

بررسی رابطه بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی کشور

یوسف محنت فر^۱

چکیده

هدف مقاله حاضر بررسی رابطه بین تعمیق مالی در بازار سرمایه ایران و رشد اقتصادی در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۶۹ می‌باشد. برای این منظور در این مقاله رابطه بین تعمیق مالی در بازار سرمایه و رشد اقتصادی کشور در چهار سناریو که هر سناریو مربوط به یک روش از اندازه‌گیری شاخص تعمیق مالی می‌باشد، مورد بررسی و مطالعه قرار می‌گیرد.

نتایج حاصل از مقاله حاضر نشان می‌دهد، رابطه بین تعمیق مالی در بازار سرمایه با رشد اقتصادی کشور در سناریوی‌های اول تا سوم مثبت و معنی‌دار به‌دست آمده است و نتایج حاصل از آزمون علیت گرنجر در هر سناریو نشان می‌دهد که تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی شده است و این رابطه یک‌طرفه می‌باشد.

در زمینه سناریوی چهارم رابطه تعمیق مالی و رشد اقتصادی منفی و معنی‌دار به‌دست آمده است اما نتایج حاصل از آزمون علیت گرنجر بیانگر مستقل بودن تعمیق مالی و رشد اقتصادی می‌باشد. به عبارت دیگر در این سناریو نه تعمیق مالی موجب رشد شده است و نه رشد اقتصادی موجب تعمیق مالی.

واژگان کلیدی: تعمیق مالی، رشد اقتصادی، بازار سرمایه ایران.

طبقه‌بندی موضوعی: O11,P34,P43,Q58.

۱. عضو هیأت علمی دانشگاه مازندران

۱- مقدمه

رشد و شکوفایی اقتصادی هر کشوری به نحوه و میزان سرمایه گذاری در آن کشور بستگی دارد. سرمایه یکی از اصلی ترین عوامل اثرگذار بر رشد است، به دلیل اینکه بدون وجود سرمایه سایر عوامل تولید نمی توانند بالفعل درآیند. بازار سرمایه زیرمجموعه ای از بازارهای مالی است که منابع مالی بلندمدت مورد نیاز بنگاه های تولیدی را از طریق تبدیل پس اندازهای افراد و واحدهای تجاری به سرمایه گذاری، تأمین می نماید. با گسترش ابعاد فعالیت های اقتصادی، حجم سرمایه گذاری ها و نیازهای مالی مربوط به این فعالیت ها نیز بزرگ تر می شود تا آنجا که در کشورهای توسعه یافته نقش بازار سرمایه و بخصوص سازوکار بورس اوراق بهادار در تأمین نیازهای مالی درازمدت و میانمدت اقتصاد ملی، قابل توجه می باشد. با این وجود کارایی بازار سرمایه در گردآوری منابع پس انداز و هدایت آن به سوی فعالیت های اقتصادی تا حدود زیادی به امکان مشارکت مردمی برای حضور در این بازار بستگی می یابد؛ بنابراین بازار سرمایه به سبب نقش اساسی آن در تجهیز منابع مالی فعالیت های اقتصادی و انباشت سرمایه، هم ترازوی بخش های پولی و واقعی و فراهم نمودن زمینه های دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی همراه با عدالت اجتماعی از اهمیت زیادی برخوردار می باشد. برای اینکه بازار سرمایه بتواند در رشد و توسعه اقتصاد ملی نقش شایسته و سزاوار داشته باشد، باید کارآمد، فعال و پیشرو باشد. بازار سرمایه ایران در چهارچوب بورس اوراق بهادار مجموعه کوچکی را در بر می گیرد که نقش آن در فرایند رشد اقتصادی کشور بسیار ناچیز بوده است. بررسی بازار سرمایه در قالب بورس اوراق بهادار کشور در سنجش با کشورهای دیگر نشان می دهد که بازار سرمایه در شکل کنونی به گونه ای محدود، سنتی و دنباله رو فعالیت دارد و از تأمین نیازهای مالی جهت رشد اقتصاد ملی ناتوان است.

همچنین تعمیق مالی یکی از پیش شرط های رشد و توسعه اقتصادی کشورها قلمداد شده است، به طوری که کشورهایی که بخش مالی آنها از عمق کمتری برخوردار باشد، نشان دهنده این است که منابع مالی در آنها به صورت کارآ بین نیازها تخصیص داده نشده است. واژه تعمیق مالی در فرهنگ نامه مفاهیم پولی و بانکی به حالتی گفته می شود که سرعت افزایش دارایی های مالی بیش از سرعت افزایش دارایی های غیرمالی باشد که در این حالت نسبت دارایی های مالی به دارایی های غیرمالی رو به افزایش می گذارد. شاخص های اندازه گیری تعمیق مالی به دودسته تقسیم می شوند که عبارت اند از شاخص های کمی و شاخص های ساختاری. دو شاخص کمی مورد استفاده در اندازه گیری تعمیق مالی شامل: ۱- نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی ۲- نسبت اعتبارات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی

شاخص‌های ساختاری برای کمک به تحلیل ساختار سیستم مالی و تعیین اهمیت عناصر مختلف آن طراحی شده‌اند که شامل سه شاخص زیر می‌باشند. ۱- نسبت نقدینگی به حجم پول ۲- نسبت معاملات سهام به نقدینگی ۳- نسبت حجم معاملات مشتقه به معاملات بازارهای ابزاری که هر سه شاخص فوق با تعمیق مالی رابطه مثبت دارند (Klein, et al., 2006).

با توجه به موارد عنوان شده در خصوص اهمیت بازار سرمایه و تعمیق مالی در بهبود روند رشد و توسعه اقتصادی بخصوص با توجه به تجربه کشورهای توسعه یافته، در این تحقیق تأثیر گسترش و حجم سرمایه‌گذاری (توسعه مالی) در بازار سرمایه بر رشد اقتصادی کشور مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای این منظور در بخش بعدی مقاله تعمیق مالی و اثرات آن بر رشد اقتصادی مورد بررسی قرار می‌گیرد. بخش سوم به مرور مطالعات انجام شده در زمینه تعمیق مالی و رشد اقتصادی اختصاص می‌یابد. در بخش چهارم نیز فرضیات و معرفی الگوهای مورد استفاده در این مقاله ارائه می‌شوند. در بخش پنجم یافته‌های تحقیق مورد مطالعه قرار می‌گیرد. بخش پایانی نیز به نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهاد اختصاص می‌یابد.

۲- تعمیق مالی و رشد اقتصادی

تعمیق مالی یکی از پیش شرط‌های رشد و توسعه اقتصادی کشورها محسوب می‌شود. به طوری که کشورهایی که بخش مالی آنها از عمق کمتری برخوردار است، لاجرم منابع مالی در آنها به صورت کار آیین نیازها تخصیص داده نخواهد شد و یا در مواقعی با مشکل در دسترس نبودن ابزارهای تأمین مالی مناسب مواجه می‌شوند که در این صورت منابع کافی جمع‌آوری نمی‌شود (Rousseau, et al., 2005).

