

بررسی تأثیر تعمیق مالی بر رشد اقتصادی در ایران

دکتر علی سلمانپور^۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۱۲/۲۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۱/۱۶

چکیده

تعمیق مالی یکی از پیش شرطهای رشد و توسعه اقتصادی کشورها تصور شده است، به طوری که کشورهایی که بخش مالی آنها از عمق کمتری برخوردارند، بی شک منابع مالی در آنها به صورت کارا و بهینه بین نیازها تخصیص داده نخواهد شد و یا در مواقعی با مشکل در دسترس نبودن ابزارهای تأمین مالی مناسب مواجه می شوند که در این صورت منابع کافی جمع آوری نمی شوند. در این مقاله ابتدا شاخص های تعمیق و توسعه مالی کشور بررسی شده سپس تحلیلهای اقتصادی خود را به منظور مطالعه روابط متقابل بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی در ایران در دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۴۸ را با استفاده از روش خود توضیح با وقفه های گسترده تخمین می زنیم. نتایج نشان می دهد تعمیق مالی بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت و توسعه مالی بر رشد اقتصادی تأثیر منفی می گذارد. الگوی نشان می دهد بازار سرمایه نقش اساسی را در رشد و توسعه اقتصادی ایران به عهده دارد که دلیل اثر منفی به نحوه آزاد سازی بازارهای مالی بر می گردد.

واژه های کلیدی: تعمیق مالی، توسعه مالی، آزاد سازی مالی، رشد اقتصادی.

طبقه بندی JEL: C22, G15, F43

۱- مقدمه

در مدل‌های رشد اقتصادی نئوکلاسیکی^۱، نرخ رشد با ثبات برابر با نرخ رشد و پیشرفت تکنولوژیکی در نظر گرفته شده است و با توجه به برونزا بودن نرخ پیشرفت تکنولوژی و فرض بازده نزولی سرمایه، نرخ رشد اقتصادی نیز برونزا^۲ و ثابت فرض می‌شود. مدل‌های جدید رشد اقتصادی، یعنی مدل‌های رشد درونزا^۳، از نهاد سرمایه به عنوان عامل درونزای رشد اقتصادی استفاده کرده و موجب تفاوت‌هایی با الگوی سنتی رشد اقتصادی می‌شود. در این الگوها نهاد سرمایه، بهره‌وری و انباشت آن در نرخ رشد اقتصادی نقش اساسی دارد.

ارتباط بین تعمیق مالی، توسعه مالی و رشد اقتصادی یکی از موضوعات مهم و جنجال برانگیز در اقتصاد است بگونه‌ای که مطالعات زیادی را به خود اختصاص داده است. مطالعات اولیه در این مورد به این موضوع اشاره دارد که ارتباط قوی، مثبت و معناداری بین توسعه مالی، تعمیق مالی و رشد اقتصادی وجود دارد. مطالعه گداسمیت (۱۹۶۹)، ارتباط بین توسعه مالی و کارایی سرمایه‌گذاری و مطالعات «مک کینون»^۴ (۱۹۷۳) نقش آزاد سازی مالی بر حجم پس انداز و حجم سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار می‌دهند. در عین حال برخی مطالعات هیچ ارتباط مثبت و روشنی بین تعمیق و توسعه مالی و سطح پس انداز و سرمایه‌گذاری و کارایی آن را نیافتند.

پیرامون ارتباط میان تعمیق مالی و رشد اقتصادی نظریه‌های مختلفی توسط اقتصاددانان بیان شده، که در قالب مدل‌های سنتی رشد سولو^۵ (۱۹۵۶) بیان می‌دارد تعمیق و توسعه مالی یکی از پیش شرط‌های رشد و توسعه اقتصادی کشورها می‌باشد که این دو عامل رشد، هم از طریق افزایش سطح انباشت سرمایه فیزیکی و هم از طریق افزایش کارایی سرمایه، بر سطح تولید واقعی، تأثیر می‌گذارد به طوری که کشورهایی که بخش مالی آنها از ژرفای کمتری برخوردار است منابع مالی در آنها به صورت کارا، بین نیازها تخصیص داده نخواهد شد.

با شکل‌گیری مدل‌های رشد درونزا، توسط پاگونو^۶ (۱۹۹۹)، می‌توان رابطه علی از سوی تعمیق و توسعه مالی بر رشد اقتصادی را توجیه نمود. همچنین در ارتباط با چگونگی تأثیرگذاری تعمیق مالی بر رشد اقتصادی می‌توان به مطالعات «لویین»^۷، رنلت^۸، نئوس^۹ و کولگر^{۱۰} (۱۹۹۱) اشاره نمود که همگی به رابطه مثبت تعمیق مالی و رشد اقتصادی اشاره دارند.

لویین (۱۹۶۹) با بحث نظری آثار تعمیق مالی بر رشد اقتصادی معتقد است چنانچه سیستم مالی بتواند به وظایف اصلی خود در مورد کاهش هزینه‌های اطلاع رسانی، تسهیل مبادلات و بررسی دقیقتر هزینه‌ها، عمل نماید منجر به افزایش رشد اقتصادی خواهد شد.

۲- مفهوم تعمیق و توسعه مالی

در فرهنگ و مفاهیم پولی و بانکی خلعتبری (۱۳۷۷) تعمیق مالی مترادف با تعمیق دارائی‌های مالی دانسته شده و به حالتی گفته می‌شود که سرعت افزایش دارائی‌های مالی بیش از سرعت افزایش دارائی‌های غیر مالی باشد. در این حالت نسبت دارائی‌های مالی به دارائی‌های غیر مالی روبه افزایش می‌گذارد. همچنین تعمیق مالی با افزایش و گسترش بازارهای مالی از طریق سوق یافتن منابع مالی کمیاب پس انداز کنندگان، به سرمایه‌گذاری در طرح‌ها با بازدهی بالاتر همراه است، یعنی تعمیق مالی براساس؛ کاهش هزینه‌های اطلاع رسانی، تسهیل مبادلات و بررسی دقیقتر هزینه‌ها عمل می‌نماید و به نقش واسطه‌های مالی در ارزیابی و برآورد توان کارفرمایان و بنگاه‌هایی که اقدام به نوآوری می‌کنند بستگی دارد.

