

بررسی تجربی اثر آزادسازی مالی بر رشد گروهی از کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته (با تاکید بر ایران)

دکتر رویا سیفی پور^۱

چکیده:

در گذشته تئوری‌های رشد اقتصادی، کمبود منابع واقعی مانند زمین و سرمایه را از محدودیت‌های اصلی رشد اقتصادی قلمداد می‌کردند و نقش بازارهای مالی را نادیده می‌گرفتند. ولی تئوری‌های جدید بر آزادی عمل بخش مالی و اهمیت بخش مالی در پروسه توسعه تاکید می‌کنند. همچنین طرفداران اقتصاد بازار معتقدند شکوفا کردن بازارهای رقابتی، خصوصی کردن بنگاه‌های دولتی، تجارت آزاد، جذب سرمایه‌های خارجی و حذف مقررات زاید دولتی و انحرافات قیمتی، موجبات بالا رفتن کارایی و رشد را فراهم خواهد آورد. لذا هدف از تحقیق حاضر بررسی اثرات آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی است. برای این منظور از داده‌های ۳۷ کشور شامل ۲۳ کشور با درآمد پائین و متوسط و ۱۴ کشور با درآمد بالا در دوره زمانی ۲۰۰۸-۱۹۸۰ استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد اثر آزادسازی بازار سرمایه بر رشد بلندمدت در کشورهای با درآمد پایین و متوسط، منفی و در کشورهای با درآمد بالا، مثبت است. لیکن اثر جریان‌ات ورودی سرمایه بر کشورهای با درآمد بالا و پایین و متوسط مثبت و معنادار است.

واژگان کلیدی: آزادسازی مالی، توسعه مالی، رشد اقتصادی

طبقه بندی JEL: G01, E44

۱. استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، E.Mail: Roy.Seyfipour@iautcb.ac.ir

مقدمه:

تا قبل از دهه ۱۹۸۰، اغلب کشورهای در حال توسعه شاهد رقابت بین طرفداران سرمایه‌داری و سوسیالیسم بوده‌اند. از دهه ۱۹۸۰ به این سو، به‌ویژه بعد از برچیده شدن دیوار برلین در سال ۱۹۸۹، گرایش کشورها به آزادسازی اقتصادی افزایش یافت. به‌طوری‌که حتی کشورهای سوسیالیستی نیز به نظام بازار روی آوردند. بررسی روند تغییرات شاخص‌های آزادسازی اقتصادی کشورها در دو دهه اخیر، کم و بیش حکایت از جهت‌گیری عام به سمت آزادسازی اقتصادی در مناطق مختلف جهان دارد. با این وجود، در برخی کشورها هنوز مجادله درباره مدیریت اقتصادی بر سر ادامه مکانیسم بازار در مقابل نظارت‌ها جریان دارد.

طرفداران اقتصاد بازار معتقدند شکوفا کردن بازارهای رقابتی، خصوصی کردن بنگاه‌های دولتی، تجارت آزاد، جذب سرمایه‌های خارجی و حذف مقررات زاید دولتی و انحرافات قیمتی، موجبات بالا رفتن کارایی و رشد را فراهم خواهد آورد. در مقابل، منتقدین آزادسازی اقتصادی، پیامدهایی نظیر کاهش اقتدار دولت، افزایش نابرابری درآمدی و خروج سرمایه‌های ملی از کشور را مطرح می‌کنند.

نظام مبتنی بر اقتصاد بازار در سطح کلان به وجود بازارهای چهارگانه (کالا، کار، پول و سرمایه) اعتقاد دارد و در تجزیه و تحلیل بازارها، بخش مالی (بازار پول و سرمایه) و بخش واقعی اقتصاد را مکمل یکدیگر می‌داند. اصولاً عملکرد بهینه نظام اقتصادی در هر جامعه، منوط به وجود دو بخش حقیقی و مالی کارآ، مکمل، قدرتمند و تحت نظارت است. فعالیت این دو بخش در کنار یکدیگر شرط لازم و کافی برای نظام اقتصادی مطلوب محسوب می‌شود. چون عملکرد غیر بهینه یکی از این دو بخش بر کارکرد بخش دیگر اثر منفی خواهد گذاشت. بنابراین تعادل باثبات و بلند مدت هر نظام اقتصادی هنگامی به‌دست می‌آید که دو بخش مزبور با ارتباطات درونی خویش در شرایط تعادلی عمل کنند. براین اساس می‌توان گفت که بخش مالی، تزریق‌کننده حیات به بخش حقیقی اقتصاد است. با توجه به اهمیت بخش مالی و به دلیل ارتباطات درونی بین بخش مالی و حقیقی اقتصاد، در این مقاله به بررسی اثرات آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی گروهی از کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه در بلند مدت پرداخته شده است.

در این مقاله، ابتدا مروری بر مطالعات تجربی آزادسازی مالی و رشد اقتصادی خواهیم داشت. در بخش دوم، ویژگی‌ها و ساختار بخش مالی در ایران مورد بررسی قرار می‌گیرد. بخش سوم به بررسی تجربی آزادسازی مالی و رشد اقتصادی در قالب مدل اقتصادسنجی می‌پردازد و بخش‌نهایی نیز به نتایج و توصیه‌های سیاستی اختصاص دارد.