اقتصاددانان کلاسیک قرن نوزدهم از واسطه‌گری‌های مالی که عامل مهم توضیح‌دهنده رشد اقتصادی است، غفلت کرده بودند تا اینکه باگوت (Bagehot, 1873) به اهمیت واسطه‌گری‌های مالی اشاره نمود. باگوت برای اولین بار مثال‌های روشنی را در مورد اینکه چگونه توسعه بازار پولی انگلستان توانسته منجر به جریان سرمایه در بین مناطق مختلف کشور شود، ارائه داد که بر این اساس سرمایه در جستجوی بالاترین نرخ بازده به جریان می‌افتد. وی همچنین اشاره دارد که واسطه‌گری‌های مالی توانستند شرایط و بسترهای مناسب را برای این جریان مهیا سازند اما تحلیل‌های باگوت ناقص بود و شومپتر در تکمیل آن به نقش بسیار مهم واسطه‌گری‌های مالی در جریان رشد اقتصادی اشاره کرد. به عبارت دیگر در حالی که نظریه پردازان رشد اقتصادی شبیه ریکاردو بر کمبود عوامل واقعی تولید

مانند زمین و سرمایه به عنوان محدودیت‌های رشد اقتصادی تمرکز داشتند و هرگز نقش بازارهای مالی را در نظر نمی‌گرفتند، شومپتر بر اهمیت خدمات واسطه‌گری‌های مالی در نوآوری و رشد اقتصادی تأکید کرد. بعدها نظریه‌پردازان توسعه به میزان زیادی از سیستم مالی چشم‌پوشی نمودند. برای مثال چنری و همکاران (Chenery, et al., 1966) عملکرد ضعیف رشد اقتصادی را به فقدان منابع، مخصوصاً به ارز خارجی مربوط دانستند. در یک پیشرفت قابل توجه اهمیت نظام مالی مؤثر برای توسعه اقتصادی در مطالعات تأثیرگذار مک کیون (Mackinnon, 1973) و شاو (Shaw, 1973) به اثبات رسید.

زمانی که صحبت از تعمیق مالی می‌شود، دو دیدگاه در این خصوص مطرح می‌شود، یک دیدگاه از طرف تقاضا و دیدگاه دیگر از طرف عرضه. دیدگاه طرف تقاضا معتقد است که این رشد اقتصادی است که منجر به تعمیق مالی می‌شود اما دیدگاه دوم بر این اعتقاد است که توسعه مالی که با افزایش عرضه خدمات مالی همراه است، یکی از عوامل مهم و تعیین‌کننده رشد اقتصادی است. بر این اساس طرفداران آزادسازی بازارها معتقدند که با اصلاحات نهادین نظیر آزادسازی بازارهای مالی می‌توان رشد اقتصادی را تسهیل نمود (Levine, 1997). تعمیق مالی با تسهیل مدیریت ریسک، کسب اطلاعات در مورد سرمایه‌گذاران و تخصیص منابع، نظارت بر مدیران و اعمال کنترل، تجهیز سپرده‌ها و تسهیل مبادله می‌تواند شرایط را برای رشد اقتصادی هموار سازد (نیلی، ۱۳۸۲).

از طرفداران طرف تقاضای تعمیق مالی می‌توان به رابینسون (Robinson, 1952) اشاره کرد. وی با توجه به بررسی که انجام داده است، نشان می‌دهد که توسعه و تعمیق مالی به‌روشنی معلول رشد اقتصادی می‌باشد. در جای دیگر لوکاس (Lucas, 1988) نیز معتقد است که اقتصاددانان بیش از حد اما به‌طور نادرست بر نقش سیستم‌های مالی در فرایند رشد اقتصادی تأکید داشته‌اند.

۳- مروری بر مطالعات تجربی انجام‌شده

در زمینه بازار سرمایه و بورس و همچنین توسعه و تعمیق مالی که موضوع بحث جدیدی در کشور شده است، تحقیقات خارجی بسیار زیادی انجام‌شده است. در ایران همانطور که عنوان شد، چندان آن‌طور که باید به این بازارها و توسعه آن چندان اهمیت داده نمی‌شد که یکی از دلایل عمده آن دولتی بودن اکثر بخش‌های مولد و مهم اقتصادی کشور می‌باشد؛ اما در سال‌های اخیر با وارد شده بحث واگذاری بخش‌های مهم اقتصادی به بخش خصوصی و به دنبال آن تدوین اصل ۴۴ در این زمینه، موضوع بازارهای مالی و توسعه و تعمیق مالی آنها نیز در درجه اهمیت قرار گرفته است و جزء

بحث‌های روز اقتصاددانان گردید. در ادامه به مهم‌ترین تحقیقات خارجی و داخلی انجام‌شده در خصوص بازار سرمایه و بورس و توسعه و تعمیق مالی آنها و اثرات آن بر رشد و توسعه اقتصادی اشاره می‌شود.

نخستین بار هیکس و همکاران (Hicks, et al., 1911) به بیان اهمیت ساختار مالی بر رشد اقتصادی پرداختند. به همین دلیل اکثر مدل‌هایی که ارتباط بین پدیده‌های مالی و رشد اقتصادی را بررسی می‌کنند در چارچوب مدل‌های نئوشومپتری قرار دارند. در این گونه مدل‌ها ابداعات تکنولوژی درون مدل تعیین می‌گردد و بنگاه‌ها می‌توانند از ابداعات تکنولوژی به‌عنوان یک کالای انحصاری برای دستیابی به سود بیشتر از صفر استفاده نمایند.

سپس گارلی و همکاران (Gurly, et al., 1955) در مقاله‌ای به نام «مفاهیم مالی توسعه» به اهمیت نقش توسعه مالی در رشد اقتصادی اشاره نمودند.

پاتریک (Patrick, 1966) در مقاله‌ای به نام «توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه» دو الگو در مورد رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی بیان می‌کند. الگوی اول رهبری عرضه^۱ است که توسعه بخش مالی مقدم بر تقاضای خدمات می‌باشد. الگوی دوم به نام تبعیت از تقاضا^۲ است که در آن ابتدا رشد ایجادشده در اقتصاد، توسعه مالی را به دنبال می‌آورد. به عبارت دیگر در این حالت توسعه تکاملی سیستم مالی نتیجه و پیامد پیوسته فرایند فراگیر و وسیع توسعه اقتصادی است.

گلداسمیت (Goldsmith, 1969) در کتاب خود تحت عنوان «ساختار مالی توسعه» بیان می‌کند که بین توسعه مالی و رشد اقتصادی ارتباط مثبتی وجود دارد.

مطالعه وسیع در مورد ارتباط ساختار مالی و رشد اقتصادی توسط مک‌کینون و همکاران (McKinnon, et al., 1973) صورت گرفت. مک‌کینون در کتاب خود تحت عنوان «پول و سرمایه در توسعه اقتصادی» مطالعاتی راجع به توسعه سیستم مالی و رشد اقتصادی در آرژانتین، برزیل، شیلی، آلمان کره و تایوان بعد از جنگ جهانی دوم انجام می‌دهد. وی نتیجه می‌گیرد که سیستم‌های مالی با عملکرد بهتر، رشد اقتصادی سریع‌تری را به دنبال دارند.

