

## عوامل تعیین کننده پس انداز خصوصی با تأکید بر عملکرد

### بازارهای مالی در ایران

حمید ابریشمی\*

محسن رحیمزاده نامور\*\*

تاریخ دریافت: ۸۴/۷/۲۰ تاریخ پذیرش: ۸۴/۹/۱۵

#### چکیده

این مقاله به بررسی تأثیر توسعه نظام مالی بر پس انداز خصوصی بر اساس روش هم‌انباشتگی یوهانسون - یوسیلیوس می‌پردازد. در این مطالعه پس از شناسایی نظام مالی ایران و بررسی متغیرهای تأثیرگذار بر پس انداز خصوصی با استفاده از روش آماری مؤلفه‌های اصلی شاخص اندازه‌گیری توسعه مالی ساخته می‌شود. مهم‌ترین نتایجی که از این مقاله به دست آمده است، عبارتند از: الف- نظام مالی ایران طی سه دهه اخیر بانک محور بوده است و سهم اوراق بهادار در این نظام بسیار کم‌رنگ و ناچیز است. ب- توسعه نظام مالی به صورت محدود و منحصر به توسعه کمی شاخص‌های بانکی، تأثیر منفی بر پس انداز خصوصی در ایران داشته است.

طبقه‌بندی JEL: E21، E44، C22.

**کلید واژه:** توسعه مالی، نرخ پس انداز خصوصی، مؤلفه‌های اصلی، روش هم‌انباشتگی، اقتصاد ایران.

#### ۱- مقدمه

رابطه بین رشد اقتصادی و توسعه مالی موضوعی است که به کرات توسط محققان کشورمان بررسی شده است. بدون در نظر گرفتن این که چه نتایجی از

\* استاد دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.

\*\* پژوهش‌گر.

این پژوهش‌ها به دست آمده و چه رابطه‌ای بین این دو متغیر برقرار بوده است، می‌توان از وجه دیگری به موضوع نگریست و آن تمرکز بر نقطه‌ای است که ما آن را مرز بین بخش واقعی و پولی اقتصاد می‌نامیم. از نظر ما این مرز چیزی جز پس‌انداز نیست. با یک تعریف محدود، اگر پس‌انداز را به‌عنوان عرضه سرمایه تعریف کنیم، موقعیت پس‌انداز بین رشد اقتصادی و توسعه مالی کاملاً آشکار می‌شود. در واقع این نظام مالی است که با روش‌ها و ابزارهای گوناگون سعی در جذب سرمایه‌ها و به‌کارگیری آن در بخش واقعی اقتصاد دارد. بنابراین اثرات رشد و توسعه این بخش بر پس‌انداز، شایان توجه است. شناسایی رفتار پس‌انداز بخش خصوصی و تأثیرپذیری آن از این پدیده، سیاستگذاران اقتصادی را در اتخاذ تصمیم‌های مناسب یاری می‌کند.

توسعه مالی می‌تواند نرخ پس‌انداز را از راه‌های مختلف از جمله انواع ریسک‌های مرتبط با بخش مالی، محدودیت‌های نقدینگی و نرخ بهره تحت تأثیر قرار دهد. هر چند توسعه مالی، کارایی را از طریق استفاده مناسب و صحیح از منابع مالی افزایش می‌دهد، اما تأثیر آن بر نرخ پس‌انداز خصوصی مبهم است، چون نه تنها ارتباط بین سطوح نرخ بهره و پس‌انداز مبهم است، بلکه به این دلیل که توسعه مالی یک پروسه چند بعدی است، ابهام را افزایش می‌دهد. به‌طور مثال، از بعد دسترسی بیشتر خانوار به اعتبارات مصرفی ممکن است باعث کاهش میزان پس‌انداز خصوصی شود، تا این که آنرا افزایش دهد. بنابراین، حتی این احتمال وجود دارد که توسعه مالی باعث کاهش نرخ پس‌انداز شود. هدف اصلی این مقاله، بررسی اندازه و نوع رابطه توسعه بخش مالی بر نرخ پس‌انداز خصوصی در ایران، طی دوره ۱۳۸۱-۱۳۳۸ با استفاده از تکنیک هم‌انباشتگی یوهانسون - یوسیلیوس و روش غیر خطی موسوم به "مؤلفه‌های اصلی" است.

## ۲- آزادسازی مالی و پس‌انداز

از نظر مؤسسات بین‌المللی مانند صندوق بین‌المللی پول، بانک جهانی و سازمان جهانی تجارت، هرگونه اقدامی که به‌منظور کاهش کنترل بر تجارت آزاد

باشد و حرکت به سمت اقتصاد آزاد را هدف خویش قرار داده باشد، اقدامی برای آزادسازی اقتصادی است. حال اگر آزادسازی در بخش مالی و خدمات مربوط به آن صورت گیرد، آزادسازی مالی تلقی می‌شود. آزادسازی نرخ ارز، آزادسازی نرخ بهره و کاهش کنترل بر بخش بانکی و تسهیل ورود و خروج سرمایه به کشور از جمله اقداماتی است که برای رسیدن به آزادسازی مالی کامل ضروری است. بنابراین این آزادسازی مالی تعیین قیمت دارایی‌های مالی و بازده‌های آنها، همچنین تخصیص اعتبار و گسترش طیف وسیعی از ابزارها و واسطه‌گرهای مالی را به نیروهای بازار واگذار می‌کند. تمامی این تغییرات به منظور افزایش کارایی واسطه‌گری مالی و احتمالاً افزایش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و تقویت رشد صورت می‌گیرد.

البته آزادسازی مالی بدون ریسک نیست و برای دستیابی به منافع آن، باید با دقت اجرا شود. اصلاحات سریع مالی غالباً منجر به افزایش موقت و ناپایدار اعتبارات و فعالیت‌هایی می‌شود که بحران‌های مالی را به دنبال دارد. این ریسک‌ها در غیاب قوانین احتیاطی و نظارت قوی بر بانک‌ها و سایر بخش‌هایی از بازار سرمایه که آزادسازی شده‌اند، به طور مشخص افزایش می‌یابد. اگرچه این موضوع مستقیماً به مسأله مورد بررسی ما مربوط نیست اما برای تحلیل اثرات اصلاحات مالی بر پس‌انداز و رشد اقتصادی، وجود این اطلاعات در ذهن بسیار مفید خواهد بود.

به علاوه باید توجه داشت که در ایران به دلیل این که آزادسازی مالی فقط در بخش حساب سرمایه، آن هم در بخشی از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی صورت گرفته است، بنابراین برای بررسی تجربی فرضیه، به علت فقدان داده‌های لازم، تأثیر توسعه بخش مالی بر پس‌انداز خصوصی را بررسی می‌کنیم. زیرا زمانی می‌توان به سمت آزادسازی مالی حرکت کرد که بخش مالی به اندازه کافی توسعه یافته باشد

بخش (۱-۲) کانال‌های مختلفی را که از طریق آنها اصلاحات مالی می‌توانند نرخ پس‌انداز را هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت تحت تأثیر قرار دهد تحلیل

می‌کند. بخش (۲-۲) شواهد تجربی که از همبستگی داده‌ها به صورت مقطعی برای کشورها در مورد نرخ پس‌انداز و آزادسازی مالی به دست آمده‌اند را نشان می‌دهد. در بخش (۲-۳) مطالعات تجربی انجام شده در مورد بررسی وجود رابطه بین پس‌انداز و اصلاحات مالی مورد توجه قرار می‌گیرد.

#### ۲-۱- تئوری

از دید تئوریک، آزادسازی مالی و به دنبال آن گسترش مالی، اثر مبهمی بر سطح پس‌انداز دارد. زیرا پس‌انداز به طور هم‌زمان تحت تأثیر کانال‌های مختلفی است که اثرات آزادسازی و گسترش مالی را به آن انتقال می‌دهند. همچنان‌که بندیرا<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) بحث می‌کند، اثر بلندمدت آزادسازی مالی بر پس‌انداز می‌تواند به مقدار زیادی از اثری که بعد از اصلاحات مالی بر پس‌انداز مشاهده می‌شود متفاوت باشد. یک اصلاح مالی معمولاً چند مرحله کلیدی را در بر دارد و هر مرحله چندین سال طول می‌کشد.

بنابراین یک ارزیابی اثر بالقوه آزادسازی مالی بر پس‌انداز ملی مستلزم تحلیل کانال‌های مختلفی است که این اثر می‌تواند انتقال یابد، مانند تمایز بین اثرات بلندمدت و کوتاه‌مدت که در مرحله انتقال حادث می‌شوند.

اصلاحات مالی، واسطه‌گری مالی را توسعه داده و به اصلاح سیستم مالی یک کشور منجر می‌شود. یک نظام اصلاح شده اغلب دارای نرخ‌های بهره بالاتر، محدودیت اعتباری کمتر (یا کاهش کارگزاران اقتصادی که با این محدودیت‌ها روبرو هستند)، افزایش فرصت‌های پس‌انداز، بر خورداری از امکانات و ابزارهای سرمایه‌گذاری وسیع‌تر و تعداد و تنوع بیشتر در نهادهای مالی است. **پراپند** اثر تغییرات اخیر بر پس‌انداز همچنان که در بررسی‌های تئوریک و تجربی مشخص شده، نامعین است.

این تغییرات به دو شکل متمایز می‌تواند بر پس‌انداز اثر بگذارد: یک اثر مستقیم کوتاه‌مدت، که پس‌انداز را کاهش می‌دهد و یک اثر بلندمدت غیرمستقیم که

1- Bandiera.

پس‌انداز را تقویت می‌کند. اثر مستقیم خود به دو بخش تقسیم می‌شود. یک کانال اعتباری که در ارتباط با اثر اصلاح مالی بر نرخ‌های بهره است و یک کانال مقداری که مستلزم در دسترس بودن اعتبار است.

با در نظر گرفتن این که خانوارها در یک سطح بهینه، که به‌وسیله موقعیت چرخه زندگی‌شان<sup>۱</sup> مشخص می‌شود مصرف می‌کنند، تخصیص اعتبار بیشتر برای مصرف‌کننده باعث خواهد شد که آنها سطوح پس‌انداز احتیاطی خود را بازبینی کنند. این اعتبارات به‌خانوارهای جوان که به‌دلیل محدودیت‌های اعتباری قادر به مصرف بیشتر نبوده‌اند این امکان را می‌دهد که بیشتر مصرف کنند. این دو اثر کوتاه‌مدت باعث خواهند شد که پس‌انداز موقتاً پایین‌تر از سطح پایدار و بلندمدت خود قرار گیرد و یک افزایش زودگذر در سطح مصرف به‌وجود آید. (مولبار<sup>۲</sup>، ۱۹۹۴)

اما در بلندمدت، پس‌انداز می‌تواند نه تنها مستقیماً از طریق تغییرات ساختاری در نظام مالی افزایش یابد بلکه به‌وسیله نتایج توسعه مالی (رشد GDP و سطوح بالاتر درآمد) نیز افزایش یابد. در اینجا به‌طور خلاصه برخی از کانال‌هایی که تغییرات در سطح توسعه مالی و واسطه‌گری مالی را چه در کوتاه‌مدت و چه در بلندمدت به‌سطوح پس‌انداز انتقال می‌دهد، تحلیل می‌کنیم.

