

Research and Education Govt. of Kerala
Ministry of Commerce, Industry, Mines and Agriculture

First National Conference on Sustainable Development
Research is Improving the Business Environment

www.pamam.in



GOVERNMENT OF KERALA
PAMAM

مجموعه مقالات اولین دوره
همایش ملی توسعه پایدار یا
رویکرد بهبود محیط کسب و کار



انستیتو ملی توسعه و نوآوری
NIEI

- UNDP and AFESD (Arab Fund for Economic and Social Development). (۲۰۰۲). *Arab Human Development Report ۲۰۰۲: Creating Opportunities for Future Generations*. Regional Bureau for Arab States, New York: USA: United Nations Development Program.
- World Bank. (۲۰۰۲). *Private Sector Development Strategy – Directions for the World Bank Group*. ۹ April, Washington, DC, USA: World Bank.
- World Bank. (۲۰۰۸). *The Growth Report Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development*. Commission on Growth and Development, Washington, DC USA: The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank.
- World Bank. (۲۰۰۹). *From Privilege to Competition: Unlocking Private- Led Growth in the Middle East and North Africa*. MENA Development Report, November, Washington, DC, USA: International Bank for Reconstruction and Development/ World Bank.
- World Bank. (۲۰۱۳). *Doing Business ۲۰۱۴: Understanding Regulations for Small and Medium-Size Enterprises*. Washington, DC: World Bank Group.
- World Economic Forum. (۲۰۱۳). *The Global Competitiveness Report ۲۰۱۳–۲۰۱۴*. Geneva: World Economic Forum.

بررسی اثر ساختار بازار سرمایه بر رشد اقتصادی بخش‌های مختلف اقتصاد ایران

دکتر علی اکبر ناجی میدانی^۱

سبا مجتهدی^۲

محمدعلی ابوترابی^۳

چکیده

آثار بالقوه توسعه سیستم مالی جهت تشویق رشد اقتصادی بیش از یک قرن است که توجه اقتصاددانان و ذهن سیاست‌گذاران کلان اقتصادی را به خود معطوف کرده است. در این میان، اثر نقش ساختار بازار مالی در رشد اقتصادی بخش‌های مختلف یک اقتصاد کمتر مورد توجه قرار گرفته است. مقاله حاضر، تلاش می‌کند تا با بررسی اثر مالکیت دولتی بانک‌ها و بانک محور بودن سیستم مالی به عنوان دو مشخصه مهم ساختار بازار سرمایه در اقتصاد ایران، نقش آن‌ها در رشد متوازن و یا نامتوازن بخش‌های صنعت، کشاورزی، خدمات و ساختمان برجسته نماید. در این مقاله از روش‌ها و آزمون‌های اقتصادسنجی داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. نتایج حاصل گویای آن است که بانک محور بودن نظام مالی اثری منفی بر رشد بخش کشاورزی و بخش مسکن و ساختمان در ایران داشته و بر رشد بخش‌های صنعت و معدن و خدمات اثر معنی‌داری نداشته است. به علاوه، شاخص مالکیت دولتی بانک‌ها بر رشد تمامی بخش‌های اقتصاد ایران اثری منفی داشته است به جز بخش ساختمان و مسکن که نتوانسته است اثری معنی‌داری بر رشد آن داشته باشد.

واژه‌های کلیدی: بازارهای مالی، ساختار مالی، مالکیت دولتی بانک‌ها، رشد اقتصادی

طبقه‌بندی JEL: G۱۰، G۲۱، G۳۸، O۴۰

^۱. استادیار گروه اقتصاد دانشگاه فردوسی مشهد

^۲. کارشناس ارشد علوم اقتصادی sabamojtahedi@gmail.com

^۳. دانشجوی دکتری علوم اقتصادی دانشگاه فردوسی مشهد aboutorabi.econ@gmail.com

۱. مقدمه

نقش و جایگاه نظام مالی به عنوان موتور رشد اقتصادی، بیش از یک دهه است که مجادلات بسیاری را میان اقتصاددانان برانگیخته است. با این حال، هنوز یک سؤال بدون پاسخ مانده است: آیا توسعه مالی منجر به رشد متوازن بخش‌های مختلف یک اقتصاد می‌شود، یا این که برخی بخش‌ها از توسعه مالی بیشتر بهره‌مند گشته و در مقابل، برخی دیگر کمتر از آن سود می‌برند؟ به هر حال، آن چه مورد قبول تمامی اقتصاددانان می‌باشد آن است که تأمین مالی بنگاه‌ها به دو شکل صورت می‌گیرد: «تأمین مالی درونی»^۱، یعنی گسترش سرمایه‌گذاری‌های بنگاه با تکیه محض به منابع مالی داخلی بنگاه، سود توزیع‌نشده و آورده‌های مالی سهامداران فعلی، و یا «تأمین مالی بیرونی»^۲ یعنی استفاده از منابع مالی خارج از بنگاه جهت اجرای پروژه‌های جدید یا توسعه پروژه‌های موجود از طریق دریافت وام از سیستم بانکی و یا انتشار سهام اولیه در بازار بورس.

بنابراین سؤال مهمی که در اینجا مطرح می‌شود و مقاله حاضر به دنبال آن است که به آن پاسخ دهد، این است که آیا ساختار بازار سرمایه (که تأمین مالی بیرونی به واسطه آن انجام می‌شود) اثر متفاوت بر رشد بخش‌های مختلف اقتصاد دارد؟ به طوری طبیعی انتظار بر آن است که بخش‌ها، صنایع و بنگاه‌هایی که بیشتر به تأمین مالی بیرونی متکی هستند، بیشتر تحت تأثیر ساختار بازار سرمایه قرار گیرند.

به منظور مطالعه ساختار بازار سرمایه می‌توان از معیارهای مختلفی استفاده است. در این تحقیق، از دو شاخص مالکیت دولتی بانک‌ها و شاخص ساختار مالی (بانک محور^۳ یا بازار محور^۴ بودن نظام مالی) استفاده می‌شود. شاخص مالکیت دولتی بانک‌ها به صورت نسبت دارایی‌های بانک‌ها و مؤسسات مالی دولتی به کل دارایی‌های سیستم بانکی و مؤسسات مالی محاسبه شده و شاخص ساختار مالی به صورت سهم بانک‌ها و مؤسسات مالی از تجهیز منابع مال بلندمدت نسبت به کل منابع مالی بلندمدت تجهیز شده توسط سیستم مالی (بانک‌ها و مؤسسات مالی، بازار سهام و بیمه‌ها) اندازه‌گیری می‌شود.

