

## توسعه مالی و آزمون فرضیه باز بودن همزمانی (تجاری و مالی): اقتصاد ایران (۸۵-۱۳۵۰)

دکتر علی حسین صمدی<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۸۹/۱/۲۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۳/۱۹

### چکیده

هدف اصلی این مقاله آزمون فرضیه باز بودن همزمانی (باز بودن تجاری و باز بودن مالی - حساب سرمایه) و بررسی عوامل موثر بر توسعه مالی در اقتصاد ایران می‌باشد. برای رسیدن به این هدف از یک الگوی اقتصادسنجی و روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) و داده‌های دوره ۸۵-۱۳۵۰ استفاده شده است. نتایج تخمین الگو نشان داد که برای توسعه بیشتر بخش مالی، سیاست‌های باز بودن تجاری و باز بودن مالی به طور همزمان باید پی‌گیری شود. هرچند تأثیر باز بودن تجاری بر توسعه مالی به مراتب بیشتر از تأثیر باز بودن مالی است.

**واژگان کلیدی:** توسعه مالی، باز بودن تجاری، باز بودن مالی، فرضیه باز بودن همزمانی، موانع نهادی، اقتصاد ایران، روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM).

**Keywords:** Financial Development, Trade Openness, Financial Openness, Simultaneous Openness Hypothesis, Institutional Barriers, Iran, GMM Estimation Method.

**JEL Classification:** C13, C22, E5, E58, G18.

## ۱- مقدمه

توسعه مالی<sup>۱</sup> به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن ارائه خدمات مالی توسط مؤسسات مالی افزایش می‌یابد و همه افراد جامعه از انتخاب وسیعی از خدمات مالی بهره‌مند می‌شوند. عوامل متعددی وجود دارد که در این فرایند مؤثر می‌باشند. این عوامل را می‌توان به دو دسته عمده عوامل اقتصادی و عوامل غیراقتصادی تقسیم‌بندی کرد. سطح توسعه اقتصادی، تورم، بیمه اعتبارات، درجه باز بودن تجارت<sup>۲</sup>، درجه باز بودن حساب سرمایه<sup>۳</sup> (باز بودن مالی<sup>۴</sup>)، و نرخ بهره واقعی، برخی از عوامل مهم اقتصادی مؤثر بر توسعه مالی هستند. عوامل غیراقتصادی از جمله عوامل نهادی شامل وضعیت سرمایه اجتماعی، وضعیت حفاظت از حقوق مالکیت، وضعیت نظام حقوقی، فساد، کیفیت اطلاعات مالی، وضعیت حکمرانی دولت و فشارهای سیاسی نیز در فرآیند توسعه مالی نقش به‌سزایی بازی می‌کنند.

در مطالعات متعدد تجربی در خارج از کشور، به این عوامل توجه شده و عملکرد نظام مالی کشورها مورد بررسی قرار گرفته است. اما در زمینه بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی در ایران، مطالعات بسیار اندکی وجود دارد که می‌توان به مطالعات حشمتی مولایی (۱۳۸۳) و ازوجی و فرهادی کیا (۱۳۸۶) در زمینه عوامل اقتصادی و مطالعه صمدی (۱۳۸۸ الف) در زمینه عوامل اقتصادی و نهادی (سرمایه اجتماعی) اشاره کرد. حشمتی مولایی (۱۳۸۳) به این نتیجه می‌رسد که توسعه اقتصادی تأثیر منفی بر توسعه مالی دارد، در حالی که ازوجی و فرهادی کیا (۱۳۸۶) بر تأثیر مثبت توسعه اقتصادی بر توسعه مالی اشاره می‌کنند. صمدی (۱۳۸۸ الف) با وارد کردن متغیرهای نهادی مانند سرمایه اجتماعی و با بررسی روابط درازمدت بین متغیرها براساس روش‌های همجمعی گریگوری-هانسن و یوهانسن-جوسلیوس و براساس داده‌های دوره ۸۵-۱۳۵۰ به تأثیر مثبت توسعه اقتصادی بر توسعه مالی اشاره می‌کند.<sup>۵</sup> نتایج این مطالعه از نتایج ازوجی و فرهادی کیا (۱۳۸۶) حمایت می‌کند. هرچند در مطالعه صمدی (۱۳۸۸ الف) به بحث جهانی شدن اقتصاد و باز بودن تجارت توجه شده و در درازمدت رابطه مثبتی بین درجه باز بودن تجاری و توسعه مالی به

---

<sup>۱</sup>. Financial Development

<sup>۲</sup>. Trade Openness

<sup>۳</sup>. Capital Account Openness

<sup>۴</sup>. Financial Openness

<sup>۵</sup>. در زمینه بررسی تأثیر توسعه مالی بر توسعه اقتصادی در اقتصاد ایران مطالعات متعددی با نتایج متفاوت و گاهی اوقات متضاد وجود دارد. برای مثال به مطالعات مرور شده در صمدی (۱۳۸۸ الف، ص ۱۱۹-۱۱۸) مراجعه کنید.

دست آمده است، اما براساس اطلاعات نگارنده مطالعه‌ای وجود ندارد که در آن تأثیر درجه آزادسازی مالی (درجه باز بودن حساب سرمایه) بر توسعه مالی بررسی شده و همچنین فرضیه باز بودن همزمان<sup>۱</sup> (باز بودن تجاری و باز بودن مالی) مورد آزمون قرار گرفته باشد. هدف مقاله حاضر پر کردن این شکاف و ارائه دیدگاه روشن‌تری درباره موانع توسعه بازارهای مالی در اقتصاد ایران است.

این مقاله در پنج قسمت تنظیم شده است. در بخش دوم مبانی نظری عوامل موثر بر توسعه مالی بررسی و براساس مطالب ارائه شده در این قسمت، در بخش سوم یک الگوی اقتصادسنجی ارائه شده است. نتایج تجربی در بخش چهارم و جمع‌بندی و پیشنهادها در بخش پنجم ارائه شده است.

## ۲- عوامل مؤثر بر توسعه مالی

عوامل اقتصادی و غیر اقتصادی متعددی در توسعه مالی کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته نقش دارند. برای رسیدن به هدف مقاله حاضر، تأثیر برخی از عوامل اقتصادی (رشد اقتصادی، درجه باز بودن تجاری و مالی) و همچنین برخی از عوامل غیر اقتصادی (یا محیط نهادی مانند میزان حفاظت از حقوق مالکیت و وضعیت سرمایه اجتماعی) بر توسعه مالی در ادامه توضیح داده می‌شود.

### ۲-۱- عوامل اقتصادی

#### ۲-۱-۱- رشد و توسعه اقتصادی

هرچند بررسی ارتباط بین توسعه واقعی و توسعه مالی قدمتی بیش از یک قرن دارد، اما مطالعه گارلی و شاو (۱۹۵۵) را باید نقطه عطفی در این مطالعات دانست. تفکر غالب و حاکم قبل از مطالعه این محققین این بود که گسترش و توسعه مالی، عامل مهمی در فرآیند رشد اقتصادی است. اما این محققین با استفاده از نظریه‌های سنتی پول، بهره و درآمد به روابط معکوس بین این دو متغیر اشاره کردند. در این راستا، پاتریک (۱۹۶۶) با طرح ضرورت بررسی رابطه علی بین این متغیرها، دو فرضیه تأمین مالی به تبع عرضه<sup>۲</sup> و تأمین مالی متکی به تقاضا<sup>۳</sup> را مطرح کرد (صمدی، ۱۳۷۹).

<sup>۱</sup>. Simultaneous Openness Hypothesis

<sup>۲</sup>. Supply-Leading

<sup>۳</sup>. Demand- Following

براساس فرضیه تأمین مالی به تبع عرضه، ایجاد و گسترش واسطه‌های مالی جدید، ابزار مهمی برای انباشت سرمایه و رشد اقتصادی است. با توسعه مالی، تقاضا برای خدمات مالی گسترش یافته و با هدایت منابع کمیاب به سمت سرمایه‌گذاران از سوی واسطه‌های مالی، رشد واقعی اقتصاد افزایش می‌یابد. بنابراین، براساس این فرضیه، با بسط و گسترش بخش مالی داخلی، تولید افزایش می‌یابد. این فرضیه در برخی از مطالعات در اقتصاد ایران تأیید شده است، به گونه‌ای که در چارچوب الگوهای رشد اقتصادی، ختایی و خاوری‌نژاد (۱۳۷۷)، شیوا (۱۳۸۰)، نادری (۱۳۸۲ الف و ب) به تأثیر مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی ایران، اما نظیفی (۱۳۸۳) و عصاری و همکاران (۱۳۸۷) بر تأثیر منفی توسعه مالی بر رشد اقتصادی اشاره می‌کنند. همچنین در چارچوب مطالعات مربوط به روابط علی، صمدی (۱۳۷۸)، ختایی و سیفی‌پور (۱۳۷۹)، معدلت (۱۳۸۱ و ۱۳۸۲) و کازرونی (۱۳۸۲) بر علیت یک طرفه از توسعه مالی بر رشد اقتصادی در کوتاه‌مدت و درازمدت تأکید می‌کنند.

