

اقتصاد کشاورزی و توسعه، سال نهم، شماره ۳۴، تابستان ۱۳۸۰

## اثر تأمین مالی در درازمدت بر رشد و توسعه اقتصادی در ایران

دکتر رضا شیوا\*

### چکیده

دستیابی به رشد و در پی آن توسعه اقتصادی از جمله خواسته‌های همه ملت‌ها و حکومت‌ها به شمار می‌رود. این خواسته در کشورهای جهان سوم، که میان خود و کشورهای توسعه یافته شکاف چشمگیری احساس می‌کنند، به مراتب بیشتر است.

کشورهای در حال توسعه همواره کوشیده‌اند تا برخلاف روند رویدادهایی که در جهان پیشرفتهایی را در پی داشت، با پیروی از برخی نظریه‌های مطرح در جوامع پیشرفته، از راهی میان‌بُر به این هدف دست یابند. بنابراین، این پرسش به میان می‌آید که باید از کدام نظریه پیروی کرد تا بتوان در مدت زمانی کوتاه به خواسته‌های خود رسید؟

کشورهای در حال توسعه برای یافتن پاسخی به این پرسش و براساس هدفهای خود،

---

\* عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.

روشهای گوناگونی را برگزیده و بر مبنای آن عمل کرده‌اند. تجربه‌های شکست و موفقیت آنها پس از گذشت سه دهه از وقوع انقلاب صنعتی نشان می‌دهد که دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی نیازمند ایجاد برخی ساز و کارهای خاص در عرصه‌های اجتماعی، فرهنگی و اقتصادی است. بازارهای مالی قدرتمند از جمله این ساز و کارهای خاص در عرصه اقتصادی به شمار می‌آید. داشتن بازارهای مالی قدرتمند به نوبه خود، وجود نهادهای مالی قدرتمند را در این عرصه می‌طلبد. با توجه به مطالب پیشگفته، در این مقاله، بیشتر نهادهای مالی در ایران (بین سالهای ۱۳۵۵ - ۷۷) و آثاری که این نهادها از راه تأمین مالی بخش حقیقی اقتصاد بر رشد و توسعه اقتصادی ممکن است داشته باشند، بررسی و مطالعه شده و در نهایت، معرفی و برآورد الگوی به کار رفته انجام گرفته است که با نتیجه‌گیری، به آن پایان داده می‌شود.

کلید واژه‌ها:

رشد، توسعه، تأمین مالی، توسعه مالی، نهادهای مالی.

## مقدمه

نگرش ساده به بازارهای مالی سبب شده است که برخی آن را تنها، برد و باخت‌های برآمده از نوسانهای قیمت داراییهای مالی بدانند، در حالی که تأثیر ساختار مالی بر ساختار اقتصادی آنچنان مهم است که امروزه معتقدند بدون داشتن یک بخش مالی کارا نمی‌توان به رشد اقتصادی دست یافت. در این راستا اقتصاددانهای بزرگی چون هیکس و شومپتر بر توسعه ساختار مالی تأکید کرده و آن را موتور و جزء جدایی‌ناپذیر فرایند رشد اقتصادی برشمرده‌اند.

در واقع باید گفت که عملکرد بهینه نظام اقتصادی در هر جامعه‌ای وابسته به وجود دو بخش حقیقی و مالی کارا، قدرتمند و مکمل است. فعالیت این دو بخش در کنار یکدیگر شرط لازم و کافی برای نظام اقتصادی به شمار می‌رود، چراکه عملکرد بهینه هر یک از این دو بخش بر کارکرد بخش دیگر اثر منفی می‌گذارد و تعادل باثبات و درازمدت نظام اقتصادی را مختل می‌کند.

بیشتر الگوهایی که می‌خواهند ارتباط مقولات مالی و رشد اقتصادی را بررسی کنند،

می‌توان در چارچوب الگوهای نئوشومپیتری طبقه‌بندی کرد. در واقع، در این الگوها (الگوهای رشد درون‌زا) کارکرد مالی از دو مجرای نرخ انباشت سرمایه و نرخ نوآوریهای فناوری بر رشد اقتصادی پایدار تأثیر می‌گذارد. تفاوت این الگوها با الگوهای رشد برون‌زا را می‌باید بیشتر در جایگاه تغییرات تکنولوژیکی جستجو کرد، به این صورت که تغییرات تکنولوژیکی در الگوهای نوع اول، در درون الگو و در الگوهای نوع دوم در بیرون الگو تعیین می‌شود. به بیان بهتر باید گفت که اکتشافها و بهبود تکنولوژیکی در الگوهای رشد برون‌زا، یک کالای عمومی محض به شمار می‌آید، ولی در الگوهای رشد درون‌زا بسیاری از بنگاهها از مزایای رانت حاصل از آن استفاده می‌برند و قیمتی بالاتر از صفر برای آنها درخواست می‌کنند و از سود انحصاری آنها بهره‌مند می‌شوند.

در این مقاله تلاش بر آن است تا براساس الگوهای رشد درون‌زا به این پرسشها پاسخ داده شود که: آیا رابطه مثبت و معنیداری میان رشد اقتصادی و بهبود شاخصهای مالی وجود دارد و اگر چنین است، رابطه علیّ این توسعه مالی و رشد اقتصادی چگونه است و در فرایند توسعه کدام یک بر دیگری تقدم دارد؟

برای این منظور، نخست پیشینه‌های تحقیق بررسی می‌شود. آنگاه تعریفی از سیستم مالی ارائه و به کارکردهای آن اشاره خواهد شد. پس از آن، انواع بازارهای مالی را خواهیم شناخت و سپس موضوع رشد اقتصادی و ارتباط آن با توسعه بازارهای مالی مطرح می‌شود و در پی آن معرفی شاخصهایی که می‌توان با استفاده از آنها عملکرد بازار مالی ایران را بررسی کرد، انجام می‌گیرد. اندازه‌گیری شاخصهای مربوط به عملکرد بازارهای مالی در ایران مرحله بعدی این مقاله به شمار می‌آید. در نهایت نیز مقاله با معرفی و برآورد الگوی به کار رفته، پی گرفته می‌شود و با بخش نتیجه‌گیری، به پایان می‌رسد.

### پیشینه تحقیق

از دیدگاه نظری، تاکنون، در نوشته‌های زیادی نقش سیستم و بازارهای مالی در توسعه

اقتصادی مورد بحث قرار گرفته است که از جمله این نوشته‌ها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

### ۱. مقاله‌های خارجی

مقاله گلد اسمیت در سال ۱۹۶۹، از نخستین کارهایی است که در این زمینه انجام گرفته و در آن ۳۶ کشور توسعه یافته و در حال توسعه طی سالهای ۱۸۶۰ - ۱۹۶۳ بررسی شده است. وی در پایان مقاله خود به این نتیجه می‌رسد که رابطه مثبتی میان نسبت داراییهای مؤسسه‌های مالی به تولید ناخالص داخلی (GDP) و ستانده وجود دارد (۱۰).

مقاله دیگر در زمینه «بازار سهام، تأمین مالی متشکل از بازار سهام و بانک و رشد اقتصادی» است که از سوی اصلی دمیریگ-کونت و راس لویین تهیه شده است. در این مقاله، بیشتر، توسعه بازار سهام در نظر بوده و رابطه میان بازارهای سهام و واسطه‌های تأمین مالی نیز بررسی شده است. در این پژوهش همچنین ارتباط بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی درازمدت تجزیه و تحلیل شده و سپس به بررسی ارتباط میان بهبود بازارهای سهام و تنوع منابع مالی تأمین بنگاهها پرداخته است (۷).

مقاله‌ای با عنوان «بهبود بازار سهام و واسطه‌های تأمین مالی» مطالعه دیگری است که از سوی اصلی دمیریگ-کونت و راس لویین انجام گرفته است. در این پژوهش شاخصهای گوناگون و متعددی از توسعه واسطه‌های تأمین مالی و بازارهای سهام برای ۴۴ کشور در حال توسعه و صنعتی در طی سالهای ۱۹۸۹ - ۹۳ معرفی و محاسبه شده است (۸).

«بهبود بازار سهام و رشد اقتصادی درازمدت» مقاله دیگری از راس لویین و سرازروس در سال ۱۹۹۶ است (۱۳). در این مقاله نویسندگان کوشیده‌اند تا اثر سیستم مالی را بر رشد اقتصادی بررسی کنند. برای این منظور، نویسندگان تابعی را به صورت زیر در نظر گرفته‌اند:

$$(\text{Growth}) = \alpha X + \beta (\text{Stock}) + u$$

که در آن،  $X$  متغیرهای کنترلی،  $\alpha$  بردار ضرایب متغیرهای  $X$ ،  $\beta$  ضریب تخمینی بر Stock و  $\omega$  جمله خطاست. متغیرهای ابزاری به کار رفته در این مقاله را مواردی چون: لگاریتم GDP سرانه واقعی، لگاریتم نرخ ثبت نام مدرسه‌های راهنمایی، بی‌ثباتی سیاسی (تعداد انقلابها)، نرخ مبادله بازار سیاه، سهم مصرف دولت از GDP و نسبت کل ارزش سهام مبادله شده به GDP در برمی‌گرفت. رابطه رشد اقتصادی و توسعه بازار سهام نیز با در نظر گرفتن متغیرهای پیشگفته و با بهره‌گیری از روش حداقل مربعات دو مرحله‌ای بررسی شده است که نتایج آن نشان می‌دهد ارتباط مثبت و معنیداری میان اجزای تعیین شده برای توسعه بازار سهام و رشد GDP حقیقی سرانه وجود دارد.