#### ۱-۱-۲- نرخ‌های بهره

نرخ‌های بازدهی که از طریق آن منابع مالی در طول زمان انتقال می‌یابند، آشکارا یکی از کانال‌هایی است که در تحلیل مربوط به‌اثر تغییرات در فضای تصمیم‌گیری مالی خانوارها برای پس‌انداز به‌آن‌ها توجه می‌شود. البته علامت کشش نرخ بهره‌ای پس‌انداز، هم به‌صورت تجربی و هم نظری، مبهم است. اگرچه براساس مدل‌های بهینه‌یابی، پس‌انداز باید نسبت به‌نرخ‌های بهره حساس باشد، اما

1- Life-Cycle.

2- Muellbauer.

به دلیل وجود اثرات مخالف و نامعین بودن برابند نیروها، امکان نتیجه‌گیری روشن و آشکاری در مورد علامت چنین کششی وجود ندارد. نرخ‌های بهره بالاتر، پس‌انداز را به دلیل وجود اثر جانشینی افزایش می‌دهند، اما ممکن است نرخ پس‌انداز در صورت نیرومندبودن اثرات درآمدی و ثروت در نهایت کاهش یابد. به‌رحال با یک مرور اجمالی بر ادبیات این مسأله (برای مثال، فرای<sup>۱</sup>، ۱۹۹۵) مشخص می‌شود مطالعاتی که علامت کشش نرخ بهره‌ای پس‌انداز را مثبت ارزیابی می‌کنند بیش از مطالعاتی است که آن را منفی می‌دانند. اما هر دو نوع ضرایب اغلب کوچک و از نظر آماری بی‌معنی هستند.

هاناهان<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) عنوان می‌کند که وجود تفاوت در کشش نرخ بهره‌ای پس‌انداز برای کشورهای مختلف نشان‌دهنده خصوصیات متفاوت هریک از ملل در مورد درآمد سرانه، نرخ رشد و سطوح بدهی و... است. یکی دیگر از پیچیدگی‌های ارتباط بین نرخ‌های بهره و پس‌انداز وجود رابطه غیرخطی بین آنهاست. این رابطه غیرخطی ناشی از معادله اولر مربوط به تخصیص بین دوره‌ای مصرف و تأثیر نرخ بهره بر ثروت خانواده است. از دید اقتصاد کلان، نه تنها ممکن است سطح نرخ‌های بهره به‌همراه گسترش آزادسازی و فرصت‌های مالی افزایش یابد، بلکه منعکس‌کننده نااطمینانی‌های سیاسی یا ناپایداری‌های اقتصاد کلان نیز هست.

مجادله در مورد بررسی‌های تجربی اثر نرخ‌های بهره ممکن است مربوط به حذف ابزارهای مرتبط با پس‌انداز باشد. نرخ‌های بهره داخلی، در صورت وجود طیف وسیعی از دارایی‌های مالی و غیرمالی برای پس‌انداز ممکن است هزینه فرصت مصرف را به‌غلط نشان دهند. هاناهان (۱۹۹۱) نشان می‌دهد که نه تنها باید رفتار نرخ‌های بهره مالی را به‌طور کامل تحلیل کرد بلکه باید به‌نرخ بازدهی برای مالکان ساکن در منازل و سرمایه‌گذاری در سایر مستغلات نیز توجه داشت. همچنان که کاسکلا و وایرن<sup>۳</sup> (۱۹۹۴) عنوان می‌کنند اصلاحات مالی رونق شدیدی

---

1- Fry.

2- Honohan.

3- Koskela & Viren.

در مایملک به‌وجود می‌آورند. همچنین باید رونق در اوراق بهادار، سهام و دارایی‌های ارزی را نیز در نظر گرفت.

### ۲-۱-۲- محدودیت‌های نقدینگی

یکی از راه‌هایی که می‌توان وجود محدودیت‌های اعتباری و اثرات آنها را بر تصمیمات مصرف و پس‌انداز خانوار آزمون نمود، اهمیت درآمد جاری در تخصیص بین دوره‌ای مصرف است که به‌وسیله معادله اولر قابل بررسی است. اگر کارگزاران قادر باشند منابع مالی خود را بین دوره‌های مختلف جابجا کنند، وام دهی و استقراض به‌منظور یکنواخت کردن مصرف با توجه به‌نوسانات درآمد‌های اتفاقی‌شان صورت می‌گیرد. تا زمانی که نااطمینانی وجود ندارد و شکافی بین نرخ‌های استقراض و وام‌دهی نیست، مصرف تنها به‌نرخ‌های بهره وابسته خواهد بود و نسبت به‌رفتار درآمد جاری بی‌تفاوت خواهد بود. به‌هر حال به‌نظر می‌رسد که درآمد جاری به‌عنوان یک متغیر وابسته در برآورد پس‌انداز به‌کار گرفته می‌شود. به‌نظر می‌رسد که درآمد جاری در توضیح مصرف (به‌دلیل ناتوانی کارگزاران اقتصادی برای استقراض) به‌میزانی است که این افراد بتوانند به‌حد اکثر رفاه و نقطه بهینه در تابع مصرف خود برسند.<sup>۱</sup>

در عمل محدودیت‌های نقدینگی می‌تواند با دو پدیده مجزا همراه باشد. شکاف عمیق بین نرخ‌های استقراض و وام دهی. در این سناریو، خانوار به‌طور مستقیم محدود نمی‌شود یعنی به‌طور بالقوه برای او امکان استقراض وجود دارد، اما عایدی استقراض به‌اندازه‌ای کم است که وی ترجیح می‌دهد تنها درآمد جاری خود را مصرف کند. شواهدی در دست است که نشان می‌دهد تا زمانی که توسعه مالی منجر به‌رقابت بیشتر بین واسطه‌گرهای مالی شود، شکاف‌های نرخ بهره (به‌همراه بازده‌های غیرنرمال) کاهش خواهد یافت و بنابراین این امکان فراهم می‌شود که خانوارها بیشتر استقراض کنند. این نتیجه به‌وسیله کینگ<sup>۲</sup> (۱۹۸۶) برای

1- Campbell, Mankiw, 1989, 1991; Zeldes, 1989.

2- King.

انگلستان به دست آمده است. به دلیل ناتوانی خانوار برای استقراض عمده از بازار، ممکن است نرخ‌های بهره به صورت یک پدیده جیره‌بندی تلقی شود. در این شرایط خانوارها مستقیماً قادر به استقراض در هر نرخ نیستند. بنابراین اصلاحات مالی محدودیت‌های اعتباری را کاهش داده و دسترسی به گونه‌های مختلف استقراض را فراهم می‌کند، به طوری که در مجموع ممکن است به جای افزایش، پس‌انداز خصوصی کاهش یابد.<sup>۱</sup>

### ۳-۱-۲- افزایش فرصت‌های پس‌انداز

توسعه مالی نه تنها می‌تواند باعث افزایش دسترسی به وجوه و ابزارهای اعتباری شود، بلکه ابزارها و گزینه‌های پس‌انداز را افزایش می‌دهد. یک سیستم مالی عمیق‌تر توانایی ایجاد ابزارهای پس‌انداز گوناگون را دارد به گونه‌ای که به شکل مناسب‌تری می‌تواند با ترجیحات افراد (ریسک‌گریزی و وضعیت درآمدی) تطبیق یابد. افزایش فرصت‌های پس‌انداز فقط شامل ابزارهای مالی مانند، سپرده‌های بانکی نمی‌شود. بلکه تحولات بازار پس‌انداز، تغییر دارایی‌های فیزیکی، کالاهای بادوام، ارز خارجی و موارد مشابه را نیز در بر دارد.

همان‌گونه که هاناها (۱۹۹۹) معتقد است، فرایند توسعه مالی با تکامل تسهیلات در این بخش است. ظاهراً تحولات ساده‌ای که همراه با توسعه به وجود می‌آید، مانند موقعیت مکانی شعبه‌های بانک‌ها، کاهش ائتلاف وقت مشتریان بانکی و یا کاهش حداقل سپرده لازم برای بازکردن حساب، می‌تواند نقش مهمی در تمایل افراد برای تبدیل به سپرده کردن پس‌اندازهایشان در سیستم مالی بازی کند (دوباره در غیاب ابزارهای مالی مناسب برای پس‌انداز ممکن است افراد به سمت جایگزین‌های پس‌انداز مانند کالاهای بادوام روی آورند). به هر حال تحولات اخیر احتمالاً بیشتر بر تخصیص پس‌انداز تأثیرگذارند تا حجم پس‌انداز.

1- Jappelli and Pagano, 1994. Muellbauer and Murphy, 1990.

۲- فرای (1988, 1986) شواهدی بدست آورده است مبنی بر اثر مثبت افزایش در تعداد شعب بانکی در مناطق روستایی بر نرخ پس‌انداز.



#### ۴-۱-۲- تنوع‌سازی بده (سبد دارایی)

افزایش در دامنه ابزارهای مالی در دسترس به‌عنوان نتیجه توسعه مالی بیشتر، نه تنها نشان‌دهنده مجموعه وسیع‌تری از ابزارهای پس‌انداز است، بلکه همچنین یک بده بزرگ‌تر ایجاد می‌کند که اجازه متنوع‌نمودن و امکان اقدامات پوششی ریسک را فراهم می‌کند. در این شرایط کارگزاران ریسک‌گریز می‌توانند خطر مواجهه با شوک‌هایی که درآمد و ثروت آنها را تهدید می‌کند کاهش دهند و این کاهش در نااطمینانی و مواجهه با ریسک می‌تواند سطح پس‌انداز احتیاطی افراد را کاهش دهد.

#### ۵-۱-۲- جریان‌ات اعتباری بین‌المللی

فرایند تعدیل بده داخلی به‌دلیل افزایش دسترسی به اعتبارات نه تنها کاهش موقت در حجم پس‌انداز داخلی را به‌دنبال دارد بلکه ممکن است باعث ورود گسترده جریان‌ات سرمایه خارجی شود. آزادسازی سیستم مالی داخلی نوعاً تنها یک عنصر در مجموعه اصلاحات است که جریان‌ات ورودی سرمایه را به‌دنبال دارد و البته ثابت شده که جریان‌ات ورودی سرمایه به‌سادگی می‌تواند جهت خود را تغییر داده و زمینه بروز بحران را فراهم کند. در مجموع توسعه مالی از طریق افزایش دسترسی به اعتبارات و هزینه‌ها، تجدید نظر در انتظارات مربوط به رشد درآمد و افزایش در ثروت مالی بویژه به دلیل افزایش قیمت مستغلات می‌توانند به‌افزایش شدید مصرف و کاهش در نرخ پس‌انداز منجر شوند.

#### ۶-۱-۲- رشد بالاتر

اثر پایدار اصلاحات مالی که همان توسعه بخش مالی است، افزایش نرخ رشد را به‌همراه خواهد داشت. ارتباط مثبت بین نرخ پس‌انداز و رشد در مطالعات زیادی چه در داخل و چه در خارج از کشور تأیید شده است.<sup>۱</sup> این اثر (رشد) می‌تواند خود را از طریق دو کانال نشان دهد. اول، توسعه مالی می‌تواند

۱- به‌طور مثال نگاه کنید به (Levine, Zervos, 1993, 1998, King, Levine 1993, Levine, Loayza, Beck 2000).