۱. مروری بر مبانی نظری آزادسازی مالی و رشد اقتصادی

در اواخر دهه ۱۹۷۰، مک‌کینون و شاول^۱ با انتقاد از مقررات بازارهای مالی (تعیین سقف نرخ بهره، نرخ‌های بالای ذخایر قانونی و تخصیص دستوری اعتبارات) بحث آزادسازی مالی را مطرح نمودند. آنها معتقد بودند برای بهبود کارایی بازارهای مالی باید نرخ‌های بهره توسط بازار تعیین شوند که این امر منجر به افزایش سرمایه‌گذاری و نرخ‌های بالاتر رشد اقتصادی در بلندمدت خواهد شد. کاپور^۲ (۱۹۷۶) و ماتیسون^۳ (۱۹۸۰) نیز نشان دادند که آزادسازی مالی موجب افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود. فرای^۴ (۱۹۸۶) با استفاده از مدل چرخه زندگی نشان داد که افزایش نرخ بهره سپرده خانوارها به سمت مقدار تعادلی، موجب افزایش دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات داخلی می‌شود و سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. گرین‌وود و جووانویچ^۵ (۱۹۹۰) و کینگ و لوین^۶ (۱۹۹۳) در قالب مدل‌هایی نشان دادند که خدمات بخش مالی (مدیریت موثر عدم تقارن اطلاعات، تنوع ریسک و مدیریت نقدینگی) به‌طور درون‌زا منجر به رشد اقتصادی می‌شوند. همچنین برخی از مطالعات تجربی دیگر مانند پاگانو^۷ (۱۹۹۳) و گرتلر^۸ (۱۹۹۶) ارتباط بین توسعه بیشتر بازارهای مالی و رشد اقتصادی را در قالب مدل‌های رشد درون‌زا نشان دادند. در این مطالعات، توسعه بازارهای مالی می‌تواند همراه با آزادسازی صورت بگیرد. ولی در مقابل برخی از اقتصاددانان دیگر مانند دورنبوش و رینوسو^۹ (۱۹۸۹) معتقدند آزادسازی مالی همواره رشد اقتصادی را به‌دنبال نخواهد داشت. برخی از نتوساختارگرایان نیز مانند ویجن‌برگن و تیلور^{۱۰} (۱۹۸۳) در قالب مدل‌هایی نشان دادند که آزادسازی مالی می‌تواند در عمل مانع توسعه اقتصادی شود. شواهد تجربی در دهه ۸۰ و ۹۰ میلادی نیز نشان دادند که برخی از کشورها با پیروی از تئوری‌های آزادسازی، بازارهای مالی خود را آزاد نمودند و با بحران‌های مالی سنگین و به‌دنبال آن، بی‌ثباتی اقتصادی یعنی افزایش تورم و بیکاری و کاهش نرخ‌رشد اقتصادی مواجه شدند. لذا برخی از اقتصاددانان معتقدند که رعایت سلسله مراتب برنامه‌های آزادسازی مالی، برای موفقیت آن امری ضروری است.

1. Mc Kinnon & Shaw
2. Kapur
3. Mathieson
4. Fry
5. Greenwood & Juvanovic
6. King & Levine
7. Pagano
8. Gertler
9. Dornbush & Rinoso
10. Van Wijnburgen & Taylor

بررسی تجربی اثر آزاد سازی مالی بر رشد گروهی از کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته ۳۹

میرآخور و ویلانوا^۱ (۱۹۹۰) در مطالعه‌ای که به بررسی شرایط بی‌ثباتی اقتصاد کلان، اطلاعات ناقص و خطرات اخلاقی^۲ بر آزادسازی مالی می‌پردازند، مراتب آزادسازی موفق را به صورت زیر توصیه می‌کنند: مرحله اول، وجود شرایط ثبات اقتصاد کلان (نرخ پایین تورم، فقدان کسری حساب جاری زیاد، نرخ ارز باثبات و وجود نرخ رشد اقتصادی مناسب) می‌باشد. تجربه کشورهای شیلی، آرژانتین و اروگوئه نشان می‌دهد که اتخاذ سیاست آزادسازی مالی در هنگام بی‌ثباتی وضعیت اقتصاد کلان جامعه، منجر به شکست می‌شود. مرحله دوم شامل توسعه ابزارهای پولی غیرمستقیم مانند اسناد خزانه کوتاه‌مدت و ضمانت‌های تعیین شده به وسیله مقامات پولی و تقویت چارچوب تنظیمی و نظارت احتیاطی بانک‌ها است. مقامات پولی با استفاده از ابزارهای غیر مستقیم می‌توانند مازاد نقدینگی را کنترل نمایند. همچنین همزمان با معرفی ابزارهای پولی غیرمستقیم باید سیستم نظارتی و مدیریتی بانکی نیز تقویت شود. مرحله سوم برای اجرای آزادسازی موفق، افزایش رقابت میان بانک‌ها است که این مهم نیز از طریق خصوصی‌سازی بانک‌ها و یا اعطای مجوز به بانک‌های خارجی به دست می‌آید. آخرین مرحله آزادسازی، داشتن کنترل‌های مستقیم مالی می‌باشد که در مواقع ضروری از آن‌ها استفاده شود.

کاپریو و استیگلitz^۳ (۱۹۹۹) در مطالعه خود نشان دادند که کشورهایی که دارای شرایط بی‌ثبات اقتصادی می‌باشند، اتخاذ سیاست آزادسازی بدون سیاست‌های تثبیت اقتصادی و ایجاد سیستم نظارتی و احتیاطی کارا برای نظام بانک‌داری، منجر به ورشکستگی سیستم مالی آن‌ها می‌شود. توصیه این اقتصاددانان، آزادسازی تدریجی نرخ بهره می‌باشد.

نیاواتا و بیرد^۴ (۲۰۰۴) در مقاله‌ای به بررسی اثرات آزادسازی مالی در کشورهای عضو انجمن توسعه جنوب آفریقا (SADC)^۵ می‌پردازند. این کشورها آزادسازی را از دهه ۹۰ با تعیین نرخ بهره توسط بازار، آزادسازی تجاری و رژیم نرخ ارز خارجی، تغییر و اصلاح قوانین بخش مالی و اتخاذ ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی آغاز نمودند. تجربه این کشورها نشان می‌دهد که بسیاری از مزایای آزادسازی مالی که در تئوری‌ها بیان می‌شود، در عمل دستیابی به آنها محل تردید است. آزادسازی مالی، تنها به همراه ثبات شرایط اقتصاد کلان می‌تواند پایدار باشد و اثرات مثبتی را به دنبال خود داشته باشد.

1. Mirakhor & Villanuera
2. Moral Hazard
3. Caprio & Stiglitz
4. Nyawata & Bird
5. Southern African Development Community

اورباخ و صدیقی^۱(2006) در مطالعه‌ای تحلیلی با نقد دیدگاه کلاسیک در مورد نقش بخش مالی، به بررسی اثرات آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی می‌پردازند. در دیدگاه کلاسیک، نقش بخش مالی در تخصیص و رشد اقتصادی نادیده گرفته شده است. در حالی که سیاست‌های آزادسازی مالی با افزایش نرخ بهره باعث افزایش پس‌انداز و بهره‌وری سرمایه‌گذاری می‌شود. تعیین نرخ بهره توسط بازار، فساد و رشوه در بخش بانکی را کاهش می‌دهد. در واقع آزادسازی مالی با محدود کردن دخالت دولت در تخصیص و اولویت‌بندی وام‌های مالی که تحت عنوان بهبود استراتژی و توسعه اقتصادی صورت می‌گیرد، می‌تواند فساد دولتی در کشورهای در حال توسعه را کاهش دهد.

