



## سرکوب مالی و رشد و توسعه اقتصادی

دکتر مهدی تقوی<sup>۱</sup>

شادی شاهوردیانی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۸۹/۹/۳۰

تاریخ دریافت: ۸۹/۷/۲۰

### چکیده

رشد و توسعه اقتصادی، بازار، بورس اوراق بهادار و متغیرهای مرتبط با آنها از مؤلفه‌هایی هستند که کسب و کار و فعالیت‌های اقتصادی و مدیریت جامعه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. سرکوب مالی از جمله متغیرهای اقتصادی است که تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر بازار مالی بالاخص بازار سرمایه و از این طریق بر رشد و توسعه اقتصادی دارد بطوریکه این مفهوم منجر به انتشار نظریه توسعه مالی و نقش آن در رشد و توسعه اقتصادی توسط "مک کینون" و "شاو" در سالهای ۱۹۷۰ و ۱۹۷۳ گردید که بر این اساس، سرکوب مالی به عنوان مجموعه‌ای از سیاست‌ها اطلاق گردید که هدف آنها خلق درآمد از نظام مالی و استفاده از آن برای ایجاد منابع در بخش‌های خاصی از اقتصاد است که در حقیقت هدف آن دخالت دولت در قیمت‌گذاری و تخصیص منابع وجوه اعطائی (وام‌ها) از طریق سرکوب نرخ‌های بهره واقعی است.

مقاله حاضر، نتیجه تحقیق به روش شناخت تاریخی با بررسی مبانی علمی و نظری در چارچوب مطالعات کتابخانه‌ای است. نتایج مطالعه نشان می‌دهد که جهت تبیین ارتباط سرکوب مالی و رشد و توسعه اقتصادی، معیارهای اندازه‌گیری سرکوب مالی بسیار با اهمیت می‌باشد که در این مطالعه، شاخص‌های اندازه‌گیری شناسایی و ارائه شده است.

۱- استاد و عضو هیأت علمی دانشگاه علامه طباطبائی، taghavi2009@yahoo.com

۲- دانشجوی دکتری مدیریت مالی واحد علوم و تحقیقات دانشگاه آزاد اسلامی (نویسنده مسئول و طرف مکاتبه)، shshahverdiani@yahoo.com

واژه‌های کلیدی: سرکوب مالی، رشد و توسعه اقتصادی، بازارهای مالی، روش شناخت تاریخی.

#### ۱- مقدمه

رشد، توسعه، بازار، بورس و متغیرهای مرتبط با آنها از مؤلفه‌هایی هستند که کسب و کار، فعالیت اقتصادی و مدیریت جامعه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. نقش و تأثیر بی‌بدیل این عوامل بر رفاه، کمال و تحقق اهداف استراتژیک کشورها نیز آشکار شده است و با توجه به پیچیدگی محیط موثر بر آنها که از هزاره سوم شتاب بیشتری نیز یافته است ضرورت متفاوتی پیدا نموده است. تأثیر عواملی نظیر تغییرات فناوری (مشخصه و ویژگی عصر حاضر را به عصر دیجیتال مبدل کرد)، جهانی شدن (بر یکپارچه سازی فرآیندها، جابجایی سریع سرمایه و جهانی شدن و رقابت موثر بوده است) نیازهای مخاطبان (در سطح بنگاه، نیاز متفاوت مشتریان و در سطح جامعه نیاز و خواسته متعدد و متنوع شهروندان که مفاهیم حقوق مشتریان و شهروندی را عینیت بخشید) بر بازار جملگی انکارناپذیر است. بازارهای مالی از جمله نهادهای برگرفته از مؤلفه‌های یاد شده است که برجسته‌تر قابل بررسی و تأمل است بازاری که از منطق کارکردی و از رویکرد نظام مند و سیستمی در تعاملات برخوردار است و مأموریت اصلی انتقال وجوه در گروه‌های مختلف و بازیگر را برعهده دارد که بتواند از این طریق تأثیر متغیرهای محیطی را مدیریت نماید و اهداف متعدد در سطح بنگاه همان خلق ثروت و ارزش و در سطح جامعه انباشتگی سرمایه و رشد و توسعه اقتصادی پایدار را محقق سازد.

هیبتی، نیکومرام و رهنمای رودپشتی (۱۳۸۶) در پژوهشی به تبیین کارکرد بازار مالی در قالب نظام مالی پرداختند و عنوان می‌کنند این بازار دارای نظامی متشکل از عناصر مختلف نظیر پس انداز کنندگان، متقاضیان وجوه و تسهیل گرها (بازار و ابزار و ...) فرآیند جریان وجوه را در جهت اهداف مختلف و با کارکردهای مختلف انجام می‌دهند که نتیجه آن رشد و توسعه اقتصادی از طریق افزایش انباشت و تراکم سرمایه است. بنابراین می‌توان

آن را یک بازار رسمی و متشکل تلقی نمود علی‌رغم اینکه در چارچوب ادبیات و مبانی حقوقی از مبانی رسمی معطوف به قوانین و مقررات خیلی رسمی شکل نگرفته باشد اما در معنی و مفهوم از قواعد نظام مند برخوردار است زیرا در غیر این صورت پایداری نداشته و نمی‌تواند به صورت کارآمد تداوم فعالیت داشته باشد.

