

# ارزیابی آثار توسعه نظام مالی بر تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی



فرشاد هیبتی\*

نازی محمدزاده اصل\*\*

شوریه‌شکاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

واقعیتهای آماری نشان می‌دهد که ایران به‌عنوان کشوری در حال توسعه از عملکرد مناسبی در دستیابی به نرخ مطلوبی از تشکیل پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در مقایسه با معیارهای جهانی برخوردار نبوده‌است. عواملی مانند سطح درآمد و توزیع آن، ساختار سنی جمعیت، ریسکهای سیاسی و اقتصادی و تفسیر در سیاست‌گذاریها و روبه‌های قانونی، سبب می‌شوند سرمایه‌گذاران جهت دستیابی به شرایط ایمن سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه شده و به جای سرمایه‌گذاری در دارائیهای مالی (مانند سهام) در دارائیهای فیزیکی سرمایه‌گذاری نمایند، در عین حال حمایت از بخش پولی در مقابل بازار سرمایه، بالاتر بودن ریسک سرمایه‌گذاری در بورس در مقابل سرمایه‌گذاری در بخش ساختمان، و در مواردی نیز بازدهی کمتر آن و فقدان

\*. دکتر فرشاد هیبتی؛ عضو هیأت علمی پژوهشکده امور اقتصادی.

\*\* نازی محمدزاده اصل؛ دانشجوی دکتری اقتصاد، عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز.

بازار اولیه کارآمد از دیگر دلایل عدم شکل‌گیری پس‌انداز در کشور محسوب می‌گردد. در این مقاله با بررسی رابطه توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی در قالب مدل رگرسیونی و تبیین پازل توسعه بخش مالی - رشد اقتصادی در قالب علیت گرنجری، اهمیت و تأثیرگذاری مثبت معیارهای سنجش بازار سرمایه شامل درجه نقدشوندگی و نقش بازار سرمایه در اقتصاد ملی بر رشد اقتصادی و نرخ تشکیل سرمایه مدنظر قرار گرفته است.

### کلید واژه‌ها:

ایران، نظام مالی، رشد اقتصادی، توسعه، آزمون علیت گرنجری، مدل رگرسیونی Panel Data



## مقدمه

مطالعات تجربی، مدل‌های نئوکلاسیکی رشد و واقعیت‌های اقتصادی؛ حاکی از وجود رابطه مثبت بین رشد اقتصادی و سطوح پس‌انداز ناخالص ملی و سرانه سرمایه‌گذاری است. تخصیص بهینه پس‌انداز و جهت بخشی به سرمایه‌گذاری، توان تولید در اقتصاد را افزایش می‌دهد.

مطالعات انجام شده در این زمینه نشان می‌دهند، هر عاملی که بر الگوی درآمد و مصرف افراد در طول دوره زندگی تأثیر داشته باشد بر سطح پس‌انداز آنها و در نتیجه بر نرخ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری ملی مؤثر خواهد بود. نرخ رشد اقتصادی، درآمد ملی، فرهنگ پس‌انداز، تورم، نقدینگی، نسبت شهرنشینی، جمعیت، ساختار سنی جمعیت، نرخ بیکاری، میزان تحصیلات، رشد و توسعه بازارهای مالی، امنیت و ثبات سیاسی، قوانین حقوقی مستحکم، تربیت نیروی انسانی متخصص در جهت مدیریت منابع و بسیاری از عوامل دیگر نیز وجود دارند که بر نرخ پس‌انداز و تشکیل سرمایه مؤثر بوده و به نوبه خود جای بحث و بررسی دارند.

یکی از مهمترین عوامل گسترش زمینه‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، توسعه بازارهای مالی، نهادها و ابزارهای این بازار و ارتباط آن با بدنه اقتصاد ملی است. توسعه بخش مالی تحت تأثیر عوامل متفاوتی مانند ساختار مناسب قانونی و سازوکار اجرایی بخشهای بازار مالی، ارتقای دانش سرمایه‌گذاری، تقویت و آموزش نیروی انسانی مجرب و متخصص جهت حضور در بازارهای مالی قرار می‌گیرد.

این مطالعه با بیان شواهد آماری به بررسی وضعیت پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در ایران پرداخته و کاستیهای آن را در مقایسه با دیگر کشورها و برنامه‌های توسعه اقتصادی مدنظر قرار می‌دهد. در بخش دوم مقاله، عوامل مؤثر بر فرایند پس‌انداز در کشور با استفاده از شواهد آماری مطالعه شده و در بخش آخر نیز ارتباط توسعه بازار مالی و توسعه اقتصادی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

## ادبیات موضوع

«روستو» مرحله خیز اقتصادی را مرحله‌ای می‌داند که در آن نرخ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری از حدود ۵ درصد درآمد به بیش از ۱۲ درصد افزایش می‌یابد. «روزن اشتان رودن» شرط لازم برای قرارگرفتن اقتصاد در خط رشد و تداوم موفقیت آمیز آن را داشتن حداقل سرمایه‌گذاری می‌داند که این امر نیاز به سطوح بالای پس‌انداز دارد. «سامرز» کمی پس‌اندازها را مانعی جدی برای رشد اقتصادی به شمار آورده و مهمترین ریشه‌های افزایش بهره‌وری را پس‌انداز می‌داند، بگونه‌ای که ژاپن در سال ۱۹۸۶ با نرخ پس‌اندازی بیش از سه برابر آمریکا، نرخ رشدی معادل سه برابر در بهره‌وری تجربه نموده است.<sup>۱</sup> در مورد کشورهای در حال توسعه بویژه آسیای جنوب شرقی نیز نقش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری بسیار مهم و کلیدی شمرده شده‌اند. «ماسون» جریان تراکم سرمایه را شامل سه مرحله می‌داند: ۱. افزایش در حجم واقعی پس‌اندازها؛ ۲. بسیج منابع مالی پس‌انداز از طریق مؤسسات پولی و مالی؛ ۳. سرمایه‌گذاری وجوه پس‌انداز شده به منظور تراکم سرمایه مجدد.

در یک مفهوم کلی پس‌انداز ملی عبارتست از تفاوت تولید کل و مخارج کل. در نظام حسابهای مالی سازمان ملل وقتی صحبت از پس‌انداز ملی می‌شود، منظور بخشی از درآمد قابل تصرف ملی است که مصرف نمی‌شود. پس‌انداز ملی در اصل از دو عنصر مجزا تشکیل می‌شود: پس‌انداز دولت و پس‌انداز بخش خصوصی. معمولاً در کشورهای در حال توسعه پس از محاسبه پس‌انداز کل جهت تفکیک آن به اجزای خصوصی، دولتی و خارجی؛ ابتدا پس‌انداز خارجی و دولتی از طریق آمار تراز پرداختها و آمار مالی دولت بدست می‌آید و سپس پس‌انداز بخش خصوصی به‌عنوان مانده، محاسبه می‌گردد.<sup>۲</sup> بدین ترتیب آشکار است که محاسبه پس‌انداز در سطح کلان و خرد با مشکلاتی همراه می‌باشد و آمار پس‌انداز در تمامی کشورها شامل خطاهای

۱. فرزاد کریمی، «تأثیر پس‌انداز و سرمایه‌گذاری بر صادرات غیرنفتی کشور (۱۳۷۵-۱۳۷۸)»، مجله برنامه و بودجه، شماره ۵۶ و ۵۷.

۲. پژوهش پس‌انداز ملی در سالهای ۱۳۵۳ تا ۱۳۷۴»، اداره بررسیهای اقتصادی بانک مرکزی، ۱۳۷۵.

بسیاری است؛ اما هیچکدام از این خطاها در نتایج کلی و اساسی بدست آمده در رابطه با روند نرخ پس‌انداز ملی و ارتباط با سایر متغیرهای اقتصاد کلان، اثر قابل توجهی ندارد و در مطالعات می‌توان به آنها اتکا نمود. در ایران نیز پس‌انداز ملی براساس روشهای متداول محاسبات ملی در چارچوب حسابهای سازمان ملل و محدوده امکانات آماری کشور محاسبه می‌گردد.

از بعد ثئوریک، در یک اقتصاد بسته سطح پس‌انداز و سرمایه‌گذاری همواره مساوی است. درچنین شرایطی میزان تغییر در پس‌انداز به شکل مستقیم سبب تغییر در سرمایه‌گذاری می‌شود. اما در یک اقتصاد باز سرمایه‌گذاری را می‌توان از محل پس‌انداز خارجی نیز تامین مالی نمود و یا به عبارتی، از سرمایه‌گذاری خارجی استفاده کرد. بنابراین در چنین شرایطی کشور نمی‌تواند از سرمایه‌گذاری خارجی در ابعاد گسترده و بهینه استفاده نماید و مشارکت خارجیان در روند سرمایه‌گذاری در کشور ناچیز است، پس‌انداز دولتی و خصوصی و جهت دهی به آنها از اهمیت بیشتری برخوردار شده و لزوم توجه آن بیش از پیش احساس می‌شود.

بدین ترتیب پس‌انداز و سرمایه‌گذاری دو روی یک سکه هستند و در شرایط ایده‌آل انتظار می‌رود که در کشورهای در حال توسعه که دارای ظرفیتهای خالی تولیدی بوده و زمینه‌های متنوعی برای سرمایه‌گذاری در اختیار دارند، نرخ رشد سرمایه‌گذاری و پس‌انداز بالا باشد و سیاست‌گذاری‌هایی هدفمند در این زمینه نیز در بخش خصوصی و دولتی شکل بگیرد.

## روند پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در ایران

از جمله شاخصهایی که در شناخت میزان بهینه پس‌انداز و سرمایه‌گذاری کاربرد فراوان دارد، نسبت پس‌انداز ناخالص داخلی و میزان تشکیل سرمایه ثابت به درآمد ناخالص ملی است. این دو نسبت نشان می‌دهند که چه میزان از تولید ناخالص ملی، پس‌انداز، و سپس سرمایه‌گذاری شده‌است. در یک تقسیم‌بندی کلی بر پایه

معیار سطح درآمد کشورها و با ذکر این نکته که ایران در این تقسیم‌بندی در گروه کشورهای با درآمد کمتر از متوسط جای دارد، (جدول ۱) این اطلاعات ارائه شده است. همانگونه که ملاحظه می‌شود، نسبت پس‌انداز به تولید ناخالص ملی در ایران از روند متناسبی برخوردار نبوده و در سالهای مختلف با فراز و نشیب همراه شده است. این نسبت در مقایسه با میانگین جهانی بیشتر و در مقایسه با کشورهای هم‌مردیف درآمدی با ایران کمتر می‌باشد. از سوی دیگر، این ناهمگونی در مورد نسبت تشکیل سرمایه به تولید ناخالص ملی نیز دیده می‌شود. از آنجا که به واسطه نرخ رشد جمعیت بالا، وجود ظرفیتهای خالی و تلاش برای جذب سرمایه خارجی در کشورهای کم درآمد و درآمد متوسط، میزان تشکیل سرمایه در مقایسه با کشورهای توسعه یافته بیشتر است، لذا پایین بودن این نرخ در ایران و نبود انسجام در نرخ و نحوه شکل‌گیری آن، ضرورت بررسی و اصلاح روند کنونی را اجتناب ناپذیر می‌کند.

با توجه به ارقام جدول شماره (۲) در پنج سال ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۱: میانگین نسبت تشکیل پس‌انداز به تولید ناخالص ملی، برای کشورهای با درآمد کمتر از متوسط ۲۹/۶ درصد بوده و در این دوره زمانی این نسبت برای ایران ۲۶/۶ درصد ثبت شده است. در فاصله زمانی مذکور، نسبت تشکیل سرمایه به تولید ناخالص ملی برای کشورهای با درآمد کمتر از متوسط ۲۶ درصد و برای ایران ۲۴/۹ درصد بوده است. در عین حال نسبت پس‌انداز به تولید ناخالص ملی برای کشورهای آسیای شرقی و حوزه اقیانوس آرام؛ بطور میانگین بیش از ۳۵ درصد، برای کشورهای شمال آفریقا و منطقه خاورمیانه؛ حدود ۳۰ درصد و نسبت تشکیل سرمایه به تولید ناخالص ملی برای این مناطق به ترتیب حدود ۳۲ درصد و ۲۱ درصد بوده است و برای کشورهایی مانند چین، سنگاپور و مالزی این نسبت بین ۳۵ تا بیش از ۴۰ درصد نیز ثبت شده است.