سرمایه‌گذاری را تشویق نموده و به‌طور مستقیم نرخ رشد را از طریق انباشت سرمایه تحت تأثیر قرار دهد. دوم، واسطه‌گری‌های مالی در حالی که سطح سرمایه‌گذاری ثابت است می‌تواند باعث تخصیص بهتر منابع شوند، بنابراین بهبود بهره‌وری، بدون افزایش در سطح انباشت سرمایه رشد را افزایش دهد.<sup>۱</sup>

#### ۷-۱-۲- ثروت بیشتر و درآمد بالاتر

اگر توسعه مالی، رشد را افزایش دهد، چشم‌انداز درآمد برای اقتصاد خانوار نیز بهبود می‌یابد. همچنان که قبلاً ذکر شد شواهد ارتباط مثبت بین درآمد و نرخ‌های پس‌انداز وجود دارد. اگرچه که این ارتباط مثبت در سطوح بالای درآمد از بین می‌رود. از دیدگاه نظری، اثر هم‌زمان بر پس‌انداز، به‌زمان‌بندی افزایش درآمد نیز وابسته است. اگر اصلاحات مالی بر درآمد جاری و درآمد آینده اثر (مثبت) بگذارد، این اثر به‌طور مشابه سطح درآمد دائمی را افزایش خواهد داد و متعاقب آن مصرف نیز افزایش می‌یابد و نرخ پس‌انداز بدون تغییر خواهد ماند. اگر انتظار رود که درآمد در آینده افزایش یابد، افزایش در سطح درآمد دائمی باعث افزایش در مصرف جاری می‌شود حتی اگر درآمد جاری هنوز افزایش نیافته باشد. بنابراین باعث کاهش پس‌انداز به‌طور موقتی خواهد بود. عنصر دیگری که مطرح است، پس‌انداز احتیاطی است که در صورت افزایش ثروت به‌میزان زیادی نرخ پس‌انداز را کاهش خواهد داد.

#### ۲-۲- شواهد ساده در مورد ارتباط بین پس‌انداز و آزادسازی مالی

گسترش مالی به‌معنای افزایش ارائه خدمات مالی (واسطه‌گری‌های مالی متنوع و خدمات مدیریت ریسک) در نظام مالی است. پاتریک (۱۹۶۶) با مطرح کردن این پرسش که کدام بخش (مالی یا واقعی) منجر به‌فرایند پویای توسعه اقتصادی می‌شود، زمینه را برای مطالعات تجربی در این زمینه فراهم کرد. از آن

۱- برای بحث بیشتر در این زمینه نگاه کنید به:

Financial development and Industrial Capital Accumulation By Biago Bossone, World Bank.

پس مطالعات تجربی و نظری زیادی توسط افرادی چون گلداسمیت (۱۹۶۹)، رومر (۱۹۹۰)، راس لوین (۱۹۶۹)، دارات (۱۹۹۶)، جانگ (۱۹۸۶)، در خصوص ارتباط بین بخش مالی و بخش حقیقی در ابعاد مختلف صورت گرفته است. تقریباً در تمام این تحقیقات برای نشان دادن تحولات بخش مالی از شاخص‌هایی چون، نسبت حجم کل سپرده‌های بانکی (یعنی مجموع سپرده‌های دیداری و سپرده‌های پس‌انداز) به تولید ناخالص داخلی، نسبت اسکناس و مسکوک در دست اشخاص به تعریف محدود پول، نسبت تعریف وسیع پول به تولید ناخالص داخلی، نسبت تعریف وسیع پول به تولید ناخالص ملی، نسبت حجم تسهیلات بانکی به بخش خصوصی به GDP و نسبت حجم تسهیلات سیستم بانکی به بخش دولتی به GDP استفاده شده است.

وگل و باسر (۱۹۷۶) بحث می‌کنند که معیار نسبت اسکناس و مسکوک در دست اشخاص به تعریف محدود پول، پیچیدگی بازارهای مالی داخلی را ارزیابی می‌کند و کاهش در این نسبت به معنی افزایش تنوع در مؤسسات مالی است. نسبت تعریف وسیع پول به تولید ناخالص داخلی که اغلب متغیر پولی کردن اقتصاد نامیده می‌شود، اندازه نظام مالی را اندازه‌گیری می‌کند. افزایش در این نسبت نشان‌دهنده گسترش بازار مالی در مقایسه با بخش غیرمالی (واقعی) اقتصاد است.

البته دارات، ۱۹۹۶، می‌گوید، در نظر گرفتن دو معیار اخیر به‌عنوان متغیر نماینده گسترش مالی، خالی از اشکال نیست. زیرا تغییرات در این متغیرها ممکن است به جای نشان دادن گسترش مالی، بازتاب جایگزینی پولی باشد.

ولوی (۱۳۸۲) اذعان دارد که این متغیرها با وجود این که در سطح کشورها و مناطق مختلف، در دسترس و قابل محاسبه است؛ شاید مفهوم و مقصود از توسعه مالی را به خوبی نشان ندهد. توسعه مالی یک مفهوم چند بعدی است و علاوه بر در بر گرفتن مجموعه‌های پولی و نرخ‌های بهره (یا نرخ بازده)، شامل: آزادی بخش مالی، مقررات و نظارت، پیشرفت‌های فناوری، میزان رقابت و ظرفیت‌های نهادی نظیر توان و میزان حقوق وام‌دهنده نیز است. ساختار مالی یک کشور از بازارها و

محصولات مالی مختلف تشکیل شده و صحیح نیست که تصور کنیم، چندمعیار مختصر می‌تواند تمام جنبه‌های لازم توسعه مالی را در بر بگیرد.

بندریا و دیگران (۲۰۰۰) یک معیار عددی برای اندازه‌گیری اصلاحات مالی در هشت کشور در حال توسعه به کار بردند. نویسندگان، تغییرات عمده‌ای که در درجه آزادسازی مالی کشورهای مورد بررسی وجود داشت را از طریق متغیرهای صفر و یک و استفاده از روش مؤلفه‌های اصلی، اندازه‌گیری و مؤلفه‌های اصلی آزادسازی مالی را استخراج کرده‌اند.<sup>۱</sup>

اخیراً مودی و ابیدا<sup>۲</sup> (۲۰۰۲) یک شاخص سالانه اصلاحات مالی برای ۳۵ کشور و برای دوره ۱۹۹۵-۱۹۷۳ ساخته‌اند. تمرکز آنها بر تحلیل اثر اصلاح مالی بر عملکرد اقتصاد کلان نیست بلکه بر تحولات و تغییراتی که اصلاحات را تحریک کرده و پشتیبانی می‌کند تأکید دارند. شاخص ایشان سعی کرده ابعاد مختلف آزادسازی مالی را لحاظ کند. شاخص شامل شش متغیر است که عبارتند از: میزان استفاده از اعتبارات مستقیم و ذخیره قانونی، وجود کنترل نرخ بهره، وجود موانع ورود و قوانینی که رقابت را تعیین می‌کنند، وجود مقررات عملیاتی یا عدم وجود مقررات احتیاطی، سهم دارایی‌های بخش عمومی در بخش مالی و افزایش کنترل بر معاملات مالی بین‌المللی. برای هر متغیر، نویسندگان هر کشور را در ۴ دسته طبقه‌بندی کرده‌اند که از سرکوب کامل تا آزادسازی کامل تقسیم شده است. مودی و ابیدا (۲۰۰۲) همبستگی ساده بین آزادسازی مالی و پس‌انداز را با استفاده از پایگاه داده‌ای که خود برای آزادسازی ایجاد کرده‌اند و پایگاه داده بانک جهانی که برای پس‌انداز تهیه شده است، محاسبه کرده‌اند.

اشمیت-هبل<sup>۳</sup> (۲۰۰۲) یک ارتباط معنی‌دار بین اصلاحات مالی و پس‌انداز (۰/۴۳) یافته‌اند. در این تحقیق برای کشورهایی که به‌طور متوسط بیشتر پس‌انداز

۱- شامل تغییرات برون‌زا در مقررات نرخ بهره، ذخیره قانونی، اعتبار مستقیم، مالکیت بانکی (خصوصی‌سازی)، آزادسازی بازارهای اوراق بهادار، مقررات احتیاطی و آزادسازی مالی بین‌المللی است.

2- Abiad & Mody.

3- Schimted-hebbel.

می‌کرده‌اند درجه آزادسازی مالی بالاتری مشاهده شده است. آیا می‌توان آزادسازی مالی را به توسعه مالی تفسیر نمود؟ برای پاسخ به این سؤال اشمیت-هیل (۲۰۰۲) ارتباط بین شاخص‌های آزادسازی مالی و شاخص‌های استاندارد توسعه مالی را مورد آزمون قرار داده‌اند. شاخص‌هایی که برای توسعه مالی استفاده شده عبارتند از اندازه نسبی دارایی‌های بانک مرکزی و دارایی‌های پول سپرده به وسیله اعتبار خصوصی به GDP و سهم بدهی‌های نقد. یک ارتباط مثبت با ضریب همبستگی ۰/۶۸ که به‌طور معنی‌داری از صفر متفاوت بود، بین اصلاحات اقتصادی و سطح توسعه مالی (اعتبار خصوصی به GDP) مشاهده شد. در واقع توسعه مالی و افزایش واسطه‌گری مالی نتیجه اصلاحات مالی است و جای شگفتی وجود ندارد که چنین ارتباط قوی بین آنها وجود داشته باشد.

### ۳-۲- تحلیل‌های تجربی اثرات اصلاحات مالی بر پس‌انداز

اگرچه اصلاحات از نظر سرعت، عمق و عملکرد در طول زمان با هم متفاوت هستند اما آزادسازی مالی در سطح جهان به‌میزان زیادی افزایش یافته است و لزوم فهمیدن ویژگی‌های عمده آن، بخصوص اثرات بالقوه بر متغیرهای اقتصاد کلان مانند پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و رشد احساس می‌شود. اگر بخواهیم یک برداشت کلی از ادبیات موجود داشته باشیم می‌توان گفت: در حالی که به‌نظر می‌رسد توسعه مالی باعث افزایش رشد اقتصادی است، اثرات آن بر پس‌انداز نامعین است اگرچه برخی از شواهد عنوان می‌کنند که این اثر منفی است. در کارهای تجربی انجام شده، تفکیک اثرات آزادسازی مالی از توسعه مالی بسیار سخت به‌نظر می‌رسد. به‌عبارت دیگر در حالی که برخی مطالعات مستقیماً اثر اصلاحات را با استفاده از شاخص‌های مختلف بر سطح پس‌انداز ملی آزمون نموده‌اند، سایرین به بررسی اثر معیارهای مختلف توسعه مالی بر پس‌انداز

پرداخته‌اند. بسیاری از این مطالعات بر پایه تحقیقات جاپلی و پاگانو<sup>۱</sup> (۱۹۹۴) در مورد محدودیت‌های نقدینگی و اثرات آن بر پس‌انداز قرار دارند.