بازار سرمایه از جمله بازارهای مالی است که به صورت واژه‌ای و اصطلاح‌شناسی تحت عنوان بورس اوراق بهادار و یا بورس و بازار سهام مصطلح شده و در ادبیات و محاوره به این عناوین مکاتبه و بیان می‌شود. این بازار به عنوان مرکز مبادله انواع اوراق بهادار (دارایی‌های مالی) بازار رسمی، متشکل و سازمان‌یافته مؤثر در رشد و توسعه اقتصادی با ماموریتها و وظایف تعریف شده است که از مهمترین وظایف آنها تأمین منابع مالی مورد انتظار متقاضیان وجوه و همچنین فراهم نمودن امکان سرمایه‌گذاری پس اندازکنندگان با هدف انباشت سرمایه و ثروت است. مرور ادبیات علمی شواهدی فراهم می‌کند که نقش و کارکرد بازار سهام در تحقق اهداف کلان و سیاستهای راهبردی کشور انکارناپذیر ساخته و مستمراً در حال افزایش و اثرگذارتر است به طوری که سنجش کارکرد بورس اوراق بهادار بر اقتصاد از موضوعات با اهمیت در این حوزه است و در تعاملی دینامیک با متغیرها و پارامترهای اقتصادی قرار گرفته است از جمله آن تأثیر متغیرهایی نظیر سرکوب مالی بر شاخصهای این بازار است. همچنین این تعامل پویا را می‌توان با دیگر پدیده‌های اقتصادی نظیر تورم، ذخیره قانونی، اعتبارات بانکها و نهادهای پولی و همچنین شاخصهای کلان اقتصادی از جمله صادرات و واردات، قیمت نفت و تغییرات ذخائر پولی و مالی مشاهده کرد. درک و شناخت این تعامل از سودمندی فراوانی برخوردار است که بر تحقق اهداف بازار سرمایه و به تبع آن بازار مالی اثر می‌گذارد. توجه به این تعامل فلسفه و ضرورت پژوهش‌های علمی را آشکارتر کرده است تا بتوان شواهدی عینی از نقش و تأثیر بازار سرمایه بر اقتصاد کشور و بنگاه‌های اقتصادی ارائه نمود. عینیت کارکرد بازار سرمایه، در شاخصهای تعریف شده در این بازار است که تعامل آن را با پدیده‌های اقتصادی نشان می‌دهد. شاخصها به عنوان جایگزین و نماینده (Proxy)

تلقی می‌شوند که کارکردهای نهادها را آشکار می‌کنند که درک و شناخت کارکردها را امکان پذیر و منطقی می‌کنند. توجه به شاخص‌ها در همه موضوعات و پدیده‌های اجتماعی، اقتصادی و ... معنی و مفهوم دارد و ضروری است. شاخصهای بازار سرمایه نیز از این قاعده مستثنی نبوده است. بنابراین می‌توان از طریق شاخصهای بازار سرمایه به عنوان نماینده این بازار به بررسی تاثیر متغیرها و پدیده‌های اقتصادی مورد مطالعه بر بازار مورد تحقیق پرداخت.

پژوهش حاضر ارتباط سرکوب مالی و رشد و توسعه اقتصادی را هدف گذاری نموده است همچنین با درک تعامل بازار سرمایه با اقتصاد به ارزیابی و سنجش تأثیر این پدیده‌ها یعنی سرکوب مالی بر بازار سرمایه و بر رشد و توسعه اقتصادی در دو حوزه مالی و اقتصاد مالی پرداخت.

## ۲- روش شناسی تحقیق

پژوهش حاضر از جمله مطالعات کتابخانه‌ای به روش شناخت تاریخی با بررسی مبانی علمی، تئوریک و شناسایی و تحلیل پیشینه تحقیقات مرتبط با موضوع است که هدف آن ارائه شاخص‌های اندازه‌گیری متغیرهای مورد مطالعات است. در ضمن، این تحقیق، از جمله تحقیقات توصیفی نیز تلقی می‌گردد که با توصیف و تبیین مبانی نظری به استخراج معیارهای سنجش سرکوب مالی مبتنی بر یافته‌ها و پیشینه پژوهش‌های معتبر خواهد پرداخت.

## ۳- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

### ۳-۱- مبانی نظری

تقوی (۱۳۸۸) مبتنی بر تحقیق "گوپتا" (۲۰۰۵) سرکوب مالی را مشتمل بر چهار جزء می‌داند که هر یک از اجزاء معرف و مشخصه‌ای است که می‌تواند بر بازار سرمایه و شاخص‌های آن و از این طریق بر رشد و توسعه اقتصادی اثرگذار باشد. از جمله تحمیل

نسبت ذخیره قانونی و نقدینگی که در این حالت دولت کسری بودجه خود را با هزینه پایین تأمین مالی می کند که در اعمال این سیاست انتظار می رود شاخص بازار سرمایه تغییر یابد. و همچنین اگر نظام مالی تحت مدیریت دولت، سقف نرخ بهره را تعیین کند، اعتبارات را اجباراً تخصیص دهد، باعث ایجاد سرکوب مالی می شود و بدلیل تعامل پویا نرخ بهره و اعتبارات با بازار سهام انتظار می رود شاخص های بازار سرمایه نیز متأثر از آن گردد.