مقاله دیگر در این زمینه، مقاله‌ای است با عنوان «رهیافت اقتصادسنجی برای تجزیه و تحلیل نقش بخش مالی در رشد اقتصادی» که در آن آثار واسطه‌گری مالی بر رشد GDP برای ۷۱ کشور در حال توسعه بررسی شده است.

## ۲. مقاله‌ها و مطالعات داخلی (به زبان فارسی)

کار تحقیقاتی چندانی به زبان فارسی، در زمینه رشد اقتصادی و گسترش بازارهای مالی انجام نگرفته و کارهای انگشت شماری هم که انجام شده است به دلایلی همچون نبود آمار و اطلاعات کامل و دقیق، همه ابعاد مسئله را در بر نمی‌گیرد. از جمله این کارهای تحقیقی به دو مورد زیر اشاره می‌شود:

الف) «جایگاه و نقش بخش مالی در اقتصاد و اقتصاد ایران» که ولی‌الله کرمی قهی آن را تهیه کرده است (۴).

ب) «گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی» که از سوی دکتر محمود ختایی تهیه و در هشتمین کنفرانس سیاستهای پولی و ارزی ارائه شده است (۲).

## سیستم مالی و کارکردهای آن

## ۱. تعریف، اهمیت و وظایف سیستم مالی

به مجموعه‌ای از ابزارها (همانند اوراق سهام، قرضه، سپرده‌های دیداری)، نهادها (بانکها) و بازارهای مالی (جایی که افراد به انتشار و مبادله اوراق بهادار مشغولند) سیستم مالی می‌گویند که نقش اساسی در تجهیز بازار سرمایه ملی دارد. سیستم مالی یکی از ارکان اساسی در فرایند توسعه اقتصادی به شمار می‌آید و درک عمیق از عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی وابسته به شناخت بیشتر سیستم مالی و کارکردهای آن و همچنین اثر آنها روی رشد اقتصادی است. به همین دلیل در بخش بعدی، کارکردهای این سیستم بیشتر توضیح داده می‌شود.

## ۲. کارکردهای سیستم مالی

بازارها و نهادهای مالی برای برطرف کردن مشکلات برخاسته از نارساییهای اطلاعاتی در معاملات پدید می‌آید. بنابراین اگر چارچوب شرایط در نظر گرفته شود و هزینه‌های اطلاعاتی یا معاملاتی در آن وجود نداشته باشد، نیازی هم به داشتن سیستم مالی برای تخصیص منابع در طرحهای سرمایه‌گذاری، نظارت دقیق بر عملکرد مدیران و یا تنظیم و طراحی ترتیباتی برای آسان کردن مدیریت ریسک و معاملات کند نخواهد بود. از آنجا که چنین چارچوبی را نمی‌توان در دنیای واقعی تصور کرد، داشتن یک سیستم مالی کارآمد برای رسیدن به رشد و توسعه اقتصادی لازم و ضروری به نظر می‌رسد.

چنانکه تلویحاً گفته شد، سیستم مالی، مجموعه‌ای از وظایف را بر عهده دارد. وظیفه اولیه آن را می‌توان تخصیص منابع در طی زمان و در محیطی نااطمینان به منظور کاهش هزینه‌های اطلاعاتی و معاملاتی دانست. خود این وظیفه را نیز می‌توان به ۵ کارکرد اساسی زیر تجزیه کرد:

۱. محفوظ ماندن از تنوع بخشیدن و تجمع ریسک
۲. تخصیص منابع
۳. نظارت نزدیک و اعمال کنترل بر شرکتها
۴. تجهیز پس‌انداز
۵. آسان کردن مبادله کالاها و خدمات

سیستم مالی، بیشتر به واسطه این ۵ کارکرد اساسی و از راه دو مجرای تراکم سرمایه و

نوآورهای فناوری بر رشد اقتصادی تأثیر می‌گذارد. بنابراین، الگوهای رشدی، که آثار کارکردهای سیستم مالی را بر رشد اقتصادی نشان می‌دهند، بر مبنای چگونگی تأثیرگذاریشان به دو گروه طبقه‌بندی می‌شوند؛ گروه نخست الگوهای رشد رومر، لوکاس و ریبیلو است که در آن گفته می‌شود، کارکردهای سیستم مالی از راه نرخ پس‌انداز یا تخصیص دوباره پس‌انداز میان فناوریهای گوناگون تولیدکننده سرمایه، بر انباشت سرمایه تأثیر می‌گذارد. گروه دوم، الگوهای رشد هومر، گراسمن، هلمن و هویت است که در آن بیشتر روی نوآورهای کالاها و فرایندهای تولیدی جدید تأکید می‌شود. در این گونه الگوها کارکردهای سیستم مالی به واسطه تغییر نرخ نوآورهای فناوری بر رشد پایدار تأثیر می‌گذارد که نمودار شماره ۱ این مطلب را بهتر نشان می‌دهد.

در بخش پیشین کارکردهای سیستم مالی نام برده شد که در ادامه مقاله در زمینه آنها بیشتر توضیح داده می‌شود.

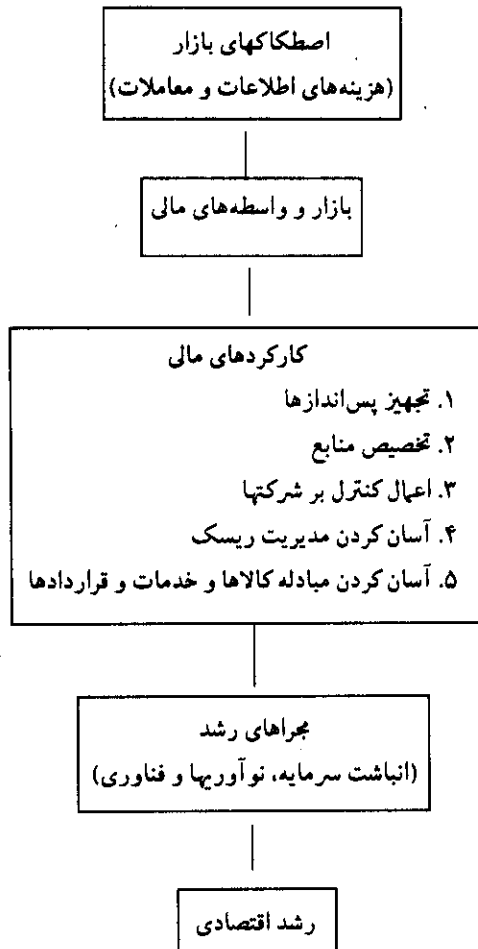
### ۳. چگونگی کارکردهای پنجگانه سیستم مالی

#### ۱.۳. کمک به بهبود ریسک

چنانکه پیشتر نیز گفته شد، وجود هزینه‌های خاص اطلاعات و معاملات در کنار خواست آسان کردن مبادله و محفوظ ماندن از تجمع ریسک منجر به شکلگیری بازارها و نهادهای مالی می‌شود. ولی ریسک، خود به دو نوع ریسک برگرفته از نقدینگی و ریسک حالت ویژه<sup>۱</sup> درخور تقسیم‌بندی است. ریسک نقدینگی، از نبود اطمینان مربوط به داراییها به وسیله مبادله سرچشمه می‌گیرد. بدین صورت که تناسب نداشتن هزینه‌های اطلاعاتی و معاملاتی ممکن است مانع نقدینگی شود و مشکل نقدینگی را شدت بخشد. در پی این اصطکاکها انگیزه تقویت نقدینگی برای نهادها و بازارهای مالی پدید می‌آید. ولی رابطه میان نقدینگی و توسعه اقتصادی خود از آنجا برگرفته می‌شود که در طرحهای سرمایه‌گذاری با بازدهی بالا به تعهدات درازمدت

1. Idiosyncratic

نمودار شماره ۱. چارچوب نظری رابطه میان سیستم مالی و رشد اقتصادی



سرمایه نیاز است، اما پس اندازکنندگان تمایلی به چشمپوشی از کنترل پس اندازهای خود برای دوره‌های درازمدت ندارند. از این رو اگر سیستم مالی، نقدینگی سرمایه‌گذاری درازمدت خود را افزایش ندهد، سرمایه‌گذاری کمتری در طرحهای با بازدهی بالا انجام می‌گیرد. بازارها و نهادهای مالی با ایجاد ابزارهای مناسب و دلخواه این گروه از مردم در شکل بازار سهام و با آسان ساختن مبادله، ریسک نقدینگی را کاهش می‌دهند که در پی آن شاهد سرمایه‌گذاری بیشتری با



بازدهی بالا خواهیم بود. همچنین هر اندازه که نقدینگی بازار سهام بیشتر شود، رشد پایدار سریعتری پدید می‌آید. افزون بر بازار سهام، واسطه‌های مالی همچون بانکها، با بالا بردن نقدینگی و کم کردن ریسک نقدینگی سپرده‌های نقدی، این امکان را برای پس‌اندازکنندگان فراهم می‌کنند تا بتوانند ترکیبی از سرمایه‌گذاری‌های با نقدینگی بالا و بازدهی کم و بازدهی بالا با نقدینگی کم را اختیار کنند.