اما در فرضیه تأمین مالی متکی بر تقاضا، الگوی علی معکوسی ارائه می‌شود. براساس این فرضیه، توسعه بخش واقعی اقتصاد، تقاضاها در این سمت برای خدمات مالی را افزایش داده و در نهایت منجر به توسعه بازار مالی می‌شود. این پدیده زمانی اتفاق می‌افتد که مؤسسه‌های مالی و خدمات آنها در پاسخ به تقاضای سرمایه‌گذاران و پس‌اندازکنندگان در بخش واقعی اقتصاد ایجاد شود. رشد و توسعه بازارهای مالی منوط به تقسیم کار است. نوع تخصص و تقسیم کار می‌تواند باعث گسترش اندازه و شکل دارایی‌های مالی شود. همچنین رشد درآمد واقعی منجر به رشد عرضه و تقاضای دارایی‌های مالی شده و در نهایت منجر به رشد بازارهای مالی می‌شود (گاتاک، ۱۳۷۷). بنابراین براساس فرضیه تأمین مالی متکی به تقاضا، توسعه اقتصادی منجر به گسترش بازارها می‌شود. این فرضیه در برخی از مطالعات در اقتصاد ایران مانند هادیان و ترکی (۱۳۸۲) و صمدی (۱۳۸۸ الف) و در چارچوب روابط علی، در مطالعات شیوا (۱۳۸۰) و هیبتی و محمدزاده اصل (۱۳۸۳) (علیت یک طرفه از رشد اقتصادی به توسعه مالی در درازمدت) و مطالعه کمیجانی و نادعلی (۱۳۸۶) (در کوتاه مدت) تأیید شده است. نتایج متضاد و جهت علیت متفاوت در مطالعات در اقتصاد ایران، نشان دهنده این است که شواهد کافی و روشن برای تأیید یا رد این فرضیه‌ها در اقتصاد ایران وجود ندارد و به یک مسأله تجربی تبدیل شده است.

جهانی شدن اقتصاد وضعیتی است که در آن اقتصاد کشورهای مختلف از طریق تجارت، جریان‌های مالی، مبادله اطلاعات و فناوری و همچنین انتقال جمعیت در همدیگر ادغام می‌شوند. تجربه نیم قرن گذشته حکایت از آن دارد که درجه ادغام اقتصاد جهانی از طریق تجارت کالاها و خدمات و سرمایه مالی<sup>۱</sup> افزایش یافته است (ابادان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶). برای مثال، بین سال‌های ۲۰۰۰-۱۹۶۰، آزادسازی تجاری در بین کشورها از ۱۶ درصد به ۷۶ درصد افزایش یافته است. در طی همین سال‌ها نیز درجه تحرک سرمایه در بین کلیه مناطق دنیا افزایش یافته است. همچنین در دوره ۲۰۰۳-۱۹۷۰، تعداد کشورهای پذیرنده آزادسازی تجارت از ۲۴ کشور به ۸۸ کشور رسیده است. در این دوره تعداد کشورهای تبعیت کننده از آزادسازی حساب سرمایه از ۱۰ به ۴۷ کشور رسیده است (براون و رادتز<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷). نکته قابل توجه این است که این ادغام از طریق باز بودن تجاری و مالی می‌تواند آثار و تبعات مثبت و منفی بر عملکرد اقتصادهای مختلف جهان داشته باشد. در ادامه تأثیر باز بودن تجاری و در بخش بعدی تأثیر باز بودن مالی بر توسعه مالی بررسی خواهد شد.

مطالعات متعددی وجود دارد که در آنها ارتباط بین تجارت و توسعه مالی مورد بررسی قرار گرفته است. این مطالعات را می‌توان به دو گروه تقسیم کرد. گروهی بر تأثیر تأمین مالی (از طریق توسعه مالی) بر گسترش تجارت و باز شدن اقتصاد تأکید دارند و گروه دیگر، بر تأثیر آزادسازی تجاری و باز بودن تجارت بر توسعه مالی اشاره می‌کنند. همچنین در گروه دوم این اثرگذاری از سمت عرضه و تقاضای خدمات مالی تشریح می‌شود.

عده‌ای از محققین با تأکید بر سمت عرضه منابع خارجی<sup>۴</sup>، اشاره می‌کنند که باز بودن تجارت خصوصاً زمانی که با باز بودن جریان سرمایه همراه باشد، باعث می‌شود که انگیزه بنگاه‌های تجاری یا واسطه‌های مالی در مانع‌تراشی برای توسعه مالی کاهش یابد. همچنین این امکان وجود دارد که قدرت سیاسی نسبی متصدیان تجاری و صنعتی با بازتر شدن تجارت، کاهش یابد. بهبود در نظام مالی در کشورهایی مشاهده شده که در آنها آزادسازی تجاری، قدرت گروه‌های محدود کننده توسعه مالی را کاهش داده است. همچنین وقتی آزادسازی تجاری باعث تقویت این گروه‌ها شده، تأمین مالی خارجی اتفاق افتاده است. بنابراین از دیدگاه این گروه، تجارت خارجی و بیشتر

<sup>۱</sup>. Financial Capital

<sup>۲</sup>. Obadan

<sup>۳</sup>. Braun and Raddatz

<sup>۴</sup>. External Finance

شدن درجه باز بودن تجاری تأثیر سودمندی بر توسعه مالی دارد (راجان و زینگالس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳؛ برون و رادتز، ۲۰۰۷؛ کیم و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰).

اما گروه دوم با تأکید بر سمت تقاضای خدمات مالی، اعتقاد دارند که تجارت بیشتر باعث افزایش نااطمینانی و نوسان پذیری درآمد و کاهش ریسک می‌شود. باز بودن تجاری بر کشش‌های قیمتی کالاها و خدمات اثر گذاشته و نااطمینانی و نوسان‌پذیری بالقوه در درآمد را افزایش خواهد داد. چنانچه باز بودن تجاری با افزایش و ترقی سرمایه‌گذاری و وام‌دهی همراه باشد، می‌تواند در کوتاه‌مدت ارتباط قوی با توسعه مالی داشته باشد. از طرف دیگر باز بودن تجارت رقابت را افزایش داده و باعث افزایش ریسک سرمایه‌گذاری خواهد شد. بنابراین کشورها برای متنوع کردن چنین ریسک‌هایی، تقاضا برای خدمات مالی را افزایش خواهند داد و عاملی برای توسعه مالی فراهم خواهد شد. البته این امکان نیز وجود دارد که وضعیت نظام مالی در کشورهای با سیاست‌های تجاری و اقتصادی مختلف، متفاوت باشد. برای مثال چنانچه کشوری در تجارت کالایی تخصص پیدا کند که بر منابع خارجی کمتری تکیه می‌کند، در این صورت نظام مالی، توسعه زیادتری پیدا نخواهد کرد، اما در غیر این صورت تقاضای زیادتری برای منابع خارجی اتفاق افتاده و بنابراین باعث گسترش واسطه‌گری مالی خواهند شد (کیم و همکاران، ۲۰۱۰).

از مطالب بالا روشن است که تأثیر باز بودن تجاری بر توسعه مالی، چه از سمت عرضه و چه از سمت تقاضا غیرقطعی<sup>۳</sup> است و یک سوال تجربی است. کیم و همکاران (۲۰۱۰) براساس اطلاعات ۸۸ کشور در دوره ۲۰۰۵-۱۹۶۰ به این نتیجه کلی رسیدند که آزادسازی تجاری در درازمدت تأثیر مثبت و در کوتاه‌مدت تأثیر منفی بر توسعه مالی می‌گذارد. اما وقتی داده‌های مورد استفاده را به گروه‌های درآمدی متفاوت و گروه‌های با نرخ‌های متفاوت تورم تقسیم می‌کنند، به نتایج متفاوتی می‌رسند. با تقسیم کشورها براساس سطح تورم آنها به سه دسته کشورهای با تورم زیاد، کشورهای با تورم متوسط و کشورهای با تورم کم، به این نتیجه می‌رسند که نتیجه کلی اشاره شده تنها برای کشورهای با درآمد نسبتاً کم یا اقتصادهای با تورم زیاد (مانند ایران) حفظ می‌شود.