McKinnon and Mathieson (1981) اصطلاح سرکوب مالی را به عنوان مجموعه ای از سیاست ها تعریف می کنند که هدف آنها خلق درآمد از نظام مالی از طریق دخالت دولت در قیمت گذاری و تخصیص منابع وجوه اعطائی و تعیین نرخ های بهره واقعی است. Peterson & Rejan (1994) سرکوب مالی را به عنوان اصطکاک در بازار سرمایه مرتبط با وجوهی که مدیران مؤسسات کوچک قادر به استقراض منابع مالی با توجه به نرخ های بهره تعیین شده دولت و نرخ بهره قابل قبول خود نیستند، می دانند. Li (2001) معتقد است، سرکوب مالی به عنوان متغیر اقتصادی در وضعیت با ثبات اقتصاد کلان، از هزینه های دولت نشأت می گیرد. Gupta (2005)، سرکوب مالی را مشتمل بر سه مؤلفه نظیر نظام مالی تحت نظارت دولت، توسعه اوراق قرضه خصوصی و بازار سهام و نظام بانکی که بر پایه نرخ بهره شاخص گذاری شده می داند. He & Turvey (2009)، سرکوب مالی را به مفهوم کنترل بهره ها تعریف می کند و معتقدند که جابجایی سرمایه بین صنایع و مناطق را برای شناخت سرکوب مالی می توان رصد نمود.

تعاریف مذکور از سرکوب مالی، کمک می کند تا شناخت مفهومی از سرکوب مالی بدست آید بطوریکه در اقتصادهای در حال توسعه، دولت ها عموماً مانع توسعه مالی از طریق توسعه بازارهای مالی می گردند و سرکوب مالی که بازدارنده توسعه مالی است بر اساس تحقیق Roubini & Sala (1999) یک مجموعه از سیاست ها، قوانین، مقررات، مالیات ها، اختلالات، و محدودیت های کمی و کیفی و کنترل های تحمیل شده به وسیله دولت است که اجازه نمی دهد واسطه های مالی از توان بالقوه خود بهره گیرند. این

موضوع در تحقیق Bai و همکاران او (1999) مبتنی بر تحقیقات McKinnon & Shaw (1973) و دیگر تحقیقات، نیز اشاره گردید. در چارچوب مبانی نظری و مکاتب مربوط نظیر مکتب مک کینون و شاو، سرکوب مالی از دیدگاه تئوری اقتصاد به نقش نظام مالی کارا جهت تحقق رشد و توسعه اقتصادی از طریق تخصیص کارای سرمایه مورد بحث قرار گرفته است. آنها معتقدند به صورت تاریخی تجربه بسیاری از کشورها از جمله کشورهای توسعه یافته نشان می دهد که افزایش رقابت در بخش مالی با مداخلات و وضع قوانین دولتی در تعارض است. میزان مداخلات دولت با وضع قوانین و سیاستگذاری پولی و مالی نظیر تعیین نرخ بهره و وضع مالیات بر درآمد به عنوان تشریح های سرکوب مالی است.

Singh (2008) سرکوب مالی را به افزایش یا کنترل های نامناسب در بخش مالی منتسب می کند به طوری که این امر در اقتصادهای نوظهور بیشتر از کشورهای توسعه یافته است. و افزایش نسبت تخصیص منابع (پول) به دارایی های واقعی در مقایسه با دارایی مالی را نشان این پدیده می داند.

Gupta (2008) در تبیین نظری سرکوب مالی به نقش و تاثیر مالیات بر سرکوب مالی می پردازد و معتقد است محیط اقتصادی در کنترل دولت نظیر مشتریان، واسطه های مالی، مؤسسات، دولت و بخش خارجی را از جمله وجود سرکوب مالی تلقی می شود که معرف تمرکز و کنترل دولت بر اقتصاد است.

McKinnon (1990) در پژوهشی به سفارش بانک توسعه آسیا، معتقد است، اگر مالیات دولتها یا هرگونه دخالت در بازارهای سرمایه داخلی افزایش یابد، عنوان می شود که اقتصاد با سرکوب مالی مواجه شده است.

این محقق، نشانه هایی از کمیت و کیفیت انباشتگی سرمایه واقعی که نشان دهنده عدم سرکوب مالی است را به شرح زیر ارائه می دهد:

- جریان وجوه اعطائی (وام قابل پرداخت) از طریق نظام بانکی سازماندهی شده کاهش یابد.