از چشم اندازی دیگر، توانایی سیستم مالی در راستای خدمات و متنوع‌سازی ریسک و توانایی نگهداری سبد داراییهای متنوع، می‌تواند به کاهش ریسک بیانجامد و سرمایه‌گذاری در فعالیتهای ابداعی را گسترش دهد. بدین ترتیب، سیستم مالی که ریسک را با تنوع‌گرایی آسان می‌کند، به تغییرات فناوری شتاب می‌بخشد و رشد اقتصادی پدید می‌آورد.

### ۲.۳. کسب اطلاعات درباره سرمایه‌گذاری و تخصیص منابع

پس‌اندازکنندگان ممکن است زمان ظرفیت یا ابزار گردآوری و فرایندسازی اطلاعات را به گستردگی بنگاهها و مدیران نداشته باشند. این در حالی است که سرمایه‌گذاری را در فعالیتهایی که درباره آنها اطلاعات موثق اندکی دارند، نمی‌پسندند. بنابراین، شاید بالا بودن هزینه اطلاعات مانع از جریان سرمایه به سوی پردرآمدترین مورد استفاده آن شود.

توانایی کسب و فرایندسازی اطلاعات ممکن است مفاهیم مهمی را در زمینه رشد در برداشته باشد. از آنجا که بسیاری از بنگاهها و کارآفرینان<sup>۱</sup> متقاضی سرمایه خواهند بود، از این رو، بازارها و واسطه‌های مالی، که در انتخاب خوش‌آتیبه‌ترین بنگاهها و مدیران بهتر عمل می‌کنند، باعث تخصیص کارا تر سرمایه و رشد سریع اقتصادی خواهند شد.

افزون بر تشخیص بهترین فناوریهای تولید، همچنین ممکن است واسطه‌های مالی از راه شناسایی آن دسته از نوآوران و کارآفرینان، که از بهترین بخت موفقیت در ارائه محصول یا فرایند نوین تولید برخوردارند، نرخ نوآوریهای فناوری را شدت بخشند و از این راه نیز سبب

رشد اقتصادی شوند.

در نهایت اینکه سیستمهای مالی با ارائه ابزار و روشهای مناسب گردآوری و انباشت اطلاعات (برای نمونه در بازار سهام) از راه قیمتهای اعلام شده، شکل پیشگفته را برای پس اندازکنندگان جا بیاندازند و آنها را به سرمایه گذاری با تحمل کمترین هزینه تشویق کنند.

### ۳.۳. نظارت نزدیک بر مدیران و اعمال کنترل بر شرکتها

قراردادهای مالی و بازارها و واسطه‌های مالی، افزون بر کاهش هزینه‌های کسب اطلاعات در زمینه مسائل آینده، ممکن است به تعدیل هزینه‌های کسب اطلاعات در مورد نظارت مدیران بنگاهها و اعمال کنترل بر عملکرد گذشته شرکت (برای مثال پس از تأمین مالی فعالیت خاص) بیانجامد. برای نمونه، بسیار ساده است که فرض کنیم برای سرمایه گذاران بیرونی، ممیزی کردن درآمد طرح مورد نظر بسیار گران تمام می‌شود. این موضوع، اصطکاکهای مهمی پدید می‌آورد که ممکن است توسعه مالی را در پی داشته باشد. سهامداران داخلی، انگیزه ارائه گزارش نادرست از درآمد طرح را به بیرونیها دارند. با توجه به هزینه‌های بالای رسیدگی و ممیزی، در کل نظارت بر تمامی شرایط سهامداران بیرونی ناکارا به نظر می‌رسد. در این زمینه واسطه‌های مالی می‌توانند افزون بر ارائه انواع قراردادهای ویژه مالی، بیشتر از پیش، هزینه‌های اطلاعات را کاهش دهند؛ به این صورت که اگر وام‌گیرندگان مجبور به کسب وجوه بیشتری از منابع بیرونی باشند، واسطه‌های مالی می‌توانند هزینه‌های نظارت را اقتصادی سازند. واسطه‌های مالی همچنین پس انداز افراد را تجهیز می‌کنند و آنها را به صورت وام به صاحبان طرحها می‌پردازند. این ترتیبات «نظارت نمایندگی»، منجر به اقتصادی شدن هزینه‌های کل نظارت می‌شود، زیرا وام‌گیرنده تنها کسی خواهد بود که از سوی واسطه مورد نظارت قرار می‌گیرد نه همه پس اندازکنندگان.

### ۴.۳. تجهیز پس انداز

تجهیز و تجهیز پس انداز، در برگیرنده تراکم سرمایه از پس اندازکنندگان گوناگون برای سرمایه گذاری است. بدون دسترسی به چند سرمایه گذار، بسیاری از فرایندهای تولید در مقیاسی عمل می کنند که از نظر اقتصادی کارآمد به شمار نمی آید. همچنین برای تجهیز، به ایجاد تعداد اندکی ابزارهای مالی نیاز است که این ابزارها فرصت را برای خانوارها فراهم می کنند تا با نگهداری سبد داراییهای متنوع در بنگاههایی با مقیاس کارآمد، سرمایه گذاری کنند و نقدینگی دارایی را بالا ببرند. بدون تجهیز، خانوارها مجبور به خرید و فروش کل بنگاه اند. تجهیز با ارتقای تنوع گزایی ریسک نقدینگی و اندازه عملی بنگاهها و تخصیص منابع را بهبود می بخشد.

سیستمهای مالی که در تجهیز پس اندازهای افراد بیشتر مؤثر باشند، می توانند بر توسعه اقتصادی تأثیر فراوانی بگذارند. افزون بر اثر مستقیم، تجهیز بهتر پس انداز روی تراکم سرمایه، کار تخصیص منابع را بهبود و نوآوریهای فناوری را رونق می دهد، از این رو، سیستم مالی با تجهیز مؤثر منابع ممکن است نقش اساسی در پذیرش فناوری بهتر ایفا کند.

### ۵.۳. آسان کردن دادوستد

افزون بر تجهیز پس اندازها، که ممکن است علت گسترش مجموعه فناوریهای تولید یک اقتصاد باشد، ترتیبات مالی نیز می تواند هزینه های معاملات را پایین آورد و از این رو تخصیص، نوآوریهای فناوری و رشد را موجب شود. رابطه میان آسانسازی معاملات، تخصیص، نوآوریها و رشد اقتصادی، عنصر اصلی بحث آدام اسمیت در کتاب ثروت ملل است. وی تقسیم کار و تخصیص را عامل اصلی در هر پیشرفت تولیدی می داند که از راه فراهم آوردن موجبات نوآوریها سبب خواهد شد تا سیستم مالی با کاهش هزینه های دادوستد اجازه تخصیص بیشتری بدهد.

پرهزینه بودن اطلاعات مربوط به مبادله پایاپای درباره خواص کالاهای مورد مبادله به پیدایش پول انجامیده است. بدین ترتیب، وسیله مبادله، دادوستد را آسان می کند. از زمانی که

اقتصادها به سوی پول گرویده‌اند، کاهش هزینه اطلاعات و معاملات به تدریج به وسیله سازوکارهای گوناگونی جریان پیدا کرد به گونه‌ای که توسعه نهادی و مالی به طور مداوم تخصص و نوآوریها را دگرگون ساخت.

### انواع بازارهای مالی

بازارهای مالی را با توجه به سررسید مطالبات مالی می‌توان به دو دسته عمده تقسیم کرد:

۱. بازار سرمایه

۲. بازار پول

#### ۱. بازار سرمایه<sup>۱</sup>

دادوستدهای درازمدت مالی را می‌توان بازار سرمایه نامید. منظور از درازمدت، مبادلات مالی با سررسیدهای بیشتر از یک سال است. خود بازارهای سرمایه از دو گروه بازارهای اوراق بهادار اولیه و ثانویه تشکیل شده است.

#### الف) بازار اولیه<sup>۲</sup>

این بازار دو ویژگی عمده دارد:

۱. بازاری است که در آن تشکیل سرمایه انجام می‌گیرد.

۲. در این نوع بازار، اوراق بهادار منتشر شده برای نخستین بار در بازار عرضه می‌شود.

#### ب) بازار ثانویه<sup>۳</sup>

بازارهای ثانویه اوراق بهادار، بخشی از سرمایه را در بر می‌گیرد که در آن، اوراق

1. Capital Market  
3. Secondary Market

2. Primary Market

اثر تأمین مالی در ...

بهاداری که بیشتر به بازار عرضه شده است مورد دادوستد قرار می‌گیرد. وجود بازار ثانویه باعث آسان شدن نقل و انتقال مالکیت اوراق بهادار می‌شود. وجود این بازار همچنین ضمانتی اصلی برای پیوستگی، دوام و انسجام بازار مالی فراهم می‌آورد.