^۱. Internal financing

^۲. External financing

^۳. Bank-based financial system

^۴. Market-based financial system

نکته بسیار مهمی که اینجا بایستی به آن اشاره شود این است که برخی از پژوهشگران به اشتباه سیستم بانکی را مترادف با بازار پول و به تبع آن بازار سهام را مترادف با بازار سرمایه قلمداد می‌کنند و ضمناً توجه اندکی به شرکت‌های بیمه به عنوان واسطه‌های مالی دارند. دو اشکال مهم در این نگرش وجود دارد. نخست، علت خلط مبحث میان دو طبقه‌بندی بازارهای مالی، اشتباهی است که ریبنزسکی (۱۹۸۵) در نام‌گذاری فازهای توسعه سیستم مالی در نظریه «فازهای توسعه‌یافتگی مالی» خود مرتکب شد، بدین صورت که فاز اول توسعه‌یافتگی مالی که در آن سهم بازار پول در بازار مالی از سهم بازار سرمایه بیشتر است را «فاز بانک محوری» و فاز دوم که سهم بازار سرمایه در آن از سهم بازار پول بیشتر است را «فاز بازار محوری» نامید. باید توجه داشت که در طبقه‌بندی بازارهای مالی بر حسب نوع دارایی، بازار مالی به سه گروه بازار اوراق بدهی (عمدتاً شامل سپرده‌های بانکی و اوراق قرضه)، بازار سهام و بازار ابزارهای مشتقه تقسیم می‌شود و در طبقه‌بندی بر حسب سررسید دارایی، بازار مالی به دو دسته بازار پول و بازار سرمایه تقسیم می‌شود. این دو طبقه‌بندی اساساً مجزا از هم بوده و ارتباطی میان آن‌ها نیست. در بازار پول، سررسید ابزارهای مالی زیر یک سال است و در بازار سرمایه بالای یک سال. به همین دلیل، آن دسته از مبادلات مالی بانک‌ها که بالای یک سال است در قالب بازار سرمایه قرار می‌گیرد و نیز آن دسته از مبادلات مالی در بازار سهام که زیر یک سال سررسید می‌شود، شامل بازار پول می‌شود. بنابراین این تلقی که بانک‌ها فقط در بازار پول فعالیت می‌کنند اساساً نادرست است. دوم، شرکت‌های بیمه یکی از مهم‌ترین بخش‌ها در یک سیستم مالی پیشرفته هستند. در نظریه مراحل توسعه‌یافتگی ریبنزسکی (۱۹۸۵) نیز تأکید می‌شود که در مرحله سوم و توسعه‌یافته‌ترین مرحله بازار مالی، علاوه بر بازارهای پول و سرمایه، بازار سومی تحت عنوان «بازار تأمین اطمینان» نیز تقشی کلیدی در مدیریت ریسک ایفا می‌کند. بنابراین بایستی در تحلیل ساختار بازار سرمایه به نقش و سهم بیمه‌ها در این بازار توجه ویژه داشت.

با توجه به موارد فوق‌الذکر، با وجودی که اقتصاددانان توافق نظر دارند که بازار مالی در ایران بانک محور است، اما نقش بانک‌ها به عنوان یکی از مهم‌ترین واسطه‌های مالی در بازار سرمایه در این مقاله مورد نقد و بررسی قرار می‌گیرد.

در ادامه این مقاله و پس از این مقدمه، بخش دوم به مبانی نظری اختصاص دارد. سپس در بخش سوم شواهد تجربی موجود ارائه و در بخش چهارم داده‌ها، طراحی الگو و نتایج برآوردها ارائه می‌شود و سرانجام بخش پنجم جمع‌بندی و نتیجه‌گیری است.

۲. مبانی نظری

۲-۱. اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی

در دهه‌های اخیر، ادبیات عظیمی شواهد ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی را فراهم آورده است. در طی دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰، در نتیجه مقالات پیشگامانی چون گلداسمیت^۱ (۱۹۶۹) و مک‌کینون^۲ (۱۹۷۳) ارتباط میان رشد اقتصادی و توسعه مالی به یکی از موضوعات مهم مورد مجادله میان دانشگاهیان و سیاست‌گذاران تبدیل شد. طی دهه ۱۹۹۰، تعداد زیادی از مطالعات به طور مشخص بر نقش واسطه‌های مالی در تجهیز پس‌اندازها، تخصیص منابع کمیاب، متنوع‌سازی ریسک و سهم آن‌ها در رشد اقتصادی پرداخته‌اند (مانند دی‌گریگوریو و گویدوتی^۳، ۱۹۹۵).

بازارها و واسطه‌های مالی متشکل تضمین می‌کنند که وجوه به طور بهینه تخصیص داده شوند. بازارها و واسطه‌های مالی از طریق صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس^۴ و صرفه‌جویی‌های ناشی از وسعت^۵ قادرند که مشکلات اطلاعات نامتقارن و هزینه‌های مبادلاتی بالا را بهبود بخشند. توانایی بازارها و مؤسسات مالی در کاهش این اصطکاک‌های بازار می‌تواند به تخصیص کارا تر منابع و در نتیجه سرعت بخشیدن به رشد اقتصادی بلندمدت منجر شود (دیاموند^۶، ۱۹۸۴؛ بوید و پرسکات^۷، ۱۹۸۶؛ ویلیامسون^۸، ۱۹۸۶؛ و کینگ و لوین^۱، ۱۹۹۳).

^۱. Goldsmith

^۲. McKinnon

^۳. De Gregorio and Guidotti

^۴. Economies of scale

^۵. Economies of scope

^۶. Diamond

^۷. Boyd and Prescott

^۸. Williamson

۲-۲. اثر مالکیت دولتی بانکها بر رشد اقتصادی

به طور کلی، سه دیدگاه در موافقت با مداخله دولت در بازار مالی (و به طور مشخص صنعت بانکداری) وجود دارد. نخست، دیدگاه «اقتصاد کلان» بر این باور است که از آن جا که هم کیفیت پورتفوی بانکها و هم سرمایه‌گذاری‌های پیش رو در دوره رکود به سمت وخیم شدن حرکت می‌کند، مقررات‌زائی محتاطانه ممکن است بی‌انگیزگی مضاعفی ایجاد کند (آندریانوا^۲، ۲۰۱۲) و بدین ترتیب مالکیت دولتی بانکها می‌تواند در جلوگیری از وقوع بحران‌های مالی و یا تخفیف آثار منفی این بحران‌ها مؤثر باشد. دوم، «دیدگاه اجتماعی» به نقش بخش عمومی در جبران نقایص بازار (که سرمایه‌گذاری‌هایی سودآور به لحاظ اجتماعی را بدون تأمین مالی باقی می‌گذارد) تأکید دارد (آتکینسون و استیگلیتز^۳، ۱۹۸۰ و استیگلیتز، ۱۹۹۴). سوم، دیدگاه توسعه‌ای بیان می‌دارد که شکست بازار^۴ و اهداف توسعه، حضور دولت در بانکداری را توجیه می‌کند. موافقان این دیدگاه اشاره می‌کنند که بازارهای مالی به طور عام و بخش بانکی به طور خاص، از سایر بازارها متفاوت هستند و این مداخله دولت می‌تواند عملکرد بخش مالی و عملکرد کلی اقتصاد را بهبود بخشد (آندریانوا و دیگران، ۲۰۰۸).

یک دیدگاه نیز در مخالفت با مالکیت دولتی بانکها مطرح است: «دیدگاه سیاسی» ادعا می‌کند که سیاستمداران، مالکیت دولتی بانکها را ایجاد کرده و از آن حمایت می‌کنند که این امر نه به جهت کانالیزه کردن وجوه به سوی کاربردهای بهینه اجتماعی، بلکه برای حداکثر کردن اهداف شخصی سیاستمداران است (لاپورتا و دیگران^۵، ۲۰۰۲).

در نهایت، میان ارزیابی خوش‌بینانه دیدگاه‌های اقتصاد کلان، اجتماعی و توسعه‌ای و نگاه بدبینانه دیدگاه سیاسی در مورد مالکیت دولتی بانکها، «دیدگاه نمایندگی»^۶ مبادله سیاستی بین کارایی تخصیصی و کارایی داخلی (یعنی توانایی شرکت‌های عمومی برای اجرای فرامینشان) را برجسته می‌کند. دیدگاه نمایندگی این

^۱. King and Levine

^۲. Andrianova

^۳. Atkinson and Stiglitz

^۴. Market failures

^۵. La Porta et al.

^۶. Agency view

سؤال را مطرح می‌کند که آیا هزینه‌های نمایندگی برآمده از بوروکراسی‌های دولتی، عواید اجتماعی ناشی از مداخله بخش عمومی را در حضور نقایص بازار جبران می‌کند؟ (بیاتی و دیگران^۱، ۲۰۰۷).