- نرخ های بهره در نظام استقراض بانکی خیلی متفاوت و مبتنی بر گروه بندی مختلف قرض دهندگان به دیگران باشد.
  - فرآیند مالی در درون موسسات تعریف شده باشد.
  - معنی داری عمق مالی در نظام مالی سرکوب شده غیرممکن و نقدینگی و یا تورم بالا و بی ثبات باشد و پایداری در بازار سهام و اوراق قرضه وجود داشته باشد.
  - هجریان ورودی در بازار مالی خارجی غیرکارآمد است وقتی بازار سرمایه داخلی نسبت به نرخ مبادله خارجی غیرقابل پیش بینی باشد.
- Don (2006) در تبیین سرکوب مالی معتقد است که از نظر تئوریک بین آزادی اقتصادی و جابجائی سرمایه و توسعه اقتصادی با اصلاحات مالی رابطه مستقیم و مثبت و بین این متغیرها با سرکوب مالی رابطه معکوس و مثبت وجود دارد.
- Peterson Institute (2008) سرکوب مالی را تحت عنوان نرخ بازده واقعی منفی و پایین حساب سپرده ها تعریف می کند و اعتقاد دارد که با میزان دخالت دولت در تغییر نرخ بهره، نرخ ذخایر با میزان پرداخت وام به متقاضیان توسط بانکها رابطه مستقیم دارد.
- و عبارات کلیدی مرتبط با موضوع را به شرح زیر به عنوان خلاصه خط مشی های سرکوب مالی برمی شمارد:
- (۱) سرکوب مالی که در اینجا، بازده واقعی منفی سپرده ها تعریف شده است، به وضوح مشهود است از منظر خانوارها انجام شده است.
  - (۲) سرکوب مالی، هزینه دولت را با مداخله برای حمایت از نرخ کم ارزش گذاری شده که ناشی از مواجه شدن با هزینه نرخ های بهره آزاد سازی شده است، را کاهش می دهد.
  - (۳) سرکوب مالی سبب نرخ های وام دهی بسیار پایین، و در نتیجه مازاد تقاضا برای وام های بانک و افزایش استفاده از اهداف مقداری برای کنترل رشد اعتبارات شده است.

۴) سرکوب مالی معاند هدف بلند مدت توسعه نظام بانکداری تجاری دولت است ... و به گسترش بازار وام زیرزمینی کمک کرده است.

۵) سرکوب مالی رشد درآمد خانوار را از ارزش انداخته است، هدف انتقال به یک مسیر رشد دولت را زیر خراب نموده که کمتر بر سرمایه گذاری و صادرات خالص و بیشتر بر مصرف داخلی متکی می باشد.

Kletzer and Kohil (2001) اعتقاد دارند که اغلب کشورهای در حال توسعه از سرکوب مالی برای افزایش درآمد جهت مخارج عمومی مالی دولت‌ها از دوره ای به دوره-ای دیگر استفاده می‌کنند و بیان می‌کنند، سرکوب مالی برای تدوین سیاست مالی و همچنین حفظ قدرت پول داخلی با ثبات یک چالش در آزاد سازی نرخ ارز و بازار سرمایه در کشورهای در حال توسعه است.

Du, Lu and Tao (2008) در بررسی نظری، سرکوب مالی را دسترسی به تامین مالی رسمی عمدتاً وام های بانکی تلقی می کند که مبتنی بر قوانین وضع شده دولتها است که نشانه کنترل‌های دولتی است.

Venkataramany and Miklovich (2010) به تبیین آزاد سازی و سرکوب مالی پرداخته و به صورت تئوریک، عوامل، مؤلفه‌ها و نشانه‌های سرکوب مالی را معرفی می‌کنند از جمله:

۱) کنترل نرخهای بهره (۲) توانایی محدود نمودن اندازه وامهای بانکی (۳) مدیریت سپرده‌های ارزی و تعیین میزان آن (۴) بازار ارز دوگانه (یا چند گانه)، چند نرخ بودن ارز.

### ۳-۳- تحقیقات سرکوب مالی

مبانی نظری مطالعه شده به روش کتابخانه‌ای و با توجه به امکان دسترسی به این گونه منابع علمی، نشاندهنده تحقیقات گسترده مرتبط با سرکوب مالی است که مهم ترین آنها که ارتباط بیشتری با موضوع تحقیق حاضر دارد استخراج و چارچوب کلی آن ارائه می‌شود.



Gupta & Ziramba (2010) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین بوروکراسی، آزاد سازی و سیاست های عمومی مبتنی بر مدل رشد نامتجانس ناشی از سرکوب مالی پرداخته اند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داده که درجه افزایش فساد و ارتشاء<sup>۱</sup> از سیاست ها و تصمیمات دولت نشأت می گیرد و موجب رشد نامتجانس ناشی از سرکوب مالی در اقتصاد می گردد و این امر باعث توسعه نیافتگی اقتصادی می گردد و درجه بالای فساد و ارتشاء با سطح بالای سرکوب مالی همراه است. همچنین این محققان در سال ۲۰۰۹ طی پژوهشی به بررسی ارتباط هزینه بالای فشار مالیات و سرکوب مالی مبتنی بر مدل رشد نامتجانس پرداختند و نتیجه گرفتند که مالیات غیر مستقیم نسبت به مالیات مستقیم هزینه های اخذ مالیات را افزایش می دهد و رویه های جمع آوری مالیات با افزایش ذخایر بانک ها ارتباط دارد و نهایتاً هزینه جمع آوری مالیات مستقیم می تواند به عنوان مبنای عقلایی برای ایجاد سرکوب مالی تلقی و منجر به آن شود.

