

## توسعه و تعمیق بازارهای مالی و ارائه راهکارهایی برای گسترش سهم بازارهای مالی در ایران

اکبر کمیجانی<sup>۱</sup>

### چکیده

براساس اهداف ترسیم شده در سند چشم‌انداز بیست ساله، ایران می‌بایست به کشوری توسعه یافته با جایگاه اول، اقتصادی، علمی و فناوری در سطح منطقه با هویت اسلامی و انقلابی تبدیل شود. در این سند بر رشد پرشتاب و مستمر اقتصادی، ارتقای درآمد سرانه و رسیدن به اشتغال کامل تأکید شده است.

یکی از عواملی که در جهت دستیابی به هدف رشد پرشتاب و مستمر اقتصادی نقش اساسی ایفا می‌کند، توسعه بخش مالی کشور است. امروزه بخش مالی کشورها از بازارهای گوناگونی (شامل: بازار پول و سرمایه) تشکیل شده است. اهمیت توسعه بخش مالی کشور از آنجا نشأت می‌گیرد که بخش مالی کارآمد، نقشی اساسی در تجهیز منابع مالی برای سرمایه‌گذاری، تشویق ورود و تجهیز سرمایه خارجی، و بهینه‌سازی سازوکار تخصیص منابع ایفا می‌کند. پیچیدگی در بازارهای مالی امروزی باعث شده است که در ارزیابی این بازارها تنها به بررسی وضعیت متغیرهای کل پولی و نرخ‌های بهره اکتفا نشود و به شاخص‌هایی دیگر، همچون سهم بخش بانکی و غیربانکی (مالی)، میزان باز بودن بخش مالی، محیط نهادی، کیفیت سیاست‌ها و شفافیت در قوانین و مقررات نیز توجه شود. بدیهی است توجه صرف به یک عامل و شاخص و در نظر نگرفتن سایر شاخص‌های حائز اهمیت می‌تواند تصویری نادرست و بعضاً گمراه کننده به تحلیل‌گران و سیاستگذاران ارائه کند.

یکی از معیارهای سنجش توسعه‌یافتگی بخش مالی (عمق مالی)، نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی<sup>۲</sup> است. که بی‌گمان به‌طور گسترده‌ای نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این رابطه مروری بر وضعیت نسبت مزبور در ایران و مقایسه آن با سایر کشورها نشان می‌دهد که ایران از درجه توسعه‌یافتگی مالی مناسبی برخوردار نیست و حتی در میان کشورهای در حال توسعه نیز از جایگاه مناسبی برخوردار نمی‌باشد. نکته حائز اهمیت آن است که تمرکز صرف بر این شاخص و بی‌توجهی به برخی مسایل مهم و شاخص‌های دیگر می‌تواند منجر به بروز سوء برداشت در میان برخی از تحلیل‌گران و تصمیم‌گیران شود، بدین‌صورت که برای بهبود تعمیق مالی در ایران پیشنهاد می‌کنند که باید حجم نقدینگی افزایش یابد. همین نکته اهمیت موضوع و لزوم توجه دقیق و چندجانبه به مسئله توسعه و عمق بازارهای مالی در ایران را نشان می‌دهد. در تحقیق حاضر سعی بر آن است تا پس از بررسی مفهوم توسعه مالی و تبیین اهمیت آن و نقش آن در رشد و توسعه اقتصادی کشور، میزان عمق و توسعه‌یافتگی مالی در ایران

<sup>۱</sup> عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران

<sup>۲</sup> M2/GDP

در ابعاد بازار پول و بازار سرمایه مورد بررسی و تحلیل قرار گیرد و در این رابطه وضعیت ایران با سایر کشورها نیز مورد مقایسه قرار خواهد گرفت.

در این راستا در کنار شاخص نسبت نقدینگی به GDP، شاخص‌های مکمل دیگری از قبیل نسبت پایه پولی به GDP، سهم بانکداری خصوصی از صنعت بانکداری، نسبت مطالبات معوق و سررسید گذشته به تسهیلات اعطایی، ضریب فزاینده نقدینگی، سهم دولت از تسهیلات، درجه تمرکز بانکی، حاشیه سود بانکی، سهم موسسات پولی و مالی در ارزش افزوده بخش خدمات و تولید ناخالص داخلی، و نیز شاخص‌های ناظر بر کیفیت سیاستگذاری پولی از قبیل سهم مانده اوراق مشارکت بانک مرکزی در پایه پولی، آزادی عمل در زمینه تعیین نرخ سود و... مورد بررسی قرار خواهند گرفت و عوامل مؤثر بر آنها تحلیل خواهند شد.

## مقدمه

یکی از موضوع‌هایی که طی دهه‌های اخیر به‌طور فزاینده‌ای مورد توجه اقتصاددانان قرار گرفته است، موضوع توسعه مالی و نقش آن در رشد اقتصادی است. مطالعات نشان می‌دهند که نهادها و بازارهای مالی کارآمد از چند مجرا می‌توانند موجب افزایش رشد اقتصادی شوند. این مجراها عبارتند از: تسهیل مبادله کالاها و خدمات از طریق ارایه خدمات پرداخت، تجهیز و تجمیع پس‌اندازها از شمار بسیاری از سپرده‌گذاران، کسب و تحلیل اطلاعات درباره شرکت‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری ممکن و تخصیص پس‌اندازها به مصارف دارای بالاترین بهره‌وری، کنترل و نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها و اجرای حاکمیت شرکتی و توزیع و کاهش ریسک نقدینگی و بین‌دوره‌ای<sup>۱</sup>. نظریه‌های موجود، پیش‌بینی‌های مبهمی درباره اینکه آیا توسعه مالی اثر علی مثبتی بر رشد اقتصادی بلندمدت دارد یا نه، ارائه می‌کنند. درحالی‌که این نظریه‌ها بعضاً مجموعه‌ای پیچیده از حدسیات متناقض ارایه می‌کنند، شواهد تجربی ابهام کمتری دارند<sup>۲</sup>. مجموعه‌ای رو به رشد از تحقیقات تجربی یک روایت سازگار و مهم را ارایه می‌کنند: خدمات ارایه شده توسط سیستم مالی اثر مستقیم بر رشد اقتصادی بلندمدت دارند. تحقیقات اخیر بر مبنای کارهای باگوت<sup>۳</sup> (۱۸۷۳)، شومپتر (۱۹۱۲)، گورلی و شاو (۱۹۵۵)، گلدسمیت (۱۹۶۹) و مک‌کینون (۱۹۷۳)، روش‌های اقتصادسنجی و مجموعه‌های آماری متفاوتی را به کار گرفته و به چند نتیجه اصلی دست یافته‌اند. کشورهای برخوردار از سیستم‌های مالی توسعه یافته‌تر، رشد سریع‌تری را دارا هستند. به‌طور مشخص‌تر، کشورهای دارای بانک‌های خصوصی بزرگ اعتبار دهنده به بنگاه‌های خصوصی و دارای مبادلات سیال سهام، رشد سریع‌تری نسبت به کشورهای برخوردار از سطوح پایین‌تر توسعه مالی دارند. سطح توسعه بانکداری و سیالیت بازار سهام<sup>۴</sup> هر کدام اثر مستقل مثبتی بر رشد اقتصادی دارند.

همچنین، سیستم‌های مالی کارآمدتر، موانع تأمین مالی بیرونی را که بنگاه و گسترش صنعتی را با مشکل روبه‌رو می‌کند، کاهش می‌دهند. بنابراین، یکی از کانال‌هایی که توسعه مالی از آن طریق بر رشد تأثیرگذار است، تسهیل دسترسی بنگاه‌های دارای محدودیت در تأمین مالی به سرمایه خارجی و گسترش آنان است.

<sup>1</sup> Beck (2008)

<sup>2</sup> Demirguc-Kunt and Levine (2008)

<sup>3</sup> Bagehot (1873), Schumpeter (1912), Gurley and Shaw (1955), Goldsmith (1969), and McKinnon (1973)

<sup>4</sup> liquidity of stock market

در مجموع، مطالعات تجربی مختلف بر وجود یک رابطه مثبت و قوی بین سطح توسعه مالی و رشد اقتصادی اشاره دارند. ادبیات غنی که برگرفته از مدل‌های رشد درونزا است، تأثیر مثبت توسعه بازارهای مالی بر رشد اقتصادی را تأیید می‌کند. همچنین، مشاهدات درخور توجهی در خصوص همگرایی رشد اقتصادی و توسعه مالی وجود دارد. نظریه‌های موجود پیشنهاد می‌کنند که قراردادهای، بازارها و واسطه‌های مالی برای کاهش هزینه‌های اطلاعات و مبادلات و ارائه خدمات مالی برای اقتصاد به وجود می‌آیند که غربال<sup>۱</sup> بنگاه‌ها پیش از تأمین مالی، نظارت بر بنگاه‌ها پس از تأمین مالی، مدیریت ریسک شامل هم ریسک پروژه و هم ریسک نقدینگی و تبادل کالاها و خدمات و مطالبات مالی را تسهیل می‌کنند.

حال این پرسش به ذهن متبادر می‌شود که اگر توسعه مالی برای رشد بسیار مهم است، کشورها چگونه می‌توانند سیستم‌های مالی کارآمدتری را توسعه دهند؟ چه تغییراتی اعم از قانونی، مقرراتی و سیاستی به پیدایش بازارها و واسطه‌های مالی فزاینده رشد کمک می‌کند؟

برای حل مشکلات موجود در سیستم مالی کشور، لازم است ادبیات موجود و حقایق تجربی موجود در زمینه توسعه مالی با هدف ارائه راهکارهای توصیه‌های سیاستی برای اصلاح و بهبود و توسعه مالی در کشور مورد بررسی قرار گیرد.

در بخش‌های بعد به ادبیات مربوط به عوامل تعیین‌کننده تاریخی و سیاستی توسعه مالی اشاره خواهد شد و رابطه بین سیاست‌های بخش مالی و توسعه اقتصادی نیز مورد بحث قرار خواهد گرفت. مطالعه نظریه‌های موجود به همراه بررسی تجربیات سایر کشورها، شناخت مفهوم توسعه نهادهای مالی و ابعاد اثرگذاری آن را بر رشد اقتصادی ممکن می‌سازد. شناختی که برای تدوین چارچوب برنامه توسعه بازارهای کشور ضروری است.

## ۱- مطالعات نظری در خصوص تأمین مالی و رشد اقتصادی

مطالعه ادبیات غنی نقش بازارها و نهادهای مالی در رشد اقتصادی کشورها در عرصه‌های نظری و بررسی تجربه کشورها در اجرای سیاست‌های توسعه مالی، بیانگر ارتباط مثبت و بلندمدت رابطه توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی است.

توسعه بازارهای مالی، به‌عنوان عاملی برای رشد اقتصادی، پس از ارائه مدل مک کینون و شاو (۱۹۷۳) مورد توجه بسیاری از کشورها قرار گرفت. بررسی تجربه کشورها در تعریف و اجرای

<sup>1</sup> Screening

سیاست‌های بخش مالی، بیانگر ارتباط تنگاتنگ رشد اقتصادی پایدار در بلندمدت و توسعه نهادهای مالی است.

توجه اقتصاددانان توسعه به نقش نهادها در توسعه اقتصادی و گسترش اقتصاد نهادگرایی که ابتدا توسط داگلاس نورث (۱۹۹۳) مطرح شد، موجب شد که مفهوم توسعه مالی مورد بازنگری واقع شود و از توجه صرف به آزادسازی نرخ بهره به ترتیبات نهادی لازم برای توسعه بازارهای مالی با توجه به میزان ثبات مالی تغییر یابد.<sup>۱</sup>

فرای (۱۹۹۵) دو نقش عمده را برای تمام سیستم‌های مالی در اقتصاد معرفی می‌کند:

اول- مدیریت سازوکار پرداخت‌ها؛

دوم- واسطه بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران.

اگر تعریف زیر را برای توسعه مالی بپذیریم: "توسعه مالی فرآیند طولانی مدت ساخت نهادهایی است که پایه‌های اطلاعاتی و ظرفیت‌های تحلیل سیستم مالی را تعمیق می‌بخشد و قدرت نفوذ نهادهای مالی را با خلق ارزش در درون آن‌ها و از طریق متنوع کردن ابزارها، توافقیها و قراردادهای، در پاسخ به تغییرات محیطی و نیازهای بنگاه‌ها، خانوارها و دیگر عاملان اقتصادی افزایش می‌دهد"<sup>۲</sup>. در آن صورت لازم است برای اجرای برنامه توسعه مالی مدت زمانی طولانی در نظر گرفته شود.

هزینه کسب اطلاعات، عقد قراردادهای و انجام مبادلات، انگیزه‌هایی برای پیدایش انواع خاصی از قراردادهای، بازارها و واسطه‌های مالی ایجاد می‌کند. انواع مختلف ترکیب‌هایی از هزینه‌های اطلاعات، اجرا و مبادلات در ارتباط با سیستم‌های قانونی، مقرراتی و مالیاتی مختلف، موجب ایجاد قراردادهای، بازارها و واسطه‌های مالی مشخص در میان کشورها در طول تاریخ شده است. پنج کارکرد اصلی سیستم مالی که ضعف‌های بازار (عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های مبادله) را کاهش می‌دهد عبارتند از:

- تهیه اطلاعات مبتنی بر آینده (ex-ante) درباره سرمایه‌گذاری‌های ممکن و تخصیص سرمایه
- تجهیز و تجمیع پس‌اندازها
- نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها و اعمال حاکمیت شرکتی بعد از تأمین مالی
- تسهیل انجام تجارت، تنوع بخشی و مدیریت ریسک

<sup>۱</sup> پوررستمی (۱۳۸۷)

<sup>۲</sup> برگرفته از بیانیه نشست اسکاپ، ۱۹۹۸، ص ۵

• تسهیل مبادله کالاها و خدمات

اگرچه تمام سیستم‌های مالی این کارکردها را دارند، تفاوت‌های چشمگیری در چگونگی ارائه این کارکردها توسط سیستم‌های مالی کشورها وجود دارد.

توسعه مالی زمانی رخ می‌دهد که ابزارها، بازارها و واسطه‌های مالی آثار هزینه‌های اطلاعات، اجرا و مبادلات را کاهش دهند - اگرچه لزوماً حذف نمی‌کنند - و بنابراین به همان نسبت عملکرد بهتری نیز در انجام پنج کارکرد مذکور داشته باشند.

واسطه‌های مالی ممکن است هزینه‌های کسب و تحلیل اطلاعات را کاهش دهد و بنابراین، تخصیص منابع را بهبود بخشند.<sup>۱</sup> واسطه‌های مالی از طریق بهبود اطلاعات درباره بنگاه‌ها، مدیران و شرایط اقتصادی می‌توانند رشد اقتصادی را تسریع کنند. با فرض آنکه بسیاری از کارفرمایان متقاضی سرمایه هستند و سرمایه نیز کمیاب است، واسطه‌های مالی که اطلاعات بهتری درباره بنگاه‌ها تهیه می‌کنند، وجوه را به بنگاه‌های کاراتری تخصیص داده و بنابراین تخصیص بهینه‌تری از منابع خواهد شد.<sup>۲</sup>

همچنین بازار سرمایه می‌تواند به تهیه اطلاعات درباره بنگاه‌ها کمک کند. هرچه بازارها بزرگ‌تر و سیال‌تر باشد، عاملان بازار ممکن است انگیزه‌های بیشتری برای صرف هزینه برای تحقیق در خصوص بنگاه‌ها داشته باشند؛ چرا که کسب سود از این اطلاعات از طریق مبادله در بازارهای بزرگ و سیال<sup>۳</sup> آسان‌تر است. بنابراین، بازارهای بزرگ‌تر و سیال‌تر انگیزه‌های تولید اطلاعات ارزشمند را تقویت می‌کنند که این امر دلالت‌های مثبتی برای تخصیص سرمایه دارد.<sup>۴</sup> گالور و زریا (۱۹۹۳) نشان داده‌اند که کاستی‌های بازار سرمایه می‌تواند از طریق آسیب به سرمایه‌گذاری در سرمایه انسانی اثر نامطلوبی بر رشد بگذارد.<sup>۵</sup>

برخی از مطالعات نشان می‌دهند که واسطه‌های مالی کارآمد از طریق تقویت حاکمیت شرکتی بر رشد اثر می‌گذارند. بنسیونگا و اسمیت<sup>۶</sup> (۱۹۹۳) نشان داده‌اند که واسطه‌های مالی که حاکمیت شرکتی را از طریق صرفه‌جویی در هزینه‌های نظارت بهبود می‌دهند، سهمیه‌بندی اعتبار<sup>۷</sup> را کاهش داده و بنابراین بهره‌وری سرمایه و رشد را افزایش می‌دهند.

<sup>1</sup> Boyd and Prescott, 1986

<sup>2</sup> Greenwood and Jovanovic 1990

<sup>3</sup> Grossman and Stiglitz, 1980

<sup>4</sup> Merton, 1987

<sup>5</sup> Galor and Zeria, 1993

<sup>6</sup> Bencivenga and Smith, 1993

<sup>7</sup> Credit rationing

ساسمن<sup>۱</sup> (۱۹۹۳) و هریسون، ساسمن و زیرا<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) مدل‌هایی را توسعه داده‌اند که واسطه‌های مالی جریان منابع را از پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاران در حضور عدم تقارن اطلاعات تسهیل نموده و اثرات مثبتی بر رشد دارند.

لوین<sup>۳</sup> (۱۹۹۱) نشان می‌دهد که ساختار درونی بازارهای سهام برای تهیه نقدینگی می‌تواند بر رشد اقتصادی اثرگذار باشد. همچنین واسطه‌های مالی می‌تواند نقدینگی را افزایش دهند، ریسک نقدینگی را کاهش دهند و بر رشد اقتصادی تأثیر بگذارند.

بنسیونگا و اسمیت<sup>۴</sup> (۱۹۹۱) نشان داده‌اند که بانک‌ها می‌توانند از طریق حذف ریسک نقدینگی، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های غیرنقد دارای بازدهی بالا را افزایش دهند و بنابراین، رشد اقتصادی را تسریع کنند.

سیستم‌های مالی که در تجمیع پس‌اندازهای افراد مؤثرتر هستند، می‌تواند با افزایش پس‌اندازها، دستیابی به صرفه مقیاس و امکانپذیر ساختن سرمایه‌گذاری، اثر قابل ملاحظه‌ای بر توسعه اقتصادی داشته باشند.

## ۲- مطالعات تجربی درباره تأمین مالی و رشد اقتصادی

کینگ و لوین<sup>۵</sup> (۱۹۹۳) بر مبنای مطالعه گلدسمیت<sup>۶</sup> (۱۹۶۹)، مطالعه‌ای بین‌کشوری انجام داده‌اند. در این مطالعه بسیاری از عوامل تعیین‌کننده سهم رشد اقتصادی، مانند درآمد اولیه، سطح تحویلات، تورم، صرفه نرخ ارز در بازار سیاه، مخارج دولت، درجه بازبودن تجاری و بی‌ثباتی سیاسی بررسی شده‌اند. به‌علاوه، آن‌ها بررسی کرده‌اند که آیا توسعه مالی با رشد بهره‌وری و انباشت سرمایه که دو کانال محتمل برای تأثیرگذاری تأمین مالی بر رشد هستند، ارتباط دارد یا خیر.

کینگ و لوین<sup>۷</sup> (۱۹۹۳-b) هفتاد و هفت کشور را طی دوره زمانی ۱۹۸۹-۱۹۶۰ بررسی کرده‌اند. آن‌ها عمق مالی را که معادل اندازه بخش واسطه‌گری مالی است به‌عنوان شاخص توسعه مالی

<sup>1</sup> Sussman, 1993

<sup>2</sup> Harrison, Sussman and Zeira, 1999

<sup>3</sup> Levine, 1991

<sup>4</sup> Bencivenga and Smith, 1991

<sup>5</sup> King and Levine, 1993 a,b,c

<sup>6</sup> Gold Smith, 1969

<sup>7</sup> King and Levine, 1993b

در نظر گرفته‌اند. این شاخص معادل بدهی‌های نقد<sup>۱</sup> سیستم مالی (اسکناس و مسکوک به علاوه سپرده‌داری و بدهی‌های بهره‌دار بانک‌ها و واسطه‌های مالی غیربانکی) تقسیم بر تولید ناخالص داخلی (GDP) است. یک ضعف مهم شاخص مزبور این است که عمق و اندازه بخش واسطه‌گری مالی را اندازه‌گیری می‌کند و ممکن است شاخص درستی برای عملکرد سیستم مالی نباشد. همچنین، ممکن است شاخص مناسبی در خصوص نحوه نظارت بانک بر بنگاه‌ها، اجرای حاکمیت شرکتی یا ارائه خدمات توزیع ریسک به مشتریان نباشد. آن‌ها شاخص‌های دیگری از توسعه مالی را نیز بررسی کرده‌اند که به بررسی اینکه بانک‌ها به چه کسانی اعتبار تخصیص می‌دهند می‌پردازند. آن‌ها با به‌کارگیری این شاخص‌های مختلف از توسعه مالی، نتایج مشابهی به‌دست آورده‌اند. (همچنین به لاپرتا<sup>۲</sup> (۲۰۰۱) رجوع شود). براساس نتایج مطالعه کینگ و لوین (b-۱۹۹۳) یک رابطه معنادار آماری و قوی اقتصادی بین عمق مالی و رشد تولید سرانه واقعی بلندمدت، انباشت سرمایه و رشد بهره‌وری وجود دارد. همچنین، عمق مالی سال ۱۹۶۰ یک پیش‌بینی‌کننده خوب برای نرخ‌های رشد اقتصادی سال‌های بعد، انباشت سرمایه فیزیکی و بهبود کارایی اقتصادی طی دوره زمانی ۳ سال آینده است. براین اساس توسعه مالی پیش‌بینی‌کننده رشد بلندمدت است. مطالعه مزبور تنها بر یک بخش سیستم مالی یعنی بانک‌ها متمرکز است.