ایزنمان^۲(۲۰۰۵) در مقاله‌ای تحت عنوان «سنجش مجدد آزادسازی‌های مالی در آمریکای لاتین در دهه ۱۹۹۰» بیان می‌دارد که زمینه آزادسازی مالی، به دوران رکود شدید اقتصادی و افزایش تورم در خلال سال‌های ۸۹-۱۹۸۲ که با بحران بدهی‌ها همراه بود، برمی‌گردد. بسیاری از کشورها برای فائق آمدن به مشکلات خود، به سمت تغییر نوع مدیریت و از بین بردن موانع تجاری و مالی و خصوصی‌سازی حرکت کردند. پیش‌فرض این برنامه‌ها این بود که تامین مالی خارجی، پس‌انداز داخلی را افزایش داده و در نتیجه باعث افزایش سرمایه‌گذاری و نرخ رشد خواهد شد. اهمیت و بزرگی آزادسازی مالی در آمریکای لاتین را می‌توان با استفاده از شاخص تحرک سرمایه گزارش شده توسط ادواردز^۳(۲۰۰۴) دریافت. ادواردز بیان می‌دارد که اگر تحرک کاملاً آزادانه سرمایه را ۱۰۰ فرض کنیم، این شاخص در آمریکای لاتین از مقدار ۴۰ در دهه ۱۹۸۰ به مقدار ۷۵ در دهه ۱۹۹۰ رسیده است. در مقایسه، این شاخص در آسیا به تدریج از مقدار ۴۰ در دهه ۱۹۸۰ به مقدار ۶۰ تا پیش از بحران ۱۹۹۷ رسید و پس از آن به ۵۵ سقوط کرد. خاورمیانه و شمال آفریقا، افزایش به‌مراتب کمتری را در خلال این زمان تجربه کرده‌اند. در این مناطق، این شاخص از مقدار ۴۰ به مقدار ۵۰ در طول دوره مورد نظر رسیده است. مقایسه میانگین رشد تولید ناخالص داخلی سرانه سالانه در دهه ۱۹۹۰ برای آمریکای لاتین، آسیا و آفریقا نشان می‌دهد در مجموع رشد آمریکای لاتین به‌طور معنی‌داری، پایین‌تر از رشد آسیا بوده، ولی از آفریقا بالاتر بوده است. در مقابل این مقاله نشان داده است که تکیه بر منابع مالی داخلی نیز می‌تواند رشد بالایی را به همراه داشته باشد. برای این منظور شاخص خود تامین مالی^۴ (سهم آن بخش از سرمایه که از پس‌انداز ملی تامین می‌شود) که توسط ایزنمان، پینتو و

1. Aurebach & Siddiki
2. Aizenman
3. Edwards
4. self-financing ratio

بررسی تجربی اثر آزاد سازی مالی بر رشد گروهی از کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته ۴۱

رادزیویل^۱ (۲۰۰۴) معرفی شده است، مورد استفاده قرار گرفته است. اگر این نسبت کوچکتر از ۱ باشد، بیانگر وجود وابستگی و تکیه کردن به پس انداز خارجی است.

نتایج بررسی ها نشان می دهد در خلال دهه ۱۹۹۰، آسیا نسبت خودتامینی مالی بالایی همراه با نرخ رشد بالا را تجربه کرده است (به استثنای سال ۱۹۹۸). در مقابل، آمریکای لاتین و آفریقا نسبت خودتامینی مالی پایینی داشته و به دنبال آن، نرخ رشد پایینی را نیز تجربه کرده اند. بنابراین نسبت خودتامینی مالی بالاتر، با افزایش معنی داری در نرخ رشد همراه است. همچنین سازمان هایی بهتر عمل کرده اند که نوسانات نسبت خودتامینی مالی در آنها کمتر بوده است و در نتیجه نرخ رشد بالاتری را نیز تجربه کرده اند. البته باید توجه داشت که همواره نسبت خودتامینی مالی بالا، رشد بالا را نیز به دنبال نخواهد داشت. بلکه همان گونه که از تجربه اغلب کشورهای توسعه یافته نیز دریافت می شود، رشد اقتصادی به بسیاری از فاکتورهای دیگری هم بستگی دارد که بدون حضور همگی آنها، رشد بالا امکان پذیر نخواهد شد.

این مقاله بیان می دارد که با توجه به تجربیات کشورهای مثل شیلی و اکوادور، کاهش تسلط و دخالت دولت بر سرمایه گذاری خصوصی و پس انداز بخش خصوصی، سبب افزایش سرمایه گذاری و پس انداز در طول زمان می شود و نیاز به تکیه کردن بر منابع مالی خارجی را کاهش می دهد. در نتیجه تنگناهایی که مانع رشد اقتصادی می شوند، بیش از آنکه مربوط به کمبود پس انداز و نیاز به منابع مالی خارجی باشند، مربوط به فقدان نظارت مناسب دولت است.

بکائرت، هاروی و لاندبلاد^۲ (۲۰۰۵) اثر آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی را برای ۹۶ کشور در دوره زمانی ۱۹۸۰-۱۹۷۷ به روش تابلویی بررسی نموده اند. در این مدل، رشد اقتصادی را تابعی از شاخص های آزاد سازی بازار سرمایه (شدت آزاد سازی بازار سهام، شاخص گشودگی حساب سرمایه بانک جهانی، شاخص گشودگی حساب سرمایه (Quinn)، شاخص بحران بخش بانکی)، متغیرهای کلان اقتصادی (تولید ناخالص داخلی اولیه، نسبت مخارج مصرفی دولت به تولید ناخالص داخلی، ثبت نام دانش آموزان در دوره متوسطه، رشد جمعیت، نرخ بهره حقیقی جهانی، شاخص امید به زندگی)، متغیرهای توسعه مالی (نسبت اعتبارات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی، گردش بازار سهام)، متغیرهای حقوقی، متغیرهای نهادی و متغیرهای حمایت قانونی سرمایه گذاری در نظر می گیرد. نتایج این مطالعه نشان می دهد که شاخص آزاد سازی بازار سرمایه (آزاد شدن معامله سرمایه گذاران خارجی در بازار اوراق بهادار داخلی) منجر به رشد اقتصادی می شود. همچنین کشورهای دارای سیستم قانونی

1. Aizenman, Pinto, Radziwill
2. Bekaert & Harvey & Lundblad

قوی‌تر، نهادها و موسسات با فساد مالی کمتر، شرایط مناسب برای سرمایه‌گذاران خارجی و قوانین حمایتی از سهام‌داران هستند، رشد بیشتری را تجربه می‌کنند.

