

Financial System Performance and Economic Growth in Iran: Some Stylized Facts

Mohammad Ali Aboutorabi*
Mehdi Hajamini , Sahar Tohidi*****

Abstract

To reply to the question of whether financial development leads to economic growth or financial development benefits come from economic growth, macro-financial economics literature suggests testing a two-way and even non-linearity relationship. In this paper, by applying markov-switching approach, we investigate the two-way linkage between universal financial development indicators (in aspects of depth, international flows, access, efficiency, and stability) and total and sectoral (agriculture, industry, and services) growth in 3rd to 11th cabinet after the revolution (1982-2017). Evidence reveals that there are co-movements between different aspects of financial development and real sector growth regimes (except 9th and 10th cabinets); such that, some stylized facts are supporting the financial services supply-leading hypothesis. Moreover, there are more than 60 notes (in 1st and 2nd development programs) and articles (in 3rd, 4th and 5th development programs) related to the financial system, which are made without a comprehensive strategy and are based on financial repressions and sectoral discriminations; therefore, they did not contribute to “balanced financial development”.

Keywords: Financial Development, Financial Institutions, Financial Markets, Insurance, Economic Growth

JEL Classification: G00, G20, G22, O40

* Assistant Professor in Economics, Institute for Humanities and Cultural Studies (Corresponding Author),
aboutorabi.econ@gmail.com

** Assistant Professor in Economics, Department of Economics, Yazd University,
hajamini.mehdi@yazd.ac.ir

*** M.A. Student of Economics, Tarbiat Modares University , tohidi.econ@gmail.com

Date received: 2020/5/31, Date of acceptance: 2020/9/9

Copyright © 2010, IHCS (Institute for Humanities and Cultural Studies). This is an Open Access article. This work is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 International License. To view a copy of this license, visit <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/> or send a letter to Creative Commons, PO Box 1866, Mountain View, CA 94042, USA.

عملکرد سیستم مالی و رشد اقتصادی در ایران: برخی واقعیت‌های سبک‌وار^۱

محمدعلی ابوترابی*

مهدی حاج‌امینی**، سحر توحیدی***

چکیده

ادبیات اقتصاد کلان-مالی در پاسخ به این سؤال که آیا رشد اقتصادی متعاقب توسعه مالی افزایش می‌یابد و یا ابتدا باید رشد اقتصادی رخ دهد تا اقتصاد از مزایای توسعه مالی بهره‌مند شود، به آزمون رابطه دوسویه و بعضاً غیرخطی تأکید دارد. در این پژوهش، پیوند میان شاخص‌های فراگیر توسعه مالی (در ابعاد عمق، جریان بین‌المللی، دسترسی، کارایی و ثبات) با رژیم‌های رشد اقتصادی کل و بخشی (کشاورزی، صنعت و خدمات) که از مارکوف-سوئیچینگ استخراج شدند، طی دولت‌های سوم تا یازدهم بعد از انقلاب (۱۹۸۲-۲۰۱۷) بررسی می‌شود. شواهد گویای آن است که ابعاد مختلف توسعه مالی با رژیم‌های رشد بخش واقعی هم‌رند هستند (به استثنای دولت‌های نهم و دهم)؛ یعنی واقعیت‌هایی سبک‌وار در حمایت از فرضیه رهبری عرضه خدمات مالی وجود دارد. همچنین، بیش از ۶۰ تبصره (در برنامه‌های اول و دوم توسعه) و ماده (در برنامه‌های سوم، چهارم و پنجم) به سیستم مالی مربوط می‌شدند که بدون استراتژی منسجم و حول سرکوب‌های مالی و تبعیض‌های بخشی وضع شده بودند و در نتیجه، به تحقق «توسعه مالی متوازن» کمکی نکردند.

* استادیار اقتصاد، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی (نویسنده مسئول)،

aboutorabi.econ@gmail.com

** استادیار دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، hajamini.mehdi@yazd.ac.ir

*** دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس، tohidi.econ@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۳/۱۱، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۶/۱۹

کلیدواژه‌ها: توسعه مالی، مؤسسه‌های مالی، بازارهای مالی، بیمه، رشد اقتصادی

طبقه‌بندی JEL: O40, G22, G20, G00

۱. مقدمه

پس از وقوع بحران مالی ۲۰۰۸، بازنگری در ادبیات علم اقتصاد کلان اهمیت دوچندانی پیدا کرد. یکی از مهم‌ترین انتقادهای وارد شده به علم اقتصاد کلان متعارف (که رویکرد نئوکلاسیکی دارد)، توجه کم به نقش تعیین‌کننده سیستم مالی است. مباحث کلان مرتبط با سیستم مالی بیشتر از یک قرن است که مورد توجه اقتصاددانان بوده، اما از قرن بیست و یکم گرایش جدیدی در علم اقتصاد به نام «اقتصاد کلان مالی» (Macro-financial Economics) به طور رسمی معرفی شده است. اقتصاد کلان مالی حول ایده محوری «توسعه مالی» که توسط شوپیتز (Schumpeter) (۱۹۱۲) ابداع شد، شکل گرفته است.

سیستم مالی شامل مؤسسات بانکی، بازارهای مالی، سایر واسطه‌های مالی از قبیل صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه و سرانجام یک بدنه مقرراتی گسترده (به منظور پایش عملکرد واسطه‌ها) است. در همین راستا، توسعه مالی عبارت است از عوامل، سیاست‌ها و نهادهایی که واسطه‌ها و بازارهای مالی کارآ و دسترسی عمیق و وسیع به سرمایه و خدمات مالی را به همراه دارند (اجلاس جهانی اقتصاد World Economic Forum، ۲۰۱۲: ۳).

تعیین‌کننده‌های رشد اقتصادی از مهمترین موضوعات اقتصاد است. توسعه مالی یکی از عوامل احتمالی مؤثر بر رشد اقتصادی است. میلر (Miller) (۱۹۹۸: ۱۴) معتقد است «این ایده که بازارهای مالی به رشد اقتصادی کمک می‌کنند، چنان مشهود است که جای بحث ندارد». در مقابل، رابرت لوکاس (Lucas) (۱۹۸۸: ۶) توسعه مالی را به عنوان عاملی که تأثیر آن بر رشد اقتصادی مورد تأکید قرار گرفته، رد می‌کند. رابینسون (Robinson) (۱۹۵۲: ۸۶) نیز استدلال می‌کند که «هر جا که بنگاه‌ها می‌روند، بخش مالی نیز همان جا می‌رود». از این منظر، بخش مالی موجب رشد نمی‌شود، بلکه به تغییر تقاضاهای بخش واقعی پاسخ می‌دهد.

بازار سرمایه^۲ در ایران با چالش‌های متعددی روبرو است که برخی عبارتند از: سرکوب مالی شدید و همه‌جانبه، نبود یک مقام ناظر مالی یکپارچه، سیستم مالی به شدت مقررات‌زایی شده و ناکارآ، نبود انگیزه برای نوآوری‌های مالی، نازکی بازار سهام، بدهی

عظیم دولت به بانک‌ها، فعالیت‌های غیربانکی بانک‌ها و بحران صندوق‌های بازنشستگی و بیمه‌ها. بنابراین، مطالعه عملکرد ابعاد سیستم مالی و پیوندشان با عملکرد بخش واقعی اقتصاد اهمیت بسیاری دارد. بدون تحلیل همه‌جانبه که ترسیم‌کننده آثار سیاست‌های اقتصادی دولت‌های پس از انقلاب ۱۳۵۷ بر وضعیت فعلی سیستم مالی باشد، نمی‌توان به راه‌حل‌های نهایی برای برون‌رفت از این بحران‌های به‌هم‌پیوسته دست یافت.

پژوهش حاضر تلاش دارد عملکرد سیستم مالی و پیوند آن با رژیم‌های رشد اقتصادی کل و رشد بخش‌ها در ایران پس از انقلاب ۱۳۵۷ را بررسی کند. این پژوهش در مقایسه با پژوهش‌های مشابه از دو حیث متفاوت است: (۱) تمامی شاخص‌های توسعه مالی (مورد تأیید بانک جهانی) استفاده می‌شوند؛ (۲) عملکرد دولت‌های پس از انقلاب به همراه محتوای برنامه‌های توسعه به تفکیک، مقایسه و تحلیل می‌شوند.

در ادامه، در بخش دوم، رابطه توسعه مالی و رشد بررسی انتقادی می‌شود. سپس در بخش سوم، جزئیات محاسبه داده‌ها ارائه و در بخش بعد از آن، یافته‌های مربوط به ارتباط عملکرد سیستم مالی با رژیم‌های رشد اقتصادی ایران بررسی و تحلیل می‌شود. در پایان، تلاش می‌شود برای بهبود عملکرد سیستم مالی ایران پیشنهادهایی ارائه شود.

۲. ادبیات موضوع

پاتریک (Patrick) (۱۹۶۶) این سؤال بنیادی را مطرح می‌کند که از میان توسعه بخش مالی و بخش واقعی کدامیک بر دیگری مقدم است؟ برای پاسخ، می‌توان دو دیدگاه را در قالب دو فرضیه مطرح کرد.

دیدگاه اول، تحت تأثیر نظرات رایبسون (۱۹۵۲) است که توسعه مالی را محصول افزایش نرخ سرمایه‌گذاری فیزیکی تلقی کرده و در واقع، هدف اصلی برنامه‌های بخش دولتی را رعایت تحقق انباشت سرمایه فیزیکی می‌داند (فرضیه دنباله‌روی تقاضا - Demand Following Hypothesis). دیدگاه دوم، بیشتر به نقش گسترش بازارهای مالی در ارتباط با رشد اقتصادی اشاره می‌کند. این نظریه‌ها عمدتاً متأثر از شومپتر (۱۹۱۲) هستند و توسعه نهادهای مالی و نقش کلیدی خدمات مالی را علت رشد اقتصادی می‌دانند (فرضیه رهبری عرضه - Supply-Leading Hypothesis).

بَجت (Bagehot) (۱۸۷۳) و هیکس (Hicks) (۱۹۶۹) معتقدند سیستم مالی انگلستان از طریق تسهیل تحرک سرمایه برای فعالیت‌های بزرگ نقش حیاتی در صنعتی شدن ایفا کرده

است. شومپیتر (۱۹۱۲) استدلال می‌کند که بانک‌های کارآ از طریق شناسایی و تأمین مالی کردن کارآفرینانی که بهترین شانس را برای تولید یا فرآیندهای نوآورانه دارند، نوآوری فنی را تشویق می‌کنند.