به عبارتی تجهیز منابع جهت برآوردن نیازهای مالی بلند مدت طرح‌های نوآورانه، ایجاد مدیریت ریسک و نقش واسطه‌های مالی در تنوع بخشیدن دارایی‌ها، کاهش ریسک و سرانجام، پیش بینی سود انتظاری صنعت، در اثر بهره‌گیری از تکنولوژی جدید حاصل از فعالیت‌های نوآورانه بدست می‌آید. تمامی این عوامل می‌تواند زمینه مناسب تعمیق مالی و در نتیجه افزایش رشد اقتصادی را فراهم آورد.

توسعه مالی به حالتی اطلاق می‌شود که نسبت دارائی‌های مالی به GDP و نسبت دارایی‌های مالی و مؤسسات مالی به کل دارایی‌های مالی، که این دو فاکتور نهادینه شدن پس اندازها را نشان می‌دهند، افزایش یابد. یعنی توسعه مالی موجب افزایش سطح سرمایه‌گذاری و دسترسی به منابع مالی از کانال افزایش سطح پس انداز می‌شود و بر افزایش سطح انباشت سرمایه مالی تأکید دارد.

آنچه برای توسعه بخش مالی در اقتصادهای در حال توسعه اهمیت دارد عبارت است از کاهش پراکندگی بازارهای مالی، به طوری که در بازارهای مالی به تدریج قیمت‌های درست‌تر و سازگارتری برقرار شوند. مک کیونون و شاو اشاره دارند که برقراری نرخ‌های بهره واقعی

مثبت اولین گام در این جهت است، یعنی فراهم سازی زمینه‌ای که سیستم مالی بتواند بر مبنای قیمت‌های صحیح‌تر توسعه یابد.

شاخصهای توسعه بخش مالی بایستی وضعیت واسطه‌گری‌های مالی، مدیریت نقدینگی و مدیریت ریسک سیستم مالی را پوشش دهند. مضافاً اینکه مکانیسم‌های قیمت‌گذاری مالی نیز بایستی برای ارزیابی توسعه سیستم مالی مد نظر قرار گیرند، با بررسی تمامی موارد مذکور می‌توان میزان پیشرفت صورت گرفته در روند یکپارچگی بازارهای مالی، توسعه و ژرفای مالی را ارزیابی نمود.

شاخص‌هایی برای کمک به تحلیل ساختار سیستم مالی و تعیین اهمیت عناصر مختلف آن طراحی شده است. که در این خصوص سه شاخص مطرح است، اولی، نسبت نقدینگی به حجم پول است. در صورتی که سیستم مالی توسعه پیدا کند، سپرده پس انداز از مانده معاملاتی سریعتر رشد می‌کنند. دومی، نسبت موجودی بازار اوراق (مجموع موجودی سهام) به نقدینگی است. این شاخص وضعیت واسطه‌گری‌های مالی را در سیستم مالی نشان می‌دهد و آخرین شاخص، نسبت حجم معاملات مشتقه به معاملات بازار ابزاری است که این نسبت اهمیت ابزارهای مدیریت ریسک را به تجارت نقدی یا فیزیکی بر پایه ابزارهایی که مشتقه می‌باشند، اندازه‌گیری می‌کند. ابزارهای مشتقه نیازمند بازارهای باثبات و کارآ، در مورد ابزارهای مورد استفاده می‌باشند و در صورتی که بازارهای مربوطه توسعه پیدا کنند از اهمیت بیشتری برخوردار می‌شوند. حجم معاملات مشتقه با تجمیع معاملات نرخ بهره بازاری و معاملات آتی سهام و قراردادهای اختیار معامله اندازه‌گیری میشود. با توجه به اینکه معاملات بازارهای مشتقه در بازار مالی ایران وجود ندارد لذا از این شاخص استفاده نمی‌شود و تنها به دو شاخص اول و دوم اکتفا می‌شود.

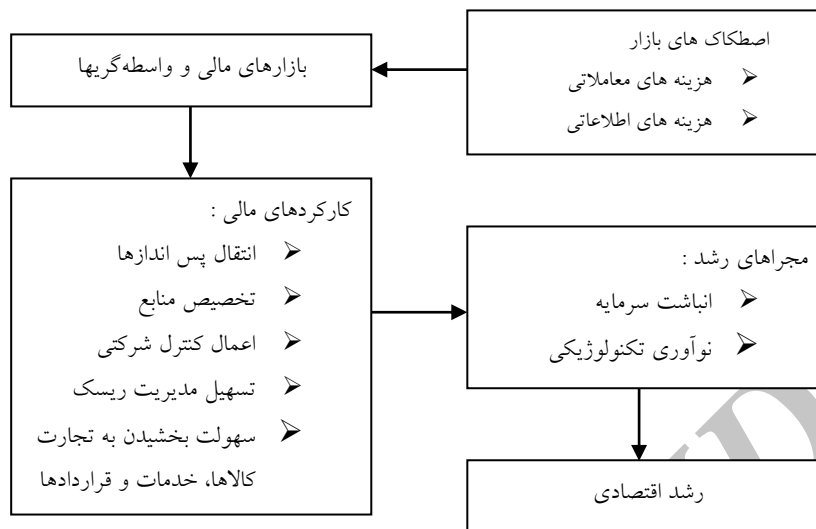
۳- تعمیق مالی، توسعه مالی و رشد اقتصادی

اقتصاددانان کلاسیک قرن نوزدهم از واسطه‌گری‌های مالی که عامل مهم توضیح دهنده رشد اقتصادی است، غفلت کرده بودند تا اینکه باگوت^{۱۱} به اهمیت واسطه‌گری‌های مالی اشاره کرد. باگوت برای اولین بار، مثال‌های روشنی را در مورد اینکه چگونه توسعه بازار پولی در انگلستان منجر به جریان سرمایه در بین مناطق مختلف کشور شود ارائه داد که بر این اساس سرمایه در