## ۲-۱-۳- باز بودن مالی

<sup>۱</sup> Rajan and Zingales

<sup>۲</sup> Kim et al

<sup>۳</sup> Inconclusive

جهانی شدن مالی<sup>۱</sup> جنبه بسیار مهمی از فرآیند جهانی شدن اقتصاد است و در متون نظری اغلب با عنوان آزادسازی حساب سرمایه<sup>۲</sup> از آن زیاد می‌شود. آزادسازی حساب سرمایه و به تبع آن تحرک بین‌المللی سرمایه، منافع متعددی دارد که علاوه بر افزایش رشد اقتصادی می‌توان به گسترده‌تر شدن انتخاب‌ها، متنوع‌سازی ترکیب دارایی‌ها برای سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی، هموارسازی مصرف بین دوره‌ای و زیادتر شدن تعمیق مالی و کارایی نظام مالی داخلی اشاره کرد. در کنار این منافع، آزادسازی مالی به واسطه تحمیل ریسک به کشورها، مضراتی نیز دارد که می‌توان به توقف ناگهانی یا معکوس شدن جریان ورود سرمایه، بحران‌های عمیق مالی (بانکی و پولی)، به همراه رکود اقتصادی و بیکاری و فقر اشاره کرد.<sup>۳</sup>

تحرک کامل و آزاد سرمایه در بین کشورها این فرصت را فراهم می‌کند که نرخ بازدهی پس‌اندازها به حداکثر مقدار خود رسیده، استقراض با مطلوب‌ترین نرخ انجام شده و ریسک کشورها متنوع شود. در عین حال آزادسازی حساب سرمایه باعث افزایش کارایی نظام بانکی و توسعه واسطه‌گری مالی می‌شود (کلین و الیوی،<sup>۴</sup> ۲۰۰۸).

آزادسازی حساب سرمایه حداقل از طریق سه کانال بر توسعه نظام مالی اثر می‌گذارد که می‌توان به تعدیل وضعیت سرکوب مالی<sup>۵</sup>، افزایش متنوع‌سازی ترکیب سبد دارایی<sup>۶</sup> و افزایش کارایی نظام مالی اشاره کرد. آزادسازی حساب سرمایه منجر به این می‌شود که نرخ بهره واقعی در بازار به سطح تعادل رقابتی بازار نزدیک‌تر شود. این امر به معنی تعدیل وضعیت سرکوب مالی بوده و همچنان که مک‌کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) نیز بیان می‌کنند، تعدیل وضعیت سرکوب مالی منجر به افزایش پس‌انداز شده و باعث می‌شود که «واسطه‌های مالی خدمات با ارزشی را در افزایش نرخ واقعی بازدهی به پس‌اندازکنندگان و کاهش هزینه‌های واقعی سرمایه‌گذاران از طریق تهیه نقدینگی و اطلاعات ارائه دهند. آنها همچنین ریسک‌ها را از طریق متنوع ساختن ساختار دارایی کاهش می‌دهند» (گاتاک، ۱۳۷۷). انگ و مک‌کینون<sup>۷</sup> با استفاده از اطلاعات دوره ۲۰۰۱-

<sup>۱</sup> Financial Globalization

<sup>۲</sup> Capital Account Liberalization / Openness

<sup>۳</sup> برای اینکه جهانی شدن مالی باعث ایجاد بحران در کشورهای در حال توسعه نشود، پیش‌شرط‌هایی باید تأمین شود: برای مطالعه بیشتر این پیش‌شرط‌ها به (آبادان، ۲۰۰۶، ص ۳۲۱) مراجعه کنید. ذکر این نکته ضروری است که در بیشتر کشورهای در حال توسعه چنین پیش‌شرط‌هایی اغلب فراهم نمی‌شوند.

<sup>۴</sup> Klain and Olivei

<sup>۵</sup> Financial Repression

<sup>۶</sup> Portfolio Diversification

<sup>۷</sup> Ang and Mckibbin, 2007

۲۰۰۱-۱۹۶۰ از کشور مالزی نشان داده‌اند که آزادسازی مالی تاثیر مطلوبی بر تشویق توسعه بخش مالی داشته است.

حذف کنترل‌های سرمایه‌ای باعث خواهد شد که سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی ساختار دارایی خود را متنوع کنند. چنین فعالیتی باعث افزایش فرصت‌های جدید سرمایه‌گذاری، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی، تخصیص مجدد سرمایه و بنابراین توسعه بازارهای مالی می‌شود. بنابراین ملاحظه می‌شود که تعدیل وضعیت سرکوب مالی باعث افزایش متنوع‌سازی دارایی‌های مالی، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در این دارایی‌ها و در نتیجه کاهش هزینه‌های دسترسی به سرمایه و افزایش قابلیت دسترسی به وام می‌شود (چین و ایتو<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶؛ کلین و الیوی، ۲۰۰۸؛ برون و رادتز، ۲۰۰۷؛ و انگ و مک کیبن، ۲۰۰۷).

همچنین آزادسازی حساب سرمایه باعث می‌شود که نهادهای مالی غیرکارا از بین رفته، فشار بیشتری بر اصلاحات زیر ساخت‌های مالی اعمال و مشکلات مرتبط با اطلاعات نامتقارن مانند انتخاب معکوس و مخاطرات اخلاقی کاهش یابد. بنابراین توسعه نظام مالی به واسطه افزایش در کارایی آن اتفاق خواهد افتاد. از طرف دیگر، کارایی نظام مالی داخلی به واسطه معرفی معیارهای بین‌المللی و نوآوری مالی ایجاد شده توسط شعبه‌های بانک‌های خارجی افزایش خواهد یافت (گاتاک، ۱۳۷۷؛ پاریلاکاتوتو<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲).

## ۲-۱-۴- باز بودن همزمانی مالی و تجاری

هرچند در متون موجود، اینگونه بحث می‌شود که آزادسازی تجاری باید قبل از آزادسازی مالی صورت گیرد و آزادسازی حساب سرمایه آخرین مرحله در فرایند آزادسازی است، اما مطالعات متعددی وجود دارد که باز بودن همزمانی تجاری و حساب سرمایه را کلید موفقیت در فرایند توسعه مالی می‌دانند. برای مثال می‌توان به مطالعات راجان و زینگالس (۲۰۰۳) و بالتاجی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) اشاره کرد. بالتاجی و همکاران (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیده‌اند که اثرات نهایی باز بودن تجاری و باز بودن مالی همبستگی منفی با هم دارند و در واقع بررسی تأثیر باز بودن تجاری بدون در نظر گرفتن باز بودن همزمان مالی می‌تواند گمراه‌کننده باشد. براساس اعتقاد آنها،

---

<sup>1</sup>. Chinn and Ito

<sup>2</sup>. Parilakathoottu

<sup>3</sup>. Baltagi et al.



اقتصادهای بسته می‌توانند با باز کردن همزمان حساب سرمایه و تجارت خارجی خود، منفعت بیشتری به دست آورند.

بالتجی و همکاران (۲۰۰۹) همچنین به این نتیجه رسیده‌اند که باز کردن حساب سرمایه (تجارت) بدون باز کردن تجارت (حساب سرمایه) الزاماً، تأثیر منفی بر توسعه بخش مالی ندارد، بلکه منافع حاصل از باز بودن همزمانی بیشتر خواهد شد. همچنین براون و رادتنز (۲۰۰۷) نیز به این نتیجه رسیده‌اند که تأثیر آزادسازی همزمانی بر توسعه مالی، به وضعیت کیفیت نهادی داخل کشورها نیز وابسته است. بنابراین در کنار باز بودن همزمانی تجارت و حساب سرمایه، به عوامل نهادی نیز باید توجه کرد. در ادامه تأثیر برخی عوامل نهادی بر توسعه مالی مورد بحث قرار می‌گیرد.

## ۲-۲- عوامل نهادی

### ۲-۲-۱- حفاظت از حقوق مالکیت

بازار مالی در اغلب کشورهای در حال توسعه با پدیده‌های دوگانگی مالی و سرکوب مالی روبرو است. دوگانگی مالی بدین معنی است که بازار مالی در آنها به دو بخش سازمان یافته و سازمان نیافته تقسیم می‌شود. بخش قابل توجهی از بازارهای مالی در این کشورها به صورت سازمان نیافته بوده و نرخ‌های بهره بالاتری در این بازارها مطالبه می‌شود. اما در بخش رسمی و سازمان یافته، امکان دسترسی به منابع تأمین مالی با نرخ بهره کمتر ولی به سختی صورت می‌گیرد و دریافت وام از بانک یا سایر موسسات مالی رسمی به وثیقه‌های معتبر نیاز دارد (گاتاک، ۱۳۷۷، صص ۲۸۳-۲۸۱). همچنانکه دوسوتو (۱۳۸۵) عنوان می‌کند، وثیقه ابزار بسیار مهمی است که نظام مالی کشور را قادر به پرداخت وام می‌کند. وثیقه معتبر بدین معنی است که مالکیت افراد روی دارایی‌های خود به صورت قانونی تعریف شده و از آن حفاظت می‌شود. بنابراین حفاظت گسترده از حقوق مالکیت، وسایل و ابزارهای تضمین وام‌ها را افزایش خواهد داد.