توسعه مالی می‌تواند از سه کانال زیر موجب رشد اقتصادی شود:

۱. انباشت سرمایه: واسطه‌های مالی با فراهم کردن خدمات نقدشونده، تجهیز منابع و کمک به بنگاه‌ها جهت غلبه بر تقسیم‌ناپذیری‌های پروژه موجب افزایش نرخ انباشت سرمایه و متعاقباً رشد اقتصادی بالاتر می‌شوند (گرلی و شاو (Gurley & Shaw)، ۱۹۵۵؛ بنسیونگا و اسمیت (Bencivenga & Smith)، ۱۹۹۱؛ لوین (Levine)، ۱۹۹۷).

۲. افزایش بهره‌وری سرمایه: سیستم مالی کارآ از طریق انتخاب سودآورترین پروژه‌ها، تأمین نقدینگی لازم برای آن‌ها و تقسیم ریسک می‌تواند موجب افزایش بهره‌وری سرمایه شده و رشد اقتصادی را افزایش دهد.

۳. تأثیر بر نرخ پس‌انداز: در الگوهای اولیه‌ی رشد اقتصادی، نرخ پس‌انداز بالاتر تعیین‌کننده اصلی نرخ رشد اقتصادی بیشتر است. به علاوه، در مطالعه‌های مک‌کینون (McKinnon) (۱۹۷۳) و شاو (Shaw) (۱۹۷۳) فرض بر این است که نرخ پس‌انداز با نرخ بهره بانکی رابطه مثبت دارد و افزایش نرخ پس‌انداز موجب تشویق رشد اقتصادی خواهد شد. البته روسو و واجل (Rousseau & Wachtel) (۲۰۰۰) بحث می‌کنند که اگر توسعه مالی موجب بهبود تخصیص منابع و در نتیجه افزایش بازده پس‌انداز شود، ممکن است مصرف دوره جاری افزایش و در نتیجه نرخ پس‌انداز کاهش یابد.

پس در مجموع، توسعه مالی از طریق تشویق پس‌انداز و سرمایه‌گذاری خصوصی موجب رشد اقتصادی بالا می‌شود. توسعه مالی شامل پیشرفت در تولید اطلاعات پیشینی در مورد سرمایه‌گذاری‌های ممکن، پایش سرمایه‌گذاری‌ها و اجرای حاکمیت شرکتی، مبادله، متنوع‌سازی و مدیریت ریسک، تجهیز و ترکیب پس‌انداز و تبادل کالا و خدمات است. هر یک از این کارکردهای مالی ممکن است بر تصمیمات پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و سرانجام بر رشد اقتصادی تأثیر بگذارند (آقیون و دورلاوف (Aghion & Durlauf)، ۲۰۰۵؛ جیمز (James)، ۲۰۰۸).

گلداسمیت (Goldsmith) (۱۹۶۹) اولین فردی بود که رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی را به طور تجربی بررسی کرد. او با استفاده از داده‌های آماری ۳۶ کشور برای ۱۸۶۰-۱۹۶۳ نشان داد که نسبت اندازه واسطه‌های مالی به اندازه اقتصاد، با توسعه اقتصادی

افزایش می‌یابد. گرین‌وود و جووانوویچ (Greenwood & Jovanovic) (۱۹۹۰) تعامل پویا بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را بررسی کردند. در مدل آن‌ها، سیستم مالی اطلاعات بهتری از محیط اقتصادی ارائه می‌دهد که موجب تخصیص کارآتر منابع مالی می‌شود و سرانجام رشد را افزایش می‌دهد. رشد به نوبه خود هزینه‌های دسترسی به سیستم مالی را کاهش داده و تقاضا برای محصولات مالی را تقویت می‌کند. این شواهد حاکی از رابطه دوسویه رشد اقتصادی و توسعه مالی است.

کینگ و لوین (King & Levine) (۱۹۹۳) و حسن و همکاران (Hassan et al.) (۲۰۱۱) رابطه مثبت و معنی‌دار میان توسعه مالی و رشد اقتصادی را تأیید کردند. همچنین، پژوهش‌های بسیاری از جمله گوپتا (Gupta) (۱۹۸۴)، رومر (Romer) (۱۹۸۶)، دمتریادس و حسین (Demetriades & Hussein) (۱۹۹۶)، دمتریادس و لویتل (Demetriades & Luintel) (۱۹۹۶)، ترابلسی (Trablesi) (۱۹۹۸)، نوسر و کوگلر (Neusser & Kugler) (۱۹۹۸)، چو و موسا (Choe & Moosa) (۱۹۹۹)، لویتل و خان (Luintel & Khan) (۱۹۹۹)، زو (Xu) (۲۰۰۰)، بل و روسو (Bell & Rousseau) (۲۰۰۱) و روسو و ووتیپادادرن (Rousseau & Vuthipadadorn) (۲۰۰۵)، ریتاب (Ritab) (۲۰۰۷) و بیتنکورت (Bittencourt) (۲۰۱۲) نشان دادند توسعه مالی سبب رشد اقتصادی می‌شود.

البته رابطه معنی‌دار و مثبت میان توسعه مالی و رشد اقتصادی همواره تأیید نشده است. مانینگ (Manning) (۲۰۰۳) سؤال می‌کند که «تأمین مالی موجب رشد می‌شود: آیا می‌توانیم اطمینان داشته باشیم؟» و روسو و واپل (۲۰۱۱) نشان دادند که تأثیر قابل توجه توسعه مالی بر رشد اقتصادی پس از دهه ۱۹۸۰ از بین رفته است. دمتریادس و لا (Demetriades & Law) (۲۰۰۶) نتیجه گرفتند که عمق مالی بر رشد اقتصادی کشورهای با نهادهای ناکارآمد تأثیر ندارد. همچنین برخی از پژوهش‌ها به کانال اعتباری بانکی تأکید کردند و نشان دادند که توسعه مالی بسته به نوع اعتبار بانکی می‌تواند رشد اقتصادی را تقویت یا تضعیف کند (آقیون و همکاران (Aghion et al.)، ۲۰۱۰؛ بک و همکاران (Beck et al.)، ۲۰۱۲؛ ساسی و گاسمی (Sassi & Gasmi)، ۲۰۱۴).

اددکان (Odedokun) (۱۹۹۶) با بررسی ۷۱ کشور کمتر توسعه‌یافته متوجه شد که ضریب متغیر شاخص مالی در ۳۵ کشور مثبت و معنی‌دار، در ۲۶ کشور مثبت ولی بی‌معنی و در ۱۰ کشور منفی بوده است. نیلی و راستاد (۱۳۸۲) نیز نتیجه گرفتند که به دلیل اثر غالب دولت در اقتصاد ایران، تأثیر توسعه مالی بر بخش واقعی در مقایسه با دیگر کشورها

کم‌رنگ و در مواردی منفی است. داکتر و گریچینا (Ductor & Grechyna) (۲۰۱۵) با استفاده از داده‌های ۱۰۱ کشور توسعه‌یافته و در حال توسعه نشان دادند که اگر رشد سریع اعتبار خصوصی با رشد بازده واقعی همراه نباشد، تأثیر توسعه مالی بر رشد منفی می‌شود. در واقع، به نظر می‌رسد که بازده اجتماعی بخش مالی پایین‌تر از بازده خصوصی آن است و ممکن است یک بخش بزرگ مالی استعداد های بخش‌های تولیدی اقتصاد را کند کرده و بنابراین از نظر جامعه ناکاراً باشد. ویلیامز (Williams) (۲۰۱۸) نتیجه گرفتند که تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی و عکس آن در ۳۲ کشور در حال ظهور و در حال توسعه تأیید نمی‌شود.

برخی پژوهش‌های تجربی رابطه غیرخطی را تأیید کردند. سکتی و خروبی (Cecchetti & Kharroubi) (۲۰۱۲)، ادنیسی و همکاران (Adeniyi et al.) (۲۰۱۵) و ارکاند و همکاران (Arcand et al.) (۲۰۱۵) رابطه U وارون بین توسعه مالی و رشد اقتصاد را تأیید کردند. شواهد حاصل از این پژوهش‌ها مطابق با «اثر ناپدیدشونده» توسعه بخش مالی است. به علاوه، اورو و آلاگیدد (Oro & Alagidede) (۲۰۱۸) رابطه غیرخطی U وارون بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را برای کشورهای تولیدکننده نفت و کشورهای غیرنفتی تأیید کردند. آن‌ها نشان دادند که کارایی پایین خدمات مالی، زیرساخت‌های ضعیف و دسترسی ناکافی به خدمات مالی عواملی هستند که سبب آستانه پایین در مدل می‌شوند. طبق نتایج آن‌ها، توسعه مالی تأثیر ماندگارتری بر رشد کشورهای غیرنفتی دارد که احتمالاً به دلیل کیفیت زیرساخت‌های آن‌ها است.

سوآمی و دارانی (Swamy & Dharani) (۲۰۱۹) شواهدی در جهت تأیید اثر غیرخطی توسعه مالی بر رشد اقتصادی ارائه دادند. آن‌ها آستانه‌ی توسعه مالی برای کشورهای توسعه‌یافته را برآورد کرده و نشان دادند که عبور از حد آستانه نه تنها موجب پیشرفت رشد اقتصادی نیست بلکه به آن آسیب می‌زند. بنابراین، آزادسازی بیش از حد توسعه مالی ممکن است ضد رشد باشد.

آنچه در پژوهش‌های انجام شده در زمینه‌ی رابطه دوطرفه‌ی توسعه مالی و رشد اقتصادی به چشم می‌خورد آن است که کمتر پژوهشی به بررسی همه‌ی ابعاد توسعه مالی برای یک کشور پرداخته است. به همین دلیل، پژوهش حاضر با استفاده از شاخص‌های چندبعدی توسعه مالی و تفکیک عملکرد دولت‌های بعد از انقلاب ۱۳۵۷ ایران در تلاش است خلأ ادبیات موضوع را پر کند.

۳. محاسبه داده‌ها و شاخص‌ها

این پژوهش به بررسی ارتباط میان رشد بخش واقعی و توسعه مالی و در واقع، تقابل دو دیدگاه دنباله‌روی تقاضا و رهبری عرضه خدمات مالی با توجه به مشاهدات اقتصاد ایران می‌پردازد. ملاک بخش واقعی اقتصاد، رشد اقتصادی و همچنین رشد بخش‌های کشاورزی، صنعت (به استثنای نفت) و خدمات بوده است. برای توسعه مالی از شاخص‌های فراگیر بانک جهانی که سه بخش بانک، سهام و بیمه را پوشش می‌دهند استفاده شده است. بر این اساس، داده‌ها برای دوره زمانی ۱۹۸۲-۲۰۱۷ از بانک جهانی استخراج شدند که عملکرد اقتصاد ایران از دولت سوم بعد از انقلاب تا دولت یازدهم را در منعکس می‌کنند. در ادامه، توضیح محاسبه داده‌های نهایی آمده است.