اکثر مطالعات انجام شده در مورد بازارها در ایران، در زمینه توسعه مالی و رشد اقتصادی است و مطالعات انجام شده در مورد آزادسازی مالی و رشد اقتصادی، محدود به مورد زیر است:

ادیبی‌خو (۱۳۸۲) با مطالعه شاخص‌های آزادسازی مالی (نرخ بهره، آزادی ورود و خروج سرمایه، مالکیت سهام‌داران خارجی در بورس داخلی) در دوره زمانی ۸۰-۱۳۴۵ و مقایسه آن با چند کشور آسیایی و آفریقایی بیان می‌کند که بازار مالی در ایران در وضعیت سرکوب قرار دارد.

۲. ویژگی‌های ساختار بخش مالی در ایران

ویژگی‌ها و خصوصیات بخش مالی در اقتصاد ایران جدا از سایر کشورهای در حال توسعه نیست با این حال بیان این ویژگی‌ها با توجه به شرایط خاص اقتصاد ایران می‌تواند از جهاتی مفید باشد عمده‌ترین ویژگی‌های بخش مالی در اقتصاد ایران طی چند دهه اخیر را می‌توان در موارد زیر خلاصه کرد:

۱- در ایران ساختار بخش مالی متکی به بانک است در سیستم بانکی نرخ‌های سپرده و وام‌های اعطایی به صورت دستوری تعیین می‌شوند و نرخ‌های مزبور در اغلب موارد پایین‌تر از نرخ بازار است. این امر از یک طرف سبب ایجاد صف برای دریافت اعتبارات از سیستم بانکی می‌شود و از طرف دیگر سبب دوگانگی در بازار پول شده است که این امر حاکی از سرکوب بازار مالی است. سیستم بانکی کشور نیز عمدتاً به فعالیت بانک‌های تجاری محدود می‌شود از یک طرف رشد اقلام عمده‌دارایی‌ها و بدهی‌های نظام بانکی گویای نقش بالای سیستم بانکی در مجموعه اقتصاد کشور است و از طرف دیگر اقلام عمده‌دارایی‌ها و بدهی‌های بانکی تجاری مبین نقش پراهمیت این بانک‌ها در سیستم بانکی کشور می‌باشد. بانک‌های تجاری نیز به دلیل سودآوری بخش خدمات نسبت به سایر بخش‌های اقتصادی دیگر تمایل دارند که بخش عمده‌ای از اعتبارات خود را به این بخش اعطا کنند.

۲- بانک مرکزی در ایران به صورت مستقل عمل نمی‌کند و بیشتر به صورت بازوی پولی خزانه داری عمل می‌کند تا اجرای سیاست پولی مستقل. یعنی دولت به دلیل مالکیت بر درآمدهای نفتی و گاهی تامین مالی کسری بودجه خود به اعتبارات بانک مرکزی متوسل شده و بدین ترتیب موجب افزایش حجم نقدینگی می‌شود که این امر که نقش انفعالی بانک مرکزی را در سیاست‌گذاری پولی نشان می‌دهد.

۳- بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از نهاد‌های بخش مالی فعالیت چشمگیری در این بخش نداشته است. بورس اوراق بهادار تهران فعالیت خود را در بهمن ماه ۱۳۴۶ آغاز کرد ولی تا سال ۱۳۶۸ فعالیت آن بسیار محدود بود و بورس عملاً در حاشیه فعالیت‌های اقتصادی کشور قرار داشت. پس از آن نیز همراه با تغییرات در سیاست‌های عمومی اقتصادی دولت، فعالیت‌های بورس اوراق بهادار تهران تا حدی گسترش پیدا کرد ولی به دلیل فراهم نبودن شرایط لازم، فعالیت‌های آن همچنان در محدوده معین باقی ماند.

بررسی تجربی اثر آزاد سازی مالی بر رشد گروهی از کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته ۴۳

همانطور که می دانیم در کشورهای پیشرفته صنعتی بازار بورس اوراق بهادار مهم ترین منبع تامین مالی سرمایه گذاری های بنگاه های اقتصادی می باشد. البته ذکر این نکته ضروری است که در کنار این بازارها بانک ها نیز در تامین منابع مالی بنگاه ها نقش قابل ملاحظه ای ایفا می کنند، ولی در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران بانک ها هنوز تامین کننده اصلی نیازهای مالی بنگاه ها و موسسات اقتصادی هستند. می دانیم که استقراض از سیستم بانکی همیشه اثرات توری دارد که به نوبه خود می تواند بر روند رشد اقتصادی کشور اثرات منفی داشته باشد. بنابراین هر قدر بازار بورس اوراق بهادار بیشتر گسترش یابد بنگاه های اقتصادی بهتر و آسان تر می توانند نیازهای مالی خود را از این بازارها تامین نمایند در نتیجه امکان کنترل نقدینگی و به دنبال آن امکان کنترل تورم افزایش خواهد یافت.

۴- در کشورهای پیشرفته صنعتی شرکت های بیمه که تقریباً به بخش خصوصی تعلق دارند تلاش می کنند تا از طریق حضور فعال در بازارهای بورس درآمد خود را افزایش دهند. آمار موجود نشان می دهد که شرکت های بیمه فعال در کشورهای پیشرفته صنعتی حدود ۸۰ درصد از منابع مالی خود را به سرمایه گذاری در بازارهای سرمایه اختصاص داده اند^۱. لیکن در ایران تصویر متفاوتی مشاهده می شود. در ایران تمام شرکت های بیمه دولتی هستند و لذا در آنها انگیزه برای افزایش سودآوری ضعیف است. این ضعف به نوبه خود موجب شده که شرکت های بیمه به جای اینکه منابع مالی خود را در فعالیتهای مولد ویا در بازارهای سرمایه سرمایه گذاری کنند، آن را در سیستم بانکی به حساب سپرده می گذارند. از جمله نتایج این عمل پایین بودن سطح خرید سهام توسط این شرکت ها بوده است.