لوین و زیروس<sup>۳</sup> (۱۹۹۸)، به‌دنبال مطالعه اتجه و جاوانویچ<sup>۴</sup> (۱۹۹۳)، شاخص‌هایی از توسعه بازار سرمایه و بانکداری را به مطالعات مقطعی کشوری رشد وارد کردند. در این راستا، آن‌ها دو مؤلفه سیستم مالی شامل بانک‌ها و بازارهای سهام را به‌طور همزمان بررسی کردند. این مطالعه اطلاعاتی درباره اثر مستقل بازارهای سرمایه و بانک‌ها بر رشد اقتصادی ارائه می‌کند. بنابراین، این تحلیل‌ها به سیاستگذاران برای تنظیم اولویت‌های اصلاح و اهمیت نسبی بخش‌های مختلف بخش مالی کمک می‌کند.<sup>۵</sup>

آن‌ها شاخص‌های مختلفی را برای توسعه بازار سرمایه معرفی کردند. در این راستا چهار شاخص سیالیت برای بازار سرمایه ارائه کرده‌اند. اول، شاخص نسبت حجم مبادلات (نسبت فعالیت) که معادل ارزش کل سهام مبادله شده در بازار سهام کشور تقسیم بر ارزش جاری بازار سهام (ارزش سهام ثبت شده در بازارهای سهام کشور) است. این شاخص، نسبت مبادلات بر اندازه بازار را اندازه

<sup>1</sup> liquid liabilities

<sup>2</sup> La Porta et al., 2001

<sup>3</sup> Levine and zeros, 1998

<sup>4</sup> Atje and Javanoic, 1993

<sup>5</sup> Deniragnc-Kunt and Levine, 2001



می‌گیرد. دوم، نسبت ارزش مبادله شده که معادل ارزش کل سهام داخلی مبادله شده در بازارهای داخلی به صورت نسبتی از GDP است و این شاخص نسبت مبادلات به اندازه اقتصاد را اندازه‌گیری می‌کند. دو شاخص دیگر سیالیت، نسبت مبادلات به تغییرات قیمت سهام را اندازه‌گیری می‌کند: اول - نسبت ارزش مبادله شده به نوسان بازده سهام و دوم - نسبت فعالیت به نوسان بازده سهام.

لوین و زیروس نتیجه گرفتند که سطح اولیه سیالیت بازار سرمایه و سطح اولیه توسعه بانکداری (اعتبار بانکی) رابطه مثبت و معناداری با نرخ‌های آتی رشد اقتصادی و انباشت سرمایه و رشد بهره‌وری طی ۱۸ سال آینده دارد. آن‌ها برای اندازه‌گیری توسعه بخش بانکی از اعتبار بانکی که معادل اعتبار بانکی اعطا شده به بخش خصوصی به عنوان نسبتی از GDP است، استفاده کرده‌اند. این نتایج با مطالعاتی که تأکید دارند سیالیت بازار سهام، موجب تسهیل رشد بلندمدت می‌شود، سازگار می‌باشند<sup>۱</sup> و از مطالعاتی که بر جنبه‌های منفی نقدینگی بازار سهام تأکید دارند<sup>۲</sup> حمایت نمی‌کنند. به علاوه، این نتایج مطالعاتی را که بر تفاوت‌های بین سیستم بانک محور<sup>۳</sup> و بازار محور<sup>۴</sup> تأکید دارند مورد حمایت قرار می‌دهند. نتایج ایشان نشان می‌دهد که بانک‌ها و بازارهای سرمایه کارکردهای مالی متفاوتی دارند. البته، لوین و زیروس نتیجه‌ای مبنی بر اینکه اندازه بازار سهام (نسبت ارزش جاری بازار به GDP) به طور قوی با رشد اقتصادی ارتباط دارد، پیدا نکردند. بک، لوین و لویزا<sup>۵</sup> (۲۰۰۰) یک رابطه بسیار قوی بین اعتبار خصوصی (ارزش اعتبارهای اعطا شده توسط واسطه‌های مالی به بخش خصوصی تقسیم بر GDP) به عنوان شاخصی از توسعه مالی و رشد اقتصادی بلندمدت پیدا کردند. همچنین، آن‌ها نتیجه گرفتند که متغیر مزبور با انباشت سرمایه و رشد بهره‌وری نیز ارتباط دارد. لوین<sup>۶</sup> (۲۰۰۰) نشان داد که شاخص مالکیت خصوصی بانک‌ها<sup>۷</sup> ارتباط مثبتی با رشد اقتصادی دارد.

<sup>1</sup> Bencivenga et al., 1995, Levein, 1991

<sup>2</sup> Bhide, 1993

<sup>3</sup> Bank-based

<sup>4</sup> Market-based

<sup>5</sup> Beck, Levine and Loyza, 2000

<sup>6</sup> Levine, 2000

<sup>7</sup> La Porta et al. , 2001

لوین، لویزا و بک<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) از روش داده‌های تابلویی<sup>۲</sup> برای مطالعه رابطه بین توسعه واسطه‌گری مالی و رشد استفاده کردند. آن‌ها رابطه مثبتی بین مؤلفه برونزای توسعه مالی (اعتبار خصوصی) و رشد اقتصادی، رشد بهره‌وری و انباشت سرمایه پیدا کردند.

راجان و زینگالس<sup>۳</sup> (۱۹۹۸) در مطالعه‌شان با استفاده از آمار سطح صنعت به مطالعه سازوکارهای اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی و مباحث علیت پرداختند. آن‌ها استدلال کردند که سیستم‌های مالی توسعه یافته‌تر، ناکارایی‌های بازار را که موجب مشکل‌شدن دستیابی بنگاه‌ها به منابع مالی می‌شود، مرتفع می‌کنند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که توسعه مالی اثر بزرگی بر رشد صنعتی از طریق تسهیل تأمین مالی خارجی دارد.

تفکیک آثار کوتاه‌مدت و بلندمدت توسعه مالی نیز اهمیت دارد. لویزا و رانسیر<sup>۴</sup> (۲۰۰۵) این آثار را برآورد کردند. درحالی‌که آن‌ها اثر مثبت بلندمدت را تأیید کردند، نشان دادند که یک اثر کوتاه‌مدت منفی وجود دارد، حاکی از این امر که تغییرات کوتاه‌مدت در وام‌دهی بانک می‌تواند نشانه‌ای برای بروز بحران مالی باشد. همچنین، توسعه مالی می‌تواند موجب افزایش درآمد شده و به کشورهای درحال توسعه اجازه رسیدن به سطوح بالا را بدهد؛ لیکن نمی‌تواند به افزایش نرخ رشد بلندمدت اقتصادی منجر شود. اگیون و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۵) مدلی ارائه کرده‌اند که پیش‌بینی می‌کند کشورهای دارای درآمد کم با توسعه مالی پایین، بر روند حرکت خود به دنبال سایر کشورها ادامه خواهند داد؛ درحالی‌که با دستیابی به سطوح بالاتر توسعه مالی همگرا خواهند شد. نتایج تجربی آن‌ها تأیید می‌کند، توسعه مالی به همگرایی سریع‌تر یک اقتصاد کمک می‌کند، ولی اثری بر رشد تعادلی<sup>۶</sup> ندارد.

پس از مرور ادبیات تجربی موجود در سایر کشورها به بررسی نتایج مطالعات انجام شده در کشور می‌پردازیم.

ختایی (۱۳۷۸) نشان می‌دهد که دو شاخص نسبت دارایی‌های داخلی بانک‌ها به کل دارایی سیستم بانکی و شاخص نسبت مطالبات بانک‌ها از بخش خصوصی به کل اعتبارات تخصیصی

<sup>۱</sup> Levine, Loayza and Beck, 2000

<sup>۲</sup> Panel Data

<sup>۳</sup> Rajan and Zingales, 1998

<sup>۴</sup> Loayza and Ranciere, 2005

<sup>۵</sup> Aghion, Howitt and Myer, Foulkes, 2005

<sup>۶</sup> Steady-state growth

بانک‌ها اثر مثبتی بر رشد اقتصادی دارد؛ به طوری که یک درصد افزایش در هر یک از دو شاخص مزبور به ترتیب منجر به افزایش ۰/۳ و ۰/۳۹ درصدی در رشد درآمد سرانه می‌شود.

شیوا (۱۳۸۰) با ارایه شاخص‌هایی از توسعه مالی در کشور، نتیجه می‌گیرد که بازار پول سهم بزرگی در بخش مالی کشور دارد. همچنین، ایشان با استفاده از شاخص درجه منفی بودن نرخ سود حقیقی به عنوان شاخص سرکوب مالی نشان می‌دهد که بخش مالی ایران طی دوره مورد بررسی، به شدت از سوی دولت کنترل شده و درجه این کنترل نیز پس از پیروزی انقلاب اسلامی بیشتر بوده است. شیوا با آزمون علیت گرنجری دریافت که رابطه رشد اقتصادی و توسعه مالی از سمت رشد اقتصادی به سمت بهبود بازارهای مالی است.

نتایج مطالعه حشمتی مولایی (۱۳۸۳) بیانگر ارتباط ضعیف توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران و همچنین متأثر بودن توسعه مالی از سیاست‌های برنامه‌ریزی شده دولت و رشد اقتصادی حاصل از آن است. نظیفی (۱۳۸۳) برای بررسی تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی، از متغیر نسبت اعتبارات اعطا شده به بخش خصوصی توسط شبکه بانکی به GDP استفاده کرده و گفته است که توسعه مالی به دلیل نحوه آزادسازی مالی، ضعف مدیریت نظام مالی و عدم شکل‌گیری بازار مالی منسجم و بهره‌مند از مقررات، اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد. هبیتی و محمدزاده اصل (۱۳۸۳) با بررسی رابطه علی بازار سهام و رشد اقتصادی در ایران دریافتند که در کوتاه‌مدت، رابطه علیت گرنجری یک سویه و از رشد اقتصادی بر ارزش جاری بازار سهام وجود دارد. همچنین رابطه علی یک‌سویه‌ای از نقدینگی بازار سرمایه بر رشد اقتصادی در دوره بسیار کوتاه‌مدت وجود دارد.

کمیجانی و نادعلی (۱۳۸۶) به بررسی رابطه تعمیق مالی و رشد اقتصادی طی دوره ۸۴-۱۳۵۲ پرداخته‌اند. نتایج این مطالعه دلالت بر وجود رابطه مثبت میان تعمیق مالی و رشد اقتصادی در ایران با علیت گرنجری از طرف رشد اقتصادی به توسعه مالی دارد.

تقی‌پور (۱۳۸۷) با انجام تحلیل‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت نشان می‌دهد که محدودیت‌های مالی در بخش بانکی شامل الزامات ذخایر بانکی، اعتبارات مستقیم و سقف‌های نرخ‌های سود تسهیلات، اثر منفی بر عمق مالی در ایران داشته است. این امر نشانگر آن است که سیاست محدودیت‌های مالی به جای کمک به تعمیق مالی، آن را تضعیف می‌کند. بنابراین، از منظر نواقص سیستم مالی (مدل انحصار بانکی) که در ایران حاکم است، نتایج نشان می‌دهد که مراجع با صلاحیت، سیاست سرکوب مالی شدیدی را اعمال کرده‌اند که به جای توسعه واسطه‌گری مالی، اثر منفی بر توسعه مالی داشته است. در مجموع، براساس نتایج این مطالعه توسعه، مالی می‌تواند موجب

رشد اقتصادی در بلندمدت شود. بنابراین، سیاست‌هایی که به‌نحوی بر توسعه مالی تأثیرگذار هستند نیز بر رشد اقتصادی تأثیر دارند. مهم‌ترین پیشنهاد این مطالعه آن است که اگر دولت به تقویت محدودیت‌های مالی در بخش بانکی ادامه دهد، بخش مالی توسعه نخواهد یافت و ممکن است رشد اقتصادی که هدف اصلی اقتصادی کشور است به مخاطره افتد.

در مجموع، به‌رغم نقاط ضعف و قوت موجود، اکثر شواهد نشان می‌دهد که توسعه مالی یک عامل اساسی برای رشد است. در حالی که شواهد موجود ممکن است تمام تردیدها را مرتفع نکند، لیکن به اندازه‌ای هست که سیاست‌گذاران را مجاب کند که به سیاست‌های توسعه بخش مالی اولویت بخشند و توجه خود را معطوف به عوامل تعیین‌کننده سیاستی توسعه مالی به‌عنوان سازوکاری برای تقویت رشد اقتصادی کنند.

### ۳- عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی

درحالی‌که ادبیات تجربی موجود حاکی از نقش مستقل و علی توسعه سیستم مالی بر رشد اقتصادی بلندمدت است، پرسش این است که چرا برخی کشورها، سیستم‌های مالی تقویت‌کننده رشد دارند و برخی دیگر ندارند؟ و اینکه دولت‌ها برای توسعه سیستم مالی چه کارهایی می‌توانند انجام دهند؟

عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی در چند گروه مورد بررسی قرار گرفته‌اند:

#### ۳-۱- عوامل تاریخی

حوزه‌ای از تحقیقات بر روی عوامل تاریخی توسعه مالی متمرکز شده است و تفاوت‌های قانونی، سیاسی، فرهنگی، اخلاقی و جغرافیایی را در میان کشورها که می‌توانند بر توسعه نهادها و بازارهای مالی تأثیرگذار باشند بررسی کرده‌اند.

لاپرتا و همکاران<sup>۱</sup> (۱۹۹۸، ۱۹۹۷) تأکید کرده‌اند که تفاوت‌های رسوم قانونی<sup>۲</sup>، قوانین و سازوکارهای اجرای آن را شکل می‌دهند تا از حقوق سرمایه‌گذاران خارجی محافظت کنند و بر این اساس بر توسعه مالی تأثیرگذار خواهند بود. مطالعاتی دیگر<sup>۳</sup> نیز نشان داده‌اند که انطباق‌پذیری سیستم

<sup>۱</sup> La Porta et.al.(1997,1998)

<sup>۲</sup> legal traditions

<sup>۳</sup> Beck, Demircug-Kunt and Levine(2003 B,2005) , Levin(2005), Beck and Levine(2005)

قانونی بسیار مهم است و سیستم‌های مالی منعطف‌تر، عملکرد بهتری در انطباق با نیازهای مالی متغیر اقتصاد و تقویت توسعه مالی دارند.

هابر<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) و دیگران بررسی کرده‌اند که نیروهای اقتصاد سیاسی چگونه سیاست‌های مالی مربوط به توسعه مالی را شکل می‌بخشند و قدرت سیاسی صاحب منصبان حاکم را متأثر می‌کنند و تغییر می‌دهند. براساس این دیدگاه، احتمال ممانعت سیستم‌های سیاسی بسته‌تر از توسعه سیستم‌های مالی که رقابت را افزایش داده و نیروی‌های حاکم را تهدید می‌کند، نسبت به سیستم‌های باز سیاسی بیشتر است. مطالعات دیگری<sup>۲</sup> بر نقش مواهب جغرافیایی اولیه در تعیین گرایش‌های توسعه نهادهای متفاوت تأکید کرده‌اند. بک و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) اهمیت نسبی این عوامل تعیین‌کننده تاریخی توسعه مالی را بررسی کرده‌اند و نتیجه گرفته‌اند که تفاوت‌های موجود در مواهب اولیه و منشاءهای قانونی، ارتباط قوی با توسعه نهادها و بازارهای مالی دارند.

## ۲-۳- نقش سیاست‌ها

شاید مهم‌ترین عامل از دیدگاه سیاستی، نقش دولت در ایجاد سیستم‌های مالی کارا و فراگیر است. در کنار نیروهای تاریخی، سیاست‌های دولت، ساختار و کارکرد سیستم‌های مالی را شکل می‌دهد. به‌طور مشخص، درجه ثبات سیاسی و ثبات اقتصاد کلان و عملکرد سیستم‌های قانونی، مقرراتی و اطلاعاتی همگی بر محیط قرارداد مالی تأثیرگذار هستند. به‌علاوه، دولت‌ها مالکیت نهادهای مالی را در کنار رقابت منابع داخلی و خارجی، که بر کارکرد سیستم‌های مالی و درجه دسترسی افراد به خدمات مالی تأثیرگذار هستند، تحت تأثیر قرار می‌دهند. زمینه‌های مختلف اثرگذاری دولت به‌شرح زیر است:

### ۱-۲-۳- محیط سیاسی و اقتصاد کلان

نااطمینانی سیاسی ممکن است به بی‌ثباتی اقتصاد کلان و وخامت شرایط کسب و کار منجر شود. آشوب داخلی و جنگ، سرمایه و زیر ساخت‌ها را نابود می‌کنند و افزایش فساد و جنایت در چنین محیط‌هایی هزینه تجارت را افزایش می‌دهد و برای حقوق مالکیت نااطمینانی

<sup>۱</sup> Haber(2004), Pagano and Volpin(2001), Rajan and Zingales(2003)

<sup>۲</sup> Engerman and Sokoloff, 1997; Acemoglu, Johnson and Robinson, 2001

<sup>۳</sup> Beck, Demirgnc, Kunt and Levine (2003 a)

ایجاد می‌کند. دیتراجیاچه، گوپتا و ترسل<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) نشان داده‌اند که بی‌ثباتی سیاسی و فساد در کشورهای کم‌درآمد اثر زیانباری بر توسعه مالی دارد.

با فرض وجود یک سیستم سیاسی پایدار، سیستم‌های مالی همچنین به انضباط مالی و سیاستهای اقتصاد کلان پایدار از سوی دولت نیازمند هستند. سیاست‌های پولی و مالی بر مالیات‌دهی واسطه‌های مالی و تأمین خدمات مالی تأثیرگذارند.<sup>۲</sup> تأمین اغلب نیازهای عمده مالی دولت با افزایش بازده اوراق قرضه دولت و جذب حجم عمده پس‌انداز تجهیز شده توسط سیستم مالی، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را در تنگنا قرار می‌دهد و توانایی سیستم مالی برای تخصیص کارای منابع به شدت کاهش می‌یابد. همچنین مطالعات تجربی نشان داده‌اند که کشورهای با نرخ‌های تورم کمتر و پایدارتر، سطوح بالاتری از توسعه بانکداری و بازار سرمایه را تجربه کرده‌اند<sup>۳</sup> و نرخ‌های تورم بالا با احتمال بیشتری با بروز بحران‌های نظام یافته بانکداری همراه هستند.<sup>۴</sup>

#### ۲-۲-۳- زیرساخت‌های قانونی و اطلاعاتی

سیستم‌های مالی برای برخورداری از کارکرد مناسب، نیازمند زیرساخت‌های قانونی و اطلاعاتی توسعه یافته هستند. از طرفی چنانچه از حقوق سرمایه‌گذاران خارجی محافظت نشود، توانایی بنگاه برای تأمین مالی خارجی در سیستم مالی کاملاً محدود می‌شود. همین‌طور اگر شرکت‌ها قادر به اجرای حاکمیت شرکتی و حفظ سرمایه‌گذاری آن‌ها نباشند، سرمایه‌گذاران خارجی نسبت به سرمایه‌گذاری در آن شرکت‌ها رغبتی نشان نخواهند داد. بنابراین، حمایت از حقوق مالکیت و اجرای مؤثر قراردادهای، از مؤلفه‌های اساسی توسعه سیستم مالی هستند.

نتایج تجربی نشان می‌دهد که بنگاه‌ها در کشورهایی که زیرساخت‌های قانونی قوی‌تری دارند، دسترسی بهتری به منابع مالی خارجی دارند<sup>۵</sup> و حمایت بهتر از اعتباردهنده موجب افزایش

<sup>1</sup> Detragiache, Gupta and Tressel (2005)

<sup>2</sup> Dencivenga and Smith, 1992, Huybens and Smith, 1999, Robini and Salai-Martin 1992 and Robini and Salai-Martin 1995

<sup>3</sup> Boyd, Levine and Smith, 2001

<sup>4</sup> Demirgnc-Kunt and dertragiache. 1998, 2005

<sup>5</sup> La Porto et.al, 1997, Demirgnc-Kunt and Maksimoric 1998, Beck, Demirgnc-Kunt and Maksimovic, 2005.

اعتبار به بخش خصوصی می‌شود.<sup>۱</sup> در کشورهایی که سیستم قانونی کارآمدتری دارند سیستم‌های مالی حاشیه نرخ سود کمتری دارند و کارا تر هستند.<sup>۲</sup>

دسترسی به موقع به اطلاعات مطلوب نیز اهمیت بالایی دارد؛ زیرا به کاهش عدم تقارن اطلاعات بین وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان کمک می‌کند. نتایج تجربی نشان می‌دهد که مقدار اعتبار بانکی به‌طور معناداری در کشورهای با تسهیم اطلاعات بیشتر، بالاتر است. همچنین، با وجود اطلاعات اعتباری بهتر، بنگاه‌ها با موانع تأمین مالی کمتری روبه‌رو می‌شوند.

### ۳-۲-۳- مقررات و نظارت

درحالی‌که اکثر اقتصاددانان، موافق نقشی برای دولت در تنظیم و نظارت سیستم‌های مالی هستند، گستره حضور دولت مورد بحث جدی قرار دارد. یک دیدگاه موافق دخالت نکردن یا مخالف دست‌نمیری دولت در سیستم مالی است و بر این باور است که بازارها کنترل و تنظیم نهادهای مالی را انجام دهند. از سوی دیگر، عده‌ای از روش دخالت‌های شدید حمایت می‌کنند و بر این باورند که تنظیم دولت به‌عنوان راه حلی برای شکست‌های بازار تلقی می‌شود. از آنجا که دولتمردان عموماً دانش و تجربه محدودی در اتخاذ تصمیمات تجاری دارند و ممکن است لزوماً در پی بیشینه کردن منافع اجتماعی نباشند، این فروض صادق نخواهد بود.<sup>۳</sup>

بین این دو دیدگاه حدی، دیدگاه سومی وجود دارد. تمرکز این دیدگاه بر توانمندسازی بازار است که در آن نقش مهمی برای دولت در تعیین توانایی و انگیزه‌های عاملان خصوصی برای غلبه بر هزینه اطلاعات و مبادلات وجود دارد تا سرمایه‌گذاران خصوصی بتوانند حاکمیت مؤثری بر بانک‌ها اعمال کنند. شواهد تجربی به‌شدت از این دیدگاه حمایت می‌کند. درحالی‌که شواهد کمی وجود دارد که قدرت بخشی به ناظران، ثبات بانکی را افزایش می‌دهد. شواهدی وجود دارد که تنظیم و نظارت که به‌افشای اطلاعات درست و تقویت کنترل بخش خصوصی منجر می‌شود، سطح کلی توسعه در بخش بانکداری و بازار سرمایه را افزایش می‌دهد. (براث، کاپری و لوین<sup>۴</sup> - ۲۰۰۶).