از دیگر سو، حفاظت گسترده از حقوق مالکیت باعث می‌شود که بخشی از تقاضای وام و اعتبار از بخش سازمان نیافته به سازمان یافته و رسمی منتقل شود. با فرض ثبات عرضه اعتبار، دوگانگی مالی تعدیل شده و نرخ بهره در بازار سازمان نیافته کاهش و در بازار سازمان یافته افزایش می‌یابد. همچنین وجود پدیده سرکوب مالی باعث می‌شود که نرخ بهره در بازارهای رسمی و سازمان یافته تغییری نکند. حفاظت گسترده از حقوق مالکیت در چنین شرایطی باعث می‌شود که نرخ بهره در

بازارهای سازمان نیافته کاهش یابد. بنابراین در هر دو حالت ملاحظه می‌شود که شکاف بین نرخ بهره در بازارهای مالی سازمان یافته و سازمان نیافته به نفع توسعه بازارهای مالی رسمی کم می‌شود. نتیجه کلی حاصل این است که حفاظت قانونی گسترده از حقوق مالکیت، باعث یکپارچگی بازارهای مالی و توسعه مالی می‌شود. این یکپارچگی و توسعه به دلایل زیر اتفاق می‌افتد (رنانی، ۱۳۸۴، ص ۳۰۷-۳۰۲):

۱- گسترش ابزارها، امکانات و روش‌های تضمین وام‌ها (یا وثیقه) که منجر به انتقال بخشی از تقاضای سرمایه از بازار سازمان نیافته به بازار سازمان یافته، تسهیل جریان وام‌دهی و کاهش ریسک وام‌ها می‌شود.

۲- افزایش پس‌انداز و گسترش امکان ورود انواع دارایی‌ها به بازارهای مالی و سرمایه‌ای که افزایش نسبی عرضه سرمایه در بازار رسمی را به دنبال خواهد داشت.

۳- گسترش امکان استفاده از دارایی‌های شخصی که منجر به کاهش نسبی تقاضای سرمایه در بازارهای مالی سازمان نیافته می‌شود.

## ۲-۲-۲- سرمایه اجتماعی

مبادله، حلقه واسط بین سرمایه اجتماعی و توسعه مالی است. اساس مبادله نیز اعتماد (به عنوان یکی از اجزای کلیدی سرمایه اجتماعی) می‌باشد. تقویت سرمایه اجتماعی مثبت باعث افزایش اعتماد در جامعه و کاهش فرصت‌طلبی افراد می‌شود. بنابراین تأثیر سرمایه اجتماعی بر توسعه مالی را می‌توان از کانال قراردادهای مالی و نقش اعتماد در آنها و همچنین از کانال ابزارهای توسعه مالی دنبال کرد (فرانکوئیس، ۱۳۸۶، ص ۴۱ و ۲۹، علمی و همکاران، ۱۳۸۴، صص ۲۲۸-۲۶۵).

تمایل افراد به امضای قراردادهای مالی به قابلیت اجرایی قراردادها و میزان اعتماد به طرف قرارداد بستگی دارد. اگر در جامعه‌ای افراد به واسطه سرمایه اجتماعی مثبت زیاد، به همدیگر اعتماد کرده و قابلیت اعتماد نسبی آنها زیاد باشد، در چنین صورتی قراردادها قابلیت اجرایی خواهند داشت. مردم در چنین جوامعی به این علت اعتماد بیشتری به هم می‌کنند که شبکه‌های اجتماعی ابزار بهتری را برای جریمه و مجازات متخلفان در اختیار آنها قرار می‌دهند. همچنین قراردادهای مالی

قراردادهای اعتمادبری<sup>۱</sup> هستند و بنابراین افزایش سرمایه اجتماعی مثبت باعث افزایش اعتماد و در نهایت توسعه بازارهای مالی خواهد شد (گویسو و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴، ص ۵۲۷).

از دیگر سو، استفاده از چک، تخصیص سبد دارایی و وام و قرض از جمله ابزارهای توسعه مالی هستند که اعتماد بر بوده و ارتباط بین سرمایه اجتماعی و توسعه مالی را روشن می‌کنند. زمانی در معاملات از چک استفاده می‌شود که دریافت‌کننده چک اعتماد بیشتری به صادرکننده آن داشته باشد. هرگاه اعتماد در جامعه افزایش یابد، استفاده از چک در معاملات بیشتر شده و باعث گسترش ابزارهای مالی و در نهایت توسعه مالی می‌شود. همچنین سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی از طریق کارگزاران یا نمایندگی‌های مالی صورت می‌گیرد. پذیرش نمایندگی یک فرد یا یک موسسه نیز به اعتماد زیادی لازم دارد.

وضعیت سرمایه اجتماعی بر میزان دریافت وام نیز مؤثر است. در جوامع با سرمایه اجتماعی پایین، به دلیل اعتماد کمتر افراد به همدیگر، وام‌ها تنها از دوستان و آشنایان و اقوام قابل دریافت است. چنین وضعیتی باعث خواهد شد که بازارهای مالی از گستردگی لازم برخوردار نباشد. اما چنانچه سرمایه اجتماعی مثبت در جامعه افزایش یابد، به دلیل وجود اعتماد بین افراد، امکان دسترسی به وام افراد غریبه نیز وجود دارد و در نتیجه بازارهای مالی در این چنین جوامعی گسترده‌تر خواهد شد (علمی و همکاران، ۱۳۸۴، صص ۲۶۸-۲۶۵، رحمانی و امیری، ۱۳۸۶، صص ۳۱-۳۰).

گویسو و همکاران (۲۰۰۴) با بهره‌گیری از تصمیم خانوار برای سرمایه‌گذاری مالی و انتخاب مالی آنها (از بین ابزارهای توسعه مالی) و در چارچوب یک الگوی نظری خرد، به بررسی رابطه بین سرمایه اجتماعی، اعتماد و توسعه مالی پرداخته و نشان می‌دهند که تقاضای افراد برای انباشت دارایی‌های مالی (معیاری از توسعه مالی) تابع فزاینده و صعودی از سطح اجرای قانون، وسعت شبکه‌های اجتماعی و قدرت نسبی هنجارها و ویژگی‌های فردی است. چو<sup>۳</sup> نیز در چارچوب یک الگوی نظری کلان اقتصادی، نشان می‌دهد که افزایش بهره‌وری سرمایه اجتماعی، منجر به افزایش سرمایه اجتماعی سرانه، کاهش مصرف سرانه، افزایش سرمایه فیزیکی و در نهایت افزایش کارایی واسطه‌گری مالی می‌شود.<sup>۴</sup>

### ۳- الگوی اقتصادسنجی و روش تخمین آن

<sup>۱</sup>. Trust-Intensive Contracts

<sup>۲</sup>. Guiso et al

<sup>۳</sup>. Chou, 2006

<sup>۴</sup>. برای مطالعه بیشتر این الگوها به صمدی (۱۳۸۸ الف، صص ۱۳۲-۱۲۸) مراجعه کنید.

عوامل متعددی بر توسعه مالی موثر هستند. هر چند در کلیه مطالعات موجود از این عوامل در تشریح عملکرد نظام مالی کشورها استفاده شده است، اما به دلیل تعدد عوامل و محدودیت‌های آماری، همه این عوامل در یک الگوی اقتصادسنجی آورده نشده است. برخی از محققین از جمله بالتاجی و همکاران (۲۰۰۹) جهت بررسی تأثیر آزادسازی تجاری و حساب سرمایه بر توسعه مالی تنها از برخی از عوامل استفاده کرده‌اند. این محققین از الگوی لگاریتم خطی زیر استفاده کرده‌اند:

$$\ln FD_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln FD_{t-1} + \alpha_2 \ln y_{t-1} + \alpha_3 \ln TO_{t-1} + \alpha_4 \ln FO_{t-1} + \alpha_5 \{\ln FO_{t-1} \times \ln TO_{t-1}\} + \varepsilon_t \quad (1)$$

که در آن متغیرهای مورد نظر عبارتند از:

$FD_t$ : شاخص توسعه مالی

$FO_t$ : شاخص باز بودن مالی

$y$ : درآمد سرانه

$TO_t$ : شاخص باز بودن تجارت و

$\varepsilon$ : جمله خطای رگرسیون

برای شاخص‌های توسعه مالی، باز بودن مالی و باز بودن تجارت معیارهای متعددی وجود دارد. توسعه مالی دارای دو بعد بازار پول (شامل بخش بانکی) و بازار سرمایه (بازار سهام و اوراق قرضه) است. در بازار پول و سرمایه شاخص‌های بسیار زیادی وجود دارد<sup>۱</sup>، اما به دلیل محدودیت آماری، در این مقاله تنها از شاخص‌های نسبت اسکناس و مسکوک در دست اشخاص به حجم پول ( $FD_1$ )، نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی واقعی ( $FD_2$ ) و اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی ( $FD_3$ ) استفاده شده است.  $FD_1$  پیچیدگی<sup>۲</sup> بازار مالی داخلی را ارزیابی کرده و  $FD_2$  متغیر پولی کردن اقتصاد<sup>۳</sup> بوده و اندازه نظام مالی را اندازه‌گیری می‌کند.  $FD_3$  نیز مهمترین شاخص توسعه بانکداری است، زیرا نشان دهنده فرصت دسترسی بنگاه‌های جدید به تأمین مالی راحت می‌باشد. برای شاخص باز بودن مالی (یا باز بودن حساب سرمایه<sup>۴</sup>) معیارهای متعددی وجود دارد که می‌توان به نسبت مجموع دارایی‌ها و بدهی‌های خارجی کشور به تولید ناخالص

<sup>۱</sup>. برای مطالعه بیشتر این شاخص‌ها به صمدی (۱۳۸۸ الف، صص ۱۲۳-۱۲۲) مراجعه کنید.