در قانون برنامه بودجه سال ۱۳۹۲ مواردی وجود دارد که مؤید مداخله دولت در بازار سرمایه می‌باشد. به عنوان مثال، تبصره ۱ ذیل ماده ۵ نیمی از سپرده‌گذاری بانک مرکزی در بانک‌های تخصصی کشور را به بخش کشاورزی اختصاص داده است که طرفداران مداخله دولتی در بازار مالی از دیدگاه توسعه‌ای موافق چنین قانونی هستند. ماده ۱۳ همین قانون ناظر بر حمایت از مناطق کمتر توسعه‌یافته است که با دیدگاه توسعه‌ای در مورد مداخلات دولتی سازگار است. ماده ۲۴ نیز بانک‌ها را موظف به اعطای اعتبارات ویژه جهت کاهش دادن نوسانات چرخه‌ای بخش کشاورزی کرده است که در راستای نظریات موافقان دیدگاه اقتصادکلان است. این در حالی است که از نقطه نظر دیدگاه سیاسی این گونه حمایت‌ها با اهداف اقتصادی یا اجتماعی انجام نمی‌شود بلکه صرفاً در راستای جلب آرای مردم توسط گروه سیاسی حاکم انجام می‌شود. در این میانه، اقتصاددانان حامی دیدگاه نمایندگی، در صورتی که این گونه مداخلات و سیاست‌های دولتی جهت دستیابی به سطوح بالاتر توسعه اقتصادی- اجتماعی مؤثر واقع شوند موافق آن‌ها هستند، در غیر این صورت، سیاست‌های مداخله‌گرایانه توسط دولت در بخش مالی را نفی می‌کنند.

مباحث نظری پیرامون توجیهات مداخله دولت در بخش بانکی به طور کلی می‌تواند به چهار دسته طبقه‌بندی کرد: الف) حفظ امنیت و سلامت سیستم بانکداری ب) کاهش شکست بازار که ریشه در اطلاعات نامتقارن دارد ج) تأمین مالی پروژه‌هایی که به لحاظ اجتماعی سودآور (ولی از لحاظ مالی غیر سودآور) هستند د) ارتقای توسعه مالی از طریق فراهم ساختن دسترسی به خدمات بانکی رقابتی به ساکنین مناطق محروم^۲. با وجود این که هر کدام از این موارد موافقان و مخالفان خاص خود را دارد، اما حتی پذیرش این توجیهات برای مداخله دولت در سیستم بانکی، به معنی مهر تأییدی بر شدیدترین نوع مداخله دولت در بخش بانکی، یعنی تحت مالکیت قرار دادن بخش عمده‌ای از بانک‌ها نیست.

^۱. Yeyati et al.

^۲. برای مطالعه بیشتر در مورد اثر مالکیت دولتی بانک‌ها بر رشد اقتصادی به ابوترابی و فلاحتی (۱۳۹۲) مراجعه کنید.

۳-۲. اثر ساختار مالی بر رشد اقتصادی

شواهد تجربی فراوانی وجود دارد که «رابطه مثبت و مرتبه اول (در سطح) بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را تأیید می‌کند» (لوین، ۱۹۹۷:۶۸۸)، از طرفی دو نوع ساختار مالی متفاوت «بازار محور» و «بانک محور» وجود دارد که گاهی اوقات نیز سیستم‌های «قانون‌مدار» در برابر «رابطه‌مدار» نامیده می‌شوند (راجان و زینگالس^۱، ۲۰۰۱:۴۷۲). در این بین مسئله‌ای تأمل برانگیز در مورد اهمیت نسبی سیستم‌های مالی بازار محور در برابر سیستم‌های مالی بانک محور به عنوان عاملی مهم برای رشد اقتصادی و نظارت شرکتی وجود دارد.

ابوترابی و فلاحی (۱۳۹۲الف) تفاوت‌های سیستم‌های بانک محور و بازار محور را در چهار دسته جمع‌بندی کرده‌اند: (۱) کسب اطلاعات: با توجه به این مشخصه، سیستم‌های مالی بانک محور کارایی بیشتری دارند؛ (۲) رقابت و شفافیت: از حیث این ویژگی، سیستم‌های مالی بازار محور جهت تشویق رشد اقتصادی عملکرد بهتری دارند؛ (۳) حاکمیت شرکتی: بر اساس این جنبه، سیستم‌های بانک محور با ارائه حاکمیت شرکتی مناسب‌تر در اولویت هستند؛ و (۴) زیرساختارهای نهادی و قانونی: از این منظر، انتخاب سیستم مالی مناسب برای یک کشور بایستی بر اساس سیستم قانونی حاکم بر آن کشور و فضای نهادی شکل گرفته در آن اقتصاد باشد. طرفداران این دیدگاه، به کشورهای در حال توسعه که محیط نهادی و قانونی ضعیف‌تری دارند توصیه می‌کنند که به سمت سیستم مالی بانک محور حرکت کنند.

ابوترابی و دیگران (۱۳۹۲) دلایل تسلط بخش بانکی بر بخش غیر بانکی را مورد بحث قرار داده‌اند. این دلایل عبارتند از: بازده بالاتر و ایمنی بیشتر در بخش بانکی در سیستم مالی ایران، عدم تمایل بخش بانکی برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، ساختار اقتصادی و ساختار مالکیت در ایران، ویژگی‌های خاص بازار سهام، محدودیت ابزاری بازار سهام در ایران، نبود شرایط مناسب برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، فقدان تنوع در

^۱. Rajan and Zingales

نهادهای واسطه‌های مالی غیر بانکی، بالا بودن نرخ تورم و وجود نرخ‌های مختلف بهره، عدم تمایل شرکت‌ها و واحدهای تولیدی و تجاری به تأمین مالی از بخش غیر بانکی و نبود مؤسسات رتبه‌بندی^۱ معتبر.

۳. مطالعات پیشین

در مورد اثر مالکیت دولتی بانک‌ها بر رشد اقتصادی در سطح اقتصاد کلان مطالعات مختلفی انجام شده است. میکو و همکاران^۲ (۲۰۰۷) آزمون کردند که آیا ملاحظات سیاسی منجر به تفاوت عملکرد بانک‌های دولتی و خصوصی است. بدین منظور شدت یافتن این مسئله را در سال‌های برگزاری انتخابات بررسی کردند که منجر به یافتن شواهدی قوی در تأیید این ادعا شد. علاوه بر این، سال‌های انتخابات با وام‌های بی حساب و کتاب در کنار کاهش قیمت‌ها همراه بوده است که نمایانگر وجود یک شوک عرضه سازگار با فرضیه وام‌دهی سیاسی است. لوین^۳ (۲۰۰۵) تعداد زیادی از تحقیقات تجربی مرتبط با رابطه میان بخش مالی و رشد اقتصادی بلندمدت را بررسی کرد. نتایج موجود در ادبیات، متضاد بود. به علاوه، مطالعات بین‌کشوری و داده‌های تابلویی با در نظر گرفتن سایر عوامل تعیین‌کننده رشد و نیز تورش‌های بالقوه ناشی از همزمانی، داده‌های حذف شده و اثرات خاص هر کشور، اثر مثبت تعمیق مالی بر رشد اقتصادی را نشان می‌دهند.

دیدار^۴ (۲۰۰۶) یک چارچوب نظری برای توسعه مالی و توسعه اقتصادی را بسط داد که مصرف منابع واقعی توسط بخش مالی را فرض می‌کند. بر اساس مدل وی، زمانی که اقتصاد به سطح آستانه‌ای از توسعه اقتصادی می‌رسد، توسعه مالی به صورت درون‌زا اتفاق می‌افتد. او بحث می‌کند که یکی از نقش‌های واسطه مالی کمک به کانالیزه کردن منابع کمیاب به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولدی است که در شرایط خودکفایی مالی امکان‌پذیر نیستند. بر اساس تحقیق وی، زمانی که تکنولوژی تأمین مالی شده توسط واسطه‌های مالی سرمایه‌برتر باشد نسبت به آنچه که در خودکفایی مالی انجام می‌شود، اثر رشدی توسعه مالی مبهم است.