<sup>۱</sup> Djankov, McLiesh, and Shleifer, 2005

<sup>۲</sup> Demirgnc- Kunt, Laeven and Levine, 2004, Levine and Majnoni, 2005

<sup>۳</sup> Becker and Stigler, 1971, Haber et al. 2003

<sup>۴</sup> Brath, Caprie and Levine (2006)

#### ۴-۲-۳- رقابت و کارایی

سیاستگذاران سراسر جهان همواره نگران این موضوع هستند که آیا سیاست‌های رقابت بانکی کشورشان به شکل مطلوبی در جهت ایجاد بانک‌های کارآمد و پایدار تدوین شده است یا خیر. جهانی‌سازی و ادغام بانکی ناشی از آن، موجب توجه بیشتر به این موضوع شده و این امر منجر به شکل‌گیری یک گفتمان فعال سیاست عمومی تبدیل شده است.

مطالعات اخیر نشان داده‌اند که رقابت بیشتر - به شکل موانع ورود کمتر، محدودیت‌های کنترلی کمتر بر فعالیت‌های بانک، آزادی بانکداری بیشتر و توسعه نهادی بهتر- برای کارایی، ثبات و دسترسی بنگاه‌ها به منابع مالی سودمند است.<sup>۱</sup> در حقیقت، مقرراتی که اختلال در رقابت ایجاد می‌کنند، موجب کاهش کارایی و افزایش شکنندگی بانک‌ها و کاهش دسترسی بنگاه‌ها به منابع مالی می‌شوند. بنابراین، به نظر می‌رسد این ایده خوبی برای دولت‌ها باشد که رقابت در بخش بانکی را با کاهش موانع ورودی غیرلازم و محدودیت‌های فعالیت، تقویت کنند. همچنین، بهبود محیط نهادی و آزادی‌های بیشتر در بخش بانکی و در کل اقتصاد منجر به نتایج مطلوبی خواهد شد.

مالکیت<sup>۲</sup> (تصدی) بعد مهم دیگری از رقابت در بخش بانکی است. مطالعات نشان می‌دهد: درحالی‌که بانکداری خارجی در مجموع نتایج مثبتی دارد، مالکیت دولتی با حاشیه‌های (سود) بالاتر، شکنندگی بیشتر و دسترسی کمتر و نامطلوب‌تر به منابع همراه است. این نتایج، بر اهمیت رفع موانع ورود خارجی تأکید می‌کنند و سیاست خصوصی‌سازی بانک‌ها را مورد حمایت قرار می‌دهند.

#### ۵-۲-۳- مالکیت دولتی نهادهای مالی

شواهد زیادی نشان می‌دهند که مالکیت دولتی بانک‌ها در هر جایی، به‌ویژه در کشورهای درحال توسعه، به سطوح پایین‌تری از توسعه مالی، وام دهی متمرکزتر، رشد اقتصادی کمتر و شکنندگی سیستمی بیشتر منجر خواهد شد.<sup>۳</sup>

به‌علاوه شواهدی به چشم نمی‌خورد که بانکداری دولتی کمکی به کاهش فقر کرده باشد. بانک‌های دولتی عمدتاً منابع اعتباری را به سمت پروژه‌های مورد حمایت از نظر سیاسی و

<sup>۱</sup> Berger et al, 2004, Demirguc – Kunt, Laeven and Levine (2008)

<sup>۲</sup> Ownership

<sup>۳</sup> La Porta et al, (2002), Barth, Caprio and Levine (2004)



ورشکسته از نظر تجاری هدایت می‌کنند.<sup>۱</sup> حتی در زمینه دستیابی به خدمات مالی، شواهد اخیر نشان می‌دهند که مشتریان بانک در سیستم‌های بانکداری که عمدتاً مالکیت دولتی دارد، با موانع بیشتری برای دریافت خدمات اعتباری مواجه می‌شوند.<sup>۲</sup> در مجموع، بسیاری از شواهد تجربی نشان می‌دهند که دولت‌ها مزیت نسبی در مالکیت نهادهای مالی ندارند. با وجود این، خصوصی‌سازی نیز مستلزم ریسک‌هایی است و باید با دقت طراحی شود.<sup>۳</sup> مطالعات خصوصی‌سازی نشان می‌دهد که راهبرد برتر، حرکت آرام و با تأمل به سمت خصوصی‌سازی بانک‌ها است، تا زمانی که بانک‌های دولتی برای فروش آماده شوند و نواقص موجود در محیط انگیزشی کل مرتفع شوند. بی‌گمان باید توجه داشت که خصوصی‌سازی یک داروی کامل نیست و خصوصی‌سازی بانک‌ها بدون رفع نواقص موجود در محیط انگیزشی و ساختار بازار به ایجاد یک سیستم مالی عمیق‌تر و کارا منجر نخواهد شد.

#### ۶-۲-۳- سرکوب و آزادسازی مالی

سرکوب مالی به معنای دخالت دولت در بازارهای مالی از طریق تعیین سقف‌های نرخ بهره، اعمال نرخ‌های ذخایر قانونی بالا، و اجرای برنامه‌های اعتباری هدایت شده است.<sup>۴</sup> اما در عمل زمانی که سیستم‌های مالی با نرخ‌های بهره حقیقی منفی، نرخ‌های ذخایر قانونی بالا و شرایط تورمی در اقتصاد مواجه باشند، تحت سرکوب مالی هستند.

مک کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) استدلال می‌کنند که سرکوب مالی، یعنی دخالت دولت در قیمت‌گذاری و تخصیص اعتبارات، عمدتاً از طریق کاهش نرخ‌های سود (بهره) حقیقی، تعمیق مالی را تضعیف می‌کند. از این دیدگاه، آن‌ها پیشنهاد آزادسازی سیستم مالی را مطرح کردند. فرای (۱۹۹۷) نیز آزادسازی سیستم مالی را برای افزایش مقدار و بهره‌وری سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌کند. روبینی و ساللا-یی-مارتین (۱۹۹۲) با استفاده از مدل رشد درونزا رابطه میان سرکوب مالی و رشد اقتصادی را بررسی کرده‌اند. آن‌ها هدف سرکوب مالی نظام یافته توسط دولت‌ها را کسب درآمد از خلق پول دانسته و نشان داده‌اند که این امر موجب کاهش رشد اقتصادی و کاهش میزان خدمات دهی بخش مالی برای کل اقتصاد خواهد شد.

<sup>1</sup> Sapienza 2004, Cole, 2005, Dine, 2005, Khwaja and Main, 2005, Demirguc, Kunt, and Levine (2006a)

<sup>2</sup> Beck, Demirguc- Kunt, Martinez Peria, (2007b)

<sup>3</sup> Megginson and Netter, (2008)

<sup>4</sup> Demetrides, P. and Andrianova, S. (2004).

بسیاری از کشورها در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ اقدام به آزادسازی سیستم‌های مالی خود کرده‌اند که به نتایج مختلفی رسیده‌اند. آزادسازی، شامل حذف کنترل‌های نرخ‌های بهره و تسهیل سیاست‌های ورود به بازار (به‌ویژه در کشورهایی که سرکوب مالی بیشتر بوده است) اغلب به توسعه مالی چشمگیری منجر شده است؛ لیکن اشتیاق به آزادسازی مالی در برخی کشورها که در غیاب توسعه نهادی یا اجرای آرام آن صورت گرفته، بسیاری از سیستم‌های مالی را نسبت به بحران‌های نظام یافته آسیب‌پذیر کرده است.<sup>۱</sup>

توالی<sup>۲</sup> نامناسب آزادسازی مالی در یک محیط نظارتی و قراردادی ضعیف موجب ورشکستگی بانک‌ها می‌شود، به طوری که بانک‌هایی که به شدت به وسیله ضمانت‌های ضمنی یا آشکار دولت حمایت می‌شوند، بدون داشتن توانایی‌های لازم برای وام‌دهی، مزیت برخورداری از فرصت‌های جدیدی برای ریسک به‌دست می‌آورند. بحران‌های بانکی در آرژانتین، شیلی، مکزیک و ترکیه در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ معطوف به این عوامل بوده است.<sup>۳</sup> نتایج مطالعات انجام شده حاکی از اهمیت توالی آزادسازی براساس بهبودهای سیاستی، کنترلی و نهادی است.

درحالی‌که حمایت زیادی از آزادسازی مالی می‌شود، نگرانی‌هایی نیز وجود دارد که احتمال بروز نوسان و بحران را افزایش دهد. یک روش برای جلوگیری از بی‌ثباتی، ایجاد بنیادهای قوی و بنابراین رعایت توالی درست اصلاحات است. تدوین درست کنترل‌های سرمایه نیز از مباحث سیاستی مورد توجه است که می‌تواند از آثار منفی تغییرات ناگهانی در سرمایه خارجی جلوگیری کند یا آن‌ها را کاهش دهد.

### ۷-۲-۳- تسهیل دسترسی به خدمات مالی

دسترسی به خدمات مالی در سال‌های اخیر با شدت بیشتری مورد توجه قرار گرفته است.<sup>۴</sup> یک دلیل آن است که نظریات توسعه جدید، نبود دسترسی به تأمین مالی را به‌عنوان عامل و سازوکاری مهم برای ایجاد نابرابری درآمدی پایدار و رشد اقتصادی کمتر می‌بیند. دلیل دیگر آن است که بنگاه‌های کوچک و خانوارهای فقیر با موانع بیشتری برای دستیابی به منابع مالی در همه جهان، به‌ویژه در کشورهای در حال توسعه روبه‌رو هستند.

<sup>۱</sup> Demirgüç – Kunt and Detragiache (1999)

<sup>۲</sup> Sequencing

<sup>۳</sup> Demirgüç – Kunt and Detragiache, 2005

<sup>۴</sup> World Bank, 2007

تأمین مالی خرد<sup>۱</sup> - نهادهای تخصصی برای خدمت به فقرا - می‌کوشد تا مشکلات دسترسی را با روش‌هایی مبتکرانه حل کند. تأمین مالی خرد امکان دسترسی آسان‌تر افراد فقیر به منابع مالی را فراهم می‌کند، لیکن توسعه آن در اطراف جهان شکل بسیار غیریکنواختی دارد به طوری که ضریب نفوذ آن تنها در چند کشور معهود، مانند بنگلادش، اندونزی و تایلند بالا است.<sup>۲</sup>

پرسش این است که دولت برای تقویت دسترسی به منابع مالی چه کارهایی می‌تواند انجام دهد؟ بسیاری از سیاست‌هایی که برای تقویت توسعه کلی بخش مالی پیشنهاد شده است به افزایش دسترسی نیز کمک می‌کند. هرچند، همپوشانی آن‌ها کامل نیست و اولویت‌بندی روشن دسترسی اهمیت دارد.

دولت‌ها می‌توانند با ایجاد و تقویت بهبود زیرساخت‌ها به دسترسی بیشتر کمک کنند. هرچند، اولویت‌بندی اصلاحات مختلف، مهم است و تحقیقات اخیر نیز نشان می‌دهد که در کشورهای کم درآمد، بهبود زیرساخت‌های اطلاعاتی، بیشتر از اصلاحات قانونی به دسترسی سریع‌تر به منابع مالی کمک می‌کند.<sup>۳</sup> ولی اصلاح قانونی نیز مهم است و با اینکه شواهدی وجود دارد که حمایت از حقوق مالکیت در مقابل دولت برای توسعه مالی کلی مهم‌تر است، جنبه‌های دیگر اجرای قرارداد (مانند وثیقه‌سپاری موسسات) ممکن است برای دستیابی، مهم‌تر باشد.<sup>۴</sup>

اصلاح نهادی یک فرآیند بلندمدت است و اقدامات سیاستی خاص می‌تواند به افزایش سریع‌تر دسترسی کمک کند. همچنین تنظیم دولت نیز می‌تواند به تحقق این امر کمک کند. مهم‌ترین کار این است که دولت می‌تواند با افزایش رقابت در بخش مالی، دسترسی را بهبود بخشد.<sup>۵</sup>

دولت‌ها می‌توانند به شکل سراسرتری نیز به دنبال تقویت دسترسی افراد به منابع مالی باشند. تجربه‌های بسیاری درباره گسترش اعتبار به‌ویژه برای بهبود ساختار سررسید بدهی و دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط (SMES) هم در کشورهای توسعه یافته و هم در حال توسعه وجود دارد. هر چند، هم منطق و هم کارآمدی این دخالت‌ها بسیار چالش‌برانگیز است.<sup>۶</sup>

<sup>1</sup> Microfinancing

<sup>2</sup> Honohan, 2004

<sup>3</sup> Djankov et al. , 2007

<sup>4</sup> Haselmann, Pistor and Vig, 2006

<sup>5</sup> Beck, Levine, and Levkov, 2008

<sup>6</sup> Caprio and Demirguc-Kunt, 1998; Beck and Demirguc-Kunt, 2006

همچنین، دخالت‌هایی که از طریق مالکیت نهادهای دولتی انجام می‌شود نیز به طور کلی موفق نبوده‌اند.

شاید مهم‌ترین روشی که دولت می‌تواند دسترسی را افزایش دهد، افزایش رقابت در بخش بانکی است. بک، لوین و لوکف<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) دریافته‌اند که سیاست‌هایی که در ایالات متحده موجب افزایش رقابت و کارایی در بخش بانکی می‌شود، بیشتر به فقرا و کاهش نابرابری درآمد کمک می‌کند. بک، دیمرگوک-کانت و لوین (۲۰۰۷) نیز به طور مشابه نتیجه گرفتند که سیستم‌های مالی توسعه یافته‌تر در میان کشورها از طریق کمک به فقرا، نابرابری درآمد را کاهش می‌دهند. رقابت در بخش مالی از طریق سازوکارهای زیادی می‌تواند به بهبود تخصیص منابع منجر شود. سرانجام، آیا تمام کشورها می‌بایست از این پیشنهادها پیروی کنند؟ با اینکه پیام‌های کلی بی‌شبهت نیستند، قسمت‌هایی از بخش مالی که در کشورهای مختلف نیاز به بهبود دارند به شرایط اولیه آن‌ها بستگی دارد (بانک جهانی ۲۰۰۱ و ۲۰۰۷). به‌علاوه، مطالعه و تحقیق تنها یکی از موارد لازم برای اتخاذ یک سیاست مناسب است. اجرای سیاست نیز مستلزم تلفیق نتایج تحقیق و تجربه مقام‌های اجرایی و سپس، تجویز و تطبیق این توصیه با شرایط منحصر به فرد کشور مورد بررسی است. در مجموع، احتمال اینکه این اصلاحات در کشورهای کم درآمد با چالش روبه‌رو شوند وجود دارد. در این کشورها میراث سرکوب مالی و مالکیت دولتی به شکل کلی مانع توسعه یک سیستم مالی خصوصی قوی شده و ساختار قانونی و اطلاعاتی زیربنایی ضعیف است و دستیابی به سیستم برخوردار از سطح قابل قبولی از کارایی مشکل خواهد بود.

#### ۴- اندازه‌گیری توسعه مالی

توسعه مالی یک مفهوم چند وجهی است که نه تنها کل‌های پولی و نرخ‌های سود (بهره) را در بر دارد، بلکه همچنین شامل تنظیم و نظارت، درجه رقابت، درجه بازبودن مالی، ظرفیت نهادی مانند: استحکام حقوق مالکیت و تنوع بازارها و محصولات مالی که ساختار مالی یک کشور را شکل می‌دهند، می‌شود.

در بسیاری از مطالعات، نسبت‌های نقدینگی به GDP و اعتبار تخصیص یافته به بخش خصوصی به GDP به‌عنوان شاخص‌های آماری توسعه مالی استفاده شده است. در موارد زیر پژوهش‌های کمتری صورت گرفته است: الف) چگونه ویژگی‌های توسعه بخش مالی اندازه‌گیری

<sup>1</sup> Beck, Levine and Levkov, 2008

شود تا تنوع بازارها و نهادهایی که در این بخش هستند در نظر گرفته شود. (ب) ایجاد شاخص‌هایی از توسعه مالی که فراتر از شاخص‌های کلی ساده باشند.

معیارهای رایج توسعه مالی شامل عمق مالی<sup>۱</sup> و سهم اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی، مفهوم و مقصود توسعه مالی و کارکردهای آن را به خوبی نشان نمی‌دهند. مطالعات مختلف انجام شده نشان می‌دهد که توسعه مالی مفهومی چند وجهی بوده که افزون بر بعد پولی و بانکی، ابعاد و مؤلفه‌های دیگری چون آزادی بخش مالی، کیفیت مقررات و نظارت حاکم بر این بخش، پیشرفت‌های فن‌آوری، میزان رقابت و ظرفیت‌های نهادی موجود را نیز شامل می‌شود. ساختار مالی یک کشور از بازارها و محصولات مالی مختلف تشکیل شده است. از این رو چند معیار محدود نمی‌تواند تمام جنبه‌های لازم توسعه مالی را در برگیرد.

کرین و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۴ و ۲۰۰۷) اقدام به اندازه‌گیری توسعه مالی در کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا (منا)<sup>۳</sup> کرده‌اند. در این مطالعات آمار و اطلاعات در شش بخش طبقه‌بندی شده‌اند که هر کدام از آن‌ها یک بُعد مشخص از توسعه مالی را در برمی‌گیرد: توسعه بخش پولی و سیاست پولی، توسعه بخش بانکی، توسعه بخش مالی غیربانکی، تنظیم و نظارت، باز بودن بخش مالی و محیط نهادی. در ادامه توضیح مختصری درباره هر یک از ابعاد بیان شده ارائه می‌شود:

**توسعه بخش بانکی:** در اکثر اقتصادها، بانک‌ها مرکز سیستم مالی و پرداخت‌ها هستند و نقش مهمی در فرآیند تجهیز پس‌اندازها، شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و متنوع‌سازی ریسک ایفا می‌کنند. از این رو اندازه، ساختار و کارایی بخش بانکی به عنوان یک بعد مستقل توسعه مالی مورد توجه است. سوددهی بانک‌ها، اعتبارات پرداختی و دسترسی آسان بخش خصوصی به اعتبارات بانکی در این بعد مورد بررسی قرار می‌گیرد. بر پایه مطالعات انجام شده، فعالیت بانک‌ها در فضای رقابتی، شامل دخالت کمتر دولت، تمرکز کمتر بازار و امکان بیشتر ورود بانک‌های خارجی کارایی و رشد بیشتری خواهد داشت.

**توسعه بخش پولی و سیاست‌گذاری پولی:** در این بعد علاوه بر شاخص عمق مالی، حدود استفاده دولت‌ها از ابزارهای سیاست پولی غیر مستقیم، نرخ بهره، کارایی نهاد سیاستگذار پولی و همچنین سهمیه‌بندی اعتبار مورد بررسی قرار می‌گیرد.

<sup>۱</sup> عمق مالی (Financial Depth) برحسب نسبت بدهی‌های نقد سیستم مالی به تولید ناخالص داخلی تعریف می‌شود و مبین اندازه واسطه‌های مالی در اقتصاد است.

<sup>۲</sup> Creane, Goyal, Mobarak, and Sab, 2004, 2007

<sup>۳</sup> Mena

**مقررات و نظارت بانکی:** به دلیل وجود اطلاعات نامتقارن و همچنین شکست بازار در مبادلات مالی، کنترل و نظارت مناسب از جنبه‌های مهم توسعه مالی به شمار می‌آیند. مقامات مالی برای اطمینان از منافع سپرده‌گذاران در نظام بانکی از فساد جلوگیری می‌کنند. نظارت دقیق بانکها، میزان استقلال بانک مرکزی و شفافیت اطلاعات مالی و پولی در این بعد از توسعه مالی اندازه‌گیری می‌شود.

**توسعه بخش مالی غیر بانکی:** تحولات بخش مالی غیربانکی، توسعه منابع سرمایه‌ای و خدمات مالی جایگزین را مورد بررسی قرار می‌دهد. این بخش بازارهای سهام، مؤسسه‌های مالی رهنی و اجاره‌ای، بازارهای اوراق بهادار، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی را در بر می‌گیرد. تنوع محصولات و بازارهای متنوع در این بخش، ضمن ایجاد زمینه تحول در وظایف سیستم، بنگاه‌ها و خانوارها را قادر می‌سازد تا تأمین مالی خود را از نظر هزینه به‌گونه‌ای کارا بهبود بخشند؛ منابع مالی را تجهیز کنند؛ بر مدیریت بخش مالی نظارت داشته باشند و ریسک‌ها را توزیع کنند.

**باز بودن بخش مالی:** جنبه دیگر توسعه مالی، رتبه و جایگاه نظام مالی داخلی در جابه‌جایی فرامرزی منابع مالی است. باز بودن بازارهای مالی بر روی ورود و خروج سرمایه، رژیم‌های ارزی مناسب و محدودیت‌های مبادلات دارایی‌های مالی یا ابزارهای ارزی خارجی و افراد مقیم، در این بعد مورد بررسی قرار می‌گیرد.

**محیط نهادی:** فضای قانونی و سیاسی نقش تعیین کننده‌ای در کیفیت خدماتی که مؤسسات مالی ارائه می‌دهند دارد. برای نمونه در برخی از کشورهای در حال توسعه، بانک‌ها تمایل چندانی به افزایش وام‌ها ندارند، زیرا سیستم قضایی ناکارا یا نهادهای سیاسی و اداری فاسد مانع بازپرداخت وام‌ها می‌شوند. کیفیت نهادهای قانونی، حقوق مالکیت، کیفیت دیوان‌سالاری و مسئولیت‌پذیری دولت بر عملکرد سیستم مالی تأثیر می‌گذارند. بدین منظور محیط نهادی به‌عنوان یکی از ابعاد توسعه مالی مدنظر قرار می‌گیرد.