<sup>۲</sup>. Complexity

<sup>۳</sup>. Capital Account Openness

<sup>۴</sup>. Monetization

داخلی کشور (FO) و شاخص معرفی شده توسط چین و ایتو (۲۰۰۶) اشاره کرد. این شاخص از چهار متغیر مجازی دو ارزشی<sup>۱</sup> استخراج می‌شود.<sup>۲</sup> در این مقاله به دلیل محدودیت آماری از شاخص FO (نسبت مجموع دارایی‌ها و بدهی‌های خارجی کشور به GDP واقعی) استفاده شده است.

در نهایت برای شاخص باز بودن تجارت نیز از نسبت مجموع صادرات و واردات واقعی به GDP واقعی (TO) استفاده شده است.

اما همچنانکه در بخش قبلی نیز اشاره شد، نهادها نقش تعیین کننده‌ای در توسعه مالی (در بعد بانکی و بازار سهام) دارند. میشکین<sup>۳</sup> معتقد است که جهانی شدن و اصلاحات نهادی<sup>۴</sup> در کشورهای در حال توسعه تأثیر به سزائی بر توسعه مالی این کشورها دارد. بنابراین الگوی شماره (۱) را می‌توان به صورت زیر تبدیل کرد:

$$\ln FD_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln FD_{t-1} + \alpha_2 \ln y_{t-1} + \alpha_3 \ln TO_{t-1} + \alpha_4 \ln FO_{t-1} + \alpha_5 \{\ln FO_{t-1} * \ln TO_{t-1}\} + \alpha_6 \ln Inst_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

که در آن متغیرها همانند قبل بوده، اما برای متغیر نماینده نهادها (Inst) می‌توان از معیارهای متعددی استفاده کرد.<sup>۵</sup> در این مقاله تنها از متغیرهای نماینده نهادهای اقتصادی مانند حفاظت از حقوق مالکیت و سرمایه اجتماعی استفاده شده است.

الگوی اقتصادسنجی شماره (۲) به سه سؤال اساسی زیر پاسخ می‌دهد:

(۱) آیا باز بودن تجارت و باز بودن حساب سرمایه (باز بودن مالی)، عامل مهمی در تشریح وضعیت توسعه مالی در ایران هستند یا خیر؟

(۲) آیا آزادسازی همزمان تجارت و حساب سرمایه برای تشویق توسعه مالی در کشور ضروری است یا خیر؟

(۳) آیا عوامل نهادی، متغیرهای مهمی در تشریح وضعیت توسعه مالی در ایران هستند یا خیر؟ برای در نظر گرفتن احتمال تعدیل جزئی و همچنین پاسخ به سؤال ۱، در معادله شماره (۲) از مقدار با وقفه متغیرهای TO و FO و Inst استفاده شده است. ضرایب تخمینی  $\alpha$  در این الگو با

<sup>۱</sup>. Binary

<sup>۲</sup>. برای مطالعه بیشتر به (بالتاجی و همکاران، ۲۰۰۹، ص ۲۸۸) و یا مقاله (چین و ایتو، ۲۰۰۶) مراجعه کنید.

<sup>۳</sup>. Mishkin, 2009

<sup>۴</sup>. Institutional Reforms

<sup>۵</sup>. برای مطالعه بیشتر مفهوم نهادها و معیارهای اندازه‌گیری آن به نورث (۱۳۷۷) و صمدی (۱۳۸۷) مراجعه کنید.

توجه به حضور مقادیر با وقفه متغیرها، اثرات کوتاه مدت را نشان می دهند. برای استخراج اثرات درازمدت باید هر کدام از ضرایب  $\alpha$  را به  $(1-\alpha_1)$  تقسیم کنیم. همچنین برای انجام آزمون فرضیه باز بودن همزمانی<sup>۱</sup>، از عبارت ضربی ( $FO \times TO$ ) استفاده شده است.

در نهایت جهت بررسی تأثیر کلی آزادسازی تجاری و یا آزادسازی حساب سرمایه (مالی) بر توسعه مالی می توان از معادله شماره (۲) مشتق جزئی هر متغیر را به صورت زیر محاسبه کرد:

$$\frac{\partial \ln FO_t}{\partial \ln TO_{t-1}} = \alpha_3 + \alpha_5 \ln FO_{t-1} \quad (۳)$$

$$\frac{\partial \ln FO_t}{\partial \ln TO_{t-1}} = \alpha_4 + \alpha_3 \ln TO_{t-1} \quad (۴)$$

این مشتق های جزئی در سطوح حداقل مقادیر متغیرهای باز بودن تجاری و حساب سرمایه محاسبه می شوند. هر گاه هر دو مشتق جزئی، علامت مثبتی داشته باشند، به این معنی است که هر کدام از آزادسازی ها منجر به توسعه مالی شده و همچنین افزایش اندکی در آزادسازی های تجاری و مالی، افزایش زیادی در توسعه مالی را به همراه خواهند داشت. به عبارت دیگر هر گاه هر دو مشتق جزئی علامت مثبتی داشته باشند (خصوصاً در کشورهای بسته تر)، می توان نتیجه گرفت که باز کردن همزمانی تجاری و مالی در مقایسه با باز کردن تنها تجارت یا مالی، تأثیر زیادتری بر توسعه مالی خواهند داشت. چنین امری در صورت مثبت بودن پارامترهای  $\alpha_3$ ،  $\alpha_4$  و  $\alpha_5$  تحقق می یابد. اما چنانچه یک یا چند پارامتر منفی بوده و بقیه علامت مثبتی داشته باشند، نمی توان قاعده کلی گفت و باید ارزیابی تجربی صورت گیرد. این در واقع تعبیر ضعیف تر فرضیه باز بودن<sup>۲</sup> می باشد.

بر اساس تعبیر دقیق تر و قوی تر فرضیه باز بودن<sup>۳</sup>، تأثیر نهایی باز بودن تجاری وقتی که درجه باز بودن حساب سرمایه نسبتاً اندک باشد، غیر مثبت خواهد شد. همچنین، چنانچه میزان باز بودن تجاری اقتصاد کشوری بسیار اندک باشد، در این صورت انتظار بر این است که این تأثیر نهایی باز بودن مالی منفی یا صفر (غیر مثبت) باشد. به عبارت دیگر، چنانچه اقتصاد کشوری بسته باشد (پدیده بازار تجاری اتفاق نیفتاده باشد)، در این صورت انتظار می رود که اثرات نهایی باز بودن مالی منفی یا صفر باشد. چنانچه اثرات نهایی باز بودن تجاری و مالی مثبت باشد، می توان نتیجه گرفت که فرضیه قوی تر باز بودن رد می شود. البته ذکر این نکته ضروری است که باز بودن

<sup>۱</sup>. Simultaneous Openness Hypothesis

<sup>۲</sup>. The Loose Version of Openness Hypothesis

<sup>۳</sup>. The Strict Version of Openness Hypothesis

همزمانی حساب سرمایه و تجارت شرط کافی و نه شرط لازم برای توسعه مالی است (بالتاجی و دیگران، ۲۰۰۹، ص ۲۹۵).

همچنانکه از الگوی شماره (۲) روشن است، متغیر وابسته با یک وقفه در الگو وارد شده است. وارد کردن این متغیر، اشاره تلویحی به این مطلب دارد که بین رگرسورها و جمله خطا همبستگی وجود خواهد داشت و بنابراین استفاده از روش‌های معمولی نتایج اریب‌دار و ناسازگاری به دست خواهد داد. روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) یکی از روش‌های مناسب برای حل این مشکلات است. مزیت دیگر این برآوردگر این است که با تفاضل‌گیری از متغیرها، مانایی رگرسورها را تضمین می‌کند. همچنین مشکل درون‌زائی متغیرها را حل می‌کند، زیرا در تخمین الگو، از متغیرهای ابزاری مناسبی (که مقادیر باوقفه متغیر وابسته است) استفاده می‌شود.

روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) برای اولین بار در متون اقتصادسنجی توسط هانسن در سال ۱۹۸۲ معرفی شد. این روش قابل استفاده با داده‌های سری زمانی، مقطعی و پانلی است.<sup>۱</sup> هرچند روش حداکثر درستنمایی، بر توزیع احتمال مشترک تکیه می‌کند و به این خاطر به تابع درستنمایی معروف شده است، اما در شرایط خاصی این وابستگی به توزیع احتمال مشکل ایجاد می‌کند. روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) چارچوبی ارائه می‌دهد که به لحاظ محاسباتی روش ساده‌ای بوده و نیاز به تصریح تابع درستنمایی ندارد. بسیاری از روش‌های معروف تخمین در اقتصادسنجی به طور ضمنی یا آشکار براساس اطلاعاتی در باره شرایط گشتاورهای جامعه<sup>۲</sup> انجام داده می‌شوند و سنگ بنای روش GMM نیز مجموعه شرایط گشتاورهای جامعه است که از مفروضات الگوهای اقتصادسنجی استنباط می‌شوند.

فرض کنید  $\theta_0$  بردار متغیرهای نامعلومی باشند که باید برآورد شوند. همچنین فرض کنید که  $v_t$  بردار متغیرهای تصادفی و  $f(\cdot)$  بردار توابع<sup>۳</sup> باشند. بنابراین شرط گشتاور جامعه برای کلیه  $t$ ها را می‌توان به شکل رابطه شماره (۵) تعریف کرد:

$$E[f(v_t, \theta_0)] = 0 \quad (5)$$

<sup>۱</sup>. برای مطالعه بیشتر استفاده از این روش با داده‌های سری زمانی به (هائو، ۲۰۰۵) و در داده‌های پانلی و مقطعی به (بالتاجی، ۲۰۰۱) و ولدریج، ۲۰۰۲) مراجعه کنید.

<sup>۲</sup>. Population Moment Condition

<sup>۳</sup>. Vector of Functions

برآوردگر GMM به دنبال یافتن مقدار  $v$  به گونه‌ای است که مقدار رابطه شماره (۶) به حداقل برسد:

(۶)

$$Q_T(\theta) = T^{-1} \sum_{t=1}^T f(v_t, \theta)' W_T T^{-1} \sum_{t=1}^T f(v_t, \theta)$$

که در آن  $T$  اندازه نمونه و  $W_T$  ماتریس نیمه معین مثبتی است که ممکن است به داده‌ها وابسته باشد، اما به یک ماتریس معین مثبت از مقادیر ثابت، همگرا در احتمال<sup>۱</sup> می‌شود. در واقع، این کار به معنای در نظر گرفتن رفتار  $Q_T(\theta)$  روی مجموعه مقادیر ممکن  $\theta$  است که با عنوان فضای پارامتر<sup>۲</sup> شناخته شده است و  $\theta$  یک عنصر دلخواه از این فضا است (هال، ۲۰۰۵، صص ۱۴-۱).

#### ۴- نتایج تجربی

الگوی اقتصادسنجی شماره (۲)، با استفاده از داده‌های دوره ۸۵-۱۳۵۰ (به دلیل محدودیت‌های آماری برای برخی متغیرها از جمله متغیر سرمایه اجتماعی<sup>۳</sup>) و روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) برای اقتصاد ایران تخمین زده شده است. نتایج حاصل از تخمین الگوی شماره (۲) در جدول شماره ۱ آورده شده است. براساس نتایج این جدول می‌توان ملاحظه کرد که در کوتاه‌مدت:

۱- توسعه اقتصادی تأثیر مثبتی بر توسعه مالی (با هر سه شاخص) در ایران دارد و این نتیجه موافق با برخی مطالعات همانند شیوا (۱۳۸۰)، هادیان و ترکی (۱۳۸۲)، ازوجی و فرهادی کیا (۱۳۸۶)، کمیجانی و نادعلی (۱۳۸۶) و صمدی (۱۳۸۸ الف) است.

۲- درجه باز بودن تجاری تأثیر مثبتی بر توسعه مالی در ایران دارد. بنابراین انتظار بر این است که باز بودن تجاری در کوتاه‌مدت با افزایش سرمایه‌گذاری و وام‌دهی همراه باشد، و یک ارتباط قوی با توسعه مالی داشته باشد. این نتیجه در درازمدت در مطالعه صمدی (۱۳۸۸ الف) نیز حاصل شده است.

<sup>۱</sup>. Convergence in Probability

<sup>۲</sup>. Parameter Space

<sup>۳</sup>. مقادیر متغیر سرمایه اجتماعی از مطالعه سعادت (۱۳۸۷) و مقادیر متغیر حفاظت از حقوق مالکیت از صمدی (۱۳۸۷) گرفته شده است.



۳- درجه باز بودن مالی نیز تأثیر مثبتی بر توسعه مالی در ایران دارد. این مطلب بدین معنی است که تحرک آزاد سرمایه این فرصت را فراهم خواهد کرد که نرخ بازدهی پس اندازها به حداکثر مقدار خود رسیده، و بنابراین کارایی نظام بانکی افزایش یافته و واسطه‌گری مالی توسعه یابد.

۴- بهبود وضعیت نهادها تأثیر مثبت و معناداری بر توسعه مالی دارد.<sup>۱</sup> این نتیجه موافق با بحث‌های میشکین<sup>۲</sup> است. بهبود سرمایه اجتماعی و تقویت وضعیت حفاظت از حقوق مالکیت، اعتماد در بازارهای مالی را تقویت کرده، شرایط لازم برای عقد قراردادهای مالی را فراهم و در نهایت منجر به توسعه مالی خواهد شد. همانند نتیجه مطالعه براون و رادتز<sup>۳</sup>، توسعه مالی در ایران علاوه بر آزادسازی همزمانی، به وضعیت کیفیت نهادی داخل کشور نیز وابسته است.

با توجه به اینکه متغیر وابسته با یک وقفه در الگو ظاهر شده است، کلیه ضرایب تخمینی، اثرات کوتاه‌مدت را نشان می‌دهند. اما با تقسیم کلیه ضرایب بر  $1 - \alpha_1$  ضرایب متغیر وابسته با وقفه در الگوی شماره ۲) می‌توان ضرایب درازمدت را نیز حساب کرد (بالتاجی و همکاران، ۲۰۰۹، ص ۲۸۷). خلاصه نتایج اثرات کوتاه‌مدت و درازمدت متغیرها در جدول شماره ۲ آورده شده است.

جدول شماره ۱: نتایج حاصل از تخمین معادله (۲) به روش GMM: ۸۵-۱۳۵۰

متغیر وابسته	$FD_1$	$FD_2$	$FD_3$
متغیرهای مستقل			
عرض از مبدأ	-۰/۵۴ (-۳۳/۲)	۰/۴۰ (۱/۴۵)	۳/۵۵ (۱۱/۷۸)
متغیر وابسته با یک وقفه	۱/۱۰ (۷۷/۵۸)	۰/۹۲ (۲۶/۴)	۰/۸۵ (۶۸/۳۷)
سطح توسعه اقتصادی	۰/۴۴ (۳۴/۵۱)	۰/۷۹ (۴/۵۶)	۰/۴۱۱ (۳/۵۱)
باز بودن تجاری	۰/۱۴ (۱۰/۱۴)	۱/۵۴ (۵/۰۵)	۰/۵۹ (۹/۷۱)
باز بودن مالی	۰/۰۳ (۶/۸۷)	۰/۳۶ (۵/۳۳)	۰/۲۳ (۱۰/۷۶)
(باز بودن تجاری) × (باز بودن مالی)	۰/۰۸ (۱۶/۲۹)	۰/۴۴ (۵/۲۸)	۰/۱۴ (۶/۵۱)

<sup>۱</sup> نتایج حاصل از جای‌گذاری متغیرهای حفاظت از حقوق مالکیت و سرمایه اجتماعی تقریباً یکسان بوده است. برای کاهش حجم مقاله تنها نتایج تخمین الگوها با حفاظت از حقوق مالکیت آورده شده است.

<sup>۲</sup> Mishkin, 2009

<sup>۳</sup> Braun and Raddatz, 2007, P.731

وضعیت حفاظت از حقوق مالکیت	۰/۲۳ (۱۷/۵۹)	۰/۶۰ (۳/۴۶)	۰/۴۵ (۱۴/۵۲)
Adj R- BAR	۰/۹۴۳	۰/۹۹	۰/۹۹
D.W.	۱/۸۹	۲/۱	۲/۱۴
J-stat	۰/۲۳	۰/۱۹	۰/۱۲

مأخذ: محاسبات تحقیق

یادداشت‌ها: ۱- کلیه متغیرها به جز عرض از مبدأ معادله  $FD_2$  در سطح یک درصد معنادار هستند.