۱.۳ شاخص‌های مالی

به دلیل تحولات عمیق و پیوسته در بازارهای مالی، شاخص‌های تک‌بعدی توسعه مالی (نظیر عمق مالی) نمی‌توانند بینش مناسبی از تغییرات منعکس کنند و حتی ممکن است موجب تحلیل‌های اشتباه شوند. بنابراین در پژوهش حاضر، از همه شاخص‌های توسعه مالی معرفی شده‌ی بانک جهانی که مشاهدات کافی برای اقتصاد ایران دارند، استفاده و سپس با روش تجزیه مؤلفه‌های اصلی (Principal Component Analysis) شاخص‌های چندبعدی موزون برای ابعاد مختلف توسعه مالی یعنی عمق، جریان بین‌المللی، دسترسی، کارایی و ثبات محاسبه شدند (جدول ۱). این شاخص‌های فراگیر مالی به تفکیک دوره زمانی دولت‌های سوم تا یازدهم به صورت هندسی میانگین‌گیری شده و در بخش چهارم برای ارزیابی عملکرد سیستم مالی مورد استفاده قرار گرفتند.

جدول ۱: شاخص‌های فراگیر توسعه مالی

شاخص	بعد
اعتبارات بانک‌های سپرده‌پذیر به بخش خصوصی به GDP	۳
دارایی‌های مؤسسات مالی غیربانکی به GDP	
دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به کل دارایی‌های سیستم بانکی و بانک مرکزی	
بدهی‌های نقدی به GDP	
دارایی‌های بانک مرکزی به GDP	
سپرده‌های سیستم مالی به GDP	

شخص	بعد
اعتبارات بانک‌های سپرده‌پذیر و سایر مؤسسات مالی به بخش خصوصی به GDP	
دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به GDP	
اعتبارات داخلی به بخش خصوصی به GDP	
← شاخص چندبعدی عمق بانکی از ترکیب شاخص‌های بالا (به جز دو مورد آخر)	
حق بیمه‌های عمر به GDP	
حق بیمه‌های غیر عمر به GDP	
← شاخص چندبعدی عمق بیمه از ترکیب دو شاخص بیمه عمر بالا	
تجمیع سرمایه بازار سهام به GDP	
ارزش کل سهام مبادله شده به GDP	
← شاخص چندبعدی عمق بازار سهام از ترکیب دو شاخص سهام بالا	
← شاخص چندبعدی عمق سیستم مالی از ترکیب سه شاخص چندبعدی عمق	
← شاخص چندبعدی جریان بین‌المللی سیستم مالی از ترکیب شاخص‌های وام‌های دریافتی از بانک‌های خارج از کشور به GDP وام‌ها و سپرده‌های بیرونی بانک‌ها به سپرده‌های بانکی داخلی خالص وجوه حواله شده به GDP مطالبات خارجی تلفیقی بانک‌ها به GDP	جریان بین‌المللی
تعداد شعبه‌های بانکی به ازای هر صد هزار نفر بزرگسال	دسترس
ارزش کل سهام مبادله شده (بدون ده شرکت برتر) به GDP	
تجمیع سرمایه بازار سهام (بدون ده شرکت برتر) به GDP	
← شاخص چندبعدی دسترسی بازار سهام از ترکیب دو شاخص بازار سهام	
اعتبارات اعطایی به دولت و شرکت‌های دولتی نسبت به GDP	کارایی
گردش مالی بازار سهام	
← شاخص چندبعدی کارایی سیستم مالی از ترکیب دو شاخص بالا	
اعتبارات بانکی به سپرده‌های بانکی	باز

منبع: دسته‌بندی بر اساس بانک جهانی

۲.۳ داده‌های بخش واقعی

نرخ رشد بخش واقعی اقتصاد معمولاً در دوره‌های رونق حول مقادیر بالا نوسان می‌کنند، حال آن که در دوره‌های رکود حول مقادیر نسبتاً پایین نوسان دارند؛ و البته طول دوره‌های

رونق و رکود می‌تواند نامتقارن باشد. بنابراین، انتظار نمی‌رود که مدل‌های خطی بتوانند رفتار نامتقارن نرخ‌های رشد را توضیح دهند. به همین دلیل، با استفاده از روش مارکوف-سوئیچینگ - که توسط همیلتون (Hamilton) (۱۹۸۹، ۱۹۹۰) معرفی شده - رژیم‌های رشد بخش‌های واقعی اقتصاد ایران تعیین شدند. خلاصه نتایج این مدل‌ها در جدول‌های ۲ و ۳ آمده است. همچنین نتایج پایایی متغیرهای رشد اقتصادی در جدول پیوست قابل مشاهده است.

جدول ۲: آزمون نسبت درستی

متغیر	متغیر یا پارامتر وابسته به رژیم		عرض از مبدأ	
	رژیم	غیروابسته به رژیم	وابسته به رژیم	
رشد اقتصادی	واریانس همسان	۸/۳۸ [۰/۳۳] (۰/۱۴)	۲۱/۴۳ [۰/۰۳] (۰/۰۱)	
	واریانس ناهمسان		۲۲/۱۸ [۰/۰۰] (۰/۰۰)	
رشد ارزش افزوده کشاورزی	واریانس همسان	۲۱/۶۶ [۰/۰۰]** (۰/۰۰)**	۲۵/۴۹ [۰/۰۰]** (۰/۰۰)**	
	واریانس ناهمسان		۵۹/۲۳ [۰/۰۰]** (۰/۰۰)**	
رشد ارزش افزوده صنعت	واریانس همسان	۲/۹۴ [۰/۹۱] (۰/۵۷)	۸/۶۳ [۰/۵۷] (۰/۱۹)	
	واریانس ناهمسان		۹/۵۱ [۰/۴۴] (۰/۳۰)	
رشد ارزش افزوده خدمات	واریانس همسان	۱۱/۳۸ [۰/۲۴] (۰/۰۸)	۲۷/۲۴ [۰/۰۰]** (۰/۰۰)**	
	واریانس ناهمسان		۳۱/۷۵ [۰/۰۰]** (۰/۰۰)**	

توضیح: ** معنی‌داری در سطح ۵ درصد را نشان می‌دهد. اعداد داخل پرانتز، احتمال آماره محاسباتی بر اساس رویکرد آنگ و بکارت (۲۰۰۲) و اعداد داخل کروشه احتمال آماره محاسباتی بر اساس رویکرد دیویس (۱۹۷۷) است.

منبع: یافته‌های پژوهش

مراحل انتخاب مدل بهینه و تعیین رژیم‌ها بدین شرح است: (۱) آزمون غیرخطی بودن الگوی داده‌ها با استفاده از آماره نسبت درست‌نمایی؛ (۲) تعیین تعداد وقفه‌های بهینه با معیار اطلاعات آکاییک؛ (۳) تعیین تعداد رژیم‌ها با معیار اطلاعات آکاییک؛ (۴) مقایسه مدل‌های برآوردی و انتخاب مدل بهینه بر اساس بیشینه تابع حداکثر درست‌نمایی و کمینه واریانس خطاها. بر اساس مراحل بالا، سه رژیم رشد پایین، رشد متوسط و رشد بالا برای متغیرهای رشد اقتصادی، رشد بخش کشاورزی، رشد بخش صنعت و رشد بخش خدمات طی دوره ۱۹۸۲-۲۰۱۷ تعیین شده است.^۳

جدول ۳: انتخاب مدل بهینه

متغیر	متغیر یا پارامتر وابسته به رژیم		عرض از مبدأ
	غیروابسته به رژیم	وابسته به رژیم	
رشد اقتصادی	واریانس همسان	AIC= ۶/۵۳ Ln L= -۱۰۹/۴۹	AIC= ۶/۰۴ Ln L= -۹۸/۷۷
	واریانس ناهمسان	AIC= ۶/۲۴ Ln L= -۱۰۵/۳۰	AIC= ۶/۰۲ Ln L= -۹۸/۴۰
رشد ارزش افزوده کشاورزی	واریانس همسان	AIC= ۶/۰۸ Ln L= -۱۰۵/۴۱	AIC= ۵/۵۴ Ln L= -۹۲/۶۷
	واریانس ناهمسان	AIC= ۵/۶۴ Ln L= -۹۴/۸۵	AIC= ۴/۸۸ Ln L= -۷۵/۸۰
رشد ارزش افزوده صنعت	واریانس همسان	AIC= ۶/۸۸ Ln L= -۱۱۹/۸۲	AIC= ۶/۸۶ Ln L= -۱۱۵/۵۱
	واریانس ناهمسان	AIC= ۶/۹۱ Ln L= -۱۱۸/۳۵	AIC= ۶/۹۵ Ln L= -۱۱۵/۰۶
رشد ارزش افزوده خدمات	واریانس همسان	AIC= ۶/۲۶ Ln L= -۱۰۸/۶۵	AIC= ۵/۶۷ Ln L= -۹۵/۰۲
	واریانس ناهمسان	AIC= ۶/۱۶ Ln L= -۱۰۲/۹۵	AIC= ۵/۶۵ Ln L= -۹۲/۷۷

منبع: یافته‌های پژوهش

۴. یافته‌های پژوهش

پژوهش حاضر در پی آن است که ارتباط شاخص‌های فراگیر توسعه مالی را با عملکرد بخش واقعی اقتصاد که با رشد اقتصادی و رشد ارزش افزوده‌های بخشی (کشاورزی، صنعت و خدمات) اندازه‌گیری می‌شوند، بررسی کند. این بررسی بر اساس مقایسه عملکرد دولت‌های سوم تا یازدهم با توجه ضمنی به برنامه‌های توسعه و همچنین تفکیک رژیم‌های رشد بخش واقعی (بالا، متوسط و پایین) انجام می‌گیرد.

۱.۴ عمق سیستم مالی

همان طور که در بخش قبل ملاحظه شد، شاخص‌های فراگیر توسعه مالی به پنج طبقه عمق، دسترسی، کارایی، ثبات و جریان بین‌المللی قابل تفکیک هستند. در این زیربخش شاخص‌های عملکردی از جنبه عمق و جریان بین‌المللی مورد بحث هستند.

با توجه به نمودارهای (۱) عمق مالی بانکی در ایران به طور کلی افزایش یافته است. در بیشتر این دوره، تغییرات شاخص با وقفه‌ای تقریباً معادل یک دوره ریاست جمهوری با تغییر در رژیم‌های رشد اقتصادی و همچنین رشد بخش‌های اقتصادی (کشاورزی، صنعت و خدمات) همراه شده که به منزله وجود شواهدی در حمایت از فرضیه رهبری عرضه خدمات مالی برای هر سه بخش است. افزایش عمق مالی در اواخر دولت اول و اوایل دولت دوم موسوی با حرکت به سمت رژیم بالاتر رشد در دولت اول رفسنجانی همراه بوده است. به همین ترتیب و البته در جهت معکوس، با کاهش عمق مالی در دولت اول و دوم رفسنجانی، کشور از رژیم رشد بالا خارج شده و برای چندین دوره در رژیم رشد پایین قرار گرفته است.