### جدول ۱. نسبت تشکیل پس انداز ناخالص داخلی به تولید ناخالص

#### ملی به تفکیک گروه‌های درآمدی کشورها

۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۶	۱۹۹۵	۱۹۹۰	۱۹۸۵	۱۹۸۰	۱۹۷۵	
۲۲	۲۲/۷	۲۲/۶	۲۲/۱	۲۳/۴	۲۲	۲۲/۱	۲۲/۱	۲۲/۳	۲۲/۴	۲۲/۱	میانگین جهانی
—	۲۲/۲	۲۲/۲	۲۲/۸	۲۲/۹	۲۲/۴	۲۲/۳	۲۲/۶	۲۲	۲۲/۱	۲۲	کشورهای با درآمد بالا
۲۱/۳	۲۲/۳	۲۲	۲۲/۹	۲۲/۵	۲۲/۵	۲۲/۱	۲۲/۵	۲۲/۶	۲۲/۹	۲۲/۶	کشورهای با درآمد بالاتر از متوسط
۲۵/۲	۲۶	۲۵/۷	۲۵/۱	۲۶/۱	۲۶/۲	۲۶/۷	۲۶/۸	۲۵/۶	۲۶/۲	۲۵/۲	کشورهای با درآمد متوسط
۲۹/۶	۲۹/۸	۲۹/۹	۲۸/۷	۳۰/۲	۳۰/۴	۳۰/۹	۳۰/۵	۲۷/۶	۲۹/۲	۲۶/۲	کشورهای با درآمد کمتر از متوسط
۲۰/۱	۲۰/۳	۱۸/۲	۱۸/۷	۱۹/۶	۱۹/۷	۲۱/۵	۲۱/۳	۱۹/۶	۲۰/۵	۱۸/۳	کشورهای کم‌درآمد
۲۵/۹	۲۸/۹	۲۰/۲	۱۹/۱	۲۲/۶	۲۵/۹	۲۲/۷	۲۷/۱	۲۱	۲۶/۵	۲۲/۷	ایران

### جدول ۲. نسبت میزان تشکیل سرمایه ثابت به درآمد ناخالص

#### ملی به تفکیک گروه‌های درآمدی کشورها

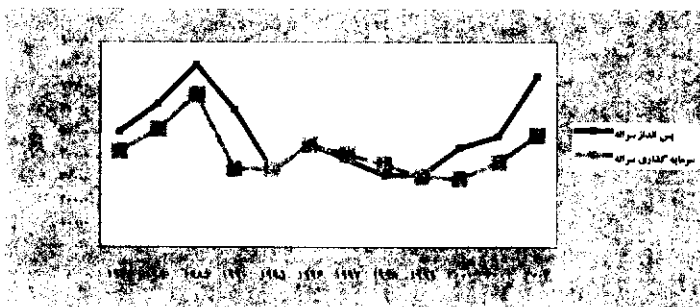
۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۶	۱۹۹۵	۱۹۹۰	۱۹۸۵	۱۹۸۰	۱۹۷۵	
۲۲/۳	۲۲/۰۹	۲۱/۹	۲۲	۲۲/۱	۲۲	۲۱/۸	۲۲/۲	۲۱/۹	۲۲/۲	۲۲/۹	میانگین جهانی
—	۲۲	۲۲/۲	۲۲/۸	۲۲/۹	۲۲/۳	۲۲/۳	۲۲/۵	۲۲/۰	۲۲/۱	۲۲/۰	کشورهای با درآمد بالا
۱۹/۴	۲۰/۳	۲۲/۷	۲۳/۰	۲۲/۳	۲۲/۹	۲۲/۰	۲۲/۰	۲۲/۳	۲۲/۳	۲۲/۰	کشورهای با درآمد بالاتر از متوسط
۲۲/۵	۲۲/۷	۲۵/۷	۲۵/۱	۲۶/۱	۲۶/۲	۲۶/۷	۲۶/۸	۲۵/۶	۲۶/۴	۲۵/۱	کشورهای با درآمد متوسط
۲۵/۸	۲۵/۳	۲۵/۵	۲۶/۳	۲۷/۱	۲۸	۲۸/۴	۲۵/۷	۲۵/۸	۲۷/۳	—	کشورهای با درآمد کمتر از متوسط
۲۰/۴۵	۲۰/۳	۲۰/۶	۲۱/۵	۲۱/۹	۲۲/۹	۲۲/۳	۲۲/۳	۱۹	۱۹/۳	—	کشورهای کم‌درآمد
۳۰/۲	۲۷/۱	۱۹/۶	۲۲/۱	۲۵/۱	۲۵/۷	۲۲/۲	۱۵/۵	۱۷/۵	۲۱/۷	۲۸/۱	ایران

مأخذ: World Development Indicators, 2003.

علاوه بر نسبت‌های فوق، یکی از مهمترین شاخصهایی که در بررسی تشکیل سرمایه و پس‌انداز بکار برده می‌شود، سرمایه‌گذاری و پس‌انداز سرانه است. طی یک دوره بیست ساله، بررسی روند سرمایه‌گذاری و پس‌انداز سرانه در ایران حاکی از آن است که این شاخصها روندی کاملاً صعودی نداشته‌اند و میزان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری همراه با رشد جمعیت افزایش نیافته است و بدین ترتیب طبیعی خواهد بود که امکانات و زمینه‌های زندگی بهتر، صنایع پیشرفته تر، بازارهای توسعه یافته تر و ... فراهم نشده است. نمودار شماره (۱)، روند پس‌انداز و سرمایه‌گذاری سرانه در ایران را به قیمت‌های ثابت نشان می‌دهد.

همانگونه که ملاحظه می‌شود پس‌انداز و سرمایه‌گذاری دارای روندی مشابه بوده‌اند ولی از سال ۱۹۹۹ به بعد میزان پس‌انداز بیشتر از سرمایه‌گذاری برآورد شده است. بررسی اطلاعات مربوط به روند رشد پس‌انداز و سرمایه‌گذاری نیز با استفاده از اطلاعات بانک مرکزی نشان می‌دهد که نرخ رشد پس‌انداز در ستایشه با سرمایه‌گذاری طی ۳ ساله گذشته فزونی داشته است. این اطلاعات در نمودار شماره (۲) ملاحظه می‌شود.

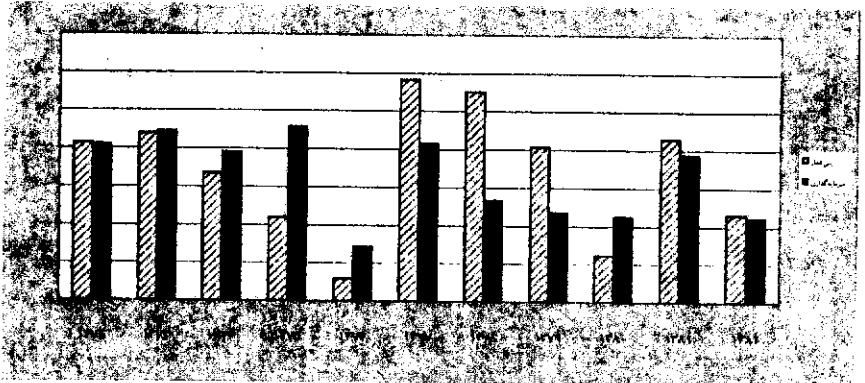
### نمودار ۱. روند میزان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری سرانه در ایران به قیمت‌های ثابت (دلاری)



Source: World Development Indicator, 2003.



## نمودار ۲. مقایسه نرخ رشد پس انداز و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص



منبع: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

نمودار شماره (۲) نشان می‌دهد که تا سال ۱۳۷۶ همواره نرخ رشد سرمایه‌گذاری بیشتر از نرخ رشد پس‌انداز بوده است. به عبارت دیگر به نظر می‌رسد که در برنامه اول توسعه اقتصادی نرخ رشد بالای سرمایه‌گذاری در کشور با سرعت و جدیت بیشتری مدنظر قرار داشته است و در این دوره بطور متوسط نرخ رشد تشکیل سرمایه بیش از ۳۰ درصد در سال برآورد می‌شود. از سال ۱۳۷۷ به بعد نرخ رشد پس‌انداز، آهنگ تندتری یافته و از سرمایه‌گذاری نیز پیشی گرفته است. تفاوت بین میزان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران، طی پنج ساله گذشته سؤال برانگیز بوده است و جدای از برخی اشتباهات آماری عوامل دیگری را در این ارتباط مطرح می‌سازد که باید مورد بازبینی سیاستگذاران قرار گیرد.

## عوامل مؤثر بر شکل‌گیری پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در کشور

ایران به‌عنوان کشوری در حال توسعه نیازمند توجه و سیاستگذاری هدفمند

در امر پس انداز و سرمایه گذاری است. این مهم محقق نخواهد شد مگر با ایجاد زمینه های مناسب در جهت ایجاد فرهنگ و الگوی صحیح پس انداز و سرمایه گذاری در کشور. برای این منظور شناخت عوامل مؤثر بر شکل گیری پس انداز و سرمایه گذاری و تقویت و بهبود عوامل مثبت تأثیرگذار ضروری است. در زیر، برخی از عواملی که با شرایط اقتصادی - اجتماعی ایران همخوانی دارند و در ادبیات تشکیل پس انداز و سرمایه گذاری مدنظر قرار گرفته است، مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد.

### الف) درآمد

بدون شک یکی از مهمترین ارکان پس انداز وجود درآمد مناسب می باشد. با نگاهی به آمارهای درآمد سرانه در کشور طی سی سال گذشته ملاحظه می شود که درآمد سرانه مردم ایران به قیمت های ثابت حدود ۱۲۰ درصد کاهش یافته است. بر پایه اطلاعات بانک جهانی در سال ۲۰۰۱ درآمد سرانه مردم ایران بالغ بر ۱۶۴۹ دلار بوده و در همان سال نیز؛ درآمد سرانه در سنگاپور ۲۸۲۳۰، مالزی ۴۷۹۷، تایلند ۲۸۰۵ و ترکیه ۳۱۳۴ دلار برآورد شده است. براساس برنامه چهارم توسعه و چشم انداز بیست ساله اقتصاد ایران، در صورت استمرار نرخ رشد فعلی، درآمد سرانه (۲ تا ۳ درصد در سال) شکاف بین درآمد سرانه در ایران و کشورهای مذکور افزایش بیشتری یافته است و با توجه به نرخ رشد، متوسط درآمد این کشورها نسبت درآمد سرانه کره به ایران یازده و نیم برابر، مالزی چهار برابر، سنگاپور بیست و چهار برابر و تایلند نیز دو برابر خواهد شد.

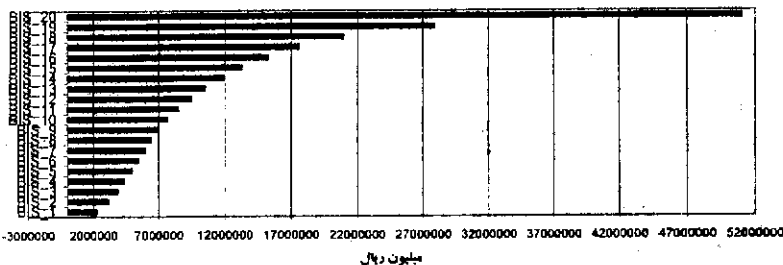
آمارهای بودجه خانوار<sup>۱</sup> نیز حاکی از عدم وجود شرایط مناسب جهت پس انداز است. در سال ۱۳۸۲ بین هزینه و درآمد خانوار در شهر، ۳۳۰ هزار تومان کسری وجود داشته است و بر اساس همین آمار در سال ۱۳۷۶ شکاف بین هزینه و درآمد خانوار ۱۲۳ هزار تومان و در سال ۱۳۸۱ نیز، ۲۵۰ هزار تومان برآورد شده بود. همچنین آمار

بودجه خانوار حاکی از فاصله طبقاتی قابل توجهی بین دهکهای درآمدی است. همانگونه که در نمودار شماره (۳) نیز ملاحظه می‌شود، درآمد گروههای ثروتمند در دو دهک نه و ده به ترتیب حداقل یک و نیم و سه برابر بیشتر از میانگین کل جامعه بوده‌است و در دهک آخر درآمدی حدود بیست و پنج برابر بیش از دهک اول به چشم می‌خورد.

در این راستا، مطالعات انجام یافته پیرامون توزیع درآمد در ایران حاکی از آن است که شاخصهای توزیعی، وضعیت نامناسبی را نشان می‌دهند، اما در عین حال هر ساله شاخص توزیع درآمد در مقایسه با سالهای قبل اندکی بهبود یافته است. به نظر می‌رسد که شاید یکی از عوامل توضیح دهنده بهبود شاخص، گسترش طبقه متوسط کم درآمد باشد. به بیان دیگر، بررسی میزان درآمد گروههای مختلف درآمدی نشان می‌دهد که درآمد گروههای متوسط به سمت گروههای فقیر نزدیکتر شده و شکاف طبقاتی بین ثروتمندترین گروه با میانگین جامعه رو به افزایش است. چنین مسئله‌ای سبب گردیده که شاخصهای توزیعی، شرایط بهتری از توزیع درآمد را بیان کنند ولی به مفهوم دیگر گسترش طبقه کم درآمد را نشان می‌دهند.

### نمودار ۳. حجم ریالی کل هزینه سرانه سالیانه در گروههای مختلف

#### درآمدی برای جامعه شهری تهران



البته علیرغم اینکه چنین مسئله‌ای از بعد اجتماعی و اقتصادی در کشور تبعات منفی فراوانی به همراه داشته و به مرور منجر به ذوب طبقه متوسط در طبقه فقیر شده

است اما از زاویه‌ای دیگر می‌تواند به‌عنوان نشانه‌ای از پتانسیل بالا برای پس‌انداز در گروه‌های ثروتمند تلقی گردد. به عبارتی، همواره بخشی از جامعه ایران (شاید حدود ۲۰ درصد)، در شرایط مساعد اقتصادی و امنیتی، پس‌انداز قابل توجهی داشته و در صورت مسیر یابی صحیح و ایجاد بازارهای مالی مناسب امکان بهره‌برداری از آنها در جهت رشد و توسعه کشور فراهم خواهد شد.