۵- ویژگی دیگر بخش مالی کشور به کنترل های ارزی و سرمایه ای مربوط می شود، این کنترل ها در اکثر سالها برقرار بوده و کلیه معاملات ارزی (اعم از جاری و سرمایه ای) تحت کنترل شدید دولت قرار داشته است. دولت برای کنترل خروج ارز از کشور دو اقدام متوسل شده است: اول آنکه واردات کالاها را تحت نظارت و کنترل شدید خود در آورده از این رو قسمت اعظم پرداخت های ارزی تحت پوشش بانک مرکزی قرار گرفته است (کنترل های تجاری)، دوم، برای خرید ارز، کنترل ها و ضوابط جداگانه ای وضع شد. همچنین علاوه بر کنترل های ارزی، کنترل های سرمایه ای که شامل ورود و به ویژه خروج سرمایه می باشد نیز در دستور کار دولت قرار گرفت.

۱. دفتر بررسیهای اقتصادی بحصی در شاخصهای ارزیابی بورس با نگاهی به ایران از بازار سرمایه تا توسعه اقتصادی مجلس و پژوهش شماره ۲۱، سال چهارم، مهر آذر، ۱۳۷۵.

۳. بررسی تجربی آزادسازی مالی و رشد اقتصادی

۳-۱) معرفی مدل:

مدل پایه در این مقاله مدل مورد استفاده رانچیر، تورنل، وسترنمن^۱ (۲۰۰۳ و ۲۰۰۶) و تورنل، وسترنمن، مارتینز^۲ (۲۰۰۴) می باشد. بر اساس این مطالعه مدل رشد نئوکلاسیک به صورت زیر تعریف می شود:

$$\Delta y_{it} = \gamma X_{it} + \phi_2 FL_{it} + \varepsilon_{jt} \quad (۱)$$

که Δy_{it} بیانگر رشد تولید ناخالص داخلی واقعی، X_{it} بیانگر متغیرهای کنترلی و FL_{it} شاخص آزادسازی بازارهای مالی است که شامل دو شاخص De Facto و De Jure است.

شاخص De Jure متغیر مجازی بر پایه تاریخ رسمی آزادسازی بازار سرمایه است که مصادف با تغییرات در قوانینی می باشد که به سرمایه گذاران خارجی به طور قانونی و رسمی اجازه سرمایه گذاری در بازار سرمایه داخلی را می دهد. این شاخص براساس مطالعه بکانرت و هاروی^۳ (۲۰۰۵) استخراج شده است.

شاخص De facto به تاریخ آزادسازی یک کشور اشاره دارد. این شاخص براساس نقاطی که در آن جریانهای ورودی مالی دچار شکستگی در روند شده است، ساخته می شود. شکستگی روندها براساس آزمون شکست ساختاری^۴ برای فاصله زمانی مورد مطالعه شناسایی می شود. برای مشخص کردن تاریخ آزادسازی مالی، از جریانهای ورودی تجمعی خالص سرمایه استفاده شده است. این جریانهای شامل سرمایه گذاری مستقیم خارجی، جریانهای پرتفوی (سهام، اوراق بهادار و ...) و جریانهای بانکی می باشد. برای آن که آزاد سازی مالی در زمان t در کشوری رخ داده باشد باید جریانهای ورودی تجمعی خالص سرمایه دارای شکستگی در روند در زمان t یا قبل از زمان t باشد و حداقل یک سال وجود داشته باشد که در آن نسبت جریانهای ورودی تجمعی خالص سرمایه به تولید ناخالص داخلی بزرگتر از ۵٪ در زمان t یا قبل از زمان t باشد.

هنگامی که مجموع تجمعی پسماندها از صفر منحرف می شود، ممکن است چند سالی طول بکشد تا این انحراف از نظر آماری معنی دار شود. به منظور به حساب آوردن مشکلات مربوط به تاخیر، سالی انتخاب شده است که مجموع تجمعی پسماندها از صفر منحرف شده، مشروط بر آنکه در نهایت سطح معنی دار ۵٪ را قطع می کند.

بهم منظور آزمون فرضیه های تحقیق از داده های تابلویی (داده های سری زمانی برای کشورهای مورد مطالعه) استفاده می شود. در روش تابلویی جمله خطای u می تواند به صورت تاثیر ثابت و یا اثر تصادفی برآورد شود. در روش اثر ثابت فرض می شود که جمله خطای کشورهای با متغیرهای توضیحی همبستگی دارند ولی در اثر تصادفی فرض بر این است که چنین

1. Ranciere, Tornell & Westermann
2. Tornell, Westernman & Martinez
3. Bekaert & Harvey
4. Cusum

بررسی تجربی اثر آزاد سازی مالی بر رشد گروهی از کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته ۴۵

همبستگی ای وجود ندارد (Green, 2003). برای تعیین روش برآورد مدل با داده‌های تابلویی، از آزمون هاسمن^۱ استفاده می‌شود. اگر فرضیه صفر رد نشود، تفاوتی بیند و روش اثر ثابت و اثر تصادفی نخواهد بود، ولی اگر رد شود به معنی برتری روش اثر ثابت بر اثر تصادفی است. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد معادله رگرسیونی به روش اثر تصادفی قابل برآورد است. لذا دو مدل رشد اقتصادی به روش اثر تصادفی برآورد می‌شود. یکی از این مدل‌ها برای کشورهای با درآمد بالا و مدل دیگر برای کشورهای با درآمد متوسط و پایین برآورد می‌شود.

۳-۲) پردازش داده‌ها:

به منظور برآورد مدل، از داده‌های مربوط به ۳۷ کشور شامل ۲۳ کشور با درآمد پایین^۲ و متوسط^۳ و ۱۴ کشور با درآمد بالا^۴ برای سال‌های ۲۰۰۸-۱۹۸۰ استفاده شده است. به منظور هم‌خوانی و سازگار بودن داده‌ها، از آمارهای منتشره بانک جهانی^۵ استفاده شده است. تقسیم‌بندی کشورها براساس سطح درآمد نیز، بر اساس شاخص‌های این سازمان صورت گرفته است.