## ۲. بازار پول<sup>۱</sup>

بازار پول، وظیفه تأمین وجود کوتاهمدت بخش خصوصی و دولتی را بر عهده دارد. مشارکت‌کنندگان در بازار پول افرادی هستند که مازاد نقدینگی دارند. این افراد به عنوان پس‌اندازکننده عموماً از راه غیرمستقیم و سپرده‌های بانکی یا اوراق کوتاهمدت و یا به طور مستقیم، منابع خود را با سررسیدهای کوتاهمدت در اختیار واحدهای نیازمند منابع مالی، که بیشترشان شرکتهای تولیدی و دولت است، قرار می‌دهند.

ویژگیهای بارز این بازار را در چند مورد زیر می‌توان خلاصه کرد:

۱. در این بازار سرعت انجام مبادلات بسیار زیاد است.
  ۲. برخلاف بازار سهام، بازار پول در محل معینی تشکیل نمی‌شود.
  ۳. در بازار پول نقدینگی ابزارها بالاست.
- در کشورهای در حال توسعه این بانکها هستند که نهادهای اصلی بازار پول به شمار می‌آیند.

از جمله نهادهای عمده فعال در بازار پول نیز به موارد زیر اشاره می‌شود:

۱. بانکهای تجاری
۲. بانکهای تخصصی یا توسعه<sup>۲</sup>
۳. بانکهای پس‌انداز<sup>۳</sup>
۴. مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی

---

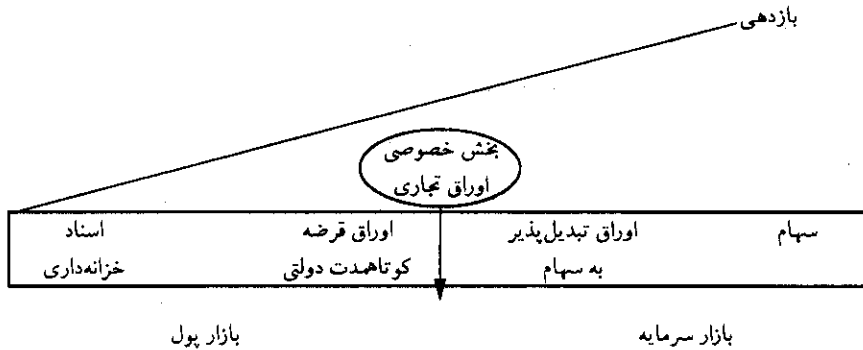
1. Money Market  
3. Saving Banks

2. Specialized Banks

۵. شرکتهای مالی وابسته به تولیدکنندگان کالاهای با دوام صنعتی
۶. بانکهای بین‌المللی
۷. خزانه‌داری
۸. بانکهای مرکزی

### ۳. رابطه بازارهای پول و سرمایه

از دیدگاه اقتصادی و مدیریت مالی، بازارهای پول و سرمایه را نباید به صورت جداگانه بررسی کرد، چرا که این بازارها، چندان که در آغاز به نظر می‌رسد، از یکدیگر جدا نیستند. برای بیان رابطه میان دو بازار سرمایه و پول از خط بازار اوراق بهادار استفاده می‌شود:



این خط، نشان‌دهنده رابطه بازدهی و ریسک‌بازی پورتفولیوهای مالی است که داراییهای همراه با ریسک (همچون سهام) و داراییهای بدون ریسک (مانند اوراق قرضه کوتاهمدت خزانه) را در بر می‌گیرد. به دیگر سخن، خط اوراق بهادار نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری با پذیرش ریسک بیشتر، بازدهی انتظاری بیشتری را می‌طلبد و همان‌گونه که از شکل بالا پیداست، عموماً ابزارهای بازار پول بازده انتظاری پایینتری نسبت به ابزارهای

## رشد اقتصادی و ارتباط آن با توسعه بازارهای مالی

با در نظر گرفتن اینکه الگوهای رشد اقتصادی، درونزا یا برونزا به شمار می آیند، باید گفت: این نظریه‌های رشد اقتصادی درونزا هستند که مدعی‌اند افزون بر برخورداری از سازگاری درونی، می‌توانند به مسائل مربوط به تفاوت‌های موجود در سطح توسعه اقتصادی کشورها و یا تفاوت در نرخ رشد آنها پاسخ دهند. دسته‌هایی از این نظریه‌ها به رابطه بازارهای مالی و رشد اقتصادی توجه‌ای خاص داشته‌اند و با الهام از نظریه شومپیتر برای نشان دادن ارتباط درونی میان نوآوری و مقولات مالی در فرایند رشد اقتصادی، الگوهایی ارائه کرده‌اند که به طور کلی می‌توان آنها را از مکتب سنتی که در اقتصاد توسعه وجود دارد باز شناخت (۱۵). از جمله تفاوت‌های این دو مکتب در اهمیت بالقوه‌ای است که به مقولات مالی داده شده است. برای نمونه، اقتصاددانانی همچون گلد اسمیت، مک کینون و شاو از کسانی هستند که معتقدند در توسعه و رشد اقتصادی، بازارهای مالی نقش کلیدی دارند. به باور آنها تفاوت در کمیت و کیفیت خدمات ارائه شده از سوی مؤسسه‌های مالی می‌تواند بخش مهمی از تفاوت نرخ رشد را در میان کشورهای در حال توسعه، توسعه نیافته و در حال توسعه توضیح دهد. در برابر این نگرش، دیدگاه دیگری وجود دارد که به مقولات مالی تنها به عنوان خادم صنعت نگاه می‌کرد. پیروان این مکتب، که از نظر رایبسون الهام می‌گرفتند، معتقد بودند که مقولات مالی در مقایسه با دیگر عوامل، که بر تفاوت رشد اقتصادی میان کشورها اثر می‌گذارد، حالتی انفعالی دارد. به دیگر سخن، واسطه‌های مالی به صورتی کاملاً منفعل تنها مجرای برای هدایت پس‌انداز خانوارها به سوی فعالیتهای سرمایه‌گذاری به شمار می‌آیند و عوامل اصلی را باید همان موجودی و نرخ سرمایه‌گذاری دانست و سیاستهای بخش عمومی باید بیشتر معطوف به انباشت سرمایه فیزیکی باشد (۱۰، ۱۴ و ۱۶).

از الگوهای رشد درونزا می‌توان به الگوی AK اشاره کرد که در اینجا توضیح بیشتری

درباره آن داده می شود.

الگویی با ویژگیهای زیر را در نظر بگیرید:

$$MAX \int_{t=0}^{\infty} e^{-pt} u(C_t) dt$$

$$S.t c_t = (1 - i_t^k - i_t^h) y_t$$

$$y_t = A k_t^\alpha h_t^{1-\alpha}$$

$$K_t^\alpha = i_t^k y_t - \delta K_t$$

$$h_t^\alpha = i_t^h y_t - \delta K_t$$

در این الگو،  $c$  مصرف،  $y$  محصول،  $\delta$  نرخ استهلاک،  $p$  نرخ ترجیح زمانی و  $e$  و  $h$  به ترتیب نرخهای سرمایه گذاری فیزیکی و انسانی است.

نخست، نشان می دهیم که در معادله بالا نسبت  $\frac{h}{k}$  که نام آن را  $\phi$  می گذاریم، ثابت است:

$$\frac{\partial y_t}{\partial k_t} = A \alpha k_t^{\alpha-1} h_t^{1-\alpha} = A \alpha \left(\frac{h}{k}\right)^{1-\alpha}$$

$$\frac{\partial y_t}{\partial h_t} = A (1-\alpha) k_t^\alpha h_t^{-\alpha} = A (1-\alpha) \left(\frac{h}{k}\right)^{-\alpha}$$

$$\frac{\partial y_t}{\partial k_t} / \frac{\partial y_t}{\partial h_t} = \frac{\alpha}{1-\alpha} \left(\frac{h}{k}\right) \Rightarrow \frac{h}{k} = \frac{1-\alpha}{\alpha} \left(\frac{\partial/\partial k_t}{\partial y_t / \partial h_t}\right)$$

$$\Rightarrow \frac{h}{k} = \frac{1-\alpha}{\alpha} \left(\frac{f_k}{f_h}\right)$$

نسبت  $\frac{f_k}{f_h}$  ثابت است چرا که رابطه بالا همان مسیر توسعه بنگاه است که در تابع



کاب-داگلاس یک خط راست به شمار می آید. بنابراین، فرض الگو آن است که در اقتصاد هیچ هزینه تعدیلی وجود ندارد و مقادیر اولیه  $h$  و  $k$  به طور همزمان به منظور دستیابی به نسبت یاد شده تعدیل می شود. بدین علت، اگرچه در این الگو تنها سرمایه قابل انباشت فیزیکی داریم، ولی در اصل، هر دو نوع سرمایه وجود دارد. با استفاده از این واقعیت، تابع تولید به تابع زیر تبدیل می شود:

$$y_t = AK_t^\alpha h_t^{1-\alpha} \Rightarrow \frac{y_t}{k_t} = A K_t^{\alpha-1} h_t^{1-\alpha} = A \left(\frac{h}{k}\right)^{1-\alpha}$$

$$\Rightarrow y_t = AK_t \left(\frac{h}{k}\right)^{1-\alpha}$$

$$\Rightarrow y_t = AK_t A \left(\frac{h}{k}\right)^{1-\alpha} = A\phi^{1-\alpha} = \bar{A}$$

معادله بالا شکل استاندارد فناوری AK است.