اگرچه آزادسازی و توسعه مالی باید با هم مرتبط باشند (آزادسازی مالی باید باعث تقویت واسطه‌گری مالی شود)، اما همبستگی بین این دو متغیر کامل نیست و ممکن است تفاوت‌های معنی‌داری بین آنها وجود داشته باشد. این اخطار باید زمانی که شواهد را تحلیل می‌کنیم مورد توجه قرار گیرد. در بیشتر مطالعات تجربی برای کنترل اثرات مذکور تعداد بیشتری متغیر را به تصریح‌های اقتصادسنجی استاندارد پس‌انداز یا تصریح نرخ تغییرات در مصرف اضافه نموده‌اند. برخی از مطالعات به‌سادگی از متغیرهای موهومی<sup>۲</sup> برای شناسایی دوره‌های قبل و بعد از آزادسازی استفاده کرده‌اند (مثال اخیر آن ملو و تایبوت<sup>۳</sup> برای اروگوئه). در حالی که دیگران روندهای خطی که تکامل تدریجی آزادسازی را اندازه‌گیری می‌کنند را مورد استفاده قرار داده‌اند (جاپلی و پاگانو ۱۹۹۴، ۱۹۹۸ برای انگلستان). لوی و استری<sup>۴</sup> (۱۹۹۵) این متغیر را هم به‌صورت مستقل و هم در تعامل با یک نرخ بهره به‌کار بردند و دریافتند که توسعه مالی که به‌دلیل آزادسازی به‌وجود آمده نرخ پس‌انداز را در فرانسه کاهش داده است اما رابطه منفی بین پس‌انداز و نرخ‌های بهره را معکوس نموده است. بایومی<sup>۵</sup> (۱۹۹۶) نتایج مشابهی برای انگلستان به‌دست آورد. مایلز<sup>۶</sup> (۱۹۹۲) دریافت که آزادسازی بازار رهن در انگلستان باعث کاهش معنی‌داری در پس‌انداز شده است.

سرون و دیگران<sup>۷</sup> (۲۰۰۰) دریافتند که یک درصد افزایش در جریان اعتبار مرتبط با درآمد، نرخ پس‌انداز خصوصی را به‌میزان ۰/۷۴ درصد کاهش می‌دهد. تسهیل شرایط بازار اعتبار برای خانوارها که باعث کاهش در پس‌انداز شده است از

1- Jappelli, Pagano.

2- Dummy.

3- Melo, Tybout, 1986.

4- Levy & Ostry.

5- Bayoumi.

6- Miles.

7- Serven, Hebbel-Schmidt.

نتایج کاسکلا و دیگران (۱۹۹۲) در دهه ۸۰ و برای کشورهای اسکاندیناوی است. به‌علاوه له‌موسوی<sup>۱</sup> (۱۹۹۰) بیان می‌کند که اثر بر پس‌انداز به‌صورت غیرمستقیم از اثر افزایش اعتبارات مسکن بر قیمت خانه‌های جدید ایجاد می‌شود. جاپلی و پاگانو (۱۹۹۴) در مطالعه خود برای ۳۰ کشور به‌تجلی دیگری از توسعه مالی که به‌میزان زیادی در تشریح تحولات پس‌انداز معنی‌دار بود، دست یافتند. نسبت نرمال وام به‌ارزش دارایی<sup>۲</sup> که از مؤسسات مالی رهنی به‌دست می‌آید و به‌عنوان معیاری برای دسترسی به‌اعتبار قلمداد می‌شود پس‌انداز را به‌شکل معنی‌داری تحت تأثیر قرار داد. یک افزایش ۰/۱۵ درصدی در نسبت وام/ارزش نرخ پس‌انداز ملی را ۲/۶ صدم درصد کاهش می‌داد. این اثر مهم کاملاً مربوط به‌مسکن نبود، زیرا متغیر مورد بررسی ممکن بود که از تغییرات وسعت و دامنه اعتبارات و میزان دسترسی به‌آنها تحت تأثیر قرار گیرد. در میان مطالعاتی که ارتباط بین توسعه مالی و پس‌انداز را از طریق وجود و رفتار محدودیت‌های نقدینگی مورد بررسی قرار داده‌اند، معیارهای جایگزین نیز استفاده شده است. جاپلی و پاگانو (۱۹۸۹) درصد صاحبان خانه در گروه‌های سنی معین و شکاف نرخ بهره بین وام‌های رهنی و مصرف‌کننده را به‌عنوان متغیرهای جایگزین مورد استفاده قرار داده‌اند. کارول (۱۹۹۲)<sup>۳</sup> نرخ تخلفات در اعتبارات مصرف‌کننده را جایگزین نموده است. وایدیاناثان<sup>۴</sup> (۱۹۹۳) نشان می‌دهد که نوسانات بین‌المللی در حساسیت مصرف نسبت به‌درآمد به‌طور مثبت با عمق مالی ( $\frac{M_2}{GDP}$ ) در کشورهای صنعتی همبستگی دارد و بر اهمیت محدودیت‌های نقدینگی تأکید می‌کند. بندریرا و دیگران (۲۰۰۰) تجربه هشت کشور که اصلاحات بارزی در سیستم مالی خود انجام داده‌اند را تحلیل نمودند. نتایجی که در این تحقیق به‌دست آمد

1- Lehmusaaavi.

2- Normal Loan-to-value Ratio.

3- Carrol.

4- Vaidyanathan.

جواب روشنی در مورد اثر اصلاحات بر پس‌انداز ارائه نمی‌دهد. یک مطالعه مرتبط لویزا و شانکار (۲۰۰۰)<sup>۱</sup> با استفاده از جزئیات پس‌انداز در هندوستان نشان دادند که اصلاحات مالی نرخ پس‌انداز را در این کشور تغییر نداده است. اما ترکیب پس‌انداز را به سمت سهم بیشتر کالاهای بادوام سوق داده است. همان‌طور که قبلاً ذکر شد. این نتایج ارائه شده که تنها توسط معیارهای اندازه‌گیری پس‌انداز مالی به دست آمده است، ممکن است گمراه‌کننده باشد.

کلی (۲۰۰۳)<sup>۲</sup> با استفاده از معیارهای استاندارد توسعه بخش مالی و با استفاده از یک پانل پویا برای ۱۷ کشور آفریقایی اقدام به بررسی رابطه بین توسعه بخش مالی در این کشورها نموده است. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که برای اکثر کشورهای مورد بررسی یک ارتباط مثبت بین توسعه بخش مالی و پس‌انداز خصوصی وجود دارد. در این پژوهش مشخص شده که تغییرات در پس‌اندازهای دولتی اثرات معکوسی بر پس‌انداز خصوصی در اکثر کشورهای پانل داشته است. بنابراین نتیجه‌گیری می‌کند که فرضیه برابری ریکاردینی برای این کشورها صادق است.

در تحقیق مشابه ماوروتاس (۲۰۰۳)<sup>۳</sup> اقدام به بررسی عوامل تعیین‌کننده پس‌انداز خصوصی در سریلانکا با توجه ویژه به توسعه بخش مالی در این کشور و با استفاده از تکنیک‌های همجمعی نموده است. نتیجه به دست آمده از این مطالعه نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معنی‌داری بین سطح پس‌انداز خصوصی و توسعه مالی در این کشور وجود دارد. بررسی ارتباط اصلاحات بخش مالی و تجهیز پس‌انداز<sup>۴</sup> در زامبیا مطالعه‌ای است که توسط ماوروتاس و مایمبو (۲۰۰۳)<sup>۵</sup> صورت گرفته است. در این تحقیق بر ویژگی‌های نهادهای مالی بانکی و غیربانکی بویژه نهادهای مالی خرد و سطوح پس‌انداز تأکید شده است. در این بررسی سعی شده

1- Loayza & Shankar.

2- Kelly.

3- Mavrotas.

4- Mobilization of Saving.

5- Mavrotas & Maimbo.



که مشکلات عملکرد ضعیف پس‌انداز در سال‌های اخیر بررسی شود و در پایان مجموعه‌ای از سیاست‌های ارشادی برای تقویت تجهیز پس‌انداز و مسأله کاهش فقر ارائه شده است.

متأسفانه محققان داخلی تاکنون به بررسی رابطه توسعه مالی و پس‌انداز نپرداخته‌اند با بررسی‌های که صورت گرفت مشخص شد مطالعاتی که در این زمینه انجام شده منحصر به بررسی رابطه توسعه بخش مالی و رشد بوده است. صمدی (۱۳۷۵) براساس آزمون همگرایی یوهانسون-ژوسلیوس و گریگوری-هانسون و آزمون‌های علیت از نوع گرنجر و براساس اطلاعات سالیانه دوره ۱۳۷۴-۱۳۳۸ به این نتیجه رسیده است که فقط یک رابطه علی کوتاه‌مدت بین متغیرهای گسترش مالی و رشد اقتصادی وجود دارد. کازرونی (۱۳۸۲) با استفاده از روش یوهانسون با استفاده از شاخص‌های رشد اقتصادی و توسعه مالی، نشان می‌دهد که رابطه بلندمدت بین شاخص‌های توسعه مالی و رشد اقتصادی از لحاظ آماری و اقتصادی معنی‌دار نیست. از طرف دیگر آزمون علیت گرنجر نشان می‌دهد که رابطه علیت یک‌طرفه بوده و از توسعه مالی به رشد اقتصادی است. کازرونی نتیجه می‌گیرد که توسعه مالی در ایران آنچنان ضعیف بوده که نتوانسته رشد اقتصادی را آنچنان که باید تحت تأثیر قرار دهد. معدلت (۱۳۸۲) نیز با استفاده از متدهای اقتصادسنجی به نتایج مشابهی رسیده است و عنوان می‌کند "در تطابق با مدل‌های بین‌المللی، سهم بازار دارایی‌های مالی در رشد اقتصادی به شکل رسمی چندان قابل توجه نیست و سهم بازارهای مالی رسمی (بورس) بر رشد اقتصادی (در بلندمدت) بسیار اندک است."

### ۳- نظام مالی و پس‌انداز در ایران

"در نظام‌های مالی که بر پایه اوراق بهادار قرار دارند، پس‌اندازکنندگان منابع مالی در اختیار خود را از راه خرید انواع اوراق تجاری کوتاه‌مدت یا اوراق قرضه (مشارکت) بلندمدت بخش‌های عمومی و خصوصی، به واحدهای متقاضی منابع مالی ارائه می‌کنند این شیوه تأمین مالی، به شیوه سرمایه‌گذاری مستقیم نیز

موسوم است. در بین اقتصادهای توسعه یافته، کشورهای آمریکا و انگلیس دارای این گونه نظام مالی می باشند. اما در نظام های پایه بانک، پس انداز کنندگان به واسطه مؤسسات مالی - عمدتاً بانک ها - اقدام به ارائه تسهیلات به متقاضیان بخش های عمومی و خصوصی می کنند. این شیوه تأمین مالی، شیوه سرمایه گذاری غیرمستقیم نیز خوانده می شود. در بین اقتصادهای توسعه یافته، به طور مشخص کشورهای آلمان و ژاپن دارای نظام مالی پایه بانک می باشند.<sup>۱</sup>

بورس اوراق بهادار تهران فعالیت خود را از سال ۱۳۴۷ آغاز نمود. پس از یک رکود ده ساله طی دوره (۶۷-۱۳۵۷)، یعنی سال های شروع انقلاب اسلامی تا پایان جنگ، مجدداً فعال شد. نماد عینی نهادهای نظام مالی پایه - بانک در کشور ما، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، شبکه بانک های تجاری و تخصصی، مؤسسات اعتباری غیربانکی و صندوق های قرض الحسنه هستند. در حال حاضر، بورس اوراق بهادار تهران، برخی شعب بانک ها در مراکز استان ها و تعدادی شرکت سرمایه گذاری، تنها نهادهای عملیاتی موجود نظام مالی بر پایه اوراق بهادار هستند.