Demetriades, James and Lee (2008)، پژوهشی تحت عنوان "پایان سرکوب مالی؟ تحلیل بین کشورها از سرمایه گذاری خصوصی" انجام دادند. اصلی ترین یافته این تحقیق، این است که نرخ بهره جهانی، پایداری سرمایه گذاری خصوصی را تعیین می کند و به عنوان نماینده (Proxy) محدودیت مالی معنی دار نیست. بنابراین یافته ها شواهدی فراهم نمود که سرکوب مالی در کشورهای در حال توسعه نیاز به مشارکت بیشتر فاکتورهای مالی جهانی و بین المللی دارد. برپایه یافته های تحقیق، محققان پیشنهاد می کنند در پژوهش های آتی، در چارچوب مدل اقتصاد سنجی کلان به وابستگی بین اقتصاد جهانی با سرکوب مالی پرداخته شود.

Gupta (2008) از جمله محققانی است که بیشترین پژوهش در خصوص سرکوب مالی داشته است از جمله تحقیقات ایشان "جایگزینی ارز و سرکوب مالی" به عنوان گزارش پژوهشی شماره ۷۰ در دانشگاه Pretoria آفریقای جنوبی است. نتایج تحقیق نشان داد که نرخ بالای جایگزینی ارز می تواند، بازده بالایی در ذخایر مورد درخواست ایجاد کند اما نتایج بستگی معنی داری به چگونگی حجم پول مشتریان در مطلوبیت توابع نسبی

به مصارف خارجی و داخلی و همچنین به اندازه دولت دارد. علاوه بر آن، نتایج مطالعه نشان داد که تفاوت در نرخ جایگزینی ارز باعث احتمال وقوع بیشتر در سرکوب مالی گردد و پیشنهاد می‌کند مخارج دولتی بایستی از کارآمدی لازم در چنین شرایطی برخوردار باشد.

Singh (2008) در قالب پژوهش کاربردی در مرکز توسعه و تجارت بین الملل دانشکده مطالعات بین الملل دانشگاه جواهر لعل نهرو هندوستان تحت عنوان "سرکوب مالی، سپرده های بانکی، دارایی های واقعی و پول سیاه" انجام می‌دهد.

این محقق ضمن تبیین مبانی نظری سرکوب مالی، شاخص های سنجش و آزمون آن را معرفی کرد. نتایج مطالعه نشان می‌دهد که برگشت سپرده ها باعث کاهش سرکوب مالی و در نتیجه سرمایه‌گذاری در دارایی واقعی می‌گردد. اگرچه نقش منابع پولی سیاه در دارایی واقعی در بازار ثانویه رخ می‌دهد، سرمایه‌گذاری در بازار اولیه می‌تواند افزایش یابد. در نتیجه، توسعه مالی اتفاق خواهد افتاد اگر تأثیر بر سرکوب مالی قوی تر از کاهش منابع پولی سیاه باشد. با توجه به نتایج حاصل از اجرای مدل در مطالعه با افزایش فروش و نقدشوندگی سهام و همچنین فروش دارایی های واقعی استراتژیک تحت شرایط عدم تقارن اطلاعات شواهد لازم ارائه شده است البته در بعضی از شرایط و اقتضائات قیمت برای معامله استراتژیک نامربوط است.

Bai, and et.al (1999) به بررسی "سرکوب مالی و نظام بهینه اخذ مالیات" پرداختند. آنها نقش و تأثیر سرکوب مالی ناشی از اخذ مالیات بر پس انداز را بررسی نمودند. نشان دادند زمانی که نرخ مؤثر مالیات بردرآمد خیلی اتفاقی رخ می‌دهد درآمد دولت از طریق سرکوب مالی از کارآمدی بیشتری نسبت به مجموع مالیات بردرآمد انفرادی کشورهای در حال توسعه برخوردار است.

محققانی نظیر Koo, Haslag (1996) به سفارش بانک فدرال رزرو دالاس ایالات متحده تحقیقی پیرامون "سرکوب مالی، توسعه مالی و رشد اقتصادی" انجام دادند. آنها شواهد لازم جهت پاسخ به دو سوال اصلی

(۱) ارتباط تجربی بین سرکوب مالی و رشد اقتصادی با میزان کنترل جهت توسعه مالی چه اندازه است؟

(۲) آیا ارتباط معنی داری بین سرکوب مالی و توسعه مالی وجود دارد؟ نتایج پژوهش نشان داد که تورم با رشد اقتصادی ارتباط معنی داری ندارد. اما نرخ ذخیره قانونی ارتباط معنی داری با رشد اقتصادی دارد.

همچنین ارتباط معنی دار و قوی و پایداری بین نرخ تورم و ذخایر قانونی با نسبت اندازه بخش واسطه گری مالی رسمی به GDP وجود دارد. مهم تر این که ارتباط بانک ها با بانک مرکزی، درصد اعتبارات تخصصی به موسسات خصوصی و نسبت اعتبارات اعطائی به بخش خصوصی به GDP نیز تأیید گردید. بنابراین سرکوب مالی به عنوان عاملی مهم در توسعه مالی تلقی می شود.