در برنامه اول توسعه که مطابق با دولت اول رفسنجانی است، علی‌رغم سیاست‌هایی که جهت افزایش عمق مالی به نفع بخش‌های مختلف اقتصادی دنبال شده، عمق مالی کاهش می‌یابد. تخصیص اعتبارات بانکی به بخش کشاورزی و بازپرداخت وام از محل مابه‌التفاوت قیمت صنفی و صنعتی شکر که در واقع، سرکوب قیمتی (بند ۲۹ ماده واحده) و سرکوب نرخ بهره (تبصره ۲۹ ماده واحده) را به همراه داشته، تأمین مبالغ ارزی برای تکمیل و یا اجرای سرمایه‌گذاری‌های صنعتی یا تولیدی (بند ۲۹ ماده واحده) و بازسازی یا نوسازی مراکز خدماتی مناطق آسیب‌دیده به کمک سیستم بانکی (بند ۲ خطی مشی،

قسمت یکم) از جمله سیاست‌های برنامه‌ی اول برای افزایش عمق مالی و سرکوب نرخ بهره به نفع بخش کشاورزی و صنعت بودند.

در برنامه‌ی دوم (دولت دوم رفسنجانی) هم در برخی تبصره‌ها (مانند بندهای الف و ج تبصره ۱۰؛ بند م تبصره ۱۹؛ بند و تبصره ۲۵؛ تبصره ۷۵؛ بندهای ۱ و ۲ تبصره ۷۷) سیاست‌هایی در جهت افزایش عمق مالی به نفع بخش‌های مختلف پیشنهاد شده بود (تبصره ۹ ماده واحده)؛ اما با مداخله و مقررات‌زایی‌های دولت، عمق بانکی عملاً کاهش یافت. در این برنامه افزایش عمق تسهیلات بانکی از طریق سرکوب مالی و به نفع بخش واقعی به خصوص خدمات مد نظر بوده (مانند بند ب تبصره ۱۰؛ بندهای ج و ز تبصره ۲۵) که توسعه مالی نامتوازن را به همراه داشته و آثار توسعه مالی بر رشد را کم‌رنگ کرده است.

در دولت دوم خاتمی متناظر با برنامه سوم توسعه، افزایش عمق اعتبارات بانکی از طریق سرکوب نرخ بهره و تأثیر آن بر رشد بخش‌های کشاورزی و خدمات (ماده‌های ۵۰، ۵۱، ۵۴ و ۵۵ و بند ه ماده ۱۵۲) قابل مشاهده است. البته سرکوب نرخ بهره جهت حمایت از بخش صنعت (ماده‌های ۶۷ و ۱۳۹) تأثیر چندانی به همراه نداشته است. در قوانین این برنامه، مانند آنچه در ماده ۸۴ نوشته شده، کاهش مداخله دولت از طریق تسهیلات تکلیفی در دستور کار بود. افزایش عمق سپرده‌های بانکی از طریق تجمیع پس‌اندازهای مردم نیز در این برنامه لحاظ شده بود.

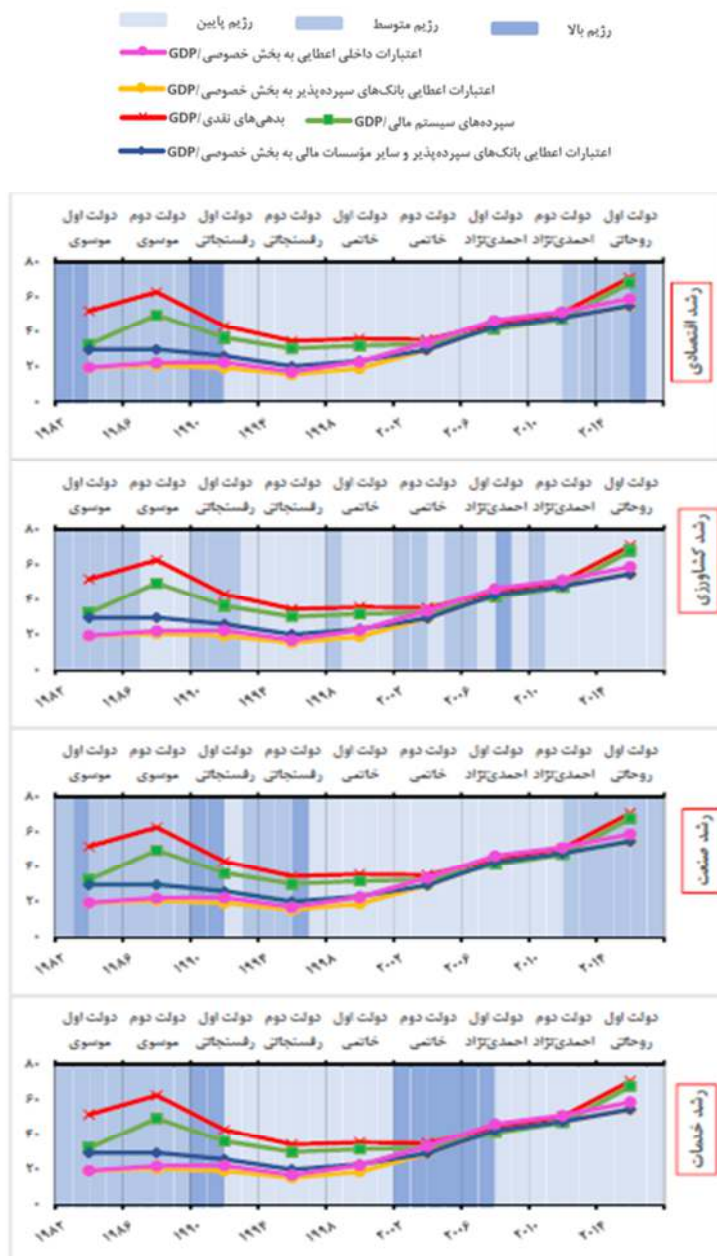
در ماده‌ی ۱۱ برنامه‌ی چهارم (دولت اول احمدی نژاد) آمده «سه درصد از سپرده قانونی بانک‌ها نزد بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران بر مبنای درصد سال ۱۳۸۳ در اختیار بانک‌های کشاورزی، مسکن و صنعت و معدن (هر بانک ۱٪) قرار گیرد تا صرف اعطای تسهیلات به طرح‌های کشاورزی و دامپروری، احداث ساختمان و مسکن و تکمیل طرح‌های صنعتی و معدنی بخش غیردولتی شود». این ماده به عمق بانکی تبعیضی به نفع بخش کشاورزی و صنعت اشاره دارد که بند د و ه ماده ۱ و بند ج ماده ۱۰ نیز در همین راستا است.

در برنامه‌ی پنجم توسعه سیاست‌های عمق بانکی از طریق اعطای تسهیلات بانکی و پرداخت بخشی از سود تسهیلات بانکی به دریافت‌کنندگان آن مد نظر بوده است (بند ج ماده ۸۵؛ بند ی ماده ۸۴؛ بند الف ماده ۱۴۵؛ تبصره ۲ ماده ۱۸۳؛ بند ج ماده ۲۲۴؛ ماده ۷ و

بند ه ماده ۱، برنامه و بودجه، قوانین و مقررات ارجاعی). ماده ۹۲ نیز به سرکوب نرخ بهره جهت افزایش عمق بانکی اشاره دارد.

در مجموع، با وجود سیاست‌های تبعیضی جهت افزایش عمق مالی به نفع بخش‌های خاص، نه تبعیضی ایجاد شده و نه رشد متوازن بخش‌ها اتفاق افتاده است؛ زیرا اولاً دولت‌ها استراتژی توسعه اقتصادی منسجم و غالبی نداشته‌اند و ثانیاً سیاست‌های تبعیضی هم به طور سازگار با یکدیگر در قالب یک استراتژی توسعه اقتصادی متوازن یا استراتژی توسعه اقتصادی نامتوازن (با یک بخش پیشرو مشخص) طراحی نشده‌اند.

در پایان اذعان می‌شود که افزایش شدید در تمام شاخص‌های عمق مالی با بهبود پله‌ای در رژیم رشد همراه بوده است. تنها استثنا، دولت‌های اول و دوم احمدی‌نژاد است. با اینکه شاخص‌های عمق مالی در دو دولت خاتمی و دولت اول احمدی‌نژاد افزایش یافته، اما رشد اقتصادی بهبود نیافته است. حتی رشد اقتصادی در دوره دوم احمدی‌نژاد وارد پایین‌ترین رژیم ممکن شده که مشابه آن تنها در دوران جنگ ایران و عراق اتفاق افتاده است. بنابراین می‌توان این ادعا را مطرح کرد که در این مقطع از اقتصاد ایران، رهبری عرضه خدمات مالی از کار افتاده است.



نمودار ۱: رژیم‌های نرخ رشد- عمق مالی بانکی (سپرده‌ها و اعتبارات)

منبع: یافته‌های پژوهش

به استناد نمودارهای ۲ شاخص‌های عمق مالی دارایی‌های بانک‌ها و تجمیع سرمایه بازار سهام روند و اثر متفاوتی با مؤسسات مالی غیربانکی و بانک مرکزی داشته‌اند. نتایج بدین شرح است:

- تغییرات عمق مالی بانک‌ها و بازار سهام با رشد اقتصادی و رشد بخش‌ها هم‌روند بوده که نشان‌دهنده پیوند قوی مالی-رشد است. تنها استثنا، مجدداً دولت‌های احمدی‌نژاد است. این شاخص‌ها از دولت‌های خاتمی به بعد افزایش مستمر داشتند، اما پیوند بخش‌های واقعی و مالی در دولت‌های نهم و دهم قطع شده است. البته بخش کشاورزی به دلیل نوسانات زیاد و مکرر بین رژیم‌ها، پیوند ضعیف‌تری را منعکس می‌کند؛ با این حال، معمولاً پس از هر افزایش قابل ملاحظه در این شاخص‌های مالی، رشد آن به رژیم بالاتری منتقل شده است.