در جدول (۱) مجموع تأمین مالی از طریق اوراق بهادار در بازار اولیه طی سال های (۸۰-۱۳۷۰) محاسبه شده است. مجموع تأمین مالی از این طریق در بازار سرمایه، با افزودن ارزش اوراق مشارکت منتشر شده توسط دولت (اوراق مشارکت ملی) و شرکت ها و سازمان ها به ارزش سهام عرضه شده توسط بخش عمومی و بانک ها (با این فرض که تمامی این گونه سهام برای اولین بار در بورس، عرضه و فروخته نشده باشند) و افزایش های سالانه سرمایه بنگاه های موجود در بورس (چه از طریق سودهای توزیع نشده و چه از طریق فروش حق تقدم سهام جدید تأمین مالی شده باشد) به دست آمده است. چنانچه، ارقام مربوط به پذیره نویسی شرکت های سهامی در شرف تأسیس - که منجر به تأسیس و

۱- حسین بازمحمدی، اصلاح ساختار نظام بانکی در راستای ساماندهی بازارهای مالی رسمی در جمهوری اسلامی ایران، پژوهشکده پولی و بانکی، بهار ۱۳۸۲، صص ۴-۵.

افتتاح شرکت‌های سهامی جدید شده باشد - به‌مجموع فوق افزوده شود، تصویر کامل‌تری از حجم تأمین مالی از طریق اوراق بهادار در بازار سرمایه اولیه به‌دست می‌آید.

جدول ۱- تأمین مالی از طریق اوراق بهادار در بازار سرمایه اولیه

۱۳۸۰	۱۳۷۹	۱۳۷۸	۱۳۷۷	۱۳۷۶	۱۳۷۵	۱۳۷۴	۱۳۷۳	۱۳۷۲	۱۳۷۱	
۶۰۸۴/۰	۲۳۸۰/۰	۲۳۳۴	۳۱۰۰/۰	۳۰۲۴/۰	۵۹۳/۱	۱۰۰/۰	۲۵۰/۰	۰/۰	۰/۰	اوراق مشارکت
۵۰۸۴/۰	۲۳۰۰/۰	۱۸۸۴/۳	۲۵۰۰/۰	۲۱۷۴/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	دولت
۱۰۰۰/۰	۸۰/۰	۴۵۰/۰	۶۰۰/۰	۸۵۰/۰	۵۹۳/۱	۱۰۰/۰	۲۵۰/۰	۰/۰	۰/۰	شرکت‌ها و سازمان‌ها
۴۶۸/۵	۲۲۴۸/۰	۲۰۴۳/۸	۱۱۷۹/۷	۳۳۹/۷	۱۷۶۴/۳	۸۶۱/۱	۳۹۶/۳	۳۷۶/۴	۱۴۰/۰	سهام عرضه‌شده توسط بخش عمومی و بانک‌ها
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	پذیره‌نویسی
۳۰۹۲/۴	۳۴۲۸/۸	۳۱۰۷/۱	۱۰۵۴/۳	۷۰۶/۹	۲۵۹۰/۰	۱۹۲۷/۷	۲۸۵/۵	۸۲/۴	۶۸/۷	افزایش سرمایه بنگاه‌های موجود در بورس
۹۶۴۴/۸	۸۰۵۶/۷	۷۴۸۵/۲	۵۳۳۴/۰	۴۰۷۰/۶	۴۹۴۷/۴	۲۸۸۸/۸	۹۳۱/۸	۴۵۸/۸	۲۰۸/۷	مجموع تأمین مالی

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سازمان بورس اوراق بهادار، گزارش‌های ادواری

در جدول (۲) برخی نماگرهای بازار مالی رسمی کشور ارائه شده است. محاسبه‌نسبت مجموع معاملات بورس اوراق بهادار تهران (به‌عنوان نماد اصلی نظام پایه-اوراق بهادار و بازار سرمایه اولیه و ثانویه رسمی و متشکل کشور) به‌تولید ناخالص داخلی (GDP)، نقش ناچیز این بازار نسبت به کل فعالیت‌های اقتصادی نشان می‌دهد. اگرچه حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های اخیر افزایش چشم‌گیری داشته است، اما در مقایسه با اندازه نظام مالی، سهم آن بسیار ناچیز است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، علی‌رغم رشد تأمین مالی از طریق بازار سهام طی سالیان اخیر، بورس اوراق بهادار در جذب پس‌اندازها موفقیت چندانی نداشته است. به‌طوری‌که برای مثال در سال ۱۳۸۰، کل تأمین مالی از طریق بازار سهام، تنها ۷/۷ درصد از کل پس‌انداز ناخالص ملی را تشکیل می‌داده است. در مجموع، اطلاعات مندرج در جدول شماره (۲) حاکی از موفقیت بسیار ضعیف نظام پایه-اوراق بهادار در مناسبات مالی و اقتصادی کشور ما است. با توجه به بانک محور بودن نظام مالی ایران، طبیعی است که بانک‌ها (تجاری

و تخصصی) <sup>۱</sup> مهم ترین نقش را در جمع آوری پس اندازها داشته باشند. مقدار شبه پول نسبت به پس انداز در تمام سال های مورد بررسی، روند صعودی داشته است (جدول ۲).

جدول ۲- نماگرهای بازار مالی رسمی کشور (میلیارد ریال - درصد)

۱۳۸۰	۱۳۷۹	۱۳۷۸	۱۳۷۷	۱۳۷۶	۱۳۷۵	۱۳۷۴	۱۳۷۳	۱۳۷۲	۱۳۷۱	
۹۶۴۴/۸	۸۰۵۶/۸	۷۴۸۵/۲	۵۳۳۴/۰	۴۰۷۰/۶	۴۹۴۷/۴	۲۸۸۸/۸	۹۳۱/۸	۴۵۸/۸	۲۰۸/۷	مجموع تأمین مالی در بازار اولیه
۱۹/۷	۷/۶	۴۰/۳	۳/۱۰	-۱۷/۷	۷/۱۳	۲۱۰/۰	۱۰۳/۱	۱۱۹/۸	-۴۹/۹	تغییر (درصد)
۷۷۰۲/۵	۹۱۱۸/۸	۵۲۴۳/۶	۳۱۷۰/۴	۲۰۱۷/۶	۴۳۸۱/۶	۱۸۸۰/۶	۷۹۳/۴	۵۱۵/۷	۳۵۲/۱	مجموع معاملات بورس تهران
-۱۵/۵	۷۲/۹	۶۵/۴	۵۷/۱	-۵۴/۰	۱۳۳/۰	۱۳۷/۰	۵۳/۸	۴۶/۵	-۲۶/۴	تغییر (درصد)
۴/۶۶	۴/۶۸	۵/۶۹	۵/۳۸	۴/۷۹	۷/۶۱	۶/۹۶	۳/۱۲	۲/۲۲	۱/۴۳	مجموع تأمین مالی در بازار اولیه به تشکیل سرمایه ثابت ناخالص
۱/۴۵	۱/۴۲	۱/۷۴	۱/۶۴	۱/۴۳	۲/۱۰	۱/۶۰	۰/۷۲	۰/۴۹	۰/۳۲	مجموع تأمین مالی در بازار اولیه به تولید ناخالص داخلی (GDP)
۱/۱۶	۱/۶۰	۱/۲۲	۰/۹۸	۰/۷۱	۱/۸۶	۱/۰۴	۰/۶۱	۰/۵۵	۰/۵۵	مجموع معاملات بورس تهران به تولید ناخالص داخلی (GDP)
-۰/۵	۱/۰	۱/۲	-۰/۷	۰/۴	۱/۸	۱/۵	۰/۵	۰/۵	-۰/۴	تأمین مالی از طریق بازار سهام به GDP
۷/۷	۶/۴	۶/۲	۵/۶	۳/۶	۴/۱	۲/۸	۰/۹۳	۰/۴۲	۰/۲۶	تأمین مالی از طریق بازار سهام به حجم پس انداز ناخالص ملی
۴۰	۲۳	۱۷	۱۵/۵	۱۰	۱۳/۷	۱۲/۵	۵/۷	۵/۷	۵/۶	تغییرات شبه پول به پس انداز ناخالص ملی
۵/۸	۳/۲	۲/۱	۲	۱/۳	-۰/۹۳	۰/۷۲	۰/۴۵	-۰/۳۵	۰/۲۸	کل بیمه دریافتی به حجم پس انداز

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سازمان بورس اوراق بهادار، گزارش های ادواری.

تغییرات شبه پول به نوعی منعکس کننده میزان فعالیت بانک های تجاری است. با عنایت به مطالب فوق الذکر ملاحظه می شود که اولاً میزان فعالیت بانک ها افزایش یافته است و ثانیاً با توجه نسبت تغییرات شبه پول به پس انداز ناخالص ملی

۱- یکی از ویژگی های نظام بانکداری بدون ربا آن است که با حرکت به سمت اجرای کامل و درست آن، هر چه بیشتر مرزهای بین حوزه فعالیت بانک های تجاری و تخصصی فرو می باشد. /پیشین، ص ۱۴۰.

می‌توان گفت که بانک‌های تجاری قدرت توضیح‌دهندگی خوبی برای پس‌انداز در ایران داشته‌اند. مؤسسات بیمه نیز هر چند از جمله مهم‌ترین مؤسسات مالی در همه کشورها می‌باشند، اما در ایران سهم اندکی از پس‌اندازها را به خود اختصاص می‌دهند. همان‌طور که از جدول (۲) ملاحظه می‌شود، علیرغم آن‌که در طول دوره مورد بررسی کل بیمه دریافتی توسط مؤسسات بیمه‌ای از روند صعودی برخوردار بوده است، اما به‌طور مثال در سال ۱۳۸۰، کل بیمه دریافتی، تنها ۵/۸ درصد کل پس‌انداز ناخالص ملی را تشکیل می‌داده است.

#### ۴- برآورد مدل

نقطه شروع در ساخت مدل، استفاده از مدل چرخه زندگی در رفتار پس‌انداز است که در سال ۱۹۹۰ توسط مودیگلیانی مطرح شد و این مدل توسط جاپلی و پاگانو<sup>۱</sup> (۱۹۹۴) برای برآورد نرخ پس‌انداز خصوصی مورد استفاده قرار گرفت. این مدل توسط سارانتیس<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) برای بررسی و آزمون رفتار پس‌انداز در کشورهای عضو سازمان همکاری اقتصادی و توسعه (OECD) نیز به‌کار گرفته شده است.

ما در این مقاله شاخص اندازه‌گیری توسعه مالی (FSDI)<sup>۳</sup> را به‌عنوان یک متغیر توضیحی جدید وارد مدل کرده‌ایم.

تصریح مدل به‌صورت زیر است:

(۱)

$$SAVRATE = a_0 + a_1 PCRED_t + a_2 BDGDP_t + a_3 RGPDI_t + a_4 FSDI_t + e_t$$

که در آن:

SAVRATE = نرخ پس‌انداز خصوصی

PCRED = اعتبار به‌بخش خصوصی تقسیم بر GDP

BDGDP = کسری بودجه دولت تقسیم بر GDP

1- Jappelli & Pagano.