جستجوی بالاترین نرخ بازدهی به جریان می‌افتد، وی همچنین اشاره دارد که واسطه‌گری‌های مالی توانمند شرایط و بسترهای مناسب را برای این جریان مهیا می‌سازند. شومپیتر در تکمیل تحلیل باگوت به نقش واسطه‌گری‌های مالی در جریان توسعه مالی اشاره کرد. به عبارتی دیگر در حالی که نظریه پردازان رشد اقتصادی شبیه ریکاردو بر کمبود عوامل واقعی تولید، شبیه زمین و سرمایه به عنوان محدودیت‌های رشد اقتصادی تمرکز داشتند و هرگز نقش واسطه‌گری مالی را در نظر نمی‌گرفتند، شومپیتر بر اهمیت خدمات واسطه‌گری‌های مالی درنوآوری و رشد اقتصادی تأکید کرد.

هنگامی که صحبت از تعمیق مالی می‌شود دو دیدگاه در این خصوص مطرح است، یک دیدگاه از طرف تقاضا و دیگری از طرف عرضه، دیدگاه طرف تقاضا معتقد است که این رشد اقتصادی است که منجر به تعمیق مالی می‌شود. اما دیدگاه دوم بر این اعتقاد است که توسعه مالی که با افزایش عرضه خدمات مالی همراه می‌باشد، یکی از عوامل مهم و تعیین کننده رشد اقتصادی است، بر این اساس طرفداران آزاد سازی بازارها، معتقدند که با اصلاحات نهادین نظیر آزادسازی بازارهای مالی می‌توان رشد اقتصادی را تسهیل کرد. لوین^{۱۲} (۱۹۹۷) زنجیره ارتباط بین توسعه و تعمیق مالی با رشد اقتصادی را مطابق شکل (۳-۱) تدوین کرده است، به طوری که دیده می‌شود توسعه مالی با تسهیل مدیریت ریسک^{۱۳}، کسب اطلاعات درباره سرمایه‌گذاران و تخصیص منابع، نظارت بر مدیران و اعمال کنترل، تجهیز سپرده‌ها، تسهیل مبادله، می‌تواند شرایط را برای رشد اقتصادی هموار سازد. از حامیان طرف تقاضا می‌توان به رابینسون^{۱۴} (۱۹۵۲) اشاره کرد، وی با توجه به بررسی که صورت داده است، نشان می‌دهد که توسعه مالی به روشنی معلول رشد اقتصادی می‌باشد، در جای دیگر لوکاس^{۱۵} (۱۹۸۸) نیز معتقد است که اقتصاددانان بیش از حد اما به طور نادرست بر نقش سیستم‌های مالی در فرآیند رشد اقتصادی تأکید داشته‌اند.

شکل (۱): رویکرد نظری لوین به تأمین مالی و رشد اقتصادی



مأخذ: لوین (۱۹۹۷)

۴- ساختار مالی، استراتژی‌ها و سیاست‌های توسعه مالی موجود در ایران

اصلاح و گسترش بازار مالی بدون تنظیم ساختار مالی متناسب با ویژگی‌های کلان اقتصاد غیر ممکن است. هم‌اکنون ثبات نسبی در بازار ارز، خودرو و طلا و تورم مضاعف در بخش مسکن به چشم می‌خورد. بازار غیر متشکل پولی نیز گسترش یافته و نیازمند کنترل و نظارت مستمر است. سرکوب مالی همزمان با آزاد سازی مالی در کشور در حال رخ دادن است. سیاست‌های تثبیت اقتصادی تا حدود زیادی انجام شده، ولی اعتماد صد درصد به ثبات مشاهده نمی‌شود. آزاد سازی حساب سرمایه به نظر می‌رسد آخرین هدف تعمیق و توسعه مالی در کشور باشد. دولت باید نهادهای فعال در بازارهای مالی کشور را در ابعاد کمی و کیفی تقویت نموده و بازار مالی و نهادهای نظارتی لازم و کافی را جهت نظارت و حفظ سلامت سیستم مالی ایجاد نماید.^{۱۶} در این خصوص «رتبه‌بندی بنگاه‌ها» و ایجاد «نهادهای نظارتی مستقل» از موضوعات و محورهای اساسی بحث در اصلاح و گسترش بازار مالی کشور به شمار می‌آیند.

از طرفی بررسی‌ها حاکی از آن است که ایران یکی از کشورهای اصلی تولیدکننده نفت و گاز در منطقه خاورمیانه و جهان می‌باشد. شوک‌های خارجی و داخلی، چسبندگی‌های ساختاری، حباب‌های قیمت دارایی‌ها، نوسانات معناداری در اهداف سیاست‌های پولی، نوسانات نرخ ارز و نرخ‌های واقعی منفی بهره، مختصات کلان این اقتصاد نفتی است که با مروری به متغیرهای کلان اقتصادی، قیمت دارایی‌ها، متغیرهای بازار پول و سرمایه و نسبت‌های مالی و ریسک کشوری قابل استخراج است. هر چند که اقتصاد ایران در حال انجام اصلاحاتی در بخش واقعی و مالی است تا به سمت اقتصاد بازار در تخصیص منابع حرکت نماید و مرزها را به تجارت و سرمایه خارجی باز نماید.