^۱. Rating agencies

^۲. Micco et al.

^۳. Levine

^۴. Deidda

به نظر می‌رسد یکی از دلایل ابهاماتی که در رابطه با اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در مطالعاتی مانند لوین (۲۰۰۵) و دیدا (۲۰۰۶) مطرح شده است، تفاوت‌های فاحش در ساختار بازارهای مالی بین کشورهای مختلف، خصوصاً میان کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته می‌باشد. بررسی صحت این ادعا، هدف مقاله حاضر بوده که با استفاده از دو شاخص مالکیت دولتی بانک‌ها و شاخص ساختار مالی مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. آندریانوا و دیگران (۲۰۰۸) نشان دادند، بانک‌های تحت مالکیت دولت در تجهیز پس‌انداز زمانی که اجرای قراردادهای سپرده در بخش بانکی ضعیف عمل می‌کند، ممکن است نسبت به بانک‌های خصوصی موثرتر واقع شوند.

گور^۱ (۲۰۱۲) اثر مالکیت دولتی بانک‌ها بر ایجاد اشتغال را مورد بررسی قرار داده است. نتایج این مقاله گویای آن است که مالکیت دولتی بانک‌ها اشتغال را در صنایعی که امکان ایجاد فرصت‌های شغلی بیشتری دارد کاهش می‌دهد.

نتایج مطالعه ابوترابی و فلاحی (۱۳۹۲ب) بر اساس روابط علیت سه متغیره نشان می‌دهد که مالکیت دولتی بانک‌ها آثار مثبت بالقوه توسعه مالی بر رشد اقتصادی در ایران را تخریب کرده است.

اثر ساختار مالی بر رشد اقتصادی، کمتر از اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی مورد توجه اقتصاددانان قرار گرفته است. با این حال مطالعاتی در این زمینه انجام شده است که اهمیت بانک محور یا بازار محور بودن سیستم مالی جهت دستیابی به سطوح بالاتر رشد اقتصادی را برجسته کرده‌اند. آرستیس و همکاران^۲ (۲۰۰۱) با استفاده از داده‌های سری زمانی پنج کشور توسعه‌یافته (انگلستان، ایالات متحده، آلمان، فرانسه و ژاپن) به مطالعه نقش بانک‌ها و بازار سهام در رشد اقتصادی این کشورها پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که نظام مالی بانک محور در کشورهای آلمان و ژاپن در مقایسه با سیستم مالی بازار محور انگلستان و ایالات متحده نقش مؤثرتری بر رشد اقتصادی ایفا کرده است.

^۱. Gur

^۲. Arstis et al.

در مقابل بک و لوین^۱ (۲۰۰۴) در بررسی خود بیان کردند که توسعه بازار بورس و بانکها هر دو قابل ملاحظه‌اند و به لحاظ اقتصادی تأثیر زیادی بر رشد اقتصادی دارند.

مطالعات لی^۲ (۲۰۱۱) نیز نشانگر این است که در آمریکا، انگلستان و ژاپن بازار سهام نقش مهمی در تأمین مالی رشد اقتصادی دارد، در حالی که در آلمان، فرانسه و کره جنوبی بانکها نقشی اساسی در رشد اقتصادی ایفا می‌کنند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که بخش بانکی نقش مهم‌تری در سطوح اولیه رشد اقتصادی دارد. به علاوه، این یافته‌ها بیانگر آن است که بخش بانکی و بازار سهام در تمامی کشورهای مورد مطالعه به جز ایالات متحده آمریکا، مکمل یکدیگر بوده‌اند.

بررسی اثر ساختار مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه و به ویژه در ایران کمتر مورد توجه قرار گرفته است. در حالی که در داخل کشور مطالعات بسیاری در مورد اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی انجام شده است (ابوترابی، ۱۳۸۸؛ سلیمی‌فر، رزمی و ابوترابی، ۱۳۸۹؛ هوشمند و دانش‌نیا، ۱۳۹۰؛ سامتی، رنجبر و همت‌زاده، ۱۳۹۱؛ ابونوری و تیموری، ۱۳۹۲)، اما اثر ساختار مالی (بانک محور یا بازار محور بودن سیستم مالی) بر رشد اقتصادی عمدتاً مورد غفلت قرار گرفته است. اخیراً در مطالعه ابوترابی و فلاحی (۱۳۹۲الف) اثر ساختار مالی و بررسی مقایسه‌ای نقش سیستم بانکی و بازار سهام بر رشد اقتصادی کشورهای منتخبی از منا برآورد شده است. نتایج حاصل گویای آن است که اثر توسعه سیستم بانکی در این کشورها بر نرخ رشد اقتصادی آن‌ها منفی و معنی‌دار بوده، در حالی که اثر توسعه بازار سهام با وجود مثبت بودن، به لحاظ آماری معنی‌دار نیست. این نتایج برخلاف شواهد تجربی مشاهده شده در کشورهای توسعه‌یافته است و دلیل آن مشخصات (ویژگی‌های) خاص و متفاوت بازارهای مالی در کشورهای در حال توسعه می‌باشد.

در عین حال، شایان ذکر است که به رغم مطالعاتی که کم و بیش در مورد اثر توسعه مالی، ساختار مالی و مالکیت دولتی بانکها بر رشد اقتصاد کلان کشورهای مختلف انجام شده است، کمتر مطالعه‌ای است که به

^۱. Beck and Levine

^۲. Lee

بررسی اثر این موارد بر رشد اقتصادی بخش‌های مختلف اقتصاد یک کشور در کنار هم و به تفکیک معطوف شده باشد.

۴. تجزیه و تحلیل الگو

۴-۱. معرفی داده‌ها

در مقاله حاضر، جهت مطالعه اثر مالکیت دولتی بانک‌ها و ساختار مالی به عنوان دو معیار از ساختار بازار سرمایه بر رشد اقتصادی بخش‌های خدمات، کشاورزی، صنعت و معدن، مسکن و ساختمان در ایران از شاخص‌های زیر استفاده شده است:

- ۱) شاخص مالکیت دولتی بانک‌ها: نسبت دارایی‌های بانک‌های دولتی به کل دارایی‌های سیستم بانکی؛
- ۲) شاخص بانک محوری: سهم بانک‌ها از تجهیز منابع مالی نسبت به کل منابع مالی تجهیز شده توسط بانک‌ها، بازار سهام و شرکت‌های بیمه؛
- ۳) تسهیلات اعطایی به واحدهای غیر دولتی در هر بخش؛
- ۴) نرخ سود مورد انتظار تسهیلات اعطایی به هر بخش؛
- ۵) جمعیت شاغل در هر بخش؛
- ۶) موجودی سرمایه هر بخش؛
- ۷) ارزش افزوده هر بخش.

بازه زمانی این تحقیق از سال ۱۳۶۵ تا ۱۳۸۷ می‌باشد.