یکی دیگر از عوامل مطرح در کشورهای در حال توسعه که موجب کاهش پس‌اندازها می‌شود، بی‌اعتمادی و متغیر بودن درآمد خانوارهاست. در چنین کشورهایی، گروه‌های فقیر و متوسط جامعه نسبت به درآمد خود اعتماد کافی ندارند و همواره انتظار کاهش آن را دارند. بنابراین شاهد هستیم که این گروه از خانوارها نسبت به خرید کالاهای سرمایه‌ای مصرفی مانند طلا و در ایران نیز خرید تلفن همراه اقدام می‌کنند. این مسئله بخصوص با توجه به فقدان زمینه‌های مناسب و مطمئن سرمایه‌گذاری، تقویت شده‌است و سبب گردیده تا پس‌انداز اغلب خانوارها محدود به زمینه‌های نقدی، سپرده‌گذاری در بانکها و بالاخره خرید کالاهای بادوام باشد.

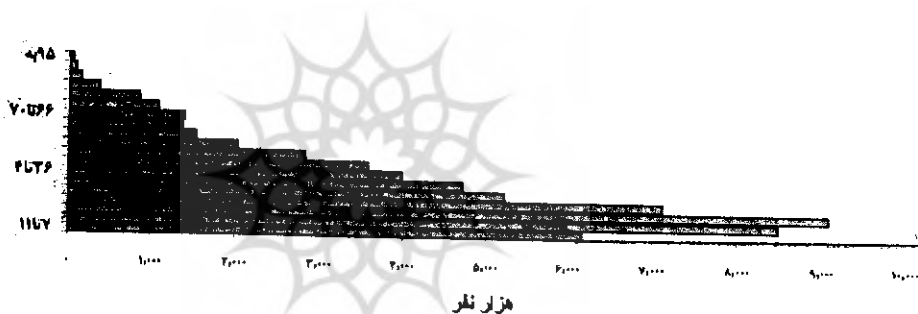
از دیگر دلایلی که پس‌انداز در کشورهای فقیر را تحت الشعاع خود قرار داده‌است، تفاوت امید به زندگی در این کشورها در مقایسه با کشورهای توسعه یافته است. مردم کشورهای در حال توسعه بخش نسبتاً کوتاهی از عمر خود را در دوره بازنشستگی سپری می‌کنند، بنابراین انگیزه‌های پس‌انداز در این کشورها بسیار کم‌رنگ بوده و اساساً پس‌انداز ماهیت واقعی خود را از دست داده‌است.

### ب) ساختار سنی جمعیت

در همین راستا می‌توان عوامل دیگری را بر شمرده که موجب کندی روند پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در ایران شده‌است و نیاز به سیاستگذاران بیهوش دولتی در این زمینه را گوشزد می‌نماید. از آن جمله می‌توان به عاملی مانند ساختار سنی جمعیت اشاره نمود. بر اساس مطالعات انجام شده هرچه نسبت افراد زیر بیست سال به افراد

۲۰۶۲ سال و یا نسبت افراد کهنسال و در سنین بازنشستگی به جمعیت شاغل افزایش داشته باشد، نرخ پس انداز ملی کاهش می یابد. بدین ترتیب در ایران که جوانان بخش بزرگی از جمعیت را تشکیل می دهند، از یک سو گروه بزرگی از جامعه تنها مصرف کننده هستند؛ و از سوی دیگر به دلیل نبود شرایط شغلی مناسب در گروه سنی جوانان میانگین دستمزدها پایین جای داشته و امکان پس انداز مناسب برای آنها وجود نخواهد داشت. (نمودار ۴)<sup>۱</sup>

نمودار ۴. هرم سنی جمعیت در ایران در سال ۱۳۸۰



### ج) ثروت

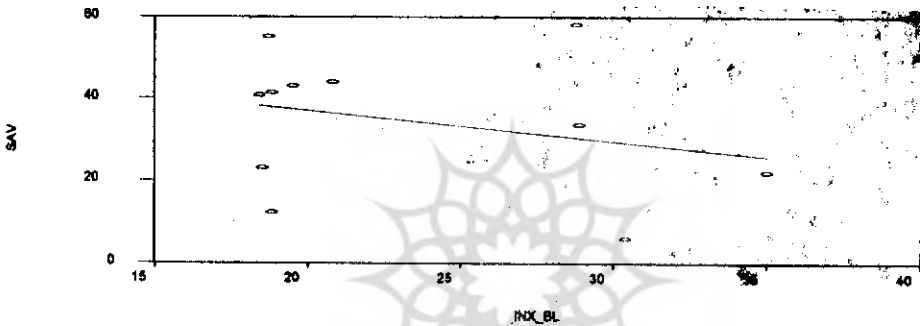
یکی دیگر از عوامل تعیین کننده پس انداز، ثروت است. بدین مفهوم که هرچه ارزش حال درآمد فرد در طول دوره زندگی او به علاوه ارزش خالص داراییهای او افزایش یابد، فرد نیاز کمتری به پس انداز احساس می کند. این مسئله بخصوص در شرایطی که قیمت کالاهای بادوام به علت تورم افزایش می یابد، حائز اهمیت است. نمونه های زیادی از کاهش نرخ پس انداز در شرایطی که قیمت ساختمان و زمین افزایش یافته است، وجود دارد.

در نمودار زیر نرخ رشد پس انداز در کشور طی دهه گذشته و تغییرات شاخص

۱. سالنامه آماری مرکز آمار ایران، ۱۳۸۰.

مسکن به شکل نمودار پراکنش و خط رگرسیونی آن نشان داده شده است. همانگونه که ملاحظه می‌شود، رابطه منفی با ضریب  $27/7$  بین این دو شاخص وجود دارد که می‌تواند به‌عنوان دلیلی بر این مدعا باشد.

نمودار ۵. نمودار پراکنش بین نرخ رشد پس‌انداز و شاخص مسکن برای دوره ۱۳۸۳-۱۳۷۲

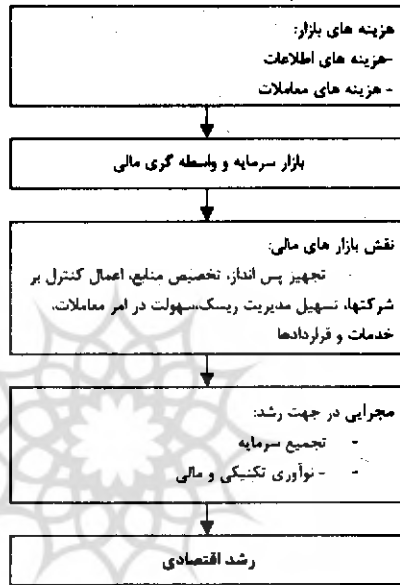


#### د) توسعه بازار مالی

یکی از مهمترین عوامل تأثیرگذار در شکل‌گیری انواع پس‌اندازها و هدایت آن به سمت سرمایه‌گذاری، توسعه بازارهای مالی است. برخی از مطالعات نشان می‌دهند که توسعه بازارهای مالی در ارتباط با پس‌انداز مانند شمشیر دو لبه عمل می‌کند؛ از یک طرف برخی از صاحب‌نظران بر این عقیده‌اند که توسعه بازارهای مالی قابلیت دسترسی به ابزارهای پس‌انداز را افزایش می‌دهد و بازده پس‌انداز را مناسب‌تر و همچنین استقراض را برای افراد سهل‌تر می‌کند، و بدین ترتیب موجب کاهش پس‌انداز می‌شود.<sup>۱</sup> اما از سوی دیگر، تجارب کشورهای مختلف و مطالعات متعدد تجربی در این زمینه بیان‌کننده این واقعیت است که توسعه بازار مالی اثر خالص مثبت

۱. بایومی ۱۹۹۳، استری لوی ۱۹۹۵.

بر پس انداز، تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی داشته است.<sup>۱</sup>  
 لواین در مطالعات خود در سال ۱۹۹۷<sup>۲</sup> فرایند تئوریک توسعه بخش مالی -  
 توسعه اقتصادی را در قالب نمودار زیر بیان می کند:



لواین در این بررسی در مجموعه ۷۴ کشور در حال توسعه و توسعه یافته نشان می دهد که اثرات مشخص و محکمی بین توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی وجود دارد. به منظور این بررسی او در مطالعات خود سه رویکرد را مدنظر قرار داده است:

۱. از طریق محاسبه و سنجش بخش مالی (واسطه گری مالی)؛
۲. از طریق مقایسه گستردگی فعالیت شبکه بانکهای تجاری در مقایسه با بانک مرکزی در بخش واسطه گری مالی؛
۳. از طریق بررسی گستردگی راههای تزریق منابع از بخش مالی به سمت بخش

۱. ادواردز، ۱۹۹۵، جانسون ۱۹۹۶، هاریگان ۱۹۹۵، راس لواین ۱۹۹۸، ۱۹۹۹، ۲۰۰۱، ۲۰۰۰، چرنگ ۲۰۰۱ و کلی ۲۰۰۴.

2. Ross Levine, "Financial Development and Economic Growth: View and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35, pp.688-726.

خصوصی در مقایسه با بخش دولتی.

مطالعات در این زمینه نشان داد که توسعه هر یک از سه رویکرد بخش مالی بسیار با اهمیت است. به عنوان نمونه براساس ضرایب مدل تابلویی<sup>۱</sup> تخمین زده شده توسط وی «اگر آرژانتین سطح بالاتری از میزان توسعه یافتگی در بخش مالی در مقایسه با میانگین کشورهای در حال توسعه تجربه می‌کرد، این کشور می‌توانست در فاصله سالهای ۹۵-۱۹۶۰ یک درصد نرخ رشد سرانه تولید ناخالص ملی سریعتری را داشته باشد. همچنین از آن جا که در هندوستان میزان تزریق منابع از بخش مالی به بخش خصوصی کم است، در صورتیکه هندوستان سهم تزریق این منابع را افزایش می‌داد می‌توانست نرخ رشد تولید ناخالص سرانه را در حدود ۰/۶ درصد در هر سال افزایش دهد.»

در این ارتباط پازل رشد اقتصادی - توسعه بازارهای مالی مطرح می‌گردد که در یک جمع بندی سه تئوری برای آن معرفی شده است:<sup>۲</sup>

در تئوری اول فرضیه "Finance-Led Growth" مطرح می‌شود. در اینجا فرض می‌شود که فرایند «عرضه - هدایت»<sup>۳</sup> بین بازار مالی و رشد اقتصادی ایجاد ارتباط می‌نماید. بر این اساس در صورت وجود یک بخش مالی قوی با زیر ساختها و نهادهای مالی، امکان تخصیص بهینه منابع محدود مالی از بخشهای دارای مازاد به سمت بخشهای دارای کسری فراهم شده و به دنبال خود سایر بخشهای اقتصادی را به سمت توسعه اقتصادی رهنمون می‌سازد. بنابراین بخش مالی کارا، رشد اقتصادی در بخشهای مختلف را سبب می‌شود (شومپتر ۱۹۱۲، لواین ۱۹۹۷).

در نقطه مقابل این فرضیه، فرضیه "Growth-Led Finance" قرار دارد. که بیان می‌کند رشد اقتصادی بالا می‌تواند تقاضای لازم جهت شکل‌گیری و ایجاد ابزارها

1. Panel

2. Keong Choong Chee, "Financial Development and Economic Growth in Malaysia: The Stock Market Perspective", *Economics Working Paper Arshive and WUSTL*, 2000.

3. Supply-Leading



و زمینه‌های توسعه بازار مالی را فراهم آورده و این بازارها ناچارند خود را با تقاضا و تغییرات ایجاد شده در بخشهای مختلف اقتصاد هماهنگ سازند. به بیان دیگر، این فرضیه بیان می‌کند که یک تقاضای پیرو<sup>۱</sup> بین بازارهای مالی و رشد اقتصادی وجود دارد.<sup>۲</sup>

در فرضیه سوم، فرض بازخورد<sup>۳</sup> مطرح می‌شود این فرضیه بیان می‌کند، یک رابطه علی دو طرفه بین توسعه بازارهای مالی و عملکرد اقتصادی وجود دارد. در این فرضیه، عنوان می‌شود که یک کشور با بهره‌گیری از یک سیستم توسعه یافته بازارهای مالی می‌تواند، زمینه‌های رشد اقتصادی را از طریق تغییرات تکنیکی و نوآوری در خدمات و محصولات ایجاد نماید.<sup>۴</sup> از طریق این فرایند، شاهد ایجاد تقاضای قابل توجه برای محصولات و خدمات مالی خواهیم بود.<sup>۵</sup> بر این اساس توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی در قالبی مستقل و در عین حال مرتبط با یکدیگر می‌توانند بازخوردی علت و معلولی با یکدیگر داشته باشند. این مسئله در مطالعات «لوائنتل و خان ۱۹۹۹» بیش از دیگران مورد بررسی قرار گرفته است.