هابر (Haber, 1991) نیز برای کشورهای مکزیک، ایالات متحده و برزیل در دوره زمانی ۱۹۳۰-۱۸۳۰ رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را مطرح کرده است. هابر نشان می‌دهد که در برزیل با

1. Supply -Leading

2. Demand -Following

آزادسازی مالی بعد از سقوط نظام سلطنتی در سال ۱۸۸۹ و تأسیس جمهوری در برزیل تمرکز صنعتی کاهش می‌یابد و در نتیجه تولیدات صنعتی و به دنبال آن رشد اقتصادی در این کشورها افزایش می‌یابد.

کینگ و همکاران (King, et al., 1993) در تحقیقی با عنوان «توسعه مالی و رشد اقتصادی» به بررسی صحت فرضیه شومپتر مبنی بر اینکه توسعه مالی موتور رشد اقتصادی است، در مورد هشتاد کشور در خلال سال‌های ۱۹۸۹-۱۹۶۰ می‌پردازند. آنها با تقسیم‌بندی کشورها به چهار گروه کشورهای با رشد خیلی سریع، سریع، کند و خیلی کند به این نتیجه می‌رسند که توسعه مالی بالاتر، رشد اقتصادی فزاینده ایجاد می‌کند.

فرای (Fry, 1997) در مقاله‌ای به نام «مزیت‌های آزادسازی مالی» ضمن بیان این مطلب که بسیاری از دولت‌ها در کشورهای در حال توسعه دریافته‌اند که غیرممکن است محدودیت بودجه‌شان را با درآمد‌های مالیاتی جبران کنند بنابراین ایشان محدودیت بودجه‌شان را با کاهش نرخ بهره ایجاد سرکوب مالی برطرف می‌نمایند، عنوان می‌نماید که سرکوب مالی خساراتی به رشد اقتصادی وارد می‌کند. او نوآوری موفقیت‌آمیز را مشروط به سیستم‌های مالی کارا تر می‌داند و این گونه سیستم‌ها را موجب تسریع بخشیدن به رشد اقتصادی می‌داند.

در مقابل، طرفداران رایبسون اعتقاد دارند که واسطه‌های مالی تنها به عنوان کانالی برای هدایت پس‌انداز خانوارها به سمت فعالیت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند و عوامل اصلی رشد اقتصادی را همان موجودی سرمایه می‌دانند و اعتقاد دارند، سیاست‌های بخش عمومی باید معطوف به انباشت سرمایه فیزیکی شود. برخی از اقتصاددانان توسعه نیز نقش سیستم مالی در توسعه اقتصادی را نادیده گرفته‌اند، مانند میر و همکاران (Meier, et al., 1984) و استرن (Stern, 1989) نیز که به ذکر مباحث مؤثر بر رشد اقتصادی می‌پردازد نقش سیستم مالی را در نظر نگرفته است (یوسف‌پور، ۱۳۸۶).

در تحقیق انجام‌شده توسط هادیان و همکاران (۱۳۸۲) با عنوان بررسی اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در اقتصاد ایران، برای دستیابی به این هدف دو فرضیه عمومی مورد آزمون قرار گرفت. فرضیه اول به نام «رهبری عرضه» که در آن توسعه بخش مالی، مقدم و زمینه‌ساز توسعه بخش واقعی اقتصاد می‌باشد و فرضیه دوم تحت عنوان «تبعیت از تقاضا» که بر اساس آن رشد بخش واقعی موجب توسعه بخش مالی اقتصاد می‌گردد. به این منظور یک سیستم معادلات همزمان تدوین و با استفاده از روش تکراری رگرسیون‌های به‌ظاهر نامرتبط برآورد گردید. سپس میزان تأثیر متقابل دو بخش مذکور و شاخص‌های توسعه مالی در ایران برآورد و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

نتایج حاصل از برآورد الگو، نظریه رهبری عرضه را رد و تبعیت از تقاضا را تأیید می‌نماید. آثار متقابل محاسبه شده نیز حاکی از تأیید این نتایج است. بنابراین ضرورت اصلاح بازارهای مالی کشور بازار پول و بازار سرمایه مشخص می‌گردد. از جمله این پیشنهادات می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود:

۱- شفاف کردن اطلاعات یا قرار دادن اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در اختیار سرمایه‌گذاران این کار باعث امنیت مالی برای سرمایه‌گذاران می‌گردد و آنها را به سرمایه‌گذاری تشویق می‌نماید.

۲- آشنایی مردم نسبت به بورس اوراق بهادار و ترویج فرهنگ سرمایه‌گذاری در بورس.

۳- ترغیب و تشویق شرکت‌های تولیدی به عضویت در بورس اوراق بهادار به‌طور مثال معاف کردن این گونه شرکت‌ها از دادن مالیات.

۴- ایجاد تنوع در اوراق بهاداری که در بورس معامله می‌شوند و استفاده از ابزارهای جدید مالی. این عمل باعث ایجاد انگیزه و جذب سرمایه‌گذاران مختلف می‌گردد.

۵- خصوصی‌سازی نهادهای مالی و کاهش دخالت دولت در بازارهای مالی به‌خصوص بازار پول و سیستم بانکی.

همچنین بر اساس این تحقیق ایجاد ثبات ساختار مالی در کشور ضروری است. ثبات این ساختار باعث می‌گردد سیستم مالی کشور در مقابل نوسانات سیاسی یا اقتصادی دچار بحران نگردد و این عمل باعث جذب بیشتر سرمایه‌های داخلی و خارجی به سمت سیستم مالی کشور می‌گردد (هادیان و همکاران، ۱۳۸۲).

در تحقیق انجام شده توسط اخباری (۱۳۸۴)، وضعیت تعمیق مالی در ایران مورد بررسی قرار گرفت. هدف این تحقیق ارائه شاخص‌های مختلفی است که هریک از زاویه دید مخصوص به خود به بررسی وضعیت تعمیق مالی می‌پردازد. در این تحقیق تأکید شده که هرچه شاخص‌ها گسترده‌تر و جامع‌تر باشند، به‌طوری که تمامی ابعاد توسعه مالی یک کشور را در برگیرند، از دقت بالاتری برخوردار خواهند بود و تحلیل‌های اقتصادی که با این شاخص‌ها صورت می‌گیرد، قابلیت اطمینان بیشتری خواهند داشت.

در این تحقیق مجموعه‌ای از شاخص‌ها معرفی شدند که بی‌شباهت با شاخص‌های کمی سنتی، ارزیابی توسعه بخش مالی را دقیق‌تر نشان می‌دهد. شاخص‌های ارائه شده در این تحقیق جهت بررسی و مقایسه تعمیق مالی می‌توانند به طراحی سیاست‌های مناسب جهت توسعه بخش مالی و نیز تهیه مجموعه‌ای از شاخص‌های عملکرد برای ارزیابی سیاست‌های اقتصادی کمک کنند. در این تحقیق

شاخص‌های مختلف تعمیق مالی محاسبه شده برای ایران نشان می‌دهد که وضعیت توسعه مالی بازار مالی ایران از وضعیت مناسب و مطلوبی برخوردار نیست. همچنین در بعد شاخص‌های ساختاری در این تحقیق نشان داده شد که هنوز بسیاری از ابزارهای تأمین مالی و مدیریت ریسک در فضای تعمیق مالی اقتصاد ایران تعریف نشده‌اند (اخباری، ۱۳۸۴).