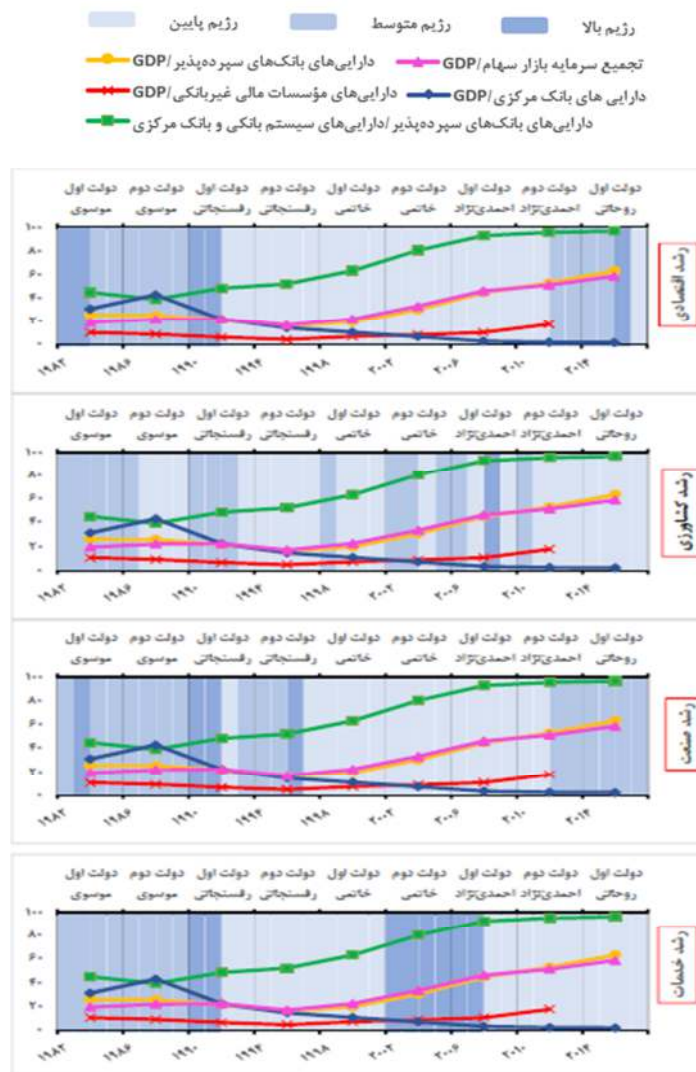
- عمق مالی مؤسسات مالی غیربانکی ارتباط معکوسی با رشد اقتصادی و بخش‌ها داشته است. این مسأله می‌تواند به دلیل مقررات‌زایی نامناسب و پایین‌تر از حد بهینه این مؤسسات باشد که توان پایش و کنترل بانک مرکزی را نیز کاهش داده است. استثنائاً بخش خدمات در دولت دوم خاتمی و اوایل دولت اول احمدی‌نژاد از افزایش این شاخص بهره‌مند شده که ممکن است به بازدهی بالاتر خدمات واسطه‌گری در ایران مرتبط باشد.

تبصره‌ی ماده واحده برنامه‌ی دوم به افزایش عمق مؤسسات مالی غیربانکی اشاره دارد، اما با کاهش حتی نسبت به دوره‌ی قبل مواجه می‌شود. به همین ترتیب، در ماده‌های ۹۲ و ۱۴۷ برنامه‌ی سوم توسعه حمایت از مؤسسات مالی غیربانکی به چشم می‌خورد که تأثیر آن بر رشد بخش خدمات ملموس است. در مورد سایر شاخص‌های رشد بخش واقعی هم‌روندی مشاهده نمی‌شود.

- عمق مالی بانک مرکزی پس از جنگ همواره نزولی بوده که به معنای کاهش قابل توجه توانایی بانک مرکزی در مدیریت سیستم مالی است. بنابراین اقتصاد ایران نیاز دارد همانند اقتصادهای توسعه‌یافته و درحال‌گذار، در طراحی سیستم و نهاد(های) مقرراتی بازار مالی خود تجدید نظر کند.

در برنامه‌ی دوم توسعه (بند ۲-۱-۱۲ از سیاست‌های کلی) به «تقویت بانک مرکزی از طریق تجدید نظر در قوانین پولی و بانکی و تغییر ترکیب وظایف شورای پول و اعتبار به گونه‌ای که تأمین‌کننده اهداف نظام بانکداری و برنامه‌های پنج‌ساله باشد» اشاره شده است

(همچنین بند ل تبصره ۲۲ ماده واحده همین برنامه). اما در عمل کاهش نسبت دارایی‌هایی بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی اتفاق افتاده که به معنای کاهش قدرت بانک مرکزی و ناموفق بودن در اجرای این سیاست است. با اینکه از همان ابتدای شروع روند نزولی این شاخص، این سیاست طراحی شده اما این روند تا دوره‌ی دولت روحانی ادامه داشته است.



نمودار ۲: رژیم‌های نرخ رشد-عمق مالی بانکی (دارایی‌ها) و انباره عمق مالی بازار سهام

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نمودارهای ۳، با افزایش شدید شاخص انبار عمق بازار سهام و افزایش نسبتاً اندک انبار عمق بخش بیمه، تغییرات خاصی در رژیم رشد اقتصادی رخ نداده است. برای بخش‌های کشاورزی و خدمات، تغییرات میانگین این دو شاخص با وقفه‌ای یک‌دوره‌ای با رشد هم‌روندی نشان می‌دهد؛ اما رابطه‌ای با تغییرات رژیم رشد صنعت مشاهده نمی‌شود. به علاوه، با تغییرات اندک عمق بیمه‌های عمر، رژیم رشد اقتصادی و رشد بخش‌ها تغییری نکرده است. در واقع، به نظر می‌رسد که تعمیق بازار بیمه‌های عمر در اقتصاد ایران به اندازه‌ای نبوده که بتواند موجب تغییر رژیم رشد اقتصادی شود (هر چند که ممکن است تغییراتی در سطح رشد را موجب شده باشد).

افزایش انبار عمق بازار سهام از برنامه‌ی دوم توسعه مورد توجه قرار گرفته است. برای نمونه، «توسعه و تقویت بازار بورس اوراق بهادار از طریق اصلاح قوانین و بهبود و توسعه شبکه اطلاع‌رسانی و در اختیار قرار دادن اطلاعات به هنگام به مردم در مورد وضعیت شرکت‌های پذیرفته‌شده به اصل حراج و مکانیزم عرضه و تقاضا در این بازار» و «ایجاد سازمان‌های فعال در بازار سرمایه توسط بخش‌های خصوصی و تعاونی مثل بانک‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسات مالی غیربانکی و ایجاد شرکت‌های سرمایه‌گذاری» و همچنین تبصره ۴۵ ماده‌ی واحده. این مسأله در برنامه پنجم توسعه (بند ج، قوانین و مقررات ارجاعی) نیز مورد تأکید بوده است.

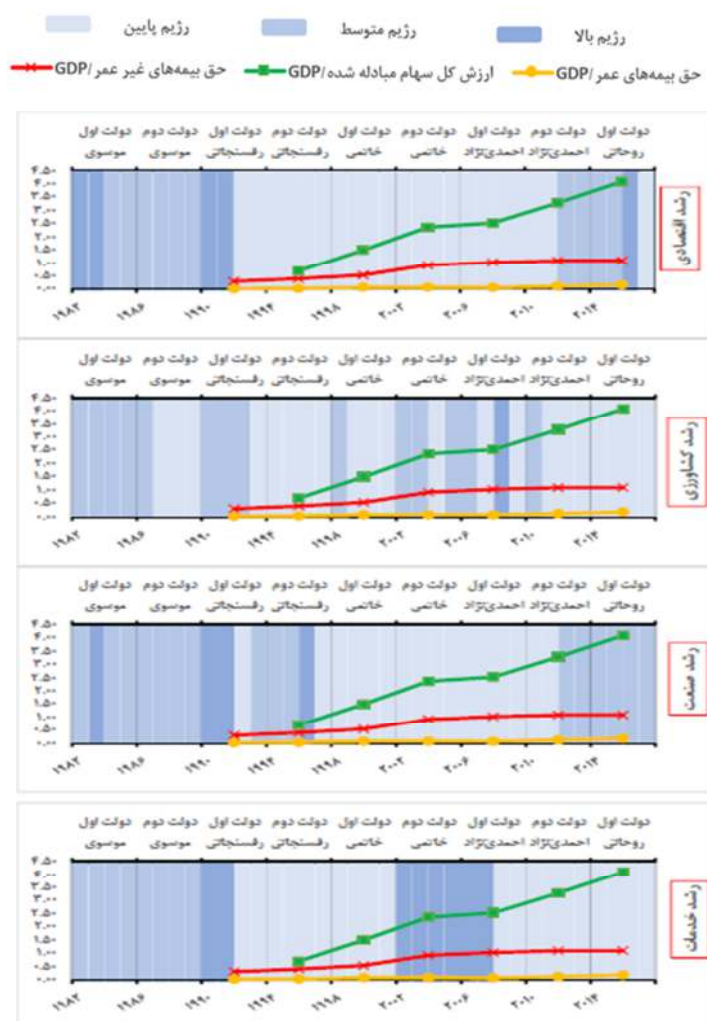
در مقایسه آثار بیمه‌های عمر و غیرعمر باید به دو نکته مهم توجه داشت:

(۱) عرضه و تقاضای بیمه‌های غیرعمر با هدف پوشش ریسک حوادث مختلف است، در حالی که عرضه و تقاضای بیمه‌های عمر با هدف سرمایه‌گذاری است. بنابراین، تغییرات در بیمه‌های عمر برای تعمیق باکیفیت یک سیستم مالی مهم‌تر است.

(۲) برخی بیمه‌های غیرعمر اجباری شدند. بنابراین، بالاتر بودن عمق مالی بیمه‌های غیرعمر در مقایسه با بیمه‌های عمر و نیز روند فزاینده رشد بیمه‌های غیرعمر در دولت‌های خاتمی به معنای توسعه درون‌زای سیستم مالی نبوده و نمی‌توان انتظار آثار مثبت قابل توجه از آن داشت.

افزایش عمق بیمه‌های غیرعمر در دولت اول رفسنجانی و برنامه اول توسعه در بندهای ۸ تا ۱۰ سیاست‌های کلی به این شکل بوده که شرکت‌های بیمه دولتی به منظور کمک به رشد صادرات غیرنفتی، کلیه کالاهای صادراتی را با شرایط آسان بیمه خواهند کرد. در برنامه دوم، بند ۳ تبصره ۲۵ (ماده واحده) افزایش بیمه‌های غیرعمر به نفع صادرات و در

جهت رشد بخش خدمات و بند ۳ از تبصره ۷۷ به تعمیق بیمه‌های غیر عمر به صورت دستوری اشاره دارند. به همین ترتیب، در بند ج ماده ۱۱۶ برنامه سوم توسعه به افزایش عمق بیمه‌های غیر عمر اشاره شده که در دوره‌ی دوم خاتمی نتیجه آن مشاهده می‌شود. این روند افزایشی با شیب کندتر تا دولت دوم احمدی‌نژاد ادامه دارد (ماده ۷۲ و همچنین بند ط ماده ۱۴۳ از برنامه پنجم توسعه).