پژوهشگری به نام McKinnon (1990) به سفارش بانک توسعه آسیا پژوهشی تحت عنوان "سرکوب مالی و بهره‌وری سرمایه: یافته‌های تجربی از نرخ‌های بهره و نرخ‌های مبادله" انجام می‌دهد. این محقق از ارائه دهندگان بحث سرکوب مالی در سال‌های دهه ۱۹۷۰ بوده است. ضمن بهره‌گیری از داده‌های جمع‌آوری شده در ژاپن، چین، تایوان مرتبط با شاخص‌های سنجش سرکوب مالی، به این نتیجه دست یافت که سرکوب مالی از طریق کنترل دولت با بهره‌گیری از نرخ بهره و نرخ ارز و تعیین حجم پول و مبادله آن موجب کاهش بهره‌وری سرمایه می‌شود.

#### ۴- یافته‌های تحقیق

تحقیقات و پژوهش‌های متعددی در راستای اندازه‌گیری سرکوب مالی مطرح شده است که نشان دهنده شناسایی و معرفی شاخص‌های مرتبط است که با توجه به هدف تحقیق حاضر، به عنوان یافته‌های مطالعه مد نظر قرار می‌گیرد. از جمله:

He and Turvey (2009) از جمله شاخص‌های سنجش سرکوب مالی را نسبت عرضه پول به تولید ناخالص داخلی معرفی می‌کند افزایش این نسبت نشان دهنده افزایش واسطه‌گری بانک‌ها است.

Du, Lu and Tao (2008) متغیرهای سنجش سرکوب مالی را به عنوان شاخص ارزیابی این پدیده شناسایی و ارائه می‌نمایند. عبارتند از وام بانکی، نسبت وام بانکی به کل دارایی و نسبت اعتبارات تجاری که نتیجه درصد منابع خریداری شده به خروجی کسب شده و بر این اساس مدل رگرسیونی تحقیق را به شرح زیر ارائه می‌کند:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 \text{bank loans} + \beta_2 \text{Trad credit} + Z_{it} + e_{it}$$

به طوری که :

$$Y_{it} = \text{عملکرد یا رشد موسسه}$$

$$Z_{it} = \text{متغیرکنترل}$$

$$e_{it} = \text{خطای مدل}$$

محققانی نظیر Kohli و Kletzer (2001)، شاخصه‌های مختلف جهت سنجش سرکوب مالی شناسایی و ارائه می‌دهند که از مهم‌ترین آنها می‌توان به شاخص‌های مسکن، سطح تولید بنگاه‌ها، شاخص‌های بانکی، مداخله دولت، جابجایی سرمایه و تجارت بین‌الملل نرخ ارز شناور، نرخ ارز و سیاست‌های آن، سیاست‌های جابجایی نرخ ارز، مدیریت نرخ ارز و سیاست مالی، نرخ استقراض خارجی و نرخ ذخائر قانونی، نسبت اعتبارات بانکی و مخارج دولت به GDP، نسبت و درآمد حاصل از بدهی دولت مرکزی به GDP، نسبت درآمد حاصل از بدهی بخش عمومی به GDP، نسبت بدهی بخش داخلی و اعتبارات بانکی اعطائی به دولت به GDP، اشاره نمود.

Haslag and Koo (1999) شاخص‌هایی نظیر نرخ تورم، نرخ ذخایر قانونی، نسبت بدهی نقد نظام مالی به GDP، نسبت سپرده پولی قانونی به سپرده پولی بانک‌ها به اضافه

دارائی داخلی بانک مرکزی، نسبت ادعای بخش غیر مالی به کل اعتبارات داخلی و نسبت ادعای بخش غیر مالی به GDP را برای سنجش سرکوب مالی معرفی نمودند. McKinnon (1990) نیز شاخص های مختلفی نظیر نسبت واقعی به رشد GDP، نسبت متوسط رشد دارایی مالی به رشد GDP، نسبت بهره وری سرمایه به نرخ پس انداز سرمایه گذاری، نسبت افزایش در M3 به سرمایه گذاری واقعی ناخالص، نرخ ارز، نرخ بهره واقعی، نرخ رشد GDP، نسبت M3 به GDP، نسبت سرمایه گذاری به GDP، نسبت تغییر در GDP به سرمایه گذاری، تغییر در M3 واقعی به پس انداز واقعی، نرخ تورم، و نوسان تورم را جهت آزمون سرکوب مالی معرفی می نماید. تقوی (۱۳۸۸) معتقد است که سرکوب مالی شامل چهار جزء است:

- ۱) سیستم بانکی مجبور است که اوراق قرضه دولتی و پول را به خاطر تحمیل نسبت ذخایر قانونی و نسبت نقدینگی توسط دولت نگهداری کند دولت در این حالت کسری بودجه خود را با هزینه پایین تأمین مالی می کند.
- ۲) با توجه به اینکه درآمد دولت نمی تواند تنها با مالیات تامین گردد و دولت مجبور به انتشار اوراق قرضه می شود. این امر باعث کاهش نرخ فروش اوراق قرضه بخش خصوصی و سهام شرکتها می گردد.
- ۳) نظام بانکی با سقف نرخ بهره برای جلوگیری از رقابت با دولت برای تأمین مالی توسط بخش خصوصی روبرو می گردد. سقف نرخ بهره، تخصیص اجباری اعتبارات و ذخایر قانونی بالا جزء عوامل ایجاد کننده سرکوب مالی هستند.
- ۴) اقتصادهایی که بخش مالی داخلی را سرکوب می کنند، عموماً نرخ ارز و حساب سرمایه را تا حد ممنوع ساختن تمامی مبادلات این حساب اعمال می کنند. براساس این پژوهش نسبت ذخیره قانونی، نسبت نقدینگی نزد دولت، انتشار اوراق قرضه، نرخ مالیات، نرخ بهره، تخصیص اجباری اعتبارات، نرخ ارز و حساب سرمایه از شاخص های سرکوب مالی به شمار می آیند.