### بخش مالی در اقتصاد ایران

بخش مالی در دو بازار پول و بازار اوراق بهادار هویدا می‌شود. به روشنی پیداست که در اقتصاد ایران دو کفه بازار پول و سرمایه به نفع بازار پول سنگینی می‌کند. ناتوانی بازار سرمایه در جذب سرمایه‌گذاران، نبود قوانین با پشتوانه اجرایی، فقدان انضباط و ثبات مالی در کشور و جهت‌گیریهای حمایتی دولت به سمت بخش خصوصی، سبب شده است که بازار سرمایه ایران دورتر از پتانسیل‌های واقعی خود ایفای نقش نماید.

1. Demand Following

۲. راینسون ۱۹۵۲، رومر ۱۹۹۰.

3. Feedback

4. Joseph, Schmpeter, 1912.

5. Ross, Levine, 1997, pp.9-4.

بر اساس تقسیم‌بندی نظام‌های مالی از دو بعد پایه - بانک<sup>۱</sup> و پایه - اوراق بهادار<sup>۲</sup> (یا مبتنی بر بانک و مبتنی بر اوراق بهادار) نظام مالی در ایران مبتنی بر بانک است. در نظام مالی پایه - بانک، که به دلیل ارائه خدمات مالی پایه و فراگیر، شالوده اصلی نظام‌های مالی در اقتصادهای پولی را تشکیل می‌دهد، سرمایه‌گذاری یا اعطای اعتبار به روش غیرمستقیم صورت می‌گیرد. در این روش، به خصوص پس‌اندازکنندگان کوچک نزد واسطه‌های مالی - که عموماً بانکها و سایر نهادهای مالی سپرده‌پذیر هستند - اقدام به اندوختن پس‌انداز می‌نمایند. در روش سرمایه‌گذاری غیرمستقیم، بیشتر ابزارهایی که پیشروی پس‌اندازکنندگان قرار می‌گیرند در قالب انواع مختلف سپرده‌های بانکی کوتاه و بلندمدت هستند.

نظام مالی پایه - اوراق بهادار، به دلیل ابداعات پرشمار در زمینه ابزارها و نهادهای مالی، طی دهه ۱۹۶۰ میلادی تاکنون گسترش بسیاری، بویژه در اقتصادهای توسعه‌یافته و در حال رشد یافته است. در این نظام، سرمایه‌گذاری یا اعطای اعتبار به واحدهای تولیدی یا تجاری به شیوه مستقیم صورت می‌گیرد. در اینجا، اعتباردهندگان یا پس‌اندازکنندگان، وجوه مازاد خود را تبدیل به اوراق بهادار کوتاه و بلندمدت دولت، شهرداریها و بنگاههای اقتصادی می‌نمایند. این نوع مراودات و معاملات مالی در برگیرنده استفاده از اوراق بهادار در بازار مالی می‌باشند.

کانت، لواین و... نقش ساختار اقتصادی را بر رشد اقتصادی در بین کشورهای مختلف مورد بررسی قرار داده و دریافتند که ساختارهای متفاوت بازار مالی بر پایه بانک و یا بازار اوراق بهادار، می‌تواند اثرات متفاوتی در میزان همبستگی و ارتباط توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی به همراه داشته باشد. به منظور بررسی این موضوع، آنها یک شاخص ترکیبی از اندازه و کارایی هر یک از این دو بخش ساخته و این شاخص را در بین کشورهای مختلف با یکدیگر مقایسه کردند. براساس این شاخص، کشورهایی که سهم بخش بانکی آنها از کل بازار مالی بیشتر است، در رده پایین جدول

ارتباط بین توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی در مجموعه کشورهای بانک محور قرار دارند. هرچه ساختار بازار مالی به سمت توسعه بازار اوراق بهادار متمایل شده است، کشورها در رده بالاتری از این ارتباط قرار می‌گیرند.

نتایج بررسیهای آنها در این زمینه نشان می‌دهد که:

۱. بانکها، مؤسسات مالی غیربانکی و بازار اوراق بهادار در کشورهای ثروتمند بزرگتر، فعال‌تر و کارآتر می‌باشند. به عبارت دیگر، بطور متوسط توسعه یافتگی ساختار مالی در کشورهای ثروتمند بیشتر است؛

۲. بازار اوراق بهادار در کشورهایی با درآمد بالا، بسیار فعالتر و کارآتر در ارتباط با شبکه بانک عمل می‌کند؛

۳. با توسعه اقتصادی، ساختار مالی کشورها به سمت بازار محوری تمایل خواهد داشت.

براساس نوع نهادها، میزان تکامل و بازیگران اصلی بازار مالی کشور و همچنین سهم متغیرهایی مانند تشکیل سرمایه ثابت ناخالص و نسبت حجم معاملات در دو بازار پول و سرمایه به تولید ناخالص داخلی نظام مالی موجود در کشور را می‌توان بانک محور دانست. تجربه نزدیک به یک قرن بانکداری در اقتصاد ایران حاکی از آن است که علیرغم تأسیس و فعالیت نهادها، نظام مالی مبتنی بر اوراق بهادار، همچنان نظام مالی مبتنی بر بانک، حضور گسترده و فراگیر خود را با تأکید بر اقتصاد دولتی حفظ کرده است. بدین ترتیب، سیستم پولی از توسعه یافتگی ساختاری برخوردار شده است، ولی بازار مالی مبتنی بر اوراق بهادار هنوز به یک نظام ساختاری مستقل و فراگیر مجهز نشده و از ضعفهای متعدد در زمینه‌هایی مانند مدیریت، قانونگذاری، عدم استمرار در تصمیم‌گیریها، عدم اطلاع‌رسانی و شفاف‌سازی مناسب و فقدان سازوکار اجرایی رنج می‌برد.

جداول زیر تعدادی از شاخصهای بخش پولی و اوراق بهادار را طی دهه گذشته در اقتصاد کشور نشان می‌دهند.

### جدول ۳. شاخصهای بخش پولی و بازار اوراق بهادار

شرح	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲
نسبت سپرده‌های غیردیداری به GDP	۲۴/۲	۲۵/۶	۲۵/۳	۲۶/۴	۲۴/۷	۲۳/۴	۲۶/۸	۲۵/۶	۲۸/۲
نسبت حجم معاملات بورس به GDP	۱	۱/۹	۰/۷	۱	۱/۲	۱/۶	۱/۲	۲/۵	۶/۱
نسبت ارزش بازار سهام به GDP	۱۱/۹	۱۳/۲	۹/۷	۸/۲	۱۰/۲	۰/۸۱/	۱۲/۳	۱۲/۹	۲۸/۳
تهسیلات اعطایی به بخش خصوصی از کل وامهای اعطایی	۴۰/۱	۱۸/۲۲	۴۸/۲۱	۲۷/۱۸	۵۴/۰۷	۵۹/۵۶	۶۳/۶۵	۶۱/۳۳	۶۷/۲۲

منبع: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

این جدول نشان می‌دهد که طی چند سال اخیر سهم بازار سرمایه در اقتصاد کشور افزایش یافته و ارزش بازار در سال ۱۳۸۲ بالغ بر ۶/۱ درصد از تولید ناخالص ملی شده است. همچنین روند ریالی شاخصهای مذکور نیز بیان کننده نقش بازار سرمایه کشور طی چند سال اخیر می‌باشد (جدول ۴).

میلیارد ریال

### جدول ۴. متغیرهای بخش مالی

شرح	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲
سپرده‌های غیردیداری	۲۲۱۰۵	۶۰۲۸۱	۷۰۹۸۳	۸۵۶۱۷	۱۰۵۹۳۸	۱۳۳۶۹۰	۱۷۸۰۰۱	۲۳۲۸۷۱	۳۰۹۲۴۰
ارزش جاری بازار سهام	۲۱۲۳۶	۳۱۱۶۴	۲۷۱۲۹	۲۶۵۸۵	۲۳۷۲۲	۶۲۲۸۷	۸۱۶۸۲	۱۱۷۷۷۳	۳۰۹۶۹۶
حجم معاملات بورس	۱۸۸۱	۴۳۸۲	۲۰۱۸	۳۱۷۰	۵۲۲۴	۹۱۷۷	۷۸۳۱	۲۲۷۷۶	۶۶۸۷۰
نقدینگی	۸۵۰۷۲	۱۱۶۵۵۳	۱۳۲۲۸۶	۱۶۰۲۰۲	۱۹۲۶۸۹	۲۹۴۱۱۱	۳۲۰۹۵۷	۴۱۷۵۲۲	۵۲۶۵۹۶
بدهی بخش غیردولتی به سیستم بانکی	۴۶۹۳۹	۶۱۴۳۹	۷۵۷۴۰	۹۸۲۰۰	۱۳۷۹۱۳	۱۸۰۷۸۱	۲۴۲۵۴۲	۳۲۷۰۷۳	۴۵۴۸۰۰
بدهی بخش دولتی به سیستم بانکی	۵۵۰۶۸	۶۵۹۱۶	۸۰۷۰۴	۱۰۹۹۷۶	۱۱۷۱۱۷	۱۲۲۷۸۵	۱۳۸۴۵۷	۲۰۶۲۱۷	۲۲۱۷۰۹

منبع: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

### عوامل مؤثر بر شکاف توسعه، پول و سرمایه در کشور

بدون تردید توسعه بازار اوراق بهادار کشور نیازمند ایجاد زمینه‌ها و بسترهای مناسب است. شواهد حاکی از آن است در شرایطی که یک سرمایه‌گذار باریسک‌صفر و بدون پرداخت مالیات قادر است با سرمایه‌گذاری در بانکهای دولتی و خصوصی بطور میانگین، به ترتیب ۱۶ و ۲۳ درصد سود و در صورت خرید اوراق مشارکت تا سقف ۱۷ درصد نیز سود کسب نماید، عملاً در شرایط تصمیم‌گیری عقلایی، جذابیت سرمایه‌گذاری در بورس کاهش خواهد یافت.

### جدول ۵. سهم هریک از بخشهای اقتصاد از میزان

#### تشکیل سرمایه در کشور

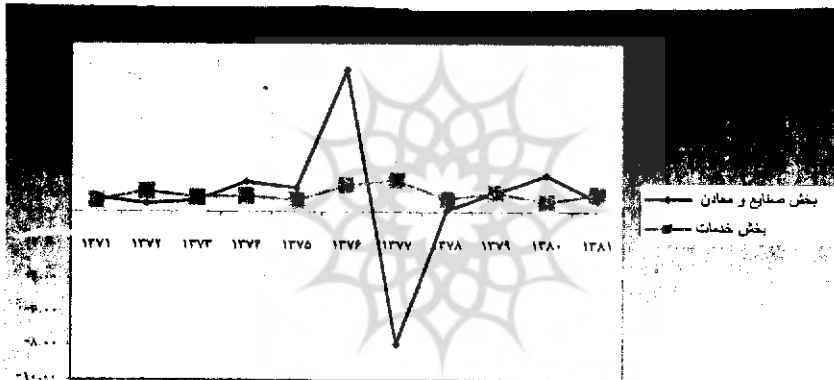
سهم خدمات	سهم صنایع و معادن	سهم نفت و گاز	سهم کشاورزی	
۶۱/۶	۲۷/۲	۵/۷	۵/۲	۱۳۷۵
۶۳/۱	۲۴/۶	۶/۶	۵/۷	۱۳۷۶
۶۷/۱	۲۲/۸	۴/۳	۵/۷	۱۳۷۷
۶۲/۹	۲۳/۶	۸/۲	۵/۲	۱۳۷۸
۶۳/۸	۲۵/۴	۶/۴	۴/۳	۱۳۷۹
۶۷/۷	۲۲/۱	۶/۳	۳/۹	۱۳۸۰
۶۵/۶	۲۳/۷	۶/۷	۳/۹	۱۳۸۱

منبع: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

در شرایطی که بورس اوراق بهادار متشکل از شرکتهای صنعتی باشد، ریسک صنعت که در مقایسه با بخشهای دیگر اقتصادی بیشتر است، به بازار سهام انتقال می‌یابد. همانگونه که جدول شماره (۵) ملاحظه می‌شود، طی سالهای اخیر بخش خدمات بیش از ۶۰ درصد تشکیل سرمایه در کشور و بخش صنعت تنها ۲۴ درصد در تشکیل سرمایه نقش داشته است. همچنین بررسیها حاکی از آن است که ریسک بخش خدمات در مقایسه با سایر بخشهای اقتصادی کمتر بوده است، که این امر را می‌توان یکی از عوامل توجیه‌کننده رشد نامتعادل این بخش در مقایسه با دیگر

بخشهای اقتصاد دانست. نمودار شماره (۶) میزان بهره‌وری نهایی سرمایه‌گذاری در دو بخش خدمات، صنایع و معادن را نشان می‌دهد. همانگونه که مشخص است، روند بهره‌وری سرمایه در بخش صنایع و معادن توأم با نوسانات شدید و به نوعی ریسک بیشتر در این بخش، در مقایسه با بخش خدمات است.