متغیرهای مورد استفاده در تحقیق حاضر به شرح زیر است:

رشد تولید ناخالص داخلی: این متغیر با استفاده از داده‌های تولید ناخالص داخلی واقعی برای کشورهای نمونه محاسبه شده است.

اشتغال: این متغیر به عنوان شاخص سرمایه انسانی در نظر گرفته شده که در اکثر مدل‌های رشد درونزا مورد استفاده قرار می‌گیرد که شامل رشد کل افراد شاغل نسبت به کل جمعیت است و بر حسب درصد می‌باشد. مخارج دولتی: این متغیر کل مخارجی است که دولت در هر کشور هزینه نموده است. این داده بر تولید ناخالص داخلی واقعی تقسیم شده و به صورت درصد ارایه شده است.

تورم: این متغیر برای کلیه کشورها با استفاده از شاخص تعدیل کننده GNP بدست آمده است و به صورت درصد می‌باشد. نسبت سرمایه گذاری به تولید: از این متغیر به عنوان جانشینی جهت نمایش نرخ رشد موجودی سرمایه استفاده است.

1. Hausman

۲. بنگلادش، غنا، هند، کنیا، نیجریه، پاکستان

۳. آرژانتین، برزیل، شیلی، چین، کلمبیا، مصر، اندونزی، ایران، اردن، مالزی، مکزیک، فیلیپین، آفریقای جنوبی، سریلانکا، تایلند، ترکیه، ونزوئلا

۴. استرالیا، بلژیک، دانمارک، فنلاند، فرانسه، آلمان، یونان، ژاپن، کره جنوبی، نیوزیلند، پرتغال، اسپانیا، بریتانیا، ایالات متحده آمریکا

5. World Development Indicator

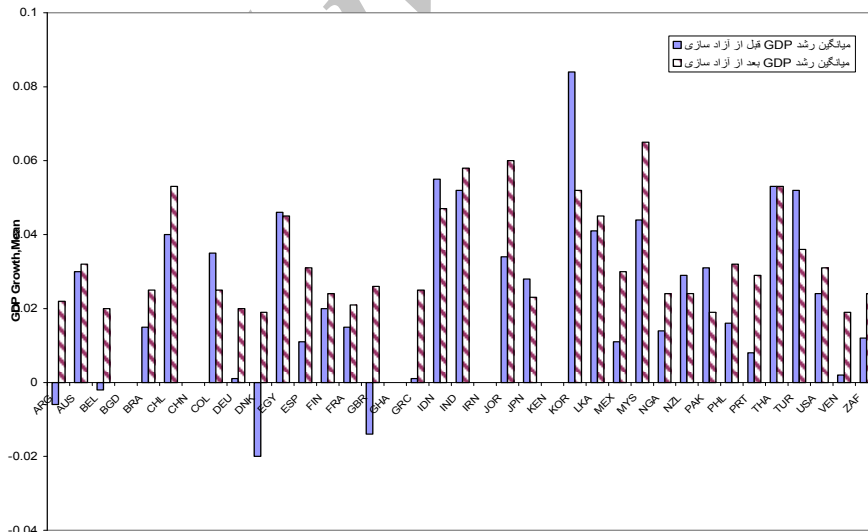
شاخص *De facto*: متغیر مجازی بر پایه سال هایی که در روند جریانهای مالی و ورود کشورهای شکستگی و یا تغییر ناگهانی ایجاد شده است. این متغیر اثر جریانهای ورودی سرمایه را نشان می دهد که از مطالعه رانچیر، تورنل و وسترنمن (۲۰۰۶) استفاده شده است.

شاخص *De jure*: متغیر مجازی بر پایه تاریخ رسمی آزادسازی بازار سرمایه که از آن پس به سرمایه گذاران خارجی اجازه سرمایه گذاری در بازار سهام داخلی داده شده است. که از مطالعه رانچیر، تورنل و وسترنمن (۲۰۰۶) استفاده شده است.

میانگین رشد تولید ناخالص داخلی قبل و بعد از آزادسازی بازار سرمایه برای ۳۷ کشور مورد مطالعه در نمودار شماره (۱) به تصویر کشیده شده است.

همان گونه که در نمودار (۱) مشاهده می شود، حدود ۶۲ درصد کشورهای بعد از آزادسازی بازار سرمایه، افزایش در میانگین رشد را تجربه کرده اند. بیشترین افزایش در میانگین رشد تولید ناخالص داخلی بعد از آزادسازی، مربوط به بریتانیا، دانمارک، آرژانتین، بلژیک، یونان و آلمان می باشد. هرچند عوامل مختلفی می تواند بر این امر اثرگذار باشد، لیکن هدف این مقاله آن است که آیا آزادسازی بازار سرمایه چقدر از تغییرات نرخ رشد را توضیح می دهد. لذا شاخص آزادسازی بازار سرمایه (*De Jure*) به عنوان یک متغیر برای بررسی این فرضیه در نظر گرفته شده است.

نمودار (۱): میانگین رشد GDP قبل و بعد از آزادسازی بازار سرمایه



منبع: محاسبات نگارنده

بررسی تجربی اثر آزاد سازی مالی بر رشد گروهی از کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته ۴۷

۳-۳) برآورد مدل:

۳-۳-۱) مدل اول برای کشورهای با درآمد پایین و متوسط

در این مدل رشد تولید ناخالص داخلی تابعی از اشتغال، نرخ تورم، مخارج دولتی، نسبت سرمایه گذاری به تولید و شاخص‌های آزادسازی بازار مالی (De Facto و De Jure) در نظر گرفته شده‌است. نتایج رگرسیونی براساس مدل تابلویی بین کشورهای با پایین و متوسط درست و ناول جدول شماره (۱) ارائه شده به شرح زیر می باشد.

اشتغال از متغیرهای موثر بر رشد است در این مدل مشاهده می شود که اثر مثبت بر رشد خواهد داشت. مطابق مدل تخمین زده شده تغییر یک درصدی در نیروی کار شاغل نسبت به کل جمعیت باعث تغییر نرخ رشد به میزان ۰/۴۸ درصد خواهد شد. نتایج نشان می دهد تورم در این مدل اثر منفی بر رشد اقتصادی به جای گذاشته است. مشاهده می شود که اگر تورم به میزان یک درصد افزایش یابد رشد اقتصادی به میزان ۰/۲۴ درصد کاهش خواهد یافت. مخارج دولتی نیز اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد به طوری که یک درصد افزایش در نسبت مخارج دولتی به تولید باعث کاهش ۲/۵ درصدی در رشد اقتصادی می شود.