۵- نتیجه گیری و بحث

شناخت سرکوب مالی به عنوان پدیده موثر بر توسعه مالی و از این طریق بر رشد و توسعه اقتصادی به تبیین جامع آن بستگی مستقیم مستقیم دارد که در بسیاری از پژوهش های مرتبط با صورت علمی و تئوریک و همچنین به صورت موردی در کشورهای مختلف مورد تحقیق اندیشمندان مالی و اقتصادی قرار گرفته است، که در این مطالعه بطور جامع بدان پرداخته شده است. از مهم ترین آنها می توان به تحقیقات McKinnon & Shaw (1973) و Gupta (2005) اشاره نمود.

یافته های مطالعه حاضر نشان می دهد که برای تبیین موضوع مورد تحقیق، ضرورت دارد شاخص های اندازه گیری شناسایی و ارائه شود بطوریکه در این پژوهش، مبتنی بر تحقیقات محققان به روش شناخت تاریخی در چارچوب مطالعات کتابخانه ای شاخص ها استخراج شده است که مهم ترین آن منتج از جمع بندی مجموعه شاخص های مستخرج از تحقیقات عبارتند از:

نام محقق	سال	ردیف	شاخص	تأثیر و نشانه سرکوب مالی (نتیجه شاخص)
He & Turvey	۲۰۰۹		<u>عرضه پول</u> <u>تولید ناخالص داخلی</u>	افزایش
Du, Lu & Tao	۲۰۰۸	۱	<u>وام بانکی</u> <u>گال داراییها</u>	افزایش
		۲	<u>انتخابات تجاری</u> <u>گال منابع</u>	افزایش
Kohli & Kletzer	۲۰۰۱	۱	سطح خانوار • مصرف کالا خانوار • عرضه نیروی کار خانوار	کاهش
		۲	سطح بنگاه ها	کاهش
		۳	سطح بانکها	افزایش

دکتر مهدی تقوی و شادی شاموردانی

		۴	سطح دولت • بودجه دولت	افزایش		
		۵	سطح جایجایی سرمایه و تجارت بین الملل • تفاوت میان افزایش در اندوخته (ذخائر) خارجی و استقراض دولت از خارج	کاهش		
		۶	نرخ ارز شناور	کاهش		
		۷	نرخ استقراض خارجی	افزایش		
		۸	نرخ ارز و سیاست های آن	کاهش		
		۹	نرخ ذخائر قانونی	افزایش		
		۱۰	<u>اعتبارات بانکی و مخارج دولت</u> GDP	افزایش		
		۱۱	<u>درآمد حاصل از بدهی دولت</u> GDP	افزایش		
		۱۲	<u>درآمد حاصل از بدهی بخش عمومی</u> GDP	افزایش		
		۱۳	<u>بدهی، پخت، داخلی، و اعتبارات بانکی، اعطای، دولت</u> GDP	افزایش		
		Haslag & Koo	۱۹۹۹	۱	نرخ تورم	افزایش
				۲	نرخ ذخائر قانونی	افزایش
				۳	<u>بدهی نقد نظام مالی</u> GDP	افزایش
۴	<u>سپرده قانونی</u> سپرده پولی بانک ما و داری داخلی بانک مرکزی			افزایش		
۵	<u>ادعای بخش غیر مالی</u> کل اعتبارات داخلی			افزایش		
۶	<u>ادعای بخش غیر مالی</u> GDP			افزایش		
McKinnon	۱۹۹۰	۱	نرخ بهره واقعی	افزایش		
		۲	نرخ رشد GDP	کاهش		
		۳	<u>M3</u> GDP	افزایش		
		۴	<u>سرمایه گذاری</u> GDP	کاهش		
		۵	<u>ΔGDP</u> ΔI	کاهش		
		۶	<u>ΔM3</u> پس انداز واقعی	افزایش		
		۷	نرخ تورم	افزایش		

		۸	نوسان تورم	افزایش
تقوی	۱۳۸۸	۱	نسبت ذخائر قانونی	افزایش
		۲	نسبت نقدینگی نزد دولت	افزایش
		۳	درآمد مالیات دولت	افزایش
		۴	انتشار اوراق قرضه	افزایش
		۵	تعیین سقف نرخ بهره	افزایش
		۶	تخصیص اجباری اعتبارات	افزایش
		۷	تعیین نرخ ارز	افزایش
		۸	ممنوعیت حساب سرمایه	افزایش