2- Sarantis & Stewart.

3- Financial Sector Development Index.

RGPDI = درآمد ناخالص قابل تصرف واقعی خصوصی سرانه

FSDI = شاخص توسعه بخش مالی

لازم به ذکر است که به دلیل برخی مشکلات از جمله عدم دسترسی به اطلاعات مربوط به نرخ بهره (سود سپرده‌های پس‌انداز) برای سال‌های حجم نمونه و با عنایت به این که در سایر تحقیقاتی که در مورد برآورد پس‌انداز در ایران صورت گرفته، نرخ بهره از نظر آماری بی‌معنی بوده<sup>۱</sup> بنابراین متغیر نرخ بهره (یا جایگزین آن یعنی نرخ سود سپرده) از مدل حذف شد.

همان‌طور که قبلاً اشاره شد، در ایران امکان تفکیک پس‌انداز ناخالص ملی به پس‌انداز دولتی و خصوصی به‌طور مستقیم و از طریق آمار حساب‌های ملی کشور وجود ندارد. از این رو در این مطالعه سعی شده است تا با استفاده از آمار مربوط به عملکرد کل درآمدها و هزینه‌های جاری دولت (موجود در قوانین بودجه) و محاسبه پس‌انداز دولت از طریق بودجه عمومی، پس‌انداز ناخالص ملی به دو بخش پس‌انداز بودجه‌ای (دولت) و سایر پس‌اندازها (خصوصی) تفکیک شود.

سال پایه در این مقاله سال ۱۳۷۶ در نظر گرفته شده است که آخرین سال پایه کشور است. لازم به ذکر است که برای رسیدن به رقم نهایی در برخی از متغیرها مانند GDPDI چند عملیات محاسبه‌ای انجام شده است که به تفصیل در پیوست شماره (۴-۲) ارائه شده است.

#### ۴-۱- شاخص اندازه‌گیری توسعه مالی

اندازه‌گیری توسعه بخش مالی کاری پیچیده است، زیرا تعریف مشخصی از توسعه مالی وجود ندارد. "یک شاخص ایده‌آل توسعه بخش مالی باید تلاش کند تا جنبه‌های مختلف فرایند تنظیم‌کنندگی و ساختن نهادهای لازم در توسعه مالی را اندازه‌گیری کند."<sup>۲</sup>

۱- بررسی پس‌انداز ملی در ایران طی دوره ۷۷-۱۳۵۳، مجموعه پژوهش‌های اقتصادی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ص ۲۷.

2- Bandiera, Oriana. Does Financial Reform Raise or Reduce Savings?, World Bank, (2000).

به هر حال اندازه‌گیری جنبه‌های فوق‌الذکر اگر غیرممکن نباشد، کار بسیار مشکلی است. همان‌طور که در بخش ادبیات موضوع اشاره شد، محققان داخلی و خارجی برای اندازه‌گیری توسعه بخش مالی از شاخص‌های مختلف و متنوعی استفاده کرده‌اند. ما هم در این تحقیق مجموعه‌ای از این شاخص‌ها (تقریباً تمامی آنها) را به کار می‌گیریم تا به این وسیله اثرات مختلف توسعه مالی بر نرخ پس‌انداز خصوصی را اندازه‌گیری کنیم. شاخص‌هایی که به کار گرفته شد، عبارتند از:

- ۱- PCDOM: نسبت اعتبارات بخش خصوصی (بدهی بخش خصوصی به بانک‌ها و مؤسسات مالی غیربانکی) به دارایی‌های داخلی سیستم بانکی
- ۲- QMM2: نسبت شبه‌پول به نقدینگی
- ۳- M2GDP: نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی
- ۴- QMGDP: نسبت شبه‌پول به تولید ناخالص داخلی
- ۵- DMCBDM: نسبت دارایی بانک‌های سپرده<sup>۱</sup> به کل دارایی سیستم بانکی
- ۶- NONGDP: بدهی بخش غیردولتی به GDP

همان‌طور که مشاهده می‌شود تعداری از شاخص‌های فوق به یکدیگر بسیار نزدیک هستند و همبستگی شدیدی بین آنها وجود دارد (ماتریس ضرایب همبستگی برای صرفه‌جویی ارائه نشده است). لذا به کارگیری توأم تمامی شاخص‌های توسعه مالی در یک مدل امکان‌پذیر نیست. به همین منظور این شاخص‌ها را در شش مدل مجزا برای بررسی تأثیر هر یک بر نرخ پس‌انداز خصوصی در ایران برآورد کرده‌ایم که نتایج آن در قسمت تخمین مدل ارائه شده است. چنین روشی امکان تشخیص اثر یک سیاست مالی خالص را البته به شرط ثبات سایر شرایط فراهم می‌کند. اما از آنجا که دامنه وسیعی از سیاست‌های مالی می‌تواند به‌طور هم‌زمان اجرا شود، بنابراین ضرائب برآورد شده در این روش دچار تورش خواهد شد.

۱- Deposit Money Bank بانک‌هایی به غیر از بانک‌های سرمایه‌گذاری است. البته در ایران بانک‌های تجاری و تخصصی را شامل می‌شود.

به منظور اجتناب از مشکلاتی که ذکر شد، ما با استفاده از روش مؤلفه‌های اصلی، تمام متغیرهای مالی در مدل را به‌طور هم‌زمان به‌یک شاخص برای نشان دادن توسعه بخش مالی تبدیل می‌کنیم تا بتواند اثرات تمامی متغیرهای توسعه مالی در مدل را در بر گیرد. این روش توسط لوئین تل<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) و اخیراً توسط باندیرا<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) مورد استفاده قرار گرفته است.

#### ۱-۴-۱- روش مؤلفه‌های اصلی

اگر  $X_1, X_2, \dots, X_N$  متغیرهایی باشند که با هم همبستگی بالایی دارند، با استفاده از تحلیل مؤلفه‌های اصلی می‌توان مؤلفه‌هایی استخراج کرد که با تعداد کم بتوانند نقش همان متغیرهای متعدد را ایفا کنند. به عبارت دیگر اولاً مؤلفه‌های اصلی معمولاً خود به‌خود مطلوب نبوده و برای انجام عملیات آماری دیگر مانند رگرسیون استفاده می‌شوند. به‌عنوان مثال، وقتی تعداد متغیرهای توضیحی در رگرسیون بالاست، هم‌خطی محتمل بوده و میزان آن افزایش می‌یابد. در این صورت با استفاده از تحلیل مؤلفه‌های اصلی می‌توان تعداد متغیرهای توضیحی را کاهش داده و در نتیجه از شدت هم‌خطی کم کرد. همچنین تحلیل مؤلفه‌های اصلی وقتی مفید است که متغیرها با همدیگر همبستگی داشته باشند. اگر این‌گونه نباشد دو متغیر به‌عنوان دو عامل مشخص خواهند شد و تعداد متغیرهای توضیحی کاهش نخواهد یافت.

آنچه به‌عنوان مؤلفه‌های اصلی به‌وجود خواهد آمد ناهمبسته بوده و نسبت به‌میزان واریانس مرتب شده‌اند. مرتب‌شدن متغیرها با توجه به‌میزان واریانس به‌این معناست که بیشترین میزان تغییرات در متغیرهای اول محاسبه می‌شود و متغیرهای بعدی از اهمیت کمتری برخوردارند. عملاً در این روش تعداد متغیرهای جدید کمتر از متغیرهای اولیه خواهد بود زیرا متغیرهایی که از نظر میزان تغییرات در رده‌های آخر قرار می‌گیرند ارزش چندانی نداشته و قابل

1- Luintel.

2- Bandiera.



نادیده گرفتن هستند.

همان‌طور که اشاره شد از شش شاخص برای اندازه‌گیری توسعه بخش مالی استفاده می‌شود که برای جلوگیری از مسأله هم‌خطی بین متغیرها و کاهش تعداد شاخص‌ها از متد مؤلفه‌های اصلی استفاده خواهیم نمود. در این مقاله از مقادیر مشخصه و بردارهای مشخصه ماتریس  $X'X$  استفاده می‌شود (ماتریس  $X_{MN}$  حاوی  $M=40$  مشاهده و  $N=6$  متغیر است و برای استفاده از شیوه آماری مؤلفه‌های اصلی از نرم‌افزار MATLAB استفاده شده است).

## ۲-۴- برآورد مدل به‌روش یوهانسون و یافته‌های تجربی

بسیاری از متغیرهای اقتصاد کلان ویژگی نامانایی دارند. به‌همین منظور ابتدا با استفاده از آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته (ADF) مرتبه انباشتگی همه متغیرهای مدل را آزمون می‌کنیم. نتایج آزمون‌های ریشه واحد برای سری‌های منفرد در سطح معنی‌داری پنج درصد حکایت از  $I(1)$  بودن کلیه متغیرهای الگو (INF, RGPDI, BDGDP, PCRED, SAVRATE) و شاخص‌های توسعه مالی (NONGDP, DMCBDM, QMGDP, M2GDP, QMM2, PCDOM) دارد (نتایج برای صرفه‌جویی ارائه نشده است).

از آنجا که تمامی متغیرهای مدل انباشته از مرتبه یک هستند، روش همجمعی یوهانسون برای برآورد ضرائب مدل و همچنین مشخص کردن برار همجمعی بین متغیرها مناسب خواهد بود. قبل از برآورد مدل با استفاده از شاخص توسعه مالی که از روش مؤلفه‌های اصلی تولید شده باشد، شش مدل مجزا را از روش یوهانسون برآورد می‌کنیم و هر بار یکی از شاخص‌های شش‌گانه توسعه مالی را به‌کار می‌گیریم. این کار برای مشخص کردن وجود رابطه بلندمدت هریک از این شاخص‌ها با سایر متغیرهای مدل است.