۲- ارقام داخل پرانتز نشان دهنده مقادیر آماره  $t$  می باشند.

۳- نتایج تخمین‌ها نسبت به انتخاب نوع کرنل حساس نیستند.

جدول شماره ۲: اثرات کوتاه‌مدت و درازمدت متغیرها بر توسعه مالی در ایران

	$FD_1$		$FD_2$		$FD_3$	
	کوتاه مدت	درازمدت	کوتاه مدت	درازمدت	کوتاه مدت	درازمدت
سطح توسعه اقتصادی	۰/۴۴	-۴/۴	۰/۷۹	۹/۸۸	۰/۴۱۱	۲/۷۴
باز بودن تجاری	۰/۱۴	-۱/۴	۱/۵۴	۱۹/۳۵	۰/۵۹	۳/۹۳
باز بودن مالی	۰/۰۳	-۰/۳	۰/۳۶	۴/۵	۰/۲۳	۱/۵۳
حفاظت از حقوق مالکیت	۰/۲۳	-۲/۳	۰/۶	۷/۵	۰/۴۵	۳

مأخذ: محاسبات تحقیق

بر اساس نتایج جدول شماره ۲ می‌توان ملاحظه کرد که باز بودن تجاری و مالی در کوتاه‌مدت و درازمدت تأثیر مثبت و معناداری بر توسعه مالی دارند، هرچند آثار درازمدت بسیار بیشتر از آثار کوتاه‌مدت می‌باشد.

همچنین برای آزمون فرضیه باز بودن همزمانی تجارت و مالی، از معادلات (۳) و (۴) استفاده شده است. نتایج حاصل از محاسبه مقدار و علامت مشتق‌های جزئی قید شده در معادلات (۳) و (۴) در جدول شماره ۳ آورده شده است.

بر اساس نتایج جدول شماره ۱ می‌توان ملاحظه کرد که علامت عبارت ضربی (باز بودن تجاری) × (باز بودن مالی) مثبت و معنادار است. همچنین براساس نتایج ارائه شده در جدول شماره ۳ می‌توان

ملاحظه کرد که علامت کلیه مشتق‌های جزئی که با مقادیر میانگین، حداکثر و حداقل محاسبه شده‌اند، مثبت است. بنابراین براساس نتایج ارائه شده در جدول شماره ۳ می‌توان به نتایج زیر اشاره کرد<sup>۱</sup>:

- ۱- در اقتصاد بسته‌ای مثل ایران، باز بودن همزمانی تجاری و مالی در مقایسه با باز بودن انفرادی آنها، تأثیر زیادتری بر توسعه مالی خواهد داشت. این نتیجه موافق با نتیجه مطالعه بالتاجی و همکاران (۲۰۰۹) برای کشورهای در حال توسعه بسته‌تر به لحاظ اقتصادی (تجاری و مالی) مانند هندوستان، بنگلادش، پاکستان، نیجریه، گواتمالا، ونزوئلا و زیمبابوه است.
- ۲- با پی‌گیری سیاست بازتر کردن همزمانی، افزایش اندک در هر کدام از آزادسازی‌ها، افزایش زیادتری را در توسعه مالی خواهد داشت.
- ۳- اثر نهایی آزادسازی تجاری بر توسعه مالی بسیار بیشتر از اثر نهایی آزادسازی مالی است.

جدول شماره ۳: مقادیر و علائم مشتق‌های جزئی معادلات ۳ و ۴

شاخص توسعه مالی	ارزیابی با مقادیر	$\frac{\partial \ln FD_t}{\partial \ln TO_{t-1}}$	$\frac{\partial \ln FD_t}{\partial \ln FO_{t-1}}$
$FD_1$	Mean	۰/۱۷۹۶۸	۰/۰۴۲۷۲
	Max	۰/۲۱۵۶۸	۰/۱۴۶
	Min	۰/۱۶۵۹۲	۰/۰۳۰۰۲۴
$FD_2$	Mean	۱/۷۵۸	۰/۴۲۹۹۶
	Max	۱/۹۵۶	۰/۹۹۸
	Min	۱/۶۸۲	۰/۳۶۰۱۳۲
$FD_3$	Mean	۰/۶۵۹۵	۰/۲۵۵۲
	Max	۰/۷۲۲۳	۰/۴۴۳
	Min	۰/۶۳۵۴	۰/۲۳

مأخذ: محاسبات تحقیق

## ۵- جمع‌بندی و پیشنهادها

این مطالعه با هدف پر کردن شکاف موجود در مطالعات، به بررسی این موضوع پرداخته است که برای توسعه مالی، باز بودن تجاری و باز بودن مالی به تنهایی کافی است یا باید از فرضیه باز بودن همزمانی تبعیت کرد. برای رسیدن به این هدف ضمن مرور ادبیات موضوع و بررسی عوامل موثر

<sup>۱</sup> این ارزیابی معمولاً با مقادیر حداقل متغیرها انجام می‌شود. اما در اینجا با هر سه مورد میانگین، حداکثر و حداقل ارزیابی شده و نتیجه تفاوت نکرده است.

بر توسعه مالی و تشریح مفصل برخی عوامل، در چارچوب یک الگوی اقتصادسنجی فرضیه باز بودن همزمانی با استفاده از داده‌های اقتصاد ایران طی دوره ۸۵-۱۳۵۰ به‌بوته آزمایش گذاشته شد. نتایج حاصل از تخمین الگو و آزمون فرضیه باز بودن همزمانی نشان داد که باز بودن تجاری و مالی تأثیر مثبت و معناداری بر توسعه مالی در کوتاه‌مدت و درازمدت دارند. همچنین همانند مطالعه بالتاجی و همکاران (۲۰۰۹) این نتیجه حاصل شد که باز بودن همزمانی تجاری و مالی تأثیر بیشتری بر توسعه مالی در مقایسه با پی‌گیری مجزای سیاست‌های آزادسازی تجاری و مالی دارد. این نتیجه توسط بالتاجی و همکاران (۲۰۰۹) برای کشورهای در حال توسعه بسته‌تر به لحاظ اقتصادی (تجاری و مالی) مانند هندوستان، بنگلادش، پاکستان، نیجریه، گواتمالا، ونزوئلا و زیمبابوه نیز به دست آمده است. همچنین همانند تحلیل‌های میشکین (۲۰۰۹)، این نتیجه حاصل شد که جهانی شدن اقتصاد، تأثیرگذاری نهادهای اقتصادی بر توسعه مالی را تحت تأثیر قرار خواهد داد و بهبود وضعیت نهادها تأثیر مثبتی بر توسعه مالی خواهد داشت.

نظر به عدم پی‌گیری جدی سیاست‌های آزادسازی تجاری و آزادسازی حساب سرمایه در اقتصاد ایران، و وجود مشکلات متعدد در نظام بانکی و عدم توسعه بخش مالی اقتصاد و برای بهبود عملکرد نظام بانکی، براساس یافته‌های مقاله حاضر پیشنهاد می‌شود که مسئولین سیاست آزادسازی تجاری و مالی را به‌طور همزمان پی‌گیری کرده و اقدامات موثری در جهت بهبود وضعیت حفاظت از حقوق مالکیت و تقویت سرمایه اجتماعی مثبت در جامعه انجام دهند.

در آخر، ذکر چند نکته ضروری است:

همچنانکه ذکر شد، باز بودن همزمانی تجاری و مالی شرط کافی برای توسعه مالی است و برای فراهم کردن شرایط لازم باید تلاش شود. همچنین پیش‌شرط‌های لازم برای جلوگیری از بحران در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران به واسطه باز بودن مالی باید فراهم شود. یافته‌های حاصل از مطالعه حاضر را به‌خاطر عدم دسترسی به اطلاعات جامع و کوتاه بودن دوره مورد مطالعه باید با دید احتیاط نگریست.