حال، رابطه میان نرخ رشد اقتصادی و نرخ رشد سرمایه گذاری را به دست می آوریم:

$$y_t = AK_t \Rightarrow \ln y_t = \ln A + \ln K_t \quad d\ln y_t = d\ln K_t$$

$$\Rightarrow \frac{dy_t}{y_t} = \frac{dk_t}{k_t} \quad g_y = \frac{y_t}{k_t} = \frac{i_t^k y_t - \delta k_t}{k_t} = i_t^k \frac{y_t}{k_t} - \delta$$

$$g_y = i_t^k A k_t^\alpha h_t^{1-\alpha} / K_t - \delta = A \left(\frac{h_t}{k_t}\right)^{1-\alpha} i_t^k - \delta$$

$$g_y = -\delta + \bar{A} i_t^k$$

بنابراین، نرخ رشد اقتصادی ( $gy$ ) تابعی از نرخ سرمایه‌گذاری فیزیکی ( $i^k$ ) است.

### بازارهای مالی ایران و معرفی شاخصهای عملکرد

در ایران هم با وجود فرازونشیب‌های موجود در بازارهای مالی طی دهه‌های اخیر، بخش مالی مانند دیگر کشورها، اساساً از دو بخش پولی و سرمایه‌ای تشکیل شده است. نظام بانکی و مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی در کنار شبکه سنتی شبه پولی، بخش پولی ایران را شکل می‌دهند و بخش سرمایه‌ای آن نیز به طور عمده در بورس اوراق بهادار خلاصه می‌شود. اکنون به این پرسش باید پاسخ داد که آیا بازارهای مالی جایگاه مطلوب خود را در اقتصاد کشور یافته است؟ به دیگر سخن، آیا این بازارها می‌توانند در راستای رفع نیازهای بخش واقعی، منابع مالی را به صورت بهینه، گردآوری و تجهیز و تخصیص دهد؟ در پاسخ به این پرسش بهتر است نگاهی به ویژگیهای بخش مالی در اقتصاد ایران بیان‌داریم.

عمده‌ترین ویژگیهای بخش مالی در اقتصاد ایران را می‌توان در موارد زیر خلاصه کرد:

۱. در ایران بازارهای درازمدت سرمایه‌ای در مقایسه با بازارهای کوتاهمدت پولی ضعیف بسیاری دارد که دلیل این مدعا را می‌توان چیرگی شیوه‌های سنتی پس‌انداز همچون خرید طلا، مسکن، خودرو و دیگر موارد و نیز حضور همزمان و قدرتمند بخش شبه پولی سنتی در اقتصاد ایران دانست. به بیانی دیگر، می‌توان گفت که در ایران ساخت بخش مالی بر محوریت بازار پول استوار است که از جمله دلایل آن می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

الف) بازده بالاتر و امنی بیشتر در بخش پولی در سیستم مالی ایران

ب) چیرگی بخش دولتی در بخش پولی

پ) ویژگیهای خاص بازار سرمایه

ت) نبود شرایط رقابتی یا نبود تقارن اطلاعاتی

ث) محدودیت ابزاری بازار سرمایه در ایران

۲. پس از پیروزی انقلاب اسلامی، ساختار مالکیت در بخش پولی دگرگونی یافت و تمامی

بانکها نیز ملی اعلام شد؛ در نتیجه، نظام بانکی کشور در دست بخش دولتی قرار گرفت.  
۳. در ایران، بانکهای تجاری است که بخش عمده‌ای از بازار را شکل می‌دهد. به دیگر سخن، نه تنها بخش مالی ایران در حیطه فعالیت نظام بانکی کشور است، بلکه نظام بانکی عمدتاً به فعالیت بانکهای تجاری محدود می‌شود.

این مطلب با نگاهی به روند داراییها و بدهیهای نظام بانکی در مجموعه اقتصاد و از سوی دیگر، نسبت داراییها و بدهیهای بانکهای تجاری به داراییها و بدهیهای نظام بانکی، به طور کامل آشکار می‌شود.

۴. استقلال نداشتن بانک مرکزی یکی دیگر از ویژگیهای سیستم مالی در ایران به شمار می‌آید که باعث شده است بانک مرکزی بیشتر به صورت ابزار دست دولت عمل کند و از وظایف اصلی خود در راستای اجرای سیاست پولی باز بماند.

۵. بورس اوراق بهادار، به عنوان یکی از نهادهای بخش مالی که در ایران از سال ۱۳۴۲ فعالیت خود را آغاز کرده است، تا زمان پیروزی انقلاب هیچ‌گاه دارای فعالیت چشمگیری نبوده و پس از بازگشایی دوباره آن در سال ۱۳۶۷ نیز فعالیتی محدود داشته و تنها به عرضه سهام شرکتهای دولتی با حجمی نه چندان شایان توجه پرداخته است. مقایسه حجم معاملات بورس اوراق بهادار تهران با تولید ناخالص داخلی کشور نشان می‌دهد که فعالیت بورس تهران با توجه به ابعاد اقتصاد کشور ناچیز و کم اثر است. حجم معاملات اوراق بهادار تهران در بهترین حالت، کمتر از یک درصد تولید ناخالص داخلی و کمتر از ۳ درصد نقدینگی بخش خصوصی است (۱).

#### اندازه‌گیری شاخصهای عملکرد بازارهای مالی

برای بررسی جایگاه بخش مالی در اقتصاد ایران، شاخصهای اندازه‌گیری عمق مالی در اقتصاد ایران و نیز معیارهای اندازه‌گیری اهمیت بازار سرمایه محاسبه شده است که در اینجا به آنها اشاره می‌شود.

## معیارهای اندازه‌گیری حجم مالی در اقتصاد ایران

### ۱. نسبت نقدینگی بخش خصوصی به GDP

جدول شماره ۱ شاخصهای عمق مالی را در نظام بانکی ایران نشان می‌دهد. ستون اول این جدول نشان‌دهنده آن است که طی دوره مورد بررسی ۱۳۴۰ - ۱۳۷۷ به طور متوسط ۴۰/۷ درصد از GDP را نقدینگی بخش خصوصی (مجموع پول و شبه پول) تشکیل می‌دهد. این موضوع گویای نقش فعال و عمده بخش مالی در اقتصاد کشور است. به نظر می‌رسد عدد به دست آمده کمی اغراق آمیز باشد و این ممکن است به دو دلیل عمده زیر باشد:

الف) افزایش نقدینگی بخش خصوصی در ایران (بویژه پس از انقلاب) تا اندازه‌ای به دلیل افزایش بدهیهای دولت برای تأمین مالی کسری بودجه به نظام بانکی و بانک مرکزی است.

ب) دلیل دوم به پدیده جانشینی پول مربوط می‌شود که بویژه پس از سال ۱۳۶۳ گریبانگیر اقتصاد کشور شده و نقدینگی بخش خصوصی را به طور غیر واقعی افزایش داده است.

### ۲. نسبت مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی به GDP

این معیار را می‌توان شاخصی برای سنجش میزان نقش و اهمیت بخش خصوصی در فعالیتهای اقتصادی کشور به شمار آورد. ستون دوم جدول شماره ۱ میزان و روند این نسبت را در ایران نشان می‌دهد. چنانکه ملاحظه می‌شود، طی سالهای مورد مطالعه ۱۳۲۰ - ۱۳۷۷ به طور متوسط ۳۰/۱ درصد GDP کشور را بدهی بخش خصوصی به نظام بانکی تشکیل می‌دهد. این موضوع از سوی دیگر می‌تواند نشان‌دهنده اهمیت نظام بانکی در بخش مالی نیز باشد.

### ۳. نسبت مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی به کل اعتبارات پرداختی

این معیار، گویای سهم بدهی بخش خصوصی کشور را از اعتبارات پرداختی نظام بانکی کشور است. بالا بودن این معیار، استفاده بیشتر بخش خصوصی را از بخش مالی نشان می‌دهد که این موضوع نیز به نوبه خود گویای ضریب اهمیت بخش خصوصی در فعالیتهای اقتصادی است.

ستون سوم جدول شماره ۱ نیز نشان می‌دهد که به طور متوسط، اعتبارات پرداختی به بخش دولتی و بخش خصوصی به طور تقریبی باهم برابر است.