#### ۱-۴- شاخص توسعه مالی

براساس نتایج مطالعه کرین و همکاران، در کشورهای منطقه منا از نظر درجه توسعه مالی تفاوت‌های چشمگیری وجود دارد. برخی کشورها مانند بحرین و لبنان نسبتاً توسعه یافته هستند، درحالی‌که کشورهایی مانند لیبی، سوریه و ایران راه درازی برای پیشرفت دارند. کشورهای

منطقه منا به‌عنوان یک گروه، عملکرد نسبتاً خوبی در زمینه تنظیم و نظارت و همچنین باز بودن بخش مالی دارند. هرچند، آن‌ها نیازمند تلاش بسیاری برای تقویت محیط نهادی و توسعه بخش مالی غیربانکی هستند. منطقه منا در مقایسه با بسیاری از مناطق در حال توسعه براساس شاخص جایگزین توسعه مالی<sup>۱</sup> عملکرد خوبی دارد، لیکن بعد از کشورهای صنعتی و آسیای شرقی قرار دارد.

گلبارد و لایت<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) شاخص‌های ساختار بازار، محصولات مالی، آزادسازی مالی، محیط نهادی، بازبودن بخش مالی و ابزارهای سیاست پولی را برای معرفی یک شاخص جامع<sup>۳</sup> برای ۳۸ کشور منطقه جنوب صحرای آفریقا<sup>۴</sup> برای سال‌های ۱۹۸۷ و ۱۹۹۷ به‌کار برده‌اند. کرین و همکاران نیز با پیروی از روش مشابه، یک شاخص جامع برای ۲۰ کشور منطقه منا برای سال‌های ۲۰۰۱-۲۰۰۲ و ۲۰۰۳-۲۰۰۲ با استفاده از شش مؤلفه زیر ایجاد کرده‌اند: توسعه بخش پولی و سیاست پولی، توسعه بخش بانکداری، توسعه بخش مالی غیربانکی، تنظیم و نظارت، بازبودن بخش مالی و محیط نهادی.

شاخص جامع "توسعه مالی" در این مطالعه ترکیبی از ۳۵ شاخص متفاوت است که در قالب شش مؤلفه کلی مورد بررسی قرار گرفته است. به‌عنوان مثال، در زمینه توسعه بخش بانکی، این زیرشاخص به ایجاد شاخص‌هایی مرتبط با اندازه، ساختار و کارایی بخش بانکی کمک می‌کند. براین اساس، در شاخص توسعه بخش بانکی، شاخص‌های خاص زیر مورد استفاده قرار گرفته‌اند: توسعه و سودآوری بخش بانکداری، خصوصی سازی بانک‌های تجاری، اعتبار تخصیص یافته به بخش خصوصی توسط بانک‌های سپرده‌پذیر نسبت به GDP، دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به شکل نسبی از مجموع دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر و دارایی‌های بانک مرکزی، نسبت ذخایر، رقابت در بخش بانکی (حاشیه نرخ سود، سهولت ورود بانک جدید به این بخش)، تمرکز جغرافیایی و بازار در بخش بانکی و حضور بانک‌های خارجی.

مؤلفه توسعه بخش پولی، و سیاست پولی شامل گستره‌ای است که دولت ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی را، در مقابل کنترل‌های مستقیم، روی نرخ‌های بهره (یا نرخ‌های سود) و تخصیص اعتبار ارزیابی می‌کند. همچنین کارایی بازارها برای اوراق بهادار دولتی و تأمین نقدینگی به‌وسیله سیستم مالی در این بخش در نظر گرفته شود.

<sup>۱</sup> Alternative financial development index

<sup>۲</sup> Gelbard and Leite (1999)

<sup>۳</sup> Comprehensive index

<sup>۴</sup> Sub-Saharan

در شاخص جامع توسعه مالی که میانگین موزونی از ۳۵ شاخص مختلف است، به هر شاخص وزن مشخصی داده شده است. این شاخص مبتنی بر قضاوت کیفی برای تشخیص و اعمال وزن‌های نسبی به مؤلفه‌های مختلف توسعه مالی است. امتیاز کلی هر کشور در دامنه صفر تا ده محاسبه شده است که صفر کمترین و ۱۰ بیشترین سطح توسعه مالی را نشان می‌دهد. کشورها براساس امتیاز شاخص کلی به پنج گروه دسته‌بندی می‌شوند: خیلی بالا (۷/۵ - ۱۰)، بالا (۶ - ۷/۵)، متوسط (۵/۹ - ۵)، پایین (۲/۶ - ۴/۹) و خیلی پایین (۲/۵ و پایین‌تر).

کرین و همکاران همچنین از روش آماری آنالیز مؤلفه‌های اصلی<sup>۱</sup> (PCA) برای ایجاد مجموعه‌ای دیگر از وزن‌ها و سرانجام، شاخص دیگری از توسعه مالی استفاده کرده‌اند. به منظور ایجاد این شاخص و فراهم شدن امکان مقایسه سطح توسعه مالی در کشورهای منطقه منا با سایر مناطق جهان، چهار متغیری که به شکل رایج در ادبیات توسعه مالی استفاده شده است، به روش PCA ترکیب شده و شاخص توسعه مالی به‌دست آمده است. این چهار متغیر عبارتند از: نسبت نقدینگی به GDP، نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به مجموع دارایی‌های بانک مرکزی و بانک‌های سپرده‌پذیر، نسبت ذخایر و نسبت اعتبارات اعطا شده به بخش خصوصی توسط بانک‌های سپرده‌پذیر به GDP. این متغیرها اندازه بخش مالی، اهمیت و سهولت نسبی ارائه وجوه توسط بانک‌ها و گستره‌ای که منابع مالی برای بخش خصوصی (در مقابل بخش عمومی) ارائه می‌شود را اندازه‌گیری می‌کنند. کرین و همکاران به‌منظور هموارسازی نوسان‌های سیکل تجاری و تمرکز بر روندها، داده‌ها را برای دوره‌های ۱۰ ساله میانگین‌گیری کرده‌اند تا مشاهداتی برای دهه‌های ۱۹۶۰ تا ۱۹۹۰ به‌دست آورند. همه امتیازها در مقیاس صفر تا ده تنظیم شده است. امتیازهای بالاتر به‌معنای سطوح بالاتری از توسعه مالی است. بررسی آمار شاخص جامع توسعه مالی در سال ۲۰۰۱ و شاخص جایگزین در دهه ۱۹۹۰ نشان‌دهنده همبستگی مثبت در مقادیر این دو شاخص در میان کشورهای منطقه منا است.

#### ۱-۱-۴- بررسی جایگاه ایران در میان سایر کشورها

براساس آمار شاخص جامع توسعه مالی که توسط کرین و همکاران ارائه شده است، ایران در میان ۲۰ کشور منطقه منا با کسب امتیازهای ۱/۶ و ۲/۵ به ترتیب برای دوره‌های ۲۰۰۱-

<sup>۱</sup> PCA: Principal components Analysis



۲۰۰۰ و ۲۰۰۳-۲۰۰۲ به همراه کشورهای سوریه و لیبی در ردیف کشورهای برخوردار از سطح توسعه مالی بسیار پایین قرار گرفته است (جدول شماره ۱).

براساس آمار مزبور، کشورهای بحرین، لبنان، اردن، کویت، امارات و عربستان سعودی با کسب امتیازهای بالای ۶ در هر دو دوره در سطح بالای توسعه مالی قرار دارند. سطح توسعه مالی در کشور پاکستان نیز طی این دو دوره بهبود یافته و با کسب امتیاز ۶ در دوره ۲۰۰۳-۲۰۰۲ در ردیف کشورهای برخوردار از سطح بالای توسعه مالی قرار گرفته است.

جدول شماره ۱، سطح امتیازهای اختصاص یافته به هر کدام از شش مؤلفه اصلی توسعه مالی برای ایجاد شاخص جامع توسعه مالی ارائه شده توسط کرین و همکاران برای سال ۲۰۰۳-۲۰۰۲ نشان داده شده است. همان‌گونه که مشخص است، توسعه بخش پولی و سیاست پولی در ایران در سطح بسیار پایینی قرار دارد که به همراه کشور لیبی، کمترین امتیاز (۰/۵) را در میان کشورهای منطقه منا کسب کرده‌اند.

نسبت نقدینگی به GDP، استفاده از ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی، درجه کنترل‌های اعتباری و تخصیص اعتبارهای مستقیم، آزادی نرخ بهره و دسترسی به اوراق بهادار دولتی، مؤلفه‌های اصلی توسعه بخش پولی و سیاست پولی هستند که برطبق وزن‌های اختصاص داده شده به آن‌ها، شاخص توسعه این بخش ساخته شده است. پس از بخش مزبور، بخش بانکی امتیاز کمتری کسب کرده است. با توجه به امتیاز پایین مؤلفه‌های اصلی شاخص توسعه بخش بانکی در ایران از جمله خصوصی‌سازی بانک‌ها، تمرکز در بخش بانکی و حضور بانک‌های خارجی و وزن‌های اختصاص یافته به هر یک از این مؤلفه‌ها، شاخص توسعه بخش بانکی در ایران در سطح پایینی قرار دارد.

محیط نهادی بخش مالی در ایران نیز با توجه به مؤلفه‌های گستره اعمال حقوق مالکیت، قانون و نظم قانونی، کیفیت بوروکراسی، دخالت دولت در بخش بانکی و مالی، درجه پاسخگویی دولت به شهروندان و تسهیل بازپس‌گیری تسهیلات از طریق سیستم قضایی، در سطح مطلوبی قرار ندارد.

مقررات و نظارت در میان مؤلفه‌های اصلی توسعه مالی در کنار مؤلفه بازبودن مالی، بالاترین میانگین امتیازها را در کشورهای منطقه منا دارد. بر این اساس، مقررات و نظارت در ایران نیز نسبت به سایر مؤلفه‌های توسعه مالی در ایران بالاترین امتیاز را کسب کرده است. گستره

رعایت الزامات نسبت کفایت سرمایه تعیین شده توسط کمیته بال<sup>۱</sup>، کنترل سنجیده بانکها، نسبت مطالبات سررسید گذشته و معوق (NPLs)، استقلال بانک مرکزی و شفافیت و دسترسی آمارهای پولی، زمینه ها و مؤلفه‌های بخش نظارت و مقررات هستند.

شاخص جایگزین توسعه مالی نشان دهنده کاهش توسعه مالی در ایران طی دهه‌های ۱۹۶۰ تا ۱۹۹۰ است (جدول شماره ۲). این در حالی است که شاخص توسعه مالی در منطقه منا طی دهه‌های ۱۹۶۰ تا ۱۹۸۰ در حال افزایش بوده است و در دهه ۱۹۹۰ اندکی کاهش نشان می‌دهد. بر این اساس، میزان توسعه مالی در برخی از کشورهای این منطقه از جمله ایران، الجزایر، کویت، لبنان، سودان و موریتانی در دهه ۱۹۹۰ کاهش نشان می‌دهد. هرچند، وضعیت توسعه مالی در کشورهایی مانند امارات، تانزانیا، سوریه، پاکستان، عمان و مراکش در دهه مزبور بهبود یافته است. در مقابل، توسعه مالی در مناطق کشورهای صنعتی، کشورهای آسیای جنوب شرقی موسوم به بیرهای آسیا، آمریکای لاتین و کارائیب و آسیای لاتین طی دوره مزبور پیوسته در حال افزایش بوده است و رشد به مراتب سریع‌تری نسبت به منطقه منا داشته‌اند. سطح توسعه مالی در منطقه جنوب صحرای آفریقا<sup>۲</sup> تغییر درخور توجهی طی دهه‌های مورد بررسی نداشته است. با وجود این، سطح توسعه مالی در کشورهای منطقه منا در دو دهه اخیر نسبت به مناطق آمریکای لاتین و کارائیب، آسیای جنوبی و منطقه جنوب صحرای آفریقا بالاتر بوده است. هرچند توسعه مالی در مناطق منا نسبت به کشورهای صنعتی و کشورهای آسیای جنوب شرقی در سطح به مراتب پایین‌تری قرار دارد.

در مجموع، کشورهای منطقه منا طی سه دهه گذشته در بخش‌های مختلف مالی خود اصلاحاتی انجام داده‌اند. اگرچه آنان پیشرفت‌هایی در این زمینه داشته‌اند، تلاش‌های آن‌ها در سایه اصلاحات و رشد سریع‌تر در سایر مناطق جهان قرار گرفته است.

<sup>1</sup> Basel

<sup>2</sup> Sub-saharan

جدول شماره ۱: شاخص‌های مربوط به توسعه یافتگی مالی در کشورهای منا، ۲۰۰۲-۲۰۰۳

کشور	بخش بانکی	بخش مالی غیر بانکی	مقررات و نظارت	بخش پولی و سیاست‌ها	باز بودن بخش مالی	محیط نهادی	شاخص توسعه یافتگی مالی
بحرین	۷/۳	۵/۰	۹/۳	۷/۸	۸/۰	۸/۹	۷/۷
لبنان	۸/۷	۳/۳	۷/۷	۸/۳	۷/۰	۵/۲	۷/۰
اردن	۷/۱	۶/۳	۸/۷	۶/۵	۸/۰	۵/۴	۶/۹
کویت	۷/۴	۵/۰	۸/۰	۶/۶	۸/۰	۵/۹	۶/۸
امارات	۷/۹	۵/۰	۶/۷	۵/۸	۸/۰	۵/۹	۶/۶
عربستان	۷/۸	۳/۳	۸/۰	۶/۴	۸/۰	۴/۲	۶/۴
پاکستان	۵/۸	۶/۳	۷/۷	۷/۴	۴/۰	۳/۹	۶/۰
عمان	۶/۱	۵/۰	۸/۳	۴/۲	۸/۰	۴/۸	۵/۹
قطر	۶/۸	۰/۷	۶/۷	۵/۷	۸/۰	۶/۳	۵/۷
تونس	۷/۷	۴/۷	۵/۳	۴/۵	۵/۰	۵/۰	۵/۶
مراکش	۵/۶	۴/۷	۷/۳	۶/۸	۴/۰	۳/۸	۵/۵
مصر	۶/۰	۶/۳	۵/۳	۵/۶	۶/۰	۳/۲	۵/۴
سودان	۵/۷	۰/۷	۳/۷	۶/۲	۷/۰	۴/۵	۴/۷
جیبوتی	۳/۸	۱/۳	۵/۰	۶/۰	۷/۰	۲/۰	۴/۱
یمن	۴/۱	۰/۷	۳/۳	۵/۰	۹/۰	۲/۲	۳/۹
موریتانی	۳/۸	۰/۷	۳/۰	۳/۹	۵/۰	۴/۵	۳/۵
الجزایر	۲/۵	۳/۰	۳/۵	۴/۴	۴/۰	۲/۳	۳/۲
ایران	۱/۹	۳/۳	۴/۷	۰/۵	۴/۰	۲/۴	۲/۵
سوریه	۱/۹	۰/۷	۰/۰	۰/۹	۰/۰	۲/۴	۱/۱
لیبی	۱/۳	۰/۷	۲/۰	۰/۵	۰/۰	۱/۰	۱/۰
متوسط شاخص	۵/۵	۳/۳	۵/۷	۵/۱	۵/۹	۴/۲	۵/۰

مآخذ: کرین و همکاران (۲۰۰۴ و ۲۰۰۷).

۱- امتیازات در دامنه صفر تا ۱۰ بوده و بر این اساس، سطح توسعه مالی در هر کشور عبارت است از: زیر ۲/۵ = خیلی پایین بین ۲/۵ - ۵ = پایین بین ۶ - ۷/۵ = بالا بالای ۷/۵ الی ۱۰ = خیلی بالا

برخلاف چشم‌انداز جهانی سازی روبه افزایش در دنیا، یکی از چالش‌های روبه‌روی سیاستگذاران در منطقه منا در مسیر گذار از سیاست‌های سرکوب مالی، ایجاد یک محیط ساختاری مستعد برای توسعه مالی، شامل دخالت محدود دولت در تخصیص اعتبار و کیفیت نهادی مستحکم به‌ویژه در زمینه سیستم قضایی خواهد بود. این تلاش‌ها باید در جاهایی که توسعه مالی وضعیت ضعیف‌تری داشته‌اند، متمرکز شود و برای برخی از کشورهای این منطقه از جمله کشور ایران این تلاش‌ها می‌بایست در جهت کاهش دخالت دولت در سیستم مالی، از جمله منع مالکیت عمومی نهادهای مالی، حداقل سازی تأمین پولی کسری بودجه، افزایش رقابت، سرمایه‌گذاری در بخش نیروی انسانی، تقویت توسعه مالی غیر بانکی و تقویت محیط قانونی باشد.

جدول شماره ۲: شاخص جایگزین توسعه مالی طی دهه‌های ۱۹۶۰ تا ۱۹۹۰ (میانگین، دامنه ۱۰-۰)

منطقه	دهه ۱۹۶۰	دهه ۱۹۷۰	دهه ۱۹۸۰	دهه ۱۹۹۰
ایران	۳/۸	۳/۳	۲/۴	۲/۴
منطقه منا	۲/۹	۳/۳	۳/۹	۳/۵
کشورهای صنعتی	۳/۹	۴/۶	۵/۱	۵/۹
بیرهای آسیا	۱/۸	۲/۹	۴/۱	۵/۷
آمریکای لاتین و کارائیب	۲/۴	۲/۹	۳/۰	۳/۴
آسیای جنوبی	۱/۶	۱/۷	۲/۴	۲/۷
جنوب صحرای آفریقا	۲/۳	۲/۵	۲/۳	۲/۱

مآخذ: کرین و همکاران (۲۰۰۴ و ۲۰۰۷).

## ۲-۴- توسعه و ساختار بخش مالی

بک، دیمرگوک-کانت و لوین-BDL<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) در مطالعه‌ای در بانک جهانی یک پایگاه آماری جدید از شاخص‌های توسعه و ساختار مالی<sup>۲</sup> در میان کشورها و به‌شکل سری زمانی ارائه

<sup>۱</sup> Beck, Demirguc-Kunt, and Levine, 2000

<sup>۲</sup> Indicators of financial development and structure

کردند. جدیدترین نسخه این پایگاه آماری<sup>۱</sup> در سال ۲۰۰۷ به روز شده که پوشش آماری آن تا سال ۲۰۰۶ است. مطالعه و بانک اطلاعاتی مزبور دربرگیرنده تعداد زیادی شاخص است که اندازه، فعالیت و کارایی واسطه‌ها و بازارهای مالی را اندازه‌گیری می‌کنند. آن‌ها شاخص‌های مورد نظر را در چند گروه به شکل زیر ارزیابی کرده‌اند:

### الف- اندازه و فعالیت واسطه‌های مالی

این مجموعه از شاخص‌ها اندازه و فعالیت بانک‌های مرکزی، بانک‌های سپرده‌پذیر و مؤسسات مالی دیگر را نسبت به یکدیگر و نسبت به GDP اندازه‌گیری و مقایسه می‌کنند. شاخص‌های اندازه نسبی عبارتند از:

- نسبت دارایی‌های بانک مرکزی به کل دارایی‌های مالی
- نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به کل دارایی‌های مالی
- نسبت دارایی‌های مؤسسات مالی دیگر به کل دارایی‌های مالی

از آنجا که این شاخص‌ها تنها زمانی قابل محاسبه هستند که آمار هر سه جز بخش مالی برای محاسبه کل دارایی‌های مالی - که معادل مجموع دارایی‌های این سه بخش است - موجود باشند، یک شاخص دیگر نیز محاسبه شده است، که اهمیت بانک‌های سپرده‌پذیر را نسبت به بانک مرکزی به شکل نسبت دارایی بانک‌های سپرده‌پذیر به مجموع دارایی آن‌ها و بانک مرکزی اندازه‌گیری می‌کند.

سه شاخص نیز نسبت دارایی‌های هر بخش را به GDP اندازه‌گیری می‌کند. این شاخص‌ها اهمیت خدمات مالی ارایه شده توسط سه بخش مالی را نسبت به اندازه اقتصاد نشان می‌دهد. نسبت بدهی‌های نقد به GDP، اندازه مطلق بخش مالی را بر مبنای بدهی‌ها اندازه می‌گیرد. این شاخص معادل نسبت مجموع اسکناس و مسکوک و سپرده‌های دیداری و بدهی‌های بهره‌دار بانک‌ها و مؤسسات مالی دیگر به GDP است. شاخص مزبور گسترده‌ترین شاخص موجود برای واسطه‌گری مالی است که هر سه بخش مالی را در نظر می‌گیرد. در صورت موجود نبودن این آمار از نقدینگی ( $M_2$ ) استفاده می‌شود. بدهی‌های نقد، نوعی شاخص از "عمق" مالی و اندازه کلی بخش مالی، بدون متمایز کردن بین بخش‌های مالی یا مصارف بدهی‌ها است. دو شاخص زیر در مورد مطالبات واسطه‌های مالی از بخش خصوصی تعریف شده است:

<sup>۱</sup> Financial Structure Database, 2007

- اعتبار اعطایی به بخش خصوصی توسط بانک‌های سپرده‌پذیر به GDP  
 - اعتبار اعطایی به بخش خصوصی توسط بانک‌های سپرده‌پذیر و مؤسسات مالی دیگر به GDP  
 این شاخص‌ها فعالیت واسطه‌های مالی را در یکی از کارکردهای اصلی‌شان، یعنی انتقال  
 پس‌اندازها به سرمایه‌گذاران اندازه‌گیری می‌کنند.