نسبت سرمایه گذاری به تولید که حاکی از نرخ رشد موجودی سرمایه است، اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد به گونه ای که یک درصد افزایش این نسبت رشد اقتصادی را به میزان ۰/۰۳ درصد افزایش می دهد. شاخص De Facto که نشان دهنده جریان‌های ورودی سرمایه به کشور است اثر مثبت و معنی داری بر رشد اقتصادی کشورهای با درآمد پایین و متوسط خواهد داشت. شاخص De Jure در سطح اطمینان ۸۵ درصد اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد. مطالعه میرآخور و ویلانو^۱ (۱۹۹۰) و نیاواتا و بیرد^۲ (۲۰۰۴) نشان دادند اتخاذ سیاست آزادسازی مالی در هنگام بی ثباتی وضعیت اقتصاد کلان جامعه، منجر به شکست می شود. به عبارت دیگر در کشورهای با درآمد پایین و متوسط، آزادسازی بازار سرمایه شرط لازم و کافی برای افزایش رشد اقتصادی نمی باشد بلکه شرایط دیگر مانند فضای باثبات اقتصادی، الزامات اجرایی قوانین، وجود سیستم نظارتی قوی و اتخاذ سیاست‌های مناسب همگام با آزادسازی بازار سرمایه مورد نیاز است.

۳-۳-۲) مدل دوم برای کشورهای با درآمد بالا

در این مدل رشد تولید ناخالص داخلی تابعی از اشتغال، نرخ تورم، مخارج دولتی، نسبت سرمایه گذاری به تولید و شاخص‌های آزادسازی بازار مالی (De Facto و De Jure) در نظر گرفته شده است. نتایج رگرسیونی براساس مدل تابلویی بین کشورهای با درآمد بالا درست جدول شماره (۱) ارائه شده به شرح زیر می باشد.

همانطور که مشاهده می شود تغییر یک درصد در نیروی کار شاغل نسبت به کل جمعیت باعث تغییر نرخ رشد اقتصادی به میزان ۰/۳۴ درصد خواهد شد. نتایج نشان می دهد تورم در این مدل اثر منفی بر رشد اقتصادی به جای گذاشته است. مشاهده می شود که اگر تورم به میزان یک درصد افزایش یابد رشد اقتصادی به

میزان ۰/۲ درصد کاهش خواهد یافت. مخارج دولتی نیز اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد به طوری که یک درصد افزایش در نسبت مخارج دولتی به تولید باعث کاهش ۰/۲۸ درصدی در رشد اقتصادی می شود. نسبت سرمایه گذاری به تولید اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد به گونه ای که یک درصد افزایش این نسبت، سبب افزایش رشد اقتصادی به میزان ۰/۱۴ درصد می شود. شاخص De Facto که نشان دهنده جریانات ورودی سرمایه به کشور است اثر مثبت و معنی داری بر رشد اقتصادی خواهد داشت. شاخص De Jure که حاکی از آزادسازی بازار سرمایه است بر رشد اقتصادی اثر مثبت دارد.

جدول شماره ۱): نتایج حاصل از برآورد مدل

متغیرها	مدل ۱	مدل ۲
نیروی کار	0/48 (۲/۲)	۰/۳۴ (۲/۸)
نسبت مخارج دولتی به تولید ناخالص داخلی	-۲/۵ (-۲/۸)	-۰/۲۸ (-۳/۲۳)
نرخ تورم	(-۳/۷) -۰/۲۴	-۰/۲ (-۳/۲۵)
نسبت سرمایه گذاری به تولید	(۳/۵) ۰/۰۳	۰/۱۴ (۱/۸۸)
شاخص De Facto	(۲/۸۶) ۰/۰۶	۰/۱۲ (۲/۹۵)
شاخص De Jure	-۰/۰۱۴ (-۱/۴)	۰/۱۷ (۳/۲)
R ² تعدیلشده	0/8۸	0/9۶

منبع: محاسبات نگارنده

نتیجه گیری:

بررسی تجربی اثر آزاد سازی مالی بر رشد گروهی از کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته ۴۹

در اواخر دهه ۱۹۷۰، مک‌کینون و شاو با انتقاد از مقررات بازارهای مالی (تعیین سقف نرخ بهره، نرخ‌های بالای ذخایر قانونی و تخصیص دستوری اعتبارات) بحث آزادسازی مالی را مطرح نمودند. آنها معتقد بودند برای بهبود کارایی بازارهای مالی باید نرخ‌های بهره توسط بازار تعیین شوند که این امر منجر به افزایش سرمایه‌گذاری و نرخ‌های بالاتر رشد اقتصادی در بلندمدت خواهد شد. به دنبال آن‌ها، کاپور (۱۹۷۶) و ماتیسون (۱۹۸۰) نیز نشان دادند که آزادسازی مالی موجب افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود. مطالعات تجربی نیز به بررسی ارتباط بین توسعه بیشتر بازارهای مالی و رشد اقتصادی در قالب مدل‌های رشد درون‌زا پرداختند. نتایج این مطالعات حاکی از آن بود که توسعه بازارهای مالی می‌تواند همراه با آزادسازی صورت بگیرد.

در مقابل برخی از برخی از نئو ساختارگرایان معتقد بودند آزادسازی مالی همواره رشد اقتصادی را به دنبال نخواهد داشت و در قالب مدل‌هایی نشان دادند که آزادسازی مالی می‌تواند در عمل مانع توسعه اقتصادی شود. شواهد تجربی در دهه ۸۰ و ۹۰ میلادی نیز نشان دادند که برخی از کشورها با پیروی از تئوری‌های آزادسازی، بازارهای مالی خود را آزاد نمودند و با بحران‌های مالی سنگین و به دنبال آن، بی‌ثباتی اقتصادی یعنی افزایش تورم و بیکاری و کاهش نرخ رشد اقتصادی مواجه شدند. لذا برخی از اقتصاددانان معتقدند که رعایت سلسله مراتب برنامه‌های آزادسازی مالی، برای موفقیت آن امری ضروری است. مطالعات تجربی نیز نشان می‌دهد که اتخاذ سیاست آزادسازی بدون سیاست‌های تثبیت اقتصادی و ایجاد سیستم نظارتی و احتیاطی کارآ برای نظام بانک‌داری، منجر به ورشکستگی سیستم مالی آن‌ها می‌شود.