۵- مروری بر ادبیات موضوع

مک کینون و شاو (۱۹۷۳)^{۱۷} بیان می‌دارد که سطح و اندازه توسعه مالی در یک کشور، ارتباط نزدیکی با نرخ بهره موجود در آن دارد. اگر نرخ بهره زیر سطح رقابتی آن نگه داشته شود، می‌تواند نشان‌دهنده وجود سرکوب‌های مالی در آن کشور باشد. در حالی که اگر نرخ بهره در سطح رقابتی آن باشد، می‌تواند از طریق نرخ بهره واقعی مثبت، تشویق‌کننده پس‌انداز بوده و سطح پس‌انداز را افزایش داده و مشوق ایجاد واسطه‌های مالی بیشتر باشد. همچنین یک نرخ بهره واقعی مثبت طبق نظریه مک کینون می‌تواند عرضه وجوه به بخش خصوصی را افزایش دهد و در نتیجه، منجر به افزایش سرمایه‌گذاری و از این طریق رشد اقتصادی شود. در واقع کانال اصلی انتقال دهنده اثرات مثبت از توسعه مالی به رشد اقتصادی در نظریه مک کینون - شاو، افزایش سطح پس‌انداز به دلیل نرخ بهره واقعی مثبت می‌تواند منجر به تخصیص کاراتر منابع قابل سرمایه‌گذاری شود. بنابراین توسعه مالی دارای یک اثر اضافی مثبت بر رشد اقتصادی (علاوه بر افزایش پس‌انداز) است.

انتقاد دیگری که بر فرضیه مک کینون و شاو وارد می‌باشد آن است که توصیه سیاستی مطالعه تحقیقاتی آنها، مبتنی بر اعمال نرخ بهره بالاتر برای رشد اقتصادی بیشتر، برای تمامی کشورها؛ شرایط اقتصادی متفاوت کاربرد ندارد. در واقع نرخ بهره واقعی بالا ممکن است بازگوکننده سرکوب‌های مالی، ساختار شکننده نظام مالی، محیط بی‌ثبات و ناامن اقتصادی و فقدان قانون مناسب جهت حفظ حقوق و تأمین امنیت و مالکیت باشد که همگی منجر به افزایش نرخ

ریسک و در نتیجه تبلور در نرخ بهره و افزایش نرخ بهره گردد. همچنین در اواخر دهه ۷۰ و اوایل دهه ۸۰ در نظریه‌های مبتنی بر بازارهای مالی، عنوان شده است که نرخ بهره واقعی بالاتر دارای اثرات منفی در جهت عرضه از طریق کاربرد و کارکرد سرمایه است و بدین ترتیب، اثر منفی بر سرمایه‌گذاری و نرخ رشد اقتصادی دارد.

گولد اسمیت، زوانیک و دیگران (۱۹۹۱)^{۱۸} در تحقیقات نظری خود به بررسی نقش واسطه‌های مالی بر رشد اقتصادی در مدل‌های رشد درون‌زا می‌پردازد و ضمن ارائه مدلی که در آن هم واسطه‌ها و هم رشد اقتصادی هر دو متغیر درون‌زا هستند دلیل نقش مثبت واسطه‌های مالی بر رشد اقتصادی را در اهمیت واسطه‌ها در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات جهت کانالیزه کردن وجوه قابل سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران دانسته که زمینه لازم را جهت افزایش بازدهی فراهم ساخته است و از این طریق منجر به افزایش رشد اقتصادی می‌گردد.

راسیو و واچل (۲۰۰۱)^{۱۹} در مطالعه خود با عنوان تورم، توسعه مالی و رشد اقتصادی نشان می‌دهند که تورم بر تعمیق مالی تأثیر دارد و دارای اثر مستقیمی بر رشد اقتصادی نیز می‌باشد و نیز در مطالعه دیگر خود با عنوان توسعه اقتصادی با بازارهای پایدار نشان می‌دهند که تورم، توانایی واسطه‌گری‌های مالی برای بهبود تخصیص منابع را کاهش می‌دهد از این رو آنها بیان می‌دارند که اثر تعمیق مالی بر روی رشد اقتصادی هنگامی که تورم بالا باشد کاهش پیدا می‌کند.

دکتر ختائی، محمود، (۱۳۷۸)^{۲۰} در تحقیقی که انجام داده، نشان می‌دهد که تأمین مالی به طور کلی و واسطه‌ها به طور خاص دارای نقش اساسی در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی کشورها می‌باشند. وی ارتباط معنی‌دار اما منفی را بین نسبت نقدینگی به GDP با رشد اقتصادی را گزارش می‌کند، ولی دو متغیر مالی دیگر، حجم اعتبارات داخلی بانک‌های تجاری به اعتبارات داخلی بانک‌های تجاری و بانک مرکزی و دیگری مطالبات سیستم بانکی از بخش غیر مالی خصوصی به کل اعتبارات داخلی، هر دو مبین اثر مثبت توسعه مالی بر متغیرهای رشد اقتصادی می‌باشند. بطوری که یک درصد افزایش در متغیر اول افزایش ۳ درصدی در رشد درآمد سرانه و افزایش یک درصدی در متغیر دوم منجر به افزایش ۳۹ درصدی در رشد درآمد سرانه خواهد شد.