در این زمینه تحقیق انجام شده بعدی مربوط به شادکام (۱۳۸۴) می‌باشد. هدف از انجام این تحقیق بررسی ارتباط ساختار مالی به معنای درجه اتکاء یک سیستم مالی به ساز و کار مبتنی بر بازار مالی یا مبتنی بر بانک و اثر آن بر رشد اقتصادی بلندمدت بوده است. این موضوع با توجه به اینکه کشور در مقطع فعلی با نیاز به تحول در نظام بانکداری روبرو بوده و از طرف دیگر توسعه بازارهای مالی نیز از اهمیت خاص برخوردار شده است، انجام شده است. نتایج بررسی‌ها در این تحقیق نشان داد که تفاوت در ساختار مالی کشورها بیانگر تفاوت در رشد اقتصادی آنها نمی‌باشد، بلکه موضوعی که حائز اهمیت است، کیفیت ارائه خدمات مالی (تعمیق مالی) و سطح فعالیت واسطه‌گری‌های مالی در اقتصاد است؛ بنابراین مناسب‌ترین روش بررسی ارتباط ساختار مالی و رشد اقتصادی، مطالعه چگونگی جانشینی بازار مالی و بانک نیست، بلکه مطالعه نقش مکمل بازار مالی و بانک در رشد و توسعه اقتصادی روش مطلوب محسوب می‌شود. همچنین نتایج این تحقیق بر ضرورت توسعه ساختارهای مبتنی بر بانک و مبتنی بر بازار مالی به عنوان دو رکن تفکیک‌ناپذیر در سیستم‌های مالی تأکید دارد. علاوه بر این در این تحقیق تأکید شده است تا استقرار سیستم‌های حقوقی و وضع قوانین و مقررات مناسب برای ارتقاء سطح فعالیت‌های بازارها و سیستم‌های مالی در کانون توجه قرار گیرد (شادکام، ۱۳۸۴).

تحقیق بعدی با عنوان گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی توسط ختایی (۱۳۷۸) انجام شده است. در این تحقیق برای اندازه‌گیری توسعه مالی از شاخص نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی استفاده شده است. این تحقیق ارتباط معنی‌دار اما منفی را بین نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی با رشد اقتصادی، گزارش می‌کند. ختایی در این تحقیق این رابطه معکوس بین نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی با رشد اقتصادی را چنین توصیف می‌کند: برای تبیین نتیجه به دست آمده باید به متغیر نقدینگی (BM) و ساختار اقتصاد ایران توجه کنیم، متغیر BM جانشین M_3 و متغیر جامع مالی، شامل پول و انواع سپرده‌ها در مؤسسات مالی بانکی و غیر بانکی می‌باشد. در این تحقیق با نگاهی با اقتصاد ایران بخصوص از سال‌های نیمه دوم دهه ۱۳۵۰ به بعد مشخص می‌شود که افزایش BM و در نتیجه افزایش نسبت BM به تولید ناخالص داخلی بیشتر حاصل افزایش پایه پولی و به دلیل

کسری‌های مزمن بودجه دولت بوده است و این امر در نتیجه تعمیق و گسترش کاربردهای ابزارهای مالی در اقتصاد ایران نبوده است.

در این تحقیق نهایتاً از دو شاخص حجم اعتبارات پرداختی به بخش غیرمالی خصوصی به کل اعتبارات و نسبت حجم اعتبارات پرداختی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی نیز برای اندازه‌گیری توسعه و تعمیق مالی در ایران استفاده شده که نتایج تحقیق در این زمینه هر دو شاخص مذکور بیانگر اثر مثبت و معنی‌دار توسعه مالی بر رشد اقتصادی است (ختایی، ۱۳۷۸).

تحقیق بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران بوده که توسط نظیفی (۱۳۸۳) انجام شده است. در این تحقیق نیز از شاخص اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص اندازه‌گیری تعمیق مالی استفاده شده است. این تحقیق بیان می‌کند، عمده توجه سیاست‌گذاران اقتصادی برای گسترش و توسعه مالی معطوف به سیستم بانکی بوده است و ابداعات و نوآوری‌های خارج از سیستم بانکی برای ایجاد تحول و تغییر در نظام مالی کشور محسوس نبوده است. به عبارت دیگر تعداد قابل توجهی از اهداف طراحی شده در کشور برای تحقق هدف گسترش بازارهای مالی، بانک‌ها و سیستم بانکی را مدنظر داشته‌اند؛ بنابراین در این تحقیق شاخص نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی، تحولات و تغییرات سیستم بانکی را در جهت هدف عنوان شده در نظر گرفته است. مزیت دیگر شاخص مورد استفاده در این تحقیق این است که این شاخص اعتبارات تخصیص داده شده به بخش دولتی را شامل نمی‌شود و از این رو نقش واسطه‌های مالی را در هدایت وجوه به بخش خصوصی و جذب مشارکت بیشتر بخش خصوصی، بهتر نشان می‌دهد.

نتایج به دست آمده از این تحقیق نشان می‌دهد که بین متغیر تعمیق مالی که از طریق شاخص اعتبارات بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی محاسبه شده است و رشد اقتصادی یک رابطه منفی وجود دارد. در توجیه این رابطه در این تحقیق عنوان شده است که به دلیل تمایل دولت به نجات بانک‌ها و سیستم مالی در دوران بحران مالی، گسترش ابزارهای مالی که توسط اعطای تسهیلات بانک‌ها به بخش خصوصی اندازه‌گیری شده است، می‌تواند به طور مثبت با کارایی کمتر سرمایه‌گذاری همراه باشد و شکنندگی بیشتر سیستم مالی را موجب شود. در نتیجه این تحقیق توضیح می‌دهد که در وضعیتی که آزادسازی سیستم مالی در شرایط کم انسجام و محیط بی‌ثباتی و بدون مقررات انجام می‌شود، گسترش واسطه‌گری‌های مالی نه تنها دارای اثر مثبت بر رشد اقتصادی نمی‌باشند بلکه ممکن است اثر منفی نیز بر رشد اقتصادی داشته باشد (نظیفی، ۱۳۸۳).

۴- فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مطالب عنوان‌شده، مهم‌ترین فرضیاتی که در این تحقیق به آنها پرداخته می‌شود عبارت‌اند از:

- ۱- تعمیق مالی و تنوع بخشیدن در ابزارهای مالی از طریق بازار سرمایه موجب رشد اقتصادی می‌شود.
- ۲- بین تعمیق مالی بازار سرمایه و جریان رشد اقتصادی کشور یک رابطه مثبت و معنی‌دار و یک‌سویه برقرار است.

روش اصلی تحقیق حاضر تحلیلی - توصیفی می‌باشد. ابتدا اطلاعات و داده‌های جمع‌آوری شده از طریق نرم‌افزار *Excel* سازماندهی و توصیف شده و سپس با توجه به مدل رگرسیون و با کمک نرم‌افزار *Eviews* رابطه بین متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرد. روش گردآوری اطلاعات در این پژوهش از نوع کتابخانه‌ای می‌باشد که در آن از اطلاعات مربوط به تولید ناخالص داخلی، رشد اقتصادی، حجم پول، نقدینگی بخش خصوصی، اعتبارات بخش غیردولتی و ارزش معاملات سهام در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۶۹ که توسط بانک مرکزی ایران ارائه و منتشر شده است، استفاده می‌شود.