۴-۲. تصریح و برآورد الگو

بر پایه مبانی اقتصادسنجی در بحث داده‌های تابلویی^۱، الگو به یکی از دو صورت الگوی اثرات ثابت^۲ و الگوی اثرات تصادفی^۳ است. شکل عمومی این دسته از الگوها در حالت جزء خطای یک جانبه^۴ به صورت زیر است:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \mu_i + v_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T \quad (1)$$

در اینجا، y_{it} بردار مقادیر متغیر وابسته (نرخ رشد سالانه تولید ناخالص داخلی)، X_{it} ماتریس مقادیر متغیرهای مستقل (شاخص چند بُعدی توسعه مالی بانک محور، شاخص چند بُعدی توسعه مالی بازار محور، نسبت تشکیل سرمایه داخلی به تولید ناخالص داخلی و جمعیت نیروی کار)، μ_i بردار نشان دهنده اثر غیر قابل مشاهده ویژه فردی، v_{it} بردار باقیمانده جزء خطا (به استثناء اثرات فردی)، i اندیس فردی و t زمان را نشان می‌دهد. در الگوی اثرات ثابت، μ_i پارامترهای ثابت فرض می‌شود. اما در الگوی اثرات تصادفی، μ_i یک متغیر تصادفی است که دارای توزیع $\mu_i \sim IID(0, \sigma_\mu^2)$ است. جهت آزمون ترکیب‌پذیری^۵ و نیز آزمون وجود اثرات ثابت فرد و یا زمان باید از آزمون F چاو و برای تشخیص نوع الگوی داده‌های تابلویی از بُعد وجود اثرات ثابت یا تصادفی باید از آزمون هاسمن استفاده کرد (بالتاگی^۶، ۲۰۰۸).

به منظور برآورد اثر ساختار بازار سرمایه بر رشد اقتصادی بخش‌های مختلف اقتصاد ایران، از چهار تصریح مختلف استفاده شده است. در تمامی این رگرسیون‌ها از یک مدل پایه رشد شامل نیروی کار شاغل و موجود سرمایه آن بخش استفاده شده و شاخص‌های مالکیت دولتی بانک‌ها و ساختار مالی به عنوان متغیرهای مختص هر مقطع (cross-section) لحاظ شده‌اند تا از این طریق تفاوت اثرگذاری آن‌ها بر هر یک از بخش‌ها ارزیابی گردد. در تصریح (۱) علاوه بر متغیرهای فوق‌الذکر، تسهیلات اعطایی به واحدهای غیر دولتی آن بخش و نرخ سود مورد انتظار این تسهیلات نیز لحاظ شده است. در حالی که در تصریح (۲) تنها تسهیلات اعطایی به

^۱. Panel Data

^۲. Fixed Effects

^۳. Random Effects

^۴. One-Way Error Component

^۵. Poolability

^۶. Baltagi

واحدهای غیر دولتی هر بخش، در تصریح (۳) تنها نرخ سود مورد انتظار تسهیلات اعطایی به هر بخش و در تصریح (۴) هیچ کدام از این دو، در برازش مدل آورده شده است.

آماره F چاو محاسباتی در آزمون ترکیب پذیری برای هر چهار تصریح انجام شده است که دلالت بر عدم رد فرضیه ترکیب پذیری داشته و بنابراین استفاده از داده‌های این کشورها در قالب یک رگرسیون داده‌های تابلویی بلامانع است.

به دلیل حضور متغیرهای کلان اقتصادی مانند مالکیت دولتی بانکها و ساختار مالی در برازشها که به ازای تمامی بخشها یکسان بوده و برای هر بخش عیناً تکرار می‌شوند، امکان برآورد مدل‌های با اثرات ثابت زمانی برای تصریح‌های مختلف وجود ندارد. بنابراین آزمون چاو تنها میان مدل داده‌های ترکیبی و مدل داده‌های تابلویی با اثرات ثابت فرد انجام شده است. جدول (۱) نتایج آزمون چاو را ارائه می‌دهد. در این آزمون فرضیه صفر مبتنی بر عدم وجود اثرات فردی در داخل مدل است، در حالی که فرضیه رقیب، وجود اثرات ثابت فردی در مدل می‌باشد. به عبارت دیگر، در صورت عدم رد فرضیه صفر، مدل بهینه مدل داده‌های ترکیبی و در صورت رد این فرض، مدل ارجح مدل داده‌های تابلویی خواهد بود.

جدول (۱): نتایج آزمون وجود اثرات ثابت فردی و زمانی با استفاده از آماره چاو

احتمال آماره محاسباتی	درجه آزادی (صورت و مخرج)	آماره محاسباتی	اثرات ثابت	تصریح
۰/۰۰۰۰	۳ و ۷۶	۹/۵۳۸۲۴۸	فرد	(۱)
۰/۰۰۰۰	۳ و ۷۷	۱۷/۷۳۶۶۳۵	فرد	(۲)
۰/۰۰۰۰	۳ و ۷۷	۱۹/۸۸۵۲۹۰	فرد	(۳)
۰/۰۰۰۰	۳ و ۷۸	۲۴/۱۸۱۳۷۷	فرد	(۴)

منبع: محاسبات تحقیق

سطح معنی‌داری ۵ درصد می‌باشد.

نتایج جدول (۱) مؤید آن است که در سطح احتمال ۵ درصد در هر چهار تصریح، اثرات ثابت فردی وجود دارد. از آن جایی که به دلیل کم بودن تعداد مقاطع رگرسیون (در اینجا بخشها) در مقایسه با تعداد متغیرهای

توضیحی مدل، امکان برآزش مدل‌های با اثرات تصادفی وجود ندارد، بنابراین در ادامه مقاله حاضر، برآوردهای مدل تنها در حالت وجود اثرات ثابت فرد ارائه خواهد شد.

جدول زیر نتایج برآورد مدل در حالت داده‌های ترکیبی، اثرات ثابت فردی را برای هر چهار تصریح ارائه

می‌دهد.

جدول (۲): نتایج برآوردهای اثر ساختار بازار سرمایه بر رشد اقتصادی بخش‌های مختلف اقتصاد ایران

متغیرها	تصریح (۱)	تصریح (۲)	تصریح (۳)	تصریح (۴)
C	۱۱۱۵۳۵/۶ (۰/۰۰۸۷)	۷۹۸۳۱/۵۹ (۰/۰۶۳۰)	۱۵۲۳۵۰/۰ (۰/۰۰۰۰)	۱۰۱۳۸۴/۲ (۰/۰۰۴۷)
K	۰/۰۲۲۸۳۶ (۰/۵۲۲۹)	۰/۰۱۰۶۳۹ (۰/۷۶۵۹)	۰/۰۴۴۵۲۴ (۰/۲۱۱۶)	۰/۰۳۰۱۷۸ (۰/۳۷۷۴)
Emp	۰/۰۱۸۷۷۸ (۰/۰۰۰۰)	۰/۰۲۳۷۷۷ (۰/۰۰۰۰)	۰/۰۱۷۴۵۳ (۰/۰۰۰۰)	۰/۰۲۲۱۴۵ (۰/۰۰۰۰)
PC	۰/۰۱۹۱۴۸ (۰/۰۶۹۰)	۰/۰۰۹۲۴۸ (۰/۳۷۸۶)		
i	۷۶۵/۶۲۸۱ (۰/۰۰۰۰)		۷۲۹/۴۴۳۰ (۰/۰۰۰۰)	
FS_S	-۸۷۹۷/۴۳۹ (۰/۷۸۷۴)	۷۰۱۲/۲۹۵ (۰/۸۴۶۲)	۳۵۸۱/۰۷۰ (۰/۹۱۴۸)	۱۳۱۱۴/۲۵ (۰/۷۱۶۴)
FS_A	-۳۲۷۱۱/۱۰ (۰/۰۰۲۸)	-۵۵۰۱۸/۱۵ (۰/۰۰۰۳)	-۳۷۰۵۴/۳۴ (۰/۰۰۱۵)	-۵۷۰۷۸/۰۴ (۰/۰۰۰۳)
FS_I	-۱۲۴۱۴/۰۱ (۰/۵۴۲۵)	-۱۰۶۱۱/۶۱ (۰/۵۵۴۵)	-۲۲۹۹۹/۰۴ (۰/۲۱۶۹)	-۱۸۴۸۱/۸۵ (۰/۲۴۲۳)
FS_H	-۶۴۲۵۲/۷۳ (۰/۰۰۵۸)	-۶۴۸۱۴/۶۴ (۰/۰۰۵۵)	-۷۴۷۲۴/۸۲ (۰/۰۰۱۷)	-۷۳۷۰۹/۷۰ (۰/۰۰۱۶)
POB_S	-۱۶۰۲۴۹/۸ (۰/۰۴۸۰)	-۷۸۷۶۹/۷۲ (۰/۳۴۴۸)	-۱۹۳۲۵۳/۷ (۰/۰۱۳۰)	-۸۶۸۵۳/۷۶ (۰/۲۶۷۹)
POB_A	-۶۴۵۰۵/۰۶ (۰/۰۰۰۵)	-۷۱۵۸۷/۳۱ (۰/۰۰۱۳)	-۸۶۵۳۰/۴۲ (۰/۰۰۰۰)	-۸۱۵۸۷/۵۸ (۰/۰۰۰۰)