۶- مدل تحقیق

شاخص انتخابی در این مدل برای نشان دادن درجه توسعه مالی، سهم اعتبارات بخش خصوصی به کل اعتبارات بانکی است. چرا که مروری بر مطالعات صورت گرفته در کشور در زمینه بازارهای مالی معطوف به سیستم بانکی کشور است. مزیت این شاخص توجه به تغییرات و تحولات بخش خصوصی است و اعتبارات تخصیص داده شده به بخش دولتی را شامل نمی‌شود و از اینرو نقش واسطه‌های مالی را درکانالیزه کردن وجوه به بخش خصوصی و جذب مشارکت بیشتر بخش خصوصی، بهتر نشان می‌دهد. همچنین شاخص انتخابی برای نشان دادن تعمیق مالی حجم معاملات سهام به نقدینگی می‌باشد. چرا که از نظر شاخص‌های ساختاری، این شاخص وضعیت تعادلی بین بازارهای واسطه‌گری در سیستم مالی را نشان داده و همچنین مدیریت نقدینگی و مدیریت ریسک سیستم را پوشش می‌دهد. مضافاً اینکه مکانیسم‌های قیمت‌گذاری مالی را برای ارزیابی سیستم مالی نیز مدنظر قرار می‌گیرد. در مورد این شاخص انتظار می‌رود که رابطه مثبتی با تعمیق مالی داشته باشد؛ به عبارت دیگر، در صورتی که سیستم مالی بلوغ پیدا کند، اهمیت بازارهای مالی نسبت به بانکها افزایش می‌یابد. متغیر وابسته مدل نرخ رشد تولید ناخالص داخلی واقعی (Growth) و متغیرهای توضیحی عبارتند از:

حجم معاملات بازار سهام به نقدینگی بعنوان شاخص تعمیق مالی (Gsem)، نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی (Lirg)، سهم اعتبارات اعطا شده به بخش خصوصی به کل اعتبارات بانکها (Scred) بعنوان شاخص توسعه مالی و درآمدهای ارزی ناشی از صدور نفت (Exr). کلیه متغیرهای مدل را جهت بررسی پایایی یا ناپایایی، توسط آزمون دیکی فولر تعمیم یافته به کمک نرم‌افزار Microfit مورد آزمون قرار می‌دهیم و در موارد لازم در کلیه مراحل تخمین برای تعیین وقفه‌های بهینه از معیار شوارتز بیزین استفاده می‌شود. نتایج به شرح جدول (۱) می‌باشد.

جدول (۱): آزمون ایستایی دیکی - فولر تعمیم یافته

متغیرها	سطح	تفاضل اول ADF
Growth	-2.4727*	-5.9896*
Gsem	0.98118 ^{ns}	4.3719*
Lirg	-1.7696 ^{ns}	-3.2552*
Scred	-.13120 ^{ns}	2.2275*
Exr	-2.0060*	-3.2644*

* : معنی دار

ns : غیر معنی دار^{۲۱}

منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون‌های ایستایی نشان می‌دهد که برخی متغیرها در سطح خود و برخی با یک بار تفاضل-گیری ایستا شده‌اند.

متغیر $Gsem$ شاخص تعمیق مالی است که ضریب برآوردی آن رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی را در دوره مورد بررسی اندازه‌گیری می‌کند. متغیر سهم نقدینگی به تولید ناخالص داخلی متغیری است که درالگوهای نئوکینزها به عنوان متغیرهای توضیحی در مدل رشد اقتصادی ظاهر می‌شوند و میزان توسعه سیستم مالی را نشان می‌دهند؛ $Scred$ (نسبت اعتبارات اعطائی به بخش خصوصی به کل اعتبارات) شاخص توسعه مالی است که ضریب برآوردی آن رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی را در این دوره نشان می‌دهد و بالاخره اینکه به دلیل اهمیت اقتصادی صادرات نفت و گاز در کشور، این متغیر به عنوان متغیر توضیحی به مدل اضافه شده است.

حال با استفاده از نرم‌افزار $Microfit$ مدل را با روش الگوی خود توضیح با وقفه‌های گسترده ($ARDL$) تخمین می‌زنیم که نتیجه تخمین در جدول (۲) آورده شده است.

جدول (۲): نتایج حاصل از تخمین مدل

متغیرهای توضیحی	ضرایب	آماره آزمون	احتمال
عرض از مبدأ (C)	۶۱۳.۳	۳۸۱۵۸	۰.۰۰۱
نسبت حجم معاملات بازار سهام به نقدینگی ($Gsem$)	۳.۰۴	۳.۵۰۲۹	۰.۰۰۲
نسبت نقدینگی به $GDP(Lirg)$	۰.۶۷	۲.۹۶۵۹	۰.۰۰۶
نسبت اعتبارات تخصیصی به بخش خصوصی به	-۸.۰۳	-۳.۹۰۴۴	۰.۰۰۱
صادرات نفتی (Exr)	0.43E-3	۲.۶۳۷۵	۰.۰۱۴

همانطور که ضرایب جدول (۲) نشان می‌دهد، ضریب متغیر حجم معاملات سهام بر نقدینگی دارای رابطه معنادار و مثبت با رشد اقتصادی است و می‌تواند یکی از فاکتورهای مهم تعیین‌کننده رشد اقتصادی بشمار آید؛ یعنی ارتباط مثبت و معنادار بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی در ایران وجود دارد که به نظر می‌رسد علت این ارتباط مثبت ناشی از تخصیص کارا تر منابع و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری است؛ از این رو بازار سرمایه با توجه به رسالت بلندمدت خود، از کانال افزایش کارایی سرمایه‌گذاری زمینه مناسب رشد اقتصادی را فراهم ساخته است.