### ب- کارایی و ساختار بازار در بانک‌های تجاری

دو شاخص برای اندازه‌گیری کارایی بانک‌های تجاری در زمینه انتقال وجوه از پس‌اندازکنندگان  
 به سرمایه‌گذاران ایجاد شده است. اول، حاشیه بهره خالص که معادل ارزش حسابداری درآمد بهره‌ای  
 خالص به عنوان سهمی از دارایی‌های کل است. دوم، هزینه سربار که معادل ارزش حسابداری  
 هزینه‌های سربار بانک به‌عنوان سهمی از دارایی‌های کل است.  
 درجه تمرکز بانک‌ها، حضور بانک خارجی و مالکیت عمومی (در مقابل خصوصی) بانک‌های  
 تجاری به‌عنوان شاخص‌های ساختار بازار محاسبه می‌شود.  
 درجه تمرکز بانک‌ها به‌عنوان نسبت دارایی‌های سه بانک بزرگتر به دارایی‌های کل بخش بانکی  
 تعریف می‌شود. تمرکز بیشتر بخش بانکداری تجاری ممکن است موجب کاهش رقابت در جذب  
 پس‌اندازها و انتقال آن‌ها به شکل کاراتری به سرمایه‌گذاران شود.  
 دو شاخص برای سنجش حضور بانک‌های خارجی ارائه می‌شود: سهم بانک‌های خارجی از  
 نظر تعداد بانک‌های خارجی در کل بانک‌ها و سهم بانک‌های خارجی در کل دارایی‌های بخش  
 بانکی.  
 شاخص مالکیت عمومی در مقابل مالکیت خصوصی به شکل سهم دارایی‌های بانک‌های تجاری  
 دولتی از کل دارایی‌های بانک‌های تجاری اندازه‌گیری می‌شود.

### ج- سایر مؤسسات مالی

کلیه واسطه‌های مالی به جز بانک‌های مرکزی و بانک‌های سپرده‌پذیر به‌عنوان "سایر مؤسسات  
 مالی" نامیده می‌شوند. این بخش شامل مؤسسات شبه بانکی، شرکت‌های مالی، صندوق‌های  
 بازنشستگی و مالی خصوصی، مؤسسات سرمایه‌گذاری محدود و بانک‌های توسعه است.

بر هر کدام از پنج گروه فوق شاخص‌های اندازه به شکل نسبت دارایی‌های کل به GDP محاسبه می‌شود. همچنین نسبت مطالبات آن‌ها از بخش خصوصی به GDP به‌عنوان شاخص فعالیت آن‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

برای بخش بیمه هم دو شاخص دیگر با عنوان نفوذ بیمه عمر به شکل نسبت حق بیمه به GDP و تراکم بیمه عمر به شکل حق بیمه به جمعیت در نظر گرفته می‌شود. شاخص اولی نشان‌دهنده اهمیت بخش بیمه زندگی در کل اقتصاد و دومی نشان‌دهنده مخارج سرانه روی تأمین بیمه زندگی است.

#### د- توسعه بازار سهام و اوراق قرضه

نسبت ارزش جاری بازار به GDP به‌عنوان شاخصی از اندازه بازار سهام استفاده می‌شود. برای اندازه‌گیری فعالیت یا سیالیت بازار سهام نیز از نسبت ارزش معاملات کل سهام به GDP محاسبه می‌شود. همچنین، نسبت فعالیت بازار سهام به‌عنوان شاخص کارایی بازارهای سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد. این شاخص به شکل نسبت ارزش کل سهام مبادله شده در بازار سهام و ارزش جاری بازار تعریف می‌شود. شاخص مزبور فعالیت یا سیالیت بازار سهام را نسبت به اندازه آن اندازه‌گیری می‌کند.

نسبت‌های ارزش جاری بازار اوراق قرضه عمومی و دولتی به GDP که معادل با مقدار کل اوراق بهادار بدهی داخلی وصول نشده (مانده) انتشار یافته توسط نهادهای خصوصی یا عمومی نسبت به GDP است، به‌عنوان شاخص‌های اندازه بازار اوراق قرضه داخلی استفاده می‌شوند. نسبت سهام منتشره به GDP (اوراق بدهی خصوصی بلندمدت به GDP) به‌عنوان شاخصی از اندازه بازارهای بدهی و سهام اولیه استفاده می‌شود.

#### ۱-۲-۴- بررسی وضعیت ایران در پایگاه آماری ساختار مالی

در پایگاه آماری ساختار مالی به‌روز شده در سال ۲۰۰۷ در تکمیل مطالعه بک و همکاران (۲۰۰۰) به‌طور کلی ۲۲ شاخص برای دوره زمانی ۲۰۰۶-۱۹۶۰ برای بیش از ۲۰۰ کشور محاسبه شده است که ایران نیز در آن میان جای دارد. شاخص‌های ارایه شده برای ایران در این پایگاه آماری در جدول شماره ۳ آمده است.

نسبت دارایی‌های بانک مرکزی از کل دارایی‌های مالی طی دهه ۱۹۶۰ روندی نسبتاً فزاینده داشته و به ۳۶ درصد در سال ۱۹۷۰ رسیده است. سپس در یک روند کاهشی به ۲۴ درصد در

سال ۱۹۷۷ رسیده و دوباره با طی روندی افزایشی به ۵۸ درصد در سال ۱۹۸۸ رسیده است. نسبت مزبور در دهه ۱۹۹۰ در سطوح بالای ۳۸ درصد قرار داشته و با طی روندی کاهشی به ۱۵ درصد در سال ۲۰۰۵ کاهش یافته است.

نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر از کل دارایی‌های مالی و نسبت دارایی‌های سایر مؤسسات مالی از کل دارایی‌های مالی تقریباً به موازات یکدیگر و برخلاف روند نسبت دارایی‌های بانک مرکزی از کل دارایی‌های مالی حرکت کرده‌اند.

نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر از مجموع دارایی‌های آن‌ها و بانک مرکزی از سال ۱۹۸۸ تا سال ۱۹۹۳ افزایش یافته و سپس با کاهشی موقت طی دوره ۱۹۹۶-۱۹۹۳ دوباره روندی افزایشی در پیش گرفته و به ۸۰ درصد در سال ۲۰۰۵ رسیده است.

نسبت بدهی‌های نقد به GDP نیز که معادل نسبت نقدینگی ( $M_2$ ) به GDP در نظر گرفته شده است، به بالاترین حد خود در سال ۱۹۸۹ رسیده و با طی روندی کاهشی در دهه ۱۹۹۰ به ۳۳ درصد در سال ۲۰۰۰ رسیده است. شاخص مزبور طی سال‌های اخیر نیز در سطوح نزدیک به ۳۴ درصد قرار داشته است.

نسبت دارایی‌های هریک از سه بخش عمده مالی به GDP نیز که نشان‌دهنده اندازه هر بخش در اقتصاد است، از روندی مشابه با سه شاخص اول پیروی می‌کند.

نسبت اعتبار اعطا شده توسط بانک‌ها به بخش خصوصی به GDP و نسبت اعتبار اعطا شده توسط بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی به GDP روندی نسبتاً مشابه دارند که نشان‌دهنده بهبود عملکرد آنان در انتقال پس‌اندازها به سرمایه‌گذاران بخش خصوصی در کشور، طی ده سال اخیر بوده است.

درجه تمرکز بانک‌ها که به‌عنوان نسبت دارایی‌های سه بانک بزرگتر به دارایی‌های کل بخش بانکی تعریف می‌شود، طی سال‌های اخیر کاهش چشمگیری نشان می‌دهد. از آنجا که تمرکز بیشتر بخش بانکداری تجاری، ممکن است موجب کاهش رقابت در جذب پس‌اندازها و انتقال آن‌ها به شکل کارتری به سرمایه‌گذاران شود، روند مزبور مثبت تلقی می‌شود.

نسبت ارزش جاری بازار به GDP که به‌عنوان شاخصی از اندازه بازار سهام استفاده می‌شود، به‌ترتیب در سال‌های ۲۰۰۴ و ۲۰۰۵ بهترین وضعیت را طی سال‌های اخیر داشته که در سال ۲۰۰۴ در سطح ۲۵ درصد قرار گرفته است.

نسبت ارزش معاملات کل سهام به GDP که برای اندازه‌گیری فعالیت یا سیالیت بازار سهام محاسبه می‌شود، در سال ۲۰۰۴ به بالاترین میزان خود طی سال‌های اخیر (۸ درصد) رسیده است.



همچنین، نسبت فعالیت بازار سهام که به‌عنوان شاخص کارایی بازارهای سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد، با طی روندی افزایشی به ۳۲ درصد در سال ۲۰۰۴ رسیده است، ولیکن در سال ۲۰۰۵ به سطح ۱۹ درصد کاهش یافته است.

جدول شماره ۳: شاخص‌های توسعه مالی در ایران در بانک اطلاعاتی ساختار مالی کشورها

نسبت	سال								
	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵
دارایی‌های بانک مرکزی به کل دارایی‌های مالی	۰/۴۴۱۷	۰/۴۴۶۷	۰/۳۸۴۱	۰/۳۲۶۹	۰/۲۶۱۲	۰/۲۸۳۷	۰/۲۴۱۹	۰/۱۸۸۰	۰/۱۵۳۷
دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به کل دارایی‌های مالی	۰/۴۱۲۶	۰/۳۹۲۷	۰/۴۳۹۰	۰/۴۶۵۶	۰/۵۱۹۲	۰/۵۰۲۶	۰/۵۵۸۳	۰/۶۱۴۷	۰/۶۲۸۱
دارایی‌های سایر مؤسسات مالی به کل دارایی‌های مالی	۰/۱۴۵۷	۰/۱۶۰۷	۰/۱۷۶۹	۰/۲۰۷۶	۰/۲۱۹۷	۰/۲۱۳۶	۰/۱۹۹۸	۰/۱۹۷۳	۰/۲۱۸۲
دارایی‌های بانک مرکزی به کل دارایی‌های بانکی (بانک‌ها + بانک مرکزی)	۰/۴۸۲۹	۰/۴۶۷۸	۰/۵۳۳۴	۰/۵۸۷۵	۰/۶۶۵۳	۰/۶۳۹۲	۰/۶۹۷۷	۰/۷۶۵۸	۰/۸۰۳۴
بدهی‌های نقد به GDP	۰/۳۶۹۴	۰/۴۰۰۲	۰/۳۶۶۲	۰/۳۳۲۱	۰/۳۵۷۸	۰/۳۲۹۴	۰/۳۴۳۹	۰/۳۳۳۹	۰/۳۴۳۲
دارایی‌های بانک مرکزی به GDP	۰/۲۰۹۱	۰/۳۰۴۰	۰/۱۸۲۷	۰/۱۴۳۶	۰/۱۲۳۳	۰/۱۰۹۰	۰/۱۱۶۳	۰/۰۹۵۲	۰/۰۷۸۷
دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به GDP	۰/۱۶۸۴	۰/۱۸۴۸	۰/۱۸۳۷	۰/۱۸۳۴	۰/۲۰۸۰	۰/۲۰۳۵	۰/۲۳۶۴	۰/۲۶۲۱	۰/۲۸۸۱
دارایی‌های سایر مؤسسات مالی به GDP	۰/۰۵۶۷	۰/۰۷۰۴	۰/۰۷۴۵	۰/۰۷۸۰	۰/۰۹۰۱	۰/۰۸۳۶	۰/۰۹۱۷	۰/۰۸۸۵	۰/۰۹۶۵
اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی توسط بانک‌های سپرده‌پذیر به GDP	۰/۱۶۲۰	۰/۱۷۹۱	۰/۱۷۳۳	۰/۱۷۱۷	۰/۱۹۹۴	۰/۱۹۶۵	۰/۲۲۶۱	۰/۲۴۸۸	۰/۲۷۵۸
اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی توسط بانک‌های سپرده‌پذیر و سایر مؤسسات مالی به GDP	۰/۲۱۷۵	۰/۲۴۷۱	۰/۲۴۵۴	۰/۲۴۷۵	۰/۲۸۷۰	۰/۲۸۰۲	۰/۳۱۴۵	۰/۳۳۳۶	۰/۳۶۹۰
سپرده‌های بانکی به GDP	۰/۲۳۳۹	۰/۳۵۰۲	۰/۳۱۸۷	۰/۲۸۹۰	۰/۳۱۷۱	۰/۲۹۷۹	۰/۳۱۲۵	۰/۳۰۵۱	۰/۳۱۵۳
سپرده‌های سیستم مالی به GDP	۰/۳۳۹۲	۰/۳۷۲۶	۰/۳۴۳۹	۰/۳۱۳۵	۰/۳۴۶۷	۰/۳۳۰۲	۰/۳۴۹۸	۰/۳۴۵۵	۰/۳۶۵۸
هزینه‌های سربار بانک‌ها به کل دارایی‌ها	۰/۰۲۳۰	۰/۰۱۹۵	۰/۰۱۵۸	۰/۰۲۵۸	۰/۰۲۲۳	۰/۰۱۹۷	۰/۰۱۷۰	۰/۰۱۶۷	۰/۰۱۶۰
حاشیه سود خالص	۰/۰۴۷۹	۰/۰۵۲۶	۰/۰۳۸۹	۰/۰۶۹۳	۰/۰۵۹۱	۰/۰۶۰۳	۰/۰۶۸۹	۰/۰۵۸۸	۰/۰۴۳۰
تمرکز بانکی	۱/۰۰۰۰	۰/۹۷۷۶	۰/۹۶۷۶	۰/۹۶۷۷	۰/۹۵۰۹	۰/۹۴۴۸	۰/۹۵۳۱	۰/۹۴۵۷	۰/۷۳۴۵
حجم حق بیمه زندگی به GDP	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۸
حجم حق بیمه غیر زندگی به GDP	۰/۰۰۴۸	۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۶۲	۰/۰۰۶۰	۰/۰۰۷۷	۰/۰۰۸۹	۰/۰۱۰۲	۰/۰۱۰۶	۰/۰۱۱۷
ارزش جاری بازار سهام به GDP	۰/۱۵۳۴	۰/۱۴۶۷	۰/۱۷۵۶	۰/۱۴۶۳	۰/۰۷۴۵	۰/۰۳۷	۰/۱۸۰۸	۰/۲۵۱۰	۰/۲۲۷۸
ارزش کل مبادلات بازار سهام به GDP	۰/۰۱۱۵	۰/۰۱۳۵	۰/۰۲۱۷	۰/۰۱۰۶	۰/۰۰۹۵	۰/۰۱۶۴	۰/۰۳۹۱	۰/۰۸۱۵	۰/۰۴۳۱
فعالیت بازار سهام به GDP	۰/۰۷۵۱	۰/۰۹۲۲	۰/۱۲۳۵	۰/۰۷۲۸	۰/۱۲۷۵	۰/۱۵۸۵	۰/۱۲۱۶	۰/۲۲۴۷	۰/۱۸۹۴

مأخذ: پایگاه آماری ساختار مالی، بانک جهانی (۲۰۰۷).

## ۵- توسعه مالی در ایران

براساس مجموعه شاخص‌هایی که در این مطالعات مورد بررسی قرار گرفت، در این قسمت به شاخص‌های اصلی توسعه مالی در کشور اشاره شده و به منظور ترسیم تصویری از وضعیت توسعه مالی کشور در سال‌های اخیر، ابعاد مختلف شاخص توسعه مالی به وسیله مؤلفه‌های اصلی هر بعد محاسبه شده است. در این قسمت، شاخص‌های مختلف توسعه مالی در دو بخش عمده مالی، شامل بخش بانکی و سیاستگذاری پولی و بخش مالی غیر بانکی شامل بازار سهام و بیمه مورد محاسبه و ارزیابی قرار گرفته است.

### ۵-۱- توسعه بخش بانکی و سیاستگذاری پولی

توسعه بخش بانکی و پولی که یکی از ابعاد مهم توسعه مالی در کشور است را می‌توان به وسیله مؤلفه‌های توضیح دهنده زیر بیان کرد.

#### ۵-۱-۱- عمق مالی

یکی از روش‌های رایج برای اندازه‌گیری عمق مالی، نسبت بدهی‌های نقد<sup>۱</sup> به تولید ناخالص داخلی (GDP) است. بدهی‌های نقد شامل اسکناس و مسکوک خارج از سیستم بانکی (در دست اشخاص) به علاوه حساب‌های دیداری و سایر بدهی‌های بهره‌دار بانک‌ها و واسطه‌های مالی غیربانکی است. براین اساس، در صورتی که  $M_3$  موجود باشد می‌توان آن را به عنوان تقریب مناسبی به کار برد، لیکن در اقتصادهایی مانند ایران که این متغیر ارایه نمی‌شود می‌توان از  $M_2$  به عنوان جانشین استفاده کرد. بنابراین، نسبت نقدینگی ( $M_2$ ) به تولید ناخالص داخلی جاری، یکی از معیارهای رایج برای سنجش عمق سیستم مالی و اندازه بخش واسطه‌گری مالی است. اگرچه در این شاخص ترکیب عناصر تشکیل دهنده  $M_2$  مورد تجزیه قرار نمی‌گیرد و دقیقاً مشخص نیست که گستردگی حجم بخش مالی در اقتصاد مدیون کدام یک از عناصر تشکیل دهنده نقدینگی بوده است، لیکن به طور کلی این شاخص می‌تواند گستردگی و عمق بخش مالی را طی زمان نشان دهد.<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> Liquid Liabilities

<sup>۲</sup> کمیجانی و نادعلی (۱۳۸۶).

بر مبنای تعریف ارائه شده، شاخص عمق مالی در اقتصاد ایران از ۳۰/۳ درصد در سال ۱۳۵۲ به ۶۳ درصد در سال ۱۳۸۵ افزایش یافته است (نمودار ۱). این نسبت بیشترین میزان را در دهه ۱۳۶۰ داشته است که عمدتاً به دلیل کاهش رشد تولید ناخالص داخلی (جاری) طی سال‌های جنگ تحمیلی در شرایط رشد فزاینده نقدینگی بوده است. به طوری که این شاخص در سال ۱۳۶۷ به بالاترین میزان خود طی دهه‌های اخیر (۷۷/۷ درصد) رسیده است. بهبود شرایط رشد اقتصادی و همچنین افزایش نرخ تورم در دهه ۱۳۷۰ در کنار کاهش رشد نقدینگی موجب پیشی گرفتن رشد تولید ناخالص داخلی (جاری) بر رشد نقدینگی و سرانجام کاهش شاخص مزبور در این دهه گردید. افزایش نرخ رشد نقدینگی و کاهش نرخ تورم طی ۶ سال اخیر باعث شد که با وجود رشد اقتصادی بالاتر نسبت به دهه گذشته، عمق مالی در ایران افزایش یابد؛ به طوری که شاخص مزبور از ۴۳/۲ درصد در سال ۱۳۷۹ به ۶۳ درصد در سال ۱۳۸۵ افزایش یافته است. نسبت مزبور در سال ۱۳۸۶ در حدود ۶۵ درصد برآورد شده است.

ترکیب منابع نقدینگی در کشورهای مختلف یکسان نیست. در کشورهای نفتی و نیز کشورهای اقتصاد آن‌ها دچار سرکوب مالی بوده و استقرار دولت از بانک مرکزی یکی از منابع عمده تأمین مالی دولت است، پایه پولی بدون تناسب با سایر متغیرهای مقیاس اقتصاد (مانند GDP اسمی) بزرگ می‌شود. در حالی که سیستم بانکی کشور و کارایی واسطه‌گری مالی ممکن است از رشد متناسبی برخوردار نباشد. در این صورت نسبت پایه پولی به GDP و نسبت نقدینگی به GDP تصاویر متفاوتی از درجه توسعه یافتگی مالی کشور مزبور به دست می‌دهد.

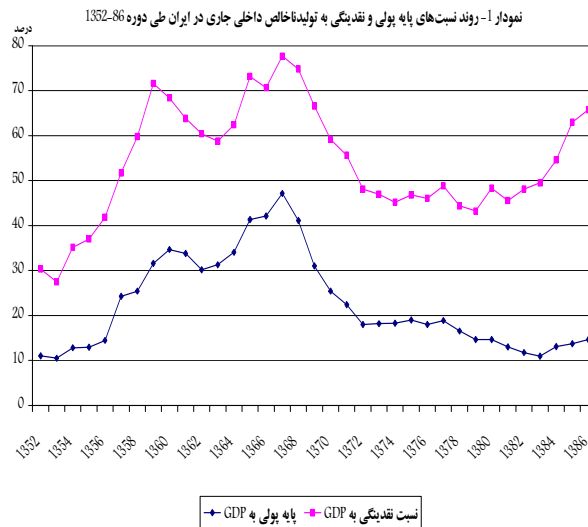
طی سال‌های گذشته در اقتصاد ایران افزایش پایه پولی مهم‌ترین عامل ایجاد نقدینگی بوده و بیشترین سهم را در رشد نقدینگی بر عهده داشته است. سهم پایه پولی در رشد نقدینگی کشور بسیار بالا بوده و به طور متوسط طی برنامه سوم حدود ۵۵ درصد از رشد نقدینگی را به خود اختصاص داده است. این در حالی است که سهم مزبور طی سال ۱۳۸۴ به واسطه رشد منفی ضریب فزاینده تا ۱۳۴ درصد افزایش داشته و در سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ نیز به ترتیب معادل ۶۸ و ۱۱۰ درصد بوده است. طی سال‌های اخیر مهم‌ترین عامل افزایش پایه پولی، خالص‌داری‌های خارجی بانک مرکزی بوده است. در سال ۱۳۸۱ و سال‌های پیش از آن، خالص‌دهی بخش دولتی به بانک مرکزی نیز سهم بالایی در رشد پایه پولی داشته است.

محاسبه نسبت "پایه پولی به تولید ناخالص داخلی" برای کشورهای مختلف، نتایج قابل تأملی را نشان می‌دهد. نسبت فوق در کشورهای پیشرفته نسبت به کشورهای در حال توسعه

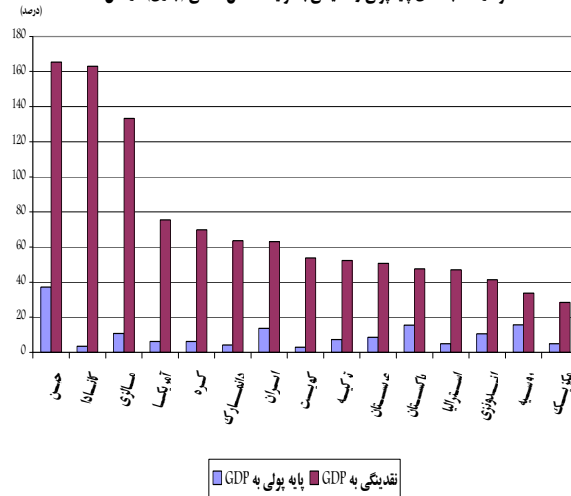
در سطح پایین تری قرار داشته و کشور ایران در بین کشورهای مورد مطالعه از رتبه بالاتری برخوردار بوده است (نمودار ۲).