تصریح مدل اولیه از روش یوهانسون به‌قرار زیر است.<sup>۱</sup>

۱- محمد نوفرستی، ریشه واحد همجمعی، نشر نی، تهران، ۱۳۷۸، ص ۱۲۶.

$$\Delta Y_t = \sum_{i=1}^{p-1} B_i \Delta Y_{t-i} + \pi Y_{t-p} + U_t \quad (2)$$

که در آن  $Y_t$  بردار متغیرهای درون‌زا است.

$$Y_t = [SAVRATE_t \quad PCRED_t \quad BDGDP_t \quad RGPDI_t \quad INF_t \quad FSDI_{it}] \quad (3)$$

$i=1,2,\dots,6$

$$A = PCDOM = FSDI_1$$

$$B = QMM2 = FSDI_2$$

$$C = M2GDP = FSDI_3$$

$$D = QMGDP = FSDI_4$$

$$E = DMCBDM = FSDI_5$$

$$F = NONGDP = FSDI_6$$

نتایج برآورد شش مدل مجزا از روش یوهانسون حاکی از آن است که روابط بلندمدت بین متغیرها برای حالت‌های D و E یعنی زمانی که از شاخص‌های QMGDP و DMCBDM استفاده می‌شود، وجود ندارد (نتایج ارائه نشده است). بنابراین از آنجا که این دو شاخص در مدل ما قادر به توضیح دادن پس‌انداز خصوصی در بلندمدت نیستند از مدل حذف می‌شوند. با حذف این دو شاخص، تعداد شاخص‌های توسعه مالی به چهار مورد کاهش می‌یابند، که عبارتند از:

$$A=PCDOM$$

$$B=QMM2$$

$$C=M2GDP$$

$$F=NONGDP$$

### ۳-۴ - ساختن شاخص توسعه مالی با استفاده از روش مؤلفه‌های اصلی

همان‌طور که اشاره شد، به‌کارگیری توأم چهار شاخص فوق در یک مدل امکان‌پذیر نیست، زیرا همبستگی شدیدی بین این متغیرها وجود دارد و به‌کارگیری هم‌زمان آنها مشکلات هم‌خطی ایجاد می‌کند. به‌منظور اجتناب از این مشکل از متد مؤلفه‌های اصلی استفاده می‌کنیم. برای این منظور از نرم‌افزار

MATLAB<sup>1</sup> استفاده کرده‌ایم. این نرم‌افزار علاوه بر ماتریس  $X'X$  و داده‌های جدید، مقادیری را تحت عنوان متغیر پنهان<sup>2</sup> ارائه می‌دهد که با استفاده از آنها می‌توان سهم هر یک از مؤلفه‌های تولیدشده را در نوسانات متغیرهای اصلی به‌دست آورد. جدول (۳) درصد تغییرات هر یک از مؤلفه‌های جدید را نشان می‌دهد.

جدول ۳- تغییرات هر یک از مؤلفه‌های اصلی

مؤلفه‌ها	PC <sub>1</sub>	PC <sub>2</sub>	PC <sub>3</sub>	PC <sub>4</sub>
درصد تغییرات	۹۰/۰	۹/۰	۰/۰۸	۰/۰۲

همان‌طور که از جدول (۳) مشاهده می‌شود مؤلفه اول بیش از ۹۰ درصد از تغییرات در متغیرهای اصلی را در بردارد. این مقدار در مورد مؤلفه دوم کمتر از ۹ درصد است. در حالی که مؤلفه‌های سوم و چهارم قدرت توضیح‌دهندگی ناچیزی داشته و می‌توان از آنها صرف‌نظر کرد. بنابراین  $PC_1$  را به‌عنوان شاخص توسعه مالی FSDI وارد مدل می‌کنیم.

اولین گام در این مرحله تعیین مرتبه‌انباشتگی متغیر جدید است. با استفاده از آزمون ADF این کار صورت گرفت و مشاهده شد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد متغیر FSDI انباشته از مرتبه یک یعنی  $I(1)$  است (نتایج مربوط به آزمون مانایی ارائه نشده است). به‌این ترتیب، مدل نهایی که از روش یوهانسون برآورد می‌شود، متغیرهای درونزای زیر را در بر دارد:

$$Y_t = \left[ SAVRATE \quad PCRED \quad BDGDP \quad RGPDI \quad INF \quad FSDI \right] \quad (4)$$

در اجرای مدل از هیچ متغیر برون‌زایی استفاده نشد. استفاده از متغیر مجازی (Dummy) برای سال‌های جنگ نتایج مدل را بدتر می‌کرد. بنابراین در مدل لحاظ نشد. پس از اجرای دقیق مدل یوهانسون برای مجموعه متغیرهای فوق

1- Version 6.5; Release 13.

2- Latent.

بهترین حالت VAR(1) و بهترین برازش بردار بلندمدت هم‌انباشتگی از نوع پنجم (یعنی عرض از مبدأ نامقید، روند نامقید) تشخیص داده شد. با توجه به شرایط فوق تنها یک بردار هم‌جمعی بلندمدت بین متغیرهای ما وجود داشت که ضرایب استاندارد شده این بردار برحسب SAVRATE، به شرح زیر است.

PCRED	BDGDP	RGDPDI	INFL	FSDI
-۰/۰۶	-۲/۷۶	(۰/۱۲) <sup>-۴</sup>	۰/۶۱	-۰/۲۶

ضرائب نشان می‌دهند که پس‌انداز خصوصی با متغیر دسترسی به اعتبارات PCRED (محدودیت نقدینگی) رابطه معکوس دارد. همان‌طور که در بخش (۱-۳) به‌طور کامل عنوان شد، محدودیت‌های نقدینگی می‌تواند از دو طریق پس‌انداز را تحت تأثیر قرار دهد، اولین مورد آن است که محدودیت‌های جاری، کارگزاران اقتصادی را از استقراض به‌میزانی که مورد نظر دارند، باز می‌دارد. بنابراین آنها مجبور می‌شوند بیشتر از زمانی که محدودیت ندارند پس‌انداز کنند. دومین مورد مربوط به ریسک مواجهه با محدودیت‌های اعتباری در آینده است، حتی اگر خانوار در حال حاضر برای استقراض محدودیتی نداشته باشد، احتمال محدود شدن در آینده باعث می‌شود تا خانوار مصرف جاری خود را از طریق افزایش پس‌انداز احتیاطی کاهش دهد. از آنجا که اصلاحات مالی محدودیت‌های اعتباری را کاهش داده و دسترسی به گونه‌های مختلف استقراض را فراهم می‌کند، در مجموع ممکن است به‌جای افزایش، پس‌انداز خصوصی کاهش یابد یعنی اتفاقی که در این مدل افتاده است و محدودیت‌های نقدینگی با ضریب (-۰/۰۶) باعث کاهش پس‌انداز خصوصی شده است. در اینجا به دلیل کمتر شدن محدودیت‌های استقراض، افراد می‌توانند به‌اندازه‌ای که تمایل دارند استقراض کنند.

مطالعاتی مانند جاپلی (۱۹۹۴) که از نسبت وام به ارزش دارایی<sup>۱</sup> و اعتبار مصرفی به‌عنوان جایگزینی برای محدودیت‌های نقدینگی استفاده کرده است،

1- Loan-to-Value.

به این نتیجه می‌رسند که محدودیت‌های نقدینگی بر خانوارها پس‌انداز را افزایش داده و اثر رشد بر پس‌انداز را تقویت می‌کند و سرانجام نرخ رشد را افزایش می‌دهد. البته به این شرط که رشد بهره‌وری درون‌زا باشد. تمرکز جابلی در مطالعه خود بر کشورهای صنعتی است. مورد دیگری که نتیجه ما را تأیید می‌کند مربوط است به مطالعات سارانتیس و استوارت<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) در رابطه با کشورهای عضو سازمان همکاری اقتصادی و توسعه (OECD). البته لویزا<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) با استفاده از یک مدل پویا و استفاده از پانل دیتا به این نتیجه می‌رسد که کاهش محدودیت‌های نقدینگی باعث کاهش پس‌انداز خصوصی هم در کشورهای در حال توسعه و هم کشورهای توسعه‌یافته شده است.

متغیر کسری بودجه نیز با ضریب  $(-۲/۷۶)$  نرخ پس‌انداز خصوصی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همان‌طور که در بخش (۳) به‌طور مبسوط بحث شد به‌طور کلی سه نقطه‌نظر در رابطه با پس‌انداز دولت وجود دارد. مهم‌ترین آنها که امروزه به‌طور وسیع مورد قبول است، براساس مدل عمومی نئوکلاسیک و منطبق با فرضیه دوره زندگی شکل می‌گیرد. براساس این نظریه، کاهش در پس‌انداز دولت، از طریق انتقال حجم عمده‌ای از مالیات‌ها از نسل‌های حاضر به نسل‌های آینده، منجر به افزایش مصرف جاری و در نتیجه کاهش پس‌انداز خصوصی در دوره جاری می‌شود. علامت ضریب BD در مدل ما نیز مطابق با این نظریه، منفی است. بزرگ‌بودن ضریب نیز به دلیل اهمیت دولت و بزرگی آن در اقتصاد ایران و تأثیر شدیدی است که بخش خصوصی و به‌خصوص پس‌انداز از تحولات بخش دولتی دارد. در ایران و بسیاری از کشورهای در حال توسعه، به دلیل ضعفی که در بخش خصوصی وجود دارد، به‌ناچار بسیاری از فعالیت‌های مهم اقتصادی در دست دولت بوده و طبیعی است که حجم دولت بسیار بزرگ باشد.

همان‌طور که انتظار می‌رود اثر درآمد قابل تصرف خصوصی (GDPI) به پس‌انداز مثبت است. در مورد نرخ تورم هم باید به این نکته توجه داشت که نرخ

1- Sarantis & Stewart.

2- Loayza.

تورم از دو طریق روی پس‌انداز خصوصی تأثیرگذار است: ۱- از طریق اثر مثبت بر توزیع درآمد به‌نفع صاحبان سود و در نتیجه افزایش پس‌انداز ۲- کاهش بهره واقعی که ضرر پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران را به‌دنبال دارد و باعث کاهش پس‌انداز خواهد شد.

از آنجا که متغیر تورم با ضریب  $0/61$  دارای اثر مثبتی بر پس‌انداز خصوصی است می‌توان گفت که احتمالاً به‌دلیل وضعیت نامناسب توزیع درآمد در کشور<sup>۱</sup>، افزایش تورم باعث افزایش ثروت ثروتمندان شده است. بنابراین تورم در ایران از طریق اثر مثبت بر توزیع درآمد به‌نفع صاحبان سود باعث افزایش پس‌انداز شده است. ضمن این‌که می‌توان گفت به‌دلیل این‌که نرخ بهره اسمی متناسب با نرخ تورم افزایش نیافته است، ارزش واقعی ثروت خانوار با کاهش روبرو شده و پس‌انداز افزایش یافته است.

مهم‌ترین متغیر در این مطالعه، شاخص توسعه مالی (FSDI) است. کاملاً روشن است که شاخص توسعه بخش مالی اثر مهمی بر پس‌انداز خصوصی دارد. اصلاحات مالی و سیاست‌های اقتصادی باعث تقویت بخش مالی اقتصاد شده و این به‌نوبه خود باعث تأثیرات مهمی بر پس‌انداز خواهد شد. البته همان‌طور که در بخش‌های پیشین اشاره شد به‌دلیل وجود ابعاد گوناگون توسعه بخش مالی، برآیند اثر آن بر پس‌انداز کاملاً آشکار نیست. شاخص توسعه مالی در این مدل دارای اثری معکوس به‌میزان  $(0/26)$  بر پس‌انداز خصوصی است. به‌این معنی که برآیند اثر توسعه بخش مالی در ایران باعث کاهش پس‌انداز خصوصی شده است.

شاید مهم‌ترین دلیل برای تأیید این رویداد، ضعف ارتباط بین رشد اقتصادی و توسعه مالی است به‌گونه‌ای که حتی در برخی مطالعات مانند نیلی (۱۳۸۲) نتیجه‌گیری شده است که همبستگی ضعیف بین تشکیل سرمایه فیزیکی و نیز بهره‌وری سرمایه با توسعه مالی در کشور باعث منفی‌بودن رابطه رشد اقتصادی و

۱- ضریب جینی طی دهه‌های اخیر بین  $0/4$  تا  $0/6$  در نوسان بوده است. مرکز آمار ایران، سال‌نامه آماری، سال‌های مختلف.