جدول شماره ۱. شاخصهای عملکرد بازار مالی ایران

سال	نسبت نقدینگی بخش خصوصی به GDP	مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی به GDP	مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی نسبت به کل اعتبارات پرداختی	نسبت داراییهای بانکهای تجاری به داراییهای داخلی نظام بانکی
۱۳۴۰	۱۶/۹	۱۴/۴	۶۴	۷۸
۱۳۴۱	۱۸/۴	۱۶/۵	۶۹	۸۰
۱۳۴۲	۲۱/۰	۱۸/۸	۶۹	۷۲
۱۳۴۳	۲۱/۸	۲۰/۸	۶۹	۷۲
۱۳۴۴	۲۲/۳	۲۱/۵	۶۹	۷۹
۱۳۴۵	۲۳/۳	۲۳/۴	۷۰	۸۰
۱۳۴۶	۲۴/۸	۲۴/۵	۷۷	۷۵
۱۳۴۷	۲۷/۴	۲۶/۲	۶۵	۷۸
۱۳۴۸	۲۹/۰	۲۸/۰	۶۳	۷۸
۱۳۴۹	۳۰/۴	۲۹/۷	۶۱	۷۳
۱۳۵۰	۳/۰	۲۸/۵	۶۱	۶۴
۱۳۵۱	۳۲/۷	۲۹/۹	۶۲	۶۴
۱۳۵۲	۲۹/۲	۲۸/۰	۶۲	۶۳
۱۳۵۳	۲۶/۸	۲۳/۳	۶۱	۵۸
۱۳۵۴	۳۲/۹	۳۲/۳	۶۴	۶۴
۱۳۵۵	۳۵/۰	۳۳/۳	۶۱	۶۳
۱۳۵۶	۳۹/۱	۳۴/۸	۶۴	۶۷
۱۳۵۷	۴۸/۹	۴۱/۷	۶۱	۶۲
۱۳۵۸	۵۷/۶	۴۱/۵	۵۵	۶۱
۱۳۵۹	۶۸/۰	۴۶/۱	۴۸	۶۰
۱۳۶۰	۶۵/۴	۴۰/۲	۴۳	۵۶
۱۳۶۱	۶۱/۰	۳۳/۱	۴۰	۵۸
۱۳۶۲	۵۶/۲	۳۱/۸	۴۱	۵۹
۱۳۶۳	۵۳/۸	۳۰/۴	۳۹	۵۷
۱۳۶۴	۷/۷	۳۲/۲	۴۰	۵۷
۱۳۶۵	۶۶/۱	۳۴/۴	۳۷	۵۶
۱۳۶۶	۶۳/۵	۳۱/۸	۳۷	۵۷

## ادامه جدول شماره ۱

سال	نسبت نقدینگی بخش خصوصی به GDP	مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی به GDP	مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی نسبت به کل اعتبارات پرداختی	نسبت داراییهای بانکهای تجاری به داراییهای داخلی نظام بانکی
۱۳۶۷	۷۰/۳	۳۳/۵	۳۶	۵۷
۱۳۶۸	۶۷/۵	۳۴/۹	۴۰	۶۰
۱۳۶۹	۶۲/۷	۳۵/۹	۴۵	۶۳
۱۳۷۰	۵۷/۱	۳۶/۳	۵۱	۶۶
۱۳۷۱	۵۴/۰	۳۵/۳	۵۴	۶۹
۱۳۷۲	۵۱/۴	۳۲/۷	۴۹	۶۶
۱۳۷۳	۴/۸	۲۹/۴	۴۸	۶۵
۱۳۷۴	۴۶/۲	۲۵/۵	۴۶	۶۳
۱۳۷۵	۵۰/۵	۲۶/۶	۴۶	۶۴
۱۳۷۶	۴۸/۳	۲۷/۳	۴۵	۶۳
۱۳۷۷	۵۲/۰	۳۰/۷	۴۶	۶۴
میانگین طی دوره	۴۰/۷	۳۰/۱	۵۳/۹	۶۵/۷

مأخذ: سازمان برنامه و بودجه، مجموعه آماری، سری زمانی آمارهای اقتصادی - اجتماعی، تا سال ۱۳۷۵، معاونت امور اقتصادی، دفتر اقتصاد کلان ۱۳۷۶ و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، گزارش اقتصادی سالهای گوناگون.

## ۴. نسبت داراییهای بانکهای تجاری و داراییهای داخلی نظام بانکی

ستون چهارم جدول شماره ۱ نشان می‌دهد که طی دوره مورد بررسی ۱۳۴۰ - ۱۳۷۷ به طور متوسط سالانه نزدیک به ۶۵/۷ درصد کل داراییهای نظام بانکی کشور را دارایی بانکهای تجاری تشکیل داده است. این نکته، دوباره بر اهمیت بانکهای تجاری در نظام بانکی و بخش مالی کشور تأکید می‌کند.

## ۵. معیار اندازه‌گیری درجه سرکوب شدن نرخ بهره (سود سپرده)

درجه منفی بودن نرخ بهره واقعی شاخصی است که اغلب برای اندازه‌گیری درجه سرکوب نرخ بهره (که خود، درجه کنترل اعمال شده بر بخش مالی را نشان می‌دهد) به کار می‌رود. نرخ

بهره واقعی و اسمی کوتاهمدت را می‌توان به صورت تفاوت میان نرخ بهره اسمی و نرخ تورم تعریف کرد. جدول شماره ۲، چهار نرخ بهره واقعی کوتاهمدت و درازمدت را برای سالهای ۱۳۵۰-۷۷ در اقتصاد ایران نشان می‌دهد. مشاهده می‌شود که نرخ بهره واقعی کوتاهمدت از سال ۱۳۵۲ به بعد، همواره منفی بوده و درجه منفی بودن آن، پس از انقلاب بیشتر شده است. نرخ بهره واقعی درازمدت نیز از سال ۱۳۵۲ به بعد، به استثنای سال ۶۱ و ۶۴، پیوسته منفی بوده است. با توجه به منفی بودن نرخ بهره واقعی در اقتصاد کشور و بالاتر بودن میزان آن در سالهای پس از انقلاب، می‌توان نتیجه گرفت که اولاً بخش مالی اقتصاد ایران طی سالهای مورد بررسی به شدت از سوی دولت کنترل شده؛ در ثانی درجه این کنترل در سالهای پس از انقلاب بیشتر بوده است.

## معرفی داده‌ها و الگو

### ۱. معرفی داده‌ها

دوره زمانی الگوی در نظر گرفته شده، از سال ۱۳۴۰ تا سال ۱۳۷۷ است و سه متغیر درون‌زا، یک متغیر برون‌زا و در مجموع چهار متغیر دارد.

تأمین منابع مالی از دو مجرای بازار سرمایه و بازار پول انجام می‌گیرد. تأمین منابع مالی در بازار پول، از راه بانکها میسر است و به همین دلیل در بیشتر مقاله به عنوان معیار سنجش وضعیت بازار پول از نسبت حجم نقدینگی ( $M_1$ ) به تولید ناخالص داخلی (GDP) به کار می‌رود. ولی با توجه به اینکه  $M_1$  هم در برگیرنده پول در جریان و هم در بردارنده پول خارج از نظام بانکی است؛ بنابراین برای افزایش دقت کار در مطالعاتی که انجام می‌گیرد به جای شاخص پیشگفته از حجم مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی و دولتی برای بررسی وضعیت بازار پول استفاده می‌شود.

## جدول شماره ۲. نرخ بهره اسمی و حقیقی کوتاهمدت و درازمدت و نرخ تورم در

## اقتصاد ایران طی سالهای ۱۳۵۰ - ۱۳۷۷

سال	نرخ بهره اسمی کوتاهمدت	نرخ بهره اسمی درازمدت	نرخ تورم	نرخ بهره واقعی کوتاهمدت	نرخ بهره واقعی درازمدت
	۱	۲	۳	۴=۱-۳	۵=۲-۳
۱۳۵۰	۶/۵	۷/۵	۵/۶	۰/۹	۱/۹
۱۳۵۱	۶/۵	۷/۵	۶/۳	۰/۲	۱/۲
۱۳۵۲	۷	۹	۱۱/۴	-۴/۴	-۲/۴
۱۳۵۳	۷	۹	۱۵/۶	-۸/۶	-۶/۶
۱۳۵۴	۷	۹	۹/۹	-۲/۹	-۰/۹
۱۳۵۵	۷	۹	۱۶/۵	-۹/۵	-۷/۵
۱۳۵۶	۸	۱۰	۲۴/۹	-۱۶/۹	-۱۴/۹
۱۳۵۷	۸	۱۰	۱۰	-۲	۰
۱۳۵۸	۷	۸/۵	۲۳/۶	-۱۶/۶	-۱۵/۶
۱۳۶۰	۷	۸/۵	۲۳	-۱۶	-۱۴/۵
۱۳۶۱	۷	۸/۵	۱۹/۲	-۱۲/۲	-۱۰/۷
۱۳۶۲	۷	۸/۵	۱۴/۸	-۷/۸	-۶/۳
۱۳۶۳	۷/۲	۹	۱۰/۴	-۳/۲	-۱/۴
۱۳۶۴	۶	۸	۶/۹	-۰/۹	۱/۱
۱۳۶۵	۷	۸/۵	۲۳/۷	-۱۶/۷	-۱۵/۲
۱۳۶۶	۷/۵	۸/۵	۲۷/۷	-۲۰/۲	-۱۹/۲
۱۳۶۷	۷/۵	۸/۵	۲۸/۹	-۲۱/۴	-۲۰/۴
۱۳۶۸	۶	۸/۵	۱۷/۴	-۱۱/۴	-۸/۹
۱۳۶۹	۷/۷	۱۱/۳	۹	-۱/۳	۲/۳
۱۳۷۰	۸	۱۱/۵	۲۰/۷	-۱۲/۷	-۹/۲
۱۳۷۱	۸	۱۱/۵	۲۴/۴	-۱۶/۴	-۱۲/۹
۱۳۷۲	۸	۱۳/۸۷۵	۲۲/۹	-۱۴/۹	-۹/۰۲۵
۱۳۷۳	۸	۱۳/۸۷۵	۳۵/۲	-۲۷/۲	-۲۱/۲۵
۱۳۷۴	۸	۱۵/۸۷۵	۴۹/۴	-۴۱/۴	-۲۳/۵۲۵
۱۳۷۵	۸	۱۵/۸۷۵	۲۳/۲	-۱۵/۲	-۷/۲۲۵
۱۳۷۶	۸	۱۵/۸۷۵	۱۷/۳	-۹/۳	-۱/۴۲۵
۱۳۷۷	۸	۱۵/۸۷۵	۲۰	-۱۲	-۴/۱۲۵

مأخذ: سازمان برنامه و بودجه، مجموعه آماری، سری زمانی آمارهای اقتصادی - اجتماعی، تا سال ۱۳۷۵، معاونت امور اقتصادی، دفتر اقتصاد کلان ۱۳۷۶ و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، گزارش اقتصادی سالهای گوناگون.



