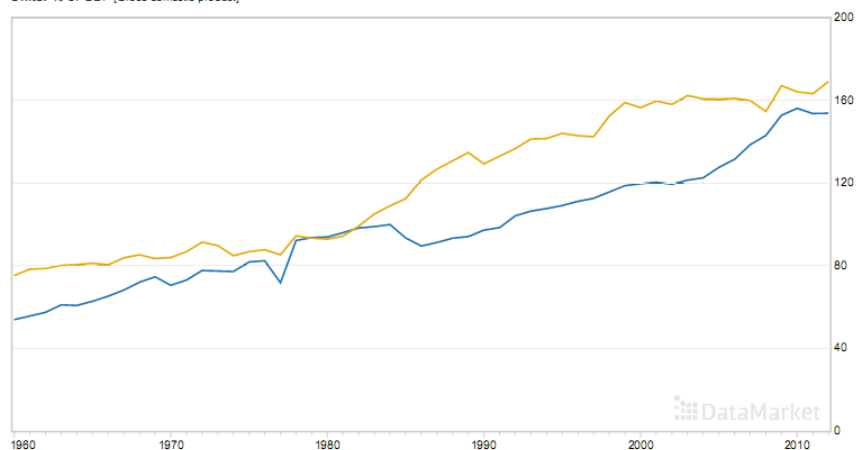
Source: IFS 2011

Exports of goods and services (% of GDP)[Edit]



Domestic credit provided by banking sector (% of GDP)[Edit]

Units: % of GDP (Gross domestic product)



## منابع

- احسانی، محمدعلی (۱۳۸۳). *واسطه‌های مالی و رشد اقتصادی*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- برانسون ویلیام اچ (۱۳۷۶). *تئوری و سیاست‌های اقتصاد کلان*، ترجمه عباس شاکری، تهران: نشر نی.
- بریگاموستون (۱۳۸۳). *مدیریت مالی*، ترجمه حسین عبده تبریزی و پرویز مشیرزاده، تهران: آگاه.
- ختایی، محمود (۱۳۷۸). *گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- صمدی، سعید و خدیجه نصرالهی (۱۳۸۶). «بررسی رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی»، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی*، س ۶، ش ۳.
- فقهی کاشانی، محمد (۱۳۸۶). *تکمیل نهادهای مالی در کشور*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- مانی، کامران، جمشید پژویان و تیمور محمدی (۱۳۹۰). «بررسی تأثیر مالیات‌ها بر رابطه بازارهای مالی و رشد اقتصادی»، *پژوهش‌نامه اقتصادی*، س ۱۱، ش ۳.
- ArshadKhan, M. (2007). "Trade Liberalisation, Financial Development and Economic Growth", *Pakistan Institute of Development Economics*.
- Asamoha, S. (2003). "Essay on Institutional Development, Financial Development and Economic Growth", Binghamton University, State University of New York.
- Beck, T. (2000). "Financial Development and International Trade. Is There a Link?", *The World Bank*.
- Chimobi, O. P. (2010). "The Causal Relationship among Financial Development, Trade Openness and Economic Growth", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 2, No. 2.
- Huang, Y. and T. Janathan (2005). "Does external trade promote financial development?", Department Of Economics University of Bristol, 05/575.
- Isham, J. et al. (2005). "The Varieties of Resource Experience: Natural Resource Export Structures and the Political Economy of Economic Growth", *The World Bank Economic Review*, Vol. 19, No. 2.
- La Porta, R. et al. (1999). "Investor Protection: Origins, Consequences and Reform", *The World Bank, Financial Sector Discussion paper*, No.1
- Leibivici, F. (2013). "Financial Development and International Trade", New York University.
- Levchenko, A. and Q. Do (2004). "Trade and Financial Development", *The World Bank*, wps 3347.
- Levin, R. and S. Zervos (1998). "Stock markets, banks and economic growth", *the American economic review*.
- Rajan R. G. and L. Zingales (2003). "The great reversals: the politics of financial Development in the Twentieth century", *Journal of Financial Economics* 69.
- Svaleryd, H. and J. Vlachos (2000). "Financial Markets, The pattern of Industrial and comparative advantage: Evidence from OECD Countries", *European Economic Review* 49.