-۲۲۹۹۷۵/۵	-۲۶۰۶۲۸/۶	-۲۱۳۸۲۵/۵	-۲۱۹۳۰۱/۹	POB_I
(./۰۰۰۰۰)	(./۰۰۰۰۰)	(./۰۰۰۰۰)	(./۰۰۰۰۰)	
۵۲۳۷۹/۶۹	-۷۶۴۹/۸۰۵	۸۷۶۴۱/۴۲	۴۵۴۹۷/۶۶	POB_H
(./۱۱۲۹)	(./۸۴۴۵)	(./۰۵۱۳)	(./۳۲۰۳)	
۰/۹۹۳۲۲۲	۰/۹۹۴۱۴۳	۰/۹۹۳۱۸۳	۰/۹۹۴۵۶۲	Adjusted R ^۲
۱۰۲۶/۸۱۴	۱۱۰۴/۳۶۸	۹۴۷/۹۴۹۳	۱۱۱۰/۶۳۹	F
(./۰۰۰۰۰)	(./۰۰۰۰۰)	(./۰۰۰۰۰)	(./۰۰۰۰۰)	

منبع: محاسبات تحقیق

اعداد داخل پرانتز احتمال آماره‌های محاسباتی در سطح معنی‌داری ۵ درصد می‌باشد.

نتایج جدول فوق گویای آن است که موجودی سرمایه انباشته شده در تمامی بخش‌های اقتصاد ایران نتوانسته است اثر معنی‌داری بر رشد اقتصادی آن بخش‌ها بگذارد، این در حالی است که میزان شاغلان در آن بخش اثر کاملاً معنی‌دار داشته است. به علاوه، تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی هر بخش، اثر معنی‌دار و قابل ملاحظه بر رشد اقتصادی آن بخش نداشته است، در حالی که نرخ سود تسهیلات اعطایی در رشد اقتصادی آن بخش اثر معنی‌دار و برخلاف انتظار نظری، مثبت داشته است.

اثر ساختار مالی بر رشد بخش خدمات در تمامی تصریح‌ها بی‌معنی است. در ضمن، اثر مالکیت دولتی بانک‌ها تنها در تصریح‌هایی که نرخ سود دریافتی تسهیلات در آن‌ها لحاظ شده است بر رشد بخش خدمات اثر معنی‌داری دارد که البته این اثر نیز منفی می‌باشد.

هر دو شاخص ساختار بازار سرمایه مورد استفاده در این تحقیق، اثری منفی، معنی‌دار و قوی بر رشد بخش کشاورزی اقتصاد ایران داشته‌اند.

در مورد بخش صنعت و معدن، اثر ساختار مالی در تمامی تصریح‌ها بی‌معنی و اثر مالکیت دولتی بانک‌ها معنی‌دار و منفی است.

در نهایت، این نتایج نشان می‌دهد که بانک محور بودن سیستم مالی در ایران اثری منفی و معنی‌دار بر رشد بخش ساختمان و مسکن داشته است، در حالی که اثر مالکیت دولتی بانک‌ها بی‌معنی بوده است.

۵. جمع‌بندی، نتیجه‌گیری و پیشنهادات

اثر بی‌معنی تسهیلات اعطایی به بنگاه‌های خصوصی بخش‌های مختلف اقتصاد ایران و در مقابل آن، اثر معنی‌دار و مثبت نرخ سود دریافتی از این تسهیلات، نشان دهنده آن است که حمایت‌های مقداری در اعطای وام‌ها به بخش‌های مختلف نتوانسته است اثربخشی مورد ادعا در این بخش‌ها را داشته باشد. علاوه بر این، نرخ‌های سود پایین این تسهیلات باعث شده است که تخصیص منابع توسط بانک‌ها مبتنی بر کارایی واحدهای متقاضی وام صورت نگیرد. ادبیاتی وسیع در اقتصاد مالی تأکید می‌کند که نرخ‌های بهره پایین معمولاً باعث رانت‌جویی، ناکارایی تخصیص اعتبارات، قطع ارتباط میان کیفیت بنگاه و توانایی آن در تأمین مالی بیرونی، کاهش انگیزه بانک‌ها جهت اجرای مکانیسم‌های پایش دقیق که عمدتاً پر هزینه هستند و در نهایت اعطای اعتبارات بر اساس ملاحظاتی به جز افزایش سودآوری و کاهش ریسک بانک‌ها می‌شود.

اثر بی‌معنی شاخص بانک محوری بر رشد بخش خدمات بیانگر آن است که تسلط سیستم بانکی بر بازار مالی ایران با وجود این که منجر به سرازیر شدن اعتبارات قابل توجهی به بخش خدمات شده است اما با این تخصیص به نسبت زیاد اعتبارات در مقایسه با سایر بخش‌ها، بر اساس کارایی و انتخاب سودآورترین پروژه‌ها که می‌توانند مشوق رشد اقتصادی این بخش باشند، صورت نگرفته است. اثر منفی مالکیت دولتی بر رشد این بخش نشان دهنده این مهم است که اعتبارات کانالیزه شده به این بخش از طریق مداخله دولتی بر مبنای ملاحظات سیاسی بوده است تا ملاحظات اقتصادی و یا حداقل اجتماعی.

اثر منفی و معنی‌دار ساختار مالی و مالکیت دولتی بانک‌ها بر رشد بخش کشاورزی گویای آن است که این بخش هم از بانک محور بودن سیستم مالی ایران و هم از مالکیت دولتی بانک‌ها لطمه دیده است. این در حالی است که از یک طرف، دولت ادعای حمایت مالی جدی از بخش کشاورزی ایران دارد. اما این شواهد نشان می‌دهد که حمایت‌های دولت در راستای یک استراتژی مدون جهت رشد، توسعه، دانش محوری و مقاوم‌سازی بخش کشاورزی نبوده است. از طرف دیگر، علی‌رغم این که ادبیات اقتصاد مالی تأکید دارد که سیستم‌های بانک محور سیستم‌های مناسب‌تری جهت حمایت از بخش‌های سنتی اقتصاد مانند کشاورزی هستند و در مقابل، ممکن

است بازارهای سهام به خوبی نتوانند تأمین مالی پروژه‌های کشاورزی را انجام دهند، نتایج این تحقیق خلاف این انتظار نظری را تأیید می‌کند. به نظر می‌رسد یکی از دلایل این امر، عدم توجه جدی به مکانیسم‌های نوین «تأمین مالی خرد» باشد که تجربه کشورهای در حال توسعه‌ای که آن‌ها را اجرا کرده‌اند مؤید نقش بارز این نوع جدید از بانکداری بر توسعه کشاورزی و محرومیت‌زدایی از مناطق روستایی است.