نمودار ۳: رژیم‌های نرخ رشد عمق مالی بیمه و روانه عمق بازار سهام

منبع: یافته‌های پژوهش

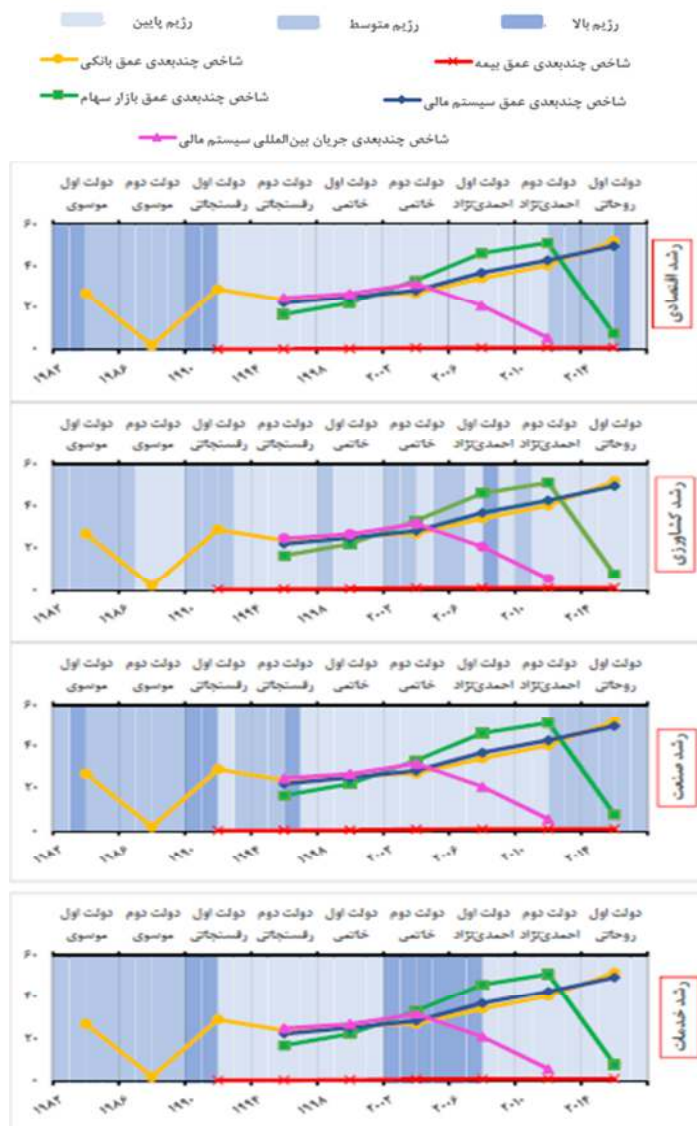
سرانجام در نمودارهای ۴ شاخص‌های چندبعدی عمق بخش‌های مختلف سیستم مالی گزارش شده است. عمق بانکی نزدیک‌ترین هم‌روندی را با عمق کل سیستم مالی داشته که گویای بانک‌محوری عمق سیستم مالی در ایران است. در مورد پیوند مالی - رشد، این نمودارها گویای چند نکته مهم هستند:

- عمق بیمه در ایران کم‌ترین مقدار و کم‌ترین نوسانات را داشته به طوری که نتوانسته انتقال میان رژیم‌های رشد بخش واقعی را تحت تأثیر قرار دهد؛
- عمق بین‌المللی با تغییر رژیم‌های رشد همراه شده است. با توجه به تقدم زمانی تغییرات عمق بین‌المللی نسبت به تغییرات رژیم‌های رشد اقتصادی و رشد بخش‌ها، می‌توان فرضیه رهبری عرضه خدمات مالی بین‌المللی را دارای پشتوانه‌ای از واقعیت‌های سبک‌وار (Stylized facts) دانست.
- شاخص روانه عمق بازار سهام با رژیم‌های رشد اقتصادی و رشد بخش‌ها هم‌روند بوده؛ البته به استثنای دولت‌های احمدی‌نژاد که رشد روانه عمق بازار سهام با رژیم‌های بالاتر رشد بخش واقعی همراه نشده است؛
- عمق کل سیستم مالی و عمق بانکی با رژیم‌های رشد اقتصادی و رشد بخش‌ها هم‌جهت بودند. با این حال، ارتباط میان شاخص‌ها و رشد اقتصادی در دولت‌های احمدی‌نژاد و دولت اول روحانی قطع شده است.

با وجود تلاش‌ها جهت ایجاد عمق مالی بین‌المللی در برنامه‌های سوم (بند ب ماده ۸۵ و ماده ۹۳)، چهارم (بند ب ماده ۱۳، بند ج ماده ۱۵) و پنجم (بند ب ماده ۸۱ بندهای ج و د ماده ۸۲، بند ف ماده ۲۲۴) عمق مالی مورد نظر روند کاهشی داشته و تأثیر آن بر بخش‌های مختلف متفاوت است.

توسعه بانکداری خصوصی با هدف افزایش عمق بانکی در برنامه سوم توسعه (ماده ۹۸، ماده ۱۱۱، بند ز ماده ۱۱۳، بند ب ماده ۱۸۱) در دستور کار قرار گرفت و روند رو به رشدی را آغاز کرد که تأثیر آن بر رشد بخش صنعت و خدمات بیشتر بود. طبق برنامه پنجم توسعه، قوانین ضد آزادسازی مالی در کنار ادامه‌ی روند افزایشی عمق مالی دنبال شد. به عنوان مثال ماده ۹۳ به سرکوب مالی پرداخته که سبب کاهش انگیزه بانک‌ها و بیمه‌های دولتی برای تحقق بهترین سطح از کارکردهای سیستم مالی شده و در سطح کلان با ایجاد یک توسعه مالی نامتوازن، حتی عمق سیستم مالی را کاهش داده است.

در مجموع با شواهد این بخش می‌توان ادعا کرد که تغییرات عمق مالی محرک انتقال میان رژیم‌های رشد بخش واقعی بوده اگرچه در مواردی با وقفه این اتفاق افتاده یا استثنائاتی وجود داشته است.



نمودار ۴: رژیم‌های نرخ رشد-شاخص‌های چندبعدی عمق

منبع: یافته‌های پژوهش

۲.۴ دسترسی سیستم مالی

در این زیربخش به دسترسی مالی پرداخته می‌شود که اطلاعات آن محدود به دولت اول خاتمی تا دولت اول روحانی است. وضعیت دسترسی مالی در ایران بسیار نامطلوب است (نمودارهای ۵). با اینکه سیستم مالی ایران به شدت بانک‌محور است، دسترسی مالی بانکی به مراتب بدتر از دسترسی مالی بازار سهام است.

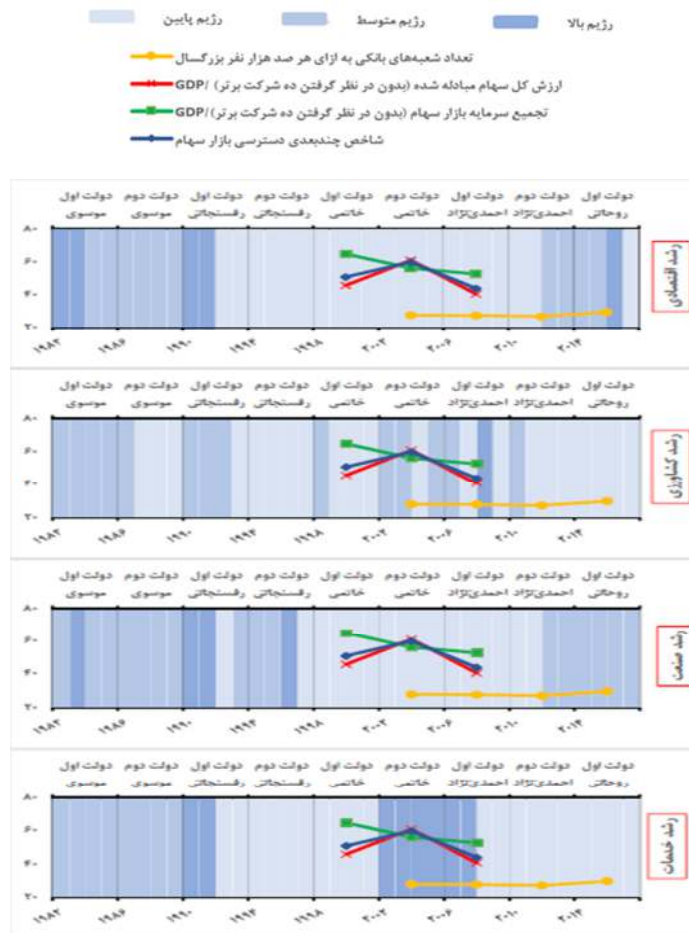
برخی از شاخص‌های دسترسی در دولت‌های خاتمی بهبود یافته، اما با روی کار آمدن دولت احمدی‌نژاد روند کاهشی پیدا کردند. ارتباطی میان تغییر در رژیم‌های رشد اقتصادی و رشد بخش صنعت و تغییر در میانگین این شاخص‌ها دیده نمی‌شود؛ به گونه‌ای که به نظر می‌رسد در ایران نه دنباله‌روی از رشد اتفاق افتاده و نه رهبری عرضه دسترسی مالی. از طرف دیگر، شاخص ارزش سهام مبادله‌شده (نسبت به تولید ناخالص داخلی) و شاخص چندبعدی دسترسی بازار سهام با رژیم‌های بخش کشاورزی و خدمات هم‌جهت بودند. این شاخص‌ها در دولت اول خاتمی و دولت اول احمدی‌نژاد پایین و در دولت دوم خاتمی بالا بودند. با توجه به تقدم زمانی تغییر در شاخص‌های مالی می‌توان فرضیه رهبری عرضه دسترسی مالی برای بخش‌های کشاورزی و خدمات را آزمون‌پذیر دانست. در همین راستا می‌توان اشاره کرد که در برنامه‌ی سوم توسعه (ماده‌های ۵۰، ۵۱، ۵۴، بند ج ماده ۱۱۶؛ بند ه ماده ۱۵۲؛ بند ب ماده ۱۸۱) که متناظر با دوره‌ی دوم دولت خاتمی است، تلاش شده دسترسی بانکی را با سرکوب نرخ بهره بهبود بخشند که تأثیر آن بر انتقال رژیم رشد خدمات قابل مشاهده است.