هدف از تحقیق حاضر بررسی اثرات آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی است. برای این منظور از داده‌های ۳۷ کشور شامل ۲۳ کشور با درآمد پائین و متوسط و ۱۴ کشور با درآمد بالا در دوره زمانی ۲۰۰۸-۱۹۸۰ استفاده شده است. برای این منظور رشد اقتصادی را تابعی از اشتغال، نرخ تورم، مخارج دولتی، نسبت سرمایه‌گذاری به تولید و شاخص‌های آزادسازی بازار مالی (De Facto و De Jure) در نظر گرفته شده‌است. نتایج حاصل از برآورد مدل به روش داده‌های تابلویی نشان داد که در کشورهای با درآمد پایین و متوسط جریانات ورودی سرمایه به کشور اثر مثبت و معنی‌داری بر رشد اقتصادی دارد لیکن آزادسازی بازار سرمایه بر رشد اقتصادی اثر منفی دارد. در کشورهای با درآمد بالا جریانات ورودی سرمایه به کشور و آزادسازی بازار سرمایه بر رشد اقتصادی اثر مثبت دارد.

بنابراین بر اساس نتایج حاصل از این مطالعه می‌توان اظهار داشت که آزادسازی بازار سرمایه لزوماً شرط لازم و کافی برای افزایش رشد اقتصادی نمی‌باشد، برای کشورهایی که دارای شرایط اقتصادی بی‌ثباتی هستند و بازارهای مالی توسعه‌یافته‌ای ندارند، (مانند ایران) آزادسازی تدریجی توصیه می‌شود. در اینصورت می‌توان همزمان با پیشبرد روند آزادسازی، سایر فاکتورها مانند ایجاد فضای با ثبات اقتصادی، الزامات اجرایی قوانین، سیستم نظارتی قوی و اتخاذ سیاست‌های همگام با آزادسازی بازار سرمایه را نیز بهبود بخشید. همچنین در این

کشورها، برای آغاز آزادسازی بازارهای مالی، ابتدا آزادسازی بازار سرمایه توصیه نمی‌گردد. بلکه آزادسازی جریانات ورودی سرمایه (مثل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی) در اولویت قرار دارد.

منابع:

۱. ادیبی خو، کامران؛ " اثرات آزادسازی بازار مالی بر بازار سرمایه ایران "؛ دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران؛ ۱۳۸۲.
۲. راستی، محمد؛ " بررسی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران "؛ دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران؛ ۱۳۷۸.
۳. گاتاک، ساپراتا؛ " اقتصاد پول در کشورهای در حال توسعه "؛ مترجم: علی حسین صمدی؛ موسسه تحقیقات پولی و بانکی پژوهشکده بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛ ۱۳۷۷.
۴. احسانی، محمد علی؛ " واسطه های مالی و رشد اقتصادی در ایران "؛ موسسه تحقیقات پولی و بانکی پژوهشکده بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛ ۱۳۸۳.

5. Ranciere, Romain, Tornell, Aaron, and Westermann, Frank; "Decomposing the effects of financial liberalization : Crises VS. Growth"; Journal of Banking and Finance ; No.30 ; 2006 ; pp.3331-3348.
6. Bekaert, Greet, R.Harvey, Campbell, and Lundblad, Christian; " Growth volatility and financial liberalization " ; Journal of International Money and Finance; No.25; 2006 ; pp.370-403.
7. Siddiki, Jalal Uddin, Aurebach, Paul ; " Financial Liberalization and Economic Development: An Assessment " ; Journal of Economic Surveys Vol. 18 ; No. 3; 2006 ; pp.231-265.
8. Ranciere, Romain, Tornell, Aaron, and Westermann, Frank ; " Systemic Crises and Growth " ; NBER Working Paper 11076; January 2005.
9. Aizenman , Jashua; " Financial Liberalization in Latin America in the 1990s: A reassessment " ; NBER Working Paper 11145; February 2005.

10. Bekaert , Geert , Harvey , Campbell R. , Lundblad , Christian ; “ Liquidity and Expected Returnes : Lessons From Emerging Markets “ ; NBER Working Paper 11413 ; 2005.
11. Tornell, Aaron, Westermann, Frank, and Martinez, Lorenza; “ The positive link between financial liberalization growth and crises “ ; NBER Working Paper 10293; February 2004.
12. Bird, Graham, Nyawata, Obert; “ Financial Liberalization in Southern Africa: An Assessment” ; Development Policy Review; No.22(3); 2004; pp.287-307.
13. Edwards,S. ; “ Thirty Years of Current Account Imbalances” ; IMF Staff Papers : 51:1-47; 2004.
14. Aizenman , Jashua , Pinto , Brian , Radziwill , Arthur ; “ Sources For Financing Domestic Capital- Is Foreign Saving A Viable Option For Developing Countries? “ ; NBER Working Paper 10624 ; 2004.
15. Ranciere, Romain, Tornell, Aaron, and Westermann, Frank; “ Crises and Growth : A re-evaluation “ ; NBER Working Paper 10073; October 2003.
16. King, R.G. , Levine, R.; “ Financial Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence “ ; Journal Of Monetary Economics; No.35; 1993; pp. 513-542.
17. Pagano, M.; “ Financial Markets and Growth: An Overview” ; European Economic Review; No. 37; 1993; pp. 613-622.
18. King, R.G. , Levine, R.; “ Financial Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence “ ; Journal Of Monetary Economics; No.35; 1993; pp. 513-542
19. Villanueva, Delano, Mirakhor, Abbas; “ Strategies For Financial Reforms “ ; IMF Staff Papers Vol.37; No.3; 1990.
20. Greenwood, J., Jovanovich, B.; “ Financial Development, Growth, and The Destribution Of Income” ; Journal Of Political Economy 98(5); 1990; pp. 1076-1107
21. Fry, M.J.; “ Saving, Investment, Growth and The Cost Of Financial Repression” ; World Development Vol.8; 1986; pp. 317-327.

22. Taylor, L.; “ Structuralist Macroeconomics: Applicable Models In The Third World”; New York: Basic Books; 1983.

Van Wijnburgen, S.; “ Interest Rate Management In LCDs “ ; Journal Of Monetary Economics “; No.12; 1983; pp. 433-452.

Archive of SID