## منابع و مأخذ:

### الف: منابع و مأخذ فارسی

۱. ازوجی، علاءالدین. و فرهادی کیا، علیرضا (۱۳۸۶). "ارزیابی اثرات سیاست‌های آزادسازی مالی و تغییرات نرخ بهره بانکی بر توسعه بخش مالی در اقتصاد ایران (با استفاده از تکنیک VECM)". پژوهشهای اقتصادی ۷(۴): ۱۴۰-۱۱۹.
۲. حشمتی مولایی، حسین (۱۳۸۳). "عوامل موثر بر توسعه مالی در نظام بانکداری ایران". پژوهشنامه اقتصادی ۴(۱۳): ۸۸-۵۵.
۳. ختایی، محمود. و خاوری نژاد، ابوالفضل (۱۳۷۷). "گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی". مجموعه مقاله‌ها، پژوهشکده پولی و بانکی - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۴. ختایی، محمود. و سیفی پور، رویا (۱۳۷۹). "نقش منابع مالی بلند مدت در رشد اقتصادی ایران". فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران ۴ و ۵.
۵. رنایی، محسن (۱۳۸۴). بازار یا نابازار؟ بررسی موانع نهادی کارایی نظام اقتصادی بازار در اقتصاد ایران (چاپ دوم)، تهران، سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور.
۶. سعادت، رحمان (۱۳۸۷). "برآورد روند سرمایه اجتماعی در ایران (با استفاده از روش فازی)". مجله تحقیقات اقتصادی ۳۳(۸۳): ۵۶-۴۱.
۷. شیوا، رضا (۱۳۸۰). "اثر تامین مالی در دراز مدت بر رشد توسعه اقتصادی در ایران". اقتصاد کشاورزی و توسعه ۳۴.
۸. صمدی، علی حسین (۱۳۷۸). "سرکوب مالی و رشد اقتصادی در ایران ارزیابی الگوی مک کینون - شاو". مجله برنامه و بودجه ۴۳ و ۴۴.
۹. صمدی، علی حسین (۱۳۷۹). "گسترش مالی و رشد اقتصادی: آزمون‌های ریشه واحد و همگرایی در حضور تغییر جهت‌های ساختاری (شواهد تجربی از اقتصاد ایران ۱۳۳۸ - ۱۳۷۴)". مجله برنامه و بودجه ۵۸ و ۵۹.
۱۰. صمدی، علی حسین (۱۳۸۷). حقوق مالکیت و رشد اقتصادی: تدوین یک الگوی رشد درون‌زا، رساله دکتری اقتصاد، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.
۱۱. صمدی، علی حسین (۱۳۸۸ الف). "سرمایه اجتماعی و توسعه مالی: اقتصاد ایران (۱۳۵۰-۱۳۸۵)". مجله تحقیقات اقتصادی ۴۴(۸۸).
۱۲. صمدی، علی حسین (۱۳۸۸ ب). روابط کاذب در اقتصاد سنجی، تهران، وزارت علوم، تحقیقات و فناوری، دانشکده علوم اقتصادی.

۱۳. عصارى، عباس. ناصرى، عليرضا. و آقاىى خونداىى، مجيد (۱۳۸۷). "توسعه مالى و رشد اقتصادى، مقايسه كشورهاي نفتى عضو اوپك و غيرنفتى در حال توسعه با استفاده از روش گشتاورهاي تعميم يافته".
۱۴. علمى، زهرا. شارع پور، محمود. و حسيني، اميرحسين (۱۳۸۴). "سرمایه اجتماعى و چگونگى تأثیر آن بر اقتصاد". مجله تحقيقات اقتصادى ۷۱: ۲۹۶-۲۳۰.
۱۵. فرانكوئيس، پاتريك (۱۳۸۶). سرمایه اجتماعى و توسعه اقتصادى. محسن رنانى و رزيتا مويدفر؛ تهران، معاونت برنامه ريزى و نظارت راهبردى رياست جمهورى.
۱۶. كازرونى، سيد عليرضا (۱۳۸۲). "رابطه بين توسعه مالى و رشد اقتصادى - تجريبات ايران". مجموعه مقاله ها پژوهشكده پولى و بانكى -بانك مركزى جمهورى اسلامى ايران.
۱۷. كميجانى، اكبر. و نادعلى، محمد (۱۳۸۶). "بررسى رابطه على تعميق مالى و رشد اقتصادى در ايران". پژوهشنامه بازرگانى ۴۴: ۴۷-۲۳.
۱۸. گاتاكت، سايراتا (۱۳۷۷). اقتصاد پول در كشورهاي درحال توسعه. على حسين صمدى؛ تهران، پژوهشكده پولى و بانكى بانك مركزى جمهورى اسلامى ايران.
۱۹. معدلت، كوروش (۱۳۸۱). "توسعه بخش مالى و نقش آن در رشد اقتصادى". برنامه و توسعه ۲.
۲۰. معدلت، كوروش (۱۳۸۲). "ارزيابى ميزان و جهت اثرگذارى رشد بازارهاي مالى بر رشد اقتصادى - براساس يك مدل اقتصادسنجى". مجموعه مقاله ها پژوهشكده پولى و بانكى -بانك مركزى جمهورى اسلامى ايران.
۲۱. نادرى، مرتضى (۱۳۸۲ ب). "توسعه مالى و رشد اقتصادى: رُخدادهاي بحران مالى و دلالت هاي مربوط به انتخاب نظام مالى متناسب". مجموعه مقاله ها پژوهشكده پولى و بانكى -بانك مركزى جمهورى اسلامى ايران.
۲۲. نادرى، مرتضى (۱۳۸۲ الف). "توسعه مالى، بحران هاي مالى و رشد اقتصادى". فصلنامه پژوهش هاي اقتصادى ايران ۱۵.
۲۳. نظيفى، فاطمه (۱۳۸۳). "توسعه مالى و رشد اقتصادى در ايران". فصلنامه پژوهشنامه اقتصادى پژوهشكده امور اقتصادى، ۱۴.
۲۴. نورث، داگلاس (۱۳۷۷). نهادها، تغييرات نهادى و عملکرد اقتصادى. محمدرضا معينى؛ تهران، سازمان برنامه و بودجه.
۲۵. هاديان، ابراهيم. و تركى، ليلا (۱۳۸۲). "توسعه بازارهاي مالى و اثر آن بر رشد اقتصادى: مورد ايران". مجله دانشكده علوم ادارى و اقتصاد دانشگاه اصفهان ۳.
۲۶. هيبتى، فرشاد. و محمدرزاده اصل، نازى (۱۳۸۳). "ارزيابى پيامدهاى توسعه نظام مالى بر تشكيل سرمايه و رشد اقتصادى". فصلنامه پژوهشنامه اقتصادى ۱۵.

ب: منابع و مأخذ لاتین

1. Ang, J. B., and W. J. Mckibbin (2007). "Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence from Malaysia". Journal of Development Economics 84:215-233.
2. Baltagi, B. H. (2001). *Econometric Analysis of Panel Data*, U.K., John Wiley and Sons, Chichester.
3. Baltagi, B. H., P. O. Demetriades, and S. H. Law (2009). "Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data". Journal of Development Economics 89: 285-296.
4. Braun, M. and C. Raddatz (2007). "Trade Liberalization, Capital Account Liberalization and the Real Effects of Financial Development". Journal of International Money and Finance 26: 730-761.
5. Chinn, M. D., and H. Ito (2006). "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions". Journal of Development Economics 81:163-192.
6. Cull, R., L. W. Senbet, and M. Sorge (2002). "The Effect of Deposit Insurance on Financial Depth: A Cross-Country Analysis". The Quarterly Review of Economics and Finance 42: 673-694.
7. Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales (2004). "The Role of Social Capital in Financial Development". The American Economic Review 94(3):526-556.
8. Hall, A. R. (2005). *Generalized Method of Moments*, New York, Oxford University Press.
9. Ito, H. (2006). "Financial Development and Financial Liberalization, in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization North American". Journal of Economics and Finance 17: 303-327.
10. Khan, M. S., A. S. Senhadji, and B. D. Smith (2006). "Inflation and Financial Depth". Macroeconomic Dynamics 10: 165-182.
11. Kim, D.-H., S.-C.Lin, and Y.-B. Suen (2010). "Dynamic Effects of Trade Openness on Financial Development". Economic Modeling 27: 254-261.
12. Klein, M. W., and G. P. Olivei (2008). "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth". Journal of International Money and Finance 27: 861-875.
13. Levine, R. (1998). "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth". Journal of Money, Credit and Banking 30 (3-Part 2): 596-613.
14. Mishkin, F. (2009). "Globalization and Financial Development". Journal of Development Economics 89: 164-169.

15. Naceur, S. B., S. Ghazouani, and M. Omran (2008). "Does Stock Market Liberalization Spur Financial and Economic Development in the MENA Region?". Journal of Comparative Economics 36: 673–693.
16. Obadan, M. I. (2006). "Globalization of Finance and the Challenge of National Financial Sector Development". Journal of Asian Economics 17: 316–332.
17. Parilakathoottu, S. (2002). *Financial Liberalization, Institutional Factors and Economic Development*, Unpublished PhD Dissertation, Temple University.
18. Trew, A. (2008). "Efficiency, Depth and Growth: Quantitative Implications of Finance and Growth Theory". Journal of Macroeconomics 30:1550-1568.
19. Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section*
20. *and Panel Data*, Cambridge, MA, U.S.A., MIT Press.