ضریب متغیر نسبت نقدینگی به GDP نیز با دو وقفه دارای اثر معنادار و مثبت بر رشد اقتصادی است چرا که با افزایش نسبت نقدینگی و جریان آن به سمت بازارهای سرمایه امکان تأمین بلند مدت مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

ضریب متغیر صادرات نفتی Exr، با توجه به صادرات و وابستگی صنایع کشور به درآمدهای ارزی یکی از فاکتورهای مهم تعیین‌کننده رشد اقتصادی است و اثر معنادار بر رشد اقتصادی دارد؛ اما یافته‌های بدست آمده از برازش مدل حاکی از رابطه منفی سهم اعتبارات اعطا شده به بخش خصوصی از کل اعتبارات بانکها (Scred) با رشد اقتصادی است که با نتایج تجربی بدست آمده از کشورهای آمریکای لاتین سازگاری دارد.

مطابق جدول (۲)، ضریب متغیر سهم اعتبارات اعطا شده به بخش خصوصی از کل اعتبارات بانکها بشدت معنادار و منفی است. به عبارت دیگر ارتباط بشدت منفی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران وجود دارد و به نظر می‌رسد که علت این ارتباط در ماهیت و شیوه آزادسازی مالی در سالهای اخیر بوده است و در نتیجه منجر به ایجاد و شکل‌گیری سیستم مالی شکننده و آسیب پذیر شده است. به عبارتی توسعه مالی صورت نگرفته است و از این رو آزاد سازی مالی نتوانسته است زمینه مناسب رشد اقتصادی را فراهم سازد.

بنابر نتایج این تحقیق می‌توان اذعان کرد که ارتباط منفی رشد اقتصادی و توسعه واسطه‌های مالی در دوره مورد بررسی ناشی از اثرات منفی شیوه آزاد سازی و گسترش مالی بر حجم سرمایه‌گذاری است. یعنی روشهای بکار گرفته شده برای توسعه مالی با توجه به ضعف مدیریتی، عدم استقلال بانک مرکزی، کنترل‌های نرخ بهره و سهمیه بندی اعتبارات از طریق کاهش حجم سرمایه‌گذاری موجبات کاهش رشد اقتصادی را فراهم آورده است.

۷- توجیه تأثیر منفی توسعه مالی بر رشد اقتصادی

در این بخش از مطالعه به توضیح این موضوع پرداخته می‌شود که چرا این احتمال وجود دارد که در غیاب مقررات‌زدائی مناسب و دخالت دولت در سیستم مالی، آزادسازی‌های مالی منجر به استقرار بیشتر بانکها شده و زمینه لازم برای کاهش رشد اقتصادی فراهم می‌گردد. برای اینکه تجزیه و تحلیل ساده باشد، رفتار یک بانک - به تنهایی - در یک بازار مالی غیر منسجم را بررسی می‌کنیم و این فرض را داریم که هنگام بحران، بانک می‌داند که دولت

دخالت می‌کند و او را از خطر ورشکستگی نجات می‌دهد و فرض دیگر اینکه یک تابع عرضه و جوه با کشش بی‌نهایت وجود دارد و ما می‌توانیم از اثرات بازارهای مالی بر حجم پس‌انداز صرف نظر کنیم.

در هر دوره، بانک نماینده می‌تواند یک پروژه را تأمین مالی کند. هر پروژه با X نمایش داده می‌شود و بازدهی برابر با αx را دارد که پارامتر α برای تمام پروژه‌ها مشترک و تصادفی است. α^h بیانگر احتمال h برای α و α^L بیانگر احتمال $1-h$ برای α است. برای حالت $\alpha^h > \alpha^L$ ، که نشانگر احتمال h ، بیشتر است. بنابراین بیانگر وضعیت بازدهی بالاتر نیز می‌باشد. بازدهی پروژه X در دامنه $[X_{\min}, X_{\max}]$ توزیع شده است و وام‌دارای نرخ بهره r است. در حالیکه αx کوچکتر از X باشد، تمام بازدهی طرح یعنی αx به بانک پرداخت می‌شود. فرض می‌کنیم که تمامی پروژه‌ها در وضعیت بازدهی بالا سودده هستند؛ بنابراین $r > X_{\min} \alpha^h$.

پس بانک قادر است تمام بازپرداخت مجدد بر قرضش را در وضعیت بازدهی بالا بدست آورد. در مقابل فرض می‌شود که در وضعیت کم بازدهی فقط طرحهایی با بازدهی $X > X^*$

یک بازدهی خالص مثبت دریافت می‌دارند. به این معنا که $\alpha^L X^* = r$.

این شرط بیانگر آن است که در طرحهایی با بازدهی کم، بانکها جزئی از بازپرداخت مجدد بر وامهای سرمایه‌گذاری شده در پروژه‌ها با بازدهی پایتتر از X^* را بدست می‌آورند.

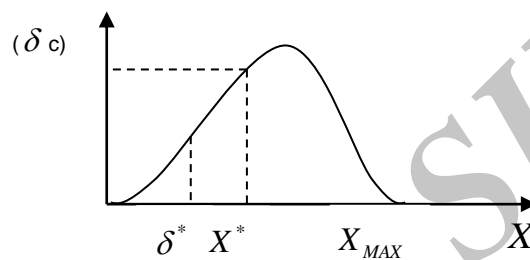
اگر p بهره‌ای باشد که بانکها بدون توجه به α به سپرده‌گذارانشان پرداخت می‌کنند و از آنجایی که بانکها ممکن است در طرحهایی با بازدهی کم زیان کنند. لذا محتاج کمک دولت برای پرداخت کامل بهره به سپرده‌گذارانشان خواهند بود.

بنابراین دولت، بانکها را با پرداخت سهم b از پرداختهایی که آنها به سپرده‌گذاران مدیون هستند (هنگامی که طرح‌دارای بازدهی پایین هستند) نجات می‌دهد. این مفهوم بیانگر آن است که بانکی که به تمامی پروژه‌ها با بازدهی بالاتر از δ قرض می‌دهد، متحمل پرداخت معادل $(1-b)p(X_{\max} - \delta)$ به سپرده‌گذاران از منابع خود می‌باشد.