۵- تحلیل یافته‌های تحقیق

به‌منظور بررسی رابطه تعمیق مالی با رشد اقتصادی کشور در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۶۹، به دلیل محاسبه شاخص تعمیق مالی با چهار روش مختلف، از چهار الگوی رگرسیونی با سه متغیر توضیحی تحت چهار سناریو که مربوط به روش‌های اندازه‌گیری تعمیق مالی می‌باشند، استفاده می‌شود. **سناریوی اول:** برای بررسی رابطه بین شاخص تعمیق مالی به‌دست آمده از روش نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی با رشد اقتصادی در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۶۹ از الگوی رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$\dot{Y}_t = \beta_0 + \beta_1.D_{1t} + \beta_2.LnBM_t + \beta_3.LnY_t + U_t$$

که در آن $\dot{Y}_t$ نرخ رشد اقتصادی در سال t ، D_{1t} شاخص تعمیق مالی محاسبه‌شده به روش نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی در سال t ، BM_t نقدینگی بخش خصوصی در سال t ، Y_t تولید ناخالص داخلی در سال t و U_t جمله پسماند الگو می‌باشد.

نتایج حاصل از الگوی فوق با استفاده از اطلاعات مربوط به رشد اقتصادی، شاخص تعمیق مالی، حجم نقدینگی و تولید ناخالص داخلی و با کمک نرم افزار اقتصادسنجی *Eviews* به صورت زیر می باشد:

$$\dot{Y}_t = -327.8 + 3.9 D_{1t} - 178.7 LnBM_t + 179.5 LnY_t$$

(-1.9) (2.04) (-1.8) (1.8)

$$R^2 = 0.65 \quad F = 7.4 \quad DW = 2.02 \quad Prob = 0.004$$

نتایج حاصل از الگوی فوق نشان می دهد، در سال های ۱۳۸۸ - ۱۳۶۹ بین تعمیق مالی بازار سرمایه و رشد اقتصادی کشور یک رابطه مثبت وجود دارد. به عبارت دیگر بهبود و توسعه بازارهای مالی با رشد اقتصادی همراه می باشد. رابطه بین حجم نقدینگی و رشد اقتصادی منفی به دست آمده است. به عبارت دیگر افزایش حجم نقدینگی موجب کاهش رشد اقتصادی می شود. با توجه به ضریب تعیین الگو، ۶۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می شوند. ضرایب مربوط به آماره F نیز نشان می دهد، کلیه ضرایب فوق در سطح ۵ درصد معنی دار می باشند؛ بنابراین با توجه به الگوی فوق بین تعمیق مالی و توسعه بازارهای مالی با رشد اقتصادی کشور یک رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد.

به منظور بررسی رابطه علیت بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی از آزمون گرنجر استفاده می شود. به عبارت دیگر برای بررسی این امر که آیا رشد اقتصادی موجب تعمیق مالی می شود تا تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می شود از آزمون علیت گرنجر استفاده شده است که نتایج حاصل از این آزمون به صورت زیر می باشد:

فرضیه H_0	F-Statistic	Probability
رشد اقتصادی موجب تعمیق مالی می شود	۰/۲۷۶۴	۰/۶۰۸۶
تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می شود	۱۲/۷۱	۰/۰۰۳۸

با توجه به آماره F و سطح معنی داری به دست آمده از آزمون گرنجر فرضیه مربوط به اینکه رشد اقتصادی موجب تعمیق و توسعه مالی می شود رد می شود و این فرضیه که تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می شود با اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته می شود؛ بنابراین تعمیق مالی دارای اثر مثبت و معنی دار بر رشد اقتصادی می باشد.

الگوی بعدی مورد استفاده در این زمینه رگرسیون درجه دوم به صورت زیر می باشد:

$$\dot{Y}_t = a + b.D_{1t} + c.D_{1t}^2 + U_t$$

که در آن $\dot{Y}_t$ نرخ رشد اقتصادی در سال t ، D_{1t} شاخص تعمیق مالی محاسبه شده به روش اول در سال t و U_t جمله پسماند الگو می باشد. در رابطه فوق شکل خطی (ضریب b) برای نشان دادن اثرات سودمند تعمیق مالی بر رشد اقتصادی و شکل توان دوم یا غیرخطی (ضریب c) به عنوان معیاری برای اثرات نامطلوب تعمیق مالی بر رشد اقتصادی طراحی شده است.

نتایج حاصل از این الگو به صورت زیر می باشد:

$$\dot{Y}_t = 99.1 + 4.02 D_{1t} - 0.04 D_{1t}^2$$

$$(2.03) \quad (2.19) \quad (-2.47)$$

$$R^2 = 0.69 \quad F = 14.2 \quad Prob = 0.0005$$

نتایج حاصل از این الگو نیز همگی در سطح ۵ درصد معنی دار می باشند. در این الگو نیز ضریب D_1 مثبت و ضریب D_1^2 منفی و مقدار آن کمتر از ضریب D_1 می باشد؛ بنابراین در این الگو نیز اثر مثبت و معنی دار تعمیق مالی بر رشد اقتصادی مورد تأیید قرار گرفته و مقدار ضرایب نیز بیانگر این امر است که اثرات مطلوب تعمیق مالی بر رشد اقتصادی بیشتر از اثرات نامطلوب آن می باشد.

سناریوی دوم: برای بررسی رابطه بین شاخص تعمیق مالی به دست آمده از روش نسبت اعتبارات بخش غیردولتی به تولید ناخالص داخلی با رشد اقتصادی در سال های ۱۳۸۸-۱۳۶۹ از الگوی رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$\dot{Y}_t = \delta_0 + \delta_1.D_{2t} + \delta_2.LnCP_t + \delta_3.LnY_t + U_t$$

که در آن $\dot{Y}_t$ نرخ رشد اقتصادی در سال t ، D_{2t} شاخص تعمیق مالی محاسبه شده به روش نسبت اعتبارات بخش غیردولتی به تولید ناخالص داخلی در سال t ، CP_t اعتبارات بخش خصوصی در سال t ، Y_t تولید ناخالص داخلی در سال t و U_t جمله پسماند الگو می باشد.

نتایج حاصل از الگوی فوق با استفاده از اطلاعات مربوط به رشد اقتصادی، شاخص تعمیق مالی، حجم اعتبارات بخش خصوصی و تولید ناخالص داخلی و با کمک نرم افزار اقتصادسنجی *Eviews* به صورت زیر می باشد:

$$\dot{Y}_t = -14.7 + 0.67 D_{2t} - 15.3 LnCP_t + 13.7 LnY_t$$

$$(-0.18) \quad (2.5) \quad (-1.3) \quad (1.8)$$

$$R^2 = 0.68 \quad F = 15.3 \quad DW = 2.07 \quad Prob = 0.008$$

نتایج حاصل از الگوی فوق نشان می‌دهد، در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۶۹ بین تعمیق مالی بازار سرمایه و رشد اقتصادی کشور یک رابطه مثبت وجود دارد. به عبارت دیگر بهبود و توسعه بازارهای مالی با رشد اقتصادی همراه می‌باشد. رابطه بین حجم اعتبارات بخش خصوصی و رشد اقتصادی منفی به دست آمده است. به عبارت دیگر افزایش حجم اعتبارات موجب کاهش رشد اقتصادی می‌شود. با توجه به ضریب تعیین الگو، ۶۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می‌شوند. ضرایب مربوط به آماره F نیز نشان می‌دهد، کلیه ضرایب فوق در سطح ۵ درصد معنی‌دار می‌باشند؛ بنابراین با توجه به الگوی فوق بین تعمیق مالی و توسعه بازارهای مالی با رشد اقتصادی کشور یک رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد.