نکته‌ای که در واقع حلقه مفقوده ما بین پایین بودن نسبت "نقدینگی به GDP" و بالا بودن نسبت "پایه پولی به GDP" بوده و به نوعی می‌تواند سیاستگذاران را در رسیدن به هدف‌های مورد نظر یاری کند، توجه به ماهیت و میزان ضریب فزاینده نقدینگی در ایران است. ضریب فزاینده نقدینگی در کشورهای توسعه یافته‌ای مانند آمریکا، کانادا و دانمارک به ترتیب حدود ۱۰، ۱۸ و ۱۳ و برای ایران حدود ۳-۵ است که در مقایسه با کشورهای توسعه یافته بسیار پایین ارزیابی می‌شود. در کشورهای توسعه یافته با داشتن پایه پولی کوچک به همراه ضریب فزاینده بالا، نقدینگی زیادی در اقتصاد جریان داشته و در نتیجه شاخص عمق مالی نیز در سطح بالایی قرار گرفته است.

بنابراین، رشد چشمگیر نقدینگی طی سه سال اخیر بیش از آنکه نشانگر بهبود عمق مالی در کشور باشد، مبین اجرای سیاست‌های نامناسب مالی و پولی است. در نتیجه، این وضعیت نشان‌دهنده رشد نامتناسب نقدینگی با متغیرهای اصلی اقتصاد به‌ویژه رشد اقتصادی و تورم در کشور است. این موضوع به درستی در مطالعه اخباری (۱۳۸۵) و ختایی (۱۳۷۸) اشاره شده است.



نمودار ۲- نسبت‌های پایه پولی و نقدینگی به تولید ناخالص داخلی (جاری) در سال ۲۰۰۶



#### ۲-۱-۵- سهم بخش غیر دولتی از اعتبارات بانکی

همان‌گونه که در بخش‌های پیش اشاره شد، سهم اعتبارات اعطا شده توسط بانک‌ها به بخش غیردولتی از کل اعتبارات، یکی از شاخص‌هایی است که در بسیاری از مطالعات برای اندازه‌گیری توسعه مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد. نظیفی (۱۳۸۳) در مطالعه‌ای که در مورد توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران داشته است نیز از شاخص اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی، نسبت به GDP به‌عنوان شاخص تعمیق مالی استفاده کرده است. از آنجا که تعداد درخور توجهی از اهداف طراحی شده در کشور، تحقق هدف گسترش بازارهای مالی، بانک‌ها و سیستم بانکی را مد نظر داشته‌اند، بنابراین شاخص مورد انتخاب، باید تحولات و تغییرات سیستم بانکی را در این جهت در نظر بگیرد. مزیت دیگر شاخص مورد نظر این است که اعتبارات تخصیص داده شده به بخش دولتی را شامل نمی‌شود و از این‌رو نقش واسطه‌های مالی را در انتقال وجوه به بخش خصوصی و جذب مشارکت بیشتر بخش خصوصی، بهتر نشان می‌دهد. بی‌گمان، در وضعیتی که آزادسازی سیستم مالی در شرایط کم انسجام و محیط بی‌ثبات و بدون مقررات انجام می‌گیرد، گسترش واسطه‌های مالی، ممکن است اثر منفی بر رشد داشته باشد.

مطالعه مزبور و آمار موجود نشان می‌دهند که به‌دلیل وجود ساختار اقتصادی نامناسب و ضعف بخش خصوصی در تخصیص و مدیریت منابع، سرانجام این اعتبارات در جهت سرمایه‌گذاری، تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی نبوده است. اخباری (۱۳۸۵) می‌گوید: "آنچه که بسیار دارای

اهمیت است این است که در کشورهای توسعه یافته، اعتبارات پرداختی به بخش خصوصی می-تواند شاخصی از تعمیق و توسعه مالی باشد، لیکن در کشورهای توسعه نیافته به دلیل نبود نظام تدبیر شایسته<sup>۱</sup> اعتبارات پرداختی به بخش خصوصی حتی می-تواند آثار منفی بر رشد اقتصادی داشته باشد، چرا که انگیزه‌های فساد و رشوه در چنین اقتصادهایی چشمگیر است. بنابراین صرف اعطای تسهیلات به بخش خصوصی نمی-تواند متضمن تعمیق مالی باشد، بلکه نحوه صرف و هزینه کرد این منابع در جهت رشد و توسعه اقتصادی است که تعمیق مالی را نشان خواهد داد. "به بیانی دیگر، همان‌گونه که شومپیتر اشاره کرده است، بانک‌های کارآمد با حمایت از کارآفرینانی که از بیشترین شانس برای موفقیت در اجرای تولیدات نو و فرآیندهای تولید برخوردارند، موجب رشد نوآوری در فنآوری می-شوند که به نظر می-رسد عملکرد بانک‌های ایران این‌گونه نبوده است.

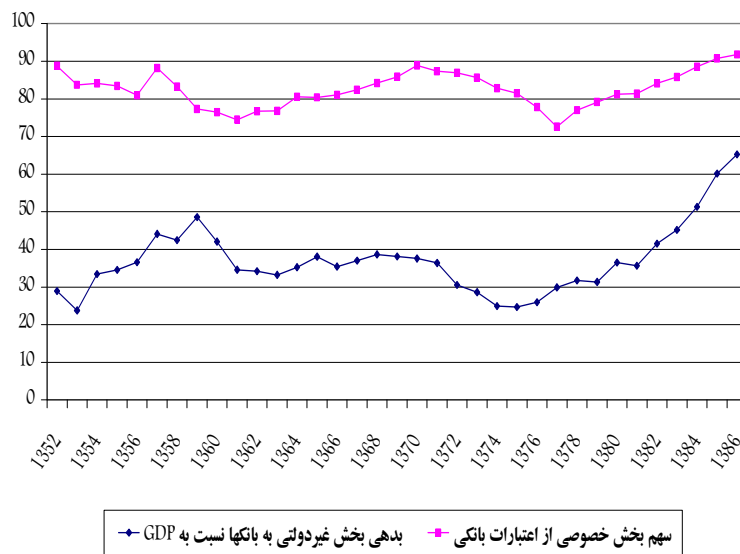
در همین زمینه، اعتبارات اعطایی بانک‌ها به بخش خصوصی به شکل نسبتی از GDP به‌عنوان شاخصی دیگر از توسعه مالی در مطالعات مختلف مورد بررسی قرار گرفته است. برطبق نمودار ۲ نسبت مزبور روندی مشابه با سهم بخش خصوصی از اعتبارات بانکی داشته است. با این تفاوت که این نسبت در سال ۱۳۷۵ کمترین حد خود (۲۴/۷ درصد) را داشته و سپس با روندی افزایشی به ۶۰/۲ درصد در سال ۱۳۸۵ رسیده است که پیش بینی می‌شود به حدود ۶۵ درصد در سال ۱۳۸۶ برسد.

برای ارزیابی سهم بخش خصوصی از اعتبارات بانکی، از سهم مانده بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها از کل مانده بدهی بخش دولتی و غیردولتی به بانک‌ها استفاده می‌شود. همان‌گونه که نمودار ۲ نشان می‌دهد سهم مزبور از حدود ۸۹ درصد در سال ۱۳۵۲ با طی روندی کاهشی به ۸۰ درصد در سال ۱۳۵۶ و سپس با افزایشی ناگهانی به ۸۸ درصد در سال ۱۳۵۷ رسید. این شاخص دوباره کاهش یافته و به ۷۴ درصد در سال ۱۳۶۱ رسید و سپس در مسیری افزایشی به حدود ۹۰ درصد در سال ۱۳۷۰ رسید. سپس با طی مسیری کاهشی به ۷۲ درصد در سال ۱۳۷۷ رسید. روند فزاینده این نسبت از سال ۱۳۷۷ تاکنون نشان‌دهنده افزایش سهم بخش غیردولتی از تسهیلات بانکی بوده است. نسبت مذکور به ۹۱/۸ درصد در پایان سال ۱۳۸۶ افزایش یافته است.

<sup>1</sup> good governance

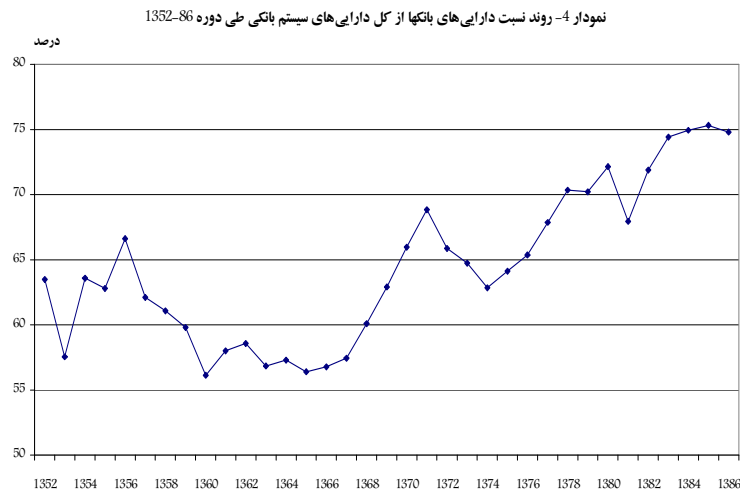
در مجموع، ناپایداری و نوسان‌های قابل مشاهده در این دو شاخص حاکی از وضعیت متغیر و کم‌ثبات در این زمینه و بی‌توجهی کافی به نقش بخش غیردولتی در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی کشور می‌باشد.

نمودار ۳- نسبت اعتبارات بخش خصوصی به GDP و سهم آن از کل اعتبارات اعطایی بانکی



### ۳-۱-۵- نسبت دارایی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به دارایی سیستم بانکی

بررسی روند سهم دارایی‌های داخلی بانک‌ها از کل دارایی‌های سیستم بانکی (شامل بانک مرکزی) در جدول شماره ۴ نشان می‌دهد که نسبت مزبور بعد از کاهش ناگهانی در سال ۱۳۸۱ (به دلیل افزایش دارایی‌های بانک مرکزی در اثر اعمال سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز) روند فزاینده داشته و از ۶۷/۹ درصد در سال ۱۳۸۱ به ۷۵/۳ درصد در سال ۱۳۸۵ افزایش یافته است. این نسبت در سال ۱۳۸۶ به ۷۴/۸ درصد کاهش یافته است (نمودار ۴).



#### ۴-۱-۵- نسبت ذخایر بانکها و مؤسسات اعتباری به مجموع سپرده‌های بخش غیردولتی

این نسبت از تقسیم مجموع ذخایر اضافی<sup>۱</sup> و قانونی بانکها و مؤسسات اعتباری نزد بانک مرکزی و نیز وجوه نقد موجود در صندوق بانکها بر مجموع سپرده‌های بخش غیردولتی نزد بانکها به دست می‌آید. نسبت مزبور نشان دهنده میزان منابع بانکها برای خلق اعتبار و توانایی آنها در اعطای تسهیلات بانکی است. با کاهش نسبت ذخایر بانکها، توانایی آنها در اعطای تسهیلات بیشتر خواهد شد. روند کاهشی نسبت مذکور از ۲۶/۵ درصد در سال ۱۳۷۹ به ۱۶/۶ درصد در سال ۱۳۸۳ نشان دهنده توانایی بیشتر شبکه بانکی در تأمین مالی سرمایه‌گذاریها بوده است. به رغم افزایش نسبت مذکور در سال ۱۳۸۴، دوباره در سال ۱۳۸۵ به ۱۷/۹ درصد کاهش یافته است. این نسبت در سال ۱۳۸۶ اندکی افزایش نشان می‌دهد (جدول شماره ۴).

در برنامه سوم توسعه اقتصادی، همزمان با کاهش فشار بودجه دولت بر بانک مرکزی و فراغت ناشی از کاهش تکالیف متعدد دولتی و در سایه رعایت نسبی انضباط مالی دولت، تلاش‌هایی در جهت کاهش نسبت سپرده قانونی انجام گرفت. در این زمینه می‌توان به کاهش ۵ واحد درصد نسبت سپرده قانونی در سال ۱۳۸۰ (از متوسط موزون ۲۱ درصد به ۱۶ درصد) و یکسان‌سازی

<sup>۱</sup> شامل سپرده‌های مدت‌دار ویژه بانکها و از سال ۱۳۸۵ شامل سپرده‌های ارزی دیداری بانکها نزد بانک مرکزی می‌باشد.



نسبت‌های سپرده قانونی (توسط شورای پول و اعتبار)، از آذر ماه ۱۳۸۳ برای کلیه بانک‌های تجاری، بانک‌های غیردولتی و مؤسسات اعتباری غیربانکی معادل ۱۷ درصد اشاره کرد. نتیجه اعمال سیاست مزبور، افزایش سهم ضریب فزاینده در رشد نقدینگی بود که یکی از نشانه‌های تعمیق بازار پول در اقتصاد است. با وجود این، در شرایطی که نقدینگی طی سه سال اخیر رشد بسیار بالایی داشته است، کاهش نسبت سپرده قانونی اقدام مناسبی نبوده و منجر به افزایش لجام‌گسیخته نقدینگی و تورم در کشور می‌شود.

#### ۵-۱-۵- درجه تمرکز بانک‌ها

درجه تمرکز در بخش بانکی به شکل سهم سپرده‌های سه بانک بزرگتر - که بیشترین سهم سپرده‌ها را در شبکه بانکی دارا می‌باشند - از کل سپرده‌های بخش غیردولتی در شبکه بانکی اندازه‌گیری شده است. بالا بودن درجه تمرکز می‌تواند شاخصی از رقابت ناپذیری و ناکارایی در شبکه بانکی باشد. روند کاهشی درجه تمرکز بانک‌ها از ۶۲/۵ درصد در سال ۱۳۷۹ به ۴۵ درصد در سال ۱۳۸۵ نشان دهنده افزایش فضای رقابتی در صحنه بانکداری کشور طی سال‌های اخیر به دلیل ورود بانک‌های غیردولتی به صحنه فعالیت‌های بانکی بوده است (جدول شماره ۴).

جدول شماره ۴: شاخص های توسعه بخش بانکی و سیاستگذاری پولی

سال								
۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	۱۳۷۹	
								۱- سهم بانکهای غیردولتی در صنعت بانکداری کشور
۱۹	۱۵/۷	۱۲/۰	۷/۰	۳/۴	۱/۶	۰/۷	۰/۳	۱-۱- سهم سپردههای بانکهای غیردولتی از کل سپردههای شبکه بانکی
۱۵/۴	۱۳/۸	۱۲/۲	۷/۹	۳/۸	۱/۲	۰/۵	۰/۲	۱-۲- سهم مانده بدهی بخش غیر دولتی به بانکهای غیر دولتی از کل مانده بدهی بخش غیر دولتی
۹۱/۸	۹۰/۸	۸۸/۵	۸۵/۸	۸۴/۱	۸۱/۴	۸۱/۲	۷۹/۱	۲- سهم مانده بدهی بخش غیر دولتی به بانکها از مانده بدهی کل
۷۴/۸	۷۵/۳	۷۴/۹	۷۴/۴	۷۱/۹	۶۷/۹	۷۲/۱	۷۰/۲	۳- نسبت دارایی بانکها و موسسات اعتباری به دارایی سیستم بانکی
۱۸/۲	۱۷/۹	۱۹/۵	۱۶/۶	۱۸/۴	۲۲/۲	۲۳/۳	۲۶/۵	۴- نسبت ذخایر بانکی به مجموع سپردههای بخش غیردولتی
۴۶/۱	۴۵/۰	۴۹/۰	۵۲/۵	۵۶/۸	۵۸/۷	۶۰/۵	۶۲/۵	۵- درجه تمرکز بانکی
۱/۲	۳/۰	۴/۰	۴/۲	۵/۲	۵/۴	۵/۹	۴/۹	۶- حاشیه سود بانکی
۹/۶	۹/۴	۸/۳	۷/۴	۵/۵	۴/۳	۳/۴	۳/۶	۷- سهم ارزش افزوده خدمات مؤسسات پولی و مالی در ارزش افزوده بخش خدمات
۹۴/۱	۸۷/۲	۸۵/۶	۸۳/۶	۷۹/۶	۷۲/۵	۶۹/۸	۶۷/۷	۸- کارایی شبکه بانکی
۶۵/۷	۶۳/۰	۵۴/۴	۴۹/۵	۴۸/۱	۴۵/۵	۴۸/۳	۴۳/۲	۹- عمق مالی (نسبت نقدینگی به GDP)
۴/۵	۷/۷	۴/۹	۱۳/۴	۱۲/۹	۱۴/۳	۹/۷	۱/۹	۱۰- مانده اوراق مشارکت بانک مرکزی به پایه پولی
۹/۲	۱۰/۱	۱۰/۴	۱۲/۰	۱۴/۸	۱۸/۵	۱۸/۱	۱۸/۹	۱۱- کنترل اعتبارات (سهم مانده تسهیلات تبصره‌ای در مانده کل تسهیلات)
-۶/۴	۲/۰	۳/۸	۰/۹	۱/۳	۱/۴	۶/۳	۵/۲	۱۲- آزادی نرخ سود تسهیلات
-۷/۶	-۱/۰	۱/۴	-۳/۳	-۳/۹	-۴/۰	۰/۵	۰/۳	۱۳- آزادی نرخ سود سپردهها
۰/۸	۰/۹	۱/۵	۳/۷	۲/۸	۱/۱	۱/۸	۱/۹	۱۴- سهم اوراق مشارکت دولتی - بودجه‌ای در تأمین مالی دولت

مآخذ: ترازنامه و گزارش اقتصادی سال ۱۳۸۴، بانک مرکزی ج.ا.ا. (۱۳۸۶) و محاسبات نگارنده.<sup>۱</sup>

<sup>۱</sup> ارقام مقدماتی است.

### ۶-۱-۵- کنترل اعتبارات

کنترل اعتبارات بانکی یکی از کانال‌های مهم انتقال آثار سیاست پولی به بخش واقعی اقتصاد است. سیاستگذاری اعتباری از طریق هدایت اعتبارات بانکی به سمت بخش‌ها یا فعالیت‌های اقتصادی موردنظر می‌تواند بر رشد اقتصادی تأثیرگذار باشد.

در سال‌های پیش از ۱۳۷۹، توزیع اعتبارات بانکی بین بخش‌ها براساس تصمیم شورای پول و اعتبار صورت می‌گرفت.<sup>۱</sup> از سال ۱۳۷۹ به بعد این سیاست اندکی تغییر یافت و به‌منظور کاهش فشار بر منابع اعتباری بانک‌ها و زمینه‌سازی برای آزادسازی و ایجاد رقابت، توزیع بخشی از اعتبارات بانکی در اختیار بانک‌ها قرار گرفت. بدین ترتیب به بانک‌ها اجازه داده شد معادل ۲۰ درصد افزایش اعتبارات برنامه‌ریزی شده برای بخش غیر دولتی، با اولویت بخش‌های تولیدی و صادراتی، خارج از نسبت‌های مربوط به سهم بخش‌ها، تسهیلات اعطا کنند. این نسبت در سال‌های ۱۳۸۰ و ۱۳۸۱ به ۲۵ درصد و در سال‌های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ به ترتیب به ۳۵ و ۴۵ درصد افزایش یافت. با آغاز برنامه چهارم توسعه، در سال‌های ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ به استناد ماده (۱۰) قانون برنامه، شبکه بانکی تنها ملزم به پرداخت ۲۵ درصد منابع به بخش آب و کشاورزی بوده و بقیه منابع بانکی به صورت آزاد تخصیص می‌یابد. نسبت مصارف آزاد به عنوان یکی از شاخص‌های کاهش کنترل مستقیم اعتبارات در بعد سیاستگذاری پولی در دوره مورد بررسی با روندی افزایشی با نرخ فزاینده از ۲۰ درصد در سال ۱۳۷۹ به ۴۵ درصد در سال ۱۳۸۳ افزایش یافت. سپس براساس قانون برنامه چهارم توسعه به ۷۵ درصد در سال‌های برنامه افزایش یافت. از سال ۱۳۷۹، تغییر دیگری که در سیاست اعتباری کشور صورت گرفت کاهش سقف تبصره‌های تکلیفی بود که در ماده (۸۴) قانون برنامه سوم بر آن تأکید شده بود و در قوانین بودجه نیز رعایت می‌شود. بر این اساس، افزایش در مانده تسهیلات تکلیفی طی سال‌های برنامه سوم می‌بایست سالانه ۱۰ درصد نسبت به رقم مصوب سال ۱۳۷۸ که ۶۰۰۰ میلیارد ریال بود کاهش می‌یافت. با این اقدام این رقم در پایان سال ۱۳۸۳ به ۳۰۰۰ میلیارد ریال کاهش یافت. طی سال‌های برنامه چهارم نیز این رقم می‌بایست به طور متوسط سالانه ۲۰ درصد نسبت به رقم مصوب سال ۱۳۸۳ کاهش یابد. بدین منظور می‌توان علاوه بر نسبت مصارف آزاد، برای

<sup>۱</sup> ترازنامه و گزارش اقتصادی سال ۱۳۸۴، بانک مرکزی ج.ا.ا. (۱۳۸۶)

نشان دادن میزان کنترل اعتبارات توسط دولت، از نسبت مانده تسهیلات تبصره‌ای<sup>۱</sup> به مانده کل تسهیلات استفاده کرد. از آنجا که کنترل اعتبارات یکی از موانع تخصیص بهینه منابع و توسعه مالی بیشتر است، کاهش این نسبت نشان دهنده توسعه مالی بیشتر است. نسبت مزبور از ۱۸/۹ درصد در سال ۱۳۷۹ به ۹/۲ درصد در سال ۱۳۸۶ کاهش یافته است (جدول شماره ۴). بی‌گمان لازم است به این نکته توجه کرد که براساس آیین نامه اجرایی گسترش بنگاه‌های کوچک اقتصادی زودبازده و کارآفرین، بانک‌های دولتی مکلف شدند با معرفی کارگروه‌های اشتغال و سرمایه‌گذاری استان‌ها در سال ۱۳۸۴ تا سقف ۲۰ درصد، در سال ۱۳۸۵، معادل ۳۵ درصد و در سال‌های ۱۳۸۶، ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ تا سقف ۵۰ درصد از منابع اعتباری را به طرح‌های بنگاه‌های کوچک موضوع آیین‌نامه مزبور پرداخت کنند. بر این اساس، سهمیه تعیین شده کل بانک‌های دولتی برای سال‌های ۱۳۸۴، ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ به ترتیب برابر ۶۸۶۸۰، ۱۸۰ هزار و ۱۵۰ هزار میلیارد ریال بود که از سوی بانک مرکزی به آن‌ها ابلاغ شد. با احتساب این ارقام، نسبت تسهیلات تکلیفی به کل تسهیلات شبکه بانکی به حدود ۱۷/۵ درصد در دو سال اخیر بالغ شده است.