طبق ماده ۱۳۹ برنامه‌ی پنجم (دوره‌ی دوم احمدی‌نژاد) سرکوب مالی و افزایش دسترسی مالی به نفع بخش صنعت دنبال شده که رژیم رشد صنعت را به همراه داشته است (به عنوان مثال بیشتر، تبصره ۲ ماده ۱۸۳). ماده ۸ قانون الحاقی نیز به تقویت دسترسی بانکی به نفع بخش کشاورزی اشاره دارد: «دولت مکلف است در خصوص بهینه‌سازی مصرف انرژی، به کشاورزانی که برای برقی کردن موتور پمپ چاه‌های کشاورزی خود اقدام می‌نمایند، از طریق بانک کشاورزی تسهیلات لازم را بدون مطالبه آورده شخصی و بدون الزام به تسویه حساب دیگر موارد بدهی در اختیارشان قرار دهد». در این دوره همچنین با ایجاد بانک‌های تخصصی به افزایش دسترسی بانکی کمک شده است.

در خصوص افزایش دسترسی بازار سهام در برنامه سوم توسعه (دولت اول خاتمی) می‌توان به ماده‌های ۹ و ۱۶ ارجاع داد که به رعایت اولویت‌هایی در شیوه‌ی فروش سهام

شرکت‌ها اشاره دارد. این شاخص تا میانه دولت دوم خاتمی روند افزایشی داشته؛ اما با وجود سیاست‌های مختلف (به عنوان نمونه، ماده ۱۸ و ۲۰ برنامه توسعه پنجم) روند کاهشی آن شروع شده است.

دولت‌ها در برنامه‌های توسعه مختلف سعی کردند از سه طریق توسعه بانک‌های تخصصی، سرکوب نرخ بهره و تسهیل موانع غیرقیمتی دریافت اعتبارات، دسترسی مالی را بهبود بخشند، اما حداقل در اثربخشی بانک‌های تخصصی و سرکوب نرخ بهره تردید جدی وجود دارد.



نمودار ۵: رژیم‌های نرخ رشد-دسترسی مالی

منبع: یافته‌های پژوهش

۳.۴ کارآیی و ثبات سیستم مالی

سرانجام شاخص‌های عملکردی از دو بعد کارآیی و ثبات بحث می‌شوند. طبق نمودارهای ۶ نتیجه گرفته می‌شود که:

- شاخص‌های کارآیی کل سیستم مالی، کارآیی بازار سهام، و کارآیی سیستم بانکی (نسبت اعتبارات اعطایی به دولت و شرکت‌های دولتی به تولید ناخالص داخلی) با رژیم‌های رشد اقتصادی و رشدهای بخشی همگام بودند.

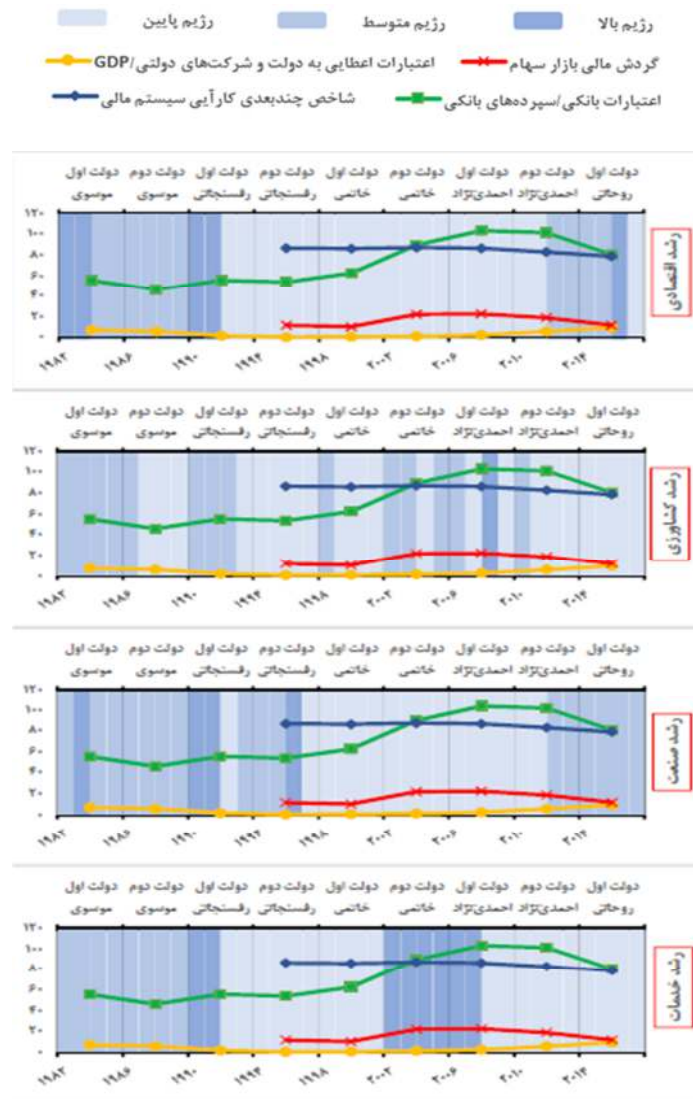
در برنامه اول توسعه (دولت اول رفسنجانی) سیاست‌هایی به منظور کاهش ناکارآیی سیستم بانکی از طریق کاهش استقراض دولت از سیستم بانکی (بند ۲-۱-۴ تصویر کلان برنامه) مطرح شدند. بند ۳-۱-۴ نیز به کارآیی بخش بانکی (وام‌ها و تسهیلات اعطایی به بخش غیردولتی) توجه داشته است. البته چنانچه در نمودارها مشخص است، این سیاست‌ها به درستی اجرا نشدند. ماده‌ی «تأمین کسری بودجه دولت از محل استقراض از بانک مرکزی و سیستم بانکی ممنوع است» به افزایش کارآیی سیستم بانکی در برنامه پنجم توسعه (تبصره، ج، ماده ۱۱۷) و افزایش کارآیی بانک کشاورزی (بند هـ، ماده ۱، برنامه و بودجه، قوانین و مقررات ارجاعی) کمک کرده، اما تأثیر آن بر رشد اقتصادی از قبل کمتر بوده است. از طرف دیگر، ماده ۳ قوانین تنفیذی از بخش سوم، کارآیی سیستم بانکی را از طریق جبران کمبود نقدینگی شرکت‌های دولتی کاهش می‌دهد. همچنین علی‌رغم گنجانیدن سیاست‌هایی در برنامه‌ی دوم توسعه به منظور افزایش کارآیی بازار سهام، بهبود چندانی مشاهده نمی‌شود.

نسبت اعتبارات به سپرده‌ها، در واقع، شاخص بی‌ثباتی سیستم بانکی را نشان می‌دهد. بر این اساس مشاهده می‌شود که:

- تغییرات این شاخص با وقفه‌ای معادل یک دولت با تغییرات رژیم رشد اقتصادی و رشدهای بخشی همگام بوده است. تنها استثنا برای رشد بخش خدمات است که با وجود افزایش بی‌ثباتی مالی در دولت دوم خاتمی، به رژیم رشد بالاتری انتقال پیدا کرده است.

در بند ۱۰ ماده ۱۰ برنامه‌ی چهارم توسعه (دولت اول احمدی‌نژاد) آمده است: «... همواره باید استانداردها و الزامات بین‌المللی در مورد نسبت کفایت سرمایه بانک‌ها در حدی که شورای پول و اعتبار تعیین می‌کند رعایت شود». بنابراین این ماده قانونی صریحاً به ثبات

بانکی اشاره دارد که احتمالاً افزایش ثبات در این دوره و دوره‌های بعدی را توضیح می‌دهد. به طور خلاصه، این نمودارها را می‌توان شواهدی در حمایت از فرضیه رهبری عرضه خدمات مالی در دو بُعد ثبات و کارایی مالی دانست.



نمودار ۶: رژیم‌های نرخ رشد-کارایی و ثبات

منبع: یافته‌های پژوهش

۵. نتیجه‌گیری و دلالت‌های سیاستی

پژوهش حاضر پس از مروری بر مجادله مالی-رشد در ادبیات اقتصاد کلان-مالی، عملکرد سیستم مالی ایران و ارتباط آن با بخش واقعی اقتصاد را واکاوی کرد. با نگاه جامع، شاخص‌های فراگیر توسعه مالی (دسته‌بندی‌شده در ابعاد عمق، جریان بین‌المللی، دسترسی، کارایی و ثبات) و رژیم‌های رشد اقتصادی و رشد بخش‌ها (کشاورزی، صنعت و خدمات) برای دوره زمانی ۱۹۸۲-۲۰۱۷ محاسبه شدند. سپس عملکرد سیستم مالی و بخش واقعی اقتصاد ایران به تفکیک دولت‌های سوم تا یازدهم بعد از انقلاب به همراه محتوای برنامه‌های توسعه مورد مقایسه و تحلیل قرار گرفتند.

نتایج نشان می‌دهد که بهبود شاخص‌های عمق (به طور خاص عمق بانکی و عمق بازار سهام)، کارایی (بازار سهام و سیستم بانکی) و ثبات مالی با رژیم‌های بالاتر رشد اقتصادی و رشد بخشی همراه شدند. این هم‌روندی نشان‌دهنده پیوند قوی مالی-رشد است و شواهدی در حمایت از فرضیه رهبری عرضه خدمات مالی ارائه می‌کند. البته دوره دولت‌های نهم و دهم استثنا است، زیرا با وجود بهبود کلی عملکرد مالی، رژیم رشد اقتصادی پایین استمرار پیدا کرده که مشابه آن تنها در دوران جنگ اتفاق افتاده است.

در این سال‌ها، وضعیت دسترسی مالی نامطلوب بوده، تعمیق بازار بیمه‌های عمر کم‌ترین مقدار و کم‌ترین نوسانات را پشت سر گذاشته و سرانجام، عمق مالی بین‌المللی روند کاهشی داشته است. ارتباطی هم میان تغییر در رژیم‌های رشد بخش واقعی و تغییر در میانگین این شاخص‌ها دیده نشد.

با بررسی مختصر قوانین برنامه‌های توسعه اول تا پنجم مشخص شد که بیش از ۶۰ تبصره (برنامه اول و دوم) و ماده (برنامه سوم تا پنجم) به سیاست‌های توسعه مالی معطوف بودند. اما این سیاست‌ها، پیگیری یک استراتژی منسجم و قابل دفاع را تأیید نمی‌کنند و بر عکس، گویای سرکوب سیستم مالی و تبعیض‌های بخشی و بدون برنامه هستند. مسلم است که برنامه‌ای با محوریت سرکوب مالی (که متضاد آزادسازی مالی است) به «توسعه مالی متوازن» نمی‌انجامد.

ادبیات نظری و تجربی اقتصاد کلان-مالی بر این مسأله مهر تأیید زده که آثار بالقوه توسعه مالی بر رشد و توسعه اقتصادی در صورت توازن توسعه مالی پدیدار می‌شود. به بیان دیگر، توسعه متوازن کانال‌های سیستم مالی (تعمیق مالی، آزادسازی مالی، مدیریت ریسک و نوآوری مالی) از طریق سیاست‌های غیرسرکوب‌گرایانه و غیردستوری است.