به منظور بررسی رابطه علیت بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی از آزمون گرنجر استفاده می‌شود. به عبارت دیگر برای بررسی این امر که آیا رشد اقتصادی موجب تعمیق مالی می‌شود تا تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می‌شود از آزمون علیت گرنجر استفاده شده است که نتایج حاصل از این آزمون به صورت زیر می‌باشد:

فرضیه H_0	F-Statistic	Probability
رشد اقتصادی موجب تعمیق مالی می‌شود	۰/۰۹۶	۰/۷۶۱۵
تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می‌شود	۱۳/۶۸	۰/۰۰۷۲

با توجه به آماره F و سطح معنی‌داری به دست آمده از آزمون گرنجر فرضیه مربوط به اینکه رشد اقتصادی موجب تعمیق و توسعه مالی می‌شود رد می‌شود و این فرضیه که تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می‌شود با اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته می‌شود؛ بنابراین تعمیق مالی دارای اثر مثبت و معنی‌دار بر رشد اقتصادی می‌باشد.

الگوی بعدی مورد استفاده در این زمینه رگرسیون درجه دوم به صورت زیر می‌باشد:

$$\dot{Y}_t = a + b.D_{2t} + c.D_{2t}^2 + U_t$$

که در آن $\dot{Y}_t$ نرخ رشد اقتصادی در سال t ، D_{2t} شاخص تعمیق مالی محاسبه شده به روش نسبت اعتبارات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی در سال t و U_t جمله پسماند الگو می‌باشد. در رابطه فوق شکل خطی (ضریب b) برای نشان دادن اثرات سودمند تعمیق مالی بر رشد اقتصادی و شکل توان دوم یا غیرخطی (ضریب c) به عنوان معیاری برای اثرات نامطلوب تعمیق مالی بر رشد اقتصادی طراحی شده است.

نتایج حاصل از این الگو به صورت زیر می باشد:

$$\dot{Y}_t = -5.5 + 0.46 D_{2t} - 0.004 D_{2t}^2$$

(20.3) (0.42) (-0.3)

$$R^2 = 0.67 \quad F = 12.5 \quad Prob = 0.031$$

نتایج حاصل از این الگو نیز همگی در سطح ۵ درصد معنی دار می باشند. در این الگو نیز ضریب D_2 مثبت و ضریب D_2^2 منفی و مقدار آن کمتر از ضریب D_2 می باشد؛ بنابراین در این الگو نیز اثر مثبت و معنی دار تعمیق مالی بر رشد اقتصادی مورد تأیید قرار گرفته و مقدار ضرایب نیز بیانگر این امر است که اثرات مطلوب تعمیق مالی بر رشد اقتصادی بیشتر از اثرات نامطلوب آن می باشد.

سناریوی سوم: برای بررسی رابطه بین شاخص تعمیق مالی به دست آمده از روش نسبت نقدینگی به حجم پول با رشد اقتصادی در سال های ۱۳۶۹-۱۳۸۸ از الگوی رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$\dot{Y}_t = \kappa_0 + \kappa_1 D_{3t} + \kappa_2 \ln BM_t + \kappa_3 \ln NM_t + U_t$$

که در آن $\dot{Y}_t$ نرخ رشد اقتصادی در سال t ، D_{3t} شاخص تعمیق مالی محاسبه شده به روش نسبت نقدینگی به حجم پول در سال t ، BM_t نقدینگی بخش خصوصی در سال t ، NM_t حجم پول در سال t و U_t جمله پسماند الگو می باشد.

نتایج حاصل از الگوی فوق با استفاده از اطلاعات مربوط به رشد اقتصادی، شاخص تعمیق مالی، نقدینگی و حجم پول و با کمک نرم افزار اقتصادسنجی *Eviews* به صورت زیر می باشد:

$$\dot{Y}_t = -18 + 84.7 D_{3t} - 192.9 \ln BM_t + 191.8 \ln NM_t$$

(-0.79) (2.51) (-1.46) (1.45)

$$R^2 = 0.71 \quad F = 12.9 \quad DW = 2.24 \quad Prob = 0.0098$$

نتایج حاصل از الگوی فوق نشان می دهد، در سال های ۱۳۶۹-۱۳۸۸ بین تعمیق مالی بازار سرمایه و رشد اقتصادی کشور یک رابطه مثبت وجود دارد. به عبارت دیگر بهبود و توسعه بازارهای مالی با رشد اقتصادی همراه می باشد. رابطه بین نقدینگی بخش خصوصی و رشد اقتصادی منفی و رابطه بین حجم پول و با رشد اقتصادی مثبت به دست آمده است. به عبارت دیگر افزایش نقدینگی بخش خصوصی موجب کاهش رشد اقتصادی می شود. با توجه به ضریب تعیین الگو، ۷۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می شوند. ضرایب مربوط به آماره F نیز نشان می دهد، کلیه ضرایب فوق در سطح ۵ درصد معنی دار می باشند؛ بنابراین با توجه به الگوی فوق بین تعمیق مالی و توسعه بازارهای مالی با رشد اقتصادی کشور یک رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد.

به منظور بررسی رابطه علیت بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی از آزمون گرنجر استفاده می شود. به عبارت دیگر برای بررسی این امر که آیا رشد اقتصادی موجب تعمیق مالی می شود تا تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می شود از آزمون علیت گرنجر استفاده شده است که نتایج حاصل از این آزمون به صورت زیر می باشد:

فرضیه H_0	F-Statistic	Probability
رشد اقتصادی موجب تعمیق مالی می شود	۰/۹۳۷۹	۰/۳۵۲۹
تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می شود	۱۳/۵۱۳۸	۰/۰۰۴۸

با توجه به آماره F و سطح معنی داری به دست آمده از آزمون گرنجر فرضیه مربوط به اینکه رشد اقتصادی موجب تعمیق و توسعه مالی می شود رد می شود و این فرضیه که تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می شود با اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته می شود؛ بنابراین تعمیق مالی دارای اثر مثبت و معنی دار بر رشد اقتصادی می باشد.