تأمین منابع مالی در بازار سرمایه از راه بازار بورس انجام می‌گیرد. فعالیت بازار بورس در ایران پیشینه چندانی ندارد و فعالیتهای چشمگیری هم در طی سالهای عمر خود نداشته به گونه‌ای که ارزش سهام مبادله شده در آن بسیار ناچیز و در بعضی از سالها نزدیک به صفر بوده است؛ برای نمونه، حجم معاملات سهام در سال ۱۳۴۶ برابر ۱۵۳/۰ و در سال ۱۳۵۷ نزدیک به ۸۰۶، ۲۳۳ میلیارد ریال بود (۶). این مسئله باعث شده است که متغیرهای مربوط، قدرت توضیح دهنده را در الگو نداشته باشند. به همین دلیل در سالهای مورد مطالعه، از وارد کردن متغیرهای مربوط به این بازار در الگو خودداری شده است.

متغیرهای به کار رفته در الگو عبارت است از:

LPRID: لگاریتم مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی

LPUBD: لگاریتم مطالبات نظام بانکی از بخش دولتی

LGDPN: لگاریتم تولید ناخالص داخلی واقعی بدون نفت

LQIL: لگاریتم ارزش افزوده نفت

## ۲. معرفی الگو و تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده

در این مقاله الگوی لوین را به کار می‌بریم (۱۳) و آن را برای درازمدت در اقتصاد ایران برآورد می‌کنیم. بر اساس الگوی لوین می‌توان نوشت:

$$LGDPN = F(LPRID, LPUBD, LOIL)$$

برای برآورد الگوی بالا، نخست بررسی مانایی یا نامانایی متغیرهای به کار رفته در الگو انجام می‌گیرد؛ سپس، با استفاده از تکنیک هم‌انباشتگی<sup>۱</sup>، رابطه درازمدت میان متغیرهای رشد اقتصادی و شاخصهای توسعه مالی به دست می‌آید. در مرحله بعد، آزمون علیت گرنجری به کار می‌رود و رابطه متغیر رشد اقتصادی و متغیرهای توضیحی LPRID و LPUBD بررسی می‌شود.

1. Cointegration

## ۱.۲. آزمون پایایی (ایستایی) متغیرها

جدول شماره ۳ نتیجه آزمون ADF (دیکی فولر گسترش یافته) را برای متغیرهای به کار رفته در الگو و نیز تفاضل اول آن متغیرها نشان می‌دهد:

از نتایج نگاشته شده در جدول شماره ۳ استنباط می‌شود که تمامی متغیرهای الگو از درجه اول انباشتگی (۱) I است؛ زیرا نخست اینکه نمی‌توان ناپایا بودن آنها را با اطمینان رد کرد و دوم اینکه غیر ساکن بودن تفاضل اول آنها با اطمینان رد می‌شود.

## جدول شماره ۳. نتایج آزمون ADF برای تعیین غیر ساکن بودن متغیرها

متغیرها (شکل عادی)	معادله آزمون بدون وقفه تفاضل متغیر	معادله آزمون با یک وقفه تفاضل متغیر	معادله آزمون با ۲ وقفه تفاضل متغیر
LPRID	-۰/۶۵	-۰/۳۶	-۰/۲۸
LPUBD	-۰/۰۵	-۰/۷۶	-۰/۷۲
LGDPN	-۲/۱**	-۱/۶۴*	-۱/۰۸*
LOIL	-۲/۲۹**	-۲/۵۹	-۲/۳
متغیرهای الگو به صورت تفاضل اول			
DLPRID	-۹/۴***	-۶/۰۷***	-۴/۵***
DLPUBD	-۵***	-۲/۹۹**	-۲/۹۵**
DLGDPN	-۷/۴۹***	-۴/۲***	-۴/۷***
DLOIL	-۴/۶۵***	-۴/۱۵***	-۲/۹۵**

مأخذ: نتایج نرم افزار Ewies

تذکر: ارزشهای بحرانی t-ADF در سطح ۱۰٪، ۵٪ و ۱٪ به ترتیب برابر ۴/۳-، ۳/۵۷- و ۳/۲۲- است و در این جدول، علائم \*، \*\*، \*\*\* نیز به ترتیب نشان‌دهنده رد فرضیه ناپایا بودن در سطح ۱۰٪، ۵٪ و ۱٪ است.<sup>۱</sup>

۱. مفاهیم پایا بودن، ساکن بودن، مانایی و ایستایی در این مقاله به صورت مترادف هم به کار رفته است.

۲. یادآوری می‌شود که متغیر لگاریتم تولید ناخالص داخلی واقعی بدون نفت به ظاهر در اینجا از درجه صفر انباشتگی (۰) I است که به علت وجود شکستگی پدید آمده در سال ۶۶ در این

۲.۲. آزمون هم انباشتگی انگل گرنجر

در آزمون هم انباشتگی انگل گرنجر، نخست، بررسی درجه انباشتگی متغیرهای الگو انجام می‌پذیرد و چنانچه متغیرها انباشته از مرتبه یکسانی باشد، الگو به روش OLS تخمین زده می‌شود، سپس آزمون ریشه واحد برای پسماندهای الگو انجام می‌گیرد. همچنین در صورتی که پسماندهای حاصل از رگرسیون انباشته، از مرتبه پایینتری نسبت به متغیرهای الگو باشد آنگاه رگرسیون برآورد شده در درازمدت با ثبات است (۵). از آنجا که در الگوی مورد مطالعه تمامی متغیرها انباشته از درجه یکسانی مرتبه اول است می‌توان الگو را با استفاده از روش OLS تخمین زد تا مراحل بعدی آزمون هم انباشتگی انجام پذیرد. با توجه به ویژگیهای یک الگوی مطلوب، بهترین برآورد الگو به شرح زیر به دست آمد:

$$LGDPN = 6/47 + 0/017LPRID + 0/185LPUBP + 0/11LOIL + 0/77AR(2)$$

$$t \quad (12) \quad (2/57) \quad (4/14) \quad (2/23) \quad 6/14$$

$$R^2 = 0/97 \quad F = 359$$

$$\bar{R}^2 = 0/97 \quad D.W = 1/75$$

با توجه به نتایج به دست آمده از برآورد الگو به روش OLS، می‌توان به شرح زیر نتایج

را تحلیل و تفسیر کرد:

تفسیر  $R^2$ : این معیار نشان می‌دهد که بیش از ۹۷ درصد تغییرات رشد اقتصادی در

کشور با بهره‌گیری از متغیرهای توضیحی LOIL و LPNBD و LPRID تبیین می‌شود.

متغیر است. اگر برای این متغیر، یک بار آزمون ریشه واحد برای سال ۱۳۴۰ - ۶۶ و یک بار برای ۱۳۶۶ - ۷۷ انجام گیرد ملاحظه می‌شود که در دوره اول (۰) و در دوره دوم (۱) است، به همین دلیل این متغیر نیز به صورت I(۱) در نظر گرفته می‌شود.

## تفسیر ضرایب:

۱. عرض از مبدأ به دست آمده در الگوی برآورد شده نشان می‌دهد که در صورت ثابت بودن متغیرهای توضیحی الگو، متوسط تغییرات محصول داخلی به  $۶/۴۷$  میلیارد ریال در سال می‌رسد. به دیگر سخن، عرض از مبدأ الگو دلالت بر این دارد که میانگین الگو، بدون دخالت متغیرهای توضیحی وارد شده در آن،  $۶/۴۷$  واحد است.

۲. ضریب برآورد شده مطالبات نظام بانکی از بخش دولتی برابر  $۰/۱۸۵$  است و نشان می‌دهد که با فرض ثابت بودن دیگر متغیرهای توضیحی الگو، اگر حجم مطالبات نظام بانکی از بخش دولتی یک واحد افزایش (کاهش) یابد رشد اقتصادی به طور متوسط به اندازه  $۰/۱۸۵$  واحد افزایش (کاهش) پیدا می‌کند. با توجه به آماره ۲ در سطح معنیداری یک درصد، این ضریب برآورد شده معنی‌دار است.