هیکس^۱ (۱۹۶۹: ۱۴۵-۱۴۳) بیان می‌دارد که بهبود بازار سرمایه که ریسک نقدینگی را کاهش داد علت اولیه انقلاب صنعتی در انگلستان بود. طبق نظر هیکس، محصولات تولید شده در دهه‌های اول انقلاب صنعتی خیلی قبل‌تر اختراع شده بود. بنابراین نوآوری‌های تکنولوژیکی رشد پایدار را منجر نشده است. به هر حال، بسیاری از این نوآوری‌های موجود نیازمند تزریقات زیاد و تعهدات بلندمدت سرمایه بود. یک عامل مهم جدید که رشد را در قرن ۱۸ در انگلستان به شدت تحریک کرد، نقدینگی بازار سرمایه بود. با وجود بازارهای سرمایه نقدینه، پس‌اندازکنندگان می‌توانند دارایی‌هایی را نگهداری کنند (مانند سهام، اوراق قرضه یا سپرده‌های دیداری) که می‌توانند هرگاه که به دنبال دست یافتن به پس‌اندازهای خود باشند به سرعت و سهولت آن‌ها را بفروشند. به طور همزمان، بازارهای سرمایه این ابزارهای مالی نقدینه را به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت در فرآیندهای تولیدی غیر نقدینه تبدیل می‌کنند. به دلیل اینکه انقلاب صنعتی تعهدات سرمایه بسیاری برای دوره‌های طولانی نیاز داشت، انقلاب صنعتی بدون این تبدیل نقدینگی امکان وقوع نداشت. «بنابراین انقلاب صنعتی می‌بایست منتظر انقلاب مالی می‌ماند» (بنسیونگا و همکاران^۲، ۱۹۹۵: ۲۴۳).

اما توجه به این نکته بسیار مهم است که یک سیستم مالی بانک محور در صورتی می‌تواند نقشی مؤثر بر فرآیند صنعتی شدن یک اقتصاد ایجاد کند که با حمایت از کارآفرینی بتواند به عنوان زیرساختاری سازنده در تبدیل اختراعات صنعتی به نوآوری در محصول عمل کند. وظیفه‌ای که سیستم‌های مالی در اقتصادهای صنعتی امروزی، در جریان انقلاب صنعتی به خوبی از عهده آن برآمده و بستر لازم برای شکوفایی این اقتصادها را فراهم کردند. این مهم میسر نخواهد شد مگر آن که سیستم بانکی قادر به طراحی و ارائه ابزارهای مالی بلندمدتی باشد

^۱. Hicks

^۲. Bencivenga et al.

که بتواند از فعالیتهای نوآورانه حمایت کرده و این پروژه‌های دارای دوره بهره‌برداری طولانی را هم برای کارآفرینان ممکن ساخته و هم برای سرمایه‌گذاران جذاب کند. اثر بی‌معنی شاخص بانک محوری بر رشد اقتصادی بخش صنعت و معدن ایران تصدیق‌کننده عدم توانایی بانک‌های ایرانی در انجام این وظیفه حیاتی است. به علاوه، اثر مالکیت دولتی بانک‌ها بر این بخش نیز منفی است که نشان دهنده آن است که مداخلات دولت‌های ایرانی در بازار مالی با نظریات دیدگاه‌های توسعه‌ای یا اجتماعی قابل توجیه نبوده و عمدتاً نتیجه‌ای مشابه ادعای طرفداران دیدگاه سیاسی داشته است.

در بند دوم ماده ۵ قانون برنامه بودجه سال ۱۳۹۲ اختصاص ۱۰ درصد از منابع صندوق توسعه ملی به صورت ربالی برای بخش غیر دولتی صنعت و معدن در نظر گرفته شده است. در بند ۸ همین قانون و در راستای حمایت از تولید و سرمایه و کار ایرانی به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اجازه داده شده است، معادل مبلغ سه میلیارد و پانصد میلیون دلار نزد بانک‌های کشاورزی، صنعت و معدن و توسعه صادرات ایران، سپرده‌گذاری نماید تا مبلغ مذکور با رعایت قوانین و مقررات از سوی بانک‌های عامل و با معرفی وزارتخانه‌های صنعت، معدن و تجارت و علوم، تحقیقات و فناوری در قالب تأمین سرمایه در گردش واحدهای تولیدی بخش غیر دولتی و شرکت‌های دانش‌بنیان اعطاء شود. حتی حمایت‌هایی غیر مقداری (یعنی انواعی از مداخلات دولتی که کارکرد افزایش وام‌دهی را ندارند بلکه با هدف دسترسی آسان‌تر و کم هزینه‌تر به خدمات مالی و کاهش هزینه سرمایه برای بنگاه‌ها انجام می‌شوند) نیز در قانون برنامه امسال در نظر گرفته شده است. به عنوان نمونه، ماده ۱۵ این قانون در راستای تسهیل وثیقه مورد نیاز جهت اخذ اعتبارات لحاظ شده است و ماده ۱۶ نیز به استمهال^۱ در بازپرداخت بدهی‌های معوق واحدهای تولیدی اختصاص دارد. با این وجود، در صورتی که این قوانین صرفاً به صورت دستوری اجرا شده و این نکته مهم که واحدهای اقتصادی مشمول این قوانین بایستی اجرا کننده کارترین پروژه‌های موجود و یا پیشنهاد دهنده سودآورترین ایده‌های جدید باشند مورد توجه مدیران اعتبارات بانک‌ها قرار نگیرد، باز هم چون گذشته، این گونه قوانین به توسعه اقتصادی بیشتر کشور کمکی نخواهند کرد.

^۱. Evergreening

بخش ساختمان و مسکن در اقتصاد ایران همواره محل دلالتی و واسطه‌گری‌های عمدتاً غیر مولد بوده و تمام طول تاریخ اقتصادی ایران، محصولات ارائه شده در این بخش، رقیبی بسیار سودآورتر هم برای صنعت و هم برای بازار مالی ایران بوده است. اثر منفی بانک محوری سیستم مالی بر رشد این بخش، علی‌رغم اعطای تسهیلات بسیار ارزان توسط بانک تخصصی مسکن به این بخش بیانگر آن است که این اعتبارات نتوانسته است کمکی به رشد این بخش داشته باشد و علت اصلی رشد به طور نسبی بالای این بخش به دلیل سرازیر شدن سرمایه‌های سرگردان مردم به صورت مستقیم (و نه از طریق واسطه‌گران مالی) در سال‌های رونق این بخش بوده است. مسکن در ایران هم کالایی مناسب برای پس‌انداز است و هم پروژه‌ای مناسب برای سرمایه‌گذاری. از سوی دیگر، اثر بی‌معنی مالکیت دولتی بانک‌ها بر رشد بخش ساختمان و مسکن نشان می‌دهد که حتی مداخله مستقیم دولتی نیز نتوانسته است محرک رشد این بخش باشد. به نظر می‌رسد اعطای وام‌های مسکن در ایران با وجود ارزان بودن، به این دلیل که بخش اندکی از هزینه تأمین مسکن (خصوصاً برای جوانان جویای مسکن) را تأمین می‌کند، ابزار مناسبی برای تأمین مالی و فراهم آوردن انباره کافی از مسکن نیست و در نتیجه عرضه مسکن نقش رهبری در بخش مسکن اقتصاد ایران را بر عهده دارد و به دلیل کم اثر بودن جانب تقاضا در این بخش، سیستم مالی در مواجهه با این بخش حالت انفعالی دارد.