اقتصاد ایران نیاز دارد همانند اقتصادهای توسعه‌یافته و در حال گذار، در نگرش و متعاقباً طراحی سیستم مالی و سیاست‌گذاری‌های توسعه مالی اش تجدید نظر کند.

پی‌نوشت‌ها

۱. این مقاله مستخرج از طرح پژوهشی این نویسندگان، در طرح جامع اعتلای علوم انسانی معطوف به پیشرفت کشور است که در پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی به انجام رسیده است.

۲. در مورد تعریف بازار سرمایه، برداشت نادرستی میان برخی اقتصاددانان ایرانی وجود دارد که بازار سرمایه را مترادف با بازار سهام تعریف می‌کنند؛ در حالی که در تقسیم‌بندی بازار مالی، ابزارهای مالی دارای سررسید زیر یک سال در بازار پول و ابزارهای مالی با سررسید بالای یک سال، در بازار سرمایه جای می‌گیرند. بر این اساس، سپرده‌های سیستم بانکی بر اساس زمان سررسید می‌توانند جزء بازار پول یا سرمایه قلمداد شوند و به همین ترتیب، ابزارهای بازار سهام می‌توانند جزء بازار پول یا سرمایه باشند (برای مطالعه بیشتر رجوع شود به ناجی میدانی، مجتهدی و ابوترابی، ۱۳۹۲: ۲-۳).

۳. برای بخش کشاورزی کوچک‌ترین معیار آکاییک متعلق به حالت عرض از مبدأ وابسته به رژیم و جملات خطای ناخودهمبسته و واریانس ناهمسان است؛ اما واریانس مقادیر برازش شده نزدیک به صفر شده و مقادیر آن با مقادیر واقعی متفاوت بود. بنابراین، حالت واریانس همسان که مقادیر برازش شده آن بسیار نزدیک و هم‌روند با مقادیر واقعی است، به عنوان حالت بهینه مد نظر قرار گرفت.

لازم به توضیح است که در مدل‌های نهایی این پژوهش تنها عرض از مبدأ وابسته به رژیم است، بنابراین تعیین سطح وضعیت تعادلی پایدار رژیم‌ها و تشخیص رژیم‌های بالا، میانی و پایین بر اساس عرض از مبدأها انجام می‌گیرد.

کتاب‌نامه

ناجی میدانی، ع. ا.، مجتهدی، س. و ابوترابی، م. (۱۳۹۲). بررسی اثر ساختار بازار سرمایه بر رشد اقتصادی بخش‌های مختلف اقتصاد ایران. اولین همایش توسعه پایدار با رویکرد بهبود محیط کسب و کار. اتاق صنایع، معادن و کشاورزی خراسان رضوی: مشهد.

نیلی، مسعود و راستاد، مهدی (۱۳۸۲). توسعه مالی و رشد اقتصادی، مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، نقش نهادهای مالی در توسعه اقتصادی: عملکرد و چشم‌انداز - تجربه ایران. پژوهشکده پولی و بانکی، صفحات ۹۶-۷۱.

- Adeniyi, O., Oyinlola, A., Omisakin, O., & Egwaikhide, F.O. (2015). Financial Development and Economic Growth in Nigeria: Evidence from Threshold Modeling. *Economic Analysis and Policy*, 47, 11-21.
- Aghion, P., Angeletos, G.M., Banerjee, A., & Manova, K. (2010). Volatility and Growth: Credit Constraints and the Composition of Investment. *Journal of Monetary Economics*, 57, 246-265.
- Aghion, P., & Durlauf, S. (Eds.). (2005). *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1) Elsevier.
- Ang, A., & Bekaert, G. (2002). Regime Switches in Interest Rates. *Journal of Business & Economic Statistics*, 20(2), 163-182.
- Arcand, J., Louis, B.E., & Panizza, U. (2015). Too Much Finance. *Journal Economic Growth*, 20, 105-148.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. 1962 ed. Irwin, Homewood, IL.
- Beck, T., Buyukkaraback, B., Rioja, F.K., & Valev, N.T. (2012). Who Gets the Credit? And Does It Matter? Household vs. Firm Lending Across Countries. *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 12, 1-46.
- Bencivenga, V., & Smith, B. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*, 58, 195-209.
- Bell, C. & Rousseau, P.L. (2001). Post-independence India: A Case of Finance-Led Industrialization? *Journal of Development Economics*, 65, 153-175.
- Bittencourt, M. (2012). Financial Development and Economic Growth in Latin America: Is Schumpeter Right? *Journal of Policy Modeling*, 34, 341-355.
- Cecchetti, S. C., & Kharroubi, E. (2012). *Reassessing the Impact of Finance on Growth*. Bank of International Settlement Working Paper No. 381, Basel: Switzerland.
- Choe, C. & Moosa, I.A. (1999). Financial System and Economic Growth: The Korean Experience. *World Development*, 27, 1069-1082.
- Davies, R. B. (1977). Hypothesis Testing When a Nuisance Parameter is Present Only Under the Alternative. *Biometrika*, 64(2), 247-254.
- Demetriades, P., & Law, S. H. (2006). Finance, Institutions and Economic Growth. *International Journal of Finance and Economics*, 11(3), 245-260.
- Demetriades, P., & Hussein, K. (1996). Does Financial Development Cause Economic Growth? Evidence for 16 Countries. *Journal of Development Economics*, 51, 387-411.
- Demetriades, P.O. & Luintel, K.B. (1996). Financial Development, Economic Growth and Banker Sector Controls: Evidence from India. *Economic Journal*, 106, 359-374.
- Ductor, L., & Daryna, G. (2015). Financial Development, Real Sector, and Economic Growth. *International Review of Economics & Finance*, 37(1), 393-405.
- Goldsmith, R.W. (1969). *Financial Structure and Development*. Yale University Press: New Haven.
- Gurley, J.G., & Shaw, E.S. (1955). Financial Aspects of Economic Development. *The American Economic Review*, 45(4), 515-538.

- Gupta, K. L. (1984). *Finance and Economic Growth in Developing Countries*. Croom Helm: London.
- Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. *Journal of Political Economy*, 98(5, Part 1), 1076-1107.
- Hamilton J. D. (1989). A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle. *Econometrica*, 57, 357-384.
- Hassan, K. M., Sanchez, B. and Yu, J.S. (2011). Financial Development and Economic Growth: New Evidence from Panel Data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(1), 88-104.
- Hicks, J. (1969). *A Theory of Economic History*. Clarendon Press: Oxford.
- King, R.G., & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- Luintel, K.B., & Khan, M. (1999). A Quantitative Reassessment of the Finance–Growth Nexus: Evidence from a Multivariate VAR. *Journal of Development Economics*, 60(2), 381-405.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- Lucas, R.E. (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.
- Manning, M.J. (2003). Finance Causes Growth: Can We Be So Sure? *The BE Journal of Macroeconomics*, 3(1), 1-24.
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution: Washington, DC.
- Miller, M.H. (1998). Financial Markets and Economic Growth. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11, 8-14.
- Neusser, K. & Kugler, M. (1998). Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries. *Review of Economics and Statistics*, 80, 638-646.
- Odedokun, M.O. (1996). Alternative Econometric Approaches for Analysis the Rule of the Financial Sector in Economic Growth: Time-Series Evidence from LDCs. *Journal of Development Economics*, 55, 119-146.
- Oro, O. U., & Alagidede, P. (2018). The Nature of the Finance-Growth Relationship: Evidence from a Panel of Oil-Producing Countries. *Economic Analysis and Policy*, 60(C), 89-102.
- Patrick, H.T. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development and Cultural Change*, 14(2), 174-189.
- Quandt, R.E. (1972). A New Approach to Estimating Switching Regressions. *Journal of the American Statistical Association*, 67(338), 306-310.
- Ritab, S. (2007). Financial Sector Development and Sustainable Economic Growth in regionally Co-integrated Emerging Markets Issues in Corporate Governance and Finance. *Advances in Financial Economics*, 12, 345-360.
- Robinson, J. (1952). *The Generalization of the General Theory*. Macmillan: London.
- Romer, P. M. (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, 94(5), 1002-1037.

- Rousseau, P.L., & Wachtel, P. (2000). Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995. *Journal of Banking & Finance*, 24(12), 1933-1957.
- Rousseau, P.L., & Wachtel, P. (2011). What Is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth? *Economic Inquiry*, 49(1), 276-288.
- Rousseau, P.L. and Vuthipadadorn, D. (2005). Finance, Investment, and Growth: Time Series Evidence from 10 Asian Economies. *Journal of Macroeconomics*, 27, 87-106.
- Sassi, S., & Gasmi, A. (2014). The Effect of Enterprise and Household Credit on Economic Growth: New Evidence from European Union Countries. *Journal of Macroeconomics*, 39, 226-231.
- Schumpeter, J.A. (1912). *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Harvard University Press: Cambridge.
- Swamy, V., & Dharani, M. (2019). The Dynamics of Finance-Growth Nexus in Advanced Economies. *International Review of Economics & Finance*, 64, 122-146.
- Shaw, E.S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press: New York.
- Trablesi, M. (1998). *Finance and Growth: Empirical Evidence from Developing Countries 1960-1996*. Working Paper 0228, Economic Research Forum.
- Williams, K. (2018). Has the Finance-Growth Link Been Broken? Panel Data Evidence from Latin America and the Caribbean. *Economía*, 19(3), 404-423.
- Xu, Z. (2000). Financial Development, Investment, and Economic Growth, *Economic Inquiry*, 38, 331-344.

جدول ۱- پیوست: آزمون ریشه واحد متغیرها

فیلپس-پرون		دیکی-فولر تعمیم یافته		متغیر
عرض از مبدأ و روند	عرض از مبدأ	عرض از مبدأ و روند	عرض از مبدأ	
-۶/۰۵***	-۶/۱۷***	-۶/۰۷***	-۶/۱۶***	رشد اقتصادی
-۱۰/۴۶***	-۷/۸۳***	-۶/۴۸***	-۶/۵۰***	رشد ارزش افزوده کشاورزی
-۱۸/۱۱***	-۱۴/۹۹***	-۶/۱۷	-۶/۲۵***	رشد ارزش افزوده صنعت
-۳/۴۹*	-۳/۵۰**	-۳/۷۴**	-۳/۷۰***	رشد ارزش افزوده خدمات

توضیح: **، * و * به ترتیب نشان‌دهنده معنی‌داری آماری در سطح ۱، ۵ و ۱۰ درصد هستند.

منبع: یافته‌های پژوهش