#### ۷-۱-۵- حاشیه سود بانکی

یکی از معیارهای ارزیابی کارآیی و سودآوری در شبکه بانکی، تفاوت نرخ سود تسهیلات و سپرده‌های بانکی است که حاشیه سود بانکی<sup>۲</sup> نامیده می‌شود. همچنین، حاشیه سود بانکی می‌تواند نشان‌دهنده هزینه‌های واسطه‌گری بانک‌ها و یکی از عوامل مؤثر در سود عملیاتی بانک‌ها باشد. بی‌گمان، این شاخص به تنهایی نمی‌تواند شاخصی برای ارزیابی کارآیی در بخش بانکی باشد. برای محاسبه حاشیه سود بانکی از تفاوت نرخ موزون سود علی‌الحساب سپرده‌های مدت‌دار و نرخ موزون سود تسهیلات در بانک‌های دولتی استفاده شده است. حاشیه سود بانکی پس از ۵/۴ درصد در سال ۱۳۸۱ به ۱/۲ درصد در سال ۱۳۸۶ کاهش یافته است<sup>۳</sup> (جدول شماره ۴).

<sup>۱</sup> تسهیلاتی که بانک‌ها مکلفند براساس تبصره‌های قانون بودجه پرداخت کنند. شایان ذکر است ارقام ارائه شده در گزارش، براساس سرفصل‌های دفاتر کل بانک‌هاست که علاوه بر تسهیلات تبصره‌ای شامل اجزای دیگر مانند سود و درآمد سال‌های آتی نیز می‌باشد.

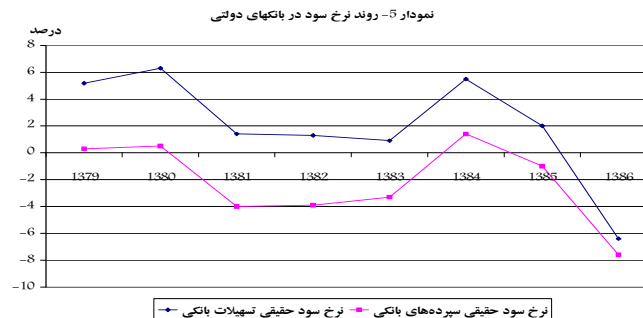
<sup>۲</sup> Bank Spread

<sup>۳</sup> نرخ سود تسهیلات برای عقود مبادله‌ای مورد استفاده قرار گرفته است.

## ۸-۱-۵- آزادی نرخ سود بانکی

سیاست کنترل نرخ سود تسهیلات بانکی که منجر به کاهش آزادی بانکها در تعیین نرخ سود سپرده‌ها می‌شود، ممکن است تبعات نامطلوبی برای هر اقتصادی به‌همراه داشته باشد. کاهش پس‌اندازها و افزایش سیالیت سپرده‌ها، ایجاد مازاد تقاضا و صف برای اعتبارات بانکی (به‌دلیل کمتر بودن نرخ سود بانکی از نرخ سود تعادلی در بازار)، تخصیص نیافتن بهینه منابع و برهم خوردن تعادل منابع و مصارف بانکها از جمله این تبعات منفی است. برای ارزیابی میزان آزادی نرخ سود بانکی در کشور، تحولات نرخ سود حقیقی تسهیلات و سپرده‌های بانکی مورد بررسی قرار گرفته است. نرخ سود حقیقی مثبت نشان دهنده آزادی بیشتر نرخ سود است. نرخ سود حقیقی تسهیلات بانکی پس از یک روند کاهشی از ۶/۳ درصد در سال ۱۳۸۰ به ۰/۹ درصد در سال ۱۳۸۳، و به رقم ۵/۵ درصد در سال ۱۳۸۴ افزایش یافت.<sup>۱</sup>

در سال ۱۳۸۵ نرخ مزبور به ۲ درصد کاهش یافت و در سال ۱۳۸۶ به دلیل کاهش نرخ سود تسهیلات در شرایط تورمی، منفی (۶/۴- درصد) شده است. نرخ سود حقیقی سپرده‌های بانکی نیز روندی مشابه نرخ سود حقیقی تسهیلات داشته و به جز سال ۱۳۸۴ در سال‌های ۸۶-۱۳۸۱ منفی بوده است (نمودار ۳). این امر نشان‌دهنده بروز وضعیت سرکوب مالی است که به واسطه کاهش دستوری نرخ‌های سود بانکی بدون توجه به شرایط تورمی و سازوکارهای بازار اعتبار در کشور حاکم شده است.



<sup>۱</sup> با توجه به تغییر سال مبنا برای محاسبه شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) از سال ۱۳۷۶ به سال ۱۳۸۳ نرخ تورم در سال‌های ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ بر اساس سال مبنا ۱۳۸۳ نسبت به سال مبنا ۱۳۷۶ کاهش نشان می‌دهد. این موضوع موجب افزایش نرخ سود واقعی سپرده‌ها و تسهیلات در این سال‌ها نسبت به ارقام محاسبه شده بر اساس سال مبنا ۱۳۷۶ شده است.

### ۹-۱-۵- ارزش افزوده خدمات مؤسسات پولی و مالی

ارزش افزوده خدمات مؤسسات پولی و مالی از مجموع ارزش افزوده بانکها و مؤسسات اعتباری غیربانکی، ارزش افزوده خدمات بیمه‌ای و همچنین ارزش افزوده واسطه‌گری مالی (بورس اوراق بهادار) به دست می‌آید. از آنجا که بخش عمده ارزش افزوده خدمات مؤسسات پولی و مالی در کشور، شامل ارزش افزوده ایجاد شده توسط بخش بانکی است، می‌توان از نسبت ارزش افزوده خدمات مؤسسات پولی و مالی به ارزش افزوده بخش خدمات (به قیمت جاری) به عنوان شاخصی از گسترش خدمات بخش بانکی در اقتصاد استفاده کرد. روند فزاینده نسبت مزبور حاکی از گسترش خدمات بانکی در سال‌های اخیر در مقایسه با سایر خدمات بوده است. نسبت مذکور از ۳/۶ درصد در سال ۱۳۷۹ به ۹/۴ درصد در سال ۱۳۸۵ افزایش یافته است. براساس آمار موجود، نسبت مزبور در نیمه اول سال ۱۳۸۶ به ۹/۶ درصد افزایش یافته است.

### ۱۰-۱-۵- کارآیی شبکه بانکی

نسبت تسهیلات اعطا شده به سپرده‌های جذب شده می‌تواند به عنوان یکی از شاخص‌های کارآیی بخش بانکی استفاده شود. این نسبت نشان‌دهنده توانایی سیستم مالی در انتقال پس اندازها به سرمایه‌گذاران است. بدین منظور از نسبت مانده بدهی بخش غیردولتی (بدون سود و درآمد سال‌های آتی) به بانکها به سپرده‌های بخش غیردولتی استفاده شده است. نسبت مذکور از ۶۷/۷ درصد در سال ۱۳۷۹ به ۹۴/۱ درصد در سال ۱۳۸۶ افزایش یافته است. بی‌گمان، باید توجه داشت که این نسبت، تحت تأثیر تغییرات نسبت سپرده قانونی و نیز بدهی بانکها به بانک مرکزی، به ویژه در قالب اضافه برداشت بوده است. به عنوان مثال، در سال ۱۳۸۶ نسبت بدهی بانکها به بانک مرکزی به بدهی بخش غیردولتی به بانکها (بدون سود آتی) بیش از ۹ درصد بوده است که نشانگر استفاده بانکها از منابع پر قدرت بانک مرکزی برای انجام تعهدات خود در زمینه اعطای تسهیلات، به ویژه تسهیلات تکلیف شده توسط دولت بوده است که قاعدتاً تبعات تورمی خواهد داشت.

### ۱۱-۱-۵- سهم بانکهای غیردولتی

برای ارزیابی سهم بانکهای غیردولتی در صنعت بانکی کشور، از نسبت سپرده‌های بخش غیردولتی در بانکها و مؤسسات اعتباری غیردولتی به کل سپرده‌های بخش غیردولتی در کل

بانک‌ها و نیز سهم مانده بدهی بخش غیردولتی به بانک‌های غیردولتی از کل مانده بدهی بخش غیردولتی در کل بانک‌ها استفاده شده است.

با شروع فعالیت مؤسسات اعتباری غیردولتی در سال ۱۳۷۹، سهم سپرده‌های مؤسسات مذکور از ۰/۳ درصد آغاز شده و با افزایش تعداد این نوع مؤسسات و همچنین شروع فعالیت بانک‌های غیردولتی به تدریج افزایش یافته است، به طوری که در پایان سال ۱۳۸۶ به ۱۹ درصد رسیده است. همچنین سهم مانده بدهی بخش غیردولتی به بانک‌های غیردولتی از کل مانده بدهی بخش غیردولتی نیز از ۰/۲ درصد در پایان سال ۱۳۷۹ به ۱۵/۴ درصد در پایان سال ۱۳۸۶ افزایش یافته است.

#### ۱۲-۱-۵- اوراق مشارکت دولتی

انتشار اوراق مشارکت دولتی در راستای استفاده از ابزارهای مالی جدید و تأمین مالی طرح‌ها صورت گرفت. سهم اوراق مشارکت فروش رفته در هر سال در تأمین مالی دولت (مخارج بودجه عمومی دولت) می‌تواند برای اندازه‌گیری میزان نفوذ این ابزار تأمین مالی از طریق سیستم بانکی کشور استفاده شود. نسبت مذکور طی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۶ بین ۰/۸ تا ۴ درصد در نوسان بوده است و در سه سال اخیر روندی کاهنده داشته است (جدول شماره ۴).

#### ۲-۵- توسعه بخش مالی غیر بانکی

در این بخش به بررسی شاخص‌های توسعه بازار سهام (بورس اوراق بهادار تهران) و همچنین صنعت بیمه پرداخته می‌شود. بررسی شاخص‌های مختلف بازدهی سرمایه‌گذاری در بورس، حاکی از رکود این بازار از نیمه سال ۱۳۸۳ به بعد است. تغییرات شاخص بازده نقدی و قیمت سهام که بیانگر بازدهی کل سرمایه‌گذاری بر روی سهام است، طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۶ کمتر از نرخ تورم بوده است (جدول شماره ۵). این امر حاکی از بازدهی واقعی منفی سهام است. سایر شاخص‌های قیمتی بورس مانند شاخص قیمت کل، مالی، صنعت، تالار اصلی و پنجاه شرکت فعال‌تر نیز طی دوره ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۶ کاهش یافته است. حجم معاملات بورس به‌رغم ورود برخی شرکت‌های بزرگ دولتی، مانند فولاد مبارکه و شرکت مس و کشتیرانی، همچنان از نظر تعداد و ارزش طی دوره ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۶ بیانگر رکود در بازار بوده است.

### ۱-۲-۵- نسبت ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص داخلی

همان‌گونه‌که در بخش پیش گفته شد، نسبت ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص داخلی<sup>۱</sup> کشور به‌عنوان شاخص اندازه بازار سهام به‌کار می‌رود. بررسی روند نسبت مزبور نشان دهنده افزایش این شاخص طی سال‌های برنامه سوم توسعه و کاهش آن طی سال‌های برنامه چهارم توسعه بوده است (جدول شماره ۵). شاخص مذکور در سال‌های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ به حداکثر آن (در حدود ۲۸ درصد) افزایش و در سال ۱۳۸۴ به ۱۹/۳ درصد کاهش یافته است. نسبت مزبور تغییر چشمگیری در سال ۱۳۸۵ نسبت به سال ۱۳۸۴ نشان نمی‌دهد. برآورد می‌شود که شاخص مزبور در سال ۱۳۸۶ به حدود ۱۸ درصد کاهش یابد.

### ۲-۲-۵- نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی

نسبت ارزش سهام مبادله شده<sup>۲</sup> به تولید ناخالص داخلی، سیالیت و رونق بازار سهام را نشان می‌دهد و می‌تواند به‌عنوان عمق مالی مبتنی بر بازار اوراق بهادار (سهام) محاسبه شود. نسبت مذکور از ۱/۶ درصد در سال ۱۳۷۹ به ۷/۵ درصد در سال ۱۳۸۳ افزایش یافت و در سال ۱۳۸۴ به ۳/۳ درصد کاهش یافت. کاهش ناگهانی این نسبت در سال ۱۳۸۴ ناشی از کاهش ارزش معاملات بورس اوراق بهادار از ۱۰۳/۷ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۸۳ به ۵۶/۵ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۸۴ بوده است. با کاهش ارزش معاملات بورس در سال ۱۳۸۵ نسبت مزبور به ۲/۷ درصد کاهش یافته است. انتظار می‌رود این شاخص در سال ۱۳۸۶ اندکی بهبود یافته باشد (جدول شماره ۵).

<sup>۱</sup> Market Capitalization to GDP

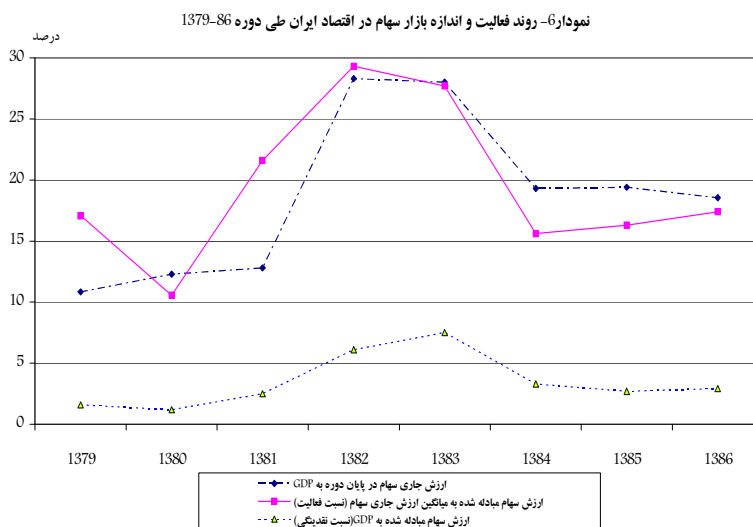
<sup>۲</sup> Value-traded Ratio



جدول شماره ۵: شاخص‌های فعالیت بورس اوراق بهادار تهران طی، ۸۶-۱۳۸۲

درصد تغییر					سال					شاخص
۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	
۱۷/۶	۱۴/۷	-۱۲/۷	۱۳/۶	۱۳/۸۶	۳۶۱۹۳/۱	۳۰۷۸۶/۵	۲۶۸۴۹/۸	۳۰۷۶۲/۰	۲۷۰۷۴/۹	شاخص قیمت و بازده نقدی
۱۴/۵	۱۰/۴	۱۱/۸	۶/۷	۶/۳	۵۹۳۴/۴	۵۱۸۲/۰	۴۶۹۲/۲	۴۱۹۸/۱	۳۹۳۳/۲	شاخص بازده نقدی
۲/۷	۳/۸	-۲۱/۹	۶/۴	۱۲۴/۸	۱۰۰۰۸۲/۰	۹۸۲۱/۰	۹۴۵۹/۴	۱۲۱۱۳/۰	۱۱۳۷۹/۴	شاخص کل قیمت
-۰/۵	-۰/۸	-۳۸/۸	۴۷/۴	۱۵۸/۳	۲۰۸۸۲۶/۶	۲۰۷۷۰/۴	۲۰۹۴۱/۴	۳۴۲۰۵۰/۱	۳۳۲۰۲/۶	شاخص قیمت مالی
۲/۸	۴/۴	-۱۹/۴	-۸/۴	۱۱۶/۷	۷۹۶۷/۰	۷۷۵۱/۶	۷۴۲۷/۳	۹۲۱۵۰	۱۰۰۶۰/۱	شاخص قیمت صنعتی
-۷/۸	۷/۱	-۲۴/۴	۵/۶	۱۳۲/۹	۹۰۱۶/۰	۹۷۸۱/۵	۹۱۳۵۷/۷	۱۲۰۸۵/۸	۱۱۴۴۳/۰	شاخص قیمت تالار اصلی
۲۰/۵	-۶/۹	-۱۰/۰	۷/۳	۶۷/۵	۱۱۰۴۶/۳	۹۱۶۴/۲	۹۸۴۶/۳	۱۰۹۴۲/۴	۱۰۱۹۷/۱	شاخص قیمت تالار فرعی
-۱۹/۶	-۰/۳	-۲۱/۰	۴/۷	۱۸۸/۲	۵۵۹/۲	۶۹۵/۲	۶۹۷/۲	۸۸۳/۰	۸۴۳/۴	شاخص قیمت پنجاه شرکت فعالتر

مآخذ: سازمان بورس اوراق بهادار تهران، گزارش آماری ماهانه، سال‌های مختلف



### ۳-۲-۵- نسبت ارزش سهام مبادله شده به متوسط ارزش جاری بازار

نسبت ارزش معاملات به متوسط ارزش جاری بازار سهام که اصطلاحاً نسبت فعالیت نامیده می‌شود، سطح مبادله اوراق بهادار را در مقابل اندازه بازار اوراق بهادار اندازه‌گیری می‌کند. نسبت مزبور از ۱۰/۶ در سال ۱۳۸۰ به ۲۹/۳ درصد در سال ۱۳۸۲ افزایش یافته و در سال ۱۳۸۳ به ۲۷/۷ درصد کاهش یافته است. کاهش چشمگیر نسبت مذکور در سال ۱۳۸۴ ناشی از کاهش شدید ارزش معاملات بورس اوراق بهادار در این سال نسبت به سال ۱۳۸۳ بوده است. این نسبت با ادامه روند کاهنده به ۱۵/۷ درصد در سال ۱۳۸۶ رسیده است.

### ۴-۲-۵- ضریب نفوذ بیمه

شاخص‌های فعالیت صنعت بیمه نشانگر روند رو به رشد آن طی سال‌های اخیر است (جدول شماره ۶). ضریب نفوذ بیمه<sup>۱</sup> که به شکل نسبت حق بیمه دریافتی شرکت‌های بیمه به تولید ناخالص داخلی محاسبه می‌شود، یکی از شاخص‌های توسعه بازار بیمه است. نسبت مزبور از ۰/۷ درصد در سال ۱۳۷۹ به ۱/۳ درصد در سال ۱۳۸۴ و ۱/۵ درصد در سال ۱۳۸۵ افزایش یافته است. روند متغیر مذکور، حاکی از تداوم روند رو به رشد فعالیت‌های صنعت بیمه کشور در سال‌های اخیر است. همچنین، تعداد بیمه نامه صادره شده نشان‌دهنده رشد درخور توجه بیمه در جامعه است؛ به طوری که در سال ۱۳۸۵ حدود ۲۰/۸ میلیون بیمه‌نامه اعم از گروهی و انفرادی صادر شده است، که در مقایسه با سال ۱۳۸۴ معادل ۱۸/۳ رشد نشان می‌دهد. نسبت تعداد بیمه‌نامه صادره به جمعیت نیز از ۱۸/۸ در سال ۱۳۸۱ به ۲۹/۵ درصد در سال ۱۳۸۵ افزایش یافته است (جدول شماره ۷).

جدول شماره ۶: شاخص‌های فعالیت صنعت بیمه در کشور، ۸۵-۱۳۷۹

سال	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵
تعداد شرکت‌های بیمه	۵	۱۲	۱۷	۱۸	۱۹
نمایندگی شرکت‌های بیمه	۵۸۴۸	۶۵۱۴	۶۶۰۰	۷۱۳۴	۷۸۵۲
حق بیمه تولیدی (میلیارد ریال)	۹۱۷۸/۸	۱۲۷۴۳/۴	۱۷۳۱۷/۶	۲۱۵۲۹/۹	۲۶۵۶۳/۴
خسارت پرداختی (میلیارد ریال)	۵۵۲۶/۶	۷۶۱۷/۴	۱۰۰۳۲/۳	۱۴۵۳۵	۱۶۴۶۶/۱

<sup>۱</sup> Insurance Penetration

جدول شماره ۷: شاخص‌های توسعه بخش مالی غیر بانکی

سال								
۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	۱۳۷۹	
۱۸/۵	۱۹/۴	۱۹/۳	۲۸/۰	۲۸/۳	۱۲/۸	۱۲/۳	۱۰/۸	نسبت ارزش جاری بازار به تولید ناخالص داخلی
۲/۹	۲/۷	۳/۳	۷/۵	۶/۱	۲/۵	۱/۲	۱/۶	نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی
۱۷/۴	۱۶/۳	۱۵/۶	۲۷/۷	۲۹/۳	۲۱/۶	۱۰/۶	۱۷/۱	نسبت فعالیت
-	۱/۵	۱/۳	۱/۲	۱/۱	-۰/۹	۰/۹	۰/۷	ضریب نفوذ بیمه
-	۱۹/۵	۱۶	۱۲/۶	۳/۱	۱	۰	۰	سهم شرکت‌های بیمه غیردولتی از حق بیمه تولیدی
-	۲۹/۵	۲۵/۷	۲۳/۶	۲۱/۹	۱۸/۸	-	-	نسبت تعداد بیمه نامه صادره به جمعیت
-	-	<sup>(۱)</sup> ۱۳/۸	<sup>(۱)</sup> ۱۴/۵	<sup>(۱)</sup> ۱۴/۴	۱۲/۹	۱۴/۹	۱۱/۸	سهم ارزش افزوده خدمات مؤسسات مالی در ارزش افزوده خدمات مؤسسات پولی و مالی

مآخذ: ترازنامه و گزارش اقتصادی سال ۱۳۸۴، بانک مرکزی ج.ا.ا. (۱۳۸۶) و محاسبات نگارنده.