بر اساس یافته های مطالعاتی نظیر تحقیقات Gupta & Ziramta (2010)، Demetriades, James & Lee (2008)، Gupta (2008)، Singh (2008)، Bai و همکاران (1999)، Koo & Haslag (1996) و McKinnon (1990) نشان می دهد که اولاً، شاخص های اندازه گیری سرکوب مالی شناسایی و مورد استفاده قرار گرفته است. ثانیاً، در بسیاری از این تحقیقات رابطه معنی دار و مثبتی بین سرکوب مالی یعنی دخالت دولتی با عدم توسعه یافتگی و عدم رشد اقتصادی کشورها وجود دارد. یعنی هر چقدر سرکوب مالی افزایش می یابد، رشد و توسعه اقتصادی کندتر می گردد. بطوریکه، سرکوب مالی، مانع توسعه مالی گردیده است. اگرچه در بعضی از تحقیقات این ارتباط معنی دار نبوده است. مبتنی بر یافته های مطالعه، پیشنهاد می گردد که فعالان بازار سرمایه و سیاست گذاران توسعه اقتصادی کشور به ارتباط و تأثیر منفی سرکوب مالی بر توسعه مالی و رشد و توسعه اقتصادی توجه داشته باشند و در برنامه ریزی به عنوان متغیر اثرگذار و در آذاسازی اقتصاد و اجرای سیاست های اصل ۴۴ قانون اساسی توجه کنند. به محققان آینده پیشنهاد می شود که از شاخص های ارائه شده در مطالعه در تحقیقات آتی استفاده کنند و نتایج آن را با یافته های این پژوهش مقایسه و تحلیل نمایند.



فهرست منابع:

- ۱) تقوی، مهدی (۱۳۸۸) توسعه مالی، سرمایه گذاری و رشد اقتصادی، مطالعات مالی، سال دوم، شماره دوم، تابستان، دانشکده مدیریت و اقتصاد واحد علوم و تحقیقات
- ۲) هیبتی، فرشاد، نیکومرام، هاشم و فریدون رهنمای رودپشتی (۱۳۸۶) بازارها و نهادهای مالی، تهران: انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات
- 3) Bai, C & et al (1999) Financial Repression and Optimal Taxation
- 4) Demetriades, P., James, G. and Lee, K. (2008) The End of Financial Repression? A Cross Country Analysis of Private Investment, University of Leicester
- 5) Du, J., Lu, Y. & Tao, Z (2008) Bank Loans and Trade Credit Under China's Financial Repression, <http://ssrn.com/abstract:1495600>
- 6) Gupta, R. (2004) A Generic Model of Financial Repression, Dissertation at the University of Connecticut
- 7) Gupta, R. (2005) Essays of Financial Repression, Ph.D. Dissertation, University of Connecticut
- 8) Gupta, R. (2008) Currency Substitution and Financial Repression, Working Paper, No.70, University of Pretoria
- 9) Gupta, R., Ziramba, E. (2010) Openness, Bureaucratic Corruption and Public Policy In An Endogenous Growth Model, International Business & Economic Research Journal, Volume 9, Number 3
- 10) Haslag, J.H & Koo, J. (1999) Financial Repression, Financial Development and Economic Growth, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper
- 11) He, L. & Turvey, C. (2009) Financial Repression in China's Agricultural Economy, China Agricultural Economic Review, Vol.1, No.3, PP.260-274
- 12) Kletzer, K. & Kohil, R. (2001) Financial Repression and Exchange Rate Management in Developing Countries: Theory and Empirical Evidence for India, IMF Working Paper, WP/01/103.
- 13) Li, D. (2001) beating the Trap of Financial Repression In China, Cata Joournal, vol.21, No.1.
- 14) McKinnon, R. & Mathieson, D. (1981) How to manage A Repressed Economy, Princeton, Essays in International Finance, No.145.
- 15) McKinnon, R. (1973) Money and Capital in /economic Development, Washington: Brookings Institution Press.

- 
- 16) McKinnon, R. (1990) Financial Repression and the Productivity of Capital: Empirical Findings on Interest Rates and Exchange Rates, ASIAN DEVELOPMENT BANK
  - 17) Peterson Institute (2008) Financial Repression in China, No.PB08-8
  - 18) Roubini, N. & Sala-i-Martin, X (1995) A Growth Model of Inflation, Tax Evasion and Financial Repression, Journal of Monetary Economics, 35, 275-301
  - 19) Shaw, E. (1973) Financial Deeping in Economic Development, New York: Oxford University press
  - 20) Singh (2008) Financial Repression, Bank Deposits, Real assets and black money, Discussion paper 09-05, Centre for International Trade and Development, School of International Studies, Jawaharlal Nehru University, India
  - 21) Venkataramany, A. & Miklovich, P. (2010) The Impacts of Liberalization on Foreign Direct Investment In the Slovak Republic, International Business & Economic Research Journal, Vol.9, No.5, PP.71-7

یادداشت‌ها

---

<sup>1</sup>. Corruption

دکتر مهدی تقوی و شادی شاموردانی

مجله مهندسی و مدیریت پرتفوی / شماره چهارم / پاییز ۱۳۸۹

۲۱۴