### نمودار ۶. بهره‌وری نهایی سرمایه‌گذاری در دو بخش خدمات و صنایع و معادن



همچنین روند بازدهی در بورس به قیمت‌های ثابت و در مقایسه با نرخ تورم نشان می‌دهد، که بجز سال ۱۳۸۲، به دلایل متفاوتی مانند برداشتن سقف تغییرات قیمت سهام، ثبات سیاسی در کشور، رکود در بخش مسکن و ... بازدهی در بازار سهام در مقایسه با نرخ تورم بسیار بیشتر بوده و عملاً زمینه حضور گسترده سرمایه‌گذاران در سال ۱۳۸۳ را فراهم کرده است. اما در سالهای قبل از آن و در شش ماهه نخست سال ۱۳۸۳ میانگین بازدهی سرمایه‌گذاری در بورس با توجه به ریسک بالای سرمایه‌گذاری در آن و فقدان ابزار و نهادهای کاهش ریسک در این بازار، در شرایطی نبوده که بتواند سهم قابل توجهی از پس انداز بخش خصوصی را جذب نماید (جدول ۶).

جدول ۶. مقایسه تورم و بازدهی در بازار اوراق بهادار  
(میانگین تغییرات شاخص کل)

سال	۱۳۷۲	۱۳۷۳	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	شش ماهه ۱۳۸۳	میانگین کل دوره	میانگین سه ساله
تورم	۲۲.۸	۳۵.۱۸	۴۹.۳	۲۳.۲	۱۵	۱۸.۱	۲۰.۱	۱۲.۶	۱۱.۴	۱۵.۸	۱۵	۱۵	۲۱.۱	۱۴.۲۲۵
میانگین بازده بورس	-۷.۱۵	۷۱.۹۶	۱۲۴.۹۲	۲۵	-۱۴.۶۱	-۶.۹۲	۴۲.۶۷	۳۴.۸۱	۲۴.۲۷	۳۴.۶۴	۱۴۴.۷	۱۸.۸	۳۹.۵	۵۱.۱۲۷۵

این مسئله، بخصوص در ارتباط با اهمیت بازار سرمایه و نقش بازار اولیه، در ایجاد شرایط مناسب در راستای تجمیع منابع مالی و تشکیل سرمایه مشهود است. چراکه علیرغم آنکه در دو سال گذشته نقش بازار سرمایه در اقتصاد بهبود یافته و تعداد سهامداران نیز با افزایش قابل ملاحظه‌ای روبرو بوده است، اما توسعه پایدار بازار سرمایه در گروی توسعه همه‌جانبه و چند بعدی آن خواهد بود.

طی سالهای ۸۲-۱۳۷۵ سهم تشکیل سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران در مقایسه با دیگر کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته بسیار ناچیز بوده است. همانگونه که در جداول ۷ و ۸ ملاحظه می‌شود، از مجموع ۹۵۸/۵ میلیارد ریال تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در کشور، طی سالهای ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۱، به شکل میانگین فقط ۲/۷ درصد حاصل از سازوکار عملیاتی در بورس بوده است.

جدول ۷. سهم بورس در تشکیل سرمایه ثابت ناخالص

سال	افزایش سرمایه در بورس (میلیارد ریال)	تشکیل سرمایه ثابت ناخالص (میلیارد ریال)	سهم در تشکیل سرمایه (درصد)
۱۳۷۵	۳۲۲۷/۱۰	۶۰/۵۲۴	۵/۳
۱۳۷۶	۱۰۰۰/۸۷	۶۹/۲۳۲	۱/۴
۱۳۷۷	۱۴۵۷/۲۶	۹۸/۰۴۹	۱/۵
۱۳۷۸	۳۳۰/۱/۶۲	۱۲۴/۲۰۱	۲/۷
۱۳۷۹	۴۹۳۴/۰۸	۱۵۲/۳۶۲	۳/۲
۱۳۸۰	۳۵۹۲/۱	۱۹۲/۸۳۰	۱/۹
۱۳۸۱	۶۶۶۱/۱۰	۲۵۹/۱۳۳	۲/۶
۱۳۸۲	۱۰۰۱۸/۷۱	۳۱۹۲۹۶	۳/۱۳

جدول ۸. سهم افزایش سرمایه شرکتهای بورسی در

تشکیل سرمایه ثابت ناخالص

(درصد)

کشور	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲
آفریقای جنوبی	۳۲/۶۰	۵۴/۶۰	۰/۲۰	۴۹/۵۰
لوکزامبورگ	۱۶/۹۰	۴۸/۸۰	۵۷/۲۰	۴۱/۸۰
هنگ کنگ	—	—	۱۹/۸۰	۳۷/۸۰
تایوان	—	—	—	۲۶/۷۰
مالزی	۹/۷۰	۶/۶۰	۴/۲۰	۱۵/۴۰
انگلیس	۹/۰۰	۱۴/۲۰	۱۲/۲۰	۱۲/۶۰
استرالیا	۲۲/۶۰	۲۰/۹۰	۸/۹۰	۱۲/۵۰
اسپانیا	۴۲/۹۰	—	—	۱۱/۷۰
مالت	۵/۱۰	۱۶/۷۰	۲۱/۵۰	۱۱/۳۰
سوئیس	۱۹/۸۰	۴۳/۸۰	۴/۵۰	۱۰/۳۰
نیوزیلند	۳/۹۰	۷/۶۰	۹/۰۰	۱۰/۲۰
کانادا	۱۰/۳۰	۱۱/۱۰	۹/۷۰	۱۰/۰۰
برزیل	۱۱/۹	۵/۸۰	۲/۱۰	۷/۴۰
سنگاپور	—	۷/۸۰	۲/۴۰	۵/۷۰
فیلیپین	۷/۴۰	۶/۲۰	۱/۲۰	۵/۴۰
یونان	۴۶/۶۰	۳۵/۷۰	۴/۳۰	۵/۲۰
آیرلند	۱۳/۶۰	۲۳/۸۰	۱۶/۸۰	۵/۲۰
کره	۲۶/۹۰	۴/۵۰	۳/۵۰	۴/۵۰
ترکیه	۱۲/۸۰	—	۱۸/۱۰	۲/۱۰
پرو	۶/۴۰	۲/۹۰	۴/۲۰	۲/۹۰
اندونزی	—	۵/۹۰	۵/۹۰	۲/۵۰
ایتالیا	۱۱/۸۰	۴/۹۰	۶/۰۰	۲/۴۰
اتریش	۱/۷۰	۵/۰۰	۱/۸۰	۴/۳۰
اسلوانی	۳۳/۴۰	۱۳/۲۰	۳/۳۰	۲/۲۰
دانمارک	۹/۳۰	۱۸/۲۰	۱/۹۰	۲/۰۰
نروژ	۵/۴۰	۱۶/۰۰	۱۰/۲۰	۱/۹۰
ایران	۲/۷۰	۰/۹۰	۱/۹۰	۱/۷۰
فنلاند	۸/۶۰	۳۷/۵۰	۶/۳۰	۱/۶۰
ژاپن	—	۱/۴۰	۱/۶۰	۱/۵۰
آرژانتین	۱/۷۰	۱۲/۸۰	۰/۴۰	۱/۵۰
شیلی	۱۱/۳۰	۹/۰۰	۲/۱۰	۱/۱۰
لهستان	۲/۰۰	۴/۳۰	۱/۹۰	۰/۴۰
مکزیک	۰/۴۰	۱/۱۰	—	۰/۴۰
سريلانكا	۰/۵۰	۰/۵۰	۰/۱۰	۰/۳۰
آلمان	۴/۰۰	۶/۴۰	۰/۷۰	۰/۰۰
مجارستان	—	۰/۲۰	۰/۲۰	۰/۰۰
ایالات متحده آمریکا	۱۱/۱۰	۱۲/۵۰	۷/۰۰	—
فرانسه	۱۱/۵۰	—	—	—
هلند	۵۸/۹۰	—	—	—
پرتغال	۲۸/۹۰	۴۹/۸۰	—	—
سوئد	۶/۶۰	۲۹/۴۰	۲/۰۰	—
تایلند	۱۹/۲۰	۶/۶۰	۱۲/۰۰	—



## ارتباط بخش مالی و توسعه اقتصادی

در ارتباط با مدل سازی اثرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی تجربیات متفاوتی وجود دارد. درجه توسعه اقتصادی و توسعه بازارهای مالی، ساختار مالی کشورها برحسب اینکه بانک محور هستند و یا بازار محور، نقش دولتها در اقتصاد و جایگاه بازار سرمایه و ... از جمله عواملی هستند که در ساخت مدلها، کشف ارتباط و دستیابی به نتایج، مؤثر بوده است.

با بررسی مدلهایی که در این ارتباط مدنظر قرار گرفته اند، ملاحظه می شود که مدلهای مذکور در قالب مدلهای پانل<sup>۱</sup> و با تأکید بر متغیرهای پولی به عنوان نمودی از توسعه بازارهای مالی شکل گرفته و کمتر متغیرهای بازار سرمایه مورد استفاده قرار گرفته اند. در تحقیقی که لواین و زروس<sup>۲</sup> در سال ۱۹۹۸ انجام دادند برای بررسی اثر بازار سهام بر رشد اقتصادی، از دو نسبت حجم معاملات به کل ارزش سهام بورس و حجم معاملات به تولید ناخالص ملی استفاده کرده اند. مطالعات دیگر در این زمینه نیز اندازه بازار اوراق بهادار در اقتصاد و نقدشوندگی بازار را به عنوان متغیرهای اصلی در بازار سرمایه مدنظر قرار داده اند (چونگ و یوسوپ (۲۰۰۲)، یوجا و والو (۲۰۰۳)). روجینا و والن<sup>۳</sup> در سال ۲۰۰۳ در راستای مطالعات پیرامون اثرگذاری توسعه بخش مالی بر رشد اقتصادی مدل تابلویی را برای هفتاد و چهار کشور در طی سالهای ۱۹۶۱-۱۹۹۵ تخمین زدند. نتایج این بررسی حاکی از آن بود که اثرات توسعه بخش مالی در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته می تواند متفاوت باشد. در این بررسی مشخص گردید که در کشورهای کم درآمد اثرات سرمایه بر رشد اقتصادی غالباً از طریق انباشت سرمایه اثرگذار بوده است ولی در کشورهای با درآمد متوسط و بالا

1. Panel
2. Levine, Ross and Zervos, Sara, "Stock Markets, Banks and Economic Growth", *American Economic Review*, (1998), pp.88537-558.
3. Felix Rioja and Meven Valev, "Finance and Sources of Growth at Various Stages of Economic Development", Department of Economics, Georgia State University.

توسعه مالی منجر به افزایش بهره‌وری رشد اقتصادی شده است. به عبارت دیگر نتایج این بررسی تفاوت سطح درآمد و رشد اقتصادی را به‌عنوان عوامل مهم نزد سیاستگذاران در حیطه تصمیم‌گیریهایی سیاستی و خصوصاً توسعه بخش مالی گوشزد می‌نماید. در این مطالعه متغیرهای بدهی بخش خصوصی به سیستم بانکی، نسبت ارزش سهام معامله شده بر ارزش کل بازار به‌عنوان معیاری از درجه فعالیت بازار و ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص ملی، به معیاری از نقدشوندگی بازار شاخصهای توسعه بخش مالی با تأکید بر بازار سرمایه معرفی شده‌اند. این آزمون نشان می‌دهد که ارزش سهام معامله شده، اثرات مشخصاً مثبتی بر رشد اقتصادی و بهره‌وری اقتصادی بر جای می‌گذارد، اما تأثیر آن بر رشد سرمایه بی‌معنی است. همچنین اثر شاخص نقدشوندگی بر روی متغیرهای رشد اقتصادی، بهره‌وری اقتصادی و انباشت سرمایه به مراتب بیشتر و معنی‌دارتر بوده است.

در مورد ایران نیز بررسی در سال ۱۳۸۲<sup>۱</sup> در ارتباط با رابطه بازارهای مالی و رشد اقتصادی انجام شده است، که نتایج متفاوتی در مقایسه با تجربه جهانی را نشان می‌دهد. در مطالعه مذکور، چهار متغیر نسبت سپرده‌های غیردیداری به تولید ناخالص ملی، نسبت دارایی بانکهای تجاری به مجموع داراییهای بانک مرکزی، نسبت اعتبار سیستم بانکی به بخش خصوصی و به کل دارایی نظام بانکی؛ و سرانجام نسبت اعتبارات بانکهای تجاری به بخش خصوصی به تولید ناخالص ملی مدنظر قرار گرفته است و اثرات آنها در رشد اقتصادی، رشد انباشت سرمایه سرانه و بهره‌وری سرمایه نیز بررسی شده است. نتایج، حاکی از آن بود که به دلیل وجود اثر غالب دولت در اقتصاد و تأثیرگذاری درآمدهای نفتی در کشورهای صادرکننده نفت بر رشد تولید ناخالص ملی، اثرات توسعه بخش پولی در مقایسه با دیگر کشورها (در مطالعه مذکور کشورهای آسیای جنوب شرقی) بسیار کم‌رنگ و در مواردی نیز منفی است. به

۱. مسعود نبلی و مهدی راستاد، «توسعه مالی و رشد اقتصادی: مقایسه کشورهای صادرکننده نفت و آسیای شرقی»، سیزدهمین کنفرانس سیاستهای پولی و مالی، (اردیبهشت ۱۳۸۲).