در حالت حدی که مقدار به سمت یک میل نماید، احتمال $1-h$ برای α صفر شده و سهم b کوچکتر و مینیمم مقداری است که می‌تواند بانکها را نجات دهد. بنابراین می‌توان b را به عنوان شاخصی برای شکنندگی بازار مالی مورد توجه قرار داد.

اگر بانک نماینده در ارزیابی طرحها هزینه $C(\delta)$ را پرداخت کند، می‌تواند به این سؤال جواب دهد که آیا یک پروژه با بازدهی X ، دارای بازدهی بزرگتر یا کمتر از اندازه مشخص δ است یا خیر؟

فرض کنیم تشخیص اینکه آیا یک پروژه خیلی خوب یا خیلی بد است، ارزان باشد. آنچه هزینه بر است، ارزیابی پروژه با یک کیفیت متوسط است. اگر تابع هزینه $C(\delta)$ به عنوان معیاری از منابع خرج شده بانک برای ارزیابی پروژه تعبیر شود و برای اینکه تصریح مناسبی از تابع هزینه داشته باشیم فرض می‌کنیم که برای تمامی X ها زیر X^* تابع هزینه مقعر است که یک شکل منطقی برای $C(\delta)$ در نمودار (۱) نشان داده شده است.



نمودار (۱): تابع بهینه هزینه و اندازه پروژه

چنین در نظر می‌گیریم که X^* (بازدهی مطلوب طرح) کمتر از X_{MAX} باشد. و X_{MAX} آن ارزش از X است که $C(\delta)$ را ماکزیمم می‌کند.

از آنجایی که بانکها سودشان را از قرض دادن به طرحهایی که $\alpha = \alpha^h$ باشد با زیانی برای دامنه‌ای از پروژه‌ها با $X < X^*$ مواجه می‌شوند. بهترین استراتژی برای بانک نماینده این است که ارزش δ را انتخاب کند و به تمامی طرحها با $X < \delta$ قرض دهد و از اعطای وام به بقیه طرح خوداری نماید.

اگر تابع سود مورد انتظار بانک براساس رابطه $y = F(k_t)$ مشخص شود و تابع مطلوب هزینه که در ارزیابی طرحهای اقتصادی مورد استفاده قرار می‌گیرد بصورت زیر باشد.

$$C(\delta) = p[h + (1-h)(1-b)]\alpha - [hr + \delta^\alpha (1-h)]\alpha$$

و مقدار بهینه δ با δ^* نشان داده می‌شود که توسط رابطه زیر بدست می‌آید.

$$C'(\delta^*) = p[h + (1-h)(1-b)] - hr - \alpha' \delta^* (1-h)$$

که معادله فوق نشان می‌دهد که در نرخ بهینه، بانک سود نهایی انتظاری خود را با هزینه نهایی (یعنی نرخ بهره بعلاوه هزینه ارزیابی طرح) برابر می‌سازد. از آنجائی که $C(\delta)$ مقعر فرض شده است.

معادله فوق نشان می‌دهد که ارتباط مثبتی میان اندازه وام‌های بانکها ($X_{MAX} - \delta$) و مقدار کمک انتظاری از دولت وجود دارد. یعنی شکنندگی بیشتر بازارهای مالی، b بالاتر، نه تنها همراه با وام‌های بیشتر به وقوع می‌پیوندد، بلکه با هزینه ارزیابی کمتر از سوی بانکها نیز مصادف می‌شود.

در مجموع این تغییر نشان می‌دهد که چگونه به دلیل تمایل دولت به نجات دادن بانکها- در دوران بحران مالی- توسعه مالی که توسط اعطای تسهیلات بانکها به بخش خصوصی اندازه-گیری می‌شود، می‌تواند بطور مثبت با کاهش حجم سرمایه‌گذاری همراه باشد و شکنندگی بیشتر سیستم مالی را موجب شود.

در نتیجه این بررسی توضیح می‌دهد که چرا در وضعیتی که توسط سیستم مالی در شرایط انسجام کم و محیط بی‌ثبات وبدون مقررات انجام می‌گیرد- مانند تجربه آمریکای لاتین- توسعه مالی اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد.

بر این اساس مبانی نظری کانال اثرگذاری تعمیق مالی بر رشد اقتصادی ارائه و مشخص گردید که با تعمیق مالی می‌توان از طریق کارائی سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی را متأثر سازد.

۸- نتیجه‌گیری

مدل برآوردی نشانگر تأثیر مثبت تعمیق مالی بر رشد اقتصادی طی سالهای ۸۶-۱۳۴۸ است و این اثر مثبت را می‌توان در توانایی بازار سرمایه در جمع‌آوری سرمایه‌های جزئی و پراکنده و انباشت آن برای تجهیز منابع مالی شرکتها، بکارگیری پس‌اندازهای راکد در امر تولید، تأمین مالی دولت، مؤسسات، کنترل حجم پول، نقدینگی و تورم از طریق انتشار سهام، مشارکت بازار سرمایه (بورس) به مثابه بازار رقابت کامل، تعداد زیاد خریدار و فروشنده، آزادی ورود و خروج به بازار و تخصیص مطلوب منابع، توانایی بازار سرمایه در فراهم نمودن توزیع عادلانه

ثروت از طریق گسترش مالکیت عمومی و ایجاد احساس مشارکت عمومی، افزایش درجه نقدینگی ثروت افراد، تعیین ارزش بازار بر اساس قانون عرضه و تقاضا، وجود طیف‌های متنوع از اوراق بهادار از نظر درجهٔ بازدهی و ریسک‌پذیری برای سرمایه‌گذاری و ایجاد یک بازار دائمی و مستمر که امکان سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت را فراهم می‌نماید.