توسعه مالی شده است. توضیح فوق روشن‌تر خواهد بود اگر اشاره شود که توسعه مالی از طریق تسهیل و تسریع انباشت سرمایه و نیز تخصیص بهینه منابع یا بهره‌وری بالاتر سرمایه به رشد اقتصادی کمک می‌کند. بنابراین زمانی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی منفی است که رابطه توسعه مالی و انباشت سرمایه منفی باشد.

## ۵- نتیجه‌گیری

در این مقاله به بررسی تأثیر توسعه نظام مالی بر پس‌انداز خصوصی پرداختیم. در واقع انگیزه اصلی این کار لزوم تحول در عرصه نظام مالی کشور و ادغام در بازارهای بین‌المللی است. از آنجا که انباشت سرمایه مهم‌ترین عامل برای رشد اقتصادی است، بنابراین بررسی عکس‌العمل پس‌انداز نسبت به تحولات نظام مالی (که در حال حرکت به سمت جهانی شدن بر اساس اصول آزادسازی است) بسیار ضروری به نظر می‌رسد. اهمیت پس‌انداز خصوصی در این رابطه زمانی روشن‌تر خواهد شد که بدانیم یکی از اصول لاینفک آزادسازی، کمتر شدن نقش دولت در فعالیت‌های اقتصادی و حرکت به سمت خصوصی‌سازی است. نتایج به دست آمده عبارتند از:

- ۱- نظام مالی ایران طی سه دهه اخیر بانک محور بوده است و سهم اوراق بهادار در این نظام بسیار کم‌رنگ و ناچیز است.
- ۲- توسعه نظام مالی در کشور به معنای کامل و جامع رخ نداده است به طوری که از نظر کمی، بازارهای مالی بسیار محدود هستند و بسیاری از نهادها و واسطه‌های مالی در ایران وجود ندارند و آن دسته از نهادهای مالی موجود نیز، نقش بسیار ناچیزی در بازار سرمایه دارند. بازار معاملات ارز وجود ندارد. بازار بیمه، مخصوصاً انواع بیمه‌های زندگی و بیمه اتکایی، بسیار محدود است. از نظر کیفی نیز باید اذعان داشت که قوانین نظارتی مؤثر و کارا در بازارهای مالی وجود ندارد. قوانین رسیدگی به صلاحیت سهام‌داران و مدیران و قدرت مالی و ساختار عملیاتی نهادهای مالی - عمدتاً به دلیل دولتی بودن نهادهای مالی - وجود ندارند و قوانین مالیاتی در رابطه با اوراق بهادار نارسایی‌هایی دارند. قوانین و سازوکارهای

لازم برای افشاسازی و عدم استفاده از اطلاعات محرمانه، هنوز فراهم نشده است.  
 ۳- توسعه نظام مالی به صورت محدود و منحصر به توسعه کمی شاخص‌های بانکی، تأثیر منفی بر پس‌انداز خصوصی در ایران داشته است که دلیل احتمالی آن به‌قرار زیر است:

- پایین‌بودن سطح درآمد سرانه در کشور از یک طرف و توزیع نابرابر درآمد از طرف دیگر باعث شده تا میل نهایی به‌مصرف در بسیاری از خانوارها بالا باشد. بنابراین علیرغم انجام اصلاحات در بازارهای پول و سرمایه و توسعه دامنه فعالیت‌های مجاز برای بانک‌ها و دیگر مؤسسات مالی و افزایش فرصت‌های پس‌انداز توسعه مالی نه تنها نتوانسته پس‌انداز خصوصی بیشتری جذب کند بلکه حتی دسترسی افراد به اعتبارات موجب افزایش مصرف و در نتیجه کاهش پس‌انداز این بخش شده است.

بنابراین فرضیه اصلی در این مقاله مبنی بر این که توسعه بخش مالی دارای اثر مثبت بر پس‌انداز خصوصی در ایران است، رد می‌شود.

۴- به‌طور کلی طی دوره مورد بررسی (۱۳۸۱-۱۳۳۸) روند نرخ پس‌انداز ناخالص ملی تحت تأثیر نرخ پس‌انداز دولتی بوده تا نرخ پس‌انداز خصوصی. در واقع فراز و نشیب‌هایی که در روند پس‌انداز ناخالص ملی طی روند مشاهده می‌شود به‌دلیل نوساناتی است که طی همین دوره برای پس‌انداز دولتی به‌وجود آمده است. بی‌ثباتی در نرخ پس‌انداز دولتی ناشی از نوسانات درآمدهای دولت است که عمده آن مربوط به صادرات مواد اولیه است. قیمت مواد اولیه و به‌خصوص نفت که در بازارهای بین‌المللی تعیین می‌شود نیز بسیار متزلزل و غیرقابل پیش‌بینی است.

بر خلاف نرخ پس‌انداز دولتی، نرخ پس‌انداز خصوصی طی دوره مورد بررسی از یک ثبات نسبی برخوردار بوده است. بنابراین به‌دلیل اهمیت ثبات اقتصادی برای فراهم شدن بستر مناسب برای رشد و توسعه کشور استفاده از ابزارها و سیاست‌هایی که از ثبات کافی برخوردارند، لازم و ضروری است. لذا پیشنهاد می‌شود که مسئولین امر و متولیان نظام مالی با به‌کارگرفتن شیوه‌های ابتکاری و



خلاقانه تمهیداتی را برای جذب پس‌اندازهای خصوصی فراهم کنند.

### فهرست منابع

- ۱- استیگلیتز، جوزف (۱۳۸۲)؛ *جهانی‌سازی و مسائل آن*، ترجمه حسن گلریز، تهران، نشرنی.
- ۲- بزمحمدی، حسین (۱۳۸۲)؛ *اصلاح ساختار نظام بانکی در راستای سازماندهی بازارهای مالی رسمی در جمهوری اسلامی ایران*، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی.
- ۳- بانک مرکزی ج.ا.ا.، ترازنامه؛ ۱۳۸۰-۱۳۴۲.
- ۴- بانک مرکزی ج.ا.ا.، حساب‌های ملی؛ ۷۹-۱۳۳۸.
- ۵- بانک مرکزی ج.ا.ا.، *نماگرهای اقتصادی*؛ شماره‌های ۳۰ تا ۳۲.
- ۶- پوریان، حیدر (۱۳۷۸)؛ «عوامل مؤثر بر پس‌انداز و برداشتی از موانع پس‌انداز در ایران»، مجموعه مقالات هشتمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی.
- ۷- ختایی، محمود (۱۳۷۶)؛ *گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی*، تهران، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.
- ۸- رحمانی، تیمور (۱۳۷۱)؛ *تحلیلی از تشکیل سرمایه در اقتصاد ایران و تخمین تابع سرمایه‌گذاری*، کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
- ۹- رحیمی فر، مه‌ری (۱۳۸۲)؛ *بررسی عملکرد اقتصادی انتشار اوراق مشارکت در ایران*، تهران، معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی.
- ۱۰- سازمان بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۶)؛ «*رهیافتی به کارکردهای بورس اوراق بهادار و جایگاه آن در بازارهای مالی*»، گزارش مقدماتی.
- ۱۱- صمدی، علی حسین (۱۳۷۵)؛ «*گسترش مالی و رشد اقتصادی: آزمون‌های ریشه واحد و همگرایی در حضور تغییر جهت‌های ساختاری (شواهد ساختاری از اقتصاد ایران ۱۳۷۴-۱۳۳۸)*»، مجله برنامه و بودجه، شماره ۵۸ و ۵۹.
- ۱۲- فیوزی، فرانک (۱۳۷۶)؛ *مبانی بازار و نهادهای مالی*، دکتر عبده تبریزی، تهران، انتشارات آگاه، جلد اول.
- ۱۳- کرمی، افشین (۱۳۸۰)؛ *ارزیابی متغیرهای مؤثر بر حجم پس‌انداز در ایران*، رساله کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی.
- ۱۴- مجتهد، احمد. کرمی، افشین (۱۳۸۲)؛ «*ارزیابی متغیرهای مؤثر بر رفتار پس‌انداز ملی در اقتصاد ایران*»، پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۲۷.

- ۱۵- محمدی، شاپور (۱۳۸۲)؛ بررسی ویژگی‌های غیرخطی و ناپیوستگی تغییرات ساختاری، رساله دکتری، دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران.
- ۱۶- نظری، مجتبی (۱۳۸۱)؛ بررسی تحولات موردنیاز در بازارهای مالی ایران در صورت پیوستن به سازمان جهانی تجارت، رساله کارشناسی ارشد، پژوهشکده پولی و بانکی.
- ۱۷- نوفرستی، محمد (۱۳۷۸)؛ ریشه واحد و همجمعی در اقتصاد سنجی، تهران، مؤسسه خدمات فرهنگی رسا.
- ۱۸- نیلی، مسعود (۱۳۸۲)؛ «توسعه مالی و رشد اقتصادی: مقایسه کشورهای صادرکننده نفت و آسیای شرقی»، مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی.
- 19- Amable , B. Chatelane , J (2001); " Can Financial Infrastructures Foster Economic Development?", *Journal of Development economics ,vol 64* .
- 20- Athukorala, P. Sen, K (2001); "The Determinants of Private Saving in India", *Economic Development and Cultural Change, Forthcoming*.
- 21- Bandiera, O. Caprio, G. Honohan, P and Sohiantarelli, F (2000); "Does Financial Reform Raise or Reduce Saving?", *Review of Economics and Statistics 82 (2) May*.
- 22- Blinder Alan S, and Angus Deaton, "The Time Series Consumption Function Revisited", *Brooking Papers on Economic activities: 2(1985)*, The Brooking & Institution (Washington), PP: 465-511.
- 23- Bossone, B (1998); "Financial Development and Industrial Capital Accumulation", *World Bank*.
- 24- Edwards, Sebastian, "Why Are Saving Rates so difficult Across Countries? An International Comparative Analysis", *NBER Working Paper No. 5097, April 1995*.
- 25- Jappelli, T and Pagano, M (1994); " Saving, Growth, and Liquidity Constraints", *The Quarterly Journal of Economics, February*.
- 26- Kelly, R and Mavrotas, G (2003); " Financial Sector Development Futile or Fruitful? An Examination of the Determinants of savings in Srilanka", *WIDER, United Nations University*.
- 27- Kelly, R and Mavrotas, G (2003); "Savings and Financial Sector Development: Panel Cointegration Evidence from Africa", *WIDER, United Nations University*.
- 28- Kumar, M, S (1992); "Financial Consolidation in Developing Countries", *Annex V, World Economic Outlook, October*.
- 29- Levine, R (1997); "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature, 35, June*.

- 30- Loayza, N, et.al (1998); "The World Saving Data Base", World Bank.
- 31- Maimbo, S. Mavrotas, G (2003); "Financial Sector Reforms and Savings Mobilization in Zambia", WIDER, United Nations University.
- 32- Prasy, Eswar (2003); "Effects of Financial Globalization on Developing Countries; some Empirical Evidence", IMF.
- 33- Schmidt, K, H. Serven, L (2002); "Financial Liberalization, Saving and Growth, Conference on Macroeconomic Stability, Financial Markets, and Economic Development, Mexico, DF, Nov, 12-13.
- 34- The Role of National Saving in the World Economy, Occasional Paper 67, IMF; March 1990.

Archive of SID