عبارتی، رابطه مثبت بین توسعه بخش پولی در ایران و سایر کشورهای مشابه و رشد اقتصادی، عملاً اثبات نشده است.

بدین ترتیب انتظار می‌رود شرایط خاص بازارهای مالی ایران و ساختار مالی مبتنی بر بانک از یکسو، و اقتصاد تک‌محصولی وابسته به درآمدهای نفتی و حضور دولت در اقتصاد از سوی دیگر، سبب شود که مبانی نظری پازل رشد اقتصادی - توسعه بازارهای مالی در بخش مالی ایران با اما و اگرهای متعدد روبرو باشد. همچنین در ساخت مدل، با تأکید بر بخش بازار سرمایه، کوچک بودن اثرگذاری این بخش در بازار مالی (به استثنای روند چند سال اخیر) و فقدان اطلاعات مطلوب سری زمانی در این ارتباط، برازش مدلی مناسب و قابل اتکا را با کاستی مواجه می‌سازد.

بر این اساس در این مطالعه ابتدا با استفاده از آزمون علیت گرنجری اثرات علی (دوطرفه و یک طرفه) توسعه بخش مالی بر رشد اقتصادی و تشکیل سرمایه مدنظر قرار می‌گیرد و سپس با استفاده از تجربیات ساخت مدل‌های رگرسیونی در این زمینه مدل تابلویی - که دربرگیرنده مجموعه اطلاعات سری زمانی و مقطعی کشورهای مختلف است بر میزان سرانه تولید به‌عنوان شاخصی برای تقسیم‌بندی اقتصادی آنها تأکید دارد - برازش می‌شود.

## الف) آزمون علیت گرنجری

با توجه به مبانی نظری در زمینه عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی از طریق فرایند پس‌انداز - سرمایه‌گذاری و تأکید بر پازل رشد اقتصادی - توسعه بازار مالی، سه فرضیه «عرضه - هدایت»، «تقاضای پیرو» و «بازخورد» آزمون علیت گرنجری، در قالب یک مدل VAE<sup>1</sup> مورد بررسی قرار می‌گیرد. مبنای این آزمون بررسی ارتباط علی دو متغیر با یکدیگر و پاسخ به این سؤال است که در کوتاه مدت و یا بلندمدت رابطه علیت،

چگونه شکل گرفته و آیا امکان پیش‌بینی هر متغیر با استفاده از متغیر دیگر کاربرد دارد یا خیر؟

در این تست، مدل رگرسیونی زیر مورد آزمون قرار می‌گیرد:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \dots + \alpha_i y_{t-i} + \beta_1 x_{t-1} + \dots + \beta_i x_{t-i}$$

$$x_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_{t-1} + \dots + \alpha_i x_{t-i} + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_i y_{t-i}$$

در اینجا فرض صفر بیان می‌کند که آیا ضرایب  $\beta_i$ ها صفر هستند یا نه؟ از آنجا که داده‌های سری زمانی در ایران در ارتباط با بازار سرمایه، محدوده‌ای حداکثر ۱۵ ساله را دربر می‌گیرد و باعث از دست رفتن بخشی از اطلاعات در قالب مدل مذکور می‌گردید؛ لذا از اطلاعات فصلی در فاصله زمانی فصل اول سال ۱۳۷۰ تا انتهای فصل اول ۱۳۸۳ استفاده شده است. در این بررسی به منظور یافتن ارتباط علی بین متغیرهای بازار سرمایه و توسعه اقتصادی، از متغیرهای نرخ رشد تولید ناخالص ملی به قیمت‌های اسمی (rgdp)، نسبت ارزش جاری بازار سهام معامله شده به تولید ناخالص ملی (stm) و نسبت حجم سهام معامله شده در بازار سهام به تولید ناخالص ملی (stv) استفاده گردیده است. همچنین به منظور بررسی ارتباط نقدشوندگی بازار و توسعه اقتصادی، از متغیر نسبت ارزش جاری سهام معامله شده به ارزش جاری بازار سهام (tvtm) و به منظور بررسی ارتباط بازار سرمایه با تشکیل سرمایه در کشور این نسبت با نرخ تشکیل سرمایه در ماشین‌آلات (rinvm) مورد آزمون قرار گرفته است.

نتایج حاصل از آزمون‌های مذکور با تأکید بر دوره زمانی کوتاه‌مدت، در جدول زیر ملاحظه می‌شوند:

## جدول ۹. Granger-causality test در قالب مدل

### Vector Auto Regression Estimates

Probability F-Statistic	تعداد وقفه ها	رابطه علیت
۰,۰۸۷۱۲	۴,۱۹۷۵۹	۴ - STm علیت گرنجری RGDP نمی باشد
۰,۰۲۴۹۱	۳,۱۳۸۸۸	۴ - RGDP علیت گرنجری STm نمی باشد
۰,۰۱۲۷۱	۳,۶۵۵۵۲	۴ - STv علیت گرنجری RGDP نمی باشد
۰,۰۴۸۹۲۱	۰,۸۷۲۳۵	۴ - RGDP علیت گرنجری STv نمی باشد
۰,۰۴۴۴۶۱	۰,۴۴۳۳۲	۲ - RGDP علیت گرنجری TvTm نمی باشد
۰,۰۰۲۲	۷,۰۳۳۶۵	۲ - TvTm علیت گرنجری RGDP نمی باشد
۰,۰۶۵۵۶۱	۰,۶۱۳۵۵	۴ - TvTm علیت گرنجری RINVM نمی باشد
۰,۰۴۸۰۱۷	۰,۸۸۷۸۵	۴ - RINVM علیت گرنجری TvTm نمی باشد
۰,۰۵۵۲۶	۲,۵۳۶	۴ - STm علیت گرنجری RINVM نمی باشد
۰,۰۱۰۱۱۳	۲,۰۸۶۵	۴ - RINVM علیت گرنجری STm نمی باشد
۰,۰۶۴۵۵۱	۰,۶۲۷۸۵	۴ - STv علیت گرنجری RINVM نمی باشد
۰,۰۶۰۲۳۵	۰,۶۹۱۴۴	۴ - RINVM علیت گرنجری STv نمی باشد

نتایج، حاکی از آن است که با در نظر گرفتن وقفه ۴ دوره ای به عنوان معیار کوتاه مدت بر پایه تست گرنجری، یک رابطه علی دو طرفه با ضریب اطمینان ۹۰ درصد بین تغییرات در سهم ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص ملی و رشد اقتصادی وجود دارد. با افزایش طول وقفه‌ها، این ارتباط تا سطح معنی داری ۹۵ درصد یک طرفه شده و رشد اقتصادی به عنوان یک متغیر علی بر ارزش جاری بازار سهام تأثیر می‌گذارد.

در آزمون دوم با تأکید بر دوره کوتاه مدت یک ارتباط علی یک طرفه، از نسبت حجم معاملات به تولید ناخالص ملی با تغییرات تولید ناخالص ملی (رشد اقتصادی) وجود دارد. به عبارت دیگر، توسعه بخش مالی از نقطه نظر افزایش سهم حجم معاملات بازار سهام در اقتصاد کشور، بر نرخ رشد اقتصادی اثر خواهد گذاشت. این رابطه با افزایش طول وقفه‌ها در منطقه بحرانی قرار می‌گیرد و با وقفه ۱۲ فصلی (سه ساله) رد می‌شود.

در آزمون سوم، رابطه علی بین نرخ رشد اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام در کشور، مورد بررسی قرار گرفته است. این آزمون نشان می‌دهد که تنها با در نظر گرفتن وقفه ۲ فصلی، ارتباط یک طرفه از بخش مالی به رشد اقتصادی صادق است و با افزایش تعداد وقفه‌ها، این رابطه عملاً از بین می‌رود. بنابراین، نمی‌توان علیت گرنجری بین توسعه اقتصادی و نسبت نقدینگی در بازار سرمایه را تایید نمود.

در آزمون چهارم علیت گرنجری بین نرخ رشد تشکیل سرمایه در بخش ماشین‌آلات و نقدشوندگی بازار سرمایه، مورد آزمون قرار گرفته است. این آزمون نشان می‌دهد که هیچ رابطه علی بین این دو متغیر در اقتصاد ایران وجود ندارد و تغییر طول وقفه‌ها نیز تغییر ایجاد نمی‌نماید.

در آزمون پنجم علیت گرنجری بین نسبت ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص ملی و نرخ تشکیل سرمایه، حاکی از آن است که یک رابطه دو طرفه بین این دو متغیر وجود دارد و به عبارت دیگر، با در نظر گرفتن وقفه ۴ دوره‌ای در کوتاه‌مدت، توسعه بازار سرمایه از نقطه نظر ارزش جاری بازار سهام با تشکیل سرمایه در کشور، رابطه علی دو طرفه دارند. این رابطه با افزایش تعداد وقفه‌ها، کم شده و از بین می‌رود. در آخرین آزمون، رابطه علیت بین نسبت حجم معاملات و نرخ تشکیل سرمایه مدنظر قرار گرفته است. آزمون علیت نشان می‌دهد که در بلند مدت و کوتاه مدت عملاً هیچ رابطه علی بین این دو متغیر وجود ندارد.

### ب) مدل رگرسیونی Panel Data

همانگونه که بیان شد، در بسیاری از مطالعات، به منظور بررسی کامل تر اثرات توسعه بخش مالی، خصوصاً بازار سرمایه بر رشد اقتصادی مدل رگرسیونی تابلویی، مدنظر قرار گرفته است. در این مطالعه نیز، به منظور بررسی اثرات بازار سرمایه (سهام) بر رشد اقتصادی، آزمونهایی در قالب مدل تابلویی برازش می‌شوند. به دلیل استفاده از اطلاعاتی یک دست، از مجموعه اطلاعات فدارسیون جهانی بورسها و آمار بانک

جهانی استفاده شده است. سری زمانی مورد استفاده، سالهای ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۳ را دربر داشته و ۳۶ عضو این فدراسیون که اطلاعات کاملی در اختیار قرار می‌داده‌اند، به‌عنوان مقطع آزمون مد قرار گرفته‌اند. با توجه به سایر مطالعات ذکر شده، دو متغیر اصلی مستقل که به‌عنوان شاخصهایی برای توسعه بازار سرمایه در نظر گرفته شده‌اند، عبارتند از:

۱. نسبت ارزش جاری سهام معامله شده به کل ارزش بازار سهام؛

۲. نسبت ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص ملی.

و به‌عنوان متغیرهای مستقل بر دو متغیر وابسته نرخ رشد اقتصادی و نرخ

تشکیل سرمایه (نسبت تشکیل سرمایه به تولید ناخالص ملی) رگرسی شده‌اند.

نتایج رگرسیون‌های مذکور در مجموعه جداول (۱۰) و (۱۱) آمده است.

همانگونه که ملاحظه می‌شود در سه رگرسیون اول، اثرات متغیرهای توسعه بازار

سرمایه بر رشد اقتصادی، در مجموعه کشورهای با درآمد متوسط و بالا، کشورهای

صنعتی و کشورهای در حال توسعه مدنظر قرار گرفته‌است. آزمون در نظر گرفته شده،

یک مدل Panel می‌باشد که با در نظر گرفتن اندازه متفاوت اقتصاد کشورهای مورد

نظر و تأثیرپذیری متفاوت هریک از بازارهای سرمایه که منجر به وجود واریانس‌های

متفاوت و به عبارتی ناهمسانی واریانس برای آنها می‌شود، به شکل

Unweighted Statistics در قالب مدل Cross Section Weights آزمون شده‌اند.

همچنین جهت از بین بردن اتورگرسیو ایجاد شده در مدلها و دستیابی به جوابهای

مناسبت،  $AR(1)$  در مدل مورد استفاده قرار گرفته‌است.

نتایج بدست آمده از جداول (الف) تا (ج) حاکی از آن است که در کشورهای با

درآمد متوسط و ثروتمند و همچنین به طور مشخص در کشورهای صنعتی، دو متغیر

مستقل از درجه معنی داری بالایی برخوردار بوده و عملاً نشان می‌دهند که توسعه

بخش مالی از دو بعد درجه نقدشوندگی بازار و فعالیت بازار سرمایه، رشد اقتصادی را

تحت تأثیر قرار می‌دهند. همچنین نتایج جدول (ج) که آزمون مذکور را برای گروه

کشورهای با درآمد کمتر از متوسط نشان می‌دهد، نشانگر آن است که افزایش حجم معاملات جاری بازار سهام نسبت به تولید ناخالص ملی، دارای اثرات مثبت و معنی‌داری بر رشد اقتصادی می‌باشد؛ حال آنکه اثرات متغیر درجه نقدشوندگی بر رشد اقتصادی، بی‌معنی است.