۳. ضریب برآورد شده برای مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی برابر  $۰/۰۱۷$  است که نشان می‌دهد چنانچه دیگر متغیرها ثابت فرض شود، با افزایش (کاهش) یک واحد حجم مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی، رشد اقتصادی به اندازه  $۰/۰۱۷$  واحد افزایش (کاهش) می‌یابد. آماره آزمون ۲ مربوط به ضریب این متغیر نیز نشان‌دهنده معنی‌دار بودن آن است.

۴. ضریب برآورد شده برای متغیر ارزش افزوده نفت نیز نمایانگر رابطه‌ای مثبت میان رشد اقتصادی و متغیر یاد شده است. همچنین نشان می‌دهد که ضریب اهمیت آن در رشد اقتصادی نسبت به متغیر LPUBD کمتر و نسبت به LPRID بیشتر است. از الگوی برآورد شده همچنین می‌توان استنباط کرد که با افزایش (کاهش) یک واحدی در ارزش افزوده نفت، رشد اقتصادی به اندازه  $۰/۱۱$  افزایش (کاهش) می‌یابد.

## ۳.۲. آزمون علیت گرنجری

در بخشهای پیشین، این نتیجه به دست آمد که رشد اقتصادی با گسترش شاخصهای توسعه بازار مالی ارتباط مثبت دارد. در این بخش می‌خواهیم به رابطه علت و معلولی این

متغیرها دست یابیم. اینکه آیا رشد اقتصادی به گسترش بازار مالی می‌انجامد و یا گسترش و توسعه بازارهای مالی است که رشد اقتصادی را در پی دارد؟ پرسشهایی است که در این بخش به آنها پاسخ داده می‌شود.

با توجه به جدول شماره ۴ می‌توان استنباط کرد که در ایران رابطه رشد اقتصادی و توسعه بازار مالی یکسویه و از رشد اقتصادی به سوی توسعه بازارهای مالی است. به دیگر سخن، این رشد اقتصادی است که در ایران به گسترش بازارهای مالی می‌انجامد.<sup>۱</sup>

#### جدول شماره ۴. آزمون علیت گرنجری

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 01/05/99 Time: 0853			
Sample: 13401377			
Lages: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
LGDPN dose not Granger Cause LPRID	36	1.73130	0.19374
LPRID dose not Granger Cause LGDPN		4.21547	0.04783

مأخذ: نتایج نرم‌افزار Ewies

۱. این نتیجه از آزمونهای زیر به دست می‌آید:

$H_0$ : رشد اقتصادی منجر به افزایش مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی نمی‌شود.

$H_1$ : رشد اقتصادی به افزایش مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی می‌انجامد.

Probability =  $0/19 > 0/05 = > H_0$  پذیرفته می‌شود

$H_0$ : افزایش مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی منجر به رشد اقتصادی نمی‌شود.

$H_1$ : افزایش مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی به رشد اقتصادی می‌انجامد.

Probability =  $0/04 < 0/05 = > H_0$  رد می‌شود

## نتیجه‌گیری

بر اساس مطالعات نظری و تجربی با تأکید بر اقتصاد ایران و از بررسی یافته‌های این مطالعه می‌توان چنین نتیجه گرفت:

۱. در الگوهای سنتی رشد، که تأکید بر انباشت سرمایه از راه پس‌انداز و سرمایه‌گذاری بیشتر است، گسترش و بهبود عملکرد بازارهای مالی می‌تواند در تجهیز پس‌اندازها و آسان ساختن سرمایه‌گذاری‌ها نقش حساسی داشته باشد.

۲. در الگوهای جدید رشد با عنوان الگوهای رشد درون‌زا، تغییرات فناوری و پیشرفتهای فنی در درون الگو تعیین می‌شود و از این راه نقش بازارهای مالی گسترده‌تر خواهد شد. در این الگوها سرعت پیشرفت فنی به میزان گسترش بازارهای مالی ارتباط دارد.

۳. وظیفه اصلی سیستم مالی تخصیص منابع با حداقل هزینه‌های معاملاتی و اطلاعاتی است و پنج کارکرد اصلی تجهیز پس‌اندازها، تخصیص منابع، اعمال کنترل بر شرکتها، بهبود مدیریت ریسک و آسانسازی دادوستد را در بر می‌گیرد که به نوبه خود از دو بجرای انباشت سرمایه و نوآوریهای فناوری بر رشد اقتصادی تأثیر می‌گذارد.

۴. دمیتربادپاس در مطالعات تجربی، که با استفاده از الگوی VAR انجام گرفت، نشان داد که در بعضی از کشورها رشد اقتصادی باعث بهبود تأمین مالی می‌شود و دلایل برخی دیگر این رابطه دو سویه است و در بعضی نیز بهبود تأمین مالی موجب رشد اقتصادی خواهد شد.

۵. برای بررسی وضعیت بخش مالی در اقتصاد ایران از معیارهای عمق مالی استفاده شد که نتایج آن به شرح زیر است:

نسبت حجم نقدینگی به GDP طی دوره مورد بررسی ۱۳۴۰ - ۱۳۷۷، که به طور متوسط نزدیک به ۴۵ درصد بوده است، نشان می‌دهد که نقدینگی بخش خصوصی به طور تقریبی نصف GDP است و نیز بازارهای پولی و نظام بانکی سهم بزرگی در بازارهای مالی دارند. نسبت مطالبات نظام بانکی از بخش خصوصی به GDP به طور متوسط ۳۱ درصد است که اهمیت نظام بانکی در بخش مالی کشور را دوباره یادآور می‌سازد. نسبت مطالبات نظام بانکی از بخش

خصوصی به کل اعتبارات پرداختی طی دوره مورد بررسی به طور متوسط ۴۵ درصد است که نشان می‌دهد اعتبارات پرداختی به بخش خصوصی و دولتی به طور تقریبی بایکدیگر برابر است. نسبت داراییهای بانکهای تجاری به داراییهای داخلی نظام بانکی طی دوره مورد بررسی به طور متوسط ۶۶ درصد است که بر اهمیت بانکهای تجاری در نظام بانکی و بخش مالی کشور تأکید می‌کند. درجه منفی بودن نرخ بهره حقیقی شاخصی است که اغلب برای اندازه‌گیری درجه سرکوبی نرخ بهره (که خود نشان‌دهنده درجه کنترل بخش مالی است) به کار می‌رود. با توجه به منفی بودن نرخ بهره حقیقی در اقتصاد کشور و بالاتر بودن میزان مطلق آن در سالهای پس از انقلاب، می‌توان نتیجه گرفت که اولاً بخش مالی اقتصاد ایران طی سالهای مورد بررسی به شدت از سوی دولت کنترل شده و در ثانی درجه این کنترل پس از پیروزی انقلاب بیشتر بوده است.

۶. در آزمون علیت گرنجری دیده شد که رابطه یکسویه‌ای میان بهبود بازارهای مالی و رشد اقتصادی وجود دارد و این رابطه از سمت رشد اقتصادی به سمت بهبود بازارهای مالی است.

## منابع

۱. بهکیش، محمد مهدی. نقش بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصادی، نشریه فراز، شماره ۷۵، ۹-۱۳.
۲. ختایی، محمود (۱۳۷۸). گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی، نشریه مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بهار ۷۸.
۳. سازمان برنامه و بودجه (۱۳۷۶). مجموعه آماری، سری زمانی آمارهای اقتصادی اجتماعی سال ۱۳۷۵ دفتر اقتصاد کلان.
۴. کرمی قهی، ولی الله. جایگاه و نقش بخش مالی در اقتصاد ایران، مجله تازه های اقتصادی، شماره های ۶۰ و ۸۷.
۵. گجراتی، دامودار. (۱۳۷۷). مبانی اقتصادسنجی، جلد دوم چاپ دوم. ترجمه حمید ابریشمی، انتشارات دانشگاه تهران.
۶. گزارش اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران سال ۱۳۴۶.
7. Demircuc-Kunt Asli and Ross Levin, (1996). Stock markets corporate finance and economic growth: An overview, *The World Bank Economic*, Vol. 10, No. 2.
8. Demircuc-Kunt Asli and Ross Levin (1996). Stock markets development and financial intermediaries: stylized facts, *The World Bank Economic*, Vol. 10. No. 2.
9. Dokun (1996). Alternative economic approaches for analysis the role of time series evidence form LDCS, *Journal of Development Economic*, Financial sector in economic tennative econometric approaches for growth.
10. Gold, Smith, R.W.(1996), Financial structure and development, Yale University. Press, New Haven. CT.
11. King. R.G. and R.Levine (1993), Financial intermediation and economic



- development, in: C. Mayer and X Vives, eds, Financial intermediation in the construction of Europe (Center for Economic Policy Research London).
12. Levin, Ross (1977). Financial development and economic growth: Vives and Anglenda, *Journal of Economic Literature*.
13. Levin, Ross and Sera Zervos, (1996). Stock market development and long run growth, *The World Bank Economic*, Vol. 10, No. 2.
14. Mc. Kinnon, R. (1973). Money and capital in economic development, Broking Institution, Washington DC.
15. Schumpeter, J.D. (1911). The theory of economic development, translated by Redrers Opic, Harvard University Press 1934, Cambridge.
16. Shaw. E. (1973). Financial deepening in economic development. Oxford University Press, New York.