همایش توسعه پایدار با رویکرد
بهبود محیط کسب و کار

به نظر می‌رسد با توجه به بی‌معنی بودن اثر تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی هر بخش از اقتصاد ایران بر روی رشد اقتصادی آن بخش، مداخله دولت در این امر بی‌تأثیر بوده و شاید اگر تصمیم‌گیری برای اعطای تسهیلات بر عهده بانک‌ها قرار گیرد، ایجاد فضای رقابتی بین بخش‌های مختلف از طریق آزادسازی مالی (و در نتیجه اعطای اعتبارات به سودآورترین پروژه‌ها، صرف نظر از بخشی که آن پروژه را پیشنهاد داده است)، منجر به رشد بالاتر اقتصادی در هر بخش و در نهایت در کل اقتصاد گردد. هم‌چنین اثر مالکیت دولتی بانک‌ها بر دو بخش خدمات و صنعت و معدن معنادار و منفی بوده است. این مسئله به نحوی مؤید مورد قبل است. از طرفی، بانک محور بودن سیستم مالی در ایران نیز بر رشد بخش ساختمان و مسکن اثری منفی و معنادار داشته است. این‌طور به نظر می‌رسد که بهتر است به جای استفاده از روش‌های بانکی برای حل مشکلات مسکن در اقتصاد ایران به سمت روش‌های غیر بانکی حرکت کرد.

منابع

- ابوترابی، محمدعلی. (۱۳۸۸). بررسی روند شاخص‌های توسعه مالی و رابطه علی آن با رشد اقتصادی در ایران طی سال‌های ۸۴-۱۳۵۲. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد.
- ابوترابی، محمدعلی و فلاحی، محمدعلی. (۱۳۹۲ الف). بررسی مقایسه‌ای نقش سیستم بانکی و بازار سهام در رشد اقتصادی: مطالعه موردی کشورهای منا. دو فصلنامه اقتصاد پولی، مالی، در دست چاپ.
- ابوترابی، محمدعلی و فلاحی، محمدعلی. (۱۳۹۲ ب). اثر مالکیت دولتی بانک‌ها بر رابطه علی توسعه مالی- رشد اقتصادی در ایران. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، در دست چاپ.
- ابوترابی، محمدعلی؛ مجتهدی، سبا؛ زنده‌دل شهرنوی، هدی؛ فنودی، هانیه؛ رضایی مقدم، نسرين و روحانی، مریم. (۱۳۹۲). تأثیر اجرای عقود اسلامی در بازارهای مالی بر رشد اقتصادی در چارچوب مدل‌های رشد درون‌زا. طرح پژوهشی، دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم، دفتر مشهد.
- ابونوری، عباسعلی و تیموری، منیژه. (۱۳۹۲). بررسی اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی: مقایسه‌ای بین کشورهای OECD و UMI. فصلنامه پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، شماره ۱۱، صفحات ۲۹-۴۰.
- سامتی، مرتضی؛ رنجبر، همایون و همت‌زاده، منیره. (۱۳۹۱). بررسی مقایسه‌ای تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی تحت اطلاعات نامتقارن (مورد مطالعه کشورهای منتخب توسعه‌یافته و در حال توسعه). فصلنامه پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، شماره ۹، صفحات ۲۵-۴۰.
- سلیمی‌فر، مصطفی؛ رزمی، محمدجواد و ابوترابی، محمدعلی. (۱۳۸۹). بررسی رابطه علی شاخص‌های توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران. فصلنامه اقتصاد مقداری، دوره ۷، شماره ۱، صفحات ۱۰۳-۷۵.
- هوشمند، محمود و دانش‌نیا، محمد. (۱۳۹۰). تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در ایران. اقتصاد پولی، مالی، سال ۱۹، شماره ۲، صفحات ۴۵-۶۱.

- Andrianova, S., Demetriades, P. O. and Shortland, A. (۲۰۰۸). Government Ownership of Banks, Institutions, and Financial Development. *Journal of Development Economics*, ۸۵: ۲۱۸-۲۵۲.
- Andrianova, S. (۲۰۱۲). Public Banks and Financial Stability. *Economics Letters*, ۱۱۶: ۸۶-۸۸.
- Arestis, P, Demetriades, P. O. and Luintel, K. B. (۲۰۰۱). Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, ۳۳(۱): ۱۶-۴۱.
- Atkinson, A. B., and Stiglitz, J. (۱۹۸۰). *Lectures on Public Economics*. McGraw-Hill: London.
- Baltagi, B. H. (۲۰۰۸). *Econometric Analysis of Panel Data. ۴th Edition*, John Wiley & Wiley.
- Beck, T. and Levine, R. (۲۰۰۴). Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence. *Journal of Banking and Finance*, ۲۸: ۴۲۳-۴۴۲.
- Bencivenga, V. R., Smith, B. D. and Starr, Ross M. (۱۹۹۵), Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth, *Journal of Economic Theory*, ۶۷(۱): ۱۵۳-۷۷.
- Boyd, J. H. and Prescott, E. C. (۱۹۸۶). Financial Intermediary-Coalitions. *Journal of Economic Theory*, ۳۸(۲): ۲۱۱-۲۳۲.
- Deidda, G. (۲۰۰۶). Interaction between Economic and Financial Development. *Journal of Monetary Economics*, ۵۳(۲): ۲۳۳-۲۴۸.
- De Gregorio, J. and Guidotti, E. P. (۱۹۹۵). Financial Development and Economic Growth. *World Development*, ۲۳(۳): ۴۳۳-۴۴۸.

- Diamond, D. (۱۹۸۴). Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, ۵۱(۳): ۳۹۳-۴۱۴.
- Goldsmith, R. W. (۱۹۶۹). *Financial Structure and Development: Study in Comparative Economies*. Yale University Press: New Haven, CT.
- Gur, N. (۲۰۱۲). Government Ownership of Banks, Job Creation Opportunities and Employment Growth. *Economics Letters*, ۱۱۷: ۵۰۹-۵۱۲
- Hicks, J. (۱۹۶۹), *A Theory of Economic History*. Oxford: Clarendon Press.
- King, R. G. and Levine, R. (۱۹۹۳b). Finance and Economic Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, ۱۰۸(۳): ۷۱۷-۷۳۷.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (۲۰۰۲). Government Ownership of Banks. *Journal of Finance*, ۵۷(۱): ۲۶۵-۳۰۱.
- Lee, Bong-Soo. (۲۰۱۱). Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Time-series Evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, ۲۰(۲): ۱۷۳-۱۹۷.
- Levine, R. (۱۹۹۷). Financial Development and Economics Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, ۳۵(۲): ۶۸۸-۷۲۶.
- Levine, R. (۲۰۰۵). *Finance and Growth: Theory and Evidence, and Mechanisms*, in P. Aghion and S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier Science: The Netherlands.
- McKinnon, R. I. (۱۹۷۳). *Money, Capital and Economic Development*. The Brookings Institution: Washington, DC.
- Micco, A. and Panizza, U. and Yanez, M. (۲۰۰۷). Bank Ownership and Performance: Does Politics Matter? *Journal of Banking and Finance*, ۳۱(۱): ۲۱۹-۲۴۱.

- Rajan, R. G. and Zingales, L. (۲۰۰۱). Financial Systems, Industrial Structure, and Growth. *Oxford Review of Economic Policy*, ۱۷(۴): ۴۶۷-۴۸۲.
- Rybczynski, T. M. (۱۹۸۵). Financial Systems, Risk and Public Policy. *The Royal Bank of Scotland Review*, ۱۴۸: ۳۵-۴۵.
- Stiglitz, J. (۱۹۹۴). The Role of the State in Financial Markets. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Economic Development ۱۹۹۳*, Washington: World Bank.
- Williamson, S. D. (۱۹۸۶). Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing. *Journal of Monetary Economics*, ۱۸: ۱۵۹-۱۷۹.
- Yeyati, L. E., Micco, A. Panizza, U., Detragiache, E. and Repetto, A. (۲۰۰۷). A Reappraisal of State-Owned Banks. *Economia*, ۷(۲): ۲۰۹-۲۵۹.



همایش توسعه پایدار با رویکرد
بهبود محیط کسب و کار