همچنین مدل نشانگر تأثیر منفی توسعه مالی بر رشد اقتصادی طی همین دورهٔ مورد بررسی است و این اثر منفی را می‌توان به دلیل نحوه آزادسازی بازارهای مالی (بازار پول)، ضعف مدیریت نظام مالی و عدم شکل‌گیری بازار بانکی منسجم و بهره‌مند از مقررات دانست که منجر به کاهش حجم سرمایه‌گذاری می‌شود و زمینه کاهش رشد اقتصادی را فراهم می‌سازد. بنابراین اگر در تدوین سیاست‌های مربوطه به تعیین و توسعه مالی به این مهم توجه نشود به رغم تعمیق مالی، توسعه مالی اثر شدیدتر خود را بر روی رشد اقتصادی نمایان خواهد ساخت و می‌توانیم در کل، به دلیل وجود مشکلات در بازار سرمایه- شاهد کاهش رشد اقتصادی باشیم.

منابع و مأخذ:

۱. ختائی، م، (۱۳۷۸)، «گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی»، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.
۲. تقوی، م، (۱۳۸۲)، «نهادهای پولی و مالی بین‌المللی»، تهران پژوهشکده امور اقتصادی.
۳. اختر، ح و چوردی، الف، (۱۳۸۲)، «سیاست‌های پولی و مالی در کشورهای در حال توسعه (رشد و ثبات)»، ترجمه محمد آسیایی، مسعود باباخانی، پژوهشکده امور اقتصادی.
۴. خلعتبری، ف، (۱۳۷۱)، «مجموعه مفاهیم پولی بانکی و بین‌المللی»، انتشارات شب‌ویز.
۵. نورث، داگلاس، (۱۳۷۸)، «نهادها و متغییر نهادی»، محمد رضا معینی، انتشارات سازمان برنامه و بودجه.
۶. ترازنامه بانک مرکزی طی سالهای ۸۳-۱۳۴۸.
۸. راستاد، م، (۱۳۸۰)، «توسعه مالی و رشد اقتصادی: مطالعه مقایسه‌ای کشورهای صادرکننده نفت با کشورهای جنوب شرقی»، رساله کارشناسی ارشد، مؤسسه عالی پژوهش در برنامه ریزی و توسعه.

۹. راستاد، م، (۱۳۸۰)، «توسعه مالی و رشد اقتصادی: مطالعه مقایسه‌ای کشورهای صادرکننده نفت با کشورهای جنوب شرقی»، رساله کارشناسی ارشد، مؤسسه عالی پژوهش در برنامه ریزی و توسعه.
۱۰. هایول، جونز، (۱۳۷۰)، «درآمدی به نظریه‌های جدید رشد اقتصادی»، ترجمه صالح لطفی، مرکز نشر دانشگاهی.
۱۱. کمیجانی، الف و عسگری، م، (۱۳۷۸)، «بررسی تئوریک R&D با استفاده از مدل‌های رشد و تحلیل مقایسه‌ای الگوهای رشد نئوکلاسیک و درونزا»، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۵۵.
۱۲. گجراتی، دامور، «اصول اقتصاد سنجی»، ترجمه حمید ابریشمی، نشر دانشگاه تهران.
۱۳. نیک پور رحمت آبادی، م، (۱۳۷۸)، «بررسی توسعه بازارهای مالی و عملکرد کارآی اقتصاد کلان»، نشر مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.
14. Levine, R, Loayaz N. and Beck, T., (1992), *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*, Monetary Economic, Vol. 46
15. Ross Levine and sara Zervos, (1998), *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, The American Economic Review.
16. Ross Levin, (1997), *Financial Development and Economic Growth*, Journal of Economic Literature, Vol. 4
18. Lucas, Robert, (1988), *On the Mechanics of Economic Development*, Journal of Monetary Economics.
21. Paganou G. King and Renault S, (1993), *Finance and Growth*, Quarterly Journal of Economic.
22. Gold De. Smith, and W.colgger, Probate, zoovanic, (1991), *Financial Intermediation and Endogenous Growth.*, Review Economic Studies, No.58(2).
23. Diall Gundogs, R., (1989), *Financial Factors in Economic Development*, American Economic Review, Vol. 79, No.

یادداشت

۱. Neo-Classical Economic Growth Model
۲. Exogenous
۳. Endogenous
۴. Mckinoon
۵. Solow

۶. Pegenno
۷. Levine
۸. Renelt
۹. Neuose
۱۰. Collcer
۱۱. Bagehot
۱۲. Levin
۱۳. Feciliate risk manegement
۱۴. Rabinsoon
۱۵. Lucas
۱۶. اجرای اصلاحات مالی در سیستم مالی سرکوب شده منجر به بحران های مالی علی رغم رشد اقتصادی بلند مدت می شود چرا که بحران های مالی معمولاً در اقتصادهایی رخ می دهند که در مرحله آزادسازی مالی و سرمایه با جریان های شدید ورود هر مایه خصوصی مواجه اند. (Wiuamsin & Meher, 1998)
۱۷. SHAW, E. Financial Deepening in Economic Development (New York: Oxford University Press,1973).
۱۸. Gold De. Smith, and W.colgger, Probate, zoovanic. " Financial Intermediation and Endogenous Growth"., Review Economic Studies, No.58(2)(1991).
۱۹. Rousseau P., L ., Wachtel, P., 2001.Inflation, financial development and growth In: Negishi,T.
۲۰. ختائی، محمود، ۱۳۷۸، " گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی"، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.
۲۱. Non-significance