الگوی بعدی مورد استفاده در این زمینه رگرسیون درجه دوم به صورت زیر می باشد:

$$\dot{Y}_t = a + b.D_{3t} + c.D_{3t}^2 + U_t$$

که در آن $\dot{Y}_t$ نرخ رشد اقتصادی در سال t ، D_{3t} شاخص تعمیق مالی محاسبه شده به روش نسبت نقدینگی به حجم پول در سال t و U_t جمله پسماند الگو می باشد. در رابطه فوق شکل خطی (ضریب b) برای نشان دادن اثرات سودمند تعمیق مالی بر رشد اقتصادی و شکل توان دوم یا غیرخطی (ضریب c) به عنوان معیاری برای اثرات نامطلوب تعمیق مالی بر رشد اقتصادی طراحی شده است. نتایج حاصل از این الگو به صورت زیر می باشد:

$$\dot{Y}_t = 59.7 + 46.6 D_{3t} - 9.7 D_{3t}^2$$

(0.76) (2.7) (-2.6)

$$R^2 = 0.63 \quad F = 14.2 \quad Prob = 0.0061$$

نتایج حاصل از این الگو نیز همگی در سطح ۵ درصد معنی دار می باشند. در این الگو نیز ضریب D_3 مثبت و ضریب D_3^2 منفی و مقدار آن کمتر از ضریب D_3 می باشد؛ بنابراین در این الگو نیز اثر مثبت و معنی دار تعمیق مالی بر رشد اقتصادی مورد تأیید قرار گرفته و مقدار ضرایب نیز بیانگر این امر است که اثرات مطلوب تعمیق مالی بر رشد اقتصادی بیشتر از اثرات نامطلوب آن می باشد.

سناریوی چهارم: برای بررسی رابطه بین شاخص تعمیق مالی به دست آمده از روش نسبت حجم معاملات سهام به نقدینگی با رشد اقتصادی در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۶۹ از الگوی رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$\dot{Y}_t = \lambda_0 + \lambda_1.D_{4t} + \lambda_2.LnSEC_t + \lambda_3.LnBM_t + U_t$$

که در آن $\dot{Y}_t$ نرخ رشد اقتصادی در سال t ، D_{4t} شاخص تعمیق مالی محاسبه شده به روش نسبت حجم معاملات سهام به نقدینگی در سال t ، BM_t نقدینگی بخش خصوصی در سال t ، SEC_t حجم معاملات سهام در سال t و U_t جمله پسماند الگو می‌باشد.

نتایج حاصل از الگوی فوق با استفاده از اطلاعات مربوط به رشد اقتصادی، شاخص تعمیق مالی، نقدینگی و حجم معاملات سهام و با کمک نرم‌افزار اقتصادسنجی *Eviews* به صورت زیر می‌باشد:

$$\dot{Y}_t = 105.1 - 1.06 D_{4t} + 11.4 LnSEC_t - 16.1 LnBM_t$$

(3.7) (-2.8) (3.03) (-3.4)

$$R^2 = 0.53 \quad F = 11.5 \quad DW = 2.7 \quad Prob = 0.0241$$

نتایج حاصل از الگوی فوق نشان می‌دهد، در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۶۹ بین تعمیق مالی بازار سرمایه و رشد اقتصادی کشور یک رابطه منفی وجود دارد. به عبارت دیگر بهبود و توسعه بازارهای مالی با رشد اقتصادی همراه نمی‌باشد. رابطه بین نقدینگی بخش خصوصی و رشد اقتصادی نیز منفی و رابطه بین حجم معاملات سهام و با رشد اقتصادی مثبت به دست آمده است. به عبارت دیگر افزایش نقدینگی بخش خصوصی موجب کاهش رشد اقتصادی و افزایش معاملات سهام موجب افزایش رشد اقتصادی می‌شود. با توجه به ضریب تعیین الگو، ۵۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می‌شوند. ضرایب مربوط به آماره F نیز نشان می‌دهد، کلیه ضرایب فوق در سطح ۵ درصد معنی‌دار می‌باشند؛ بنابراین با توجه به الگوی فوق بین تعمیق مالی و توسعه بازارهای مالی با رشد اقتصادی کشور یک رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد.

همچنین ضریب مربوط به آماره دورین واتسون نیز نشان می‌دهد که الگوی فوق فاقد مشکل خودهمبستگی می‌باشد.

به منظور بررسی رابطه علیت بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی از آزمون گرنجر استفاده می‌شود. به عبارت دیگر برای بررسی این امر که آیا رشد اقتصادی موجب تعمیق مالی می‌شود تا تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می‌شود از آزمون علیت گرنجر استفاده شده است که نتایج حاصل از این آزمون به صورت زیر می‌باشد:

فرضیه H_0	F-Statistic	Probability
رشد اقتصادی موجب تعمیق مالی می شود	۰/۶۶۷۵	۰/۴۳۳۲
تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می شود	۱/۴۴۵۶	۰/۶۲۶۴

با توجه به آماره F و سطح معنی داری به دست آمده از آزمون گرنجر هر دو فرضیه فوق رد می شود. به عبارت دیگر بر اساس نتایج فوق نه رشد اقتصادی موجب تعمیق و توسعه مالی می شود و نه تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می شود؛ بنابراین تعمیق مالی به دست آمده در این سناریو و رشد اقتصادی مستقل از یکدیگر می باشد.

الگوی بعدی مورد استفاده در این زمینه رگرسیون درجه دوم به صورت زیر می باشد:

$$\dot{Y}_t = a + b.D_{4t} + c.D_{4t}^2 + U_t$$

که در آن $\dot{Y}_t$ نرخ رشد اقتصادی در سال t ، D_{4t} شاخص تعمیق مالی محاسبه شده به روش نسبت معاملات سهام به نقدینگی در سال t و U_t جمله پسماند الگو می باشد. در رابطه فوق شکل خطی (ضریب b) برای نشان دادن اثرات سودمند تعمیق مالی بر رشد اقتصادی و شکل توان دوم یا غیر خطی (ضریب c) به عنوان معیاری برای اثرات نامطلوب تعمیق مالی بر رشد اقتصادی طراحی شده است. نتایج حاصل از این الگو به صورت زیر می باشد:

$$\dot{Y}_t = 3.5 + 0.76 D_{4t} - 0.04 D_{4t}^2$$

(1.38) (0.7) (-0.6)

$$R^2 = 0.38 \quad F = 3.25 \quad Prob = 0.1755$$

نتایج حاصل از این الگو نیز در سطح ۵ درصد معنی دار نمی باشند. در این الگو ضریب D_4 مثبت و ضریب D_4^2 منفی و مقدار آن کمتر از ضریب D_4 می باشد اما این نتایج به دست آمده با احتمال ۹۵ درصد رد می شوند. با توجه به اینکه ضریب D_4^2 کمتر از ضریب D_4 می باشد لذا اثرات نامطلوب تعمیق مالی در این سناریو کمتر است.

۶- نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف اصلی مقاله حاضر بررسی رابطه بین تعمیق مالی بازار سرمایه و رشد اقتصادی کشور در سال های ۱۳۸۸-۱۳۶۹ بوده است. برای این منظور بخش اول مقاله به مقدمه اختصاص یافت. در بخش دوم تعمیق مالی و اثرات آن بر رشد اقتصادی مورد بررسی قرار گرفت. بخش سوم به مرور مطالعات انجام شده در زمینه تعمیق مالی و رشد اقتصادی اختصاص یافت. در بخش چهارم نیز فرضیات و معرفی

الگوهای مورد استفاده در این مقاله ارائه شد. در بخش پنجم یافته‌های تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

با توجه به مطالب عنوان شده، نتایج حاصل از این مقاله عبارت‌اند از:

۱- نتایج حاصل از تحقیق حاضر نشان می‌دهد، در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۶۹ بین تعمیق مالی بازار سرمایه به روش نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی (D_1) و رشد اقتصادی کشور یک رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. به عبارت دیگر بهبود و توسعه بازارهای مالی با رشد اقتصادی همراه می‌باشد. با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون گرنجر فرضیه مربوط به اینکه رشد اقتصادی موجب تعمیق و توسعه مالی می‌شود رد می‌شود و این فرضیه که تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می‌شود با اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته می‌شود؛ بنابراین تعمیق مالی دارای اثر مثبت و معنی‌دار بر رشد اقتصادی می‌باشد.