از سوی دیگر از آن جا که معیار انتخاب کشورهای توسعه‌نیافته، پایین بودن سطح درآمد سرانه در کشورهای مذکور می‌باشد، لذا در مدل برازش شده، همسانی سایر متغیرهای بازار سرمایه و اقتصادی لحاظ نشده است. این مسئله خود را در ضرایب ثابت مدل و تفاوت دو برازش **Weighted** و **Unweighted** نشان می‌دهد. بررسی ضرایب ثابت در جدول (ج) و مقایسه آن با جداول (الف) و (ب)، حاکی از آن است که قطعاً متغیرهای دیگری بر رشد اقتصادی در کشورهای مذکور، اثرگذاری بیشتری داشته‌اند که خود را در بالاتر بودن ضریب ثابت رگرسیون برازش شده نشان داده‌اند. از جمله می‌توان به ساختار درآمدی متفاوت این کشورها و تأثیر پذیری آن از متغیرهای خاص درآمدی، مانند درآمدهای حاصل از صادرات کالاهای تک محصولی (مانند نفت برای ایران و شکر و قهوه برای کشورهای آمریکای جنوبی) و وجود سرمایه‌گذاری مستقیم قابل توجه خارجی در کشورهای آسیای جنوب شرقی اشاره نمود. همچنین ساختار کاملاً متفاوت بازار مالی کشورهای مورد نظر که طیف گسترده‌ای از بازارهای با محدودیتهای بالای ورود و خروج سرمایه از یک سو و ارتباط کامل با بازارهای مالی دنیا از سوی دیگر را شامل می‌شود، در نتیجه‌گیری از مدل مذکور و نمود اثرات سایر متغیرهای جدای از بخش بازار سرمایه بر رشد اقتصادی، تأثیرگذار خواهد بود.

در گروه دوم از رگرسیون‌های برازش شده، متغیر وابسته نرخ تشکیل سرمایه به تولید ناخالص ملی مدنظر قرار گرفته است. بررسی رگرسیون‌های مذکور، نشان‌دهنده رابطه مثبت بین نسبت ارزش جاری بازار سهام با تولید ناخالص ملی و نرخ تشکیل سرمایه برای سه گروه رگرسیون‌های برازش شده و عدم معنی‌داری متغیر درجه نقد



شوندگی بازار، برای کشورهای توسعه یافته صنعتی و کشورهای در حال توسعه می‌باشد. این مسئله مشابه نتایجی است که «روحینا» و «والن» در مدل خود به دست آورده بودند. در عین حال بالا بودن ضریب توضیح دهنده‌ی مدل، برای هر سه گروه از رگرسیون‌های مذکور، بیان‌کننده اثر بخشی قابل توجه توسعه بازار سرمایه بر نرخ تشکیل سرمایه می‌باشد.

ARG	Argentina	GRE	Greece	SUT	South Africa	IRN	Iran, Islamic Rep.	IND	Indonesia
PER	Peru	ITL	Italy	UKN	United Kingdom	POL	Poland	KOR	Korea, Rep.
MEX	Mexico	DEN	Denmark	LUX	Luxembourg	AUS	Austria	NEW	New Zealand
USA	United States	GER	Germany	MLT	Malta	AST	Australia	PHI	Philippines
CHI	Chile	FIN	Finland	NOR	Norway	MLY	Malaysia	SIN	Singapore
BRA	Brazil	IRE	Ireland	SWE	Sweden	SRI	Sri Lanka	THA	Thailand
CAN	Canada	TUR	Turkey	SWZ	Switzerland	HOG	Hong Kong, China	JAP	Japan

## جدول ۱۰. اثرات توسعه شاخصهای توسعه بازار سرمایه

### بر رشد اقتصادی

(الف)

Dependent Variable: (GDPR?)

Sample: 1990 2007

Included observations: 11

Total panel (unbalanced) observations: 111

Convergence achieved after 3 iteration(s)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VAL2/GDP?)	-.711311	-.172158	-4.131911	0.0001
LOG(VAL7/MAR?)	-.115688	-.173257	-0.667841	0.5078
AR(1)	-.271918	-.148159	-1.835068	0.0711
<b>Fixed Effects</b>				
_MEX-C	4.411827		1.113355	
_USA-C	4.129913		0.112913	
_CHI-C	13.00410		3.113657	
_CAN-C	4.211911		1.113355	
_GRE-C	4.442174		1.113355	
_ITL-C	3.441147		1.113355	
_DEN-C	4.411911		1.113355	
_GER-C	3.113355		0.112913	
_FIN-C	4.411911		1.113355	
_IRE-C	17.113355		1.113355	
_SUT-C	4.411911		1.113355	
_LUX-C	3.113355		0.112913	
_SWZ-C	4.411911		1.113355	
_ISR-C	4.411911		1.113355	
_POL-C	4.411911		1.113355	
_AUS-C	4.411911		1.113355	
_AST-C	4.411911		1.113355	
_HOG-C	4.411911		1.113355	
_KOR-C	4.411911		1.113355	
_NEW-C	4.411911		1.113355	
_SIN-C	4.411911		1.113355	
_JAP-C	4.411911		1.113355	

<b>Weighted Statistics</b>			
R-squared	0.711311	Mean dependent var	3.113355
Adjusted R-squared	0.711311	S.D. dependent var	1.113355
S.E. of regression	1.113355	Sum squared resid	1.113355
F-statistic	17.113355	Durbin-Watson stat	1.113355
Prob(F-statistic)	0.0001		
<b>Unweighted Statistics</b>			
R-squared	0.711311	Mean dependent var	3.113355
Adjusted R-squared	0.711311	S.D. dependent var	1.113355
S.E. of regression	1.113355	Sum squared resid	1.113355
Durbin-Watson stat	1.113355		

Dependent Variable: (GDPR?)  
 Sample: 1991 2007  
 Included observations: 14  
 Total panel (unbalanced) observations: 144  
 Convergence achieved after 1 iteration(s)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VAL?/GDP?)	0.23192	0.133023	1.740001	0.090
LOG(VAL?/MAR?)	0.088007	0.133001	0.66137	0.510
AR(1)	0.23192	0.133007	1.740001	0.090
<b>Fixed Effects</b>				
_USA--C	1.752374		1.752374	
_CAN--C	1.020770		1.020770	
_GRE--C	1.712374		1.712374	
_ITL--C	1.182907		1.182907	
_DEN--C	1.110117		1.110117	
_GER--C	1.282001		1.282001	
_FIN--C	1.111111		1.111111	
_UKN--C	1.012374		1.012374	
_LUX--C	1.012374		1.012374	
_NOR--C	1.112374		1.112374	
_SWE--C	1.012374		1.012374	
_SWZ--C	1.112374		1.112374	
_AUS--C	1.112374		1.112374	
_HOG--C	1.112374		1.112374	
<b>Weighted Statistics</b>				
R-squared	0.209033	Mean dependent var	1.711107	
Adjusted R-squared	0.197703	S.D. dependent var	1.112374	
S.E. of regression	1.002374	Sum squared resid	1.012374	
F-statistic	11.11111	Durbin-Watson stat	1.111111	
Prob(F-statistic)	0.000000			
<b>Unweighted Statistics</b>				
R-squared	0.111111	Mean dependent var	1.111111	
Adjusted R-squared	0.111111	S.D. dependent var	1.111111	
S.E. of regression	1.002374	Sum squared resid	1.012374	
Durbin-Watson stat	1.111111			

Dependent Variable: (GDPR?)  
 Sample: 1991 2007  
 Included observations: 14  
 Total panel (unbalanced) observations: 144  
 Convergence achieved after 11 iteration(s)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VAL?/GDP?)	1.023708	0.123708	8.281250	0.0000
LOG(VAL?/MAR?)	0.233333	0.123708	1.887500	0.0700
AR(1)	0.233333	0.123708	1.887500	0.0700
<b>Fixed Effects</b>				
_ARG--C	1.111111		1.111111	
_PER--C	1.111111		1.111111	
_BRA--C	1.111111		1.111111	
_TUR--C	1.111111		1.111111	
_SUT--C	1.111111		1.111111	
_IRN--C	1.111111		1.111111	
_IRN--C	1.111111		1.111111	
_MLY--C	1.111111		1.111111	
_SRI--C	1.111111		1.111111	
_IND--C	1.111111		1.111111	
_PHI--C	1.111111		1.111111	
_THA--C	1.111111		1.111111	
<b>Weighted Statistics</b>				
R-squared	0.233333	Mean dependent var	0.200000	
Adjusted R-squared	0.233333	S.D. dependent var	0.233333	
S.E. of regression	1.002374	Sum squared resid	1.002374	
Log likelihood	-222.1234	F-statistic	11.11111	
Durbin-Watson stat	1.111111	Prob(F-statistic)	0.000000	
<b>Unweighted Statistics</b>				
R-squared	0.111111	Mean dependent var	1.111111	
Adjusted R-squared	0.111111	S.D. dependent var	1.111111	
S.E. of regression	1.002374	Sum squared resid	1.002374	
Durbin-Watson stat	1.111111			

جدول ۱۱. اثرات توسعه شاخصهای توسعه بازار سرمایه

بر نرخ تشکیل سرمایه

(الف)

Dependent Variable: (INV?)  
 Sample: ۱۹۹۰ ۲۰۰۲  
 Included observations: ۱۴  
 Total panel (unbalanced) observations ۲۱۱  
 Convergence achieved after ۱۰ iteration(s)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VA?/GDP?)	۰.۰۷۰۰۱۱	۰.۰۳۷۳۱۲	۰.۱۸۷۹۲۲	۰.۸۵۸۵
LOG(VA?/MAR?)	-۰.۰۴۰۷۶۴	۰.۰۱۱۶۷۹۱	-۱.۳۸۱۹۷۲	۰.۰۱۷۷
AR(1)	۰.۰۷۱۰۴۶	۰.۰۳۳۱۷۲	۱۰.۹۲۸۳۱	۰.۰۰۰۰
<b>Fixed Effects</b>				
_MEX--C	۲۲.۹۱۹۰		_MLT--C	۲۲.۲۰۰۷۰
_USA--C	۲۸.۷۰۰۰۰		_NOR--C	۲۲.۲۲۰۷۷
_CHI--C	۲۴.۱۷۲۰۱		_SWE--C	۲۱.۳۴۷۰۲
_CAN--C	۲۹.۰۰۰۸۹		_SWZ--C	۲۱.۲۱۲۷۷
_GRE--C	۲۲.۰۰۷۱۶		_ISR--C	۲۲.۸۲۷۰۱
_JTL--C	۲۰.۰۰۱۲۹		_POL--C	۲۲.۲۸۱۱۴
_DEN--C	۲۰.۰۰۴۲۱		_AUS--C	۲۴.۷۲۰۰۹
_GER--C	۲۱.۷۴۶۶۴		_AST--C	۲۲.۰۷۴۴۴
_FIN--C	۲۷.۸۲۱۰۰		_HOG--C	۲۷.۰۲۸۱۶
_IRE--C	۲۴.۲۳۴۴۴		_KOR--C	۴۱.۷۲۶۲۱
_SUT--C	۲۰.۲۷۰۴۴		_NEW--C	۲۰.۸۶۶۶۶
_UKN--C	۲۰.۸۰۰۰۰		_SIN--C	۲۸.۰۷۰۰۱
_LUX--C	۲۲.۰۱۲۰۹		_JAP--C	۲۷.۲۰۰۲۲
<b>Weighted Statistics</b>				
R-squared	۰.۱۸۹۲۱۱	Mean dependent var	۲۰.۲۲۸۹۱	
Adjusted R-squared	۰.۱۸۸۱۰۰	S.D. dependent var	۱۸.۰۲۲۴۷	
S.E. of regression	۱.۲۳۳۶۸	Sum squared resid	۱۰۸۱.۲۱۰	
F-statistic	۱۲۹۲۸.۲۲	Durbin-Watson stat	۱.۰۹۷۲۱۶	
Prob(F-statistic)	۰.۰۰۰۰۰۰			
<b>Unweighted Statistics</b>				
R-squared	۰.۰۵۹۱۱۷	Mean dependent var	۲۲.۲۰۲۰۰	
Adjusted R-squared	۰.۰۴۰۶۶۶	S.D. dependent var	۴.۳۸۸۰۱۱	
S.E. of regression	۱.۲۱۶۶۶۶	Sum squared resid	۱۰۸۱.۶۶۶	
Durbin-Watson stat	۱.۱۲۹۴۲			

(ب)