### جمع بندی و نتیجه گیری

ضرورت توجه به مدیریت منابع مالی در فرآیند توسعه اقتصادی، منشاء مطالعات وسیعی بوده است. ادبیات غنی موجود درباره اهمیت و نقش بازارها و نهادهای مالی در رشد اقتصادی حاکی از این ضرورت است.

در این مطالعه ابتدا رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی و مطالعات نظری و تجربی در این زمینه مورد بررسی قرار گرفت. سپس، ضمن بررسی نحوه اندازه‌گیری توسعه مالی و ایجاد شاخص‌های مختلف برای اندازه‌گیری توسعه مالی، جایگاه ایران در میان کشورهای منطقه منا و سایر مناطق جهان براساس شاخص‌های مختلف توسعه مالی ارزیابی شد. در بخش بعدی نیز روند توسعه مالی در کشور طی چند سال اخیر براساس مجموعه‌ای از شاخص‌های عمده توسعه مالی بررسی و تحلیل شد.

نتایج تجربی موجود نشان می‌دهد که کشورهای برخوردار از سیستم مالی توسعه یافته‌تر در مسیر رشد اقتصادی سریع‌تری قرار می‌گیرند. هم واسطه‌ها و هم بازارهای مالی برای رشد اهمیت

<sup>۱</sup> ارقام مقدماتی است.

دارند. اندازه سیستم بانکی و سیالیت<sup>۱</sup> (نقدشوندگی) بازارهای سهام نیز هرکدام رابطه مثبتی با رشد اقتصادی دارند. همچنین، سیستم‌های مالی توسعه یافته‌تر، محدودیت‌های تأمین مالی خارجی را که در مقابل توسعه بنگاه و توسعه صنعتی قرار دارد مرتفع می‌سازند.

نتایج بررسی کنونی نشان می‌دهد که توسعه مالی در کشور، طی دهه‌های اخیر وضعیت مطلوبی نداشته است و در مقایسه با سایر کشورهای منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا نیز در ردیف کشورهای برخوردار از سطوح پایین توسعه مالی قرار داشته است. ایران در میان ۲۰ کشور منطقه منا با کسب امتیازهای ۱/۶ و ۲/۵ به ترتیب برای دوره‌های ۲۰۰۱-۲۰۰۰ و ۲۰۰۳-۲۰۰۲ به همراه کشورهای سوریه و لیبی در ردیف کشورهای برخوردار از سطح توسعه مالی بسیار پایین قرار گرفته است (کرین و همکاران، ۲۰۰۴ و ۲۰۰۷). همچنین، براساس شاخص‌های آرایه شده توسط بک و همکاران در بانک اطلاعاتی جدید ساختار و بازارهای مالی در سال ۲۰۰۷، توسعه مالی در ایران طی دهه اخیر در بسیاری از شاخص‌های مورد بررسی وضعیت نامطلوبی داشته است.

بررسی شاخص‌های توسعه مالی آرایه شده در مطالعه حاضر نشان می‌دهد با وجود ضعف‌ها و نواقص موجود در بخش مالی کشور، بسیاری از شاخص‌های محاسبه شده، نشان‌دهنده بهبود نسبی توسعه مالی در کشور طی سال‌های اخیر بوده است. افزایش سهم بانک‌های غیردولتی در صنعت بانکداری کشور، افزایش سهم بخش خصوصی از اعتبارات بانک‌ها، کاهش تمرکز در بخش بانکی، افزایش نسبت تسهیلات اعطایی به سپرده‌های بخش غیردولتی، کاهش کنترل اعتبارات بانک‌ها، افزایش ضریب نفوذ بیمه و افزایش سهم ارزش افزوده خدمات مؤسسات پولی و مالی می‌تواند نویدبخش افزایش رقابت و کارایی در سیستم مالی کشور برای ابزارها و خدمات مالی باشد. شاخص نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی (جاری) نیز که در بسیاری از مطالعات به‌عنوان شاخص "عمق مالی" مورد استفاده قرار می‌گیرد از روندی فزاینده طی سال‌های اخیر برخوردار بوده است؛ لیکن می‌بایست توجه داشت که افزایش شاخص عمق مالی به‌شکل نسبت نقدینگی ( $M_2$ ) به تولید ناخالص داخلی جاری با توجه به سهم درخور توجه پایه پولی و محدود ماندن اثر ضریب فزاینده در رشد نقدینگی طی سال‌های اخیر نمی‌تواند شاخص خوبی برای بهبود تعمیق مالی در کشور تلقی شود.

در مقابل، کاهش دستوری نرخ سود بانکی در شرایط تورمی، افزایش نقش دولت در تنظیم و تخصیص اعتبارات بانکی، محدود بودن انتشار و فروش اوراق مشارکت بانک مرکزی در اجرای

<sup>1</sup>liquidity of stock markets

سیاست‌های پولی کشور و همچنین، محدود ماندن استفاده از اوراق مشارکت دولت در تأمین مالی هزینه‌های اجرای طرح‌های اقتصادی از عوامل محدود کننده توسعه مالی در کشور هستند. در مجموع، با توجه به مطالعات موجود می‌توان مسائل عمده بخش مالی کشور را چنین برشمرد<sup>۱</sup>:

اول- بانک محور بودن نظام مالی کشور

دوم- ناسازگاری ساختار مالی موجود کشور با قوانین حاکم بر نظام مالی کشور و به تعبیر دیگر ناسازگاری و نبود سازمان‌یافتگی مناسب قوانین و نهادهای قانونی حاکم بر سیستم مالی کشور از جمله قوانین پولی و بانکی کشور و اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا از سال ۱۳۶۳ در ایران سوم- تأثیرگذاری بالای وقایع و حوادث ملی و بین‌المللی در بازارهای مالی داخلی، به‌ویژه بازار سهام چهارم- حاکمیت دخالت‌ها، تصدیگری و کنترل‌های دولت بر سیستم مالی و بروز نشانه‌های سرکوب مالی در کشور.

### سیاست‌های پیشنهادی

ایجاد رشد مستمر و پایدار اقتصادی از هدف‌های کلان اقتصادی بسیاری از برنامه‌های توسعه ملی کشور است. بر پایه سند چشم‌انداز بیست‌ساله کشور، ایران نیز قصد دارد براساس یک برنامه ۲۰ ساله تبدیل به کشوری توسعه‌یافته با جایگاه اول اقتصادی در سطح منطقه گردد. حال پرسشی که مطرح می‌شود آن است که منابع مالی لازم برای رسیدن به هدف‌های اقتصادی کشور توسط کدام نهادها، بازارها و ساختار مالی تجهیز و توزیع خواهد شد. با توجه به وضعیت شاخص‌های توسعه مالی در کشور در شرایط کنونی، کنترل و کاهش نرخ‌های سود بانکی از یک سو و حساسیت بالای بازار سرمایه به تحولات سیاسی در سطوح ملی و بین‌المللی از سوی دیگر، ضرورت بررسی ساختار مالی کشور و ارایه راهکارها و سیاست‌های پیشنهادی مناسب دو چندان شود. براساس نتایج این مطالعه و با در نظر گرفتن شرایط کلی حاکم بر محیط اقتصاد کلان و بخش مالی کشور، راهکارها و سیاست‌های پیشنهادی زیر برای دستیابی به سطح مطلوبی از توسعه مالی در کشور طی سال‌های آتی ارایه می‌شود:

<sup>۱</sup> پوررستمی (۱۳۸۷)

- ۱- تدوین برنامه توسعه مالی با توجه به اهمیت این بخش در رشد اقتصادی و همچنین تجربه‌های موفق در سایر کشورها، با توجه به افزایش روزافزون بازارهای مالی و ادغام‌های مالی در سطوح مختلف منطقه‌ای و بین‌المللی، عقب‌ماندگی بازارهای مالی کشور، بی‌تردید موجب خروج سرمایه‌های فراوانی از بازارهای مالی داخلی خواهد شد.
- ۲- برنامه‌ریزی بلندمدت و دقیق و پرهیز از اجرای سیاست‌های کنترلی شتابزده با اهداف کوتاه‌مدت. توجه به تجربه بحران‌های مالی و هزینه‌های هنگفت مترتب بر آن‌ها، ضرورت توجه به ابعاد وسیع‌تری را در تدوین برنامه‌های مالی نشان می‌دهد. با توجه به زمان‌بر و هزینه‌بر بودن اجرای برنامه‌های توسعه مالی، لزوم تسریع در تدوین و اجرای برنامه‌های توسعه مالی در کشور، دوچندان می‌شود.
- ۳- توجه به اصلاحات نهادی و ایجاد زیرساخت‌های لازم برای بهبود محیط نهادی، بررسی‌های موجود در زمینه تأثیر منفی آزادسازی مالی بر توسعه مالی در برخی از کشورهای کمتر توسعه یافته نشان می‌دهد که سیاست‌های بهبود توسعه مالی، در صورتی کارآمد و مؤثر خواهد بود که در راستای بهبود محیط نهادی و قانونی و تکامل ساختار مالی باشد.
- ۴- برنامه‌ریزی برای آزادسازی مالی پس از ارتقاء و بهبود شرایط نهادی عمومی به حدآستانه‌ای لازم؛ شواهد موجود نشان می‌دهد که جریان آزاد تجارت و سرمایه، مشروط بر اینکه سطح کمینه‌ای از نهادهای عمومی بر اداره امور کشور حاکم باشد، می‌تواند اصلاحات نهادی را سرعت بخشد و تأثیر مثبتی بر توسعه مالی داشته باشد. در مقابل ضعف در تدبیر شایسته امور موجب اثر متقابل و منفی آزادسازی مالی و شاخص‌های نهادی عمومی بر توسعه مالی کشورهای کمتر توسعه یافته شده و لزوم برنامه‌ریزی برای بهبود شاخص‌های نهادی را پیش از اجرای سیاست آزادسازی مالی نشان می‌دهد.
- ۵- اولویت بخشیدن به کاهش بوروکراسی و بهبود کیفیت آن، برای توسعه و بهبود شاخص‌های نهادی؛
- ۶- توجه به استقلال و پاسخگویی نهادهای نظارتی و تنظیمی در برنامه توسعه مالی کشور؛ وجود رابطه مثبت میان استقلال و پاسخگویی نهادهای تنظیمی و نظارتی با شاخص‌های توسعه مالی، لزوم توجه به استقلال نهادهای مزبور از دخالت‌های حکومتی را نشان می‌دهد.
- ۷- ضرورت توجه به نقش مهم نرخ‌های سود و برنامه‌ریزی برای خروج از شرایط سرکوب مالی؛ کنترل و کاهش نرخ‌های سود بانکی در شرایط تورمی موجود در اقتصاد کشور، از نشانه‌های مهم وضعیت سرکوب مالی در یک اقتصاد است که لازم است راهکارهای مناسبی جهت خروج

از این شرایط اندیشیده شود. بدیهی است که تداوم شرایط سرکوب مالی موجب ایجاد مشکلات بی‌شماری در زمینه جمع و تجهیز پس‌اندازها و هدایت آن‌ها به سمت تولید و سرمایه‌گذاری‌های مولد در کشور خواهد شد. در چنین شرایطی، بازارهای مالی، توانایی ارایه خدمات مالی را به نحو مطلوبی ندارد و رشد اقتصادی تضعیف می‌شود. در مقابل، زمینه افزایش قیمت‌ها، توزیع نابرابر تر درآمد و تشدید فقر در کشور فراهم خواهد شد.

۸- جنبه مهم و حائز اهمیت دیگر در تدوین و اجرای برنامه توسعه مالی، توجه به وضعیت رو به رشد اقتصاد جهانی است. برداشتن محدودیت‌های تجاری در راستای برنامه‌های سازمان تجارت جهانی (WTO)، مستلزم توجه به زیرساخت‌های بازارهای مالی است.

## کتابنامه

### الف. فارسی

- اخباری. محمد: *مروری بر وضعیت ژرفای (عمیق) مالی در ایران*، مجله روند، بانک مرکزی ج.ا.ا، سال شانزدهم، شماره ۱۳۸۵، ۴۸.
- پور رستمی. ناهید: *نقش نهادهای عمومی و مالی در توسعه مالی و رشد اقتصادی (مقایسه کشورهای کمتر توسعه یافته و کشورهای نوظهور)*، رساله دکتری، دانشگاه تهران، ۱۳۸۷.
- حشمتی مولایی. حسین: *عوامل مؤثر بر توسعه مالی در نظام بانکداری ایران*، پژوهشنامه اقتصادی، پژوهشکده امور اقتصادی، سال چهارم، شماره ۲، ۱۳۸۳.
- ختایی. محمود: *گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی*، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا، ۱۳۷۸.
- کميجانی. اکبر، نادعلی. محمد: *بررسی رابطه علی تعمیق مالی و رشد اقتصادی در ایران*، فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۴۴، ۱۳۸۶.
- گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، سال های مختلف.
- نظیفی. فاطمه: *توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران*، پژوهشنامه اقتصادی، پژوهشکده امور اقتصادی، سال چهارم، شماره ۳، ۱۳۸۳.
- نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی، سال های مختلف.
- نبلی، مسعود. راستاد، مهدی: *توسعه مالی و رشد اقتصادی*، مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس سیاستهای پولی و ارزی، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا، ۱۳۸۲.
- هیبتی. فرشاد، محمدزاده اصل. نازی: *ارزیابی آثار توسعه نظام مالی بر تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی*، پژوهشنامه اقتصادی، پژوهشکده امور اقتصادی، سال چهارم، شماره ۴، ۱۳۸۳.



## ب. انگلیسی

Arestis, P., P. O. Demetriades and K. B. Luintel : ***Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets***”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2001.

Atje, R. and B. Jovanovic: ***Stock Markets and Development***, *European Economic Review*, 1993.

Beck, T., Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine: ***A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector***, *World Bank Economic Review*, Updated version available at [econ.worldbank.org/programs/finance](http://econ.worldbank.org/programs/finance), 2000.

Beck, T., and A. de la Torre: ***The basic analytics of access to finance***, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 2007.

Beck, T., and A. Demirgüç-Kunt: ***Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint***, *Journal of Banking and Finance*, 2006.

Beck, T; A. Demirgüç-Kunt, and R. Levine: ***Bank supervision and corruption in lending***, *Journal of Monetary Economics*, 2006.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and R. Levine: ***Law and firms***, access to finance’, *American Law and Economics Review*, 2005.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and R. Levine: ***Finance, inequality and the poor***, *Journal of Economic Growth*, forthcoming, 2007.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and V. Maksimovic: ***Financial and legal constraints to firm growth: Does firm size matter?***’, *Journal of Finance*, 2005.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and V. Maksimovic: ***Bank competition and access to finance: International evidence***, *Journal of Money, Banking, and Credit*, 2004.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and M. Martinez Peria: ***Reaching out: Access to and use of banking services across countries***’, *Journal of Financial Economics*, forthcoming, 2007.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and M. Martinez Peria: ***Banking Services for everyone? Barriers to bank access and use around the world***, Policy Research Working, World Bank, 2007.

Beck, T., and R. Levine: ***Legal institutions and financial development***, in C. Menard and M. Shirley (eds), *Handbook of New Institutional Economics*, The Netherlands: Kluwer Dordrecht, 2005.

Beck, T., and R. Levine (2004), '***Stock markets, banks and growth: Panel evidence***', *Journal of Banking and Finance*, 2004.

Beck, T., and I. Webb: ***Economic, demographic, and institutional determinants of life insurance consumption across countries***, *World Bank Economic Review*, 2003.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R: ***Finance, Inequality and the Poor***, *Journal of Economic Growth*, forthcoming, 2004.

Beck, T., Demircuc-Kunt, A., and Levine, R: ***Bank Concentration, Competition, and Crises: First Results.***" *Journal of Banking and Finance*, forthcoming, 2006.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., and Levine, R: ***Law, Endowments, and Finance.***" *Journal of Financial Economics*, 2003

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., and Levine, R: ***Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?***" *Journal of Comparative Economics*, 2003.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., and Maksimovic, V: ***Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Size Matter?***" *Journal of Finance*, 2004.

Beck, T., Demircuc-Kunt, A., and Maksimovic, V: ***Bank Competition and Access to Finance: International Evidence***, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2004.

Beck, T., Asli Demircuc-Kunt, and Maria Soledad Martinez Peria: ***Banking Services for Everyone? Barriers to Bank Access and Use around the World***, World Bank Policy Research Working, World Bank, Washington, DC, 2007.

Beck, T, Levine, R. , and Loayza, N:***Finance and the Sources of Growth, Journal of Financial Economics***, 58, 261–300,2000.

Bencivenga,V. R. and B. D. Smith:***Financial Intermediation and Endogenous Growth***, *Review of Economics Studies*,1991.

Creane, Susan, Rishi Goyal, A. Mushfiq Mobarak, and Randa Sab:***Financial Sector Development in the Middle East and NorthAfrica***, IMF Working (Washington: International Monetary Fund),2004.

Creane, Susan, Rishi Goyal, A. Mushfiq Mobarak, and Randa Sab:***Measuring Financial Development in the Middle East and North Africa: A New Database***, *IMF Staff Papers*, Vol. 53, No. 3, International Monetary Fund,2007.

Demirgüç-Kunt, Asli, and Ross Levine, eds.:***Financial Structures and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*** (Cambridge, Massachusetts: MIT Press),2001.

Demirguc-Kunt A., and Detragiache, E:***Financial Liberalization and Financial Fragility***,In: Pleskovic, B., and Stiglitz, J. (eds.), *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics*. The World Bank, 1999.

Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., and Levine, R:***Regulations, Market Structure,Institutions,and the Cost of Financial Intermediation***, *Journal of Money, Credit, and Banking*,2004.

Demirgüç-Kunt, A., and Maksimovic, V:***Law, Finance, and Firm Growth***, *Journal of Finance* 53,1998.

Demirgüç-Kunt Asli, Ross Levine:***Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth***", World Bank, Policy Research Working,2008.

Detragiache, E., Gupta, P., and Tressel, T:***Finance in Lower-Income Countries: An Empirical Exploration***,International Monetary Fund Working, 2005.

Gelbard, Enrique A., and Sérgio Pereira Leite: ***Measuring Financial Development in Sub-Saharan Africa***, IMF Working Paper 99/105 (Washington: International Monetary Fund), 1999.

Greenwood, J., and Jovanovic, B: ***Financial Development, Growth, and the Distribution of Income***, *Journal of Political Economy* 98, 1990.

Greenwood, J. and B. Smith: ***Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets***, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 1996.

Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L: ***Does local financial development matter?***, National Bureau of Economic Research Working, 2002.

Harrison, P., O. Sussman and J. Zeira : ***Finance and Growth: Theory and Evidence***, Washington, DC: Federal Reserve Board (Division of Research and Statistics), mimeo, 1999.

Honohan, P: ***Financial Development, Growth, and Poverty: How Close Are the Links?***, In Goodhart, C. (ed.), *Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links*. London: Palgrave, 2004.

Honohan, P., and Thorsten Beck: ***Making Finance Work for Africa***. Washington, DC: The World Bank, 2007.

Khan, Mohsin S., and Abdelhak S. Senhadji: ***Financial Development and Economic Growth—An Overview***, IMF Working Paper 00/209 (Washington: International Monetary Fund), 2000.

King, R.G., and Levine, R: ***Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right***, *Quarterly Journal of Economics*, 1993.

King, R.G. and R. Levine: ***Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence***: *Journal of Monetary Economics*, 1993.

King, R.G. and R. Levine, ***Financial Intermediation and Economic Development***: In: *Financial Intermediation in the Construction of Europe*, Eds: C. Mayer and X. Vives, London: Centre for Economic Policy Research: 156-189, 1993.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.: **Government Ownership of Commercial Banks**, *Journal of Finance*, 2002.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny: **Corporate Ownership Around the World**, *Journal of Finance*, 1999.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R.W.: **Law and Finance**, *Journal of Political Economy*, 1998.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R.W.: **Legal Determinants of External Finance**. *Journal of Finance*, 1997.

Levine, R.: **Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?**, *Journal of Financial Intermediation*, 2002.

Levine, R.: **Law, Finance, and Economic Growth**, *Journal of Financial Intermediation*, 1999.

Levine, R.: **Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda**, *Journal of Economic Literature*, 1997.

Levine, R.: **The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth**, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1998.

Levine, R.: **Stock Markets, Growth, and Tax Policy**, *Journal of Finance*, 1991.

Levine, R. and D. Renelt: **A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions**, *American Economic Review*, 1992.

Levine, R. and S. Schmukler: **Migration, Spillovers, and Trade Diversion: The Impact of Internationalization on Stock Market Liquidity**, *National Bureau of Economic Research Working*, 2003.

Levine, R., and Zervos, S.: **Stock Markets, Banks, and Economic Growth**.” *American Economic Review*, 1998.

Levine, R., Loayza, N., and Beck, T.: **Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes**.” *Journal of Monetary Economics*, 2000.

Loayza, N. and R. Ranciere: *Financial Development, Financial Fragility, and Growth*, IMF Working, 2005.

Love, Inessa: *Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model*, *Review of Financial Studies*, 2003.

Lucas, R.E: *On the Mechanics of Economic Development*, *Journal of Monetary Economics*, 1988.

McKinnon, R. I. *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution, 1973.

Rajan, R.G., and Zingales, L.: *Financial Dependence and Growth*, *American Economic Review*, 1998.

Taghipoor, Anoshirvan: *The Role of Banking Sector Policies in Financial Development: The Case of Iran*, the 18<sup>th</sup> Annual Conference on Monetary and Exchange Policies, Monetary and Banking Research Academy, Central Bank of Iran, 2008.