۲- نتایج حاصل از تحقیق حاضر نشان می‌دهد، در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۶۹ بین تعمیق مالی بازار سرمایه به روش نسبت اعتبارات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (D_2) و رشد اقتصادی کشور یک رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. به عبارت دیگر بهبود و توسعه بازارهای مالی با رشد اقتصادی همراه می‌باشد. همچنین با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون گرنجر فرضیه مربوط به اینکه رشد اقتصادی موجب تعمیق و توسعه مالی می‌شود رد می‌شود و این فرضیه که تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می‌شود با اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته می‌شود؛ بنابراین تعمیق مالی دارای اثر مثبت و معنی‌دار بر رشد اقتصادی می‌باشد.

۳- نتایج حاصل از تحقیق حاضر نشان می‌دهد، در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۶۹ بین تعمیق مالی بازار سرمایه به روش نسبت نقدینگی به حجم پول (D_3) و رشد اقتصادی کشور یک رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. به عبارت دیگر بهبود و توسعه بازارهای مالی با رشد اقتصادی همراه می‌باشد. همچنین با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون گرنجر فرضیه مربوط به اینکه رشد اقتصادی موجب تعمیق و توسعه مالی می‌شود رد می‌شود و این فرضیه که تعمیق مالی موجب رشد اقتصادی می‌شود با اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته می‌شود؛ بنابراین تعمیق مالی دارای اثر مثبت و معنی‌دار بر رشد اقتصادی می‌باشد.

۴- نتایج حاصل از تحقیق حاضر نشان می‌دهد، در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۶۹ بین تعمیق مالی بازار سرمایه به روش نسبت معاملات سهام به نقدینگی (D_4) و رشد اقتصادی کشور یک رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. به عبارت دیگر بهبود و توسعه بازارهای مالی با رشد اقتصادی همراه نمی‌باشد. همچنین با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون گرنجر هر دو فرضیه فوق رد می‌شود. به عبارت دیگر بر اساس نتایج آزمون گرنجر نه رشد اقتصادی موجب تعمیق و توسعه مالی می‌شود و نه تعمیق مالی موجب

رشد اقتصادی می‌شود؛ بنابراین تعمیق مالی به‌دست آمده در این سناریو و رشد اقتصادی مستقل از یکدیگر می‌باشد.

با توجه به نتایج حاصل از تحقیق حاضر در زمینه روند تعمیق مالی در بازار سرمایه و همچنین اثرات آن بر رشد اقتصادی کشور در سناریوهای مختلف، خصوصی‌سازی نهادهای مالی و کاهش دخالت دولت در بازارهای مالی به‌خصوص بازار پول و سیستم بانکی پیشنهاد می‌شود. همچنین ایجاد ثبات ساختار مالی در کشور ضروری است. ثبات این ساختار باعث می‌گردد سیستم مالی کشور در مقابل نوسانات سیاسی یا اقتصادی دچار بحران نگردد و این عمل باعث جذب بیشتر سرمایه‌های داخلی و خارجی به سمت سیستم مالی کشور می‌گردد.

منابع و مأخذ:

۱. اخباری، محمد (۱۳۸۴)، "مروری بر وضعیت ژرفای (عمق) مالی ایران"، مجله روند، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، تهران.
۲. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۰)، "جداول آماری"، مجله بانک مرکزی، اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال چهل و ششم، تهران.
۳. ختایی، محمود (۱۳۷۸)، "گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی"، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی کشور، تهران.
۴. نظیفی، فاطمه (۱۳۸۳)، "توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران"، مجله پژوهشنامه اقتصادی، تهران.
۵. نیلی، مسعود (۱۳۸۲)، "توسعه مالی و رشد اقتصادی: مقایسه کشورهای صادرکننده نفت و آسیای شرقی"، مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس پولی و بانکی کشور، مؤسسه عالی بانکداری ایران، تهران.
۶. یوسف‌پور، مصطفی (۱۳۸۶)، رابطه تعمیق مالی از طریق بازار سرمایه و رشد اقتصادی کشور، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه.
۷. هادیان، ابراهیم و لیلا ترکی (۱۳۸۲)، توسعه بازارهای مالی و اثر آن بر رشد اقتصادی: مورد ایران، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد، سال پانزدهم، شماره ۲، دانشگاه اصفهان، تابستان.
8. Bagehot, Walter. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Philadelphia: Orion Editions.
9. Chener Y, H., and STROUT, A. (1966) "Foreign Assistance and Economic Development," *American Economic Review*, Vol. 4, No. 1 September.
10. Fry, M. J. (1997). "In Favour of Financial Liberalisation" *The Economic Journal*, Vol. 107, pp: 754 – 770.
11. Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and Development*. Yale University Press: New Haven, CT.
12. Gurly, G., E. and S. Shaw (1955). "Financial Aspects of Economic Development" *The American Economic Review*, Vol. 16, No. 4.
13. Haber, S. H. (1991). "Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and United States" *Journal Of Economic History*, Vol. 51, pp: 559 – 580.
14. Hicks, John. (1969). *A Theory of Economic History*. New York: Oxford: Clarendon Press.
15. King, R. G. and R. Levine (1993). "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 8, pp: 717 – 738.

16. Klein, Micheal W. and Giovanni P. Olivei (2006)," Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth ", The Fletcher School of Law and Diplomacy, Tufts University, February.
17. Levine, Ross. (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda" Journal of Economic Literature, Vol.35, No. 2 , pp:1-38.
18. Lucas, R. E., Jr. (1988). "On the Mechanics of Economic Development" Journal of Monetary Economics, Vol.22 , pp: 3-42.
19. Mckinnon, R. (1973). Money and Capital in Economic Development. Washington DC: Brooking Institution.
20. Meier, Gerald M. and Dudley Seers (1984). Pioneers in Development. New York: Oxford University Press.
21. Patrick. H. T. (1966). "Financial Development and Economic Growth in Under-Developed Countries" Economic Development and Cultural Change, Vol.14 , pp:174-189 .
22. Robinson, J. (1952). The Generalization of the General Theory, in the Rate of Interest and other Essays. London, Macmillan.
23. Rousseau, Peter I. and Paul Wachtel (2005), " Economic Growth and Financial Depth: is The Relationship Extinct Already ? ", UNU/ WIDER Conference on Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction, July1-2, Helsinki.
24. Schumpeter, J. A. (1911). Theory of Economic Development . Translated by Redvers Opie, Cambridge: Harvard University Press.
25. Shaw, E. (1973). Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford, University Press.
26. Stern, Nicholas. (1989). "The Economics of Development: A Survey" Economic Journal, Vol.397 , pp: 597-685