Dependent Variable: (INV?)  
 Sample: ۱۹۹۰ ۲۰۰۲  
 Included observations: ۱۴  
 Total panel (unbalanced) observations ۱۸۸  
 Convergence achieved after ۱۲ iteration(s)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VA?/GDP?)	۰.۰۳۳۱۴۴	۰.۰۳۱۸۸۷۷	۴.۹۰۳۰۰۲	۰.۰۰۰۰
LOG(VA?/MAR?)	۰.۰۲۳۱۱۹	۰.۰۲۰۴۱۶۶	۰.۷۹۰۰۱۲	۰.۴۲۹۰
AR(1)	۰.۰۴۸۸۱۱۱	۰.۰۲۳۱۴۲	۱۲.۷۰۴۲۸	۰.۰۰۰۰
<b>Fixed Effects</b>				
_USA--C	۲۷.۹۰۶۷۹		_UKN--C	۲۱.۴۴۱۶۱
_CAN--C	۲۸.۸۹۲۱۷		_LUX--C	۲۲.۰۰۳۲۹
_GRE--C	۲۱.۴۱۸۸۹		_NOR--C	۲۲.۴۸۷۸۱
_JTL--C	۲۹.۲۲۲۰۰		_SWE--C	۲۰.۲۳۴۴۱
_DEN--C	۲۹.۲۰۴۷۱		_SWZ--C	۲۰.۷۰۹۰۴
_GER--C	۲۰.۷۱۰۰۰		_AUS--C	۲۱.۱۹۹۹۱
_FIN--C	۲۷.۲۷۰۰۰		_HOG--C	۲۷.۰۰۸۲۹
			_JAP--C	۲۱.۷۲۷۷۱
<b>Weighted Statistics</b>				
R-squared	۰.۱۸۰۰۰۲	Mean dependent var	۲۱.۰۲۷۷۱	
Adjusted R-squared	۰.۱۷۸۰۰۷	S.D. dependent var	۸.۷۰۸۸۸۰	
S.E. of regression	۱.۲۹۰۰۱۷	Sum squared resid	۸۸۷.۹۲۱۱	
F-statistic	۴۱۷۰.۹۹۱	Durbin-Watson stat	۱.۰۶۰۴۷۷	
Prob(F-statistic)	۰.۰۰۰۰۰۰			
<b>Unweighted Statistics</b>				
R-squared	۰.۰۸۰۰۶۶	Mean dependent var	۲۱.۲۷۷۷۱	
Adjusted R-squared	۰.۰۸۸۰۷۲	S.D. dependent var	۲.۷۹۷۷۱۰۲	
S.E. of regression	۱.۲۹۰۰۱۸	Sum squared resid	۸۸۷.۹۲۱۷	
Durbin-Watson stat	۱.۰۶۷۲۴۴			

Dependent Variable: (INV?)  
 Sample: 1990 2003  
 Included observations: 14  
 Total panel (unbalanced) observations: 110  
 Convergence achieved after 18 iteration(s)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VAL?/GDP?)	1.088206	1.202229	0.904612	0.3717
LOG(VAL?/MAR?)	0.491773	1.488138	0.330762	0.7419
AR(1)	0.227038	0.228881	0.992082	0.3200
<b>Fixed Effects</b>				
_ARG--C	20.16023		_JRN--C	44.06728
_PER--C	40.20880		_MLY--C	47.23120
_BRA--C	28.29401		_SRI--C	44.21089
_TUR--C	29.02602		_IND--C	39.11942
_SUT--C	22.21228		_PHI--C	38.22209
			_THA--C	44.92000
<b>Weighted Statistics</b>				
R-squared	0.279221	Mean dependent var	21.22821	
Adjusted R-squared	0.261024	S.D. dependent var	18.48301	
S.E. of regression	3.202107	Sum squared resid	1222.421	
Log likelihood	-282.0713	F-statistic	2180.220	
Durbin-Watson stat	1.707829	Prob(F-statistic)	0.000000	
<b>Unweighted Statistics</b>				
R-squared	0.819118	Mean dependent var	22.22020	
Adjusted R-squared	0.800489	S.D. dependent var	7.283168	
S.E. of regression	3.202118	Sum squared resid	1222.668	
Durbin-Watson stat	1.098100			

## نتیجه گیری

شکل گیری پس انداز و تجهیز آن به سمت سرمایه گذاری و توسعه بازارهای مالی، به عنوان یک عامل تأثیرگذار، از جمله عوامل مهم رشد اقتصادی محسوب می شوند. این مطالعه به بررسی وضعیت تشکیل سرمایه و پس انداز در کشور و مقایسه آن با دیگر کشورهای در حال توسعه مشابه ایران پرداخته و با تأکید بر شواهد آماری و مقایسه تطبیقی، علل ضعف و نامناسب بودن شاخصهای مذکور را مدنظر قرار داده است. در این راستا، بر پایه تجربیات و مطالعات جهانی، توسعه بخش مالی به عنوان یکی از مهمترین متغیرهای تأثیرگذار، مدنظر قرار گرفته است. نتایج این بررسی حاکی از آن است که:

ماهیت پس‌انداز در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه یکسان است، ولی در فضایی متفاوت شکل می‌گیرد. در کشورهای در حال توسعه، فقر یک واقعیت فراگیر می‌باشد که تبعات آن به چند عامل کلیدی تبدیل گشته‌است و اجازه تشکیل پس‌انداز به شکل منسجم، و به دنبال آن، ایجاد شرایط مناسب برای سرمایه‌گذاری را نمی‌دهد. از آن جمله می‌توان به کاهش ۱۲۰ درصدی درآمد سرانه کشور طی ۳۰ سال گذشته، شکاف بین درآمد و هزینه سالیانه خانوارهای شهری بالغ بر ۳۳۰ هزار تومان، گسترش طبقه کم درآمد به سمت گروه‌های فقیرتر، جوانی جمعیت و فقدان درآمد و کار مناسب برای این گروه، اشاره نمود.

از سوی دیگر، خانوارهای ایرانی، در شرایط فقدان فرهنگ پس‌انداز و شکل نگرفتن بازار و ابزارهای مالی توسعه‌یافته که از پشتوانه قانونی و اجرایی مناسب برخوردار باشند، پس‌انداز را در خرید کالاهای مصرفی بادوام و نزدیک به پول نقد خلاصه کرده‌اند. لذا بخش دوم این بررسی، بازار مالی کشور و خصوصاً گسترش نقش بورس و بازار سرمایه را با تأکید بر چند سال اخیر مدنظر قرار داده‌است. بررسیها در این زمینه نشان می‌دهند که حضور گسترده بانکها در بازار مالی و تکیه آنها بر قدرت دولت مرکزی باعث شده بخش مالی در کشور، بانک محور بوده و بازار سرمایه زمینه‌های لازم برای رشد و تجهیز منابع را در اختیار نداشته‌باشد. وجود زمینه‌های جذب پس‌انداز با ریسک کمتر و بازدهی بالاتر در خارج از بازار سرمایه، فقدان نهادها و ابزارهای کاهنده ریسک و تأثیرپذیری بورس از شرایط سیاسی و تصمیم‌گیریهای دولت، باعث شده که ریسک سرمایه‌گذاری در این بازار بالا باشد و لزوم سیاست‌گذاری مجدد در این زمینه را تأکید می‌کند.

بر این اساس با توجه به مبانی نظری در زمینه عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی، از طریق فرایند پس‌انداز - سرمایه‌گذاری و تأکید بر پازل رشد اقتصادی - توسعه بازار مالی، سه فرضیه «عرضه - هدایت»، «تقاضای پیرو» و «بازخور»، براساس آزمون علیت گرنجری در قالب یک مدل (VAE) برای چند شاخص در بازار سرمایه و رشد

اقتصادی آزمون شده است.

نتایج، حاکی از آن است که در کوتاه مدت بین نرخ رشد اقتصادی و نسبت ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص ملی، علیت گرنجری وجود دارد. این رابطه در بلند مدت یک طرفه شده و از سمت رشد اقتصادی بر ارزش جاری بازار سهام است. همچنین توسعه بخش بازار اوراق بهادار از نقطه نظر افزایش سهم حجم معاملات بازار سهام در اقتصاد کشور، روی نرخ رشد اقتصادی اثر خواهد گذاشت. این رابطه با افزایش طول وقفه‌ها و در بلندمدت، رد می‌شود. آزمون علیت گرنجری هیچ رابطه علی بین نرخ رشد تشکیل سرمایه در بخش ماشین‌آلات و نقدینگی بازار سرمایه را نشان نداده و در دوره بسیار کوتاه مدت، رابطه علی یک طرفه از نقدینگی بازار سهام بر رشد اقتصادی وجود دارد. همچنین رابطه علی دو طرفه بین نسبت ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص ملی و نرخ تشکیل سرمایه در کوتاه مدت، برقرار بوده ولی این رابطه بین نسبت حجم معاملات با تولید ناخالص ملی و نرخ تشکیل سرمایه وجود ندارد.

همچنین به منظور بررسی اثرات توسعه بازار سرمایه بر رشد اقتصادی و نرخ تشکیل سرمایه در دو مجموعه رگرسیون، برای سه گروه از کشورها (کشورهای توسعه یافته با درآمد متوسط و بالا، کشورهای صنعتی توسعه یافته و کشورهای در حال توسعه)، مدل تابلویی (Panel Data) در قالب یک مدل Cross Section Weights مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج این بررسی حاکی از آن است که در کشورهای توسعه یافته و صنعتی، دو متغیر درجه نقد شوندگی بازار و فعال بودن بازار، اثر مثبت و معنی داری بر رشد اقتصادی دارند. مقایسه این نتیجه برای کشورهای کم درآمد، نشان می‌دهد که ضریب نقدشوندگی معنا دار بوده و متغیر فعالیت بازار بر رشد اقتصادی بی اثر می‌باشد. در عین حال، وجود اثرات ثابت بالا در رگرسیون سوم، حاکی از تأثیرگذاری عوامل غالب دیگری بر رشد اقتصادی است که ناشی از ساختار درآمدی و بازار سرمایه متفاوت کشورهای مذکور می‌باشد. همچنین در رگرسیون‌هایی که اثرات متغیرهای توسعه بازار سرمایه را بر نرخ تشکیل سرمایه مدنظر قرار داده است،

نتایج نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت معنی‌دار بین نقش درجه نقدشوندگی بازار سرمایه با نرخ تشکیل سرمایه در هر سه گروه کشورهای مورد نظر و عدم معنی‌داری نسبت ارزش سهام معامله شده به ارزش جاری بازار سهام در مورد دو گروه کشورهای صنعتی و در حال توسعه بود.

بنابراین با توجه به نتایج آزمونهای انجام شده و ویژگیهای بورس اوراق بهادار کشور که هنوز در مرحله نوزایی می‌باشد، به نظر می‌رسد که باید موارد زیر را مدنظر قرار داد:

با تدوین نظام حقوقی کارآمد و قوانین مؤثر، ایجاد ثبات و امنیت در سیاست‌گذاری، تسهیل نوآوریهای مالی و طراحی ابزارها و نهادهای مالی لازم در کشور، تعمیق دانش سرمایه‌گذاری نزد دست‌اندرکاران بازار اوراق بهادار و در نهایت گسترش فرهنگ سهامداری نزد خانوار ایرانی را توسعه بخشید، تا شاهد شکل‌گیری فرایند پایدار پس‌انداز - سرمایه‌گذاری - توسعه اقتصادی در کشور باشیم.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## فهرست منابع:

۱. پژوهش‌پس‌انداز ملی در سالهای ۱۳۷۴-۸۳۵۳. اداره بررسیهای اقتصادی بانک مرکزی، ۱۳۷۵.
۲. «تحلیل بازار سهام در سال ۱۳۸۲، بخش اول و دوم»، مؤسسه توسعه صنعت سرمایه‌گذاری ایران، (شهریور ۱۳۸۲).
۳. سالنامه آماری مرکز آمار ایران، (سال ۱۳۸۰).
۴. کریمی، فرزاد. «تأثیر پس‌انداز و سرمایه‌گذاری بر صادرات غیر نفتی کشور (۱۳۳۸-۱۳۷۵)». مجله برنامه و بودجه، شماره ۵۶ و ۵۷.
۵. نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۶. نیلی، مسعود و راستاد، مهدی. «توسعه مالی و رشد اقتصادی: مقایسه کشورهای صادرکننده نفت و آسیای شرقی». سیزدهمین کنفرانس سیاستهای پولی و مالی، (اردیبهشت ۱۳۸۲).
7. Chee Keong Choong. "Financial Development and Economic Growth in Malaysia: The Stock Market Perspective", 2000.
8. www.fibv.com
9. Felix Rioja and Meven Valev. "Finance and Sources of Growth at Various Stages of Economic Development". *Department of Economics.*, Georgia State University.
10. Greenwood, Jeremy and Smith, Bruce. "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets"., *Journal of Economic Dynamics and Control*, (January 1997).
11. Kelly, J. Benchmarking Irish Private-Sector Credit". *Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, Quarterly Bulletin*, (Spring, 2004).
12. Levine, Ross. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". *Journal of Economic Literature.*, No.35, (1997).
13. Levine, Ross and Zervos, Sara. "Stock Markets, Banks and Economic Growth". *American Economic Review.*, (1998), pp.88537-88558.
14. Levine, R. "International Financial Liberalization and Economic Growth". *Review of International Economics.* (2001).
15. Luintel, K.B. and Khan, M. "A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence from a Multivariate VAR". *Journal of Development Economics*, (1999).



16. Patrick, H.T. "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries". *Economic Development and Cultural Change.*, (1966).
17. Robinson, Joan. "The Generalization of the General Theory, in The Rate of Interest and Other Essays". London: Macmillan., 1952.
18. Schmpeter, Joseph. "Theorie der Wirtschaftlichen, Entwicklung; The Theory of Economic Development"., Leipzig: Dunker and Humblot, 1912; translated by Redevers Opie. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press., 1912.



شروېشگاه علوم انساني ومطالعات فرانسې  
پرتمال جامع علوم انساني



شروېشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی