

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

رابطه نرخ سود بانکی و تولید در اقتصاد ایران

دکتر مهدی تقوی

همکاران:

اسداله جلال آبادی، ابراهیم رضایی و میرحسین موسوی

دفتر مطالعات اقتصادی

مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تقوی، مهدی

رابطه نرخ سود بانکی و تولید در اقتصاد ایران / مهدی تقوی؛ همکاران اسداله جلال آبادی، ابراهیم رضایی، میرحسین موسوی. -- تهران: مجلس شورای اسلامی، مرکز پژوهش‌ها، ۱۳۸۷.

۱۶۲ ص.: جدول، نمودار. - (مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی؛ ۱۳۸۷/۶۵)
ISBN: 978-964-8427-51-6: ۲۶۰۰۰ ریال

فهرست‌نویسی براساس اطلاعات فیپا.

کتابنامه: ص. [۱۵۹]-۱۶۲.

۱. سود -- ایران. ۲. سیاست مالی -- ایران. الف. جلال آبادی، اسداله، همکار. ب. رضایی، ابراهیم، همکار. ج. موسوی، میرحسین، همکار. د. مجلس شورای اسلامی. مرکز پژوهش‌ها. دفتر مطالعات اقتصادی. ه. عنوان.

۷۹ الف / ۱۶۲۳ HG

۱۳۸۷

عنوان: رابطه نرخ سود بانکی و تولید در اقتصاد ایران

مؤلف: دکتر مهدی تقوی

همکاران: اسداله جلال آبادی، ابراهیم رضایی و میرحسین موسوی

ناشر: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

مدیر نشر: عبدالرضا فاضلی

نوبت چاپ: اول، پاییز ۱۳۸۷

شمارگان: ۱۰۰۰ نسخه

چاپ: نگاران شهر

قیمت: ۲۶۰۰۰ ریال

مسئولیت صحت مطالب کتاب با مؤلف است.

کلیه حقوق برای مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی محفوظ است.

فهرست مطالب

.....	سخن ناشر	۱
.....	پیشگفتار	۳
.....	فصل اول کلیات تحقیق	۷
.....	۱-۱ بیان مسئله	۹
.....	۱-۲ فرضیه‌ها و پرسش‌های پژوهش	۱۰
.....	۱-۳ هدف از اجرا	۱۰
.....	۱-۴ دلایل ضرورت و توجیه انجام طرح	۱۱
.....	۱-۵ روش پژوهش	۱۱
.....	۱-۶ تعریف اصطلاحات و کلیدواژه‌ها	۱۲
.....	فصل دوم پایه‌های نظری	۱۵
.....	مقدمه	۱۷
.....	۲-۱ تقاضای سرمایه‌گذاری و نرخ بهره	۱۷
.....	۲-۱-۱ دیدگاه‌های کلان اقتصادی در رابطه با تقاضای سرمایه‌گذاری	۲۱
.....	۲-۱-۱-۱ ملاک ارزش فعلی برای سرمایه‌گذاری	۲۱
.....	۲-۱-۱-۲ کارایی نهایی سرمایه	۲۴
.....	۲-۱-۱-۳ تقاضای سرمایه‌گذاری و رشد محصول	۲۵
.....	۲-۱-۱-۴ اصل شتاب	۲۵
.....	۲-۱-۱-۵ الگوی شتاب ساده	۲۶
.....	۲-۱-۱-۶ الگوی شتاب با وقفه زمانی	۲۷
.....	۲-۱-۱-۷ الگوی شتاب انعطاف‌پذیر	۲۷
.....	۲-۱-۱-۸ تابع تقاضای سرمایه‌گذاری نئوکلاسیک: تحلیل یورگنسون	۲۹
.....	۲-۱-۱-۹ تحلیل گودوین و چنری از اصل شتاب	۲۹
.....	۲-۱-۱-۱۰ تحلیل کویک از اصل شتاب	۳۰
.....	۲-۱-۲ نظریات گوناگون در رابطه با بهره	۳۲

۳۲.....	۲-۱-۲-۱ ماهیت بهره و مفاهیم آن در سرمایه‌داری
۳۲.....	۲-۱-۲-۲ بازار سرمایه در اقتصاد کلاسیک
۳۴.....	۲-۱-۲-۳ بازار سرمایه در اقتصاد کینزی
۳۴.....	۲-۱-۲-۴ نظریه نرخ بهره نئوکلاسیک
۳۵.....	۲-۱-۳ سرکوب مالی
۳۶.....	۲-۱-۳-۱ رویکرد کلاسیک سرکوب مالی
۴۰.....	۲-۱-۳-۲ دیدگاه ساختارگرایان مالی در رابطه با سرکوب مالی
۴۱.....	۲-۱-۳-۳ ساختارگرایان جدید
۴۲.....	۲-۱-۳-۴ رویکرد پساکینزی سرکوب مالی
۴۳.....	۲-۱-۳-۵ نظریه منابع وام دادنی براساس دیدگاه سنتی
۴۵.....	۲-۱-۳-۶ مقررات، محدودیت‌ها و سرکوب مالی
۴۶.....	۲-۱-۳-۷ حق ضرب به‌عنوان منبع سرکوب مالی
۴۸.....	۲-۱-۳-۸ اثرات سرکوب مالی
	۲-۲ ضرورت آزادسازی مالی و حذف سرکوب مالی در بانکداری اسلامی، با توجه به تجربه دیگر کشورها
۵۲.....	۲-۲-۱ تجربه آزادسازی مالی در دیگر کشورها
۵۳.....	۲-۲-۱-۱ استرالیا
۵۴.....	۲-۲-۱-۲ ترکیه
۵۵.....	۲-۲-۱-۳ اندونزی
۵۶.....	۲-۲-۱-۴ کره جنوبی
۵۷.....	۲-۲-۱-۵ آرژانتین
۵۸.....	۲-۳ الگوی ساده آزادسازی مالی
۶۱.....	۲-۴ استراتژی‌های آزادسازی (نقطه شروع و سرعت آزادسازی)
۶۱.....	۲-۴-۱ آزادسازی سریع
۶۲.....	۲-۴-۲ آزادسازی تدریجی
۶۳.....	۲-۴-۳ ترتیب زمانی آزادسازی
۶۴.....	۲-۵ ضرورت آزادسازی مالی در ایران
۶۵.....	۲-۶ اقدامات انجام شده در رابطه با آزادسازی مالی در ایران

۶۶	۲-۷ مقایسه تطبیقی عملکرد بازار مالی ایران و کشورهای منتخب
۶۷	۲-۷-۱ شاخص‌هایی در رابطه با سرمایه‌گذاری بخش خصوصی
۶۸	۲-۷-۲ توسعه بازار مالی یک اقتصاد
۶۸	۲-۷-۳ عمق مالی و بهره‌وری
۷۰	۲-۸ موانع نوآوری در نظام‌های بانکی کشورهای در حال توسعه
۷۱	۲-۸-۱ عوامل مؤثر بر عدم نوآوری در نظام مالی کشورهای در حال توسعه
۷۱	۲-۸-۲ دلایل عدم حضور مؤثر نظام بانکی در بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه
۷۳	۲-۸-۳ مراحل مختلف نوآوری
۷۴	۲-۸-۴ نوآوری در خدمات
۷۵	۲-۹ بررسی ساختار نرخ بهره (سود) در نظام‌های بانکی (ربوی و غیرربوی)
۷۵	۲-۹-۱ بهره در اقتصاد معاصر
۷۵	۲-۹-۱-۱ بهره طبیعی
۷۶	۲-۹-۱-۲ بهره بازاری
۷۷	۲-۹-۱-۳ ربا تأمین مالی و بانکداری
۷۷	۲-۹-۱-۴ شبهه ربا در بانکداری
۷۸	۲-۱۰ بررسی ساختار نرخ سود در نظام‌های بانکی مختلف (ربوی و غیرربوی)
۸۳	۲-۱۱ جمع‌بندی

فصل سوم بازار پول و سرمایه ۸۵

۸۷	۳-۱ مروری بر ساختار بازار مالی در کشورهای در حال توسعه
۸۹	۳-۲ نقش بانک مرکزی در بازار پول کشورهای در حال توسعه
۹۰	۳-۳ انواع بازارهای مالی
۹۳	۳-۴ بازارهای مالی در اقتصاد ایران
۹۸	۳-۴-۱ بازار سرمایه ایران
۱۰۰	۳-۴-۱-۱ تحولات ساختاری بازار سرمایه ایران در سال‌های اخیر
۱۰۲	۳-۴-۲ بررسی روند تسهیلات اعطایی از سوی نظام بانکی به فعالیت‌های اقتصادی
۱۰۹	۳-۴-۳ نقش نظام بانکی در تشکیل سرمایه و عرضه آن جهت سرمایه‌گذاری
۱۱۱	۳-۴-۴ نقش نظام بانکی در جذب سپرده‌های بخش خصوصی
۱۱۷	۳-۴-۵ تجهیز منابع در بانک‌های تخصصی

فصل چهارم بررسی تجربی اثرات نرخ سود بر فعالیتهای سرمایه‌گذاری	۱۲۳
مقدمه	۱۲۵
۴-۱ معرفی مدل	۱۲۵
۴-۲ بررسی پایایی متغیرها	۱۳۲
۴-۲-۱ آزمون ریشه واحد برای پایایی متغیرها	۱۳۳
۴-۳ معرفی روش تخمین	۱۳۶
۴-۳-۱ روش خودتوزیعی با وقفه‌های گسترده	۱۳۷
۴-۳-۲ روش تصحیح خطا	۱۳۹
۴-۴ تخمین مدل	۱۳۹
۴-۴-۱ تخمین تابع سرمایه‌گذاری	۱۳۹
۴-۴-۲ آزمون نظریه مک‌کینون - شاو در مقابل نوساختارگرایان	۱۴۳
۴-۴-۳ آزمون نظریه مک‌کینون - شاو در مقابل نظریه استیگلیتز	۱۴۵
۴-۵ تفسیر نتایج	۱۴۷
فصل پنجم نتیجه‌گیری و پیشنهادهای سیاستی	۱۵۱
۵-۱ خلاصه و نتیجه‌گیری	۱۵۳
۵-۲ پیشنهادهای سیاستی	۱۵۶
منابع و مأخذ	۱۶۱

فهرست جداول

جدول ۲-۱	سرمایه‌گذاری بخش خصوصی	۶۷
جدول ۲-۲	حجم معاملات در بورس به تولید ناخالص داخلی	۶۸
جدول ۲-۳	شاخص‌های عمق مالی و بهره‌وری	۷۰
جدول ۲-۴	هدف‌های مراحل سه‌گانه فرایند نوآوری	۷۴
جدول ۲-۵	تغییرات نرخ تورم در کشورهای منتخب طی سال‌های ۱۹۹۵ - ۲۰۰۳	۷۹
جدول ۲-۶	تغییرات نرخ بهره در کشورهای منتخب طی سال‌های ۱۹۹۵ - ۲۰۰۴	۸۱
جدول ۳-۱	بدهی‌های بخش دولتی به بانک مرکزی	۹۵
جدول ۳-۲	وضعیت عملکرد بورس اوراق بهادار تهران	۹۹
جدول ۳-۳	کل مانده وام‌ها و اعتبارات بانک‌های تجاری و تخصصی به بخش خصوصی	۱۰۴
جدول ۳-۴	مانده وام‌ها و اعتبارات کل نظام بانکی به بخش خصوصی برحسب فعالیت	۱۰۶
جدول ۳-۵	درصد وام‌ها و اعتبارات کل نظام بانکی به بخش خصوصی برحسب فعالیت	۱۰۷
جدول ۳-۶	سپرده‌های بخش خصوصی در نظام بانکی	۱۱۳
جدول ۳-۷	کل اعتبارات نظام بانکی به تفکیک خصوصی و دولتی	۱۱۵
جدول ۳-۸	اطلاعات آماری بانک‌های تخصصی	۱۱۸
جدول ۳-۹	نرخ رشد متغیرهای عملکرد بانک‌های تخصصی	۱۲۰
جدول ۳-۱۰	نسبت بین متغیرهای عملکرد بانک‌های تخصصی	۱۲۱
جدول ۴-۱	نتایج آزمون پایایی دیکی - فولر تعمیم‌یافته در سطح متغیرها	۱۳۵
جدول ۴-۲	نتایج آزمون پایایی دیکی - فولر تعمیم‌یافته در تفاضل مرتبه اول متغیرها	۱۳۵
جدول ۴-۳	نتایج آزمون پایایی دیکی - فولر تعمیم‌یافته در تفاضل مرتبه دوم متغیرها	۱۳۶

فهرست نمودارها

نمودار ۲-۱	رتبه‌بندی طرح‌های سرمایه‌گذاری	۱۹
نمودار ۲-۲	تابع تقاضای سرمایه‌گذاری	۲۰
نمودار ۲-۳	منحنی امکانات درآمدی	۲۳
نمودار ۲-۴	ملاک کارایی نهایی سرمایه‌گذاری	۲۴
نمودار ۲-۵	ارتباط بین درآمد ملی و سرمایه‌گذاری	۳۱
نمودار ۲-۶	برابری سرمایه‌گذاری و پس‌انداز و نرخ بهره تعادلی	۳۳
نمودار ۲-۷	بررسی اثرات سرکوب مالی	۳۷
نمودار ۲-۸	نحوه انتقال پس‌انداز به بازار غیررسمی	۴۱
نمودار ۳-۱	شرکت‌های پذیرفته شده در بورس	۱۰۰
نمودار ۳-۲	سهم بخش‌های مختلف از کل اعتبارات	۱۰۹

سخن ناشر

یکی از مسائل مهمی که طی سال‌های اخیر در نظام قانون‌گذاری و اجرایی کشور مورد توجه و موضوع بحث واقع شده، نحوه تعیین سود بانکی است. سود بانکی می‌تواند بر متغیرهای مختلفی در اقتصاد اثرگذار باشد و اقتصاد کشور را دچار تغییر کند. به همین دلیل تنظیم سود بانکی (در نظام‌های ربوی تنظیم بهره) یکی از ابزارهای بسیار مهم سیاست‌گذاری اقتصادی تلقی می‌شود. بر این اساس نمایندگان مجلس شورای اسلامی در قانون برنامه پنج‌ساله چهارم و در قالب «قانون منطقی کردن نرخ سود تسهیلات بانکی» تکالیفی را برای دولت وضع کرده‌اند.

بررسی آثار تغییرات سود بانکی بر متغیرهای اقتصادی به‌ویژه تولید در کشور می‌تواند مسیر قانون‌گذاری و اصلاح قوانین موجود را شفاف‌تر کند و نمایندگان مجلس و سیاست‌گذاران اقتصادی را از اثرات و پیامدهای برنامه‌ها و سیاست‌های مورد نظر خود آگاه‌تر سازد.

بنابراین، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی انجام تحقیقاتی در این زمینه را در دستور کار خود قرار داده که از جمله این پژوهش‌ها، «رابطه نرخ سود بانکی و تولید در اقتصاد ایران» است که نتایج آن در قالب کتاب حاضر ارائه می‌شود.

در این پژوهش مباحث علمی موجود در این زمینه در کشورهای دیگر مرور شده است و برای اقتصاد ایران نیز به‌صورت تجربی و با استفاده از روش اقتصادسنجی، برآوردهای اثر تغییرات نرخ سود بانکی به سرمایه‌گذاری انجام شده و نتایج مفیدی نیز از آن به دست آمده است.

براساس یکی از نتایج اصلی این مطالعه، در کشورهای در حال توسعه به دلیل برخورداری از سیستم‌های محدودکننده مالی و تعیین دستوری نرخ بهره بانکی، نرخ بهره اسمی همواره بالاتر از نرخ تورم تعیین شده و در حقیقت نرخ بهره واقعی مثبت بوده است، که این خود یکی از عوامل تشدیدکننده تورم است. به همین دلیل است که در مصوبه مجلس به جای تأکید بر کاهش دستوری، بر منطقی کردن نرخ سود بانکی با کاهش هزینه‌های اداری و خدماتی و افزایش بهره‌وری تأکید شده است. امید است نتایج این مطالعه برای صاحب‌نظران علمی، دانشگاهی و پژوهشی و همچنین رفع موانع تولید و سرمایه‌گذاری مفید و مؤثر باشد. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی از هرگونه نقد و اظهارنظری در این زمینه استقبال می‌نماید.

معاون پژوهشی مرکز

پیشگفتار

یکی از موضوعات اساسی در ادبیات رشد و توسعه اقتصادی که همه اقتصاددانان توسعه بر آن تأکید کرده‌اند، سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه است. اهمیت تشکیل سرمایه در روند رشد و توسعه اقتصادی تا اندازه‌ای است که تقریباً تمامی اقتصاددانان درباره کلیات آن اتفاق نظر دارند و همگی افزایش نرخ تشکیل سرمایه را برای دستیابی به نرخ‌های رشد بالاتر، لازم و اجتناب‌ناپذیر می‌دانند. اهمیت این موضوع، در تمامی مدل‌های رشد اقتصادی مطرح شده، و ازسوی اقتصاددانان مختلف نیز به‌خوبی تأکید شده است. به‌طور کلی می‌توان گفت که لازمه رشد و توسعه اقتصادی پویا، جریان دائمی سرمایه‌گذاری است. با توجه به اینکه نرخ رشد ۸ درصدی برای سال‌های برنامه چهارم توسعه کشور هدف‌گذاری شده است و از آنجاکه قرار است اقتصاد ایران در برنامه چشم‌انداز بیست‌ساله توسعه باثبات و پویای ملی، تحولات چشمگیری را از لحاظ رشد و توسعه اقتصادی تجربه کند بنابراین، نقش و اهمیت سرمایه‌گذاری در ابتدای مسیر توسعه بیست‌ساله کشور بیش‌ازپیش نمایان است.

امروزه یکی از موانع اصلی بر سر راه سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه، کمبود منابع مالی است. بر همین اساس، ضرورت حفظ استقلال اقتصادی و وجود موانع و مشکلات در مسیر تحرک سرمایه، به‌ویژه در کشورهای در حال توسعه ایجاب می‌کند که در تأمین منابع لازم جهت انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، اتکا اصلی بر منابع داخلی متمرکز شود. در این قبیل کشورها جذب و تجهیز پس‌اندازهای کوچک و بزرگ از طریق شبکه‌های بانکی در تأمین سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی تأثیر بسزایی خواهد داشت. ازسوی دیگر بنا بر اعتقاد برخی از کارشناسان یکی از عمده‌ترین موانع جذب منابع سپرده‌ای در کشورهای در حال توسعه، پایین بودن نرخ سود سپرده‌های بانک‌ها در

مقایسه با شاخص تورم است؛ به طوری که طی سالیان متمادی در این کشورها، تورم از رشدی فراتر از نرخ سود سپرده‌های بانکی برخوردار بوده و عملاً سود منفی به این سپرده‌ها تعلق گرفته است. این در حالی است که طبق نظریات سنتی (قبل از سال ۱۹۷۰) نرخ سود پایین‌تر روی وام‌های بانکی و در نتیجه روی سپرده‌های بانکی، باعث کاهش هزینه تقاضای سرمایه‌گذاری خواهد شد. مک‌کینون^۱ و شاو^۲ اولین کسانی هستند که با این نظریه مخالفت کردند. به اعتقاد ایشان، افزایش نرخ‌های سود سپرده‌های بانکی در کشورهای در حال توسعه، از طریق افزایش حجم سپرده‌های بانکی و افزایش منابع مالی جهت تجهیز پروژه‌های سرمایه‌گذاری، باعث افزایش سرمایه‌گذاری در این بانک‌ها می‌شود. چرا که محدودیت اساسی در این کشورها در فرایند سرمایه‌گذاری، کمبود منابع مالی است نه هزینه‌های تقاضای سرمایه. پس از ارائه اظهارنظرهای مذکور از سوی این اقتصاددانان، بسیاری از کشورهای در حال توسعه مطالعات گسترده‌ای را انجام دادند و در بسیاری از موارد با تأیید این نظریات و انجام اصلاحات لازم در سیاست‌های مالی، موفقیت‌های چشمگیری در تجهیز پس‌اندازها به سمت سرمایه‌گذاری و در نتیجه افزایش سرمایه‌گذاری به دست آوردند. در برخی از کشورها نیز این نظریات از لحاظ علمی مورد تأیید قرار نگرفت.

در اقتصاد ایران نیز به علت شرایط کنونی و مشکلات موجود در گسترش زمینه‌های تولیدی، تجهیز بهینه پس‌اندازهای خصوصی و هدایت آنها در مسیر فعالیت‌های مولد و اشتغال‌زا، می‌تواند به گسترش ظرفیت‌های تولیدی کمک زیادی کرده و در نهایت، ضمن تأمین رشد اقتصادی از تشدید فشارهای تورمی جلوگیری کند. بنابراین، لازم است که با به کارگیری ابزارهای پولی مناسب، موانع موجود در مسیر سپرده‌گذاری افراد و ارائه تسهیلات بانکی رفع شود. در حال حاضر، در اقتصاد ایران نیز یک دوگانگی بین سیاست‌گذاران در مورد بالا یا پایین بودن نرخ‌های سود بانکی وجود دارد؛ به طوری که عده‌ای با اشاره به نرخ بالای تورم و در نتیجه، وجود نرخ سود حقیقی منفی برای سپرده‌های بانکی، معتقد به افزایش آن، و عده‌ای با توجه به دیدگاه نو ساختارگرایان، معتقد به کاهش آن هستند. بنابراین با توجه به لزوم جهش چشمگیر در میزان

1. MC Kinnon

2. Shaw

سرمایه‌گذاری در برنامه چهارم توسعه در افق بیست‌ساله، اتخاذ یک سیاست مالی سنجیده و متناسب با اهداف پیش‌بینی شده، ضروری و اجتناب‌ناپذیر است. بنابراین، در مطالعه حاضر، با استفاده از الگوسازی براساس انگاره‌هایی که تا حدودی با شرایط اقتصادی کشور سازگاری داشته باشد، سعی می‌شود نظریات مک‌کینون-شاو، نوساختارگرایان و استیگلitz^۱ به ترتیب درخصوص «آزادسازی مالی»،^۲ «سرکوب شدید مالی» و «سرکوب ملایم مالی» آزمون شود. در پایان از زحمات آقایان اسداله جلال‌آبادی، ابراهیم رضایی، میرحسین موسوی و صمد عزیزنژاد که در امر تهیه، تنظیم و اصلاح این کتاب مرا یاری کردند نهایت قدردانی و تشکر را می‌نمایم.

1. Stiglitz

2. Financial Liberalization

فصل اول

کلیات تحقیق

۱-۱ بیان مسئله

اکثر اقتصاددانان بر این نکته تأکید دارند که سرمایه‌گذاری، موتور رشد و توسعه اقتصادی کشورها محسوب می‌شود. ازسوی دیگر، انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نیازمند منابع مالی است. از آنجاکه وظیفه جذب و تجهیز منابع مورد نیاز برای فعالیت‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری برعهده نظام مالی است، بنابراین، نظام مالی در افزایش سرمایه‌گذاری و در نتیجه، رشد و توسعه اقتصادی نقش مهمی دارد. با توجه به اینکه در کشورهای در حال توسعه، سیستم بانکی عملاً نقش نظام مالی را ایفا می‌کند، بنابراین عامل نرخ سود بانکی که از یک طرف هزینه سرمایه و از طرف دیگر قیمت سپرده‌ها و پس‌انداز مردم در نزد بانک‌هاست، اهمیت ویژه‌ای دارد. بر همین اساس و به لحاظ حساسیت سیاست‌گذاری‌ها در تعیین نرخ‌های سود بانکی، سه دیدگاه مختلف مطرح شده است که علت تقابل آنها، تأثیر دوسویه نرخ سود بانکی بر هزینه سرمایه و منابع سرمایه است.

در اقتصاد ایران نیز به علت شرایط کنونی و مشکلات موجود در گسترش زمینه‌های تولیدی، تجهیز کارآمد پس‌اندازهای خصوصی و هدایت آنها در مسیر تولید و اشتغال‌زایی، می‌تواند به گسترش ظرفیت‌های تولیدی بینجامد و در نهایت، ضمن تأمین رشد اقتصادی، از تشدید فشارهای تورمی جلوگیری کند. بنابراین، لازم است با به کارگیری ابزارهای پولی مناسب، موانع موجود در سر راه سپرده‌گذاری افراد و ارائه تسهیلات ازسوی بانک‌ها رفع شود. در حال حاضر، در اقتصاد ایران نیز نوعی دوگانگی بین سیاست‌گذاران در مورد بالا یا پایین بودن نرخ‌های بهره بانکی وجود دارد؛ به طوری که عده‌ای با اشاره به نرخ تورم بالا و در نتیجه وجود نرخ سود حقیقی منفی بر سپرده‌های بانکی معتقد به افزایش آن و گروهی با توجه به نظر نوساختارگرایان معتقد به کاهش آن هستند. بنابراین، با توجه به لزوم ایجاد

جهش چشمگیر در سرمایه‌گذاری در برنامه توسعه پایدار ملی در افق بیست‌ساله، اتخاذ سیاست‌های مالی و پولی ضروری است. ازسوی دیگر، با توجه به اینکه شورای پول و اعتبار (به‌عنوان تنها مرجع تعیین‌کننده نرخ‌های سود بانکی در اقتصاد ایران)، درصدد کاهش حاشیه سود بانکی^۱ است، بنابراین، برای ارزیابی سیاست‌های این شورا، تأثیر نوسان‌های نرخ بهره بانکی را بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بررسی خواهیم کرد. گفتنی است که برای تحلیل دقیق ظرفیت‌های موجود نظام بانکی و تأثیر نوسان‌های نرخ بهره بانکی بر اقتصاد، از نظریات مطرح شده در مورد جریان آزادسازی مالی (موسوم به نظریه اختناق مالی) بهره خواهیم گرفت.

۱-۲ فرضیه‌ها و پرسش‌های پژوهش

پرسش اصلی این مطالعه این است که آیا نظام بانکی در یک محیط کنترل شده (ازلحاظ تعیین نرخ بهره ازسوی شورای پول و اعتبار) بهتر می‌تواند ایفای نقش کند یا در محیطی که نرخ بهره بانکی به‌وسیله عرضه و تقاضای سپرده‌ها و تسهیلات و سازوکارهای بازار تعیین شود؟

در راستای پاسخ‌گویی به این پرسش، انگاره‌های زیر مطرح می‌شود:

۱. میزان وام و اعتبارات اعطایی نظام بانکی به بخش خصوصی، بر سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد.

۲. در ساختار اقتصاد ایران، این فرضیه که نرخ بهره بانکی دارای اثرات مثبت بر سرمایه‌گذاری است، در مقابل فرضیه نوساختارگرایان که اثرات منفی نرخ بهره بانکی را بر سرمایه‌گذاری بیان می‌کنند، مورد تأیید است.

۱-۳ هدف از اجرا

ازآنجا که در اقتصاد ایران، ساختار نظام بانکی با نرخ سود پایین در مقایسه با شاخص تورم همراه است و نرخ سود حقیقی منفی است، نشانه‌های سرکوب مالی و سوء قیمت‌گذاری خدمات بانکی در اقتصاد ایران مشاهده می‌شود. با توجه به وضعیت کنونی اقتصاد و بازارهای

1. spread

مالی موجود در کشور لازم است راهبرد (استراتژی) تنظیم مالی مدنظر قرار گیرد و در اتخاذ سیاست‌های نرخ بهره بانکی بازنگری شود. بنابراین، در این راستا بررسی ارتباط نرخ بهره بانکی و سرمایه‌گذاری با توجه به نظریات استیگلیتز، نوساختارگرایان و مک‌کینون-شاو یکی از اهداف مهم این مطالعه است. از اهداف دیگر این طرح می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱. ارزیابی عملکرد نظام بانکی در جهت جذب سپرده‌ها،
۲. بررسی عملکرد نظام بانکی درخصوص تجهیز منابع برای سرمایه‌گذاری.

۴-۱ دلایل ضرورت و توجیه انجام طرح

با توجه به محدودیت کشور در دسترسی به بازارهای بین‌المللی و کمک‌های رسمی خارجی و شرایط دشوار بین‌المللی که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را در ایران دچار چالش کرده است، کشور در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های کلان با دشواری روبه‌رو شده است. بنابراین، در شرایط کنونی، نقش سیستم‌های مالی در ایران همان بانک‌ها هستند، در تعیین روند سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی خیلی حساس است. از آنجایی که هدف نظام بانکی، دستیابی به کسب حاشیه سود است و عوامل تعیین‌کننده حاشیه سود بانکی، سودهای پرداختی به سپرده‌ها و سودهای کسب شده از تسهیلات اعطا شده از سوی بانک‌هاست، بنابراین، بررسی نوسان‌های نرخ سود بانکی اهمیت خاصی دارد و از آنجاکه در شرایط جاری، بانک‌ها بهترین گزینه برای تأمین وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری‌ها هستند، بنابراین، مطالعه تأثیرات سیاست شورای پول و اعتبار در تعیین نرخ بهره بانکی ضروری است.

۵-۱ روش پژوهش

این پژوهش از دو بخش تشکیل یافته است. در فصل اول، نخست مباحث نظری تحقیق درباره چگونگی تعیین نرخ بهره در نظام‌های بانکی (آراء ساختارگرایان، استیگلیتز و مک‌کینون-شاو)، نقش منابع داخلی در تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌ای و روند تشکیل سرمایه مرور شده است. و در نهایت، عملکرد نظام بانکی کشور در تأمین وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری و پس‌انداز و نیز تجربه سیاست‌گذاری‌ها در تجهیز منابع در اقتصاد ایران پرداخته است. در

این فصل، بیشتر از آمار توصیفی و شاخص‌هایی چون شاخص‌های مرکزی و پراکندگی استفاده می‌شود. در قسمت دوم طرح که مربوط به آمار استنتاجی است، براساس مباحث نظری و تجربی ارائه شده در قسمت اول، مدل مناسب برای اقتصاد ایران معرفی شده و با استفاده از مدل با وقفه‌های خود توضیحی تخمین زده می‌شود. مدلی که در این مطالعه مورد استفاده قرار گرفته، از مدل آگراوال برای آزمون نظریه مک‌کینون-شاو در چهار کشور در حال توسعه مالزی، تایلند، کره جنوبی و اندونزی استخراج شده است. برای آزمون فرضیه مک‌کینون-شاو در مقابل فرضیه نوساختارگرایان از نرخ بهره حقیقی سپرده‌های بانکی استفاده شده که طبق نظریه مک‌کینون-شاو مثبت و مطابق نظریه ساختارگرایان منفی است. استیگلitz بیان می‌دارد که تأثیر مثبت نرخ بهره حقیقی روی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به دلیل مقادیر منفی این متغیر است؛ درحالی‌که ممکن است مقادیر مثبت ولی کوچک این متغیر بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی بگذارد. بنابراین، می‌بایست یک نرخ بهره بحرانی پیدا کنیم که بعد از آن، سطح سرمایه‌گذاری را کاهش می‌یابد. برای به دست آوردن این نرخ بهره، دامنه صفر تا سه درصد در سطح اطمینان یک درصد، مورد آزمون قرار گرفته است.

۶-۱ تعریف اصطلاحات و کلیدواژه‌ها

آزادسازی مالی: انعطاف‌پذیری نرخ سود بانکی، حذف سقف‌های اعتبار، استفاده از روش‌های غیرمستقیم پولی، ارتقاء رقابت بین بانک‌ها و هم‌گرایی بازارهای داخلی با بازارهای بین‌المللی است.

سرکوب مالی:^۱ این واژه در نقطه مقابل آزادسازی مالی قرار دارد.

بازارهای مالی:^۲ در هر نظام اقتصادی، عوامل اقتصاد در یک مجموعه از بازارها فعالیت می‌کنند. که بازارهای مالی از آن جمله‌اند. در بازارهای مالی، سه نوع بازار فعالیت دارند که به ترتیب عبارت‌اند از: بازار پول، بازار سرمایه و بازار تأمین اطمینان. نماد بازار پول، نظام بانکی و مؤسسات مالی اعتباری، نماد بازار سرمایه، بازار اوراق بهادار و نماد بازار

1. Financial Repression

2. Financial Market

تأمین اطمینان، شرکت‌های بیمه است. در این مطالعه، بیشتر روی بازار پول و بازار سرمایه تأکید می‌شود.

حاشیه سود بانکی: همان‌گونه که از ادبیات اقتصادی برمی‌آید، هدف مؤسسات اقتصادی بیشینه ساختن سود است. بانک‌ها نیز به‌عنوان یک واحد اقتصادی به دنبال کسب سود هستند و چون به‌عنوان واسطه مالی عمل می‌کنند (جذب سپرده‌ها و اعطای تسهیلات)، از تفاوت نرخ سود پرداختی و دریافتی سودی به‌دست می‌آورند که به آن حاشیه سود بانکی می‌گویند.

نظریه سنتی نرخ بهره: براساس این نظریه، افزایش نرخ بهره، هزینه‌های سرمایه‌گذاری را بالا برده، باعث کاهش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود.

نظریه مک‌کینون-شاو: این دو اقتصاددان، برخلاف اقتصاددانان طرفدار نظریه سنتی نرخ بهره معتقدند که افزایش نرخ بهره تا سطح تعادلی، شمار افرادی را که مایل به نگهداری دارایی‌های مالی خود هستند، از طریق کاهش تمایل آنها به نگهداری دارایی‌های خارجی و غیرمالی، افزایش می‌دهد. بنابراین، نظام بانکی قادر به پرداخت وام بیشتر به سرمایه‌گذاران در فعالیت‌های مولد می‌شود و در نتیجه، سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

نظریه ساختارگرایان: این اقتصاددانان، این حقیقت را که افزایش نرخ‌های بهره بانکی می‌تواند از طریق انتقال وجوه از سایر اشکال نگهداری دارایی، مثلاً نگاهداری پول نقد باعث افزایش سپرده‌های بانکی شود باور دارند؛ ولی معتقدند که بعضی از این بازارها مانند بازارهای غیررسمی ممکن است منابع مؤثرتری برای سرمایه‌گذاری فراهم کنند، زیرا این بازارها کنترل شده نیستند و نیاز به نگهداری ذخایر ندارند. بنابراین، به باور آنها افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی، ممکن است نرخ سرمایه‌گذاری را بیشتر از افزایش آن در اقتصاد، کاهش دهد.

فصل دوم

پایه‌های نظری

مقدمه

در حال حاضر اقتصاددانان توسعه، مشخصه توسعه‌یافتگی کشورها را داشتن بخش مالی قوی، کارا و سازمان‌یافته قلمداد می‌کنند (وارمن و تریل‌وال،^۱ ۱۹۹۴). برخی از آنها معتقد به وجود ارتباط قوی بین بخش پولی و واقعی اقتصادهای در حال توسعه هستند. به نظر این اقتصاددانان، پول عامل مهم تولیدی در این کشورها محسوب می‌شود و در اثر توسعه‌نیافتگی بازار سرمایه، بنگاه‌های تولیدی برای سرمایه‌گذاری خود نمی‌توانند از این بازار استفاده کنند و منبع اصلی تأمین مالی نقدینگی بنگاه‌ها، اعتبارات نظام بانکی است. در شرایط وجود سرکوب مالی (نظام بانکی کنترل شده)، به علت منفی بودن نرخ بهره (سود) بانکی ناشی از وجود تورم و کنترل شرایط اعتباری، سرمایه‌گذاری و تولید، قربانی اصلی سیاست سرکوب مالی است (وان ویجن برگن،^۲ ۱۹۸۳). در این فصل، ابتدا مطالبی در خصوص تقاضای سرمایه‌گذاری و نرخ بهره و در ادامه، مباحث مربوط به سرکوب مالی و تأثیر آن بر سرمایه‌گذاری مطرح می‌شوند.

۲-۱ تقاضای سرمایه‌گذاری و نرخ بهره

رابطه بین سرمایه‌گذاری و نرخ بهره را می‌توان به صورت زیر نشان داد:

$$y = C + I + g \quad (1)$$

$$C = C_0 + b(y - ty) \quad (2)$$

از دو رابطه ۱ و ۲ می‌توان چنین نتیجه گرفت:

1. Varman & Terilval

2. Vijeve Bergen

$$y - C = S(y - ty) + ty = I + g \quad (۳)$$

یا

$$y - C = I + g$$

که در آن y ، تولید ناخالص ملی حقیقی و C مخارج حقیقی مصرف‌کننده (و هر دو، تابعی از درآمد قابل تصرف حقیقی)، S پس‌انداز حقیقی، t درآمد حقیقی مالیاتی (به‌عنوان تابعی از تولید ناخالص ملی حقیقی)، I تقاضای سرمایه‌گذاری حقیقی و g خریدهای حقیقی دولت از کالاها و خدمات هستند.

در رابطه (۳) هر جزئی در سطح پیش‌بینی شده^۱ و یا برنامه‌ریزی شده خود قرار دارد. بنابراین I سطح برنامه‌ریزی شده سرمایه‌گذاری ثابت و سرمایه‌گذاری در موجودی انبار است. حال نوبت به معرفی عوامل تشکیل‌دهنده I می‌رسد. در ابتدا می‌توان این‌گونه در نظر گرفت که سطح سرمایه‌گذاری ثابت برنامه‌ریزی شده بنگاه می‌تواند به میزان نرخ بهره بازار بستگی داشته باشد. چون بنگاه برای انجام سرمایه‌گذاری یا از دیگران وام می‌گیرد و یا از وجوه سرمایه‌گذاری خود استفاده می‌کند. در هر دو مورد، هزینه استقراض را می‌توان با نرخ بهره بازار که بنگاه مجبور است بپردازد و یا از دریافت آن صرف‌نظر کند، اندازه‌گیری کرد.

در مورد تصمیم سرمایه‌گذاری در یک پروژه خاص، بنگاه می‌تواند از مفهوم ارزش فعلی تنزیل شده^۲ درآمدهای آینده ناشی از سرمایه‌گذاری، استفاده کند. برای محاسبه ارزش فعلی تنزیل شده هر پروژه سرمایه‌گذاری، بنگاه تولیدی جریان بازدهی^۳ خالص آینده یعنی؛ درآمدهای خالص حاصل از پروژه R_t را که با نرخ‌های بهره تنزیل شده است $\left[\frac{R_t + 1}{1 + r}, \dots \right]$ با استفاده از فرمول زیر در مقابل هزینه‌های پروژه قرار داده و حاصل جمع جبری آن دو را به‌دست می‌آورد:

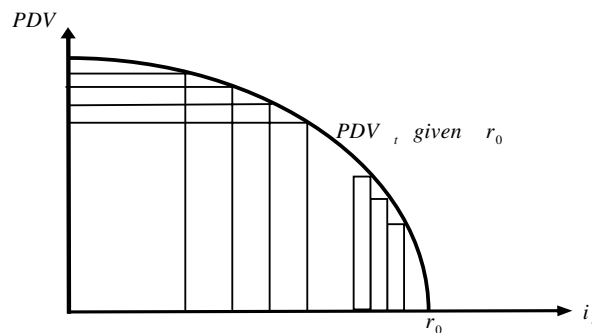
$$PDV_t = -C + R_t + \frac{R_t + 1}{1 + r} + \frac{R_t + 2}{(1 + r)^2} + \dots + \frac{R_t + n}{(1 + r)^n} \quad (۴)$$

1. Ex ante

2. Present Discounted Value (PDV)

3. Returns

در محاسبه ارزش فعلی جریان درآمدی آینده، نرخ بهره r ، برای ارزیابی ارزش بازدهی هر دوره از دوره‌های آینده در زمان فعلی، مورد استفاده قرار می‌گیرد. به عنوان مثال، اگر قرار باشد فرد B در مقابل ۱۰۴ واحد پولی که قرار است فرد A در سال آینده به او بپردازد مبلغی را از هم‌اکنون به وی بدهد، برای اینکه بداند در مقابل ۱۰۴ واحد پولی سال آینده حالا چقدر باید به فرد A بدهد، مجبور است محاسبه کند که ۱۰۴ واحد پولی در سال آینده، در حال حاضر چقدر ارزش دارد.



نمودار ۲-۱ رتبه‌بندی طرح‌های سرمایه‌گذاری

این نحوه ارائه تنزیل ارزش فعلی، برخی از مسائل دنیای واقعی را به حساب نمی‌آورد و به سادگی از آنها می‌گذرد. مثلاً بازدهی‌ها، بازدهی‌های انتظاری آینده^۱ هستند. در دنیای واقعی در بازارهای اوراق قرضه و سهام، با چندین نوع نرخ بهره مواجهیم ولی از آنجاکه با تغییر شرایط پولی احتمالاً همگی آنها با هم و در یک جهت تغییر خواهند کرد، اکنون بنگاه‌ها می‌توانند پروژه‌های مختلف را همان‌گونه که در نمودار ۲-۱ آمده است، برحسب ارزش فعلی تنزیل شده آنها رتبه‌بندی کنند و با لحاظ اولویت‌های به‌دست آمده، پروژه مورد نظر خود را انتخاب کنند. در صورت با کشش بودن منحنی عرضه وجوه سرمایه‌گذاری، بنگاه‌ها می‌توانند در همه پروژه‌هایی که ارزش فعلی تنزیل شده مثبت دارند، سرمایه‌گذاری کنند و این امر میزان سرمایه‌گذاری را تا سطح i_0 امتداد

1. Expected Future Returns

می‌دهد؛ ولی اگر بنگاهی با محدودیت وجوه سرمایه‌گذاری مواجه باشد، باید در تخصیص آنها به پروژه‌های مختلف، اولویت‌ها را در نظر بگیرد (برانسون، ۱۹۹۹). به عبارت دیگر، باید از طرح‌هایی که بالاترین بهره‌وری (ارزش فعلی)^۱ را دارند، شروع کند و این رویه را تا آنجا که وجوه سرمایه‌اش تمام می‌شود، ادامه دهد.

در این مورد، سقف سرمایه‌گذاری بنگاه در سمت چپ نقطه i_0 تعیین خواهد شد. بنابراین در نمودار ۱-۲، بنگاه با به کارگیری فرمول ارزش فعلی تنزیل شده برای هر پروژه، با استفاده از نرخ بهره r_0 ، سطح سرمایه‌گذاری i_0 را انتخاب می‌کند. اگر نرخ بهره بالاتر باشد، مخرج همه جملات موجود در فرمول ارزش فعلی تنزیل شده برای کلیه پروژه‌ها، بزرگ‌تر شده و در نتیجه ارزش فعلی تنزیل شده آنها کوچک‌تر می‌شود. بنابراین، وقتی نرخ بهره افزایش می‌یابد، کلیه ارزش فعلی تنزیل شده کاهش یافته و منحنی ارزش فعلی تنزیل شده در نمودار ۱-۲ به سمت پایین منتقل می‌شود. نتیجه این کاهش و انتقال منحنی، در کاهش سطح سرمایه‌گذاری برنامه‌ریزی شده تبلور می‌یابد.

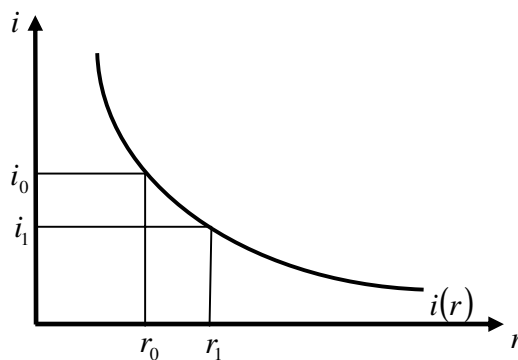
چنین فرایندی، ساده‌ترین مدل سرمایه‌گذاری را به صورت زیر ارائه می‌دهد

(تفضلی، ۱۳۷۹):

$$i = i(r)$$

(۵)

که در آن، همان گونه که در نمودار ۲-۲ می‌بینید، $\frac{di}{dr} < 0$ می‌باشد.



نمودار ۲-۲ تابع تقاضای سرمایه‌گذاری

افزایش نرخ بهره از r_0 به r_1 ، سطح سرمایه‌گذاری برنامه‌ریزی شده را از i_0 به i_1 کاهش می‌دهد.

با جانشین کردن تابع سرمایه‌گذاری (۳) در معادله تعادلی اولیه، شرط تعادل بازار محصول به صورت زیر حاصل می‌شود:

$$y = C(y - t(y)) + g + i(r)$$

۲-۱-۱ دیدگاه‌های کلان اقتصادی در رابطه با تقاضای سرمایه‌گذاری

در این قسمت، پس از بررسی ملاک ارزش فعلی سرمایه‌گذاری، این معیار با مفهوم کارایی نهایی سرمایه‌گذاری^۱ مقایسه می‌شود. سپس با بهینه‌یابی بین دوره‌ای یک بنگاه اقتصادی نوعی، تابع تئوریک تقاضای سرمایه‌گذاری که شامل سرمایه‌گذاری جایگزینی به عنوان تابعی از سطح محصول، و نرخ بهره و سرمایه‌گذاری خالص به عنوان تابعی از تغییرات محصول و نرخ بهره است، ارائه خواهد شد.

تفسیر دیگری از شرایط مرتبه اول ($f.o.c$) مسئله بهینه‌یابی بنگاه تولیدی که به عنوان تئوری q ^۲ توبین^۳ شناخته شده است، بر نقش ارزیابی بازار سهام^۴ از ارزش مؤسسه تولیدی و وجود وقفه‌ها در تعدیل سرمایه‌گذاری تأکید دارد. این چارچوب نظری، هزینه استفاده از سرمایه^۵ را به عنوان متغیری که موجودی سرمایه^۶ را توضیح می‌دهد، دربرمی‌گیرد. بحث هزینه استفاده از سرمایه، ما را به نقش سودها و نقدینگی به عنوان عوامل جزئی تعیین‌کننده تقاضای سرمایه‌گذاری رهنمون می‌سازد.

۲-۱-۱-۱ ملاک ارزش فعلی برای سرمایه‌گذاری

در مباحث پیشین چنین مطرح شد که بنگاه تولیدی می‌بایست طرح‌های سرمایه‌گذاری خود را به کمک ارزش تنزیل شده فعلی جریان‌ات درآمدی پروژه‌های مختلف رتبه‌بندی کند.

-
1. Marginal Efficiency of Investment
 2. q-theory
 3. Tobin
 4. Stock Market
 5. User Cost of Capital
 6. The Present Value Criterion for Investment

$$PV_t = -C + R_t + \frac{R_t + 1}{1+r} + \frac{R_t + 2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R_t + n}{(1+r)^n} \quad (6)$$

در این رابطه C هزینه پروژه و R_t و $R_t + n$ جریان درآمدی خالص ناشی از سرمایه‌گذاری در طول زمان است. بررسی اساس و مبنای ملاک ارزش فعلی و دلالت‌های آن برای عوامل تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری، نقطه شروع مناسبی برای بحث پیرامون تقاضای سرمایه‌گذاری است. به‌منظور ارائه مبنا و اصول ملاک ارزش فعلی فرض کنید بنگاه ساده‌ای وجود دارد که هدف اصلی صاحبان آن، حداکثرسازی مطلوبیت است (رحمانی، ۱۳۸۱).

$$U = U(C_0, C_1, \dots, C_t) \quad (7)$$

که در آن C_0 و ... و C_t جریان مصرف از زمان صفر تا زمان t است. امکانات فروش و درآمدی بنگاه تولیدی بدین‌قرار است که با مقدار معینی از منابع در دوره صفر، این بنگاه می‌تواند محصول خالص را برای فروش در زمان‌های صفر تا T تولید کند. درآمدهای خالص آن در هر دوره می‌تواند به صاحبان آن به‌عنوان درآمد y_0 و ... و y_T توزیع شود و یا اینکه برای تولید مقدار بیشتری از محصول در زمان‌های آینده مجدداً سرمایه‌گذاری شود. بنابراین، صاحبان بنگاه می‌توانند با کاهش داده درآمد جاری، از طریق سرمایه‌گذاری درآمدها و عایدات^۱ نگهداری شده، درآمد آینده خود را افزایش دهند. به‌طور کلی، افزایش درآمد در هر دوره، مستلزم کاهش درآمد، در یکی از دوره‌های دیگر است. این کاهش دادن درآمد می‌تواند قبل از زمان t رخ دهد تا درآمد کل بیشتری را در زمان t ایجاد کند؛ به‌طوری‌که این درآمد اضافی را بتوان برداشت کرد، بی‌آنکه درآمدهای مربوط به بعد از دوره t را کاهش دهد، یا اینکه می‌تواند به‌دلیل کاهش سرمایه‌گذاری در دوره t بعد از زمان t اتفاق افتد.

از دید صاحبان بنگاه‌های تولیدی، چنین وضعیتی را می‌توان از طریق یک منحنی امکانات درآمدی^۲ بیان کرد (برانسون، ۱۳۷۸، ص ۳۶۵):

$$0 = \phi(y_0, y_1, \dots, y_t) \quad (8)$$

1. Retained

2. Income Possibility Curve

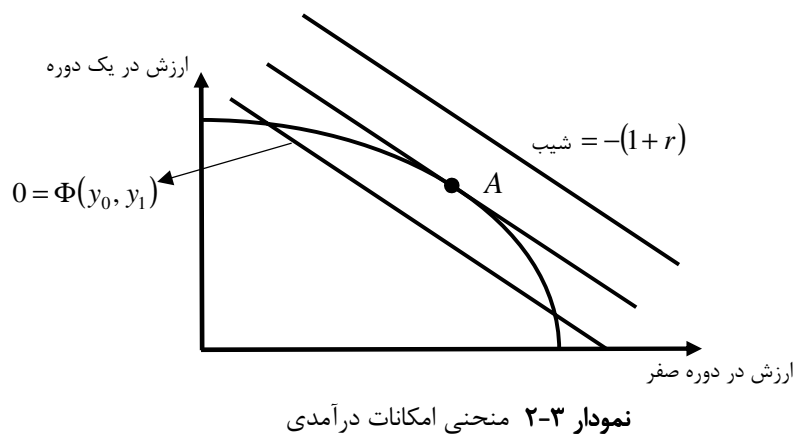
چنانچه کلیه y ها به‌جز دوتای آنها را ثابت نگاه‌داریم، افزایش در یکی از این دو y مستلزم کاهش در دیگری خواهد بود. این مطلب برای هر جفت از y ها صادق است. اکنون هدف بنگاه تولیدی این است که با موجودی اولیه معین منابع، چنان مجموعه‌ای از y ها را انتخاب کند که به صاحبان خود امکان دهد از رهگذر آنها مطلوبیت خود را به حداکثر برسانند. چنین منحنی امکانات درآمدی برای یک مورد دو دوره‌ای در نمودار ۲-۳ به‌عنوان $0 = \phi(y_0, y_1)$ نشان داده شده است. در این راستا صاحبان بنگاه می‌توانند از ابتدا به روش فرایند سرمایه‌گذاری، درآمد دوره ۱ با روند بازدهی نزولی مبادله کنند. شیب منحنی امکانات درآمدی از نمودار ۲-۳ را می‌توان با گرفتن دیفرانسیل کامل از مورد دو دوره‌ای معادله (۸) به‌دست آورد:

$$0 = \frac{a\phi}{dy_0} dy_0 + \frac{a\phi}{ay_1} dy_1$$

بنابراین، نرخ نهایی تبدیل^۱ y_0 برای y_1 ، از رابطه زیر حاصل می‌شود:

$$\frac{dy_1}{dy_0} = - \frac{a\phi / ay_0}{a\phi / dy_1}$$

این بنگاه تولید می‌تواند با داشتن منابع اولیه معینی هر جریان درآمدی y_0 و y_1 را روی منحنی امکانات تولید نمودار ۲-۳ انتخاب و ایجاد کرد.



1. Marginal Rate of Transformation (MRT)

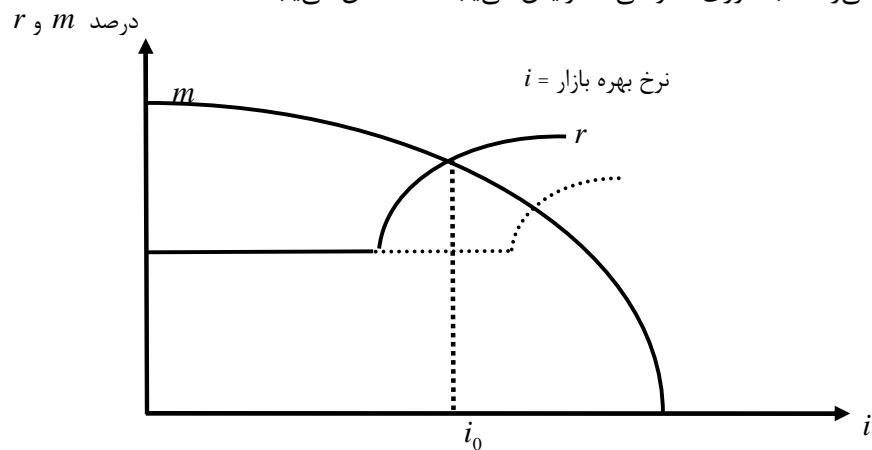
۲-۱-۲ کارایی نهایی سرمایه

برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، ملاک متفاوت دیگری توسط کینز^۱ پیشنهاد شد و از آن پس در اقتصاد کلان مورد استفاده قرار گرفت. این ملاک به‌عنوان ملاک کارایی نهایی سرمایه‌گذاری شهرت یافته است. اگرچه نحوه بیان و ارائه این ملاک چندان دشوار نیست، ولی از لحاظ تحلیلی دارای نقاط ضعف خاصی است (سولو،^۲ ۱۹۶۴). کارایی نهایی یک پروژه سرمایه‌گذاری m به‌عنوان نرخ بهره‌ای که ارزش فعلی پروژه را به صفر تنزیل خواهد داد، تعریف می‌شود. بنابراین m با رابطه زیر تعریف می‌شود:

$$0 = -C + R_t + \frac{R_t + 1}{1 + m} + \frac{R_t + 2}{(1 + m)^2} + \dots + \frac{R_t + n}{(1 + m)^n} \quad (9)$$

اگر با هزینه‌های معین C و جریان درآمدی مشخص R معادله (۹) را برای m حل کنیم، به آن نرخ بهره‌ای دست خواهیم یافت که بازدهی خالص پروژه را به صفر تنزیل خواهد کرد.

همان‌گونه که در نمودار ۲-۴ مشاهده می‌شود، می‌توان نشان داد که هر قدر مقیاس و اندازه برنامه سرمایه‌گذاری کل افزایش یابد، نوبت به پروژه‌های با بازدهی پایین‌تر می‌رسد؛ به‌طوری‌که وقتی i افزایش می‌یابد m کاهش می‌یابد.



نمودار ۲-۴ ملاک کارایی نهایی سرمایه‌گذاری

1. Keynes
2. Solow

۳-۱-۲ تقاضای سرمایه‌گذاری و رشد محصول

به رابطه میان نرخ رشد^۱ محصول و سطح سرمایه‌گذاری خالص، به‌طور ضمنی اصل شتاب^۲ گفته می‌شود. این رابطه بیان می‌دارد که افزایش نرخ رشد محصول (شتاب گرفتن) برای افزایش در سطح سرمایه‌گذاری لازم است، ولی طبق ملاک ارزش فعلی رابطه بین رشد محصول و سرمایه‌گذاری خالص، رابطه ثابتی نیست. افزایش نرخ بهره باید سرمایه‌گذاری خالص را که با هر نرخ معینی از رشد محصول مرتبط است کاهش دهد. به این ارتباط متغیر میان نرخ رشد محصول و سطح سرمایه‌گذاری خالص، غالباً مدل شتاب انعطاف‌پذیر^۳ اطلاق می‌شود (شاکری، ۱۳۷۲).

۴-۱-۲ اصل شتاب

اصل شتاب بدین‌معناست که باید بین ارزش پولی سرمایه واقعی موجود یا سرمایه مطلوب و سطح درآمد ملی نسبت معینی برقرار باشد. این نسبت از رابطه زیر به‌دست می‌آید:

$$k = \frac{K}{Y} \quad (10)$$

نسبت k لزوماً، ثابت و تغییرناپذیر نیست؛ زیرا ممکن است با استفاده مطلوب از تأسیسات سرمایه‌گذاری به‌دلیل تکنیک پیشرفته، بازده تولیدی را بالا برد و یا برعکس، با عدم استفاده بهینه از آن، بازده را کاهش دهد. در هر حال، هرگاه فرض شود که پیشرفت فنی و قیمت عوامل تولید ثابت باشد، نسبت مزبور نیز ثابت خواهد شد که در چنین حالتی ضریب متوسط شتاب ثابت است.

نظر به اینکه در فرایند تولید، نسبت سرمایه به تولید مطرح است، می‌توان گفت که منابع سرمایه مورد تقاضای تولیدکنندگان، تابعی از سطح تقاضای کالاهای مورد نظر است، درحالی‌که تقاضای کالاهای در سطح کلان، تابعی از سطح درآمد ملی است. بدین‌ترتیب، تقاضای سرمایه، همواره تابعی از درآمد ملی خواهد بود (تفضلی، ۱۳۷۸). بنابراین، درصد ازدیاد حجم سرمایه تابعی از درصد ازدیاد درآمد ملی است. به عبارت دیگر، درصد ازدیاد

1. Growth Rate
2. Accelerator Principle
3. Flexible-accelerator

حجم سرمایه، همان میزان سرمایه‌گذاری ویژه است. در نتیجه، میزان سرمایه‌گذاری ویژه تابعی از نرخ رشد درآمد ملی خواهد بود که این رابطه، نمایانگر اصل شتاب است. اگر ضریب متوسط سرمایه یا نسبت سرمایه به تولید (که همان ضریب متوسط شتاب است) را با حرف k نشان دهیم، از نظر ریاضی می‌توانیم رابطه زیر را بنویسیم:

$$K = kY \quad (11)$$

براساس این رابطه، موجودی سرمایه K ، که برای سطح معینی از تولید یا درآمد ملی لازم است، برابر با نسبتی از درآمد ملی خواهد بود که همان سرمایه به تولید است و به‌طور متوسط، سرمایه مورد نیاز را برای تولید ملی نشان می‌دهد.

۵-۱-۲ الگوی شتاب ساده

این الگو براساس چهار فرض زیر مطرح شده است (فیشر،^۱ ۱۹۹۴):

۱. بنگاه‌های تولیدی، همیشه در تعادل هستند و ظرفیت اضافی ندارند.
 ۲. سطح پیشرفت فنی ثابت است.
 ۳. کشش عرضه کالاهای سرمایه‌ای بی‌نهایت است و بدین‌ترتیب، هر نوع تعدیلی از نظر فقدان موجودی سرمایه واقعی نسبت به سرمایه مطلوب، بدون وقفه زمانی انجام می‌گیرد.
 ۴. قیمت‌ها ثابت هستند و تغییر نمی‌کنند.
- اکنون با در نظر گرفتن انگاره‌های فوق می‌خواهیم ساده‌ترین دیدگاه اصل شتاب را که نظریه شتاب ثابت را بیان می‌کند، بیان کنیم. نظریه اصل شتاب ثابت، بر دو فرض استوار است (شرمن،^۲ ۱۹۸۲):
۱. هرگاه ارزش تولید در زمان t مستلزم k^* سرمایه مطلوب در همان زمان باشد، براساس رابطه زیر قابل بیان است:

$$\begin{aligned} K_t^* &= kY_t \\ K_{t-1}^* &= kY_{t-1} \end{aligned} \quad (12)$$

1. Fisher

2. Sherman

۲. سرمایه‌گذاری ویژه در زمان جاری I_{nt} برابر با تفاوت بین موجودی سرمایه واقعی دوره قبل k_{t-1} و موجودی سرمایه مطلوب جاری k_t^* است:

$$I_{nt} = k_t^* - k_{t-1} = \Delta k \quad (13)$$

$$k_{t-1} = k_{t-1}^* = kY_{t-1}$$

حال با جایگزینی روابط ۱۲ و ۱۳ خواهیم داشت:

$$I_{nt} = kY_t - kY_{t-1} = k(Y_t - Y_{t-1}) = k\Delta Y \quad (14)$$

معادله (۱۴)، معادله شتاب سرمایه‌گذاری یا به عبارت دیگر معادله شتاب ساده است.

۲-۱-۱-۶ الگوی شتاب با وقفه زمانی

از آنجاکه بین سفارش کالاهای سرمایه‌ای و تحویل آنها وقفه زمانی وجود دارد، الگوی شتاب ساده، به شکل دیگری مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ زیرا صاحب‌کاران اقتصادی دقیقاً نمی‌دانند که حجم تولید آنها در ظرف یک سال معین چقدر خواهد بود، در نتیجه، نیازهای سرمایه‌ای خود را برحسب تولید سال قبل تخمین می‌زنند. در این باره می‌توان رابطه زیر را بیان کرد:

$$K_t^* = kY_{t-1} \quad (15)$$

در این رابطه K_t^* موجودی سرمایه مطلوب در زمان جاری t ، k ضریب شتاب و Y_{t-1} حجم تولید در سال قبل $t-1$ است. میزان سرمایه‌گذاری ویژه در زمان t از رابطه زیر حاصل می‌شود:

$$I_{nt} = k \frac{dY_{t-1}}{dt} \quad (16)$$

$$I_{nt} = k(Y_{t-1} - Y_{t-2})$$

این معادله اصل شتاب زمان جاری است که در آن، میزان سرمایه‌گذاری ویژه در زمان جاری یا ازدیاد حجم سرمایه در زمان جاری، معادل ازدیاد درآمد ملی در دو دوره گذشته ضرب در ضریب نهایی شتاب است.

۲-۱-۱-۷ الگوی شتاب انعطاف‌پذیر

در الگوی شتاب ساده، فرض بر این است که کشش عرضه کالاهای سرمایه‌ای بی‌نهایت است (مانکیو، ۱۹۹۴) و بین سفارش و تحویل کالاهای سرمایه‌ای، وقفه زمانی وجود

ندارد. ولی درحقیقت کشش عرضه کالاهای سرمایه‌ای محدود است؛ زیرا حتی در پیشرفته‌ترین کشورهای جهان، کالاهای سرمایه‌ای سنگین و از جنبه فنی پیچیده، بدون ثبت سفارش و تأخیر زمانی قابل خرید نیستند. تحت این شرایط، بین سفارش و تحویل این کالاهای، وقفه زمانی وجود دارد و برای همین نمی‌توان شکاف سرمایه را به‌طور آنی پر کرد و باید به‌طور تدریجی آن را تعدیل نمود که این خود به ارزش عددی ضریب تعدیل انباره سرمایه λ بستگی دارد.

در الگوی شتاب انعطاف‌پذیر، معادله شتاب سرمایه‌گذاری را با توجه به فرض جدیدی که ارائه دادیم به‌صورت زیر می‌نویسیم:

$$\begin{aligned} K_t - K_{t-1} &= \lambda(K_t^* - K_{t-1}) \\ I_{nt} &= \lambda(K_t^* - K_{t-1}) \end{aligned} \quad (17)$$

در رابطه (۱۷)، به فرض آنکه ضریب تعدیل انباره سرمایه λ بین صفر و یک ثابت است، میزان سرمایه‌گذاری ویژه تابعی از حجم شکاف سرمایه؛ یعنی تفاوت بین سرمایه مطلوب در زمان جاری K_t^* و سرمایه واقعی در دوره قبل K_{t-1} است. هر قدر فقدان یا شکاف سرمایه بیشتر باشد، سرمایه‌گذاری ویژه با نرخ بیشتری بالا می‌رود و شکاف سرمایه سریع‌تر می‌شود. سرعت تعدیل موجودی سرمایه در این جریان، بستگی به ارزش عددی ضریب تعدیل λ دارد. هر قدر ارزش عددی λ بیشتر باشد، شکاف سرمایه سریع‌تر پر می‌شود. چون λ کوچک‌تر از واحد است، رابطه $\lambda k < k$ برقرار خواهد بود و در نتیجه، تغییر در فروش در این الگو تأثیر کوچک‌تری روی سرمایه‌گذاری ویژه و بی‌ثباتی آن دارد. به عبارت دیگر، این نتیجه را می‌توان در معادله شتاب انعطاف‌پذیر به‌صورت زیر مشاهده کرد:

$$I_{nt} = \lambda k \Delta Y \quad (18)$$

حال معادله شتاب انعطاف‌پذیر را از نظر سرمایه‌گذاری ناخالص به‌صورت زیر می‌نویسیم:

$$I_t = \lambda(K^* - K_{t-1}) + aK_{t-1} \quad (19)$$

در این معادله، a نرخ استهلاک و aK_{t-1} هزینه استهلاک است.

۸-۱-۲ تابع تقاضای سرمایه‌گذاری نئوکلاسیک: تحلیل یورگنسون^۱

دیل یورگنسون و دستیارانش، در دانشگاه هاروارد آمریکا، با تحقیقات تجربی خود معادله شتاب انعطاف‌پذیر را به‌صورت زیر تغییر دادند:

$$I_{nt} = \lambda \left(\frac{\alpha Y}{R_k} - K_{t-1} \right) \quad (20)$$

از مقایسه دو معادله فوق رابطه زیر به‌دست می‌آید (یورگنسون، ۱۹۶۳).

$$K_t^* = \frac{\alpha Y}{R_k} \quad (21)$$

در رابطه بالا مقدار α نشان‌دهنده کشش تولید نسبت به سرمایه است و در شرایطی که α ثابت است، سرمایه مطلوب در زمان جاری K_t^* تابع مستقیمی از درآمد ملی Y و تابع معکوسی از هزینه اجاره سرمایه R_k است.

۹-۱-۲ تحلیل گودوین^۲ و چنری^۳ از اصل شتاب

گودوین اقتصاددان انگلیسی (۱۹۵۱) و چنری اقتصاددان آمریکایی (۱۹۵۲) اصل شتاب را به‌نحو دیگری بیان داشته‌اند. در تحلیل آنها سرمایه‌گذاری ویژه در زمان جاری تابعی است از تفاوت میان سرمایه واقعی دوره قبل و سرمایه مطلوب زمان جاری. بنابراین، رابطه زیر را می‌توان نوشت:

$$I_{nt} = a(K_t^* - K_{t-1}) \quad (22)$$

که در آن K_t^* سرمایه مطلوب در سال جاری، k_{t-1} سرمایه واقعی در سال قبل و α ضریب تعدیل است. از سوی دیگر، در فرمول اصل شتاب، معادله زیر برقرار است:

$$K^* = kY_t \quad (23)$$

از جایگزینی رابطه (۲۳) در رابطه (۲۲) معادله زیر به‌دست می‌آید:

$$I_{nt} = a(K_t - K_{t-1}) \quad (24)$$

$$I_{nt} = a(kY_t) - a(K_{t-1})$$

1. Jorgenson
2. Goodwin
3. Chenery

از رابطه (۲۴) این نکته برمی آید که سرمایه گذاری ویژه در زمان جاری، تابع مستقیم تغییر در سطح درآمد ملی جاری و تابع معکوس سرمایه واقعی از دوره قبل است.

۱۰-۱-۲ تحلیل کویک^۱ از اصل شتاب

در تحلیلی که کویک (۱۹۵۴) اقتصاددان هلندی، به عنوان یک الگوی انعطاف پذیر شتاب ارائه شد، فرض می شود که موجودی سرمایه جاری متناسب با میانگین وزنی درآمد ملی دوره های قبل است و همان طور که به عقب برمی گردیم، اهمیت درآمد ملی در این میانگین، به صورت یک تصاعد هندسی نزولی، کاهش می یابد (تفضلی، ۱۳۸۱). در تحلیل کویک، ضریب شتاب به صورت $K(I-\lambda)$ به دست می آید که در آن λ وزن میانگین است و ارزش آن، مطابق با آزمون چنری، از ارزش k در الگوی شتاب ساده کمتر است. کویک سه فرض زیر را در نظر می گیرد و آمیزه ای از سه نظریه قبل برای اصل شتاب ارائه می دهد:

الف) معادله اصل شتاب را با وقفه زمانی یک سال به صورت زیر می نویسد:

$$K_t^* = kY_{t-1} \quad (25)$$

ب) وقفه زمانی از نظر تولید را شرط لازم فرایند تولید می داند، بدین معنی که با افزایش تقاضا برای تولید، افزایش در عرضه تولید فقط با وقفه زمانی امکان پذیر است.

ج) وقفه زمانی در شرایط سفارش کالاهای سرمایه ای و تحویل آن را شرط عادی به شمار می آورد. تأثیر افزایش تقاضای موجودی سرمایه نسبت به زمان، در کل اقتصاد پخش می شود و رابطه زیر برقرار می گردد:

$$K_t = f(Y_t, Y_{t-1}, \dots, Y_{t-n}) \quad (26)$$

در این رابطه، K_t به حجم درآمد ملی در سال های قبل بستگی دارد. براساس ضریب تعدیل کویک موجودی سرمایه جاری به درآمد ملی طی سال های گذشته بستگی دارد. در این رابطه، کویک از یک تصاعد هندسی نزولی که در آن وزن ها کاهش می یابد، استفاده می کند و رابطه ذیل برقرار می شود:

$$k_t = k(1-\lambda) \sum_{i=0}^{\infty} \lambda Y_{t-i} (1-\lambda)^i \quad (27)$$

که در آن وزن‌ها عبارت‌اند از:

$$(1-\lambda), (1-\lambda)\lambda, (1-\lambda)\lambda^2, \dots, (1-\lambda)\sum \lambda^i = 1 \quad (28)$$

براساس این اصول، کویک رابطه زیر را می‌نویسد:

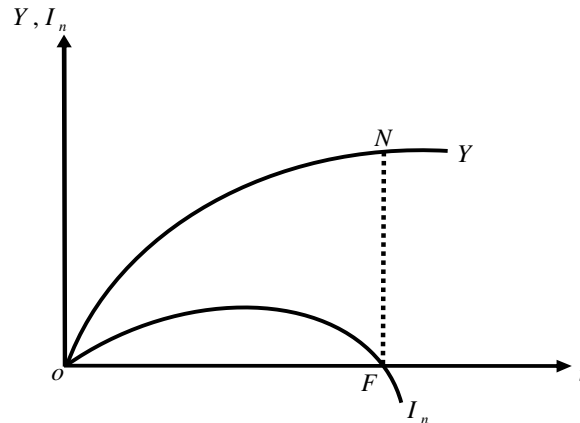
$$K_t = K(1-\lambda)(\lambda_0 Y_t + \lambda Y_{t-1} + \lambda^2 Y_{t-2} + \dots) \quad (29)$$

که در آن $0 < \lambda < 1$ ولی نزدیک‌تر به واحد است.

در هر صورت، نتیجه معادله کویک، یا تبدیل کویک، به صورت زیر به دست می‌آید:

$$I_{gt} = K(1-\lambda)Y_t - (1-\lambda-a)K_{t-1} \quad (30)$$

در این معادله، سرمایه‌گذاری ناخالص I_{gt} تابع مستقیم درآمد ملی جاری Y_t و تابع معکوس موجودی سرمایه بیکار K_{t-1} است؛ مشروط بر اینکه $1 > a + \lambda > 0$ باشد. براساس این معادله و مطابق با نمودار ۲-۵، همان‌گونه که درآمد ملی با درجه نزولی بالا می‌رود، میزان سرمایه‌گذاری ویژه برای زمان‌های مختلف افزایش و سپس کاهش می‌یابد و در نقطه حداکثر تابع تولید (نقطه N) برابر صفر می‌شود (نقطه F). در این حالت، میزان سرمایه‌گذاری ناخالص برابر با هزینه استهلاک است.



نمودار ۲-۵ ارتباط بین درآمد ملی و سرمایه‌گذاری

۲-۱-۲ نظریات گوناگون در رابطه با بهره

۲-۱-۲-۱ ماهیت بهره و مفاهیم آن در سرمایه‌داری

نرخ بهره، بهایی است که در نظام سرمایه‌داری برای پول و اوراق قرضه پرداخت می‌شود. در این نظام، پول در شرایط برابر، کالای باارزشی است که قیمت دارد و به‌عنوان یک کالای اقتصادی کمیاب و مفید است و بنابراین، هزینه فرصت دارد (فریدمن،^۱ ۱۹۹۸). سرمایه‌گذاران حاضرند بهایی را برای پول شخص دیگری که آنان را قادر به تصاحب کالاها و خدمات می‌کند،پردازند. این تصاحب وقتی به مرحله اجرا درمی‌آید که مصرف‌کنندگان به قدر کافی پس‌انداز کرده باشند و سرمایه‌گذاران نیز آمادگی پرداخت بهره‌ای بابت خدمات پولی به آنان داشته باشند. این خدمات آنها را قادر می‌سازد تا کالاهای سرمایه‌ای را که انتظار می‌رود سودی بیش از بهره پرداختی نصیب‌شان کند، فراهم آورند. نرخ بهره، درواقع قیمت پول و پاداشی است که در وهله اول به وام‌دهندگان یا پس‌اندازکنندگان پرداخت می‌شود آنان را برانگیزد از نقدینه خود چشم‌پوشی کنند و در وهله دوم، خطرات اقتصادی را که ممکن است در جریان وام‌دهی پدید آید، خنثی کند. مفهوم نرخ بهره ممکن است در شرایط مختلف کم‌وبیش متفاوت باشد و گاهی بیش از یک نرخ معین معنی دهد. نرخ بهره به‌صورت یک نرخ قراردادی، نرخ است که در قرارداد برای استقراض تعیین می‌شود. نرخ بهره به‌عنوان قیمت پول، مانند قیمت هر کالای دیگر به‌وسیله دو نیروی عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. (کرمی، ۱۳۷۵).

۲-۱-۲-۲ بازار سرمایه در اقتصاد کلاسیک

در بازار سرمایه (یا پس‌انداز و سرمایه‌گذاری) در اقتصاد کلاسیک، نرخ بهره تعیین می‌گردد. براساس تحلیل اقتصاددانان کلاسیک^۲ نرخ بهره در این بازار به‌وسیله دو نیروی تقاضای سرمایه‌گذاری و عرضه پس‌انداز تعیین می‌شود (تفضلی، ۱۳۸۰). تقاضای سرمایه‌گذاری یا تقاضای پس‌انداز به‌منظور سرمایه‌گذاری، تابع معکوس نرخ بهره است. طبق این فرضیه، هرگاه

1. Friedman

۲. منظور از اقتصاددانان کلاسیک، در اینجا ژان باتیست سی و جان استوارت میل است.

نرخ بهره افزایش یابد، در شرایط برابر، از میزان تقاضا برای سرمایه‌گذاری کاسته می‌شود و برعکس با کاهش نرخ بهره، مقدار سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. براساس معادله زیر:

$$I = f(i) = I(i) \quad , \quad f < 0 \quad (31)$$

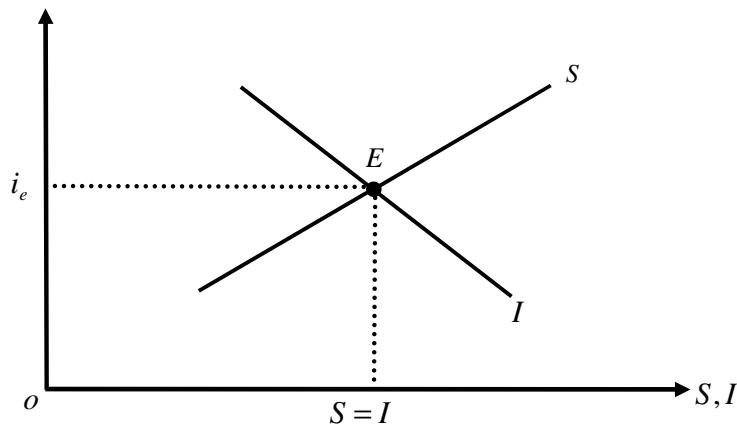
تقاضای سرمایه‌گذاری تابع معکوسی از نرخ بهره است. در این معادله به فرض آنکه بازده نهایی سرمایه ثابت باشد، هرگاه نرخ بهره i کاهش یابد، استقراض پول سودآورتر خواهد بود و در نتیجه حجم سرمایه‌گذاری I افزایش خواهد یافت و چنانچه نرخ بهره i افزایش یابد، مقدار سرمایه‌گذاری I در شرایط ثابت بودن بازده نهایی سرمایه کاهش می‌یابد. رابطه پس‌انداز به صورت ذیل است:

$$S = f(i) = S(i) \quad , \quad f > 0 \quad (32)$$

این معادله، همان تابع پس‌انداز است و در آن، رابطه مستقیمی بین نرخ بهره و حجم پس‌انداز S وجود دارد. شرط تعادل از نظر کلاسیک‌ها برای نرخ بهره، براساس برابری پس‌انداز و سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود:

$$I = S \quad (33)$$

این رابطه تعادلی در نمودار ۶-۲ به نمایش گذاشته شده است که در آن، جایی که منحنی پس‌انداز، منحنی سرمایه‌گذاری را قطع می‌کند، نرخ بهره تعادلی حاصل می‌شود.



نمودار ۶-۲ برابری سرمایه‌گذاری و پس‌انداز و نرخ بهره تعادلی

۳-۲-۱ بازار سرمایه در اقتصاد کینزی

براساس نظریه کینز و تحلیل اقتصاددانان کینزی، پس‌انداز به سطح درآمد ملی وابسته است، نه نرخ بهره (شاگری، ۱۳۸۰). در این صورت، افزایش پس‌انداز یا انتقال تابع پس‌انداز (کاهش مصرف) موجب تنزل سطح درآمد ملی و در نتیجه، پایین آمدن تقاضای سرمایه‌گذاری می‌شود. از آنجاکه تقاضا برای کالاهای سرمایه‌ای، به نوعی ناشی از تقاضا برای کالاهای مصرفی است، کاهش تقاضا برای کالاهای مصرفی، به‌منزله اضافه تولید کالاهای سرمایه‌ای یا تجهیزات تولیدی خواهد بود و با کم شدن تقاضای کالاهای مصرفی، دلیلی برای افزودن بر حجم کالاهای سرمایه‌ای وجود ندارد. بدین ترتیب، تحلیل کینز از بازار پس‌انداز و سرمایه‌گذاری با تحلیل کلاسیک از این بازار کاملاً متفاوت است.

۴-۲-۱ نظریه نرخ بهره نئوکلاسیک

نظریه نرخ بهره نئوکلاسیک را از طریق نظریه پولی (ویکسل،^۱ ۱۹۶۵)، اقتصاددان سوئدی می‌توان بررسی کرد. نظریه پولی ویکسل، تحلیلی است که به‌وسیله آن، رابطه بین حجم پول و قیمت‌ها به‌طور غیرمستقیم بیان می‌شود (رحمانی، ۱۳۸۱). در تحلیل ویکسل دو بازار وجود دارد: بازار پس‌انداز و سرمایه‌گذاری که نرخ بهره طبیعی یا واقعی r را تعیین می‌کند، و بازار ذخایر وام دادنی L_F یا بازار پول که در بخش بانکی، نرخ بهره یا قیمت پول i را تعیین می‌کند.

نرخ بهره تعادلی هنگامی تعیین می‌شود که نرخ بهره طبیعی r با نرخ بهره بازار i برابر شود. این برابری هنگامی صورت می‌گیرد که تقاضای کل ذخایر وام دادنی که از عناصر گوناگون تشکیل می‌شود، با عرضه کل این ذخایر مساوی گردد.

نظریه بهره نئوکلاسیک، نسبت به نظریه بهره کلاسیک برتری دارد. در نظریه اول، جریان ذخایر پولی به بازار پول بیش از پس‌اندازهاست و تقاضای وام دادنی از این بازار بیش از ذخایری است که برای تأمین منابع مالی سرمایه‌گذاری لازم است. تقاضا برای ذخایر وام دادنی با دربرداشتن عنصر کنز، تأثیر تقاضای نقدینگی یا دارایی پول را بر نرخ بهره تعادلی تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین، عرضه ذخایر وام دادنی (عرضه پول) با

1. Wicksell

در نظر گرفتن اعتبارات بانکی، تأثیر این عامل را بر نرخ بهره تعادلی توجیه می‌کند. بدین ترتیب، هرگاه تقاضای واحدهای اقتصادی برای کنز پول به‌طور خالص افزایش یابد، تأثیر آن بر وضعیت تقاضای ذخایر وام‌دانی، افزایش تقاضای سرمایه‌گذاری است و نرخ بهره تعادلی بالا می‌رود. از طرف دیگر، افزایش حجم اعتبارات، فشار را از روی نرخ بهره تعادلی مانند افزایش پس‌اندازها برمی‌دارد و آن را به سطح پایین‌تری تنزل می‌دهد. در مقابل، نظریه بهره کلاسیک عنصر کنز و اعتبارات را دربرنمی‌گیرد.

۳-۱-۲ سرکوب مالی

موج عمومی‌سازی و دخالت دولت در بخش‌های گوناگون اقتصادی در اثر بحران بزرگ اقتصادی در سال ۱۹۲۹-۱۹۳۳ و به‌ویژه بعد از جنگ جهانی دوم و با تکیه بر پشتوانه غنی نظریه‌های اقتصادی و بالاخص موارد شکست بازار شدت یافت و تا اواسط دهه ۱۹۷۰ ادامه داشت. با این حال از اواسط دهه ۱۹۷۰ به بعد، این تصور پیش آمد که تمامی مشکلات اقتصادی کشورهای در حال توسعه معلول مداخله دولت در اقتصاد است، بنابراین، آزادسازی حتماً دارای نتایج مثبتی خواهد بود. این طرز تفکر که به‌ویژه برای کشورهای در حال توسعه از لحاظ اقتصادی غیرمنطقی و از نظر سیاسی نامناسب است و با سیاست‌های مربوط به نظم نوین بین‌المللی پول و بانک جهانی ارتباطی تنگاتنگ دارد، درصد جایگزینی یک نوع شکست بازار با نوع دیگر شکست دولت است. در این راستا، برخی از کشورهای در حال توسعه با امید به اینکه دست نامرئی بازار بیش از دست مرئی برنامه‌ریزی متمرکز، موجبات رشد و توسعه اقتصادی را فراهم خواهد آورد، از نیمه دوم دهه ۱۹۷۰ اصلاحات اقتصادی مهمی را در راستای بازار آزاد آغاز کردند.

این رهیافت که در راستای خطوط فکری میلتون فریدمن پول‌گرا و برخی از اقتصاددانان نئوکلاسیک است، دخالت دولت را عامل مختل‌کننده بازار می‌داند و نه تقویت‌کننده آن. از دید پیروان این تفکر، بازار رقابتی طبق یک منطق درونی بر مشکلات خود چیره می‌شود و دخالت دولت فقط این طرز کار را برهم می‌زند، بدون اینکه به نتایج دلخواه برسد. بر این اساس، موج فعلی آزادسازی اقتصادی آغاز شد و به‌طور فزاینده‌ای گسترش یافت. سازمان‌های مهم بین‌المللی نیز به گسترش رهیافت

مزبور کمک کردند، به نحوی که در حال حاضر، سیاست آزادسازی بازار، یکی از شرایط مهم دسترسی کشورها به منابع مالی صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی است.

۱-۳-۲ رویکرد کلاسیک سرکوب مالی

آراء نظریه‌پردازان آزادسازی در دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ و به‌ویژه مک‌کینون و شاو، مقررات بازارهای مالی شامل تعیین سقف نرخ بهره، نرخ‌های بالای ذخایر قانونی و اعتبارات تکلیفی، منجر به نرخ‌های پایین سرمایه‌گذاری و آثار منفی بیشتر روی رشد اقتصادی می‌شوند. آنها معتقدند پایین بودن و منفی بودن نرخ بهره واقعی که با پایین آوردن نرخ بهره اسمی یا بالا رفتن تورم رخ می‌دهد، مانع تشکیل پس‌انداز می‌شود و تأثیراتی منفی بر انباشت سرمایه و درآمد می‌گذارد. این دو برای نخستین بار این مسئله را مطرح کردند که تحت فشار قرار دادن مؤسسات مالی جهت پرداخت نرخ‌های بهره واقعی پایین و اغلب منفی، باعث کاهش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری می‌شود و اگر هم سرمایه‌گذاری انجام شود، رشد اقتصادی در سطحی پایین‌تر از نرخ رشد اقتصادی بالقوه خواهد شد. در چنین دورنمایی آزادسازی مالی، کشورهای در حال توسعه را قادر می‌سازد تا پس‌انداز داخلی و رشد را افزایش و وابستگی زیاد به جریان سرمایه خارجی را کاهش دهند (مک‌کینون، ۱۹۷۳). این دیدگاه مثبت نسبت به آزادسازی مالی، در اوایل دهه ۱۹۸۰ با تجربه شکنندگی بازارهای مالی در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه روبه‌رو شد (روگریو، ۱۹۹۳^۱).

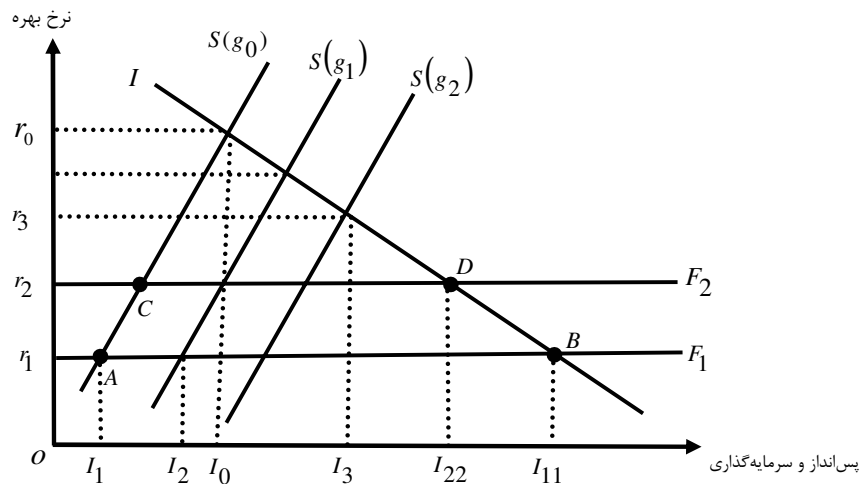
بنابراین، آزادسازی مالی در کشورهای در حال توسعه باعث افزایش پس‌انداز داخلی می‌شود، نرخ رشد را افزایش داده و وابستگی این کشورها را به سرمایه خارجی کاهش می‌دهد (کیلک، ۱۹۹۳^۲).

به اعتقاد مک‌کینون-شاو در تحلیل‌های تأثیر پس‌انداز $S(g)$ بر نرخ رشد اقتصادی، پس‌انداز، تابع مثبتی از نرخ بهره واقعی و سرمایه‌گذاری تابع معکوس نرخ بهره واقعی است. هرگاه هیچ‌گونه محدودیتی بر بازار پول اعمال نشود، شرایط عرضه و تقاضا، نرخ

1. Rogerio

2. Killick

بهره تعادلی را در بازار در سطح r_0 تعیین خواهد کرد و میزان سرمایه‌گذاری و پس‌انداز معادل I_0 خواهد شد. هرگاه نرخ بهره واقعی (به‌ویژه نرخ بهره سپرده) در زیر سطح تعادل بازار نگهداری شود و به r_1 کاهش یابد (سرکوب مالی رخ دهد)، سطح سرمایه‌گذاری بالفعل در سطح I_1 محدود می‌شود. در نمودار ۲-۷ وضعیت سرکوب مالی با خط F_1 نشان داده شده است.



نمودار ۲-۷ بررسی اثرات سرکوب مالی

در نرخ بهره r_1 تقاضای سرمایه‌گذاری I_{11} میزان عرضه پس‌انداز I_1 است و شکاف بین عرضه و پس‌انداز و تقاضای سرمایه‌گذاری معادل AB است. به عبارت دیگر، مازاد تقاضای سرمایه‌گذاری وجود دارد. نرخ بهره پایین، باعث ایجاد مازاد تقاضای سرمایه‌گذاری می‌شود و نظام مالی را با رانت مواجه می‌کند و اکثر سرمایه‌گذاران می‌کوشند با استفاده از شیوه‌های غیرمعارف، از بازار مالی تسهیلات دریافت کنند (کشاورزبان پیوستی، ۱۳۸۳).

با شروع آزادسازی مالی، خط F_1 به F_2 منتقل می‌شود و سقف نرخ بهره از r_1 به r_2 افزایش می‌یابد. این امر باعث می‌شود سطح پس‌انداز و سرمایه‌گذاری افزایش یابد. افزایش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری باعث رشد اقتصادی می‌شود و تابع پس‌انداز نیز از $S(g_1)$ به $S(g_2)$ افزایش می‌یابد. همچنین با شروع آزادسازی مالی سرمایه‌گذاری به

سطح I_2 افزایش یافته، و شکاف بین تقاضای سرمایه‌گذاری و عرضه پس‌انداز از AB به CD کاهش می‌یابد. با تداوم آزادسازی، اقتصاد کشور به سطح سرمایه‌گذاری I_3 ، سطح پس‌انداز به $S(g_2)$ و نرخ بهره به سمت تعادل r_3 صعود می‌کند.

سقف نرخ بهره از سه طریق می‌تواند تأثیری ویرانگر روی اقتصاد داشته باشد: اول اینکه سقف پایین نرخ بهره تورشی بین مصرف حال و آینده ایجاد می‌کند و موجب افزایش مصرف حال و کاهش پس‌انداز می‌شود. دوم اینکه وام‌دهندگان بالقوه ممکن است به‌جای سپرده‌گذاری در بانک‌ها در پروژه‌هایی با بازده نسبتاً پایین سرمایه‌گذاری کنند. سوم اینکه وام‌گیرندگان بانک اگر بتوانند همه سرمایه مورد نیاز خود را از بانک تأمین کنند، در نرخ‌های پایین بهره، در پروژه‌هایی با سرمایه‌بری بیشتر (و یا دارای بهره‌وری کمتر) سرمایه‌گذاری می‌کنند. اما آزادسازی، همان‌گونه که از شکل مورد بررسی نیز برمی‌آید، سه تأثیر عمده بر اقتصاد کشورها دارد:

۱. سطح سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و منجر به رشد اقتصادی می‌شود.
۲. شکاف بین تقاضای سرمایه‌گذاری و عرضه پس‌انداز (مازاد تقاضای سرمایه‌گذاری) را کاهش می‌دهد و رانت ایجاد شده در نظام مالی را از بین می‌برد. مهم‌تر از آن اینکه، بازار غیررسمی پول را از رونق می‌اندازد و فاصله نرخ سود (بهره) در این دو بازار کاهش می‌یابد.
۳. نتیجه آزادسازی مالی، تخصیص بهینه منابع محدود جامعه است. با افزایش نرخ بهره واقعی، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری که از بازدهی کم برخوردارند، حذف خواهند شد و این امر، باعث افزایش کارایی سقوط سرمایه‌گذاری می‌شود. بنابراین، همان‌گونه که این الگو اشاره دارد، در کشورهای در حال توسعه، افزایش نرخ بهره واقعی، باعث افزایش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و در نهایت، رشد اقتصادی می‌شود و سرانجام به سمت نرخ بهره تعادلی حرکت خواهد کرد.

در اقتصاد دارای سرکوب مالی، حجم سرمایه‌گذاری به تنهایی از طریق شرایط عرضه (پس‌انداز) تعیین می‌شود. در این شرایط، (فرای،^۱ ۱۹۸۰) فرض می‌کند که

کاهش نرخ واقعی سپرده، تقاضای واقعی پول (شامل سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار) و عرضه واقعی اعتبار را کاهش می‌دهد؛ زیرا اعتبارات واقعی، یک دارایی اولیه^۱ است و به‌نوبه خود باعث کاهش نرخ سرمایه‌گذاری ثابت جدید و سرمایه‌گذاری در گردش می‌شود. بدین ترتیب، نرخ به‌کارگیری ظرفیت کل انباشت سرمایه و در نتیجه، نرخ رشد اقتصادی کاهش می‌یابد (عظیمی، ۱۳۸۰).

شماری از کشورها که در دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ اقدام به آزادسازی بازارهای مالی خود کرده‌اند (بعداً برخی از آنها بررسی خواهند شد)، با بحران‌های مالی سنگین و در نهایت، کاهش نرخ رشد اقتصادی، افزایش تورم و بیکاری مواجه شده‌اند. کشورهای نظیر آرژانتین و مکزیک از این دسته هستند. بر همین اساس، فرضیه‌های آزادسازی بازارهای مالی (رقابت کامل در بازار و اطلاعات کامل بین مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی) با انتقادهایی روبه‌رو شده‌اند. مک‌کینون، نظریه خود را در سال ۱۹۸۸ اصلاح و اعلام کرد که دولت باید احتمالاً یک سقف نرخ بهره استاندارد روی سپرده‌ها و وام‌ها برای غلبه بر مشکلات اخلاقی^۲ بانک‌ها وضع کند. او همچنین، اشاره می‌کند که بی‌ثباتی اقتصادی نیز یکی از موانع موفقیت آزادسازی مالی کشورهاست. وجود بی‌ثباتی اقتصادی، سطح اجتماعی نرخ بهره واقعی را در بخش بانکی کاهش می‌دهد و آزادسازی را با مشکل مواجه می‌کند (میرآخور،^۳ ۱۹۹۰).

در شرایط بی‌ثباتی اقتصادی، قانون‌گذاران، بانک‌ها را ملزم به نگهداری ذخایر بیشتر برای مقابله با نکول وام‌ها می‌کنند و همین امر عاملی می‌شود تا بانک‌ها سود خود را در نرخ‌های بهره مفروض کاهش دهند و با کاستن از نرخ بهره، از سطح تسهیلات پرداختی خود نیز بکاهند. میرآخور (۱۹۹۰) این مسئله را عاملی برای پایین و ثابت نگه‌داشتن نرخ بهره وام در کشورهایی که دارای قوانین و مقررات سخت بانکی هستند، می‌داند.

(استیگلitz و وایز،^۴ ۱۹۸۱) عنوان می‌کنند که یکی دیگر از مشکلات آزادسازی نرخ بهره، وجود اطلاعات ناقص در بین وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان است. وقتی بانک‌ها

1. Primary Asset

2. Moral Hazard

3. Mirakhor

4. Stiglitz and Weiss

با تقاضای اضافی برای وام روبه‌رو می‌شوند، پاسخ مناسب آنها، محدود کردن وام‌دهی و تعیین سطح نرخ بهره‌ای است که سود انتظاری بانک را به حداکثر می‌رسانند. بانک‌ها به دلیل ترس از عدم بازپرداخت بدهی وام‌گیرندگان، نمی‌توانند نرخ بهره خود را افزایش دهند. بنابراین، همیشه نرخ بهره‌ای معین برای بانک‌ها وجود دارد که پس از آن، بازده انتظاری آنها کاهش می‌یابد. اگرچه ممکن است این نرخ بهره، تقاضای اضافی برای دریافت وام ایجاد کند، اما بانک‌ها نمی‌توانند برای حذف این تقاضای اضافی، نرخ بهره خود را از این حد بالاتر ببرند و در نتیجه، نرخ بهره در زمان آزادسازی نیز در همین سطح ثابت می‌ماند، حتی اگر این نرخ پایین‌تر از نرخ تسویه‌کننده بازار باشد.

۲-۳-۲ دیدگاه ساختارگرایان مالی در رابطه با سرکوب مالی

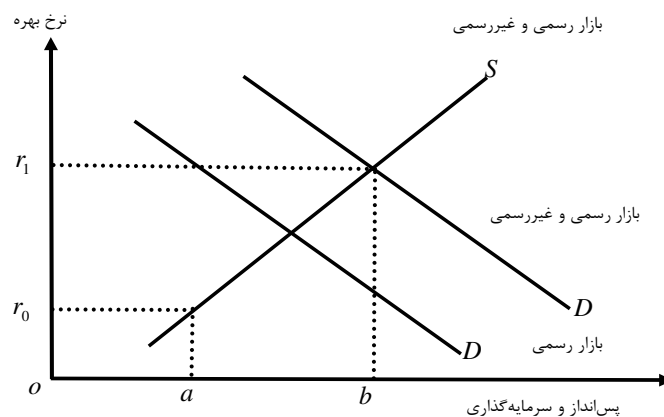
ساختارگرایان، پایین بودن نرخ بهره را ناشی از نارسایی یا نبود بازارهای مالی می‌دانند که این نارسایی در کشورهای درحال توسعه جدی و بازدارنده است (تقوی، ۱۳۸۴). به عقیده ساختارگرایان، شبکه گسترش یافته نهادهای مالی، ابزارهای مالی پراکنده و بسط فعالیت این نهادها تأثیری مثبت بر فرایند پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و از این طریق، رشد اقتصادی دارد.

(گلد اسمیت،^۱ ۱۹۹۸) معتقد است که ساختار مالی را می‌توان با نسبت کل دارایی‌های مالی بر ثروت مالی یا درآمد ملی اندازه‌گیری کرد. با توسعه اقتصاد، این نسبت افزایش می‌یابد و ساختار مالی توسعه یافته‌تر می‌شود. توسعه یافته‌تر شدن ساختار مالی، به بهبود تخصیص منابع و رشد اقتصادی می‌انجامد. افزون بر این، نقش بااهمیت واسطه‌های مالی در بهبود تخصیص منابع و افزایش نرخ رشد به وسیله بسیاری از صاحب‌نظران نظیر (شومپتر، ۱۹۹۱)، (گرتلر،^۲ ۱۹۸۸)، (کینگ و لوین،^۳ ۱۹۹۳) که با نظر ساختارگرایان سازگار است، مورد اشاره قرار گرفته است (تمیمی،^۴ ۲۰۰۲).

1. Gold Smith
2. Gertler
3. King & Levine
4. Tamimi

۳-۱-۲ ساختارگرایان جدید

این گروه، الگوی مک‌کینون و شاو را بر این اساس که نقش بازارهای مالی غیررسمی در آن در نظر گرفته نشده است، مورد انتقاد قرار داده‌اند. هنگامی که نرخ بهره واقعی کاهش می‌یابد و یا منفی می‌شود، در اثر کاهش پس‌انداز، بانک‌ها یا بازار رسمی نمی‌توانند اعتبارات مورد نیاز بنگاه‌ها را تأمین کنند و اگر تورم وجود داشته باشد، پس‌اندازکنندگان برای حفظ ارزش دارایی خود منابع خود را به بازار غیررسمی انتقال می‌دهند (گرشنکورن،^۱ ۱۹۹۲).



نمودار ۲-۸ نحوه انتقال پس‌انداز به بازار غیررسمی

همان‌گونه که در نمودار ۲-۸ می‌بینید، در سطح نرخ بهره r_0 ، تقاضا برای اعتبار بیش از عرضه منابع است (به اندازه فاصله ab). بنابراین، برخی از متقاضیان وام جیره‌بندی می‌شوند. چرا که در نرخ بهره r_0 (منابع) $D > S$ (اعتبار) است. مقدار oa اعتبار از بازار رسمی و مقدار ab اعتبار از بازار غیررسمی تأمین می‌شود. برخی از بنگاه‌ها در بازار غیررسمی با پرداخت بهره بالاتر، منابع مورد نیاز خود را به دست می‌آورند و برخی از پس‌اندازکنندگان نیز با دریافت بهره بالاتر، منابع را به بازار غیررسمی عرضه می‌کنند. سرکوب مالی باعث می‌شود بازارهای مالی به دو بخش رسمی و غیررسمی تقسیم گردند.^۲

1. Gerschenkorn
2. Market Segmentation

به اعتقاد این گروه، مقررات‌زدایی بازارهای مالی رسمی، موجب افزایش نرخ بهره سپرده‌ها در این بازارها و در نتیجه، موجب انتقال سپرده می‌شود. در این حالت، تعمیق مالی صورت می‌گیرد، اما نرخ انباشت دارایی‌های ثابت لزوماً افزایش نمی‌یابد؛ زیرا بانک‌ها مشمول مقررات ذخیره قانونی می‌شوند، درحالی‌که وام‌دهندگان در بازار غیررسمی مشمول این مقررات نمی‌شوند. بنابراین، انتقال پول از بازارهای غیررسمی به بازارهای رسمی، سرمایه در دسترس را کاهش و نرخ بهره در بازار غیررسمی را افزایش می‌دهد (آگراوال^۱، ۲۰۰۴).

۴-۳-۲ رویکرد پساکینزی سرکوب مالی

الگوهای آزادسازی مالی که مک‌کینون و شاو (۱۹۷۳) آن را توسعه دادند، رویکرد اصلی نسبت به رابطه بین نظام مالی و توسعه اقتصادی را به‌دست می‌دهند. این نظریه‌ها نفوذ فوق‌العاده‌ای بر سیاست‌گذاری کلان اقتصادی کشورهای در حال توسعه در دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ به‌ویژه از طریق پیشنهادهاى صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی به‌ویژه در کشورهای بسیار بدهکار داشته‌اند.

تجزیه و تحلیل براساس این دیدگاه شکل گرفته است که بسیاری از اقتصادهای در حال توسعه از سرکوب مالی، استراتژی توسعه نامناسب، سقف نرخ‌های پایین بهره و سیاست‌های اعتباری انتخابی رنج می‌برند. آنها معتقدند که سرکوب مالی با نگاه‌داری نرخ‌های بهره در پایین‌تر از نرخ طبیعی بهره، پس‌انداز را پایین می‌آورد و اگر سرمایه‌گذاری هم صورت گیرد، رشد اقتصادی در سطحی پایین‌تر از نرخ رشد اقتصادی بالقوه است. اما جالب‌ترین جنبه این استدلال، در چارچوب الگوهای آزادسازی مالی، این است که محتوای نهادی ندارند و این دیدگاه به‌طور کامل، جنبه‌های نهادی نظام مالی کشورهای کمتر توسعه‌یافته را در نظر نمی‌گیرد. بدین ترتیب، براساس این استدلال راه‌حل مشکلات مربوط به تأمین مالی توسعه، تنها نیازمند تعدیل قیمت‌های نسبی است. برای مثال، کنار نهادن سقف بهره پس‌اندازها، اقتصاد را به وضعیت تعادلی مطلوب‌تری با سطح بالای پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و رشد می‌رساند.

از زمانی که نتایج منفی حاصل از اصلاحات آزادسازی مالی در دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ در جنوب آمریکای لاتین پدیدار شد، الگوهای آزادسازی مالی به‌سختی مورد حمله قرار گرفتند. اگرچه شواهد تجربی بسیاری در مورد نتایج نامطلوب این اصلاحات وجود داشت، نقدهای چارچوب آزادسازی مالی پیشرفت اندکی در درک مشکلات توسعه مالی داشتند. افرادی مانند (دیازا الجندرو،^۱ ۱۹۸۵) (وارین و مورن،^۲ ۱۹۹۰)، (وات،^۳ ۱۹۹۱) و دیگران، بر این باورند که الگوهای آزادسازی مالی، ابزار نامناسبی برای درک مشکلات مربوط به تأمین مالی توسعه است. افزون بر این، اعتقاد بر این است که یک نگرش جایگزین از نقش نهادها و بازارهای مالی در توسعه باید ارائه شود.

۵-۳-۲-۱ نظریه منابع وام دادنی براساس دیدگاه سنتی

در مورد نامناسب بودن نظریه اقتصاد کلاسیک و نظریه‌های پولی نوشته‌های بسیاری وجود دارد. توسعه نظریه اقتصاد کلان بر پایه رویکرد تعادل عمومی والراسی که با تلفیق نئوکلاسیکی هیکسی آغاز شد و سپس با ترکیب کینزگرایی با نئوالراسی و اقتصاد کلاسیکی جدید ادامه یافت، نظریه‌ای به‌دست داد که در الگوی به‌بترین وجه توسعه‌یافته از اقتصاد، جایی برای پول وجود نداشت. در نتیجه یک جنبه عجیب اقتصاد کلان متعارف، حتی شکل کینزی آن، این است که پایه نظری اصلی تحلیل پولی، همان نظریه منابع وام دادنی نرخ بهره است. این نظریه درواقع کوششی برای مربوط نشان دادن نظریه نرخ بهره کلاسیک در اقتصادهایی با نظام بانکی به‌خوبی توسعه‌یافته است.

نظریه سنتی بر این باور استوار است که در بلندمدت، اشتغال و تولید در نقطه‌ای مشخص می‌شوند که در آن مزد حقیقی با بهره‌وری نهایی نیروی کار برابر می‌شود و بنابراین، اشتغال کامل تا زمانی که مزدها انعطاف‌پذیر باشند، وجود خواهد داشت. هنگامی که سطح تولید و توزیع آن به‌وسیله نیروهای حقیقی در پس قیمت‌های نسبی تعیین می‌شوند و براساس نظریه مقداری پول، قیمت‌های اسمی را عرضه پول مشخص می‌کند و عرضه پول تابعی از ایجاد پول پر قدرت و ضریب افزایش سپرده‌هاست. سرانجام،

1. Dias Aljendro
2. Varin & Mooren
3. Watt

تبادل بازار سرمایه از طریق تقاطع منحنی‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری به‌دست می‌آید، که منحنی پس‌انداز برحسب ارجحیت‌های بین دوره‌ای خانوارها به‌دست آمده و منحنی سرمایه‌گذاری تابع مستقیمی از بازده سرمایه و معکوسی از نرخ بهره است.

بنابراین، تبادل در بازار منابع وام دانی در نقطه‌ای برقرار می‌شود که در آن، پاداش پس‌انداز r نرخ بهره با نرخ نهایی بازده سرمایه r_k برابر شود.

اگرچه شکل کینزی و پول‌گرایی تأکیدهای متفاوتی بر وقفه بین عدم تبادل کوتاه‌مدت و برقراری مجدد تبادل بلندمدت دارد، اما هر دو ریشه در نظریه سنتی منابع وام دانی دارند. رابطه بین پس‌انداز — سرمایه‌گذاری در بحث کینزی — پول‌گرا و کینزی — کلاسیکی شباهت بسیاری به هم دارد. این هم‌گرایی نظری به‌دلیل پذیرش همگانی نظریه‌پردازان پولی از تلفیق نئوکلاسیکی هیکسی و تحلیل مانده سبد دارایی به‌دست آمده است. در تحلیل مانده سبد دارایی مخاطره، واریانس بازده یک دارایی خاص تعریف شده و فرض می‌شود که از واریانس و بازده آگاه هستند.

اقتصادی، پس‌انداز خود را براساس رجحان مخاطره تخصیص می‌دهند، سبد دارایی‌های مالی جامعه مشخص می‌شود و تغییرات در سبد دارایی، تنها در اثر تغییر در نرخ‌های بهره آنها به‌وجود می‌آید. بدین‌ترتیب، یک سیاست پولی فعال می‌تواند رشد را با کاهش بازده مورد انتظار پول و جایگزینی پول با سرمایه افزایش دهد. کارایی سیاست پولی در این صورت به موارد زیر بستگی خواهد داشت:

الف) انتظارات پس‌انداز‌کنندگان یا دارندگان ثروت،

ب) درجه جانشینی بین دارایی‌ها.

با فرضیه نظریه انتظارات تطبیقی، کینزی‌ها فرض خواهند کرد که تنها دارایی‌های مالی و سرمایه فیزیکی جایگزین نزدیک یکدیگر است، درحالی‌که پول‌گرایان فرض خواهند کرد که سایر کالاها نیز مانند کالاهای سرمایه‌ای می‌تواند جایگزین نزدیکی برای پول باشد.

در نوشته‌هایی که پس از رویکرد انتخاب سبد دارایی توبین آمده است، به‌روشنی، دوگانگی کلاسیکی در بلندمدت به‌علت تقدم پس‌انداز بر سرمایه‌گذاری حفظ شده است. بدین‌ترتیب، با نظریه پولی متعارف بر پایه سنت نظریه منابع وام دانی، یک نظریه عدم تعادلی است؛ زیرا انحراف کوتاه‌مدت از تعادل را به‌دلیل تغییرات برون‌زا در عرضه پول

تحلیل می‌کند. عدم تعادل در بازار پول می‌تواند به بازار سرمایه و بازار کار سرایت کند، اما در بلندمدت هنگامی که عرضه پول افزایش می‌یابد، نیروهای حقیقی تعادل را در تمامی نظام مجدداً برقرار می‌کند و تنها قیمت‌ها را افزایش می‌دهد.

۶-۳-۱-۲ مقررات، محدودیت‌ها و سرکوب مالی

مقررات محافظه‌کارانه همواره در بازارهای مالی ضروری است. بانک‌ها نه تنها به‌عنوان واسطه بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران عمل می‌کنند، بلکه در ایجاد و خلق پول نیز نقش دارند. رابطه نزدیک بین سپرده‌ها و تولید واقعی، اشتغال و نرخ تورم یک صرفه خارجی چشمگیر ایجاد می‌کند. بنابراین، با تنظیم بازار اعتبارات، مقامات پولی برای جلوگیری از ورشکست نشدن نهادهای سپرده‌پذیر و از این طریق اطمینان از ثبات نظام پولی کوشش می‌کنند. مقامات پولی، مقرراتی در مورد سرمایه بانک و رابطه بین بدهی و سرمایه یا بین سپرده‌ها و ذخایر طراحی می‌کنند. آنان مخاطره‌پذیری را با کنترل کیفیت وام‌ها و کنار گذارده ذخیره برای مطالبات مشکوک‌الوصول کنترل می‌کنند.

در ایالات متحده آمریکا بانک‌ها مجبور به بیمه کردن سپرده‌ها نزد شرکت بیمه سپرده‌های فدرال و مؤسسات مشابه آن هستند. اما در سایر بازارها تنظیم فعالیت‌های مالی می‌تواند بیش از حد باشد و از نظر کارایی و رفاه هزینه ایجاد کند. برای نمونه، ترس بانک‌ها از ورشکستگی و بحران مالی بعد از بحران بزرگ سال ۱۹۲۹ باعث تعیین حداکثر نرخ‌های بهره به سپرده‌گذاران شد. اگرچه این کار از پرداخت وام‌های پرمخاطره به برخی نهادها جلوگیری کرد، اما گاه به‌شدت واسطه‌گری مالی را به‌ویژه در سال‌های ۱۹۷۳-۱۹۷۴ و ۱۹۷۸-۱۹۸۰، هنگامی که نرخ‌های بهره بازار به‌مراتب بیش از میزانی بود که بانک‌ها مجاز بودند به سپرده‌گذاران پرداخت کنند، کاهش داد.

خارج از ایالات متحده برای مثال در کره جنوبی و تایوان، کنترل شدید دولت بر اعتبارات، حاصل کوشش دولت برای افزایش نرخ رشد به‌ویژه رشد صادرات و نه ثبات صنعت بانکی بود. اعتبارات عمدتاً از طریق سوبسید وام برای فعالیت‌های انتخاب شده کنترل می‌شد.

در سایر کشورها مانند کشورهای آمریکای لاتین، محدودیت‌های مالی ریشه عمیق‌تر مالی^۱ دارد. کسر بودجه دولت با چاپ پول تأمین مالی می‌شود. در نتیجه، دولت از ابزارهای مالی برای جمع کردن مالیات تورمی استفاده می‌کند. سطح بالای نسبت ذخیره و خرید اجباری بدهی‌های دولت به وسیله بانک‌ها، ابزارهای طراحی شده برای ایجاد درآمد ناشی از حق ضرب از تقاضای بخش خصوصی برای دارایی‌های مالی است.

هنگامی که مقررات مالی، رقابت در بخش مالی را محدود می‌کند و نرخ‌های تورم نیز بالا هستند، محدودیت مالی به سرکوب مالی تبدیل می‌شود. بنابراین، تفاوت بین نظامی که تنها محدودکننده است و نظامی که سرکوب‌کننده است، کمتر به کیفیت ابزارها و بیشتر به ابزارهایی که بر متغیرهای واقعی تأثیر می‌گذارند، مانند نرخ بهره واقعی یا تقاضای واقعی برای پول که به سطح تورم بستگی دارد، وابسته است. اکثر اقتصادهایی که رژیم محدودکننده دارند، نهادهایی در بازارهای مالی مشابهی دارند، اما تفاوت چشمگیری بین عملکرد اقتصادی آنها وجود دارد، برای مثال، کره جنوبی و تایوان نرخ بهره معتدلی دارند، کسر بودجه ندارند و نرخ ارز آنها واقع‌بینانه است. نرخ بهره واقعی تنظیم شده در این اقتصادها گاه مثبت و گاه منفی بوده است. در سایر اقتصادها مانند آرژانتین، شیلی و اوروگوئه، عکس این مسئله اتفاق افتاده است. پدیده سرکوب مالی که کاهش تقاضای واقعی پول نسبت به تولید ناخالص ملی است، به شکل بسیار نزدیکی با نرخ تورم ارتباط دارد.

۷-۳-۲ حق ضرب به عنوان منبع سرکوب مالی

حق ضرب غالباً با مقدار منابعی که دولت از چاپ پول به دست می‌آورد تعریف می‌شود. بنابراین، اگر m نسبت پول به تولید ناخالص ملی و M نرخ چاپ پول فرض شود، حق‌الضرب S جمع‌آوری شده نسبت به درآمد ملی حاصل ضرب این دو خواهد بود:

$$S = Mm$$

در بلندمدت، حق ضرب برابر مالیات تورمی به علاوه افزایش عرضه پول مورد نیاز برای ارضای نیازهای مربوط به رشد اقتصادی است. فرض کنید g معرف نرخ رشد تولید

ناخالص ملی و π معرف نرخ تورم است، بنابراین $S = (g + \pi)m$ حق ضرب را تعیین می‌کند و $t = \pi m$ مالیات تورمی است. هنگامی که در بلندمدت $g = 0$ می‌گردد، S و t با هم برابر می‌شوند. اما در کوتاه مدت ممکن است M با π حتی اگر $g = 0$ باشد، به دلیل چسبندگی تورم یا بیکاری تفاوت داشته باشد.

در اکثر کشورهای در حال توسعه، دولت نه تنها از طریق انتشار پول درآمد حق ضرب به دست می‌آورد بلکه همچنین با پرداخت نرخ‌های بهره به‌طور مصنوعی پایین نگاهداشته شده یا نرخ بهره صفر برای بدهی‌های عمومی، برای مثال سپرده‌های بانک‌های تجاری در بانک مرکزی نیز درآمد حق ضرب ایجاد می‌کند. برای جلوگیری از انتقال هزینه ذخایر بالای بانک‌های تجاری در بانک مرکزی به بانک‌های تجاری و وام‌گیرندگان دولت‌ها غالباً نرخ‌های بهره سپرده‌ها و وام‌ها را کمتر از نرخ‌های بازار تعیین می‌کنند.

نیاز به تحصیل درآمد حق ضرب همچنین باعث می‌شود که دولت‌ها با گسترده‌تر کردن ابزارها برای پایه‌هایی که از آنها مالیات تورمی جمع‌آوری می‌کنند و سیاست‌ها برای جلوگیری از کاهش ثمردهی این پایه، متوسل شوند. برای انجام این کار، به تقاضا برای دارایی‌های مالی که جایگزین پول هستند، مانند اوراق قرضه دولتی و سپرده‌هایی که به‌طور منظم از طریق مالیات و افزایش هزینه مبادله کاهش می‌یابند، متوسل می‌شوند. بنابراین، محدودیت‌های مالی با سیاست‌هایی که بازدارنده توسعه بازار سرمایه هستند و باعث بسته شدن اقتصاد نسبت به بازارهای مالی خارجی می‌گردند تکمیل می‌شوند.

چرا دولت به تحصیل درآمد حق ضرب نیاز دارد؟ پاسخ این پرسش ساده است، تأمین مالی کسر بودجه یا نقل و انتقال منابع بین بخش‌های مختلف اقتصاد انگیزه اول واضح و آشکار است. مخارج دولت بیش از درآمدهای دولت است و سایر منابع برای تأمین مالی کسری در دسترس نیست، تنها منبع در دسترس انتشار پول است. تا زمانی که نرخ رشد پایه پولی بیش از نرخ رشد تقاضای واقعی پول نمی‌گردد، تورم به‌عنوان یک پدیده بلندمدت ظهور نمی‌کند. هنگامی که عکس این مسئله صادق باشد، مقامات پولی از نگاه‌دارندگان پایه پولی (بانک‌ها) و افراد مالیات تورمی جمع‌آوری می‌کنند. پرداخت‌کنندگان واقعی مالیات تورمی، افراد در بخش خصوصی هستند؛ زیرا بانک‌ها در این حالت فاصله بین نرخ بهره وام‌ها و پس‌اندازها را افزایش می‌دهند. چون دولت نرخ

بهره وام‌ها را محدود می‌سازد، فشار بیشتر بر دوش نرخ بهره پس‌اندازها می‌افتد که غالباً نرخ بهره منفی دریافت می‌کنند.

دومین انگیزه، توزیع مجدد منابع است و به‌سادگی قابل توضیح است. از طریق بانک‌های تجارت یا بانک‌های توسعه، بانک مرکزی منابع را برای هدف‌های خاص با چاپ اسکناس توزیع می‌کند. در نتیجه، از پس‌اندازکنندگان و نگه‌دارندگان پول، مالیات تورمی برای دادن سوبسید به بخش‌های خاص استخراج می‌کند. این طرح سوبسیددهی، از طریق کنترل نرخ بهره وام‌های بانک‌های تجاری و نرخ بهره سپرده‌ها اعمال می‌شود. البته جایگزین دیگری نیز وجود دارد که آن دادن سوبسید به بخش‌های خاص بدون کنترل نرخ بهره و اضافه کردن آن به کسر بودجه است. اما به دلایل مختلف مانند قوانین ضد دامپینگ، دولت‌ها مایل به نشان دادن کسر بودجه بالا نیستند بنابراین، کشورهای در حال توسعه کمتر از این جایگزین استفاده می‌کنند.

همان‌طور که مک‌کینون-شاو (۱۹۸۱) نشان داده‌اند، اگر تنها هدف دولت، حداکثر ساختن درآمد ناشی از حق ضرب برای یک نرخ مشخص از رشد پول باشد، بهترین راه برای دستیابی به آن، مجاز ساختن تعیین آزاد نرخ بهره و استفاده از نسبت ذخیره قانونی به‌عنوان متغیر کنترل‌کننده است. انجام این کار باعث می‌شود که مالیات بر ذخیره، به نسبتی که به کشش وام و سپرده‌ها بستگی دارد، بین پس‌اندازکنندگان و وام‌گیرندگان توزیع شود. درعین‌حال از تحمیل مالیات تنها به پس‌اندازکنندگان نیز (هنگامی که نرخ وام‌ها کنترل شده است، اتفاق می‌افتد)، جلوگیری می‌کند؛ اما آزادسازی نرخ بهره وام‌ها در چارچوب ثبات کلان اقتصادی، باعث نرخ‌های بهره واقعی بالا و مخاطرات اخلاقی می‌شود.

۸-۳-۱-۲ اثرات سرکوب مالی

همان‌طور که اشاره شد، سرکوب مالی ناشی از کنش و واکنش بین دو سیاست است: سیاست‌هایی که به‌شدت رقابت مالی را محدود می‌کنند و سیاست‌هایی که باعث ایجاد نرخ‌های تورم بالا و متغیر می‌شوند. اثرات سرکوب مالی بر پس‌انداز و سرمایه‌گذاری به‌خوبی شناخته شده‌اند. اول، جریان پس‌انداز کاهش می‌یابد، چون بازده واقعی سپرده

کاهش پیدا می‌کند. دوم نرخ‌های بهره واقعی پایین برای وام‌ها باعث تشویق اجرای طرح‌ها با سودآوری پایین و مخاطره پایین می‌شود و اعتبارات برای سرمایه‌گذاری‌های مولد (با مخاطره بالا) جیره‌بندی شده یا حذف می‌گردد. چون بانک‌ها نمی‌توانند نرخ‌های بهره را با توجه به میزان مخاطره تغییر دهند، بنابراین مخاطره را با انتخاب طرح‌های کم مخاطره به حداقل می‌سازند.

برای افزایش درآمد حق ضرب با مالیات‌گیری از سپرده‌ها یا نگاه‌داری پول، دولت باید قادر به محدود ساختن مؤثر تقاضا برای دارایی‌های غیرمالی باشد. اما هنگامی که نرخ تورم بالاست، تقاضا برای دارایی‌هایی که در مقابل تورم ثروت خود را بیمه می‌کنند، افزایش می‌یابد. بدین ترتیب، اگر سقفی برای نرخ بهره تعیین شود، نرخ‌های بالاتر تورم با کاهش نرخ بهره واقعی سپرده‌ها و وام‌ها فرایند حذف واسطه‌گری مالی را که خاص نظام‌های سرکوب‌کننده است، سرعت می‌بخشد. این امر باعث کاهش سپرده‌ها و عرضه کمتر وام‌های بانکی به سرمایه‌گذارانی که مایل به سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی برای حمایت از خود در مقابل تورم هستند، می‌شود. این دارایی‌ها غالباً دارایی‌هایی ارزی هستند. نرخ تورم نیز به‌خاطر کاهش پایه پول تحت تأثیر قرار می‌گیرد و با پایه پولی پایین‌تر نرخ بسط پول مورد نیاز برای تأمین کسری بودجه بیشتر می‌شود.

در زمان بروز سرکوب مالی، نه تنها دسترسی بنگاه‌ها به اعتبارات بانکی کاهش می‌یابد، بلکه دیگر قادر به تأمین مالی طرح‌ها به‌وسیله منابع بنگاه‌ها نیز نیستند؛ چون نرخ تورم بالا قدرت خرید پس‌انداز یا ذخایر بنگاه‌ها را نیز کاهش می‌دهد. در این شرایط، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی کاهش می‌یابد و هنگامی که هزینه دریافت اعتبار به‌شدت افزایش می‌یابد، غالباً کیفیت سرمایه‌گذاری‌ها نیز کاهش می‌یابد.

عموماً بنگاه‌ها با دسترسی اندک به اعتبارات بانکی باید به بازارهای غیررسمی متوسل شوند. بدین ترتیب، یک بازار اعتبار تنظیم نشده و بدون مقررات در کنار بازار رسمی تنظیم شده به‌وجود می‌آید، که باعث تفکیک بازار می‌شود. نرخ بهره واقعی در بازار بدون مقررات یا تنظیم نشده ممکن است بسیار بالا باشد، چون مزایای واسطه‌گری مالی که هزینه مبادله را کاهش می‌دهد، در آن وجود ندارد. مزایایی که از دست می‌روند، از این قرارند:

۱. کاهش وام‌دهندگان با رجحان نقدینه بالا در مقابل وام‌گیرندگان با تمایل به دریافت وام‌های بلندمدت،

۲. کاهش مخاطره عدم بازپرداخت با پراکنده‌سازی سبد دارایی‌ها،

۳. بهره‌برداری از صرفه‌جویی مقیاس در مدیریت سبد دارایی،

۴. کاهش هزینه اطلاعات به‌خاطر افزایش تخصص و تقسیم کار.

اگرچه بسیاری از دولت‌ها برای سرکوب بازار غیررسمی به‌منظور جلوگیری از کاهش کنترل اعتبارات و کاهش حجم سپرده‌ها کوشیده‌اند، اما کمتر موفق بوده‌اند. از این گذشته، بسیاری از کشورها برای مبارزه با کاهش واسطه‌گری بانک‌های داخلی که باعث انتقال سپرده به خارج می‌شود، به کاهش مقررات یا مقررات‌زدایی متوسل شده‌اند. بدین ترتیب، وجود واسطه‌های مالی غیربانکی که مشمول کنترل‌های کمتر هستند، مجاز اعلام شده است. این واسطه‌ها غالباً می‌توانند نرخ‌های بهره را آزادتر از بانک‌ها تعیین کنند و در مورد اینکه به چه کسانی وام دهند، خود تصمیم بگیرند. در مقابل این تضمین رسمی به‌میزان تضمینی که به نهادهای تنظیم شده داده می‌شود، به این مؤسسات داده نشده است. ویژگی‌های توضیح داده شده در بالا مانند تفکیک بازار اعتبار، کاهش واسطه‌گری در بخش تنظیم شده، کمیابی پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و پایین بودن بهره‌وری سرمایه نشانگر یک اقتصاد از نظر مالی سرکوب شده هستند. برخی از نظریه‌پردازان برآنند که این مشکلات با آزادسازی بازارهای مالی از میان برداشته می‌شوند. اما متأسفانه شواهد تجربی در این مورد مبهم هستند. اگرچه کشورهایی که آزادسازی را انجام داده‌اند، برگشت مجدد پس‌انداز از بخش غیررسمی را تجربه کرده‌اند، اما تأثیر آن بر کل پس‌انداز چندان قابل ملاحظه نبوده است.

مک‌کینون- شاو (۱۹۷۳) بر واکنش پس‌انداز به آزادسازی که بحث‌های نظری و مطالعات تجربی بسیاری را در پی داشته است تأکید کرده‌اند. به‌نظر مک‌کینون، سپرده‌های بانک‌ها ابزاری اصلی هستند که از طریق آنها بنگاه‌ها در کشورهای در حال توسعه منابع لازم برای سرمایه‌گذاری‌های آتی را انباشته می‌سازند. بنابراین، اگر بازده واقعی سپرده‌ها منفی باشد، هم پس‌انداز و هم سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. براساس این نظریه، سرمایه‌گذاری‌های بزرگ به پس‌اندازهای پیشین بنگاه‌ها بستگی دارند؛ زیرا در این کشورها بازار سرمایه توسعه‌یافته وجود ندارد.

اما شاو بر نقش بانک‌ها به‌عنوان واسطه بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران تأکید می‌کند. هنگامی که سپرده‌ها کاهش می‌یابد از توانایی بانک‌ها پرداخت وام کاسته می‌شود و در نتیجه، سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. برای جذب پس‌انداز بیشتر، نرخ بهره واقعی باید افزایش یابد. در این حالت، سازوکار تأمین مالی سرمایه‌گذاری دلالت بر این دارد که افزایش پس‌انداز داخلی، دارایی‌های بانک تنها دارایی‌هایی است که پس‌اندازکنندگان در کشورهای کم درآمد به آن دسترسی دارند.

(جیووانینی،^۱ ۱۹۸۵) با استفاده از سری‌های زمانی و بررسی مقطعی^۲ ۱۸ کشور در حال توسعه نشان داده است که شواهد تجربی اندکی در مورد این فرض که کشش پس‌انداز نسبت به نرخ بهره واقعی مثبت و بالاست، وجود دارد. نتایج به‌دست آمده به‌وسیله وی با نتایج (لف و ساتو،^۳ ۱۹۸۰) که تأثیر تغییر نرخ تورم بر پس‌انداز مردم را بررسی کرده‌اند، سازگار است. افزون بر این، تحلیل کشورهایی که اصلاحات مالی در آنها به‌خوبی شناخته شده است، مانند آرژانتین، شیلی، کره و اوروگوئه نتایج مشابهی را به‌دست داده‌اند.

آزادسازی مالی در آرژانتین، شیلی و اوروگوئه در اواخر دهه ۱۹۷۰ انجام گرفت. در کره نیز روند آزادسازی مالی در سال ۱۹۶۷ با افزایش سقف‌های نرخ بهره آغاز شد. روند آزادسازی مالی در آرژانتین در سال ۱۹۸۲ و در کره در سال ۱۹۷۳ معکوس گردید. باوجود بحران‌های بدهی و مالی در شیلی و اوروگوئه، این کشورها توانستند نرخ بهره واقعی مثبت را حفظ کنند. نرخ تورم در آنها بعد از سال ۱۹۸۱ معتدل بود و در نتیجه توانستند از معکوس کردن آزادسازی مالی که در آرژانتین اتفاق افتاد، پرهیز کنند.

به‌طور خلاصه، سرکوب مالی در اقتصاد اثرات زیر را در پی دارد (عظیمی‌چنرق، ۱۳۸۳):

۱. پایین نگه داشتن نرخ بهره باعث کاهش پس‌انداز می‌شود و تأمین مالی سرمایه‌گذاری

را با مشکل روبه‌رو می‌کند.

۲. کاهش نرخ بهره واقعی طرح‌ها را با سود پایین و ریسک پایین جذاب‌تر می‌کند.

طرح‌های مولدتر (خطرپذیر) سرمایه‌گذاری جیره‌بندی می‌شوند. اعتبارات به‌سمت طرح‌های کم ریسک با سوددهی پایین حرکت می‌کند. بهره‌وری سرمایه کاهش می‌یابد.

1. Giovannini
2. Cross Section
3. Leff & Sato

۳. کاهش نرخ بهره واقعی و تورم، تقاضا برای دارایی‌های غیرپولی را افزایش می‌دهد (مسکن، زمین و ...). مردم برای جلوگیری از کاهش ثروت خود به این دارایی‌ها روی می‌آورند. سپرده‌گذاری در بانک‌ها کاهش می‌یابد و باعث دسترسی کمتر به اعتبارات می‌شود.
۴. کاهش نرخ بهره واقعی، باعث جیره‌بندی اعتبارات و تقسیم بازار به دو بخش بازار رسمی و بازار غیررسمی می‌شود. تقاضای پاسخ داده نشده در بازار رسمی، به وسیله بازار غیررسمی با نرخ وام بالاتر (و نرخ سپرده‌گذاری بالاتر) پاسخ داده می‌شود.
۵. کاهش نرخ بهره واقعی و تورم، باعث خروج سرمایه از کشور می‌شود تا دارایی‌های ارزی ارزش ثروت را حفظ کنند.
۶. کاهش سپرده‌گذاری در نهادهای مالی و کاهش اعتبارات ارائه شده به بخش خصوصی با کاهش حجم واسطه‌گری مالی، تعمیق مالی را کاهش می‌دهد. تعمیق مالی با نسبت شبه پول به درآمد ملی اندازه‌گیری می‌شود.

۲-۲ ضرورت آزادسازی مالی و حذف سرکوب مالی در بانکداری اسلامی،

با توجه به تجربه دیگر کشورها

با توجه به محدودیت منابع در کشورهای در حال توسعه، توسعه بازارهای مالی به منظور تجهیز و هدایت صحیح منابع وجوه، از اهمیت ویژه‌ای در این اقتصادها برخوردار است (فرجی، ۱۳۸۳).

در همه کشورهای جهان، بانک‌ها نقش مهمی در بازارهای پول و سرمایه دارند و صرف‌نظر از محل استقرار، سازمان‌دهی و نوع مالکیت آنها، سه وظیفه اصلی را در هر سیستم اقتصادی انجام می‌دهند:

۱. بانک‌ها نقشی محوری در سیستم پرداخت‌های کشور دارند و به عنوان اتاق پایاپای به منظور پرداخت عمل می‌کنند.
۲. سازوکاری را به منظور قیمت‌گذاری، ارزیابی و کنترل اعتبارات در اقتصاد فراهم می‌کنند.
۳. بانک‌ها اوراق بهادار منتشر شده توسط وام‌گیرندگان (اوراق بهادار اولیه) را دریافت کرده و اوراق بهادار خود (اوراق بهادار ثانویه) را که مورد قبول اعتباردهندگان و سپرده‌گذاران باشد، در اختیار آنها قرار می‌دهند.

در حال، کارایی نظام بانکی در کشورهایی که سال‌های متمادی مالکیت دولتی داشته‌اند و اغلب تصمیمات مربوط به نظام بانکی توسط دولت مرکزی اتخاذ می‌شود. بسیار بغرنج‌تر و اصلاح نشدنی‌تر از اقتصادهای مبتنی بر بازار است (مگیندن،^۱ ۲۰۰۳). بنابراین، از سال‌های ۱۹۹۰ به بعد تغییرات چشمگیری در نظام‌های مالی کشورهای در حال توسعه صورت گرفته است، که از آن جمله می‌توان به آزادسازی نرخ بهره، تخصیص منابع بانک‌های تجاری و نیز استقلال بیشتر بانک مرکزی و تمرکز بر کاهش تورم به جای تأمین مالی برنامه‌های توسعه اقتصادی اشاره کرد (هانسن،^۲ ۲۰۰۳).

۲-۲-۱ تجربه آزادسازی مالی در دیگر کشورها

در این قسمت، تجربه آزادسازی مالی در برخی از کشورها مورد بررسی قرار خواهد گرفت:

۲-۲-۱-۱ استرالیا

در سال‌های دهه ۷۰ میلادی نظام مالی در استرالیا یک سیستم بسته را تشکیل می‌داد. در این نظام مالی که بانک‌های تجاری، بخش مهمی از بازارهای مالی را در اختیار داشتند، فعالیتشان به وسیله مقامات پولی و مالی از پیش تعیین می‌شد. در این سیستم، بانک‌های تجاری نه تنها به طور انحصاری حساب جاری را در اختیار داشتند، بلکه تنها مؤسسات معتبر در زمینه ارز و کنترل آن بودند.

در این نظام مالی سرکوب شده، بانک‌های تجاری ملزم بودند ۷ درصد از کل سپرده‌ها را به صورت ذخیره قانونی نگهداری کنند. گذشته از این، برای آنها سقف نرخ بهره و اعتبار تعیین می‌شد.

پیش از دهه ۸۰ میلادی در استرالیا، ورود بانک‌های جدید به نظام بانکی، با محدودیت‌های بسیاری مواجه بود. به همین دلیل، بین سال‌های ۱۹۴۵-۱۹۸۱ تنها چند بانک پس‌انداز وارد نظام بانکی این کشور شدند. به همین دلیل، نظام بانکداری در این کشور به صورت یک انحصار چندجانبه بود که در آن چهار بانک تجاری، ۸۵ درصد از کل دارایی‌های بانک‌های تجاری را در اختیار داشتند. اعمال سیاست پولی نیز در دوره

1. Meggindon

2. Hanson

قبل از آزادسازی مالی، عمدتاً محدود به استفاده از ابزارهای مستقیم پولی نظیر ذخیره قانونی، کنترل کمی اعتبارات و کنترل نرخ بهره برای سپرده‌ها و اعتبارات بوده است. به‌هرحال، چند عامل زیر در استرالیا موجب آزادسازی مالی شده است:

۱. افزایش ناگهانی قیمت‌ها،
 ۲. رشد سریع کسری بودجه دولت،
 ۳. رشد سریع ارتباطات مالی،
 ۴. عمیق‌تر شدن بازارهای داخلی و خارجی.
- به‌طور خلاصه، مهم‌ترین اقدامات انجام شده در رابطه با آزادسازی مالی در این کشور عبارت بودند از (سوامی و تاوولاس،^۱ ۱۹۸۹):
۱. معرفی یک سیستم پیشنهادی به‌منظور فروش اوراق خزانه در دسامبر ۱۹۷۹،
 ۲. حذف سقف نرخ بهره برای برخی سپرده‌های بانک‌های تجاری و پس‌انداز در دسامبر ۱۹۸۰،
 ۳. شناور شدن دلار استرالیا و حذف کلیه کنترل‌ها در اواخر سال ۱۹۸۳،
 ۴. برداشته شدن کلیه کنترل‌های باقی‌مانده بر نرخ‌های بهره کلیه سپرده‌ها در آگوست ۱۹۸۴،
 ۵. همین‌طور از سال ۱۹۸۴ کلیه کنترل‌های مربوط به سررسید اعتبارات بانک‌های تجاری و پس‌انداز برداشته شده است؛ به‌طوری‌که طبق این قانون بانک‌ها، موظفانند سپرده‌های با سررسید ۱۴ روز را نیز بپذیرند،
 ۶. در آوریل ۱۹۸۵، سقف‌های نرخ بهره بر وام‌های بانکی کمتر از ۱۰۰ دلار استرالیا منسوخ شد.

۲-۲-۱-۲ ترکیه

بانکداری در ترکیه نیز نظیر بسیاری از نقاط جهان در سال‌های قبل از دهه ۷۰ میلادی، با مقررات شدیدی که ازسوی دولت وضع شده بود، اداره می‌شد. ورود و خروج به بازار، کفایت سرمایه، میزان ذخایر قانونی و نقدینگی لازم، تخصیص اعتبارات و ... همگی

به‌وسیله دولت تعیین می‌شد. در هر صورت، از نیمه اول سال‌های دهه ۸۰ میلادی به‌منظور افزایش نقش بازار و در نتیجه کارایی و بهره‌وری بیشتر نظام بانکی، اصلاحات مالی، قانونی و ساختاری و نهادی آغاز شد.

در نخستین گام‌ها، نرخ‌های بهره و ارز آزاد شد و از آغاز سال ۱۹۸۴ گشایش سپرده‌های ارزی به‌وسیله افراد مقیم و غیرمقیم در ترکیه آزاد گردید. در سال ۱۹۸۵ فروش اوراق خزانه به‌صورت دوره‌ای و به شکل حراج^۱ آغاز شد.

در سال ۱۹۸۶، بورس اوراق استانبول^۲ و نیز بازار پولی بین بانکی^۳ برای فراهم کردن نقدینگی لازم نظام مالی شروع به کار کرد. در همین زمان، به‌منظور تخصیص کاراتر منابع، بسیاری از نرخ بهره‌های ترجیحی برنامه‌های اعتبارات مستقیم^۴ حذف شد. به‌طور خلاصه، اقداماتی که در ترکیه برای آزادسازی مالی صورت گرفته است، عبارت‌اند از:

۱. آزادسازی نرخ بهره و ارز،
۲. گشایش سپرده‌های ارزی به‌وسیله افراد مقیم و غیرمقیم در ترکیه،
۳. آزادسازی ورود مؤسسات و بانک‌های جدید به بازار مالی،
۴. فروش اوراق خزانه در بازار مالی و به‌صورت حراج،
۵. تأسیس اوراق بهادار و بازار بین بانکی،
۶. تأسیس بانک در خارج از کشور و خرید بانک‌های خارجی،
۷. گسترش فعالیت‌های بانکی به صندوق بازار پول، سلف، سوآپ و ...

۳-۲-۱ اندونزی

اقتصاد اندونزی به‌دلیل اینکه صادرکننده نفت بود، در وضعیت نسبتاً مطلوبی قرار داشت. از سال ۱۹۷۳ با افزایش قیمت و درآمد نفت و مقادیر زیاد کمک‌های خارجی، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی حقیقی اندونزی به‌طور متوسط حدود ۷ درصد بود و حساب سرمایه موازنه پرداخت‌های این کشور نیز نسبتاً آزاد بود. باوجود این، از زمانی که قیمت نفت در

1. Periodic Auction
2. Istanbul Stock Exchange
3. Interbank Money Market
4. Directed Credit Programs

آغاز دهه ۱۹۸۰ به‌طور ناگهانی کاهش یافت، اقتصاد اندونزی با مشکلات فراوانی مواجه شد. با این حال، فشارهای تورمی چندان جدی نبود، به عبارت دیگر، نرخ تورم حدود ۱۱ درصد بود که نسبت به نرخ ۲۰ درصدی شایع در دهه ۱۹۷۰ در سطح پایینی قرار داشت. نظام مالی اندونزی در آستانه اصلاحات مالی در سال ۱۹۸۲، گسترده و تحکیم یافته بود. با این حال، مقررات حاکم بر نظام مالی بسیار زیاد و سقف‌هایی بر نرخ بهره سپرده و وام حاکم بود. سقف‌های اعتباری روی بانک‌های خصوصی انفرادی و خارجی وضع شده بود و در داخل سقف‌های کلی اعتبار، برحسب مقولات وام‌ها مختلف بود. به هر حال، اصلاحات مالی در اندونزی در سال ۱۹۸۳ آغاز شد (کرمی‌قهی، ۱۳۶۸). اندونزی در سال ۱۹۸۳ میلادی با ۷ میلیارد دلار کسری بودجه ناچار شد دریافت وام از خارج را افزایش دهد (خلیلی‌عراقی، ۱۳۸۲). این شرایط موجب شد که میزان بدهی‌های خارجی این کشور در سال ۱۹۸۶ میلادی به ۳۳ میلیارد دلار برسد، در حالی که در سال ۱۹۸۰ مجموع بدهی‌های خارجی اندونزی از ۱۵ میلیارد دلار تجاوز نمی‌کرد.

هرچند اقتصاد اندونزی دارای برنامه بود، ولی هیچ برنامه از پیش تعیین شده‌ای برای رویارویی با این‌گونه بحران‌ها — که قابل پیش‌بینی نبودند — تدوین نشده بود. بنابراین، دولت اندونزی به مرور زمان اصلاحاتی را به شرح زیر انجام داد:

۱. آزاد کردن معاملات ارزی،

۲. اصلاحات در سیستم مالیاتی،

۳. آزادسازی مالی.

۴-۱-۲- کره جنوبی

توسعه کره جنوبی، به‌طور کلی از زمان آزاد شدن این کشور از سلطه ژاپن در سال ۱۹۴۵ آغاز می‌شود. در سال ۱۹۴۸ کره جنوبی اولین انتخابات آزاد خود را انجام داد و جمهوری کره رسماً در جنوب منطقه استقرار یافت.

به دنبال اصلاحات پولی سال ۱۹۶۲، دولت نظامی، کاهش ارزش وون به دلار را پذیرفت و برنامه اول توسعه کره را برای دوره ۱۹۶۵-۱۹۶۶ اعلام کرد (طلایی، ۱۳۷۹). نظام مالی در کره که در خلال دهه ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ تحت کنترل و تسلط دولت بود،

به‌عنوان ابزار سیاست توسعه مورد استفاده قرار گرفت. در این دوره، کره اصولاً دارای یک نظام مالی دولتی بود و در این کشور یک بازار غیررسمی که حجم آن تا ۳۰ درصد اعتبارات بانکی تخمین زده می‌شد، وجود داشت. در اوایل دهه ۱۹۷۰، به مؤسسات مالی غیربانکی^۱ از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... اجازه تأسیس داده شد. ولی بورس کره در این دهه، فعالیت چندانی نداشت. در این دوره، اعتبارات ترجیحی ۴۰ درصد اعتبارات بانکی را شامل می‌شد.

کشور کره اصلاحات و آزادسازی را به‌طور تدریجی آغاز کرد. در سال ۱۹۸۱ با فروش سهام به عموم مردم، بانک خصوصی شد و ابزارهای نوین مالی معرفی شدند. پس از چند سال تجربه آزادسازی تدریجی و با کاهش رشد قیمت‌ها، نرخ‌های واقعی بهره مثبت شدند (پوریان، ۱۳۷۹).

مشخصه‌های اصلی اصلاحات مالی در کره جنوبی عبارت بودند از:

۱. خلق و ایجاد ابزار جدید مالی،
۲. افزایش رقابت بین بانک‌ها و خصوصی‌سازی بانک‌های تجاری و ...،
۳. افزایش فعالیت بانک‌ها تا واسطه‌گری سپرده‌های مدت‌دار،
۴. تشویق همه‌جانبه رقابت در بخش مالی با واگذار کردن نقش‌های فعال‌تر به مؤسسات اعتباری غیربانکی،
۵. کاهش دخالت صریح دولت در تخصیص اعتبارات بانکی،
۶. اجازه انعطاف‌پذیری بیشتر در نرخ بهره‌ای که بانک‌ها می‌توانستند برای وام‌های خود مطالبه کنند (حسن‌زاده و جوادی‌پور، ۱۳۸۱).

۵-۱-۲-۲ آرژانتین

طی دوره ۱۸۹۰-۱۹۳۰، آرژانتین رشد پایداری را تجربه کرده که در میان کشورهای در حال توسعه بسیار چشمگیر بوده است. قبل از رکود اقتصادی سال ۱۹۲۹ میلادی، کشور آرژانتین با ذخایر سرشار طبیعی، همراه با فشار کم جمعیت و تولید محصولات

کشاورزی به میزان زیاد، دارای یکی از بالاترین استانداردهای سطح زندگی برحسب سرانه بود (خلیلی عراقی، ۱۳۸۲).

از سال ۱۹۵۵ تا پایان دهه ۱۹۷۰، اقتصاد فراز و نشیب‌های زیادی داشت و از نظام نرخ ارز ثابت و کنترل‌های ارزی پیروی می‌کرد و در نتیجه، آرژانتین دچار بی‌ثباتی اقتصادی و انزوای ملی شد. در نوامبر ۱۹۸۹ میلادی، طرحی تحت عنوان انقلاب در تولید^۱ برای رویارویی با بحران اقتصادی ارائه شد. براساس این طرح، یک برنامه اقتصادی سه‌ساله با استفاده از راهنمایی‌ها و مشاوره بانک جهانی و سایر مؤسسات مالی بین‌المللی به مرحله اجرا درآمد که اصلی‌ترین محور آن، خصوصی‌سازی و واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش‌های خصوصی داخل و خارج از کشور بود (اصغری، ۱۳۷۴).

در سال ۱۹۸۹ تغییراتی اعمال شد که هدف آن، خصوصی‌سازی و کاهش نقش تصدی‌گری دولت بود. به‌طور کلی در مراحل نخست اصلاحات، نظام مالی آرژانتین به‌خوبی نسبت به منافع نرخ‌های بهره بالاتر بازار و ایجاد شرایط رقابتی‌تر واکنش نشان داد و موجب رشد دارایی‌های مالی شد. بعد از اصلاحات مالی، نرخ‌های بهره اسمی، شدیداً افزایش یافت، اما به‌علت بالاتر بودن نرخ تورم نسبت به نرخ‌های بهره اسمی، نرخ‌های بهره حقیقی، در اکثر سال‌های ۱۹۸۱-۱۹۸۳ مثبت شدند.

۳-۲ الگوی ساده آزادسازی مالی

الگوهای آزادسازی مالی اساساً الگوی نئوکلاسیکی نظریه منابع وام دادنی است؛ اما با توجه به ویژگی‌های کشورهای کمتر توسعه‌یافته اصلاح شده‌اند. الگویی که در زیر ارائه می‌شود (کومار،^۲ ۱۹۸۳)، یک الگوی نمونه توسعه‌یافته بعد از کار اصلی مک‌کینون و شاو است (استوارت،^۳ ۱۹۹۳).

ابتدا فرض می‌شود که عرضه نیروی کار محدود است و تولید یا محصول تعادلی نه در سطح اشتغال کامل بلکه در نقطه‌ای که در آن بهره‌وری نهایی نیروی کار با مزد به شکل نهادی و تورمزدایی شده برابر می‌شود. در رابطه با بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری،

1. Productive Revolution

2. Kumar

3. Stuart

تابعی از بازدهی نهایی سرمایه بوده اما تابع پس‌انداز نیز می‌باشد. ادعا شده است که فقدان بازارهای مالی پراکنده هیچ راهی برای پس‌انداز کردن به‌جز سرمایه فیزیکی و سپرده‌های بانکی باز نمی‌گذارد. از این گذشته با پیروی از فرضیه مکمل بودن پول و سرمایه مک‌کینون، فرض می‌شود سرمایه‌گذاری تقسیم‌ناپذیر و هزینه‌ها کلی است. بنابراین، از سپرده‌های افراد برای انباشت پس‌انداز به‌منظور تأمین مالی حداقل سطح سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود.

در این الگو، کومار فرض می‌کند که خالص دریافت مانده‌های نقدی حقیقی، به‌وسیله پس‌اندازکننده، از طریق اعتبارات بانکی یا به وام‌گیرندگان خصوصی که علاقه‌مند به انباشت سرمایه I_b هستند و یا به دولت برای مصارف جاری G وام داده می‌شود. سرمایه‌گذاری یا از ذخایر سود، تأمین مالی می‌شود I_s یا از طریق منابع وام دادنی با وساطت نظام بانکی تأمین مالی می‌گردد. کل عرضه منابع وام دادنی در دسترس برای سرمایه‌گذاری خصوصی، برابر مانده‌های پولی تازه خلق شده منهای بخشی است که به‌وسیله دولت برای تأمین مخارج جاری G برداشت می‌شود، این جریان منابع را می‌توان به این شکل نوشت:

$$S + G = sy + m$$

$$I_s = sy$$

$$I_b = m - G \quad m = \frac{d(M/P)}{dt}$$

$$I_f - I_s + I_b = S$$

که در آن y درآمد جاری، s میل نهایی به پس‌انداز بخش خصوصی، m مانده‌های پول ایجاد شده به‌وسیله نظام بانکی و نگاهداری شده به‌وسیله پس‌اندازکنندگان، M عرضه اسمی پول نگاهداری شده به‌وسیله پس‌اندازکنندگان، P شاخص قیمت‌ها، G افزایش در مانده‌های حقیقی برداشت شده به‌وسیله دولت برای مخارج جاری، S کل پس‌انداز و I_f عرضه کل منابع در دسترس برای سرمایه‌گذاری است.

بنابراین، اساساً منابع تأمین مالی پس‌انداز، از درآمد جاری و مانده‌های نقدی حقیقی انباشته شده به شکل سپرده‌های بانکی است. در طرف تقاضا، دولت و بخش خصوصی برای منابع وام دادنی، با یکدیگر رقابت می‌کنند.

سرانجام، سرمایه‌گذاری تابعی از بازده میانگین سرمایه فیزیکی r_k و نرخ سپرده‌های حقیقی r^* ، r نرخ بهره سپرده و e نرخ تورم مورد انتظار است:

$$I = F(r_k, r^*)$$

$$r^* = r - e$$

در این الگوی ساده شده، نظام بانکی به‌طور هم‌زمان، واسطه سرمایه و عرضه‌کننده ابزار پرداخت است. سپرده‌ها برای پس‌انداز (و سرمایه‌گذاری) و معاملات مورد تقاضا هستند و بدین ترتیب، تقاضای حقیقی پول L با فرض تابع همگن درجه ۱ از Y بودن به شکل زیر است:

$$\frac{md}{P} = L(r^*, y) \quad L_1 > 0, L_2 > 0$$

در این معادله y کل محصول و نرخ بهره سپرده‌ها متغیر مرکزی است. با مشخص شدن عرضه پول M^S به‌وسیله مقامات پولی به شکل برون‌زا، تعادل در بازار پول با معادله زیر مشخص می‌شود:

$$M^S = P.L(r^*, q)$$

با پذیرش فرضیه انتظارات تطبیقی، بسط یک‌باره در عرضه پول، تنها می‌تواند تقاضا برای پول را در دوره تعدیل انتظارات تحت‌تأثیر قرار دهد. مانند رویکرد منابع وام دادنی، هرگونه افزایش در عرضه بیش از سطح پس‌انداز مطلوب، تنها باعث تورم در بلندمدت می‌شود. در چنین الگوهای، یک سیاست سرکوب مالی که برای نگهداری نرخ بهره حقیقی سپرده‌ها حتی پایین‌تر از سطح تعادلی (مثبت) آن کوشش می‌کند، وجود دارد. چنین سیاستی باعث جیره‌بندی (تخصیص غیرقیمتی) پس‌اندازهای کمیاب می‌شود که زمینه مناسبی برای ناکارآمدی به‌وجود می‌آورد و سود بادآورده برای نظام بانکی فراهم می‌کند. هنگامی که این سیاست با کسر بودجه دولت همراه می‌شود، دسترسی به منابع کمیاب را برای بخش خصوصی کاهش می‌دهد و بدین ترتیب، باعث تخصیص غیرمولد پس‌اندازها توسط بوروکرات‌های کوتاه‌نگر می‌شود. بنابراین در این رویکرد، سیاست مالی مناسب در چارچوب کشورهای در حال توسعه، تمرکز بر انگیزه‌ها برای افزایش تقاضای حقیقی برای پول به شکل سپرده‌ها؛ یعنی افزایش نرخ بهره حقیقی سپرده‌هاست.

این عمل باعث گسترش منابع لازم برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری جدید شده و به سرمایه‌گذاران کوچک راهی برای انباشت پس‌انداز برای سرمایه‌گذاری به شکل کمتر تورمی ارائه می‌دهد. از این گذشته، چندین سیاست آزادسازی مالی باعث یکپارچه کردن بازار سرمایه شده، بازده پس‌اندازکنندگان داخلی را افزایش می‌دهد و این پس‌انداز اضافه شده، را به طرح‌های با بازده بالاتر تخصیص می‌دهد و اشکال دیگر شکنندگی بازار مالی را از میان برمی‌دارد (استوارت، ۱۹۹۳).

۲-۴ استراتژی‌های آزادسازی (نقطه شروع و سرعت آزادسازی)

یکی از مواردی که در زمان آزادی همواره مطرح است، زمان و سرعت آزادسازی است. پرسش این است که زمان‌بندی و سرعت آزادسازی چگونه باید انتخاب شود. تقریباً در بین تمامی اقتصاددانان جهان این اتفاق‌نظر وجود دارد که زمان و نحوه آزادسازی بازارهای مالی در کشورهای مختلف، بسته به زیرساخت‌های اقتصادی و مالی آنها متفاوت است. در اکثر کشورهای در حال توسعه به علت وجود اطلاعات نامتقارن بی‌ثباتی اقتصادی، عموماً مخاطرات اخلاقی در نظام‌های مالی پدید می‌آید. در این دسته از کشورها بازار سرمایه اغلب کوچک و بازار مالی بر پایه بانک است. (میرآخور، ۱۹۹۰) در مطالعه خود چهار خط‌مشی برای آزادسازی مالی را چنین ترسیم می‌کند:

۱. در مواقعی که شرایط اولیه اقتصاد بی‌ثبات و نظارت‌ها و قوانین بانکی ضعیف است.
 ۲. هنگامی که شرایط اولیه اقتصاد بی‌ثبات و نظارت‌های بانکی مناسب هستند.
 ۳. زمانی که شرایط اولیه اقتصاد، باثبات و نظارت‌های بانکی مناسب و کافی است.
 ۴. مواقعی که شرایط اولیه اقتصاد پایدار و باثبات و نظارت بانکی نامناسب و ناکافی است.
- البته وی شرط موفقیت آزادسازی را تثبیت اقتصادی و نظارت بانکی مناسب می‌داند. استراتژی آزادسازی به دو روش زیر تقسیم بندی می‌شود:

۲-۴-۱ آزادسازی سریع

تجربه آزادسازی کشورهای شیلی، آرژانتین و اوروگوئه در این دسته قرار می‌گیرد. در این کشورها هنگام آزادسازی، شرایط بی‌ثباتی اقتصادی وجود داشت و نرخ رشد تولید و

سرمایه‌گذاری پایین، نرخ تورم بالا و کسری حساب جاری خارجی بالا بود. استراتژی آزادسازی اجرا شده توسط این دسته از کشورها حذف کامل و یک‌باره سقف نرخ بهره و کنترل‌های اعتباری و کنارگذاری نظارت دولت بر نظام بانکی بود. در کنار این شرایط، بیمهٔ رایگان سپرده‌ها توسط دولت وجود داشت و به‌این‌ترتیب، همین امر باعث افزایش مخاطرات اخلاقی در نظام بانکداری و در نتیجه، افزایش سریع نرخ‌های واقعی روی سپرده‌ها و وام‌ها شد. همچنین، نااطمینانی دربارهٔ آینده، هزینهٔ سرمایه‌ها را به‌شدت افزایش داد و به افزایش ریسک بانک‌ها انجامید. ازسوی‌دیگر، باعث افزایش انتخاب نامناسب پروژه‌های سرمایه‌گذاری شده و تعداد وام‌هایی را که با مشکل عدم بازپرداخت مواجه می‌شدند، به‌شدت افزایش داد. این وام‌ها در آرژانتین از ۲ درصد کل وام‌ها در سال ۱۹۷۵ به بیش از ۹ درصد در سال ۱۹۸۰ افزایش یافتند. این مشکلات برای سایر کشورها از جمله اوروگوئه، شیلی و نیز فلیپین و ترکیه وجود داشت. (Khatkhate, 1989)

این در حالی است که در کشور مالزی به‌دلیل وجود شرایط باثبات اقتصادی برای مدت نسبتاً طولانی و وجود نظارت‌های کافی بر نظام بانکداری، دولت موفق شد ظرف سه سال، بدون بروز هیچ‌گونه مشکلی نرخ بهره را آزادسازی کند. بانک‌های تجاری این کشور در سال ۱۹۸۷ اجازه یافتند نرخ بهرهٔ خودشان را بر سپرده‌ها و وام‌ها در محدوده خاصی که توسط دولت تعیین می‌شد، اعلان کنند و بعد از سال ۱۹۸۱ نیز تعیین نرخ وام‌ها برعهدهٔ بازار گذاشته شد.

۲-۴-۲ آزادسازی تدریجی

کشورهایی مانند کره جنوبی، سریلانکا و اندونزی در زمان آزادسازی مالی از بی‌ثباتی اقتصادی با درجات مختلف رنج می‌بردند. به‌این‌ترتیب، آزادسازی مالی در این کشورها با آزادسازی اقتصادی و برنامه‌های اصلاحی گسترده‌ای همراه بود. در دو کشور کره جنوبی و سریلانکا به‌دلیل موفقیت‌آمیز بودن برنامه‌ها و سیاست‌های دولت در زمینهٔ کاهش نرخ تورم، نرخ‌های بهرهٔ واقعی مثبت و نسبتاً ثابت به‌دست آمد و سپرده‌های بانکی و در نهایت، اعتبارات قابل دسترس برای سرمایه‌گذاری افزایش یافت. هم‌زمان، یک سیستم قوی نظارتی اطمینان حاصل کرد که بانک‌ها ریسک اضافی را نمی‌پذیرند. و بعد از آنکه ثبات

اقتصادی برقرار شد و قوانین احتیاطی مؤثر به مرحله اجرا درآمد، دولت اقدام به آزادسازی کامل نرخ بهره کرد. اما در اندونزی به دلیل شکست سیاست‌های تثبیت اقتصادی و فشار تورمی و جریانات بی‌ثباتی سرمایه، برنامه آزادسازی مالی با شکست مواجه شد.

۳-۴-۲ ترتیب زمانی آزادسازی

سلسله‌مراتب برنامه‌های آزادسازی مالی نه تنها برای موفقیت همه‌جانبه آن حیاتی است، بلکه تعیین نرخ‌های بهره بعد از آنکه آزاد می‌شوند نیز ضرورت دارد. میرآخور و (ویلانوا، ۱۹۹۰) یک سلسله‌مراتب مبتنی بر مدل خودشان پیشنهاد می‌کنند که در آن تأثیر ناپایداری اقتصادی، اطلاعات ناقص و مخاطرات اخلاقی برجسته است. آنها شرط اولیه آزادسازی مالی را پایداری اقتصادی (یعنی نرخ پایین و باثبات تورم، نبود کسری حساب جاری بالا، ثبات نرخ ارز و رشد اقتصادی مناسب) عنوان می‌کنند. آنها از تجربه کشورهای شیلی، آرژانتین و اووروگوئه به عنوان نمونه‌هایی یاد می‌کنند که در هنگام آزادسازی مالی، دارای نرخ تورم بالا، کسری قابل توجه حساب جاری، کاهش مداوم ارزش پول و رشد کند اقتصادی بوده‌اند. آنها یادآوری می‌کنند که همین ناپایداری اقتصادی به همراه ضعف و نااطمینانی در نظام مالی باعث شد تا این کشورها نتوانند آزادسازی را به طور موفقیت‌آمیزی به مرحله اجرا درآورند.

آنها مرحله بعدی برای داشتن یک برنامه موفق آزادسازی مالی را توسعه ابزارهای پولی غیرمستقیم مانند اسناد خزانه کوتاه‌مدت و ضمانت‌های تعیین شده به وسیله مقامات پولی و تقویت چارچوب تنظیمی و نظارت احتیاطی بانکی می‌دانند. ابزارهای غیرمستقیم به مقامات امکان می‌دهد تا مازاد نقدینگی در بخش مالی را محو کنند و به شرکت‌کنندگان در بازار امکان می‌دهد تا به این ابزارها که رفع کنترل‌های مستقیم را تسهیل می‌کنند، عادت نمایند.

تقویت سیستم نظارتی و مدیریتی بانکی باید هم‌زمان با معرفی ابزارهای پولی غیرمستقیم اجرا شود. آنها مرحله سوم اجرای آزادسازی مالی موفق را نیز افزایش رقابت میان بانک‌ها عنوان می‌کنند. افزایش رقابت را می‌توان با خصوصی‌سازی بانک‌ها، افزایش مجوز بانکی، مجوز

دادن به بانک‌های خارجی انجام داد. آخرین مرحله آزادسازی را نیز برداشتن کنترل‌های مستقیم (نرخ‌های وام و سپرده، سقف‌های اعتباری مستقیم) عنوان می‌کنند. (کاپریو و استیگلitz،^۱ ۲۰۰۲) معتقدند کشورهایی که در آنها بی‌ثباتی اقتصاد کلان وجود دارد، آزادسازی مالی بدون سیاست‌های تثبیت اقتصادی و ایجاد سیستم نظارتی و احتیاطی قوی برای نظام بانکداری می‌تواند باعث ورشکستگی سیستم مالی آنها شود. آنها آزادسازی تدریجی نرخ بهره را توصیه می‌کنند تا این نرخ به نرخ تسویه بازار نزدیک شود و در نهایت به آزادسازی مالی کامل آن اقدام کنند.

در مورد ترتیب زمان آزادسازی بازارهای مالی داخلی و بین‌المللی، یک توصیه استاندارد وجود دارد که در آن ابتدا نظام مالی داخلی با اصلاح قوانین و مقررات، حذف یارانه‌ها و اعتبارات تکلیفی و همچنین افزایش نظارت‌ها بر نظام مالی تقویت و عاری از مشکلات اخلاقی و عدم تقارن اطلاعات شود و نظام مالی خصوصی، جایگزین نظام مالی دولتی شود و سپس مقررات‌زدایی در بخش مالی بین‌المللی از جمله سرمایه و بازار سهام صورت گیرد.

۵-۲ ضرورت آزادسازی مالی در ایران

با بررسی شرایط کنونی بازار مالی و اقتصاد ایران در مقایسه با کشورهای ترکیه و استرالیا مشاهده می‌شود که وضعیت ایران درست شبیه وضعیت کشورهای ترکیه و استرالیا در سال‌های قبل از آزادسازی یعنی سال‌های دهه ۷۰ میلادی است. از نظر اقتصادی، ایران سال‌هاست که با تورم دو رقمی مواجه است (فرجی، ۱۳۸۳). برای مثال در سال ۱۳۷۸ نرخ تورم ۲۰/۱ درصد، در سال ۱۳۷۹، ۱۲/۶ درصد، در سال ۱۳۸۰، ۱۱/۴ درصد، در سال ۱۳۸۱، ۱۵/۸ درصد و در سال ۱۳۸۲، ۱۴ درصد بوده است.

همچنین، دولت در طول سال‌های دو دهه گذشته با کسری بودجه شدید مواجه بوده که عمدتاً از طریق نظام بانکی تأمین مالی شده است. برای نمونه در سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۸۱ بدهی بخش دولتی به نظام بانکی از ۶۲۰۵۸/۵ میلیارد ریال در سال ۱۳۷۸ به ۱۱۱۶۲۰/۳ میلیارد ریال در سال ۱۳۸۱ افزایش یافته است (نماگرهای اقتصادی، ۱۳۸۲).

بازار مالی ایران نیز که به‌طور عمده در اختیار بانک‌های تجاری دولتی است، به شکل گسترده‌ای سرکوب شده و سیستم بسته را تشکیل می‌دهد. در چنین نظامی، بازار مالی با محدودیت‌های ذیل مواجه است:

- الف) تعیین نرخ بهره به‌وسیله شورای پول و اعتبار،
- ب) وجود نرخ‌های بهره ترجیحی هم به‌صورت بخشی و هم برای اشخاص،
- ج) تعیین سقف اعتبارات برای بانک‌های تجاری،
- د) وجود تسهیلات تکلیفی در بانک‌های تجاری،
- هـ) ممنوعیت تأسیس شعب بانک‌های خارجی در داخل کشور،
- و) عدم ارتباط بازار مالی داخل با بازارهای مالی بین‌المللی،
- ز) عدم استقلال بانک مرکزی به‌ویژه وابستگی آن به وزارت امور اقتصادی و دارایی به‌عنوان مجری سیاست مالی،
- ح) عدم امکان استفاده از ابزارهای سیاست پولی غیرمستقیم توسط بانک مرکزی.

۶-۲ اقدامات انجام شده در رابطه با آزادسازی مالی در ایران

اگرچه طی برنامه‌های دوم و سوم توسعه اقتصادی، قوانینی در جهت آزادسازی مالی تصویب شده است، اما عملاً شاهد سرکوب آن در بازار مالی ایران بوده‌ایم. برای نمونه در سیاست‌های کلی در رابطه با سیاست پولی و تنظیم بازار در بند (۲-۱-۲) قانون برنامه دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران چنین آمده است: «بازنگری در قوانین، مقررات و ضوابط ناظر بر فعالیت مؤسسات مالی در بازارهای پول و سرمایه به‌گونه‌ای که با شرایط جدید ناشی از تحولات داخلی و بین‌المللی هماهنگی داشته باشد». یا در بند (۳-۱-۲) این قانون آمده است: «منطقی کردن نرخ‌های سود در سطح نظام بانکی به‌گونه‌ای که با مثبت نمودن نرخ واقعی بازده به سپرده‌ها و نرخ بازده به تسهیلات بانکی ضمن تشویق هرچه بیشتر پس‌انداز موجبات تخصیص بهینه منابع ریالی را فراهم آورد». یا در بند (۱۲-۱-۲) این قانون اظهار شده است: «تلاش در جهت تقویت بانک مرکزی، از طریق تجدیدنظر در قوانین پولی و بانکی و تغییر ترکیب و وظایف شورای پول و اعتبار به‌گونه‌ای که تأمین‌کننده، اهداف نظام بانکداری اسلامی و برنامه‌های پنج‌ساله

است، تقویت ارزش پول ملی و جلوگیری از رشد بی‌رویه نقدینگی» در مورد مثبت شدن نرخ سود حقیقی سپرده‌ها ملاحظه می‌شود که پس از گذشت ۱۰ سال از آغاز برنامه دوم توسعه اقتصادی، هنوز نرخ سود حقیقی سپرده‌های بانکی منفی است. در مورد حجم نقدینگی و ارزش پول که پیوسته حجم آن در حال افزایش و ارزش پول ملی در حال کاهش بوده است؛ به‌طوری‌که حجم نقدینگی در ۵ سال گذشته (۱۳۷۸-۱۳۸۳) از ۱۹۲۶۸۹/۲ میلیارد ریال در سال ۱۳۷۸ به ۴۱۷۵۲۴ میلیارد ریال در سال ۱۳۸۱ افزایش یافته است؛ یعنی بیش از ۱۱۰ درصد رشد داشته است. درحالی‌که تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت در همین دوره تنها ۱۶/۵ درصد رشد داشته است (فرجی، ۱۳۸۳). عدم تناسب افزایش حجم نقدینگی و تولید ناخالص ملی باعث شده است که در این دوره با تورم دو رقمی و کاهش ارزش پول ملی مواجه باشیم. در ترکیب شورای پول و اعتبار و تجدیدنظر در قوانین پولی و بانکی نیز اقدام خاصی در جهت استقلال بانک مرکزی، صورت نگرفته است. در برنامه سوم توسعه نیز قوانین به‌گونه‌ای بوده است که امکان آزادسازی مالی را فراهم نکرده است. برای مثال، در ماده (۸۳) این قانون اکثریت اعضای شورای پول و اعتبار را دولت تشکیل می‌دهد و به‌ویژه آنکه رئیس شورای پول و اعتبار نیز وزیر امور اقتصادی و دارایی است و یا براساس بند «الف» ماده (۹۸) این قانون «سیاست پولی، اعتباری، ارزی، چاپ اسکناس، ضرب سکه، حفظ ذخایر ارزی، نظارت بر بانک‌ها و صدور مجوز فعالیت بانکی، در قلمرو وظایف دولت است و برای اعمال حاکمیت، همچنان در اختیار دولت باقی می‌ماند». آن‌گونه که از قوانین برنامه سوم توسعه اقتصادی نیز برمی‌آید، در جهت آزادسازی مالی نبوده است.

۷-۲ مقایسه تطبیقی عملکرد بازار مالی ایران و کشورهای منتخب

در این فصل، با انتخاب شاخص‌های مناسب وضعیت کنونی، بازار مالی ایران را با دو کشور ترکیه و استرالیا مقایسه می‌کنیم. به عبارت دیگر، در این قسمت می‌خواهیم اثر آزادسازی مالی در کشورهای مذکور را با ایران یعنی کشوری که هنوز آزادسازی مالی در آن صورت نگرفته است، مورد بررسی قرار دهیم. در این راستا شاخص‌های بسیاری برای مقایسه وجود دارند که در اینجا به چند نمونه از آنها اشاره می‌شود:

۲-۷-۱ شاخص‌هایی در رابطه با سرمایه‌گذاری بخش خصوصی

از آنجا که اعتبار دادن به بخش خصوصی نقش مهمی در تولید، مصرف و تشکیل سرمایه و در نتیجه فعالیت اقتصادی دارد، بنابراین، به دو شاخص در این زمینه اشاره می‌شود:

- نسبت اعتبارات داخلی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی.

- نسبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به تولید ناخالص داخلی.

هر قدر این نسبت‌ها بیشتر و در حال افزایش باشند، نمایانگر بهبود است.

همان‌طور که در جدول ۲-۱ می‌بینید، شاخص اول برای استرالیا و ایران در دوره (۱۹۹۰-۲۰۰۲) در حال افزایش بوده است. ثانیاً این شاخص در استرالیا بیشتر از ایران است.

جدول ۲-۱ سرمایه‌گذاری بخش خصوصی

(برحسب درصد)

ردیف	شاخص کشور	اعتبارات داخلی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی ^۱		سرمایه‌گذاری مستقیم به تولید ناخالص داخلی	
		سال ۱۹۹۰	سال ۲۰۰۰	سال ۱۹۹۰	سال ۲۰۰۰
۱	استرالیا	۶۴/۲	۸۹/۸	۲/۶	۴/۱
۲	ترکیه	۱۶/۷	۱۴/۹	۰/۵	۰/۶
۳	ایران	۳۲/۵	۳۴/۳	-۰/۳	۰

مأخذ: بانک جهانی، شاخص‌های توسعه جهانی، ۲۰۰۴، صص ۲۵۴-۲۵۶.

شاید بتوان علت کاهش یافتن این نسبت را در ترکیه و کمتر بودن آن را نسبت به

ایران، اهمیت اعتبارات خارجی به بخش خصوصی در این کشور دانست.

در رابطه با شاخص دوم که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است، مشاهده می‌شود

که در کشورهایی که آزادسازی مالی کرده‌اند، این نسبت در اثر گذشت زمان در حال

افزایش است. به علاوه، هر قدر کشوری پیشرفته‌تر باشد، این نسبت بیشتر است. در مورد

ایران ملاحظه می‌شود که این شاخص در سال ۱۹۹۰ منفی نشان می‌دهد که بیانگر فرار

سرمایه از کشور است؛ گذشته از این، در سال ۲۰۰۲ این نسبت برابر صفر است.

1. Gross Domestic Product (GDP)

۲-۷-۲ توسعه بازار مالی یک اقتصاد

اگر سیستم مالی اقتصادی به طور صحیح فعالیت کند، از طریق کاهش هزینه انتقال وجوه و نیز تخصیص بهینه منابع، موجب افزایش رشد اقتصادی می شود. در این خصوص، بورس اوراق بهادار، نقش مهمی در هدایت وجوه ایفا می کند. بنابراین، نسبت معاملات در بورس اوراق بهادار به تولید ناخالص داخلی شاخص مناسبی در این خصوص است.

جدول ۲-۲ حجم معاملات در بورس به تولید ناخالص داخلی

(درصد)

ردیف	سال کشور	۱۹۹۰	۲۰۰۲
۱	استرالیا	۳۵/۱	۹۳/۱
۲	ترکیه	۱۲/۷	۱۸/۵
۳	ایران	۰	۸/۵

مأخذ: بانک جهانی، شاخص های توسعه جهانی، ۲۰۰۴، صص ۲۵۴ - ۲۵۶.

با توجه به جدول بالا ملاحظه می شود که نه تنها از سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۲ این شاخص در همه کشورهای مورد مطالعه افزایش نیافته، بلکه در کشورهایی که در آن سرکوب مالی کمتر است، این نسبت بیشتر شده است.

۲-۷-۳ عمق مالی و بهره‌وری

هر قدر اقتصادی، توسعه مالی بیشتری پیدا کند، استقراض غیرمستقیم سرمایه گذاران از پس انداز کنندگان افزایش می یابد، کارایی اقتصاد بیشتر می شود و به تدریج، نسبت دارایی های مالی به تولید ناخالص داخلی افزایش می یابد. در چنین شرایطی مؤسسات مالی و تخصصی پس انداز به وجود می آید، ابزارهای مالی متنوع و بیشتری در دسترس افراد قرار می گیرد و ریسک و هزینه نگهداری آنها کاهش می یابد. وجود بازارهای مالی این امکان را به پس انداز کنندگان می دهد که به طور مستقیم چنین ابزارهایی را از بازارهای مالی خریداری کنند.

در حال، سیستم‌های مالی گوناگونی در کشورهای مختلف وجود دارد و هر قدر کشوری ثروتمندتر باشد، بانک‌ها مؤسسات مالی غیربانکی و بازار سهام وسیع‌تر و فعال‌تر و دارای کارایی بیشتری هستند.

در این خصوص چهار شاخص در نظر گرفته شده است:

۱. اعتبارات داخلی اعطا شده به وسیله نظام بانکی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی: با آزادسازی مالی با توجه به بیشتر شدن نقش بانک‌ها در اعطای اعتبار، این نسبت افزایش می‌یابد.

۲. نسبت تعهدات نقدی به تولید ناخالص داخلی: تعهدات نقدی،^۱ یا M_3 از مجموع M_2 و چک‌های مسافرتی، سپرده‌های مدت‌دار ارزی خارجی و اوراق تجاری و سهام صندوق بازار پول به وسیله افراد مقیم به دست می‌آید.

۳. نسبت تعهدات شبه‌نقدی به تولید ناخالص داخلی: تعهدات شبه‌نقدی،^۲ از تفاوت M_3 و M_1 حاصل می‌شود. این نسبت پس از آزادسازی افزایش می‌یابد.

۴. نسبت ذخایر نقدی بانک به دارایی‌هایش: ذخایر نقدی از مجموع وجوه نقد نزد بانک‌های تجاری و نیز سپرده‌های آنها نزد بانک مرکزی به دست می‌آید. با آزادسازی مالی، این نسبت کاهش می‌یابد.

با نگاهی به جدول ۲-۳ مشاهده می‌شود که شاخص‌ها در کشورهای که دست به آزادسازی مالی زده‌اند، رو به بهبود است. در حالی که در ایران، این شاخص‌ها در جهت عکس حرکت می‌کنند. برای نمونه، نسبت اعتبارات بانکی به تولید ناخالص داخلی در استرالیا و ترکیه رو به افزایش است، در حالی که در ایران این نسبت روبه کاهش گذاشته است. البته دلیل آن را باید در افزایش حضور مؤسسات غیربانکی و تأمین مالی مستقیم در اقتصاد جست‌وجو کرد.

به همین شکل، شاخص دوم یعنی نسبت M_3 به تولید ناخالص داخلی در دو کشور مورد مطالعه، در حال افزایش بوده است، در حالی که در ایران این نسبت در حال کاهش است. این روند برای شاخص سوم نیز وجود دارد. در مورد شاخص چهارم یعنی نسبت ذخایر نقدی بانک به دارایی آنها، هر قدر این نسبت کوچک‌تر باشد، بهره‌وری بانک بیشتر است؛ زیرا

1. Liquid Liabilities

2. Quasi; Liquid Liabilities

به ذخایر اضافی بهره‌ای پرداخت نمی‌شود. این نسبت اگرچه در اقتصاد ایران، در دوره مزبور در حال کاهش بوده است، اما در مقایسه با استرالیا و حتی ترکیه بسیار قابل ملاحظه است.

جدول ۲-۳ شاخص‌های عمق مالی و بهره‌وری

ردیف	شاخص کشور	ذخایر نقدی به دارایی بانکها		تعهدات شبه نقدی - M_3 به تولید ناخالص داخلی		تعهدات نقدی M_3 به تولید ناخالص داخلی		اعتبارات بانکی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی	
		سال ۱۹۹۰	سال ۲۰۰۲	سال ۱۹۹۰	سال ۲۰۰۲	سال ۱۹۹۰	سال ۲۰۰۲	سال ۱۹۹۰	سال ۲۰۰۲
۱	استرالیا	۱/۵	۱/۲	۴۳/۲	۴۷/۶	۵۵	۷۱	۷۱/۴	۹۳/۹
۲	ترکیه	۱۶/۴	۹	۱۶/۴	۴۴/۵	۲۴/۱	۴۹/۸	۱۹/۵	۵۹/۳
۳	ایران	۶۶	۲۶/۸۸	۳۱/۱	۲۵/۶	۵۷/۶	۴۴/۵	۷۰/۸	۴۷/۶

مأخذ: بانک جهانی، شاخص‌های توسعه جهانی، ۲۰۰۴، صص ۲۲۰ - ۲۲۲.

۲-۸ موانع نوآوری در نظام‌های بانکی کشورهای در حال توسعه

حتی در بهترین شرایط، نوآوری یک کوشش نامطمئن و پرزحمت است. ایجاد یک محصول یا خدمت جدید ماه‌ها و گاه سال‌ها به طول می‌انجامد و عملیات مختلف، نیروی انسانی کارآمد و شایستگی‌های گوناگونی را طلب می‌کند (گوشال و بارلت، ۱۹۹۸). در این راه، اشتباهات فراوانی ممکن است روی دهد. احتمال دارد ایده‌ها در زمان‌های مورد نیاز خلق نشوند. امکان دارد، یافتن منابع مالی یا نیروی انسانی متخصص مورد نیاز برای تولید محصول یا خدمت جدید با دشواری روبه‌رو شود. ممکن است به‌علت مشکلات فنی یا مسائل هماهنگی، فرایند نوآوری کند شود.

غالباً مؤسسات کشورهای در حال توسعه، نوآوری را نادیده می‌انگارند؛ مگر آنکه ازسوی رقبا مجبور به این کار شوند. اما اگر در گذشته قاعده چنین بوده است که «نوآوری نداشته باش مگر مجبور باشی»، امروزه قاعده کلی چنین است: «نوآوری داشته باش وگرنه نابود می‌شوی».

اکثر کشورهای در حال توسعه، دارای نظام بانکی با ساختار دولتی هستند و با وجود هزینه‌های هنگفتی که بانک‌های دولتی برای مکانیزه کردن عملیات خود صرف کرده‌اند، هنوز هم شاهد معطلی و اتلاف وقت مشتری در پشت باجه‌ها و ناخشنودی شدید مشتریان از خدمات بانک‌های دولتی در این کشورها هستیم (ساسان گهر، ۱۳۸۳).

۲-۸-۱ عوامل مؤثر بر عدم نوآوری در نظام مالی کشورهای در حال توسعه

مسائل فراوری نظام مالی کشورهای در حال توسعه را می‌توان به سه گروه زیر تقسیم کرد (مرتون،^۱ ۱۹۹۲):

۱. مسائل مربوط به قوانین و مقررات ناظر بر نظام مالی جدید،
 ۲. مسائل مربوط به ساختار نظام مالی جدید،
 ۳. مسائل مربوط به ماهیت و نوع عملیات در نظام مالی جدید.
- وجود پراکندگی و تشتت در قوانین و مقررات ناظر بر نظام مالی کشور و عدم حاکمیت یک مجموعه مدون مالی، نخستین مسئله اساسی نظام مالی کشورهای در حال توسعه است.

۲-۸-۲ دلایل عدم حضور مؤثر نظام بانکی در بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه

سبحانی (۱۳۷۷)، دلایل عدم تحقق اهداف نظام بانکی در کشورهای در حال توسعه را در پنج مورد بیان کرده است:

۱. نبود طراحی الگوی مناسب اجرایی،
 ۲. شرایط اقتصادی کشورهای یادشده،
 ۳. موقعیت سپرده‌گذاران،
 ۴. کارکرد نظام بانکی،
 ۵. برداشت نادرست از قانون در کشورهای در حال توسعه.
- همچنین، (شیرانی، ۱۳۸۲) درباره نوع مالکیت، نوع فعالیت‌ها، قوانین حاکم، منابع محدود، تعداد مراجع نظارتی، ضعف سیستم‌های سخت‌افزاری و نرم‌افزاری، ضعف آگاهی‌ها

و آموزش‌ها و در نهایت، شیوه مدیریت در کشورهای در حال توسعه، چنین نتیجه‌گیری می‌کند که نظام بانکی در کشورهای مذکور، به دلیل موارد یادشده، قادر به پاسخ‌گویی به انتظارات منطقی مشتریان نیست. همچنین مدیران ارشد بانکی، برای اعمال مدیریت صحیح، با تنگناهای عمده‌ای روبه‌رو هستند. بنابراین، برای رفع نارسایی‌های اساسی نظام بانکی، باید اقدامات مشخصی از سوی ارکان نظام بانکی و همچنین سایر مراجع ذی‌ربط صورت گیرد.

در راستای همین بحث، موانعی نیز به شرح زیر، از ساختار دولتی نظام بانکی در کشورهای در حال توسعه نشئت می‌گیرد:

۱. تفاوت در اندازه سازمان، حجم فعالیت و ارقام بودجه بانک‌های دولتی و خصوصی، به طوری که اندازه و وسعت سازمان، حجم عملیات، شمار کارکنان و میزان بودجه بزرگ‌ترین بانک خصوصی به هیچ وجه نمی‌تواند حتی با کوچک‌ترین بانک دولتی (تجاری) برابری کند.

۲. میزان مسئولیت در بانک‌های خصوصی محدودتر و ناچیزتر است.

۳. محدودیت‌های قانونی که در بانک‌های دولتی بیشتر است.

۴. انگیزه جلب سود و بهای خدمات، که در بانک‌های خصوصی در مقایسه با بانک‌های دولتی بیشتر و قوی‌تر است.

۵. عامل سیاست که بخش جدایی‌ناپذیر مؤسسات دولتی تلقی می‌شود (آپلبای،^۱ ۱۹۴۵).

۶. تأمین رضایت مشتریان؛ از آنجاکه بانک‌های خصوصی در یک محیط رقابتی فشرده قرار دارند، برای آنکه بتوانند به حیات خود ادامه دهند و از رشد و توسعه مناسبی برخوردار باشند، ناگزیر از جلب رضایت مشتریان خود هستند، در حالی که بانک‌های دولتی چنین نیستند.

۷. تأمین رضایت کارکنان (کانجی و اش،^۲ ۱۹۹۸)؛ در بانک‌های دولتی، رابطه بین مشتریان درونی (کارکنان) و مشتریان بیرونی چندان مستحکم نیست.

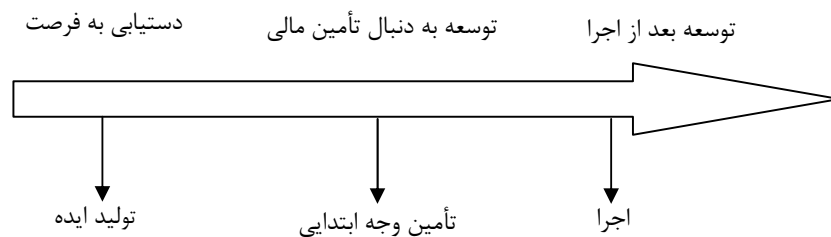
1. Appleby

2. Kanji & Asher

۸. مدیریت و اداره یک بانک دولتی، با توجه به تفاوت‌های یادشده در بندهای بالا، به مراتب دشوارتر از یک بانک خصوصی است.

۲-۸-۳ مراحل مختلف نوآوری

به‌طور خلاصه، فرایند نوآوری شامل سه مرحلهٔ اساسی است. این مراحل عبارت‌اند از:
(الف) خلق ایده،
(ب) تأمین بودجه،
(ج) توسعهٔ ایده جهت کارگردانی صحیح فرایند نوآوری و اعمال مدیریت و کنترل مؤثر بر اجرای مراحل سه‌گانهٔ آن.



شکل ۲-۱ مراحل متوالی ایجاد نوآوری

در این ارتباط، مدیران باید هدف‌های زیر را دنبال کنند (کریستینسن،^۱ ۲۰۰۰).

۱. خلق ایده‌های بیشتر،
۲. سرعت بخشیدن به کل فرایند ایده‌آفرینی،
۳. تصمیم‌گیری‌های صحیح و بهتر،
۴. تقلیل مدت زمان تصمیم‌گیری،
۵. تشکیل گروه‌های کاری توانمند،
۶. پایین آوردن هزینهٔ توسعهٔ ایده.

ارتباط بین این هدف‌ها با مراحل سه‌گانه فرایند نوآوری در جدول ماتریسی زیر ارائه شده است:

جدول ۴-۲ هدف‌های مراحل سه‌گانه فرایند نوآوری

ردیف	موضوع	خلق ایده	تأمین بودجه	توسعه
۱	متناسب با نیازها و انتظارات مشتریان کنونی	خلق ایده‌های بیشتر	تصمیم بهتر برای تأمین بودجه: (الف) تخصیص بودجه برای ایده مناسب (ب) عدم تخصیص بودجه برای ایده‌های نامناسب	تصمیم‌های اجرایی بهتر
۲	متناسب با نیازها و انتظارات مشتریان آتی	خلق ایده‌های بیشتر		
۳	سرعت	ایده‌آفرینی سریع‌تر	تصمیم‌گیری سریع‌تر برای تأمین بودجه	توسعه سریع‌تر
۴	هزینه	پایین آوردن هزینه	اتلاف کمتر منابع (در نتیجه تصمیم‌های بهتر برای تأمین بودجه حاصل می‌شود)	کاهش هزینه

مأخذ: کریستینسن، ۲۰۰۰، ص ۳۱.

باید اذعان داشت که این فرایند نوآوری در نظام مالی کشورهای در حال توسعه یا اصلاً وجود ندارد و یا توجه اندکی به آن می‌شود و همین امر، به نظام‌های مالی کشورهای مذکور آسیب وارد می‌کند.

۴-۸-۲ نوآوری در خدمات

بخش خدمات در حال حاضر در اکثر کشورهای صنعتی جهان، بزرگ‌ترین بخش را از لحاظ ایجاد اشتغال و بازده تشکیل می‌دهد. در اواسط دهه ۱۹۹۰ در میان کشورهای عضو سازمان توسعه و همکاری اقتصادی^۱، کانادا با ۶۸/۸ درصد و آمریکا با ۶۸/۲ درصد، بیشترین سهم را در اشتغال داشته‌اند. در حالی که در کشورهای در حال توسعه، این سهم کمتر از ۴۵ درصد بوده است (کشورهای عضو سازمان توسعه و همکاری اقتصادی، ۱۹۹۷).

1. Organization of Economic Corporations and Development (OECD)

۲-۹ بررسی ساختار نرخ بهره (سود) در نظام‌های بانکی (ربوی و غیرربوی)

۲-۹-۱ بهره در اقتصاد معاصر

فهم ربا در دنیای معاصر به نگرش و باور ما در مورد «بهره» و «نرخ بهره» بستگی دارد (مجموعه مقالات پولی و بانکی، ۱۳۸۴، ص ۵۸). این مفاهیم در نظام اقتصادی امروز اهمیت اساسی و نقش محوری دارند. بهره را از دیدگاه اقتصادی می‌توان به «بهره طبیعی» و «بهره بازاری» تفکیک کرد.

۲-۹-۱-۱ بهره طبیعی

نظام اقتصادی در عصر جدید به دلیل اهمیت و نقش محوری سرمایه در آن، «نظام سرمایه‌داری» نامیده می‌شود. چنانچه فردی لذت‌جویی از منابع زمان خود را به امید لذت بیشتر منابع آتی به تأخیر بیندازد، این عمل او «سرمایه‌گذاری» نامیده می‌شود و اصطلاحاً گفته می‌شود که این فرد، منابع زمان خود را به «سرمایه» مبدل کرده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، این تعریف بسیار گسترده است و براساس آن، کار سرمایه و کار کردن، نوعی سرمایه‌گذاری است؛ زیرا کسی که کار می‌کند، به جای صرف وقت و توان خود (منابع حاضر) در جهت کسب لذت آتی و فوری فراغت، آن را به امید لذت بیشتر با منابع آتی معاوضه می‌کند؛ به همین ترتیب، مالک کارخانه، منابع حاضر خود را با جریانی از منابع آتی به منظور کسب لذت و خرسندی بیشتر مبادله می‌کند. در ساختار زبانی علم اقتصاد، درآمدی (ارزشی) که در فرایند مبادله منابع حاضر با منابع آتی به وجود می‌آید، «بهره» نامیده می‌شود. بهره نیز گستره مفهومی وسیعی دارد و اگرچه در خارج از ذهن در اشکال و قالب‌های مختلف ظهور می‌کند، اما در معنا و عالم ذهن، «واحد متکثر» است و به مثابه روح اقتصاد است که در کالبد‌های مختلف حلول می‌کند.

در همین ارتباط، «نرخ بهره» تفاوت درصدی ارزش منبع فعلی نسبت به منبع آتی را نشان می‌دهد. افزایش نرخ بهره، به معنای کاهش ارزش منبع حاضر نسبت به منبع آتی است. به همین علت، نرخ بهره با تمایل به سرمایه‌گذاری رابطه معکوس و با پس‌انداز رابطه مستقیم دارد؛ و نیز به همین علت است که رابطه نرخ بهره با قیمت

کالاها منفی است و هرچه کالا سرمایه‌ای‌تر باشد و منابع آتی حاصل از آن در افق زمانی دورتری تحصیل شود، تأثیر نرخ بهره بر آن بیشتر است. افزون بر فراوانی نسبی منابع حال، نرخ رجحان مردم در تمایل یا عدم تمایل به تعویق مصرف و نوع تکنولوژی تبدیل منابع حال به کالاهای آینده نیز تعیین‌کننده نرخ بهره خواهد بود. بر این اساس، هیچ نرخی در کل نظام قیمتی تأثیرگذارتر از نرخ بهره نیست. (فیشر، ۱۹۳۰).

باید افزود که در این تعریف از نرخ بهره، پول حاضر در برابر پول آتی، ارزش‌گذاری نمی‌شود. این مفهوم، تفاوت ارزش کالای حقیقی حاضر با همان مقدار کالای حقیقی آتی را نشان می‌دهد.

۲-۱-۲ بهره‌بازاری^۱

بهره طبیعی مربوط به یک اقتصاد، مبادله‌ای است که از یک نظام پولی خنثی برخوردار است (تقوی، ۱۳۸۴). در چنین اقتصادی، پول وسیله مبادله است و قیمت‌های نسبی کالاها به‌گونه‌ای تعیین می‌شوند که گویی در این اقتصاد، پول وجود ندارد. در این اقتصاد فرضی و نظری، بهره طبیعی حاضر و تأثیرگذار است و ارزش کالایی یا پولی منبع حاضر با همان منبع چنانچه تحویل آن محول به آینده باشد، تفاوت دارد. معنای دیگر خنثی بودن پول در اینجا این است که پول در این اقتصاد دارای ارزش مبادله‌ای نیست و صرفاً وسیله‌ای برای تسهیل مبادله است.

پولی شدن اقتصاد و این قابلیت پول که می‌تواند نایب مناسب کالاها باشد، سبب شد که تعیین ارزش منبع حاضر در مقابل منبع آتی به‌تدریج از حالت طبیعی خارج شود؛ و به‌جای اینکه کالای حاضر در مقابل کالای آتی ارزش‌گذاری شود، پول حاضر در مقابل پول آتی ارزش‌گذاری می‌شود. به‌این‌ترتیب، در کنار بازار کالا، بازار مستقلی برای پول پدید آمد، سهولت ارزش‌گذاری پول آتی، زمینه‌ساز پدید آمدن نرخی به‌عنوان تقریب پولی از نرخ بهره طبیعی گردید که در ادبیات اقتصادی «نرخ بهره‌بازاری» نامیده می‌شود. نرخ بهره‌بازاری، برخلاف نرخ بهره طبیعی که عرضه و تقاضا برای کالای حاضر در مقابل کالای آتی (پس‌انداز و سرمایه‌گذاری) را با یکدیگر برابر می‌سازد، عرضه و تقاضا برای اعتبار را هماهنگ می‌کند.

اما در اقتصادی که پول حاضر با پول آتی مبادله می‌شود و بازار پولی مستقل از بازار کالا و خدمات وجود دارد، نرخ بهره‌ی بازاری عرضه و تقاضا برای اعتبار را متعادل می‌کند. اگر این اعتبار، که قابلیت اکتساب کالاست، با مقدار کالای موجود در بخش واقعی اقتصاد هماهنگ نباشد، سبب عدم تعادل در کل اقتصاد می‌شود. از این منظر، عدم انطباق «نرخ بهره بازاری» با «نرخ بهره طبیعی»، موجب عدم تعادل در اقتصاد شده است (لی‌جی‌فود،^۱ ۱۹۹۲). برخی از اقتصاددانان برآنند که در عهد باستان و سده‌های میانه، به همین دلیل با پدید آمدن بازار پولی — که در آن پول حاضر با پول آتی مبادله می‌شود، — مخالفت شده است. به این ترتیب، حرمت ربا مشکل عدم تعادل در اقتصاد را حل می‌کند. این اقتصاددانان، قانون حرمت ربا را یکی از متعالی‌ترین قوانین در تاریخ بشر توصیف می‌کنند (کینز، ۱۹۳۶).

۳-۱-۹ ربا تأمین مالی و بانکداری

براساس مباحث فقهی، در بحث مربوط به ربا به‌طور مستقیم از منطق قرآنی استفاده می‌شود. بدین گونه، ربای جاهلی به معنای تمدید مهلت بازپرداخت دین در مقابل افزایش در مقدار آن است (موسویان، ۱۳۸۴). عمل اصحاب و اجماع فتوایی فقها، قرض را نیز متعلق ربا قرار می‌دهد. به علاوه، با استناد به روایتی از پیامبر اکرم (ص)، برخی از معاملات با کیفیتی خاص تحت عنوان رباالبیوع و ربالنساء (ربای معاملی) به ربای جاهلی و قرض اضافه می‌شوند. فقها و حقوق‌دانان معاصر، فهم و برداشت قدما را معتبر دانسته، مستحذات عصر جدید را بر آن منطبق می‌سازند. در یک نگرش نظام‌مند، به نظر می‌رسد وجود بازارهای مالی مستقل از بخش واقعی اقتصاد که در آن صرفاً دارایی‌های کاغذی با یکدیگر مبادله می‌شود، کانون افتراق اقتصاد عصر حاضر با گذشته در مسئله رباست.

۴-۱-۹ شبهه ربا در بانکداری

شبهه ربا بر پایه نگرش پیشینیان، بیشتر دامن‌گیر بانکداری شده است تا نظام تأمین مالی و شاید دلیل آن، وجود «نرخ بهره‌ی قراردادی» در برخی قراردادهای بانکی باشد. این

قراردادها با منطق ربا در حقوق اسلامی همانندی زیادی دارد. با این همه، همان گونه که اشاره شد، مفهوم ربا در حقوق اسلامی بر تمام مبادلات بین زمان دارایی‌های درونی در سراسر بازارهای مالی دلالت دارد.

بنابراین، استنباط حرمت عملیات بانکی متعارف با استناد به دلیل حرمت قرض، کار سخت و دشواری است، مگر آنکه مفهوم ربا در دستگاه فتاوی، از آراء و اجتهادات فقهی فقها استناد شود. از این باب که در نظام حقوقی اسلام، جمیع مبادلات بین زمانی دارایی‌های کاغذی و اعتباری، ربا و حرام است. در این صورت، با فرض ثابت بودن حکم در همه اعصار و تمام افراد، مبادلات بین زمانی دارایی‌های درونی، حرام و مشمول حکم حرمت می‌باشند و بانکداری و عملیات بانکی نیز از این حیث که دارایی‌های درونی و اعتبار خلق و مبادله می‌کنند، در دایره شمول عام ربا قرار می‌گیرند؛ اما تخصیص این حکم به بانکداری و خارج ساختن سایر انواع معاملات مالی وجهی ندارد.

۲-۱۰ بررسی ساختار نرخ سود در نظام‌های بانکی مختلف (ربوی و غیرربوی)

نظام بانکداری اسلامی در کشورهای معدودی نظیر ایران و پاکستان وجود دارد. اما نظام‌های بانکی بدون بهره در اغلب کشورها وجود دارند و در کنار بانکداری متداول (ربوی) به فعالیت می‌پردازند.

جالب اینجاست که در کشوری نظیر ایران که در آن، قانون بانکداری بدون ربا اجرا می‌شود، روند تغییرات نرخ بهره به گونه‌ای بوده است که چندان قابل دفاع نیست. برای نمونه، نرخ سود بانکی در ایران از سطح ۱۷/۹ درصد در سال ۱۳۷۴، به سطح ۱۶/۷ درصد در سال ۱۳۸۲ کاهش یافته است (جدول ۶-۲) و این در حالی است که نرخ تورم در ایران، از سطح ۴۹/۳ درصد در سال ۱۹۹۵ به ۱۵/۶ درصد در سال ۲۰۰۳ کاهش یافته است (جدول ۵-۲).

جدول ۲-۵ تغییرات نرخ تورم در کشورهای منتخب طی سالهای ۱۹۹۵ - ۲۰۰۳

ردیف	کشور	سال	۱۹۹۵	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳
۱	الجزایر		۲۹/۷۸	۱۸/۶۸	۵/۷۳	۴/۹۵	۲/۶۵	۰/۳۴	۴/۲۳	۱/۴۲	-
۲	آرژانتین		۳/۳۸	۰/۱۶	۰/۵۳	۰/۹۲	-۱/۱۷	-۰/۹۴	-۱/۰۷	۲۵/۸۷	۱۳/۴
۳	بحرین		۲/۷۰	-۰/۴۵	۲/۴۳	-۰/۲۲	-۱/۴۳	-۰/۷۰	۰/۲۴	۱/۲۲	-
۴	بنگلادش		۸/۵۲	۴/۰۶	۵/۲۱	۸/۲۹	۶/۲۳	۲/۳۸	۱/۹۴	۳/۳۷	-
۵	چین		۱۶/۹۰	۸/۳۲	۲/۸۱	-۰/۸۴	-۱/۴۱	۰/۲۶	۰/۴۶	-۰/۷۷	-
۶	برزیل		۶۶/۰۱	۱۵/۷۶	۶/۹۳	۳/۲۰	۴/۸۶	۷/۰۴	۶/۸۴	۸/۴۵	۱۴/۸
۷	مصر		۱۵/۷۴	۷/۱۹	۴/۶۳	۴/۱۸	۳/۰۸	۲/۶۸	۲/۲۷	۲/۷۴	-
۸	آلمان		۱/۷۲	۱/۴۲	۱/۹۰	۰/۹۳	۰/۵۸	۱/۹۵	۲/۴۸	۱/۳۱	-
۹	فرانسه		۱/۷۸	۲/۰۱	۱/۲۰	۰/۶۷	۰/۵۲	۱/۷۰	۱/۶۳	۱/۹۲	۲/۱
۱۰	هند		۱۰/۲۲	۸/۹۸	۷/۱۶	۱۳/۲۳	۴/۶۷	۴/۰۱	۳/۶۸	۴/۳۹	-
۱۱	یونان		۸/۹۴	۸/۲۰	۵/۵۴	۴/۷۶	۲/۶۳	۳/۱۵	۳/۳۶	۳/۶۱	-
۱۲	جمهوری کره		۴/۴۴	۴/۹۸	۴/۴۰	۷/۵۴	۰/۸۲	۲/۲۵	۴/۰۵	۲/۷۶	۳/۵

جدول ۲-۵ تغییرات نرخ تورم در کشورهای منتخب طی سال‌های ۱۹۹۵ - ۲۰۰۳

ردیف	سال		کشور	۱۹۹۵	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳
	کشور	سال										
۱۳	ژاپن	۰/۱۳	۱۹۹۵	۰/۱۴	۱/۷۳	۰/۶۶	۰/۳۴	۰/۶۷	۰/۷۳	۰/۹۲	—	—
۱۴	روسیه فدراتیو	۱۹۷/۴۷	۱۹۹۵	۴۷/۷۳	۱۴/۷۴	۲۷/۶۷	۸۵/۶۸	۲۰/۷۵	۲۱/۴۹	۱۵/۷۹	—	—
۱۵	کویت	۲/۶۹	۱۹۹۵	۳/۵۶	۰/۶۶	۰/۱۵	۲/۹۹	۱/۸۱	۱/۶۶	۱/۴۰	—	—
۱۶	سنگاپور	۱/۷۲	۱۹۹۵	۱/۳۸	۲/۰۰	۰/۳۷	۰/۰۲	۱/۳۶	۱/۰۰	۰/۳۹	۰/۵	۰/۵
۱۷	آفریقای جنوبی	۸/۶۸	۱۹۹۵	۷/۳۵	۸/۶۰	۶/۸۸	۵/۱۸	۵/۳۴	۵/۷۰	۹/۱۶	—	—
۱۸	سوئیس	۱/۸۰	۱۹۹۵	۰/۸۲	۰/۵۲	۰/۰۲	۰/۸۲	۱/۵۴	۰/۹۹	۰/۶۴	—	—
۱۹	انگلیس	۳/۴۱	۱۹۹۵	۲/۴۵	۳/۱۳	۳/۴۲	۱/۵۶	۲/۹۳	۱/۸۲	۱/۶۳	۲/۹	۲/۹
۲۰	آمریکا	۲/۸۱	۱۹۹۵	۲/۹۳	۲/۳۴	۱/۵۵	۲/۱۹	۳/۳۸	۲/۸۳	۱/۵۹	۲/۳	۲/۳
۲۱	ونزوئلا	۵۹/۹۲	۱۹۹۵	۹۹/۸۸	۵۰/۰۴	۳۵/۷۸	۲۳/۵۷	۱۶/۲۰	۱۲/۵۳	۲۲/۴۳	۳۱/۲	۳۱/۲
۲۲	ایران	۴۹/۳	۱۹۹۵	۲۳/۲	۱۷/۳	۱۸	۲۰	۱۲/۶	۱۱/۳۹	۱۵/۸	۱۵/۶	۱۵/۶

مأخذ: ترازنامه بانک مرکزی و International Financial Statistics

جدول ۶-۲ تغییرات نرخ بهره در کشورهای منتخب طی سال های ۱۹۹۵ - ۲۰۰۴

ردیف	سال کشور	۱۹۹۵	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴
۱	الجزایر	۱۹/۰۰	۱۹/۰۰	۱۲/۵۰	۱۱/۰۰	۱۰/۰۰	۱۰/۰۰	۹/۵۰	۸/۵۰	۸/۰۰	۸/۰۰
۲	آرژانتین	۱۷/۸۵	۱۰/۵۱	۹/۳۴	۱۰/۶۴	۱۱/۰۴	۱۱/۰۹	۳۷/۷۱	۵۱/۶۸	۱۹/۱۵	۶/۷۸
۳	بحرین	۱۱/۸	۱۲/۵	۱۲/۳	۱۱/۹	۱۱/۹	۱۱/۷	۱۰/۸	۸/۵	-	-
۴	بنگلادش	۱۴/۰۰	۱۴/۰۰	۱۴/۰۰	۱۴/۰۰	۱۴/۱۳	۱۵/۵۰	۱۵/۸۳	۱۶/۰۰	۱۶/۰۰	-
۵	چین	۸/۷۵	۸/۵۰	۹/۵۰	۹/۰۰	۸/۵۰	۹/۵۰	۵/۱۳	۵/۰۰	۵/۰۰	۵/۰۰
۶	برزیل	-	-	۷۸/۱۹	۸۶/۳۶	۸۰/۴۴	۵۶/۸۳	۵۷/۶۲	۶۲/۸۸	۶۷/۰۸	۵۵/۰۸
۷	مصر	۱۶/۵	۱۵/۶	۱۳/۸	۱۳/۰	۱۳/۰	۱۳/۲	۱۳/۳	۱۳/۸	۱۳/۵	۱۳/۴
۸	آلمان	۱۰/۹۴	۱۰/۰۲	۹/۱۳	۹/۰۲	۸/۸۱	۹/۶۳	۱۰/۰۱	۹/۷۰	-	-
۹	فرانسه	۸/۱۲	۶/۷۷	۶/۳۴	۶/۵۵	۶/۳۶	۶/۷۰	۶/۹۸	۶/۶۰	۶/۶۰	۶/۶۰
۱۰	هند	۱۵/۴۶	۱۵/۹۶	۱۳/۸۳	۱۳/۵۴	۱۲/۵۴	۱۲/۲۹	۱۲/۰۸	۱۱/۹۲	۱۱/۴۶	-
۱۱	یونان	۳۳/۰۵	۲۰/۹۶	۱۸/۹۲	۱۸/۵۶	۱۵/۰۰	۱۲/۳۲	۸/۵۹	۷/۴۱	۶/۷۹	-
۱۲	کره	۹/۰۰	۸/۸۴	۱۱/۸۸	۱۵/۳۰	۹/۴۰	۸/۵۰	۷/۷۰	۶/۸۰	۶/۳۰	۵/۹۰

جدول ۲-۶ تغییرات نرخ بهره در کشورهای منتخب طی سال‌های ۱۹۹۵ - ۲۰۰۴

ردیف	سال		۱۹۹۵	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴
	کشور	ژاپن										
۱۳	ژاپن	۳/۵۰۶	۲/۶۵۸	۲/۴۴۹	۲/۳۲۱	۲/۱۶۱	۲/۰۶۷	۱/۹۶۹	۱/۸۶۵	۱/۸۲۲	۱/۷۶۷	
۱۴	روسیه	۳۲۰/۳۰۸	۱۴۶/۸۱۰	۳۲/۰۴۰	۴۱/۷۹۲	۳۹/۷۱۷	۲۴/۴۳۳	۱۷/۹۰۸	۱۵/۷۰۸	۱۲/۹۷۵	۱۱/۴۰۰	
۱۵	کویت	۸/۳۷	۸/۷۷	۸/۸۰	۸/۹۳	۸/۵۶	۸/۸۷	۷/۸۸	۶/۴۸	۵/۴۲	۵/۶۴	
۱۶	سنگاپور	۶/۳۷	۶/۲۶	۶/۳۲	۷/۴۴	۵/۸۰	۵/۸۳	۵/۶۶	۵/۳۷	۵/۳۱	۵/۳۰	
۱۷	آفریقای جنوبی	۱۷/۹۰	۱۹/۵۲	۲۰/۰۰	۲۱/۷۹	۱۸/۰۰	۱۴/۵۰	۱۳/۷۷	۱۵/۷۵	۱۴/۹۶	۱۱/۴۹	
۱۸	سوئیس	۵/۴۸	۴/۹۷	۴/۴۷	۴/۰۷	۳/۹۰	۴/۲۹	۴/۳۰	۳/۹۳	۳/۲۷	۳/۲۰	
۱۹	انگلیس	۶/۶۹	۵/۹۶	۶/۵۸	۷/۲۱	۵/۳۳	۵/۹۸	۵/۰۸	۴/۰۰	۳/۶۹	۴/۴۰	
۲۰	آمریکا	۸/۸۳	۸/۲۷	۸/۴۴	۸/۳۵	۷/۹۹	۹/۲۳	۶/۹۲	۴/۶۸	۴/۱۲	۴/۳۴	
۲۱	ونزوئلا	۳۹/۷۴	۳۹/۴۱	۲۳/۶۹	۴۶/۳۵	۳۲/۱۳	۲۵/۲۰	۲۲/۴۵	۳۶/۵۸	۲۵/۱۹	۱۸/۵۰	
۲۲	ایران *	۱۷/۹	۱۷/۹	۱۷/۹	۱۷/۹	۱۷/۹	۱۷/۹	۱۷/۹	۱۷	۱۶/۷	۱۶/۵	

Source: International Financial Statistics

* در مورد ایران، میانگین نرخ سود در تمامی بخش‌ها محاسبه شده است.

این تغییرات در کشوری مانند فرانسه جالب توجه است، زیرا باوجود افزایش نرخ تورم در این کشور از سطح ۱/۷۸ در سال ۱۹۹۵ به ۱/۹۲ در سال ۲۰۰۲، نرخ بهره از سطح ۸/۱۲ درصد در سال ۱۹۹۵ به سطح ۶/۶ درصد در سال ۲۰۰۳ کاهش یافته است. این مسئله در مورد کشوری نظیر آفریقای جنوبی نیز صادق است و در آن باوجود افزایش نرخ تورم از ۸/۶۸ درصد به ۹/۱۶ درصد در دوره مذکور، نرخ بهره از ۱۷/۹ درصد به ۱۴/۹۶ درصد کاهش یافته است. هرچند که وضعیت برخی از کشورها مانند ایران بوده است، لیکن در اینجا هدف، الگو قرار دادن کشورهای موفق در زمینه کاهش نرخ تورم است.

با عنایت به آمار ارائه شده در جداول ۲-۵ و ۲-۶ می‌توان دریافت که در کشورهای در حال توسعه و به‌ویژه ایران، به‌دلیل وجود سرکوب مالی و تعیین نرخ بهره ازسوی شورای پول و اعتبار، نرخ بهره اسمی بانکی همواره بالاتر از نرخ تورم تعیین شده و نرخ بهره حقیقی نیز مثبت بوده است و لذا این کشورها نتوانسته‌اند به بهبود وضعیت بازارهای مالی کمک چندانی کنند.

۲-۱۱ جمع‌بندی

در این فصل، بحث بر سر این بود که فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد، تحت چه عواملی قرار می‌گیرد. همان‌طور که مشخص شد یکی از عوامل تأثیرگذار بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نرخ بهره بود. برای بررسی تأثیرات نرخ بهره بر سرمایه‌گذاری، نظام‌های اقتصادی متمایزی در نظر گرفته شد که در برخی از آنها آزادسازی مالی صورت گرفته بود و در برخی دیگر، نظام اقتصادی دچار سرکوب مالی بود. براساس مباحث مطرح شده می‌توان گفت کشورهایی که به آزادسازی مالی دست زده‌اند، تا اندازه‌ای در توسعه بازارهای مالی و بهبود وضعیت پولی و مالی موفق بوده‌اند. روند آزادسازی مالی در کشورهای مورد بررسی متفاوت بوده است. برخی کشورها به‌صورت تدریجی اقدام به این کار کرده‌اند و برخی دیگر به‌طور سریع دست به آزادسازی مالی زده‌اند. در هر حال، اغلب کشورها در حالت بی‌ثباتی اقتصادی اقدام به آزادسازی مالی کرده‌اند.

به‌طور کلی، در کشورهای در حال توسعه، به‌دلیل برخورداری از سیستم سرکوب مالی و تعیین دستوری نرخ بهره بانکی، نرخ بهره اسمی همواره بالاتر از نرخ تورم تعیین شده و درحقیقت، نرخ بهره واقعی مثبت بوده است که خود از جمله عوامل تشدیدکننده تورم می‌باشد.

فصل سوم

بازار پول و سرمایه

۳-۱ مروری بر ساختار بازار مالی در کشورهای در حال توسعه

در مورد نقش پول و اهمیت آن باید گفت که طبق نظریه کلاسیک، نیروهای پولی تأثیری در تغییر متغیرهای واقعی یعنی تولید و اشتغال در اقتصاد ندارند. در نظریه کینز چنین آمده است که تغییر در عرضه پول ممکن است به تغییر سطح تولید از طریق تغییر نرخ‌های بهره بینجامد. طرفداران مکتب پولی معتقدند مادامی که پول در کوتاه‌مدت بر متغیرهای حقیقی و در بلندمدت بر متغیرهای اسمی تأثیر بگذارد، نظریه کلاسیک‌ها به‌جای نظریه کینز معتبر است.

اما نکته قابل توجه این است که در کشورهای کمتر توسعه‌یافته، بخش چشمگیری از مصرف درآمد از طریق معاملات غیرپولی صورت می‌گیرد و این مسئله، عمده‌تأ به این دلیل است که اقتصاد کشورهای کمتر توسعه‌یافته، معمولاً با «دوگانگی» مشخص می‌شود و همزیستی بازارهای سازمان‌یافته و سازمان‌نیافته را در کنار هم مشاهده می‌کنیم؛ اگرچه بازارهای پولی سازمان‌یافته می‌تواند نسبتاً رقابتی، جدید و پیچیده باشد. بازار سازمان‌نیافته با ویژگی‌های تجارت پایاپای یعنی مبادله کالا با کالا مشخص می‌شود. بنابراین، در کشورهای کمتر توسعه‌یافته، دو بازار متفاوت پولی وجود دارد و طبیعی است که با رشد اقتصادی فرض می‌شود که سهم معاملات غیرپولی کاهش می‌یابد و انتظار افزایش تقاضای مبادلاتی پول وجود دارد.

یکی از ویژگی‌های مهم دیگر بازار پول در کشورهای کمتر توسعه‌یافته، همان چیزی است که ماینت آن را «دوگانگی مالی» می‌نامد (ماینت،^۱ ۱۹۷۱). دوگانگی مالی تلویحاً به همزیستی نرخ‌های بهره ناهمگن در بازارهای پولی سازمان‌یافته و سازمان‌نیافته اشاره می‌کند. بازار سازمان‌یافته کاملاً تصنعی است، به گونه‌ای که شخص

انتظار تقاضای سفته‌بازی را برای پول دارد که با نرخ‌های بهره تغییر می‌کند. در بازار سازمان‌نیافته که معمولاً تحت سلطه مغازه‌داران، وام‌دهندگان و صاحبان املاک و مستغلات، سوداگران یا ترکیبی از بعضی از آنها که در نهایت یک موقعیت انحصاری را به وجود می‌آورند، انتظار می‌رود که نرخ‌های بهره با ریسک‌ها و بازدهی‌های واقعی، تغییر کند. تحت چنین شرایطی، ممکن است که عرضه پول به طور معنی‌داری بر نرخ‌های بهره تأثیر مهمی نداشته باشد.

در بسیاری از کشورهای کمتر توسعه‌یافته، به جای آنکه نرخ بهره در یک بازار سازمان‌یافته تعیین شود، مورد نظارت قرار می‌گیرد. این امر تلویحاً اشاره بر این دارد که آثار عملکردهای معمول قوانین عرضه و تقاضا به طور کامل در نرخ‌های بهره مشاهده شده، منعکس نخواهد شد و نرخ بهره در بازارهای سازمان‌نیافته می‌تواند از طریق تعدادی از متغیرهای نهادی و اقتصادی تعیین شود.

بعضی از نویسندگان، برای کشورهای کمتر توسعه‌یافته، نوسان‌های کوتاه‌مدتی را در برآورد سرعت گردش درآمدی پول پیدا کرده‌اند و در بعضی دیگر، نرخ مورد انتظار تورم برای دفعات اول به عنوان یک متغیر اساسی در تأثیرگذاری بر تقاضا بر پول در کشورهای کمتر توسعه‌یافته، در نظر گرفته می‌شود (پارک،^۱ ۱۹۷۰). دلیل عمده برای استفاده از نرخ مورد انتظار تورم این است که دارندگان ثروت در کشورهای کم توسعه‌یافته، می‌توانند هم کالاهای واقعی (مانند ساختمان‌ها، زمین و غیره) و هم پول نگهداری کنند. بنابراین، هزینه فرصت نگهداری پول به وسیله نرخ مورد انتظار تورم تعیین می‌شود. همان‌گونه که قبلاً گفته شد، استفاده از نرخ‌های بهره در تابع تقاضا برای پول در کشورهای کمتر توسعه‌یافته بنا به دلایل عمده زیر چندان مناسب نیست:

۱. حجم محدود بازار مالی سازمان‌یافته،
۲. تثبیت نهادی نرخ بهره،
۳. ارائه محدود دارایی‌های مالی،
۴. درجه محدود جایگزینی پول و دارایی‌های مالی در مقایسه با کشورهای پیشرفته اقتصادی.

۲-۳ نقش بانک مرکزی در بازار پول کشورهای در حال توسعه

برای اینکه بهتر بتوان به بررسی نقش و جایگاه پول و سیاست‌های پولی کشور پرداخت، باید به جایگاه بانک مرکزی در آن اقتصاد توجه کرد. همان‌گونه که در نظریه‌های اقتصادی بیان شده است، بانک مرکزی دارای یک سلسله وظایف تعریف شده است که ما در این پژوهش، به دلیل روشن بودن این وظایف به آن نمی‌پردازیم؛ اما چکیده‌وار، به نقش بانک‌های مرکزی در توسعه اقتصادی کشورهای کمتر توسعه یافته می‌پردازیم تا بهتر بتوان به جایگاه سیاست‌های پولی در این‌گونه کشورها که طبیعتاً ایران نیز جزئی از آنهاست، پرداخت.

به طور کلی، بانک‌های مرکزی در کشورهای در حال توسعه، نقش مهمی در افزایش توسعه اقتصادی ایفا می‌کنند. بانک‌های مرکزی بسیاری از کشورهای کمتر توسعه یافته مانند هند، پاکستان، نیجریه و غنا، قدرت زیادی در افزایش رشد اقتصادی داشته‌اند. برای نمونه، بانک مرکزی هند به گونه‌ای طراحی شده است که به بخش کشاورزی کمک کند؛ به این صورت که تسهیلات اعتباری به بانک‌های تعاون را در نرخ بهره کمتر از نرخ بهره بانکی تهیه می‌کنند. همچنین در بسیاری از موارد، بانک‌های مرکزی اقداماتی برای تشویق ادغام بازارهای پولی دوگانه انجام می‌دهند.

استفاده از راهکارهای پولی و اعتباری بانک مرکزی به عنوان راهی مهم برای رسیدن به رشد اقتصادی در نظر گرفته می‌شود؛ اما بهتر است به خاطر بسپاریم که در رسیدن به هدف رشد اقتصادی، بانک مرکزی نباید از اهداف اصلی خود یعنی افزایش ثبات داخلی قیمت‌ها منحرف شود.

همان‌گونه که اشاره شد، یکی از وظایف مهم بانک مرکزی در کشورهای در حال توسعه، تشویق ادغام بازارهای پولی سازمان یافته و سازمان نیافته است. معمولاً روش‌های اتخاذ شده در برخی کشورها به صورت‌های مختلف زیر بوده است: (ساندرجان و تاکر،^۱ ۱۹۸۰).

۱. تشویق بانک‌های تجاری در جهت گسترش تسهیلات بانکی در مناطق روستایی (تجربه تاییوان و سنگاپور در این زمینه قابل توجه است)،

1. Sanderjan .V. and Subhash Thaker, Publi Investment Crowding out and Growth: A Dynamic Model Applied to INDIA and Korea. IMF Staff Papers, Vol. 27, No. 4, 1980.

۲. تقویت بانک‌های تعاونی به منظور رقابت مؤثر با وام‌دهندگان پولی محلی (مانند بانک مرکزی هند)،

۳. سعی در تشویق کارگزاران مالی محلی به منظور فعالیت در داخل بازار سازمان‌یافته. برای مثال، سیاست‌گذاران در کشورهای آسیای شرقی مانند بسیاری از کشورها با وضع مقررات مالی مناسب، فعالیت‌های دیگر مؤسسات مالی محلی، نظیر شرکت‌های تعاونی سپرده‌پذیر را نیز تحت نظم و قاعده درآورده‌اند. از اوایل دهه ۱۹۸۰ این مؤسسات، رشد کمی چشمگیری داشته‌اند.

اهداف سیاست‌های کلان اقتصادی و نقش بانک مرکزی در این میان در اکثر اقتصادها روشن شده است. اما نکته‌ای که عموماً مورد تأیید پژوهشگران قرار گرفته، این است که در کشورهای در حال توسعه، سیاست پولی فقط می‌تواند نقش محدودی داشته باشد. دلایل متعددی برای تشریح چنین نقش محدودی بیان شده است. اول اینکه حضور یک بخش غیرپولی بزرگ به وضوح به عنوان مانعی در موفقیت سیاست پولی عمل خواهد کرد. دوم اینکه اندازه محدود بازار پول و سرمایه و وجود میزان اندکی از دارایی‌ها و ذخایر مالی، نیز اثربخشی سیاست پولی را به تأخیر می‌اندازد. سوم اینکه در بسیاری از کشورهای کمتر توسعه‌یافته، پول‌های در گردش شامل بخش عمده‌ای از کل عرضه پول می‌شود که به‌طور تلویحی اشاره بر بی‌اهمیتی پول بانکی در عرضه کل پول دارد. چهارم اینکه تا وقتی واسطه‌های مالی غیربانکی از میدان دید بانک‌های مرکزی دور مانده باشند، افزایش آنها در کشورهای کمتر توسعه‌یافته، مبارزه‌ای جدی را برای به‌کارگیری سیاست‌های پولی مطرح می‌کند و پنجم اینکه بسیاری از بانک‌های تجاری در کشورهای کمتر توسعه‌یافته، از سطح بالای نقدینگی برخوردارند. در نتیجه، تغییرات سیاست پولی نمی‌تواند بر سیاست‌های اعتباری این بانک‌ها، به‌طور معنی‌داری تأثیر بگذارد.

۳-۳ انواع بازارهای مالی

بازارهای مالی را می‌توان از نظر سررسید مطالبات مالی به دو دسته تقسیم کرد: بازار پول و بازار سرمایه.

بازار پول همان بازار وجوه کوتاه‌مدت است که وظیفه پاسخ‌گویی به تقاضای وجوه کوتاه‌مدت بخش خصوصی دولتی را برعهده دارد. فعالان این بازار در درجه اول، افراد یا

واحدهای دارای مازاد نقدینگی هستند که عموماً به عنوان پس انداز کننده، از طریق نظام بانکی، منابع مورد نیاز واحدهای اقتصادی دیگر را در اختیارشان می گذارند. به این ترتیب، مهم ترین رسالت بازار پول، ایجاد تسهیلات لازم برای واحدهای اقتصادی جهت رفع نیاز نقدینگی و نیز تأمین سرمایه در گردش است.

از مهم ترین ویژگی های بازار پول می توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱. بالا بودن درجه اطمینان نسبت به بازپرداخت اصل و فرع،
 ۲. سرعت انجام معاملات مالی در این بازارها،
 ۳. استفاده از ابزارهایی با درجه بالای نقدینگی،
 ۴. اعمال کنترل مقامات پولی (بانک مرکزی) با استفاده از ابزارهای سیاست پولی.
- مهم ترین نهادهای فعال در بازار پول عبارت اند از: بانک های تجاری، بانک های تخصصی، بانک های پس انداز، مؤسسات اعتباری غیربانکی.
- در مقابل بازار پول، بازار سرمایه، بازار دادوستدهای بلندمدت مالی قرار دارد. اصطلاح بلندمدت، ناظر بر مطالبات مالی با سررسید بیش از یک سال است. این بازار به دو زیربازار تقسیم می شود:

۱. **بازار اولیه:** بازار اولیه، موقعیتی است که بنگاه اقتصادی می تواند در آنجا دارایی های مالی خود را با منابع مالی بلندمدت مبادله کند. در این بازار، منتشرکننده اوراق بهادار اقدام به فروش این اوراق می کند تا وجوه مورد نیاز خود را تأمین نماید.
۲. **بازار ثانویه:** در این بازار، اوراق بهاداری که قبلاً منتشر شده مورد خرید و فروش قرار می گیرد. وجود این بازار مشارکت کنندگان را مطمئن می سازد که می توانند اوراق بهادار خود را به راحتی به فروش برسانند و مشکلی از نظر تبدیل و یا به نقد کردن دارایی های مالی شان نداشته باشند. بازار ثانویه نیز خود به دو زیربازار تقسیم می شود: بازار سازمان یافته اوراق بهادار و بازار غیرسازمان یافته.

بازارهای سازمان یافته اوراق بهادار مانند بورس نیویورک، توکیو، لندن و ... به یک مکان فیزیکی مشخص و واحد اشاره دارد که در آن، کلیه سفارش های خرید و فروش تمرکز می یابد و قیمت اوراق بهادار موجود در این بازار توسط نیروهای عرضه و تقاضا تعیین می شود.

بازار سازمان نیافته، برعکس، مکان مشخصی ندارد، و فقط شبکه‌ای از ماشین‌های تلکس، فاکس و ... را دربرمی‌گیرد که مراکز آن دفاتر مشارکت‌کنندگان در بازار است. وظایف بازارهای ثانویه به شرح زیر است:

الف) بازارهای ثانویه این امکان را برای سرمایه‌گذاران به وجود می‌آورند که اوراق بهاداری را که در بازار اولیه خریداری کرده‌اند، به فروش برسانند و این امر باعث می‌شود که آنها بتوانند پول مورد نیاز برای خریدهای جدید را به دست آورند و مجبور نباشند اوراق بهادار خریداری شده را تا تاریخ سررسید نگه دارند.

ب) بازارهای ثانویه، قیمت اوراق بهادار جدیدی را که قرار است در بازار اولیه به فروش برسند، تعیین می‌کنند. برای مثال، پذیرهنویسی سهام جدید را اندکی کمتر از قیمت سهام فعلی شرکت در بازار ثانویه تعیین می‌کنند، به علاوه، نرخ بازاری اوراق جدیدی که منتشر می‌شود، باید معادل نرخ بازاری اوراق قرضه‌ای باشد که در حال حاضر در این بازارها دادوستد می‌شوند.

ج) چون سرمایه‌گذاران می‌توانند به بازارهای ثانویه مراجعه و به خرید و فروش اوراق بهادار اقدام کنند، بازارهای ثانویه می‌توانند باعث گسترش هرچه بیشتر مالکیت آن اوراق بهادار شوند. همین امر باعث افزایش تقاضا برای سهام اوراق بهادار می‌شود که در بازارهای اولیه منتشر می‌شوند.

د) قیمت سهام و اوراق قرضه شرکت در بازارهای ثانویه، مستقیماً ثروت سهام‌داران آن شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با وجود اینکه قیمت سهام‌داران شرکت، تحت تأثیر عوامل متعددی قرار می‌گیرد (که شرکت هیچ کنترلی بر آنها ندارد)، اگر شرکت بتواند بازار سهامی را که در دست سهام‌داران است بالا ببرد، می‌تواند بر قیمت سهام عادی آن شرکت در بازار تأثیر بگذارد (زیرا سودآوری این سهام افزایش می‌یابد).

بازارهای ثانویه شامل بازارهای سازمان‌یافته به شکل بورس اوراق بهادار و بازارهای سازمان‌نیافته است. ابزارهای بازار سرمایه عبارت‌اند از: سهام، سهام ممتاز، اوراق قرضه، اوراق تبدیل‌پذیر و

ویژگی‌های یک بازار سرمایه مطلوب عبارت‌اند از:

- انتقال وجوه در زمان‌های مختلف و بین افراد مختلف با سهولت و حداقل هزینه،

- ارزش دارایی‌های سرمایه‌ای و بازدهی حاصله به‌طور صحیح قیمت‌گذاری شده باشد،
 - ابزارهایی را جهت اجرای مدیریت مالی داشته باشد،
 - تجمع و تخصیص منابع مالی اعم از بزرگ و کوچک را میسر کند،
 - اطلاعات کامل در دسترس همه شرکت‌کنندگان قرار گیرد،
 - در سرمایه رقابت (کامل) وجود داشته باشد و هیچ‌یک از شرکت‌کنندگان در بازار، قدرت تعیین قیمت (یا بازده) را نداشته باشد؛ به عبارت دیگر، همگی قیمت‌پذیر باشند،
 - از حداقل ریسک برخوردار باشد.
- روش‌های تأمین مالی در بازار سرمایه عبارت‌اند از:
- حضور در بازارهای متشکل بورس اوراق بهادار خارجی و داخلی،
 - معامله اوراق بهادار از طریق بانک‌های سرمایه‌گذاری،
 - دریافت وام‌های بلندمدت از شبکه بانکی،
 - جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی.
- نهادهای عمده فعال در بازار سرمایه عبارت‌اند از: بانک‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاران، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه، صندوق بازنشستگی، بورس، خزانه دولت و بورس‌های بین‌المللی.

۳-۴ بازارهای مالی در اقتصاد ایران

- عمده‌ترین ویژگی‌های بخش مالی در اقتصاد ایران را می‌توان به شرح زیر خلاصه کرد:
- الف) در ایران، ساخت بخش مالی متکی به بانک است. در چنین نظامی، مؤسسات و واحدهای تولیدی و تجاری به علل زیر ترجیح می‌دهند نیازهای مالی خویش را از منابع بانکی تأمین کرده و کمتر به بازار سرمایه و بورس مراجعه کنند:
۱. اوراق قرضه بخش خصوصی در ایران وجود ندارد،
 ۲. عقود اسلامی، تنزیل اسناد شرکت‌ها را ممنوع کرده است،
 ۳. در ایران، شرکت‌ها اغلب به دلیل استفاده نکردن از تکنولوژی پیشرفته به سرمایه زیادی نیاز ندارند،

۴. اکثریت سهام مؤسسات تولیدی خصوصی در کشور در دست تعدادی سهامدار عمده است که به مشارکت با سایر افراد و از دست دادن بخشی از کنترل خود تمایل ندارند. به علاوه، اغلب این شرکت‌ها به علت مسائل ارزی نمی‌توانند در جهت توسعه فعالیت‌های خود به طور عمده سرمایه‌گذاری کنند و بنابراین، نیاز چندانی به منابع مالی جدید ندارند.

۵. شرکت‌هایی که ناگزیر از توسعه هستند، ترجیح می‌دهند با استفاده از منابع مالی (مانند سود تقسیم نشده و ذخیره استهلاک) نیازهای مالی خود را برآورده کنند.

ب) پس از پیروزی انقلاب اسلامی، همه بانک‌های خصوصی، ملی اعلام شدند و بدین گونه، نظام بانکی کشور در انحصار دولت قرار گرفت و فقط از برنامه سوم به بعد، فعالیت بانک‌های خصوصی به صورت محدود در کنار بانک‌های دولتی شروع شد.

ج) در ایران، بانک‌های تجاری، هسته اصلی بخش مالی را تشکیل می‌دهند. به عبارت بهتر، نه تنها بخش مالی در ایران در حیطه فعالیت نظام بانکی کشور است، بلکه نظام بانکی کشور نیز عمدتاً به فعالیت بانک‌های تجاری محدود می‌شود. از یک سو، اقلام عمده دارایی‌ها و بدهی‌های نظام بانکی، گویای اهمیت روزافزون نظام بانکی در مجموعه اقتصاد کشور است و از سوی دیگر، اقدام عمده دارایی‌ها و بدهی‌های بانک‌های تجاری بیانگر نقش پراهمیت این بانک‌ها در نظام بانکی کشور است.

د) بانک مرکزی در ایران از آغاز، بیشتر به صورت بازوی پولی خزانه‌داری عمل کرده است تا اجرای یک سیاست پولی مشخص. این امر (که نقش انفعالی بانک مرکزی را نشان می‌دهد) در سال‌های پس از پیروزی انقلاب بیشتر بوده است؛ یعنی دولت برای تأمین کسری بودجه خود به اعتبارات بانک مرکزی متوسل شده و بدین ترتیب، موجب افزایش زیاد حجم نقدینگی شده است. شایان ذکر است که طبق ماده ۹۱ قانون برنامه سوم، دولت از استقراض مستقیم از بانک مرکزی منع شده است. به هر حال، بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی و درصد آن از کل دارایی‌های بانک در سال‌های مختلف در جدول ذیل آمده است:

جدول ۳-۱ بدهی‌های بخش دولتی به بانک مرکزی

ردیف	سال	بدهی بخش دولتی (میلیارد ریال)	درصد از کل دارایی‌ها	رشد بدهی‌ها
۱	۱۳۵۳	۳۰۸/۶	۲۶/۲	-
۲	۱۳۵۴	۴۱۸/۸	۳۲/۶	۳۵/۷
۳	۱۳۵۵	۶۵۹/۵	۳۶/۷	۵۷/۴۷
۴	۱۳۵۶	۵۹۸/۷	۳۰/۶	-۹/۲۲
۵	۱۳۵۷	۱۱۴۱/۹	۴۴/۸	۹۰/۷۳
۶	۱۳۵۸	۱۵۵۰/۶	۴۸/۳	۳۵/۷۹
۷	۱۳۵۹	۲۴۱۹/۹	۶۱/۴۵	۵۶
۸	۱۳۶۰	۳۲۰۷/۲	۵۳/۹	۳۲/۵
۹	۱۳۶۱	۴۰۰۷/۲	۶۷	۲۵
۱۰	۱۳۶۲	۴۸۴۹/۶	۷۳/۲	۲۱
۱۱	۱۳۶۳	۵۶۹۶	۷۹/۱	۱۷/۵
۱۲	۱۳۶۴	۶۴۱۷/۸	۸۰	۱۲/۷
۱۳	۱۳۶۵	۸۰۸۷/۱	۸۴/۹۳	۲۶
۱۴	۱۳۶۶	۹۵۴۰/۷	۸۶/۵۵	۱۸
۱۵	۱۳۶۷	۱۱۶۵۱/۳	۸۸/۴	۲۲/۱
۱۶	۱۳۶۸	۱۲۸۶۴/۸	۸۸/۳	۱۰/۴
۱۷	۱۳۶۹	۱۳۹۲۸	۸۵/۳	۸/۳
۱۸	۱۳۷۰	۱۵۳۸۸/۴	۸۱/۸	۱۰/۵
۱۹	۱۳۷۱	۱۶۵۱۱/۵	۷۸/۳	۷/۳
۲۰	۱۳۷۲	۲۷۳۹۱/۱	۵۵/۸	۶۵/۹
۲۱	۱۳۷۳	۳۴۵۵۰/۷	۴۴/۵	۲۶/۱
۲۲	۱۳۷۴	۴۵۳۶۰/۸	۴۵/۲	۳۱/۳
۲۳	۱۳۷۵	۵۱۹۰۶/۶	۴۸	۱۴/۴
۲۴	۱۳۷۶	۵۹۰۴۴/۸	۵۵/۵	۱۳/۷۵
۲۵	۱۳۷۷	۷۲۹۰۷/۷	۶۲/۸۶	۲۳/۵
۲۶	۱۳۷۸	۷۵۸۶۶/۹	۶۰/۷	۴

جدول ۳-۱ بدهی‌های بخش دولتی به بانک مرکزی

ردیف	سال	بدهی بخش دولتی (میلیارد ریال)	درصد از کل دارایی‌ها	رشد بدهی‌ها
۲۷	۱۳۷۹	۷۵۱۱۸/۱	۴۸/۷	-۰/۹۹
۲۸	۱۳۸۰	۸۲۳۵۷/۷	۴۵/۶	۹/۶۴
۲۹	۱۳۸۱	۱۳۱۵۶۹	۳۷/۳	۵۹/۷۵
۳۰	۱۳۸۲	۱۳۶۰۴۰	۳۴/۶	۳/۴
۳۱	۱۳۸۳	۱۳۲۳۶۱/۵	۲۷/۹۵	-۲/۷

مأخذ: ترازنامه‌های بانک مرکزی، سال‌های مختلف.

همان‌گونه که جدول (۳-۱) نشان می‌دهد، در طول دهه ۶۰ و اوایل دهه ۷۰ بیش از ۸۰ درصد دارایی‌های بانک مرکزی را بدهی‌های بخش دولتی به این بانک تشکیل می‌دهد. این بدهی‌ها در طول دهه ۷۰ تعدیل شده و در اوایل دهه ۸۰ به حدود ۳۰ درصد و پایین‌تر از آن رسیده است. این روند نیز همان‌گونه که اشاره شد، مرهون تغییرات ساختاری مواد قانون برنامه سوم توسعه است.

الف) در ایران، ناآشنایی بیشتر تولیدکنندگان با طرز استفاده از خدمات نظام بانکی و تحرک بیش از حد مجاز بخش خدمات برای جذب اعتبارات و محدود بودن تخصص فنی و مالی باعث شده که بانک‌های تجاری و تخصصی، از محور اصلی کار خود خارج شوند و در نتیجه، به‌رغم توسعه سریع نظام بانکی و حجم عظیم اعتبارات در دسترس آنها، آن‌طور که باید، نتوانستند در خدمت بخش حقیقی و توسعه اقتصادی کشور باشند. بنابراین، با توجه به نبودن ارتباط لازم میان بازارهای پول، کالا و کار، اغراق‌آمیز نیست اگر گفته شود که بخش مالی و حقیقی اقتصاد کشور، ارتباط بسیار ضعیفی با همدیگر دارند. حتی با توجه به نقش بسیار زیاد دولت در اقتصاد می‌توان گفت که وقتی دولت از مجموعه فعالیت‌های اقتصادی بیرون آورده شود، بخش مالی در مقابل کل اقتصاد آن‌قدر کوچک می‌شود که به زحمت می‌توان برای آن نقشی قائل شد. زمینه اطلاع‌رسانی مؤسسات مالی کشور نیز آن‌قدر محدود و آن‌چنان متکی به روابط است که به‌نظر نمی‌رسد کارایی لازم برای جلب متقاضی و عرضه‌کننده به بازار داشته باشند.

ب) به‌طور کلی، فعالیت بانکی ایران در یک نظام «تحدید شده و یا سرکوب شده مالی»^۱ به‌معنای کنترل بیش از حد به‌علاوه تورم، که بر رسالت آن برای تجهیز منابع، تأثیرات بسیار منفی برجای می‌گذارد، صورت می‌گیرد.

ج) به‌طور کلی، وجود نظام بانکی تحدید شده را می‌توان ناشی از اجرای سیاست‌های نامطلوب در سطح کلان کشور توأم با تورم دانست. مهم‌ترین چالش نظام بانکی در رابطه با این «تحدید» وجود نرخ‌های سود واقعی منفی است؛ زیرا سرکوب مالی عبارت از وضع کردن محدودیت‌های سقفی روی نرخ سود اسمی توسط دولت در بازار پولی شکل‌یافته، به‌ویژه بانک‌های تجاری است. بنا به اعتقاد مکتب ساختار اقتصادی، شاخص سرکوب مالی، عبارت است از گسترش همه‌جانبه نرخ بهره حقیقی منفی. درحقیقت، نرخ بهره واقعی برابر است با نرخ بهره اسمی منهای نرخ تورم.

در بیشتر کشورهای در حال توسعه، بازارهای مالی کنترل شده هستند و دولت از طریق مداخله و تعیین نرخ بهره موجود کمتر از نرخ بهره تعادلی، به دنبال تخصیص منابع است. این مداخله، برای تشویق سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد. تخصیص منابع مالی سرمایه‌گذار را دولت با دستورات اداری انجام می‌دهد.

در سال ۱۹۷۳ مک‌کینون و شاو به‌صورت هم‌زمان، این فرضیه را مطرح کردند که نرخ‌های بهره پایین بر سپرده‌ها، میزان پس‌انداز خانوارها را کاهش می‌دهد و اعمال هرگونه محدودیت بر نرخ‌های بهره، موجب انحراف روند تخصیص منابع اعتباری و کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود. به‌دلیل مداخله دولت در اقتصاد، تخصیص منابع اعتباری در قالب دستورالعمل‌های اداری، موجب تبعیض بین بخش‌های اقتصادی و ناکارایی در اقتصاد، تخصیص منابع مالی به‌دلایل مختلف می‌شود. در این خصوص، مک‌کینون و شاو حذف سقف نرخ بهره در کشورهای در حال توسعه و تخصیص منابع مالی براساس سازوکار عرضه و تقاضا و همچنین قیمت را موجب افزایش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی می‌دانند. افزون بر این، به‌دلیل تخصیص منابع مالی به طرح‌های سرمایه‌گذاری براساس میزان بازدهی، طرح‌های کارا تر انتخاب شده و از نقطه‌نظر عملکرد اقتصادی میزان ریسک و نرخ بازدهی منابع مالی، به شکل مطلوب‌تری عمل

می‌شود. این وضعیت موجب افزایش رقابت و مداخله محدود دولت و اثرگذاری متغیر قیمتی نرخ بهره در تخصیص منابع می‌شود. نرخ‌های نظام بانکی نه تنها با نرخ‌های بازار تفاوت زیادی دارد، بلکه با احتساب نرخ تورم «نرخ‌های واقعی سود سپرده‌ها و تسهیلات بانکی» عمدتاً منفی است.

۳-۴-۱ بازار سرمایه ایران

در ایران، مطالعات مربوط به ایجاد و راه‌اندازی بورس اوراق بهادار به‌عنوان یکی از ارکان بازار سرمایه کشور از سال ۱۳۱۵ آغاز شد. با این حال، قانون تأسیس آن در ۲۴ اردیبهشت ماه ۱۳۴۵ مورد تصویب قرار گرفت. فعالیت بورس تهران در سال ۱۳۴۶ با انجام معاملات بر سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی آغاز شد و از همان سال، سهام شرکت نفت پارس در بورس مورد پذیرش و معامله قرار گرفت.

حجم معاملات در بورس تهران از سال ۱۳۴۶ تا پایان سال ۱۳۵۰ به‌ترتیب، سالیانه به ۱۵/۳، ۱۲۳/۸، ۱۳۳/۴، ۱۲۱/۱، ۳۸۸/۴ میلیون ریال بالغ گردید. از آغاز دهه ۵۰ تا سال ۵۷ معاملات و تعداد شرکت‌ها در بورس تهران رو به فزونی نهاد. در سال ۵۷ مقارن با پیروزی انقلاب اسلامی، حجم معاملات در بورس تهران به‌شدت کاهش یافت و به‌ویژه در شش ماهه دوم سال در وضعیت بسیار نامطلوبی قرار گرفت.

در این سال، شمار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به ۱۰۵ شرکت بالغ گردید. در دهه ۶۰ معاملات و تعداد شرکت‌های بورس با سیری خرنده افزایش یافت. در سال ۱۳۶۹ روی تعداد ۱۳/۱۳ میلیون سهم از ۷۲ شرکت تولیدی، جمعاً ۶۵ میلیارد ریال معامله شد که از نظر سهام، سه برابر سال قبل و از نظر حجم معاملات، شش برابر سال ۱۳۶۸ بود. در این سال، تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ۹۵ واحد افزایش یافت. در اوایل دهه ۷۰ به‌ویژه در سال ۷۱ بورس رونق چندانی نداشت و در طول دهه ۷۰ فعالیت‌های آن با نوساناتی همراه بود. در سال‌های ۷۴ و ۷۵ فعالیت‌های بورس به اوج خود رسید و ارزش سهام معامله شده به‌ترتیب: ۱۸۸۰/۶ میلیارد ریال و ۴۳۸۱/۶ میلیارد ریال بالغ شد. شمار شرکت‌های پذیرفته شده در این سال به‌ترتیب به ۲۲۱ و ۲۱۴ شرکت افزایش یافت. سال ۷۶ سال رکود بورس بود.

به‌طور کلی، براساس آمار و اطلاعات موجود، به‌رغم رشد و گسترش چشمگیر فعالیت‌های بورس اوراق بهادار، به‌ویژه طی سال‌های ۱۳۶۸-۱۳۸۰، این نهاد، نقش قابل توجهی در اقتصاد کشور ایفا نکرده است.

جدول ۳-۲ وضعیت عملکرد بورس اوراق بهادار تهران

(میلیارد ریال)

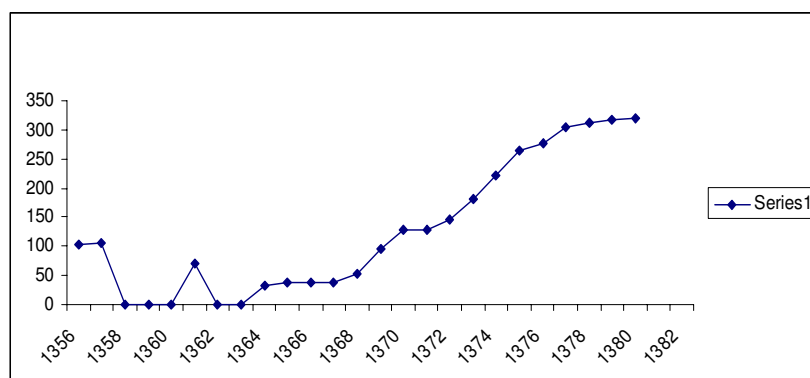
ردیف	سال	حجم معاملات انجام شده در بورس اوراق بهادار	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس
۱	۱۳۵۶	۴۴/۴	۱۰۲
۲	۱۳۵۷	۳۴/۲	۱۰۵
۳	۱۳۵۸	۴/۱	-
۴	۱۳۵۹	۰/۵	-
۵	۱۳۶۰	۰/۴۹	-
۶	۱۳۶۱	۰/۴	۷۱
۷	۱۳۶۲	۰/۰۹	-
۸	۱۳۶۳	۱/۱	۱
۹	۱۳۶۴	۱/۲	۳۳
۱۰	۱۳۶۵	۱/۷	۳۷
۱۱	۱۳۶۶	۱/۶۹	۳۸
۱۲	۱۳۶۷	۹/۹	۳۹
۱۳	۱۳۶۸	۱۱/۱	۵۴
۱۴	۱۳۶۹	۶۵	۹۵
۱۵	۱۳۷۰	۴۷۸	۱۲۹
۱۶	۱۳۷۱	۳۵۲	۱۲۹
۱۷	۱۳۷۲	۷/۵۱۵	۱۴۵
۱۸	۱۳۷۳	۴/۷۹۳	۱۸۱
۱۹	۱۳۷۴	۱۸۸۰/۶	۲۲۱
۲۰	۱۳۷۵	۴۳۸۱/۶	۲۶۴
۲۱	۱۳۷۶	۲۰۱۷/۶	۲۷۷

جدول ۳-۲ وضعیت عملکرد بورس اوراق بهادار تهران

(میلیارد ریال)

ردیف	سال	حجم معاملات انجام شده در بورس اوراق بهادار	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس
۲۲	۱۳۷۷	۳۱۶/۱	۳۰۴
۲۳	۱۳۷۸	۵۲۴۲/۹	۳۱۱
۲۴	۱۳۷۹	۹۱۷۶/۷	۳۱۸
۲۵	۱۳۸۰	۷۸۳۰/۹	۳۲۱
۲۶	۱۳۸۱	۲۲۷۷۶/۱	۳۳۴
۲۷	۱۳۸۲	۶۶۸۶۹/۱	۳۷۰
۲۸	۱۳۸۳	۱۰۴۲۰۲/۳	۴۲۲

مآخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، نماگرهای اقتصادی، شماره‌های مختلف.



نمودار ۳-۱ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

۳-۴-۱-۱ تحولات ساختاری بازار سرمایه ایران در سال‌های اخیر

الف) بهسازی نظام تنظیمی و نظارتی بورس

سازمان بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان نماد متشکل بازار سرمایه ایران در سال‌های اخیر، با تدوین مقرراتی بنیادی، نظارت بر فعالیت بورس متضمن اصول و قواعد مربوط به

شفافیت، دسترسی برابر و آزادانه به اطلاعات، قاعده‌مندی و منصفانه بودن بازار را سامان داد. از جمله این مقررات می‌توان به آیین‌نامه رسیدگی به تخلفات کارگزاران بورس و آیین‌نامه انضباطی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اشاره کرد. بهسازی معیارهای پذیرش شرکت‌ها در بورس، در چارچوب ایجاد تالار فرعی و تفکیک تالار اصلی دادوستد به تابلوهای یکم و دوم، از تحولات ساختاری مهمی است که به گوناگون‌سازی بازارهای دادوستد سهام و امکان پذیرش بیشتر شرکت‌ها در بورس کمک می‌کند و با توجه به طبقه‌بندی شرکت‌ها در بازارها و تابلوهای مختلف، فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران آسان‌تر می‌کند. تدوین لایحه قانونی و آیین‌نامه اجرایی منع دادوستد متکی به اطلاعات نهایی آیین‌نامه افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و لایحه قانونی و آیین‌نامه اجرایی منع دستکاری بازار، از اقدامات مهمی است که سازمان بورس اوراق بهادار تهران با هدف شفاف‌سازی بازار و دسترسی آسان و برابر سرمایه‌گذاران به اطلاعات و فراهم کردن بازاری منصفانه و باثبات برای مشارکت‌کنندگان انجام داده است. ضوابط طبقه‌بندی شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده یا خواهان پذیرش در بورس، ضوابط مؤسسات حسابرسی و بازرسان قانونی معتمد بورس، شرایط پذیرش اوراق مشارکت شرکت‌ها و بانک‌های خصوصی در بورس، شرایط پذیرش مؤسسات اعتباری غیربانکی و ... از دیگر اقدامات سازمان بورس در راستای سامان‌دهی و قاعده‌مندسازی بازار سرمایه و گسترش نهادهای فعال در این بازار است.

ب) گسترش کارکردهای حوزه فعالیت بازار سرمایه ایران

معرفی ابزارهای مالی جدید کاربردی در بازار سرمایه ایران به‌منظور تنوع بخشیدن به ترکیب خطرپذیری و بازدهی و ایجاد فرصت‌های متنوع سرمایه‌گذاری و جذب آن، از مهم‌ترین فعالیت‌های سازمان بورس در سال‌های اخیر است. همچنین کوشش برای افزایش قدرت نقدشوندگی ابزارهای موجود در بازارهای مالی ایران از قبیل مطالعات و اقدامات انجام شده برای معاملات مجدد گواهینامه حق خرید (تقدم) سهام، معاملات دست مجدد اوراق مشارکت و گواهی‌های سپرده بانکی در بورس، از دیگر فعالیت‌های سازمان بورس در سال‌های اخیر است. افزون بر این، مطالعات امکان‌سنجی و طراحی زمینه‌های اجرایی به‌کارگیری

ابزارهای مشتق به منظور پوشش نوسان‌های قیمتی دارایی‌های مالی به مرحله اجرا رسیده است. از دیگر اقدامات سازمان بورس در این زمینه، می‌توان به مطالعات امکان‌سنجی و طراحی سازوکار اجرایی لازم برای فراهم آوردن امکان دادوستد رهنی (اعتباری) اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران اشاره کرد که این اقدامات، به منظور گسترش فعالیت‌های مربوط به سهام و ترویج فرهنگ سهام‌داری در ایران صورت گرفته است. همچنین مطالعات امکان‌سنجی و طراحی سازوکار اجرایی لازم برای تأسیس صندوق تضمین بورس به منظور افزایش درجهٔ ایمنی و سلامت فعالیت‌های بازار و افزایش میزان اطمینان و اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه ایران از دیگر اقدامات صورت گرفته در این زمینه است. افزون بر موارد فوق، برای فراهم آوردن امکان انتشار و رسید سپرده فراملی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و عرضه آن به بازارهای بین‌المللی به منظور افزایش درجهٔ رقابت‌پذیری شرکت‌های ایرانی و جذب سرمایه‌های خارجی، به‌عنوان ابزار مکمل سایر روش‌های طراحی و پیشنهاد شده توسط بورس، مطالعاتی از سوی سازمان بورس صورت گرفته است.

۲-۴-۳ بررسی روند تسهیلات اعطایی از سوی نظام بانکی به فعالیت‌های اقتصادی

نقش نظام مالی در فرایند توسعهٔ اقتصادی بسیار مهم و اساسی است و درک عمیق عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی، وابسته به شناخت بهتر نظام مالی و کارکردهای آن و نیز تأثیر آنها بر رشد اقتصادی است. در این بخش، نقش نظام بانکی در اعطای وام و اعتبار، مورد بررسی قرار می‌گیرد.

از آنجاکه کل اعتبارات بخش خصوصی شاخص مناسبی برای عرضهٔ سرمایه توسط نظام بانکی است، بنابراین، بهتر است نقش بانک‌های تجاری و تخصصی را مورد بررسی قرار دهیم.

جدول شماره ۳-۳ نشان می‌دهد که بانک‌های تجاری، نقش غالب را در نظام بانکی ایران در زمینه اعطای اعتبار برعهده دارند (شش بانک تجاری در مقایسه با چهار بانک تخصصی). روند تغییرات نسبت مانده اعتبارات بانک‌های تجاری و تخصصی نشان می‌دهد که تا سال ۱۳۶۴ شکاف بین این دو نسبت در حال نزول بوده و از سال ۶۴ به بعد، نسبت اعتبارات بانک‌های تجاری رو به صعود گذاشته است که همین امر به همراه

کاهش نسبت اعتبارات بانک‌های تخصصی، منجر به افزایش شکاف بین این دو نسبت شده است. افزایش این شکاف تا سال ۷۳ ادامه داشته و از سال ۷۳ به بعد مجدداً این روند رو به کاهش نهاده است.

بررسی سهم بخش‌های مختلف اقتصادی در جدول ۵-۳ نمایانگر آن است که در طول سال‌های ۱۳۵۰-۱۳۷۹ سهم بخش بازرگانی از کل اعتبارات نظام بانکی کاهش یافته است به گونه‌ای که سهم این بخش، از حدود ۶۵ درصد در سال ۱۳۵۰ به حدود ۱۴/۵ درصد در سال ۱۳۷۹ کاهش یافته است. روند نزولی سهم بخش بازرگانی در نمودار به خوبی نمایان است. از سوی دیگر، سهم بخش صنعت و معدن و ساختمان و بخش کشاورزی روندی صعودی داشته است. به طور کلی سهم بخش‌های بازرگانی، کشاورزی، صنعت و معدن، ساختمان و مسکن در سال ۱۳۵۰ به ترتیب ۶۵/۰۲، ۶/۲۷، ۱۵/۳۵ و ۱۲/۴۶ درصد بوده است که در سال ۱۳۷۹ به ترتیب به ۱۴/۵، ۲۰/۲ و ۲۶/۲ و ۲۹/۶ درصد تغییر یافته است^۱ (که با لحاظ ۹/۵ درصدی صادرات، جمع کل آنها به صد درصد می‌رسد).

به طور کلی، نقش نظام بانکی در ایران در عرضه سرمایه و نه عرضه اعتبار بسیار چشمگیر بوده است اما به طور قطع، تا قبل از پیروزی انقلاب و حتی بعد از آن، به دلیل پایین بودن هزینه سرمایه، عرضه اعتبارات به ویژه برای امور صنعتی، مبتنی بر سازوکار آزاد عرضه و تقاضا نبوده است، بلکه پیش از پیروزی انقلاب، افراد با نفوذ و وابستگان نظام، وام‌های کم بهره را دریافت کرده‌اند (کاتوزیان، ۱۷۲). بعد از پیروزی انقلاب نیز با توجه به اینکه اعطای اعتبار در امور صنعتی، مستلزم ورود کالاهای سرمایه‌ای و مواد اولیه بوده است که مسئله محاسبه نرخ ارز را در برمی‌گیرد، اعطای اعتبار در واقع به صورت جیره‌بندی صورت گرفته است.

بدین ترتیب، تخصیص اعتبار نمی‌تواند به صورت کارا انجام شده باشد و به ویژه در دوران پیش از پیروزی انقلاب که ایجاد صنایع جایگزین واردات، توسط بخش خصوصی، عملاً با هزینه دولت انجام می‌گرفته است و استفاده‌کنندگان آن نیز سرمایه‌داران صنعتی به مفهوم واقعی کلمه نبوده‌اند.

۱. در بین این ارقام، سهم بخش صادرات لحاظ نشده و به همین دلیل، جمع کل درصدها ۱۰۰ نیست.

جدول ۳-۳ کل مانده وامها و اعتبارات بانکهای تجاری و تخصصی به بخش خصوصی

(میلیارد ریال)

نسبت مانده اعتبارات بانکهای تخصصی به کل اعتبارات (درصد)	نسبت مانده اعتبارات بانکهای تجاری به کل اعتبارات (درصد)	مانده وامها و اعتبارات بانکهای تخصصی	مانده وامها و اعتبارات بانکهای تجاری	جمع مانده وامها و اعتبارات به بخش خصوصی	سال	ردیف
۲۰/۹	۷۹/۱	۵۸	۲۱۹/۶	۲۷۷/۶	۱۳۵۰	۱
۲۰/۴	۷۹/۶	۷۴/۱	۲۸۸/۳	۳۶۲/۴	۱۳۵۱	۲
۲۰/۴	۷۹/۶	۱۰۲/۲	۳۸۹/۵	۴۸۹/۱	۱۳۵۲	۳
۲۲/۷	۷۷/۳	۱۶۵/۴	۵۴۴/۸	۷۰۴/۶	۱۳۵۳	۴
۲۴/۸	۷۵/۲	۲۸۱/۲	۸۲۲	۱۰۹۲/۵	۱۳۵۴	۵
۲۶/۶	۷۳/۴	۴۳۶/۷	۱۱۱۳/۱	۱۵۱۶/۶	۱۳۵۵	۶
۲۹/۵	۷۰/۵	۵۹۷/۷	۱۳۱۸/۴	۱۸۶۸/۸	۱۳۵۶	۷
۲۹/۱	۷۰/۹	۶۹۳/۲	۱۵۵۴/۸	۲۱۹۱/۶	۱۳۵۷	۸
۲۸/۴	۷۱/۶	۷۳۳	۱۸۴۴/۴	۲۵۷۷/۴	۱۳۵۸	۹
۳۱/۹	۶۸/۱	۹۷۵/۲	۲۰۸۵/۲	۳۰۶۰/۴	۱۳۵۹	۱۰
۳۳/۲	۶۶/۸	۱۰۶۸/۵	۲۱۵۱	۳۱۱۹/۵	۱۳۶۰	۱۱
۳۳/۳	۶۶/۷	۱۱۶۰	۲۳۲۴/۹	۳۴۸۴/۹	۱۳۶۱	۱۲
۳۳/۸	۶۶/۲	۱۴۳۷/۴	۲۸۱۹/۲	۴۲۵۶/۶	۱۳۶۲	۱۳
۳۶/۲	۶۳/۸	۱۶۲۸/۸	۲۸۷۱/۹	۴۵۰۰/۷	۱۳۶۳	۱۴
۳۶/۶	۶۳/۴	۱۸۶۲/۲	۳۲۱۹/۷	۵۰۸۱/۹	۱۳۶۴	۱۵
۳۴/۶	۶۵/۴	۱۹۳۱/۷	۳۴۶۴/۷	۵۵۷۸/۴	۱۳۶۵	۱۶
۳۴/۶	۶۵/۴	۱۹۸۹/۶	۴۳۵۸/۹	۶۳۴۸/۵	۱۳۶۶	۱۷

جدول ۳-۳ کل مانده وام‌ها و اعتبارات بانک‌های تجاری و تخصصی به بخش خصوصی
(میلیارد ریال)

نسبت مانده اعتبارات بانک‌های تخصصی به کل اعتبارات (درصد)	نسبت مانده اعتبارات بانک‌های تجاری به کل اعتبارات (درصد)	مانده وام‌ها و اعتبارات بانک‌های تخصصی	مانده وام‌ها و اعتبارات بانک‌های تجاری	جمع مانده وام‌ها و اعتبارات به بخش خصوصی	سال	ردیف
۳۱/۳	۶۸/۷	۲۲۶۹/۷	۵۲۰۹/۵	۷۴۷۹/۲	۱۳۶۷	۱۸
۳۰/۳	۶۹/۷	۲۶۶۶/۱	۷۰۳۱/۴	۹۶۹۷/۵	۱۳۶۸	۱۹
۲۷/۵	۷۲/۵	۳۴۳۵/۸	۹۷۲۱/۱	۱۳۱۵۶/۹	۱۳۶۹	۲۰
۲۶/۱	۷۳/۹	۴۶۹۸/۴	۱۳۵۹۸/۹	۱۸۲۹۸/۳	۱۳۷۰	۲۱
۲۳/۷	۷۴/۳	۵۵۹۲/۷	۱۷۹۹۷/۱	۲۳۵۸۹/۸	۱۳۷۱	۲۲
۲۲/۱	۷۶/۳	۶۰۴۸/۸	۲۱۲۸۰/۴	۲۷۳۲۹/۲	۱۳۷۲	۲۳
۲۱/۵	۷۸/۵	۷۱۱۱/۷	۲۵۹۱۳/۵	۳۳۰۲۵/۲	۱۳۷۳	۲۴
۲۲/۸	۷۷/۲	۹۳۵۳/۷	۳۱۶۱۴	۴۰۹۶۷/۷	۱۳۷۴	۲۵
۲۴/۴	۷۵/۶	۱۳۰۱۶/۷	۴۰۲۹۰/۴	۵۵۳۳۰۷/۱	۱۳۷۵	۲۶
۲۷/۱	۷۲/۹	۱۶۹۲۶/۹	۴۵۴۹۷/۳	۶۲۴۲۴/۲	۱۳۷۶	۲۷
۲۶/۹	۷۳/۱	۲۲۶۱۵/۷	۶۱۴۵۷/۵	۸۴۰۷۳/۲	۱۳۷۷	۲۸
۲۷/۲	۷۲/۶	۳۱۵۲۵	۸۴۱۲۹/۹	۱۱۵۸۴۰/۹	۱۳۷۸	۲۹
۲۷/۶	۷۲/۲	۴۱۸۰۰/۲	۱۰۹۳۵۲/۱	۱۵۱۵۴۴/۹	۱۳۷۹	۳۰
۲۹/۹	۶۹/۶	۷۲۵۱۳/۳	۱۶۸۹۳۲/۷	۲۴۲۵۲۴/۶	۱۳۸۰	۳۱
۲۸/۴	۷۰/۴	۹۳۷۵۷/۷	۲۳۰۲۹۲/۲	۳۲۷۰۷۲/۹	۱۳۸۱	۳۲
۲۶	۷۱/۱	۱۱۳۸۲۱/۱	۲۲۳۶۰۸	۴۵۴۷۹۹/۸	۱۳۸۲	۳۳

منبع: همان.

جدول ۳-۴ مانده وام‌ها و اعتبارات کل نظام بانکی به بخش خصوصی برحسب فعالیت (میلیارد ریال)

ردیف	سال	بازرگانی	کشاورزی	صنعت و معدن	ساختمان و مسکن	سرمایه‌گذاری مستقیم و مشارکت حقوقی	صادرات
۱	۱۳۵۰	۱۸۰/۵	۱۷/۴	۴۲/۶	۳۴/۶	—	—
۲	۱۳۵۱	۲۲۱/۲	۲۸/۹	۶۳/۸	۴۵/۸	—	—
۳	۱۳۵۲	۲۹۶/۷	۳۷/۳	۹۰/۸	۶۱/۷	—	—
۴	۱۳۵۳	۳۹۹/۸	۶۲/۶	۱۴۴/۱	۸۵/۴	—	—
۵	۱۳۵۴	۵۸۰/۹	۹۴	۲۴۵/۸	۱۴۷/۸	—	—
۶	۱۳۵۵	۷۲۷/۱	۱۳۱/۱	۳۶۸/۹	۲۳۷/۸	—	—
۷	۱۳۵۶	۸۶۶/۳	۱۷۵/۱	۴۴۹/۴	۳۵۳	—	—
۸	۱۳۵۷	۹۱۹	۲۰۲/۹	۵۲۱/۲	۴۸۲/۳	—	—
۹	۱۳۵۸	۹۳۲/۱	۲۷۲/۳	۵۷۷/۱	۶۷۱/۴	—	—
۱۰	۱۳۵۹	۱۲۳۳/۳	۳۳۱/۴	۶۰۷/۵	۸۱۴/۱	—	—
۱۱	۱۳۶۰	۱۳۹۰/۶	۳۴۶/۱	۵۵۹	۸۵۰/۳	—	—
۱۲	۱۳۶۱	۱۱۷۰/۸	۳۳۳/۵	۷۱۰/۵	۱۱۸۸/۳	—	—
۱۳	۱۳۶۲	۱۳۲۰/۲	۳۴۷/۴۵	۷۶۸/۰۲	۱۲۰۱/۲۱ ^(۱)	—	—
۱۴	۱۳۶۳	۱۵۸۴/۲	۴۹۰/۶	۹۳۶	۱۳۶۳/۷	۱۲۶	—
۱۵	۱۳۶۴	۱۷۹۳/۹	۶۰۹/۸	۹۹۱	۱۴۸۳/۹	۲۰۳/۸	—
۱۶	۱۳۶۵	۱۸۲۴/۲	۶۵۲/۷	۱۰۴۸/۷	۱۷۳۴/۹	۳۱۷/۹	—
۱۷	۱۳۶۶	۱۷۵۸/۵	۹۰۱/۵	۱۰۷۲/۹	۲۱۷۷/۵	۴۳۸	—
۱۸	۱۳۶۷	۱۶۹۰/۳	۱۲۱۹/۱	۱۴۱۳/۶	۲۲۵۰/۴	۶۰۵/۸	—
۱۹	۱۳۶۸	۱۹۶۸/۶	۱۶۸۷/۴	۲۰۲۶/۸	۳۲۱۹/۶	۷۹۵/۲	—
۲۰	۱۳۶۹	۲۵۵۲/۴	۲۱۳۱/۴	۳۰۷۸/۷	۴۰۳۹/۲	۱۳۵۵/۲	—
۲۱	۱۳۷۰	۳۲۳۸/۶	۲۹۴۵/۹	۴۸۳۰/۵	۵۵۸۰/۷	۹۸۸/۱	—
۲۲	۱۳۷۱	۳۹۸۶/۷	۳۶۵۶/۴	۶۹۵۹/۰	۶۹۵۹/۰	۱۴۸۶/۲	—
۲۳	۱۳۷۲	۴۵۳۶/۶	۴۳۱۸/۰	۸۱۴۴/۱	۷۸۴۳/۵	۱۶۹۴/۴	—
۲۴	۱۳۷۳	۵۶۸۰/۳	۵۶۱۴/۳	۱۱۰۳۰/۴	۱۰۷۰۰/۲	—	—
۲۵	۱۳۷۴	۵۴۰۷/۷	۸۶۰۳/۲	۱۴۴۶۱/۶	۱۲۴۹۵/۱	—	—

جدول ۳-۴ مانده وام‌ها و اعتبارات کل نظام بانکی به بخش خصوصی برحسب فعالیت (میلیارد ریال)

ردیف	سال	بازرگانی	کشاورزی	صنعت و معدن	ساختمان و مسکن	سرمایه‌گذاری مستقیم و مشارکت حقوقی	صادرات
۲۶	۱۳۷۵	---	۱۰۶۰۸/۱	۲۱۵۸۹/۴	۱۰۹۲۸/۰	---	۱۰۱۸۱/۷
۲۷	۱۳۷۶	---	۱۷۱۰۴/۲	۹۶۷۵/۸	۲۲۵۳۵/۱	---	۱۳۱۰۹/۱
۲۸	۱۳۷۷	۱۵۳۰۱/۳	۲۱۸۵۹/۰	۱۶۳۱۰/۲	۲۸۵۸۴/۹	---	۲۰۱۷/۸
۲۹	۱۳۷۸	۱۳۹۰۰/۹	۲۷۲۲۲/۶	۲۵۴۸۵/۰	۳۳۸۲۵/۵	---	۱۵۴۰۶/۸
۳۰	۱۳۷۹	۲۱۹۷۴/۰	۳۰۶۱۲/۱	۳۹۷۰۴/۸	۴۴۸۵۷/۳	---	۱۴۳۹۶/۸
۳۱	۱۳۸۰	۲۲۴۲۱/۱	۳۱۶۲۱/۲	۴۰۳۶۹/۷	۴۶۳۳۸/۹	---	۱۵۸۶۲/۷
۳۲	۱۳۸۱	۲۳۴۵۱/۳	۳۲۵۸۹/۷	۴۱۲۵۸/۵	۴۶۸۹۵/۶	---	۱۶۵۲۴/۸
۳۳	۱۳۸۲	۲۵۶۹۸/۸	۳۴۵۹۷/۷	۴۲۷۹۸/۱	۴۷۵۰۱/۱	---	۱۷۳۲۴/۶

مأخذ: همان.

۱. برگرفته از متن گزارش اقتصادی سال ۶۳.

۲. در سال‌های ۷۵ و ۷۶ در مجموع وام‌های اعطایی به بخش بازرگانی در کل صادرات آمده است.

جدول ۳-۵ درصد وام‌ها و اعتبارات کل نظام بانکی به بخش خصوصی برحسب فعالیت

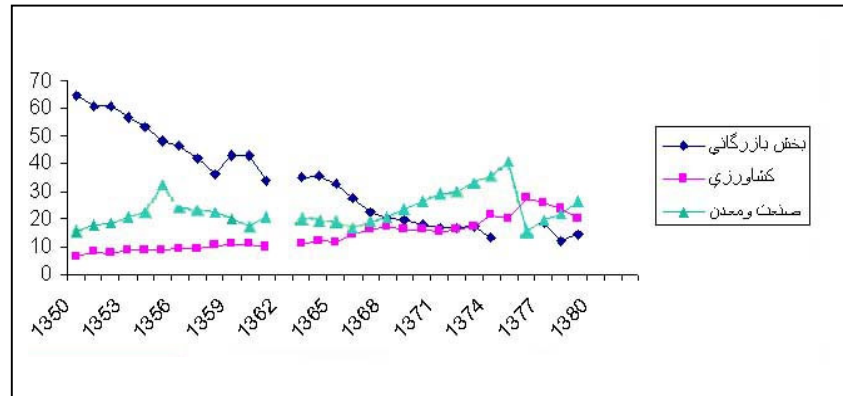
ردیف	سال	بازرگانی	کشاورزی	صنعت و معدن	ساختمان و مسکن	سرمایه‌گذاری مستقیم و مشارکت حقوقی	صادرات
۱	۱۳۵۰	۶۵/۰۲	۶/۲۷	۱۵/۳۵	۱۲/۴۶	---	---
۲	۱۳۵۱	۶۱/۰۴	۷/۹۷	۱۷/۶۰	۶۴/۱۲	---	---
۳	۱۳۵۲	۶۰/۶۶	۷/۶۳	۱۸/۵۶	۶۲/۱۲	---	---
۴	۱۳۵۳	۵۶/۷۴	۸/۸۸	۲۰/۴۵	۱۲/۱۲	---	---
۵	۱۳۵۴	۵۳/۱۷	۸/۶۰	۲۲/۵۵	۱۳/۵۳	---	---
۶	۱۳۵۵	۴۷/۹۴	۸/۶۴	۳۲/۲۴	۱۵/۶۸	---	---
۷	۱۳۵۶	۴۶/۳۶	۹/۳۷	۲۴/۰۵	۱۸/۸۹	---	---
۸	۱۳۵۷	۴۱/۹۳	۹/۲۶	۲۳/۷۸	۲۲/۰۱	---	---
۹	۱۳۵۸	۳۶/۱۶	۱۰/۵۶	۲۲/۳۹	۲۶/۵	---	---

جدول ۳-۵ درصد وام‌ها و اعتبارات کل نظام بانکی به بخش خصوصی برحسب فعالیت

ردیف	سال	بازرگانی	کشاورزی	صنعت و معدن	ساختمان و مسکن	سرمایه‌گذاری مستقیم و مشارکت حقوقی	صادرات
۱۰	۱۳۵۹	۴۳/۳۰	۱۰/۸۳	۱۹/۸۵	۲۶/۶۰	—	—
۱۱	۱۳۶۰	۴۳/۱۹	۱۰/۷۵	۱۷/۳۶	۲۶/۴۱	—	—
۱۲	۱۳۶۱	۳۳/۶۰	۹/۵۷	۲۰/۳۹	۳۴/۱۰	—	—
۱۳	۱۳۶۲	۳۳/۹۵	۱۱/۰۱	۲۰/۶۸	۳۴/۹۶	—	—
۱۴	۱۳۶۳	۳۵/۲۰	۱۰/۹۰	۲۰/۸۰	۳۰/۳۰	۲/۸۰	—
۱۵	۱۳۶۴	۳۵/۳۰	۱۲/۰۰	۱۹/۵۰	۲۹/۲۰	۴/۰۱	—
۱۶	۱۳۶۵	۳۲/۷۰	۱۱/۷۰	۱۸/۸۰	۳۱/۱۰	۵/۷۰	—
۱۷	۱۳۶۶	۲۷/۷۰	۱۴/۲۰	۱۶/۹۰	۳۴/۳۰	۶/۹۰	—
۱۸	۱۳۶۷	۲۲/۶۰	۱۶/۳۰	۱۸/۹۰	۳۴/۱۰	۸/۱۰	—
۱۹	۱۳۶۸	۲۰/۳	۱۷/۴	۲۰/۹	۳۳/۲	۸/۲	—
۲۰	۱۳۶۹	۱۹/۴	۱۶/۲	۲۳/۴	۳۰/۷	۱۰/۳	—
۲۱	۱۳۷۰	۱۷/۷۰	۱۶/۱	۲۶/۴۰	۳۰/۵۰	۵/۴	—
۲۲	۱۳۷۱	۱۶/۹۰	۱۵/۵	۲۹/۵۰	۲۹/۵۰	۶/۳	—
۲۳	۱۳۷۲	۱۶/۶۰	۱۵/۸	۲۹/۸۰	۲۸/۷۰	۶/۲	—
۲۴	۱۳۷۳	۱۷/۲۰	۱۷	۳۳/۴۰	۳۲/۴۰	—	—
۲۵	۱۳۷۴	۱۳/۲۰	۲۱	۳۵/۳۰	۳۰/۵۰	—	—
۲۶	۱۳۷۵	— ^(۱)	۱۹/۹۰	۴۰/۵۰	۲۰/۵۰	—	۱۹/۱۰
۲۷	۱۳۷۶	—	۲۷/۴	۱۵/۵۰	۳۶/۱۰	—	۲۱
۲۸	۱۳۷۷	۱۸/۲۰	۲۶	۱۹/۴۰	۳۴	—	۲/۴۰
۲۹	۱۳۷۸	۱۲/۰۰	۲۳/۵	۲۲	۲۹/۲۰	—	۱۳/۳۰
۳۰	۱۳۷۹	۱۴/۵۰	۲۰/۲	۲۶/۲۰	۲۹/۶۰	—	۹/۵۰
۳۱	۱۳۸۰	۱۵	۲۲/۳	۲۸/۶	۲۷/۷	—	۷/۱
۳۲	۱۳۸۱	۱۳/۵	۲۶/۲	۴۰/۸	۲۵	—	۵/۴
۳۳	۱۳۸۲	۲۲/۷	۱۷	۳۶/۸	۲۸/۵	—	۲/۷

ماخذ: همان.

۱. در سال‌های ۷۵ و ۷۶ در مجموع، وام‌های اعطایی به بخش بازرگانی در کل صادرات آمده است.



نمودار ۳-۲ سهم بخش‌های مختلف از کل اعتبارات

۳-۴-۳ نقش نظام بانکی در تشکیل سرمایه و عرضه آن جهت سرمایه‌گذاری

بانک‌ها به‌مثابه بنگاه‌های اقتصادی که نقش هدایت پول را برعهده دارند و سرمایه‌های اندک و غیرقابل به‌کارگیری را متمرکز و به یکی از عوامل اساسی تولید تبدیل می‌کنند، همواره با این مسئله مهم مواجه‌اند که چگونه می‌توانند نقش حیاتی خود را به‌عنوان یکی از نهادهای اصلی بازار مالی در جهت تجهیز منابع سرمایه به‌صورت بهینه ایفا کنند. نقش محوری بانک‌ها — به‌ویژه بانک‌های تجاری — در جمع‌آوری پول‌های سرگردان و سرمایه‌های اندک و تمرکز آن در قالب سپرده‌های بانکی به‌منظور تجهیز منابع سرمایه و سپس تخصیص بهینه آن است. نظام بانکی در پیش از پیروزی انقلاب در قالب ۳۵ بانک با مالکیت‌های دولتی و یا خصوصی فعالیت می‌کرد. پس از پیروزی انقلاب، همه بانک‌ها ملی شدند و با ادغام آنها در یکدیگر، تعدادشان به ده بانک در قالب پنج بانک تجاری و پنج بانک تخصصی کاهش یافت. در سال ۱۳۶۲ با تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا که مطابق آن تمامی فعالیت‌های بانک‌ها می‌بایست در چارچوب قراردادهایی نظیر مشارکت مدنی، مضاربه، جعاله و فروش اقساطی انجام پذیرد، تحول قابل توجهی در عرصه فعالیت‌های بانکی در ایران پدید آمد. تفاوت اساسی نظام بانکداری بدون ربا و بانکداری رایج در دنیا این است که واسطه‌های مالی — از جمله بانک‌ها — به تجهیز سپرده‌ها و اعطای وام، صرفاً به‌منظور افزایش سود خود اقدام نمی‌کنند؛ بلکه ملاحظات نظیر حقوق

مردم و عدالت اجتماعی را نیز مدنظر دارند که دولت و مالکیت دولتی نقش مؤثری در هدایت نظام بانکی بدان سمت دارد. تعبیر دیگری که از نظام بانکداری اسلامی وجود دارد، این است که بانکداری اسلامی نه تنها نقش واسطه و جوه برون‌زا را برعهده ندارد، بلکه در سودهای حاصل از سرمایه‌گذاری‌های مشترک سهیم است. در هر حال، نظام مالی مبتنی بر قواعد اسلام نقش مؤثری در یاری رساندن به کل سیستم اقتصادی - اجتماعی، به‌منظور تحقق اهدافی چون توسعه اقتصادی، ثبات و عدالت اجتماعی دارد. به‌نحوی که اصول اساسی شریعت اسلام خدشه‌دار نشود.^۱ در این فصل، عملکرد این سیستم و تجهیز منابع مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری‌های کشور را طی دو دهه اخیر مورد بررسی قرار می‌دهیم.

براساس جدول ۳-۶ میزان کل سپرده‌های جمع‌آوری شده مدت‌دار شبکه بانکی کشور در سال ۱۳۵۶ معادل ۱۳۴۹/۱ میلیارد ریال بوده است که از این میزان ۶۶۰/۹ میلیارد ریال (۴۹ درصد) مربوط به سپرده‌های جمع‌آوری شده در بخش خصوصی و بقیه مربوط به سپرده‌های جمع‌آوری شده از بخش دولتی بوده است. از سال ۱۳۵۶ به بعد تا سال ۱۳۶۴ میزان سپرده‌های تجهیز شده توسط نظام بانکی با رشد متوسط سالیانه معادل ۱۴/۸^۲ درصد افزایش یافته و به رقم ۴۰۷۸/۵ میلیارد ریال بالغ شده است.

از سال ۱۳۶۴ تا سال ۱۳۶۸ یعنی سال شروع برنامه اول توسعه اقتصادی - اجتماعی و فرهنگی کشور، این روند همچنان ادامه می‌یابد. در این دوره، میزان سپرده‌های بانکی با نرخ رشد متوسط سالیانه معادل ۲۴/۴ درصد افزایش یافته است، به‌طوری که در سال ۱۳۶۸ میزان این سپرده‌ها به ۹۷۶۶/۱ میلیارد ریال رسیده است.

از سال ۱۳۶۸ به بعد، همراه با اجرای برنامه اول توسعه اقتصادی در کشور، اقداماتی به‌طور متقارن در نظام بانکی کشور به اجرا درآمد. بر این اساس، افزایش کارایی در دستور کار نظام بانکی کشور قرار گرفت و برای نیل به این هدف، بر کاهش کنترل‌های اداری، افزایش رقابت، افزایش سود حاصل از عملیات بانکی و توزیع سود بیشتر میان سپرده‌گذاران تأکید شد.

۱. برای مطالعه بیشتر در این زمینه ر.ک. به: مؤسسه عالی بانکداری، مجموعه مقالات همایش بانکداری اسلامی، تابستان ۱۳۸۳.

۲. $g = \sqrt[n1/n2]{m} - 1$ سال آخر دوره، $n2$ سال اول دوره، m = تعداد سال‌ها

۳-۴-۴ نقش نظام بانکی در جذب سپرده‌های بخش خصوصی

وجود سپرده‌های بخش خصوصی نزد بانک‌ها، نمایانگر افزایش پس‌انداز پولی است و گرچه سپرده‌گذاری در بانک‌ها می‌تواند نشانگر تغییر تمایل افراد از نگهداری پول به صورت اسکناس و مسکوک به سپرده‌های بانکی باشد، افزایش و رشد سپرده‌ها به‌ویژه در شرایط ثبات نسبی بیانگر به وجود آمدن پس‌انداز مناسب است و در این صورت، رشد سپرده‌ها نمایانگر افزایش توان تشکیل سرمایه است.

البته در این میان، رشد سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار بیشتر از رشد سپرده‌های دیداری است، که از محل سپرده‌های مدت‌دار می‌توان وام‌های بلندمدت را اعطا کرد. برای مطالعه روند سپرده‌های بخش خصوصی نزد بانک‌ها، اطلاعات مربوطه در جدول ۳-۶ ارائه شده است. اگر تمرکز خود را روی سپرده‌های غیردیداری قرار دهیم، درمی‌یابیم که سپرده‌های غیردیداری با سرعتی بیشتر از سپرده‌های دیداری در دوران قبل از پیروزی انقلاب رشد یافته است. بنابراین، نسبت سپرده‌های غیردیداری به سپرده‌های دیداری به‌شدت افزایش یافته است؛ به‌طوری‌که این نسبت که در سال ۱۳۵۰، ۲/۶۶ بود، در سال ۱۳۵۷ به ۳/۰۹ رسید و این امر نشان می‌دهد که سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار که منبع مناسبی برای وام‌های بلندمدت هستند، به‌طور مساعدی رشد کرده‌اند. اما نسبت سپرده‌های غیردیداری به دیداری بعد از پیروزی انقلاب روند کاهنده داشته است. همان‌طور که جدول نسبت سپرده‌های غیردیداری به دیداری نشان می‌دهد، در طول دو دهه پس‌انداز در دوران پس از پیروزی انقلاب اسلامی، اگرچه در برخی از سال‌ها این نسبت اندکی افزایش یافته است، اما در مجموع روند آن نزولی بوده است؛ به‌گونه‌ای که این نسبت از ۳/۰۹ در سال ۱۳۵۷ به ۱/۴ در سال ۱۳۷۹ کاهش یافته است. البته دلایل متعددی برای این امر وجود دارد که یکی از آنها را می‌توان براساس مباحث مک‌کینون و شاو در نرخ‌های تورم بسیار شدید و نیز کاهش نرخ سود حقیقی سپرده‌های غیردیداری دانست. جدول ۳-۶ نشان می‌دهد که از سال ۱۳۶۲ به بعد، با حذف بهره متعلق به سپرده‌های پس‌انداز، به‌شدت از حجم این‌گونه سپرده‌ها کاسته شده است؛ به‌طوری‌که تا سال ۶۷ حتی به نصف کاهش یافته است. از این سال به بعد، روند صعودی به خود گرفته است، اما به غیر از سال‌های ۱۳۷۳-۱۳۷۶ همواره میزان آن از

سال ۶۲ کمتر بوده است؛ هرچند تا حدی بر میزان سپرده‌های مدت‌دار افزوده شده است و بنابراین، از کاهش بیشتر نسبت سپرده‌های غیردیداری به سپرده‌های دیداری جلوگیری کرده است؛ اما هم افزایش شدیدتر سپرده‌های دیداری و هم تغییر سپرده‌ها از پس‌انداز به سپرده‌های مدت‌دار بعد از سال ۶۲ نمایانگر واکنش سپرده‌گذاران به تغییرات نرخ سود حقیقی است و نه صرفاً نرخ سود اسمی.

به‌طور کلی، باید گفت که تغییر در مانده سپرده‌های غیردیداری از یک سال به سال دیگر بیانگر افزایش روند پس‌انداز پولی است که به منابع نظام بانکی اضافه شده است تا برای تأمین مالی اعتبارات میان‌مدت و بلندمدت مورد استفاده قرار گیرد.

جالب اینجاست که تا سال ۶۸ رشد سپرده‌های بخش خصوصی بیش از رشد اعتبارات پرداختی نظام بانکی به بخش خصوصی بوده است. ادامه این روند تا سال ۶۸، به منفی شدن خالص اعتبارات پرداختی بخش خصوصی انجامیده است (یعنی میزان سپرده‌ها بیشتر از اعتبارات دریافتی بوده است). از سوی دیگر، مانده اعتبارات بخش دولتی با سرعت بیشتری به‌ویژه در سال‌های پس از انقلاب نسبت به سپرده‌های بخش دولتی افزایش داشته است و در نتیجه، خالص اعتبارات بخش دولتی به‌شدت فزونی یافته است که علت آن را می‌توان کسری بودجه‌های شدید دولتی و در نتیجه، افزایش شدید نقدینگی بخش خصوصی دانست.

جدول ۳-۶ سپرده‌های بخش خصوصی در نظام بانکی

(میلیارد ریال)

نسبت سپرده‌های غیردیداری به سپرده‌های دیداری	تغییر در سپرده‌های غیردیداری	تغییر در سپرده‌های دیداری	جمع سپرده‌های غیردیداری	سایر سپرده‌ها	سپرده‌های مدت‌دار	سپرده‌های پس‌انداز نزد بانکها	سپرده‌های دیداری نزد بانکها	سال	ردیف
۲/۶۶	—	—	۱۷۹/۳	—	۸۸/۸	۹۰/۵	۶۷/۵	۱۳۵۰	۱
۲/۶۱	۳۴/۵۸	۳۶/۷۴	۲۴۱/۳	۰/۶	۱۱۸/۴	۱۲۲/۲	۹۲/۳	۱۳۵۱	۲
۲/۷۱	۳۰/۶۷	۲۵/۸۹	۳۱۵/۳	۲/۲	۱۵۶/۸	۱۵۶/۳	۱۱۶/۲	۱۳۵۲	۳
۲/۴۹	۵۴/۹۳	۶۸/۶۷	۴۸۸/۵	۵/۶	۲۴۸	۲۳۴/۹	۱۹۶	۱۳۵۳	۴
۲/۶۹	۴۵/۳۴	۳۴/۸۵	۷۱۰	۱۱	۳۴۸/۷	۳۵۰/۳	۲۶۴/۳	۱۳۵۴	۵
۲/۸۰	۴۲/۹۷	۳۶/۹۷	۱۰۱۵/۱	۳۲/۸	۴۹۹/۶	۴۸۲/۷	۳۶۲	۱۳۵۵	۶
۲/۹۰	۳۲/۹۰	۲۸/۴۵	۱۳۴۹/۱	۴۲/۵	۶۶۰/۹	۶۴۵/۶	۴۶۵	۱۳۵۶	۷
۳/۰۹	-۰/۵۲	-۶/۷۱	۱۳۴۲/۱	—	۶۶۲/۵	۶۷۹/۶	۴۳۳/۸	۱۳۵۷	۸
۲/۵۵	۴۰/۳۹	۷۰/۱۰	۱۸۸۴/۲	—	۵۹۰/۹	۱۲۹۳/۳	۷۳۷/۹	۱۳۵۸	۹
۲/۳۷	۲۲/۳۲	۳۱/۷۴	۲۳۰۴/۸	—	۶۲۰/۹	۱۶۸۳/۹	۹۷۲/۱	۱۳۵۹	۱۰
۱/۹۵	۹/۷۱	۳۳/۶۷	۲۵۲۸/۶	—	۵۲۸/۴	۲۰۰۰/۲	۱۲۹۹/۴	۱۳۶۰	۱۱
۱/۶۵	۱۱۶/۵۴	۳۷/۴۷	۲۹۴۶/۸	—	۷۶۱	۲۱۸۵/۸	۱۷۸۶/۳	۱۳۶۱	۱۲
۱/۸۶	۲۳/۶۹	۹/۴۹	۳۶۴۴/۸	—	۹۰۷/۵	۲۷۳۷/۳	۱۹۵۵/۸	۱۳۶۲	۱۳
۱/۳۶	-۶/۴۶	۲۸/۲۹	۳۴۰۹/۳	—	۱۹۱۲/۶	۱۴۹۶/۷	۲۵۰۹	۱۳۶۳	۱۴
۱/۴۸	۱۹/۶۳	۹/۵۰	۴۰۷۸/۵	—	۳۱۷۵	۹۰۳/۵	۲۷۴۷/۳	۱۳۶۴	۱۵
۱/۵۵	۲۰/۴۳	۱۵/۳۴	۴۹۱۱/۶	—	۳۹۷۱	۹۴۰/۶	۳۱۶۸/۶	۱۳۶۵	۱۶
۱/۵۵	۱۹/۹۵	۱۹/۷۴	۵۸۹۱/۴	—	۴۸۴۵/۹	۱۰۴۵/۵	۳۷۹۴/۲	۱۳۶۶	۱۷

جدول ۳-۶ سپرده‌های بخش خصوصی در نظام بانکی

(میلیارد ریال)

نسبت سپرده‌های غیردیداری به سپرده‌های دیداری	تغییر در سپرده‌های غیردیداری	تغییر در سپرده‌های دیداری	جمع سپرده‌های غیردیداری	سایر سپرده‌ها	سپرده‌های مدت‌دار	سپرده‌های پس‌انداز نزد بانکها	سپرده‌های دیداری نزد بانکها	سال	ردیف
۱/۸۴	۳۴/۵۹	۱۳/۶۶	۷۹۳۹/۵	—	۶۷۳۵/۶	۱۱۹۳/۹	۴۳۱۲/۵	۱۳۶۷	۱۸
۱/۸۳	۳۳/۱۶	۳۳/۸۸	۹۷۶۶/۱	—	۸۴۸۵/۵	۱۲۸۰/۶	۵۳۴۲/۴	۱۳۶۸	۱۹
۱/۶۶	۲۰/۵۶	۳۲/۴۵	۱۱۷۷۴/۳	—	۱۰۳۸۲	۱۳۹۳/۳	۷۰۷۵/۹	۱۳۶۹	۲۰
۱/۶۵	۳۷/۲۹	۲۸/۰۵	۱۴۹۸۷/۶	—	۱۳۱۱۹	۱۸۶۸/۶	۹۰۶۰/۹	۱۳۷۰	۲۱
۱/۷۷	۳۰/۰۹	۲۱/۵۰	۱۹۴۹۷/۴	—	۱۷۰۵۶/۴	۲۴۴۱	۱۱۰۰۹/۳	۱۳۷۱	۲۲
۱/۶۵	۳۱/۹۳	۴۱/۵۲	۲۵۷۲۲/۳	—	۲۳۰۳۹/۲	۲۶۸۳/۱	۱۵۵۸۰/۷	۱۳۷۲	۲۳
۱/۴۵	۲۲/۱۲	۳۹/۴۸	۳۱۴۱۲/۱	—	۲۷۹۱۷/۴	۳۴۹۴/۷	۲۱۷۳۱/۲	۱۳۷۳	۲۴
۱/۰۹	۵/۱۶	۳۹/۴۰	۳۳۰۳۳/۲	۱۱۰۷۱/۷	۲۸۴۱۶/۹	۴۶۱۶/۳	۳۰۲۹۴/۳	۱۳۷۴	۲۵
۰/۹۷	۲۶/۸۰	۴۲/۱۳	۴۱۸۸۶/۲	۱۸۳۹۴/۵	۳۵۸۴۷/۱	۶۰۳۹/۱	۴۳۰۵۵/۸	۱۳۷۵	۲۶
۱/۱۶	۳۳/۲۱	۱۱/۳۱	۵۵۷۹۷	۱۵۲۱۱/۸	۴۷۱۰۳/۸	۸۶۹۳/۲	۴۷۹۳۳/۵	۱۳۷۶	۲۷
۱/۳۴	۳۴/۱۵	۱۶/۸۸	۷۴۸۴۹/۱	۱۰۷۶۸	۶۲۴۲۹/۱	۱۲۴۲۰	۵۶۰۱۱/۳	۱۳۷۷	۲۸
۱/۴۸	۲۸/۰۳	۱۵/۳۹	۹۵۸۲۸	۱۰۱۱۰/۳	۷۹۵۳۲	۱۶۲۹۶	۶۴۶۳۱/۷	۱۳۷۸	۲۹
۱/۴۰	۳۰/۸۴	۳۸/۱۱	۱۲۵۳۷۸	۹۳۱۲/۲	۱۰۳۳۶۳/۶	۲۲۰۱۴/۴	۸۹۲۶۲/۲	۱۳۷۹	۳۰
۱/۶۴	۳۲/۲	۲۷/۵	۲۹۱۷۶۸	۱۰۲۵۴	۱۷۸۰۰۰/۶	۲۵۰۷۸/۲	۱۱۳۷۶۸	۱۳۸۰	۳۱
۱/۶۳	۳۱/۹	۳۰	۳۸۲۷۴۳	۱۰۹۳۵	۲۳۴۸۷/۳	۲۶۱۳۲/۱	۱۴۷۸۷۲/۶	۱۳۸۱	۳۲
۱/۵۸	۳۱/۷	۲۰/۸	۴۸۷۸۶۳/۹	۱۲۰۲۶/۴	۳۰۹۳۳۹/۶	۲۷۲۳۶/۸	۱۷۸۶۲۴/۳	۱۳۸۲	۳۳

ماخذ: گزارش‌های اقتصادی بانک مرکزی در سال‌های مختلف.

جدول ۳-۷ کل اعتبارات نظام بانکی به تفکیک خصوصی و دولتی

(میلیارد ریال)

خالص اعتبارات دولتی و خصوصی	خالص اعتبارات دولتی	خالص اعتبارات خصوصی	سپرده های دولتی	سپرده های غیردیناری خصوصی	مانده اعتبارات دولتی	مانده اعتبارات خصوصی	سال	ردیف
۱۷۴/۸	۷۶/۵	۹۸/۳	۹۹/۹	۱۷۹/۳	۱۷۶۰۴	۲۷۷۰۶	۱۳۵۰	۱
۳۱۱	۸۹/۳	۱۲۱/۷	۱۳۲/۱	۲۴۰/۷	۲۲۱/۴	۳۶۲/۴	۱۳۵۱	۲
۲۶۴/۵	۸۸/۵	۱۷۶	۲۰۹/۹	۳۱۳/۱	۲۹۸/۴	۴۸۹/۱	۱۳۵۲	۳
۳۷۷	۸۱/۶	۱۹۵/۴	۳۶۴/۳	۵۰۲/۹	۴۴۵/۹	۶۹۸/۳	۱۳۵۳	۴
۴۹۶/۴	۱۰۲/۹	۳۹۳/۵	۵۲۱/۹	۶۹۹	۶۲۴/۸	۱۰۹۲/۵	۱۳۵۴	۵
۶۵۶/۹	۱۲۲/۶	۵۳۴/۳	۸۳۷/۶	۹۸۲/۳	۹۶۰/۲	۱۵۱۶/۶	۱۳۵۵	۶
۹۰۰/۲	۳۳۷/۹	۵۶۲/۳	۷۰۰/۹	۱۳۰۶/۵	۱۰۳۸/۸	۱۸۶۸/۸	۱۳۵۶	۷
۱۵۱۰/۱	۶۵۴	۸۵۶/۱	۷۸۱/۵	۱۳۴۲/۹	۱۴۳۵/۵	۲۱۹۹	۱۳۵۷	۸
۱۶۸۰/۵	۹۸۷/۳	۶۹۳/۲	۱۰۸۲	۱۸۸۴/۲	۲۰۶۹/۳	۲۵۷۷/۴	۱۳۵۸	۹
۲۷۹۱/۸	۱۸۶۵/۹	۹۲۵/۹	۱۰۷۸/۹	۲۱۳۴/۵	۲۹۴۴/۸	۳۰۶۰/۴	۱۳۵۹	۱۰
۳۵۱۱/۹	۲۶۹۶/۶	۸۱۵/۳	۱۲۳۸	۲۴۰۴/۲	۳۹۳۴/۶	۳۲۱۹/۵	۱۳۶۰	۱۱
۴۰۸۹/۸	۳۴۷۱/۷	۶۱۸/۱	۱۴۱۶/۹	۲۸۶۶/۸	۴۸۸۸/۶	۳۴۸۴/۹	۱۳۶۱	۱۲
۴۷۹۴/۴	۴۱۲۴/۴	۶۷۰	۱۷۰۷/۱	۳۵۸۶/۶	۵۸۳۱/۵	۴۲۵۶/۶	۱۳۶۲	۱۳
۷۶۵۴/۷	۵۵۶۳/۳	۲۰۹۱/۴	۱۴۹۳/۱	۲۴۰۹/۳	۷۰۵۶/۴	۴۵۰۰/۷	۱۳۶۳	۱۴
۷۲۵۵	۶۲۵۱/۶	۱۰۰۳/۴	۱۳۹۳/۹	۴۰۷۸/۵	۷۶۴۵/۵	۵۰۸۱/۹	۱۳۶۴	۱۵
۸۶۱۹/۷	۷۹۵۲/۹	۶۶۶/۸	۱۴۹۳/۵	۴۹۱۱/۶	۹۴۴۶/۴	۵۵۷۸/۴	۱۳۶۵	۱۶
۹۷۰۰/۷	۹۲۴۳/۶	۴۵۷/۱	۱۷۸۳/۶	۵۸۹۱/۴	۱۱۰۲۷/۲	۶۳۴۸/۵	۱۳۶۶	۱۷

جدول ۳-۷ کل اعتبارات نظام بانکی به تفکیک خصوصی و دولتی

(میلیارد ریال)

خالص اعتبارات دولتی و خصوصی	خالص اعتبارات دولتی	خالص اعتبارات خصوصی	سپردههای دولتی	سپردههای خصوصی	مانده اعتبارات دولتی	مانده اعتبارات خصوصی	سال	ردیف
۱۰۸۵۰/۱	۱۱۳۰۰/۴	-۴۵۰/۳	۱۹۵۱/۲	۷۹۲۹/۵	۱۳۲۵۱/۶	۷۴۷۹/۲	۱۳۶۷	۱۸
۱۲۴۸۴/۵	۱۲۵۵۳/۱	-۶۸/۶	۳۱۳۰/۶	۹۷۶۶/۱	۱۴۶۸۳/۷	۹۶۹۷/۵	۱۳۶۸	۱۹
۱۴۶۵۴/۸	۱۳۲۷۲/۲	۱۳۸۲/۶	۲۸۲۴	۱۱۷۷۴/۳	۱۶۰۹۶/۲	۱۳۱۵۶/۹	۱۳۶۹	۲۰
۱۷۵۵۶/۳	۱۴۲۴۶/۶	۳۳۰۹/۷	۳۴۱۷/۳	۱۴۹۸۷/۶	۱۷۶۶۳/۹	۱۸۲۹۷/۳	۱۳۷۰	۲۱
۲۰۰۶۴/۵	۱۵۹۷۲/۱	۴۰۹۲/۴	۳۹۴۶/۵	۱۹۴۹۷/۴	۱۹۹۱۸/۶	۲۳۵۸۹/۸	۱۳۷۱	۲۲
۳۱۴۷۰/۲	۲۶۴۱۶/۹	۵۰۵۳/۳	۵۵۹۴/۶	۲۵۷۲۲/۳	۳۲۰۱۱/۵	۳۰۷۷۵/۶	۱۳۷۲	۲۳
۳۹۷۵۷/۳	۳۳۴۴۹/۶	۶۳۰۷/۷	۷۴۱۱/۳	۳۱۴۱۲/۱	۴۰۸۶۰/۹	۳۷۷۱۹/۸	۱۳۷۳	۲۴
۵۸۸۸۳/۵	۴۴۹۷۸/۱	۱۳۹۰۵/۴	۱۰۰۸۹/۹	۳۳۰۳۳/۲	۵۵۰۶۸	۴۶۹۳۸/۶	۱۳۷۴	۲۵
۷۲۶۲۰/۶	۵۳۰۶۷/۸	۱۹۵۵۲/۸	۱۲۸۴۸/۲	۴۱۸۸۶/۲	۶۵۹۱۶	۶۱۴۳۹	۱۳۷۵	۲۶
۸۶۳۰۲/۴	۶۶۲۴۱/۹	۲۰۰۶۰/۵	۱۴۴۶۱/۷	۵۵۹۹۷	۸۰۷۰۳/۶	۷۵۸۵۷/۵	۱۳۷۶	۲۷
۱۱۹۸۳/۹	۸۸۶۱۳	۲۳۳۷۰/۹	۲۱۳۶۳/۱	۷۴۸۴۹/۱	۱۰۹۹۷۶/۱	۹۸۲۲۰	۱۳۷۷	۲۸
۱۳۳۵۴/۷	۹۱۴۶۳/۸	۴۲۰۸۴/۹	۲۵۶۵۳/۱	۹۵۸۲۸	۱۱۷۱۱۶/۹	۱۳۷۹۱۲/۹	۱۳۷۸	۲۹
۱۴۱۷۱۴/۳	۸۶۲۲۱/۶	۵۵۴۹۲/۷	۳۶۵۶۳/۷	۱۲۵۳۷۸	۱۳۲۷۸۵/۳	۱۸۰۸۷۰/۷	۱۳۷۹	۳۰
۱۶۴۸۲۹/۵	۱۰۰۴۸۷/۵	۶۴۵۴۲	۳۷۹۶۹/۷	۱۷۸۰۰۰/۶	۱۳۸۴۵۷/۲	۲۴۲۵۴۲/۶	۱۳۸۰	۳۱
۳۱۶۰۹۶/۱	۱۳۶۸۹۵/۸	۱۷۹۲۰۰/۳	۶۹۳۲۱/۱	۱۴۷۸۷۲/۶	۲۰۶۲۱۶/۹	۳۲۷۰۷۲/۹	۱۳۸۱	۳۲
۴۰۷۵۱/۹	۱۳۱۳۴۴	۲۷۶۱۷۴/۹	۹۰۵۵۶/۲	۱۷۸۶۴۴/۳	۲۲۱۹۰۰/۶	۴۵۴۷۹۹/۸	۱۳۸۲	۳۳

منبع: همان.

۳-۴-۵ تجهیز منابع در بانک‌های تخصصی

به‌طور کلی، بانک‌های تخصصی - توسعه‌ای طبق وظایفی که در برنامه‌های اقتصادی کشور برعهده دارند، از شیوه‌ها و روش‌های گوناگونی در مقایسه با بانک‌های تجاری در تأمین و تجهیز منابع سرمایه‌ای استفاده کرده‌اند. در دوران پیش از پیروزی انقلاب، منابع سرمایه‌ای این بانک‌ها در قالب روش‌های زیر تأمین شده است:

- مساعده‌های بدون بهره بانک مرکزی با بازپرداخت بیست ساله،
- وام‌های مستقیم دولت از طریق وزارت صنایع و معادن و نیز سازمان برنامه‌وبودجه،
- وام‌های امانی دولت از طریق وزارتخانه‌ها و سازمان‌های مختلف،
- منابع حاصل از فروش سهام کارخانه‌های دولتی،
- وام‌های ارزی از بانک بین‌المللی ترمیم و توسعه با تضمین دولت،
- منابع حاصل از فروش سهام بانک‌های خصوصی به مردم (افزایش سرمایه) و فروش سهام متعلق به دولت در بانک‌های دولتی به مردم و استفاده از وجوه حاصل به‌صورت وام بدون بهره،

- اعطای معافیت‌های ویژه از طریق معافیت مالیات میزان یعنی از سود بانک و تدوین مقررات ویژه راجع به استهلاک دارایی‌ها و نیز هزینه‌های تأسیس،
- دریافت وام‌های ارزی سندیکایی از بانک‌های خارج،
- انتشار اوراق قرضه در خارج از کشور.

افزون بر منابع و امتیازات یادشده، به‌موجب مصوبات شورای اقتصاد، هزینه‌های مالی مازاد بر ۸ درصد در سال، ناشی از اعتبارات دریافتی از خارج از کشور، به‌صورت کمک بدون بهره توسط دولت تأمین و پرداخت شده است.

بااین‌همه، در سال‌های پس از پیروزی انقلاب، به دلایل مشخص یعنی دولتی شدن اقتصاد کشور، اجرای قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران، فقدان یک راهبرد (استراتژی) منسجم و مناسب توسعه صنعتی و اجرای نظام بانکداری بدون ربا و محدودیت امکانات در بازارهای سرمایه بین‌المللی، بانک‌های تخصصی به یک‌باره از کلیه امتیازات یادشده محروم شدند که آثار بسیار نامطلوبی در عملکرد و نقش آنها در توسعه اقتصادی برجای گذاشت. در فصل پیشین، در مورد نظام بانکی و سپرده‌ها و تسهیلات آنها به‌طور کلی

بحث شد. برای بررسی بهتر موضوع، در ادامه همین بحث، عملکرد بانک‌های کشاورزی، توسعه صادرات، صنعت و معدن و مسکن در سال‌های گذشته مورد بررسی قرار می‌گیرد. همان‌گونه که در جدول ۸-۳ می‌بینید، متغیرهایی که مدنظر هستند، عبارت‌اند از: مانده سپرده‌ها، مانده تسهیلات اعطایی، نقدینگی، حجم سرمایه و دارایی‌ها.

اطلاعات جدول بیانگر افزایش‌های شدیدی در مقادیر هریک از متغیرهای مورد بررسی است. مجموع دارایی‌های بانک‌های تخصصی کشور از رقم ۱۱۹۱۰۷۹۶ میلیون ریال، در سال ۱۳۷۴ به رقم ۱۱۹۵۶۰۹۴۰ میلیون ریال در سال ۱۳۸۲ رسیده است که نشان‌دهنده بیش از ۳۳ درصد رشد در حجم دارایی‌های بانک‌های تخصصی است. در دوره مذکور، مانده سپرده‌های موجود نزد بانک‌های تخصصی از رقم ۴۲۱۶۴۲۰ میلیون ریال در سال ۱۳۷۴ به رقم ۷۲۵۴۵۰۳۶ میلیون ریال در سال ۱۳۸۲ رسیده است که نمایانگر ۴۳ درصد رشد در حجم سپرده‌های بانک‌های تخصصی در دوره مورد بررسی بوده است. در همین دوره، میزان وجه نقد موجود در نزد بانک‌های تخصصی از رقم ۱۳۸۹۷۳ میلیون ریال در سال ۱۳۷۴ به رقم ۶۹۵۴۸۶ میلیون ریال در سال ۱۳۸۲ رسیده است که بیانگر بیش از ۲۲/۳ درصد در حجم نقدینگی موجود نزد بانک‌های تخصصی است. با توجه به افزایش شدید مانده سپرده‌های موجود نزد بانک‌های تخصصی، این افزایش در وجه نقد نگهداری شده توسط بانک‌ها امری طبیعی است، چرا که بانک‌ها باید از آمادگی لازم برای پاسخ‌گویی به سپرده‌گذارانی که برای برداشت وجوه خود مراجعه می‌کنند، برخوردار باشند.

جدول ۸-۳ اطلاعات آماری بانک‌های تخصصی

(میلیون ریال)

ردیف	شرح سال	دارایی‌ها	سرمایه	نقدینگی	مانده تسهیلات	مانده سپرده‌ها
۱	۱۳۷۴	۱۱۹۱۰۷۹۶	۱۹۲۸۳۲۲	۱۳۸۹۷۳	۸۳۴۵۸۸۹	۴۲۱۶۴۲۰
۲	۱۳۷۵	۱۵۷۹۸۸۶۳	۱۹۲۸۳۲۲	۲۵۵۴۰۷	۱۰۵۵۰۹۵۱	۶۲۴۷۷۸۷
۳	۱۳۷۶	۲۰۱۲۱۰۸۷	۱۹۲۸۳۲۲	۲۹۵۵۰۹	۱۴۳۳۱۹۲۳	۹۴۲۷۸۹۸

جدول ۳-۸ اطلاعات آماری بانک‌های تخصصی

(میلیون ریال)

ردیف	شرح سال	دارایی‌ها	سرمایه	نقدینگی	مانده تسهیلات	مانده سپرده‌ها
۴	۱۳۷۷	۲۷۴۹۲۶۲۸	۱۹۲۸۳۲۲	۴۷۷۵۱۹	۲۰۵۹۹۹۷۳	۱۳۷۹۴۷۰۸
۵	۱۳۷۸	۳۸۷۰۹۸۴۸	۱۹۲۸۳۲۲	*۴۳۸۵۵۲	۲۹۶۴۷۶۶۶	۱۸۸۹۷۶۴۷
۶	۱۳۷۹	۵۱۷۱۳۳۷۶	۳۹۵۴۵۸	۳۸۱۴۷۲	۳۹۹۵۰۳۱۱	۲۸۳۹۰۸۰۴
۷	۱۳۸۰	۶۸۹۳۴۱۷۴	۶۴۰۸۵۴۶	۳۱۸۷۸۳	۵۳۶۸۰۸۹۷	۴۰۵۴۵۲۰۱
۸	۱۳۸۱	۹۵۳۶۰۳۹۹	۶۴۰۸۵۴۶	۳۶۶۴۱۶	۷۰۹۲۸۵۹۴	۴۶۸۸۵۴۰۰
۹	۱۳۸۲	۱۱۹۵۶۰۹۴۰	۶۴۱۱۹۶۴	۶۹۵۴۸۶	۸۸۵۱۶۸۷۴	۷۲۵۴۵۰۳۶

مأخذ: ترازنامه بانک‌های تخصصی طی سال‌های ۱۳۷۴-۱۳۸۲.

* رقم فوق از ترازنامه بانک کشاورزی، در سال ۱۳۷۸ گرفته شده است.

با توجه به جدول فوق، همچنین ملاحظه می‌شود که مانده تسهیلات اعطایی بانک‌های تخصصی با رشدی معادل ۳۴/۳ درصد از رقم ۸۳۴۵۸۸۹ میلیون ریال در سال ۱۳۷۴ به ۸۸۵۱۶۸۷۴ میلیون ریال در سال ۱۳۸۲ رسید است. بخش عمده‌ای از رشد مانده تسهیلات در دوره مذکور، به دلیل رشد مانده سپرده‌های موجود نزد بانک‌های تخصصی بوده و این امکان را به آنها داده است تا حجم تسهیلات اعطایی خود را افزایش دهند. جدول فوق نشان می‌دهد که حجم سرمایه بانک‌های تخصصی یک بار در سال ۱۳۷۹ و بار دیگر در سال ۱۳۸۰ از افزایش چشمگیری برخوردار بوده است. حجم سرمایه بانک‌های تخصصی در سال ۱۳۸۲ نسبت به سال ۱۳۸۱ نیز شاهد افزایش جزئی است. با این حال، به طور کلی، حجم سرمایه بانک‌های تخصصی از رقم ۱۹۲۸۳۲۲ میلیون ریال در سال ۱۳۷۴ به رقم ۶۴۱۱۹۶۴ میلیون ریال در سال ۱۳۸۲ رسیده است که نشانگر ۱۶/۲ درصد رشد است.

برای درک روشن‌تر از مقادیر متغیرهای جدول ۳-۸، رشد سالیانه این متغیرها در جدول ۳-۹ ارائه شده است:

جدول ۹-۳ نرخ رشد متغیرهای عملکرد بانک‌های تخصصی

(درصد)

ردیف	شرح سال	دارایی‌ها	سرمایه	نقدینگی بانک‌ها	مانده تسهیلات	مانده سپرده‌ها
۱	۱۳۷۵	۳۲/۶	۰	۸۳/۸	۲۶/۴	۴۸/۲
۲	۱۳۷۶	۲۷/۴	۰	۱۵/۷	۳۵	۵۰/۹
۳	۱۳۷۷	۳۶/۶	۰	۶۱/۶	۴۳/۷	۴۶/۳
۴	۱۳۷۸	۴۰/۸	۰	-۸/۱۶	۴۳/۹	۳۷
۵	۱۳۷۹	۳۳/۶	۱۰۵/۳	-۱۳/۰۱	۳۴/۸	۵۰/۲۳
۶	۱۳۸۰	۳۳/۳	۶۱/۹	-۱۶/۴	۳۴/۴	۴۲/۸
۷	۱۳۸۱	۳۸/۳	۰	۱۴/۹	۳۲/۱	۱۵/۶
۸	۱۳۸۲	۲۵/۴	۰/۱	۸۹/۹	۲۴/۸	۵۴/۷

مأخذ: همان.

جدول فوق نشان می‌دهد که همه متغیرهای مورد بررسی در همه سال‌های ۱۳۷۵-۱۳۸۲، غیر از نقدینگی بانک‌ها در سال ۱۳۸۰، از رشد مثبتی برخوردار بوده‌اند. ملاحظه می‌شود که در اکثر سال‌ها، رشد مانده سپرده‌های بانک‌های تخصصی، از رشد مانده تسهیلات اعطایی این بانک‌ها بیشتر بوده است. با توجه به ماهیت بانک‌های تخصصی، به‌ویژه بانک‌های کشاورزی و صنعت و معدن که عمدتاً برای تأمین منابع فوق به استقراض از نظام بانکی و بانک مرکزی روی می‌آورند رشد بیشتر سپرده‌های بانک‌های تخصصی، نسبت به رشد مانده تسهیلات اعطایی آنها، نمایانگر افزایش خوداتکایی مجموعه بانک‌های تخصصی و به عبارتی کاهش وابستگی آنها به نظام بانکی و بانک مرکزی طی سال‌های ۱۳۷۵-۱۳۸۲ بوده است. با توجه به جدول نرخ‌های رشد، چکیده‌وار می‌توان عنوان داشت که در سال‌های ۱۳۷۴-۱۳۸۲، میانگین رشد دارایی‌ها برابر ۳۹ درصد، میانگین رشد سرمایه برابر ۱۸/۷ درصد، میانگین رشد نقدینگی بانک‌ها برابر ۲۶ درصد، میانگین رشد مانده تسهیلات برابر ۴۰ درصد و میانگین رشد مانده سپرده‌ها برابر ۵۰ درصد بوده است. بدین ترتیب، سرمایه بانک‌های تخصصی از کمترین میزان رشد نسبت به سایر متغیرها در دوره ۱۳۷۴-۱۳۸۲ برخوردار بوده است و درعین حال، حجم سپرده‌های این بانک‌ها با

میانگین رشد ۵۰ درصد، از بیشترین رشد برخوردار بوده است. این مطلب مؤید آن است که بدهی‌های بانک‌های تخصصی در ترازنامه آنها از افزایش چشمگیری برخوردار بوده است و درواقع، بخش عمده‌ای از افزایش دارایی‌های بانک‌های تخصصی از محل بدهی‌های آنها (سپرده‌ها) تأمین شده است.

در جدول ۱۰-۳ رابطه بین متغیرهای مورد بررسی به صورت نسبت میان آنها، ارائه شده است:

جدول ۱۰-۳ نسبت بین متغیرهای عملکرد بانک‌های تخصصی

(درصد)

ردیف	شرح سال	نسبت سپرده به تسهیلات	نسبت سرمایه بر دارایی‌ها	نسبت نقدینگی بانک‌ها به دارایی‌ها	نسبت مانده تسهیلات به دارایی‌ها	نسبت مانده سپرده‌ها به دارایی‌ها
۱	۱۳۷۴	۵۰/۵	۱۶/۲	۱/۲	۷۰/۱	۳۵/۴
۲	۱۳۷۵	۵۹/۲	۱۲/۲	۱/۶	۶۶/۸	۳۹/۵
۳	۱۳۷۶	۶۵/۸	۹/۶	۱/۵	۷۱/۲	۴۶/۹
۴	۱۳۷۷	۶۷	۷	۱/۷	۷۴/۹	۵۰/۲
۵	۱۳۷۸	۶۳/۷	۵	۱/۱	۷۶/۶	۴۸/۸
۶	۱۳۷۹	۷۱/۱	۷/۷	۰/۷	۷۷/۳	۵۴/۹
۷	۱۳۸۰	۷۵/۵	۹/۳	۰/۵	۷۷/۹	۵۸/۸
۸	۱۳۸۱	۶۶/۱	۶/۷	۰/۴	۷۴/۴	۴۹/۲
۹	۱۳۸۲	۸۲	۵/۴	۰/۶	۷۴	۶۰/۷

مأخذ: همان.

جدول فوق، حاوی اطلاعات و نکات قابل توجهی است. با توجه به آن ملاحظه می‌شود که نسبت سپرده‌ها به تسهیلات بانک‌های تخصصی، از رقم ۵۰/۵ درصد در سال ۱۳۷۴ به رقم ۸۲ درصد در سال ۱۳۸۲ رسیده است که بیانگر افزایش خوداتکایی بانک‌های تخصصی در این دوره و به عبارت دیگر، کاهش وابستگی آنها به استقراض از

نظام بانکی و بانک مرکزی است. همچنین، با توجه به جدول فوق ملاحظه می‌شود که نسبت مانده تسهیلات اعطایی بانک‌های تخصصی به دارایی‌ها در سال‌های فوق حدود ۷۰ درصد است که در سال ۱۳۸۲ به ۷۴ درصد رسیده است. به نظر می‌رسد که این نسبت چندان مطلوب نباشد، چرا که در صورت عدم وصول مطالبات، بانک‌های تخصصی با مشکلات جدی مواجه خواهند شد. ستون نسبت نقدینگی به دارایی هم نمایانگر آن است که بانک‌های تخصصی، سهم بسیار اندکی از دارایی‌هایشان را به صورت وجه نقد نگهداری می‌کنند و بخش عمده دارایی‌های خود را به اعطای تسهیلات و انواع سرمایه‌گذاری‌ها اختصاص می‌دهند.

فصل چهارم

بررسی تجربی اثرات
نرخ سود بر فعالیتهای
سرمایه‌گذاری

مقدمه

یکی از عوامل مهم تأثیرگذار در فعالیتهای سرمایه‌گذاری نرخ سود است. با توجه به اینکه در ارتباط با نحوه تأثیرگذاری این عامل در روند سرمایه‌گذاری دیدگاه‌های گوناگونی وجود دارد بنابراین، در این فصل، به بررسی تجربی نظریات ارائه شده در فصل دوم (مک‌کینون - شاو، استیگلیتز و ساختارگرایان) پرداخته می‌شود. پیش از برآورد مدل و بررسی نتایج آن، به چگونگی تصریح مدل اشاره می‌شود.

۴-۱ معرفی مدل

مدلی که در این مطالعه مورد استفاده قرار می‌گیرد، برگرفته از مدلی است که توسط آگراوال برای آزمون نظریه مک‌کینون - شاو در چهار کشور در حال توسعه مالزی، تایلند، کره جنوبی و اندونزی مورد استفاده قرار گرفته است (آگراوال، ۲۰۰۱). اما بنا به شرایط ویژه اقتصاد ایران، تغییراتی جزئی و نه چندان اساسی در آن لحاظ شد که در ادامه به بررسی این مدل می‌پردازیم. در این مدل، متغیرهای مختلفی که روی سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارند و شکل تبعی مشابه برای تابع سرمایه‌گذاری نئوکلاسیکی را مشخص می‌سازند، مورد بررسی قرار می‌گیرند. همان‌گونه که می‌دانیم برآورد تابع سرمایه‌گذاری نئوکلاسیکی برای کشورهای در حال توسعه با مشکلات متعددی روبه‌روست. برای نمونه، نبود اطلاعات و آمار مربوط به متغیر انباشت سرمایه یا نرخ بازدهی آن یکی از مشکلات اساسی در این زمینه است. با این حال، تابع سرمایه‌گذاری که در این مدل تخمین زده می‌شود، براساس مدل شتاب انعطاف‌پذیر است. در مدل شتاب انعطاف‌پذیر، همان‌گونه که در فصل دوم اشاره شد، یک سرمایه مطلوب K^* که متناسب با تولید ناخالص داخلی حقیقی است، وجود دارد؛ به این شرح:

$$K^* = \alpha\gamma \quad (۱)$$

اگر از دو طرف معادله فوق نسبت به زمان، دیفرانسیل بگیریم و بر Y تقسیم کنیم، نرخ سرمایه‌گذاری مطلوب را به صورت زیر خواهیم داشت:

$$\lambda \left(\frac{INV}{Y} \right) = \alpha G \quad (۲)$$

که INV نمایانگر سرمایه‌گذاری ثابت داخلی حقیقی است و Y ، تولید ناخالص داخلی حقیقی و G نرخ رشد تولید ناخالص داخلی حقیقی را نشان می‌دهد. یک سازوکار تعدیل جزئی اجازه می‌دهد که تغییرات نرخ سرمایه‌گذاری واقعی، تفاوت بین نرخ سرمایه‌گذاری مطلوب و نرخ سرمایه‌گذاری در دوره قبل را تعدیل کند.

$$\Delta \left(\frac{INV}{Y} \right)_t = \lambda \left[\left(\frac{INV}{Y} \right)^* - \left(\frac{INV}{Y} \right)_{t-1} \right] \quad (۳)$$

یا

$$\left(\frac{INV}{Y} \right)_t = \lambda \left[\left(\frac{INV}{Y} \right)^* - \left(\frac{INV}{Y} \right)_{t-1} \right] + \left(\frac{INV}{Y} \right)_{t-1}$$

که λ ضریب تعدیل است. مدل شتاب انعطاف‌پذیر اجازه می‌دهد شرایط اقتصادی روی ضریب تعدیل λ تأثیر بگذارند. در حالت خاص فرض می‌کنیم که:

$$\lambda = \frac{B_0 + (B_1 X_1 + B_2 X_2 + \dots)}{\left[\left(\frac{INV}{Y} \right)^* - \left(\frac{INV}{Y} \right)_{t-1} \right]} \quad (۴)$$

که X_t متغیرهایی هستند که بر λ اثر می‌گذارند.

متغیرهای توضیحی استفاده شده در این مدل عبارت‌اند از: نرخ رشد تولید ناخالص داخلی G ، نسبت حجم اعتبارات اعطایی بانک‌ها به تولید ناخالص داخلی $\left(\frac{CREDIT}{Y} \right)$ ، ورودی سرمایه خصوصی خارجی به صورت نسبی از تولید ناخالص

داخلی $\left(\frac{FDI}{Y}\right)$ ، رابطه مبادله^۱ که برای سال پایه ۱۰۰ در نظر گرفته می‌شود، نرخ ارز حقیقی^۲ و هزینه سرمایه^۳.

نرخ رشد تولید ناخالص داخلی حقیقی G یک متغیر مهم تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری است. به گونه‌ای که رشد بیشتر همراه با سرمایه مطلوب بالاتر و بنابراین، نرخ سرمایه‌گذاری بالاتر است.

حجم اعتبارات بانکی $\left(\frac{CREDIT}{Y}\right)$ تعیین‌کننده مهم دیگر نرخ سرمایه‌گذاری در

کشورهای در حال توسعه است (بلندر و استیگلیتز، ۱۹۸۳، صص ۲۹۷-۳۰۲). میزان اعتبارات در یک بازار اعتباری که نرخ‌های سود، زیر سطوح تعادلی بازار کنترل و نگهداری می‌شوند یا برنامه‌های اعتباری اداره شده برای بخش‌های ویژه وجود دارد، از اهمیت بالایی برخوردار است. درواقع، استیگلیتز و وایس^۴ نشان داده‌اند که اطلاعات نامتقارن و ناقص بین وام‌گیرندگان و بانک‌ها حتی در بازارهای آزادسازی شده کاملاً رقابتی نیز منجر به سهمیه‌بندی اعتبارات خواهد شد. به هر حال، نرخ سرمایه‌گذاری تحت تأثیر نسبت اعتبارات بانکی داخلی به تولید ناخالص داخلی قرار می‌گیرد. اولین تفاضل آن یعنی تغییر در نسبت اعتبارات بانکی به تولید ناخالص داخلی، $\Delta\left(\frac{CREDIT}{Y}\right)$ ، که توسط بسیاری از صاحب‌نظران روی آن تأکید شده است، به طور خودکار در روش‌های اقتصادسنجی مورد استفاده در اینجا وارد می‌شود.

ورود سرمایه خارجی خصوصی که به صورت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است، یکی دیگر از متغیرهای تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری است؛ زیرا از دید سرمایه‌گذاری داخلی، هر نوع ورودی سرمایه، احتمالاً نوعی منبع قابل مقایسه با وجوه و منابع داخلی است. استفاده از این منابع تا حدی بستگی به قوانین و مقررات رسمی مانند محدودیت نرخ ارز دارد. همچنین به هزینه نسبی سرمایه و درجه جیره‌بندی اعتبارات داخلی نیز

1. Terms Of Trade (TOT)

2. Real Exchange Rate (RER)

3. Cost Of Capital (COC)

4. Weiss

بستگی دارد. انتظار می‌رود که ورود سرمایه‌های خارجی تأثیری مثبت روی سرمایه‌گذاری داخلی داشته باشد. همچنین، بهبود در رابطه مبادله که به صورت نسبت شاخص قیمت کالاهای صادراتی به شاخص قیمت کالاهای وارداتی تعریف می‌شود، می‌تواند سرمایه‌گذاری را از طریق ارزان‌تر ساختن کالاهای سرمایه‌ای نسبت به کالاهای داخلی افزایش دهد؛ زیرا اکثر کالاهای وارداتی در کشورهای در حال توسعه کالاهای سرمایه‌ای است.^۱ البته اثر کلی آن روی سرمایه‌گذاری مبهم است؛ زیرا همچنین می‌تواند از طریق کاهش تقاضا برای کالاهای داخلی در مقابل کالاهای وارداتی، سرمایه‌گذاری را کاهش دهد (کاردوس،^۲ ۱۹۹۳).

در مورد نرخ ارز حقیقی به صورت زیر داریم:

$$RER = X \cdot \frac{P^f}{P} \quad (5)$$

که در آن X نرخ ارز اسمی است، P سطح قیمت‌های داخلی و P^f سطح قیمت‌های خارجی است. افزایش در نرخ ارز حقیقی (RER)، قیمت سرمایه و کالاهای سرمایه‌ای وارد شده را افزایش خواهد داد و در نتیجه، باعث انقباض سرمایه‌گذاری می‌شود (Fry, M, 1995). البته وان‌وینبرگن^۳ یک مدل دویخشی ارائه داد که نشان می‌دهد تأثیر خالص کاهش نرخ ارز مبهم است؛ زیرا ممکن است سرمایه‌گذاری هنگامی که در تولید کالاهای داخلی کاهش می‌یابد، در کالاهای تجارتي افزایش یابد. اندازه‌گیری و سنجیدن هزینه سرمایه ثابت داخلی به خاطر سیاست‌های اعتباری اتخاذ شده و وجود نرخ‌های سود رسمی غیرتعادلی مشکل است، بنابراین، ما در اینجا از معیار هزینه سرمایه پیشنهاد شده توسط جورگنسون استفاده می‌کنیم.

$$COC = (R_I + \delta) \frac{P_k}{P} \quad (6)$$

که R_I نرخ سود حقیقی روی وام‌های بانکی است، δ نرخ استهلاک، P_k قیمت کالاهای سرمایه‌ای است که به جای آن از شاخص قیمت سرمایه‌گذاری ثابت استفاده

۱. آگراوال نیز در مطالعه خود به این نکته اشاره دارد که کشورهای در حال توسعه واردکننده کالاهای سرمایه‌ای و واسطه‌ای هستند. برای اطلاعات بیشتر به مقاله آگراوال، ۲۰۰۱ رجوع کنید.

2. Eliana, Cardoso.

3. Van Wijnbergen

می‌شود. P سطح عمومی قیمت‌ها در داخل است (آگراوال، ۲۰۰۰). با توجه به متغیرهای ارائه شده در فوق، مدل به‌صورت رابطه بلندمدت زیر ارائه می‌شود:

$$\frac{INV}{Y} = b_0 + b_1 G + b_2 \frac{CREDIT}{Y} + b_3 \frac{FDI}{Y} + b_4 TOT + b_5 RER + b_6 COC \quad (7)$$

متغیر وابسته تأخیری در معادله بلندمدت فوق در نظر گرفته نشده است؛ زیرا به‌طور خودکار در روش اقتصادسنجی مورد استفاده در اینجا (تصحیح خطا،^۱ وقفه‌های گسترده خود توزیعی)^۲ در نظر گرفته می‌شود.

در این پژوهش، از این مدل برای اقتصاد ایران استفاده می‌شود، منتهی با توجه به اینکه آمار و اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران در سال‌های قبل از ۱۳۷۰ وجود ندارد و همچنین، آمارهای موجود درخصوص سال‌های پس از ۱۳۷۰ باوجود اینکه تعداد مشاهدات کمی را شامل می‌شود، به‌علت پراکندگی و عدم تطابق آمارهای موجود در مناطق مختلف با یکدیگر، قابل استناد نیستند. بنابراین، با کمی اغماض از ورود این متغیر به مدل صرف‌نظر می‌کنیم. همچنین، در مورد رابطه مبادله باید گفت که تأثیرگذاری رابطه مبادله بیشتر در اقتصادهایی که محدودیت‌ها روی واردات شدید نیست، بر سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است. درحالی‌که در اقتصاد ایران به‌ویژه در سال‌های بعد از پیروزی انقلاب اسلامی به‌علت اتخاذ استراتژی جایگزین واردات، محدودیت‌های شدیدی روی واردات کالا چه به‌صورت تعرفه‌ای و چه غیرتعرفه‌ای اعمال شد. ازسوی دیگر، واردات کالاهای سرمایه‌ای شدیداً تحت تأثیر قوانین و مقررات دست‌وپاگیر نظام بروکراسی کشور در مبادی ورودی و تصمیمات متعدد و بی‌ثبات نظام تصمیم‌گیری کشور در زمینه واردات قرار داشته است. بنابراین، وضعیت ورود و خروج کالا از مرزهای کشور چندان آسان نبوده است که تغییرات رابطه مبادله بتواند از طریق تغییر نسبی قیمت‌ها تأثیر معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری در داخل کشور بگذارد. به‌عبارت دیگر می‌توان گفت که عملاً محدودیت یا عدم محدودیت در واردات است که می‌تواند روی سرمایه‌گذاری داخلی تأثیرگذار باشد نه تغییرات قیمتی. به همین

1. Error Correction Model (ECM)

2. Autoregressive Distributed Lag (ARDL)

لحاظ در مورد اقتصاد ایران به جای رابطه مبادله مستقیماً متغیر واردات کالاهای سرمایه‌ای را به عنوان یک متغیر مهم در تابع سرمایه‌گذاری وارد می‌کنیم. با این تفاسیر، مدلی که در این پژوهش برای تخمین تابع سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ایران به کار می‌رود، به صورت رابطه بلندمدت زیر است.

$$\frac{INV}{Y} = b_0 + b_1 G + b_2 \frac{CREDIT}{Y} + b_3 M + b_4 RER + b_5 COC \quad (۸)$$

نسبت سرمایه‌گذاری خصوصی به تولید ناخالص داخلی $\frac{INV}{Y}$ ، رشد اقتصادی G ،

نسبت اعتبارات اعطایی بانک‌ها به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی $\frac{CREDIT}{Y}$ ،

واردات کالاهای سرمایه‌ای M ، نرخ ارز حقیقی RER ، هزینه سرمایه COC ، مشکلی که در اینجا وجود دارد، درون‌زایی بالقوه متغیر G است. به عبارت دیگر،

ممکن است یک رابطه دوسویه بین G و $\frac{INV}{Y}$ وجود داشته باشد؛ یا اینکه ممکن است

رابطه علیت از G به $\frac{INV}{Y}$ باشد. بنابراین، قبل از برآورد مدل فوق باید با آزمون‌های

آماري جهت علیت بین این دو متغیر مورد آزمون قرار گیرد و در صورت تأیید رابطه

علیت یک‌سویه از $\frac{INV}{Y}$ به G متغیر نرخ رشد اقتصادی را وارد مدل می‌کنیم. حال

پس از برآورد مدل فوق و اثبات وجود رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار بین متغیر

$\frac{INV}{Y}$ و $\frac{CREDIT}{Y}$ برای ارزیابی نظریات مختلف آزادسازی به این شرح اقدام

می‌کنیم. نخست آزمون بین نظریات مک‌کینون-شاو در مقابل نوساختارگرایان مورد

توجه قرار می‌گیرد. در این خصوص باید گفت که نه تنها افزایش نرخ سود سپرده‌های

بانکی به عنوان عامل افزایش حجم سپرده‌های بانکی به حساب می‌آید، بلکه تلویحاً هر

کاهش هم‌زمان در دارایی بخش‌های مالی دیگر مانند بازارهای اعتباری غیررسمی،

بازارهای سهام و غیره نیز در افزایش حجم سپرده‌های بانکی تأثیرگذارند. متأسفانه برای

این کار آمار و اطلاعات به راحتی قابل دسترس نیست. بنابراین، ما یک آزمون

غیرمستقیم را ارائه می‌کنیم که عبارت است از برآورد مجدد تابع سرمایه‌گذاری که

شامل نرخ سود سپرده‌های بانکی (Rd) به‌عنوان یک متغیر جایگزین برای نسبت اعتبارات $\left(\frac{CREDIT}{Y}\right)$ است.

یعنی رابطه بلندمدت ذیل را برآورد می‌کنیم:

$$\frac{INV}{Y} = b_0 + b_1G + b_2Rd + b_3M + b_4RER + b_5COC \quad (9)$$

که در آن، ضریب Rd اثر تغییر نرخ سود حقیقی سپرده‌های بانکی را نشان می‌دهد؛ به‌گونه‌ای که انتظار می‌رود مطابق نظریه مک‌کینون-شاو مثبت و مطابق نظریه نوساختارگرایان منفی باشد. باید توجه داشت که وقتی رگرسیون، شامل نسبت اعتبارات رسمی $\left(\frac{CREDIT}{Y}\right)$ هم می‌شود، ضریب نرخ سود حقیقی سپرده‌های بانکی، آزمون دقیق و مناسبی از نظریات مک‌کینون-شاو و نوساختارگرایان را برای ما فراهم نمی‌کند. این امر به‌دلیل آن است که نسبت اعتبارات رسمی به تولید ناخالص داخلی درصد بالایی از تأثیر افزایش نرخ سود را در خود دارد و بنابراین، انتظار می‌رود Rd در شرایطی که دسترسی به اعتبارات و منابع سرمایه‌گذاری محدودیت اساسی سرمایه‌گذاری است، ناچیز باشد. از دید اقتصادسنجی، متغیرهای $\frac{CREDIT}{Y}$ و Rd با هم همبستگی بالایی دارند؛ بنابراین، قراردادن هر دو متغیر در رابطه باعث ارائه نتایج نامطمئن می‌شود. در ادامه آزمون نظریه استیگلیتز مورد توجه قرار می‌گیرد که معتقد است ضریب مثبت Rd ممکن است به‌طور ضمنی به‌خاطر وجود نرخ‌های سود حقیقی منفی باشد، درحالی‌که ممکن است نرخ‌های سود حقیقی فراتر از یک سطح نسبتاً کم (مثبت نزدیک به صفر) نرخ سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. به‌منظور ارزیابی این استدلال، رابطه بلندمدت زیر برآورد می‌شود:

$$\frac{INV}{Y} = b_0 + b_1G + b_2Rd + b'_2D(R)Rd + b_3M + b_4RER + b_5COC \quad (10)$$

که $D(R)$ یک متغیر مجازی است که مقدار آن برای $Rd \rangle R$ مقدار یک و برای $Rd \langle R$ صفر است. R همان نرخ سود بحرانی است که از آن سطح به بعد، نرخ

سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. براساس استدلال استیگلیتز برای به‌دست آوردن نرخ سود بحرانی، مقادیر R را در دامنه « $0 \leq R \leq 3$ » با فاصله یک درصد تکرار می‌کنیم و نرخ سود انتخاب می‌شود که در آن مجموع مربعات باقی‌مانده مدل حداقل شود. طبق این الگو، وقتی $Rd \langle R$ است، رابطه فوق تبدیل به رابطه زیر می‌شود:

$$\frac{INV}{Y} = b_0 + b_1G + b_2Rd + b_3M + b_4RER + b_5COC$$

هنگامی که $Rd \rangle R$ باشد رابطه زیر برقرار می‌شود:

$$\frac{INV}{Y} = b_0 + b_1G + (b_2 + b'_2)R_d + b_3M + b_4RER + b_5COC$$

چنانچه استدلال استیگلیتز صحیح باشد، انتظار داریم b_2 مثبت باشد و b'_2 منفی و همچنین $(b_2 + b'_2)$ برای R نزدیک به صفر، منفی باشد. در این صورت، نظریه استیگلیتز درخصوص «سرکوبی مالی ملایم»^۱ پذیرفته می‌شود. اگر نرخ سود بحرانی در سطح بیشتر از ۳ درصد به‌دست آید در این صورت، استدلال مک‌کینون درخصوص «آزادسازی مالی کنترل شده»^۲ تأیید می‌شود. سرانجام اگر این نرخ سود بحرانی وجود نداشته باشد، در این صورت با افزایش نرخ سود در تمامی سطوح نرخ سرمایه‌گذاری افزایش خواهد یافت و «آزادسازی مالی کنترل نشده»^۳ به‌عنوان پیشنهاد اصلی و اولیه مک‌کینون-شاو تأیید می‌شود.

۲-۴ بررسی پایایی متغیرها

به‌کارگیری روش‌های سنتی و معمول اقتصادسنجی در برآورد ضرایب الگو با استفاده از داده‌های سری زمانی بر این فرض استوار است که متغیرهای الگو پایا هستند. یک متغیر سری زمانی در صورتی پایاست که میانگین، واریانس و ضرایب خودهمبستگی آن در طول زمان ثابت باقی بماند. اگر متغیرهای سری زمانی مورد استفاده در برآورد ضرایب الگو ناپایا باشند، درعین‌حالی که ممکن است هیچ رابطه معینی بین متغیرهای الگو وجود نداشته باشد، می‌تواند ضریب تعیین (R^2) به‌دست آمده آن بسیار بالا باشد و

1. Mild Financial Repression
2. Restrained Financial Liberalization
3. Full-fledged Financial Liberalization

موجب شود که پژوهشگر به استنباط‌های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها برسد (نوفرستی، ۱۳۷۸). وجود متغیرهای ناپایا در الگو درعین حال سبب می‌شوند تا آزمون‌های t و f معمول نیز از اعتبار لازم برخوردار نباشند. در چنین شرایطی، کمیت‌های بحرانی ارائه شده توسط توزیع‌های t و f ، کمیت‌های بحرانی صحیحی برای انجام آزمون نیستند و با افزایش حجم نمونه، امکان رد H_0 بیشتر می‌شود. بنابراین، رگرسیون به‌دست آمده کاذب خواهد بود. از مشخصه‌های معمول رگرسیون کاذب، داشتن ضریب تعیین (R^2) بالا (نزدیک به یک) و آماره دوربین واتسون^۱ پایین (نزدیک به صفر) است. از این‌رو، پیش از استفاده از این متغیرها لازم است از پایایی و عدم پایایی آنها اطمینان حاصل شود (نوفرستی، ۱۳۷۸). برای بررسی پایایی یک متغیر، روش‌های گوناگونی وجود دارد که مهم‌ترین آنها آزمون ریشه واحد می‌باشد که لازم است در اینجا چکیده‌وار، این روش مورد بررسی قرار گیرد.

۴-۲-۱ آزمون ریشه واحد برای پایایی متغیرها

آزمون ریشه واحد، یکی از متداول‌ترین آزمون‌هایی است که امروزه برای تشخیص پایایی یک فرایند سری زمانی مورد استفاده قرار می‌گیرد. اساس آزمون ریشه واحد بر این منطق استوار است که وقتی $\rho = 1$ است، فرایند خود توضیح مرتبه اول $y_t = \rho y_{t-1} + u_t$ ناپایدار است.

بنابراین، اگر به روش حداقل مربعات معمولی^۲ ضریب ρ در معادله فوق برآورد شود و برابر با یک بودن آن مورد آزمون قرار گیرد، می‌تواند پایایی یا ناپایایی یک فرایند سری زمانی را به اثبات برساند. مشکلی که در انجام یک چنین آزمونی وجود دارد، این است که متأسفانه آماره t ارائه شده در روش حداقل مربعات معمولی تحت صحت فرض $P = 1$ ، دارای توزیع t معمول، حتی در نمونه‌های بزرگ نیست و در نتیجه، نمی‌توان از کمیت بحرانی t برای انجام آزمون استفاده کرد. برای حل این مشکل از آزمون‌های دیکی-فولر^۳

1. Durbin-Watson
2. Ordinary Least Square (OLS)
3. Dickey-fuller Test

و دیکی- فولر تعمیم یافته^۱ استفاده می شود. هنگامی که سری زمانی دارای یک فرایند خودتوضیح رتبه اول باشد، از آزمون دیکی- فولر استفاده می شود. هنگامی که سری زمانی تحت بررسی، دارای فرایند خودتوضیح مرتبه P باشد جملات خطا دچار خودهمبستگی می شوند و در این صورت، دیگر نمی توان از آزمون دیکی- فولر استفاده کرد؛ زیرا در این حالت، دیگر توزیع مجانبی و کمیت بحرانی به دست آمده توسط دیکی- فولر صادق نیست. بنابراین، در این حالت باید از آزمون دیکی- فولر تعمیم یافته استفاده کرد. به عبارت دیگر، در صورت وجود خودهمبستگی بین جملات خطا، روش دیکی- فولر تعمیم می یابد و وقفه هایی از متغیر وابسته را در رگرسیون لحاظ می کند تا خودهمبستگی از بین برود. در اینجا ذکر این نکته لازم است که تعیین تعداد وقفه ها برای از بین رفتن خودهمبستگی بین جملات خطا براساس یکی از ضابطه های آکائیک^۲، شوارز- بیزین^۳ و حنان- کوئین^۴ صورت می گیرد. این ضوابط به ترتیب به شرح ذیل هستند:

$$AIC = Ln(\theta) - P$$

$$SBC = Ln(\theta) - \frac{1}{2} P \log n$$

$$HQC = Ln(\theta) - p \log(\log n)$$

در این روابط $Ln(\theta)$ حداکثر مقدار تابع $Log - Likelihood$ الگوی اقتصادسنجی است، θ برآورد کننده حداکثر راست نمایی ضرایب ρ, θ تعداد پارامترهایی است که آزادانه برآورد شده اند و n حجم نمونه است. در نرم افزار Microfit مقدار حداکثر هریک از ضوابط فوق تعیین کننده تعداد وقفه های بهینه است (نوفرستی، ۱۳۷۸). برای بررسی پایایی متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق، از آزمون های دیکی - فولر و دیکی - فولر تعمیم یافته استفاده شده است که براساس نرم افزار میکروفیت (Microfit) نتایج ذیل حاصل می شود:^۵

-
1. Augmntd Dickey-fuller Test
 2. AIC
 3. SBC
 4. HQC
 5. Avgmented Dicky Fuller Test (ADF)

جدول ۴-۱ نتایج آزمون پایایی دیکی - فولر تعمیم‌یافته در سطح متغیرها

ردیف	نام متغیر	حالت وجود عرض از مبدأ و نبود روند خطی در داده‌ها				حالت وجود عرض از مبدأ و روند خطی در داده‌ها			
		معیار SBC*	آماره ADF	مقدار بحرانی	وضعیت	معیار SBC	آماره ADF	مقدار بحرانی	وضعیت
۱	$\frac{INV}{Y}$	۳۹/۳(۰)	-۳/۳۲	-۲/۹۹	پایا	۳۹/۵(۱)	-۴/۳۰۸	-۳/۶۱	پایا
۲	$\frac{CREDIT}{Y}$	۷۳/۲(۰)	۱۱/۹	-۲/۹۹	ناپایا	۷۱/۹(۰)	۶/۷	-۳/۶۱	ناپایا
۳	RER	-۱۹۵/۱۶(۰)	-۱/۴۳	-۲/۹۹	ناپایا	-۱۹۴/۲۸(۰)	-۲/۶۱	-۳/۶۱	ناپایا
۴	M	-۱۵۷/۰۴(۰)	-۲/۲۸	-۲/۹۹	ناپایا	-۱۵۸/۶۲(۰)	-۲/۱۸	-۳/۶۱	ناپایا
۵	R_d	-۹۲/۵۸(۰)	-۲/۷۰	-۲/۹۹	ناپایا	-۹۴/۰۵(۱)	-۳/۲۱	-۳/۶۱	ناپایا
۶	G	-۸۱/۶۸(۳)	-۴/۸۳	-۲/۹۹	پایا	-۷۹/۵۴(۳)	-۵/۸۷	-۳/۶۱	پایا
۷	COC	-۹۰/۷۷(۱)	-۳/۴۹	-۲/۹۹	ناپایا	-۹۲/۲۱(۱)	-۳/۴۲	-۳/۶۱	ناپایا

* اعداد داخل پرانتز طول وقفه بهینه را نشان می‌دهد.

جدول ۴-۲ نتایج آزمون پایایی دیکی - فولر تعمیم‌یافته در تفاضل مرتبه اول متغیرها

ردیف	نام متغیر	حالت وجود عرض از مبدأ و نبود روند خطی در داده‌ها				حالت وجود عرض از مبدأ و روند خطی در داده‌ها			
		معیار SBC*	آماره ADF	مقدار بحرانی	وضعیت	معیار SBC	آماره ADF	مقدار بحرانی	وضعیت
۱	$D_1 \frac{CREDIT}{Y}$	۶۴/۳۸(۰)	۰/۴۶۵	-۲/۹۹	ناپایا	۶۴/۷(۰)	-۱/۰۵۹	-۳/۶۲	ناپایا
۲	$D_1 RER$	-۱۸۷/۶۵(۰)	-۴/۸۳	-۲/۹۹	پایا	-۱۸۹/۱۱(۰)	-۴/۶۲	-۳/۶۲	پایا
۳	$D_1 M$	-۱۵۳/۵۱(۰)	-۴/۴۹	-۲/۹۹	پایا	-۱۵۴/۹۴(۰)	-۴/۴۳	-۳/۶۲	پایا
۴	$D_1 R_d$	-۹۰/۳۹(۰)	-۵/۶۳	-۲/۹۹	پایا	-۹۱/۲۸(۱)	-۵/۷۵	-۳/۶۲	پایا
۵	$D_1 COC$	-۸۸/۸۱(۱)	-۵/۷۸	-۲/۹۹	پایا	-۸۹/۷۰(۱)	-۵/۹	-۳/۶۲	پایا

* اعداد داخل پرانتز طول وقفه بهینه را نشان می‌دهد.

جدول ۴-۳ نتایج آزمون پایایی دیکی - فولر تعمیم یافته در تفاضل مرتبه دوم متغیرها

ردیف	نام متغیر	حالت وجود عرض از مبدأ و نبود روند خطی در داده‌ها				حالت وجود عرض از مبدأ و روند خطی در داده‌ها			
		معیار SBC*	آماره ADF	مقدار بحرانی	وضعیت	معیار SBC*	آماره ADF	مقدار بحرانی	وضعیت
۱	$D_2\left(\frac{CREDIT}{Y}\right)$	۶۱/۴۵(۳)	-۲/۶۵	۰/۰۰۳۹	ناپایا	۶۴/۶۱۷(۳)	-۴/۱۲۶	-۳/۶۳	پایا

* اعداد داخل پرانتز طول وقفه بهینه را نشان می‌دهد.

براساس نتایج حاصل از آزمون‌های پایایی کلیه متغیرها به غیر از $\frac{CREDIT}{Y}$ در سطح معنی‌داری ۵ درصد انباشته از درجه یک می‌باشد. از آنجاکه متغیرهای ملحوظ در مدل انباشته از یک درجه نیستند، بنابراین نمی‌توان از روش‌های هم‌انباشتگی انگل - گرنجر یا یوهانسون - یوسیلیوس استفاده کرد. برطبق پیشنهاد پسران^۱ در این شرایط بهترین روش به منظور بررسی هم‌انباشتگی بین متغیرها یا بررسی وجود رابطه بلندمدت بین متغیرها، استفاده از مدل‌های خودرگرسیون با وقفه‌های خودتوزیعی «ARDL» است که در ذیل توضیح داده می‌شود.

۴-۳ معرفی روش تخمین

اگر حجم نمونه بزرگ باشد و هم‌انباشتگی بین مجموعه‌ای از متغیرهای اقتصادی وجود داشته باشد، می‌توان با استفاده از روش OLS، برآورد کاملاً سازگاری از ضرایب الگو را به دست آورد. اما هنگامی که حجم نمونه کوچک باشد و یا اینکه متغیرها هم‌انباشته نباشد، استفاده از روش OLS در برآورد رابطه بلندمدت به دلیل در نظر نگرفتن واکنش‌های پویایی کوتاه‌مدت موجود بین متغیرها، برآورد بدون تورش را ارائه نخواهد داد (نوفرستی، ۱۳۷۸). بنرجی و ایندر با استفاده از روش شبیه‌سازی مونت کارلو نشان داده‌اند که در نمونه‌های کوچک، تورش برآورد ممکن است بسیار قابل توجه باشد.

1. Pesaran

استاک نیز نشان داده است که مقدار تورش متناسب با $\frac{1}{n}$ بوده و در نمونه‌های کوچک بسیار حائز اهمیت است. بنابراین، منطقی به نظر می‌رسد برآورد چنان الگوی کاملی را مورد توجه قرار دهیم که پویایی کوتاه‌مدت را در خود داشته باشد و در نتیجه، موجب شود تا ضرایب الگو با دقت بیشتری برآورد شوند (نوفرستی، ۱۳۷۸).

۴-۳-۱ روش خودتوزیعی با وقفه‌های گسترده

برای رسیدن به اهداف فوق، از الگوهای پویا استفاده می‌شود. در الگوهای پویا، برای از بین رفتن تورش ناشی از حجم کم نمونه، وقفه‌هایی از متغیر وابسته در مدل در نظر گرفته می‌شود که هرچه تعداد وقفه‌ها بیشتر باشد، ضرایب تورش کمتری خواهند داشت. یکی از الگوهایی که در این زمینه به کار می‌رود، الگوی خودتوزیع با وقفه‌های گسترده است که پژوهشگر را در رسیدن به اهداف فوق کمک می‌کند. بنابراین، برای شناخت این الگو به تفسیر آن می‌پردازیم:

$$A(L)y_t = \sum_{i=1}^k \beta_i(L)x_{it} + \sigma^t w_t + u_t$$

$$A(L) = 1 - \alpha_1 L - \alpha_2 L^2 - \dots - \alpha_p L^p$$

$$\beta(L) = \beta_{i0} + \beta_{i1}L + \beta_{i2}L^2 + \dots + \beta_{iq}L^q$$

که در آن L عملکرد وقفه، w_t برداری از متغیرهای غیرتصادفی (قطعی) نظیر عرض از مبدأ، متغیر روند، متغیرهای مجازی با وقفه‌های ثابت است. y متغیر وابسته و x_t متغیرهای مستقل هستند. الگوی فوق هنگامی پایدار است که همه ریشه‌های چندجمله‌ای $A(L)$ خارج از دایره واحد قرار گیرند. با پذیرش پایداری الگو، تعادل بلندمدت با میانگین مسیر y در طول زمان به صورت زیر خواهد بود: (پسران و شین، ۱۹۹۰).

$$E(y_t) = \sum_{i=1}^k D_i(1)x_{it}$$

$$D_i(1) = \frac{\beta_i(L)}{A(L)}$$

نرم افزار Microfit مدل فوق را براساس OLS و به تعداد $(m+1)^{k+1}$ بار برآورد می کند. حداکثر تعداد وقفه ها (m) توسط پژوهشگر تعیین شده و k بیانگر متغیرهای توضیحی در مدل است که براساس یکی از ضوابط آکائیک یا شوارز - بیزین یکی از رگرسیون های فوق انتخاب می شود. همان گونه که قبلاً اشاره شد، چنانچه مجموعه ضرایب متغیرهای با وقفه مربوط به متغیر وابسته کوچک تر از یک باشد، الگوی پویا به سمت الگوی تعادلی بلندمدت گرایش خواهد یافت. بنابراین، برای آزمون هم انباشتگی لازم است آزمون فرضیه ذیل صورت گیرد:

$$\begin{cases} H_0 : \sum_{i=1}^p \alpha_i - 1 \geq 0 \\ H_1 : \sum_{i=1}^p \alpha_i - 1 < 0 \end{cases}$$

آماره مورد نظر برای آزمون فرضیه فوق (به عنوان آماره t) به صورت زیر است:

$$t = \frac{\sum_{i=1}^p \alpha_i - 1}{\sum_{i=1}^p S_i \alpha_i}$$

که مقدار آماره فوق با کمیت بحرانی ارائه شده توسط بنرجی، دولادو و مستر^۱ مقایسه می شود و اگر مقدار آماره فوق از کمیت بحرانی بیشتر باشد، فرضیه H_0 رد شده و در نتیجه، این قضیه به اثبات می رسد که الگوی پویا به سمت الگوی تعادلی بلندمدت گرایش خواهد یافت.

در تعریف سنتی روش خودتوضیحی با وقفه های گسترده، تمام متغیرها باید پایا از درجه یک باشند تا برآورد بدون تورشی از ضرایب ارائه شود؛ اما پسران و شین ثابت کرده اند که کاربرد مدل وقفه گسترده خودتوضیحی برای تخمین پارامترهای مدل، زمانی که متغیرها هم درجه نیز نباشند، قابل کاربرد است. پسران و شین در مورد تصریح وقفه های الگو به کارگیری معیار اطلاعاتی شوارز - بیزین را پیشنهاد می کنند. روش فوق با به کارگیری آزمون های تشخیص دهنده اقتصادسنجی، قابلیت اعتماد به روابط به دست آمده را بیشتر می کند (نوفرستی، ۱۳۷۸).

۲-۳-۴ روش تصحیح خطا^۱

از بحث‌های فوق چنین نتیجه می‌گیریم که وقتی دو متغیر هم‌انباشته باشند، یک رابطه تعادلی بلندمدت بین آنها وجود دارد. البته در کوتاه‌مدت ممکن است عدم تعادل‌هایی وجود داشته باشد. در این صورت، می‌توان جمله خطای رابطه ذیل را به‌عنوان خطای تعادل تلقی کرد:

$$y_t = \beta x_t + u_t$$

$$u_t = y_t - \beta x_t$$

اکنون می‌توان این خطا را برای پیوند دادن رفتار کوتاه‌مدت y_t با مقدار تعادلی بلندمدت آن مورد استفاده قرار داد. برای این منظور می‌توان الگوی به‌صورت زیر تنظیم کرد:

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta x_t + \alpha_2 \Delta u_{t-1} + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim NID(0, \sigma^2)$$

در این الگو که به الگوی تصحیح خطا معروف است، تغییرات در y_t به خطای تعادل دوره قبل ارتباط داده شده است. الگوی تصحیح خطا برای برآورد ضرایب کوتاه‌مدت استفاده می‌شود. روش کار بدین‌صورت است که پارامترهای الگوی بلندمدت از طریق وقفه گسترده خودتوزیعی برآورد می‌شود. سپس جمله تصحیح خطا که همان خطای رگرسیون الگوی ایستای بلندمدت است که با یک وقفه به‌عنوان یک متغیر توضیح‌دهنده در الگوی تصحیح خطا مورد استفاده قرار می‌گیرد. ضریب تصحیح خطا سرعت تعدیل به‌سمت تعادل را نشان می‌دهد و انتظار می‌رود از نظر علامتی منفی باشد (نوفرستی، ۱۳۷۸).

۴-۴ تخمین مدل

۱-۴-۴ تخمین تابع سرمایه‌گذاری

در این فصل از تحقیق کوشش می‌شود، با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی، مدلی که برای ارزیابی تابع سرمایه‌گذاری و در پی آن آزمون نظریات مربوطه مطرح شد، برآورد شود. بر این اساس، نخست به تخمین تابع سرمایه‌گذاری و رابطه عوامل مؤثر بر نرخ

سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌پردازیم.

الگویی که قبلاً برای برآورد تابع سرمایه‌گذاری ارائه شد و در اینجا توسط روش وقفه گسترده خودتوزیعی برآورد می‌شود، به شکل زیر است:

$$\frac{INV}{Y} = b_0 + b_1G + b_2 \frac{CREDIT}{Y} + b_3M + b_4RER + b_5COC \quad (11)$$

همان‌گونه که قبلاً نیز اشاره شد، مسئله‌ای که در اینجا وجود دارد، رابطه علیت بین نرخ رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری است. نتایج مطالعات و تحقیقات انجام شده در اقتصاد ایران بیانگر آن است که رابطه علیت بین متغیرهای رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری از سرمایه‌گذاری به رشد است؛ یعنی در اقتصاد ایران، این نسبت سرمایه‌گذاری است که روی نرخ رشد اقتصادی تأثیرگذار است. همچنین نتایج برآورد مقدماتی مدل فوق نمایانگر وجود خطای تصریح در مدل است که علت اصلی آن به همین مسئله برمی‌گردد. بنابراین، در برآورد نهایی مدل فوق، متغیر رشد اقتصادی حذف می‌شود و ضمناً برای مشاهده اثر شوک‌های نفتی، انقلاب، جنگ، بحران تورمی سال ۱۳۷۳-۱۳۷۴ و تغییرات ساختاری پس از انقلاب متغیرهای مجازی مربوطه در نظر گرفته شده است که نتایج برآورد نهایی الگو، تنها وجود ضریب معنی‌دار برای متغیر مجازی انقلاب W_1 و تغییرات ساختاری پس از انقلاب W_2 را به اثبات رسانده است. بنابراین، الگویی که در نهایت برآورد شده است به شکل زیر است:

$$\frac{INV}{Y} = b_0 + b_1 \frac{CREDIT}{Y} + b_2M + b_4RER + b_4COC + b_5W_1 + b_6W_2 \quad (12)$$

حداکثر تعداد وقفه‌ها برای مدل فوق سه در نظر گرفته شد که جهت تعیین وقفه بهینه هریک از متغیرهای مدل، از معیار اطلاعاتی شوارز - بیزین استفاده شده است؛ زیرا این ضابطه در تعداد وقفه‌ها (با توجه به حجم نمونه) صرفه‌جویی می‌کند. در برآورد اولیه مدل فوق، این معیار به متغیر $\frac{INV}{Y}$ دو وقفه و به سایر متغیرها سه وقفه داده است که البته نتایج حاصل از برآورد حاکی از وجود ضرایب غیرقابل انتظار برای متغیرهای $\frac{CREDIT}{Y}$ و هزینه سرمایه است. همچنین، نتایج حاصل نشان می‌دهد که

ضریب متغیر COC مثبت و بی‌معنی است که مورد انتظار نمی‌باشد. بنابراین، پس از حذف متغیر COC از مدل و برآورد مجدد رابطه فوق نتایج حاصل به شرح زیر است:

این بار معیار شوارز-بیزین به متغیر $\frac{INV}{Y}$ دو وقفه و به متغیر نرخ ارز حقیقی سه وقفه و به سایر متغیرها وقفه‌ای تخصیص نداده است. نتایج به‌دست آمده از روش (2,0,0,3) وقفه گسترده خودتوزیعی پس از حذف متغیر هزینه سرمایه برای ضرایب کوتاه‌مدت مدل به‌صورت ذیل است:

$$\left(\frac{INV}{Y}\right)_t = 0.29 + 0.25 * \left(\frac{INV}{Y}\right)_{t-1} - 0.27 * \left(\frac{INV}{Y}\right)_{t-2} + 0.15 * \left(\frac{CREDIT}{Y}\right) + 0.0002 * (M)$$

$t - student$	(5.75)	(1.61)	(-2.37)	(1.84)	(4.4)
$p - value$	(0.000)	(0.128)	(0.034)	(0.086)	(0.001)

$$-0.000022 * (RER)_{t-3} - 0.15 * (W_1) - 0.09 * (W_2)$$

(-2.42)	(-3.57)	(-3.17)
(0.031)	(0.003)	(0.007)

$$R^2 = 0.89 \quad \bar{R}^2 = 0.81 \quad DW = 2.3 \quad F = 11.54$$

همان‌گونه که از مدل فوق برمی‌آید، متغیر $\frac{INV}{Y}(-1)$ در سطح اطمینان ۹۰ درصد و سایر متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار هستند. در ارتباط با متغیر نرخ ارز حقیقی گفتنی است که این متغیر پس از سه تأخیر دارای ارتباط معنی‌دار با نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی است.^۱ با توجه به اینکه وقفه‌های صفر تا دو متغیر نرخ ارز حقیقی از لحاظ آماری معنی‌دار نبودند بنابراین، از مدل حذف شدند. R^2 بالا نمایانگر توضیح‌دهندگی نسبتاً خوب متغیرهای مستقل از متغیر وابسته است. طبق مباحث نظری مطرح شده، اگر مجموع ضرایب متغیرهای با وقفه مربوط به متغیر وابسته کوچک‌تر از یک باشد، الگوی پویا به سمت الگوی تعادلی بلندمدت گرایش خواهد یافت.

۱. اینکه گفته شده نرخ ارز حقیقی با سه سال تأخیر رابطه معنی‌داری با متغیر وابسته دارد، به این معنی است که وقتی تغییری در نرخ ارز حقیقی به‌وجود می‌آید، اثرات آن روی متغیر وابسته خودش را در سال سوم یا پس از سه سال نشان می‌دهد.

با استفاده از ضابطه شوارز - بیزین در مدل وقفه گسترده خودتوزیعی فوق، تعداد وقفه‌های بهینه در نظر گرفته شده برای متغیر وابسته $\left(\frac{INV}{Y}\right)$ دو وقفه است. در

نتیجه، فرضیه فوق را به صورت زیر مورد آزمون قرار می‌دهیم:

$$\begin{cases} H_0 : \sum_{i=1}^2 (\alpha_i - 1) \geq 0 \\ H_1 : \sum_{i=1}^2 (\alpha_i - 1) < 0 \end{cases}$$

کمیت آماره t برای آزمون فرضیه فوق به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$t = \frac{\sum_{i=1}^2 \alpha_i - 1}{\sum_{i=1}^2 s_i \alpha_i} = \frac{(0/25 - 0/27) - 1}{(0/149 \times 0/25) + [0/113 \times (-0/27)]} = -102$$

کمیت بحرانی ارائه شده توسط بنرجی، دولادو و مستر (۱۹۹۲) در سطح اطمینان ۹۵ درصد برابر ۳/۸۲- است. از آنجاکه قدرمطلق کمیت آماره t محاسبه شده از کمیت جدول بزرگتر است، در نتیجه فرض صفر مبنی بر اینکه رابطه تعادلی بلندمدت بین متغیرهای الگو وجود ندارد، رد می‌شود. پس رابطه بلندمدت بین متغیرهای الگو به صورت زیر درمی‌آید:

$$\left(\frac{INV}{Y}\right)_t = 0.29 + 0.144^* \left(\frac{CREDIT}{Y}\right) + 0.00017^* (M) - 0.000025^* (REB) - 0.15^* (W_1) - 0.09^* (W_2)$$

t -student	(155)	(1.82)	(4.6)	(-4.21)	(-3.12)	(-3.72)
p -value	(0.000)	(0.06)	(0.000)	(0.001)	(0.007)	(0.002)

همان گونه که ملاحظه می‌شود، همگی ضرایب در سطح ۹۵ درصد « $P - value = 0.05$ » معنی دار هستند. ضریب متغیر نسبت اعتبارات به تولید ناخالص داخلی مثبت است و نشان می‌دهد که به ازای یک درصد افزایش در نسبت اعتبارات به تولید ناخالص داخلی، نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی ۰/۱۴ درصد افزایش خواهد یافت. تأثیر نرخ ارز حقیقی در بلندمدت روی نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی منفی است؛ به طوری که به ازای یک درصد افزایش در نرخ ارز حقیقی، نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی، ۰/۰۰۰۰۳ درصد کاهش خواهد یافت.

تأثیر واردات حقیقی کالاهای سرمایه‌ای روی نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی، مثبت است و نشان می‌دهد که یک درصد افزایش در واردات کالاهای سرمایه‌ای منجر به ۰/۰۰۰۲ درصد افزایش در نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی می‌شود. همچنین تأثیر متغیرهای مجازی انقلاب و تغییرات ساختاری بعد از پیروزی انقلاب روی نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی منفی و در سطح ۹۵ درصد معنی‌دار بوده است.

به‌منظور برآورد روابط کوتاه‌مدت بین متغیرهای توضیحی و وابسته، از الگوی تصحیح خطا استفاده می‌شود که نتایج حاصل از برآورد مدل صورت زیر می‌باشد:

$$\Delta\left(\frac{INV}{Y}\right) = 0.29 + 0.27 * \Delta\left(\frac{INV}{Y}\right)_{t-1} + 0.15 * \Delta\left(\frac{CREDIT}{Y}\right) + 0.0002 * \Delta(M) + 0.00002 * \Delta(RES)_{t-1}$$

$t-stat$	(5.75)	(2.34)	(1.84)	(4.4)	(2.26)
$p-value$	(0.000)	(0.033)	(0.065)	(0.001)	(0.039)

$$+ 0.000022 * \Delta(RES)_{t-2} - 0.11 * W_1 - 0.09 * W_2 - 1.02 * (ECM)_{t-1}$$

	(2.42)	(-3.57)	(-2.14)	(-6.58)
	(0.028)	(0.003)	(0.006)	(0.000)

$$R^2 = 0.78 \quad \bar{R}^2 = 0.75 \quad D-W = 1.84 \quad F-stat = 10.23 \quad P-Value = 0.00005$$

ضریب متغیر $ecm(-1)$ بیانگر ضریب تصحیح خطاست که در مدل فوق ۱/۰۲- برآورد شده است و نشان می‌دهد که در هر سال ۱/۰۲ درصد از عدم تعادل یک دوره در نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی در دوره بعد تعدیل می‌شود.

۴-۴-۲ آزمون نظریه مک‌کینون - شاو در مقابل نوساختارگرایان

در این فصل همان‌گونه که در فصل تشریح مدل مطرح شد، برای آزمودن نظریه مک‌کینون - شاو در مقابل نظریه نوساختارگرایان در تابع سرمایه‌گذاری که در بالا برآورد

شده است، به‌جای متغیر $\frac{CREDIT}{Y}$ ، متغیر نرخ سود حقیقی سپرده‌های بانکی R_d را به‌عنوان یک متغیر جایگزین قرار می‌دهیم و رابطه بلندمدت را بار دیگر برآورد می‌کنیم، اما این بار با متغیر R_d به‌عنوان جایگزینی برای $\frac{CREDIT}{Y}$. بنابراین، با توجه به

تخمین رابطه سرمایه‌گذاری در قسمت پیشین، الگویی که در اینجا به روش وقفه گسترده خودتوزیعی برآورد می‌شود، به صورت زیر است:

$$\frac{INV}{Y} = b_0 + b_1 Rd + b_2 M + b_3 RER + b_4 W_1 + b_5 W_2 \quad (13)$$

در اینجا هم مانند قبل، حداکثر تعداد وقفه‌ها برای مدل سه در نظر گرفته شده که جهت تعیین وقفه بهینه هریک از متغیرهای مدل، از معیار اطلاعاتی شوارز - بیزین استفاده شده است؛ زیرا همان‌طور که قبلاً نیز ارائه شد، این ضابطه در تعداد وقفه‌ها (با توجه به حجم نمونه) صرفه‌جویی می‌کند. این معیار، به متغیرهای $\frac{INV}{Y}$ و Rd دو وقفه، به متغیر کالاهای سرمایه‌ای وارداتی یک وقفه و به نرخ ارز حقیقی سه وقفه تخصیص داده است. بنابراین، نتایج حاصل از برآورد مدل (2,2,1,3) وقفه گسترده خودتوزیع به صورت زیر است:

$$\begin{aligned} \frac{INV}{Y} = & 0.58 - 0.412 * \left(\frac{INV}{Y}\right)_{-1} - 0.52 * \left(\frac{INV}{Y}\right)_{-2} + 0.002 * Rd + 0.26 * Rd_{-1} + 0.002 * Rd_{-2} \\ t-stat: & (8.86) \quad (-2.36) \quad (-6.5) \quad (4.24) \quad (0.581) \quad (4.38) \\ p-value & (0.00) \quad (0.037) \quad (0.00) \quad (0.001) \quad (0.573) \quad (0.001) \\ & + 0.879 * M + 0.124 * M_{-1} - 0.0000008 * RER - 0.00001 * RER_{-1} \\ & (3.42) \quad (2.6) \quad (-1.25) \quad (-1.96) \\ & (0.006) \quad (0.025) \quad (0.903) \quad (0.075) \\ & + 0.00001 * RER_{-2} - 0.00001 * RER_{-1} - 0.12 * W_1 - 0.14 * W_2 \\ & (1.69) \quad (-2.45) \quad (-6.08) \quad (-5.71) \\ & (0.117) \quad (0.032) \quad (0.000) \quad (0.000) \end{aligned}$$

براساس روش بنرجی، دولادو و مستر آماره t محاسباتی عبارت است از:

$$t = \frac{\sum_{i=1}^2 \alpha_i - 1}{\sum_{i=1}^2 s_i \alpha_i} = \frac{(-0/412 + 0/52) - 1}{[0/174 \times (-0/412)] + [0/08 \times (-0/52)]} = 8.21$$

آماره t محاسبه شده برای آزمون فرضیه پویایی «ارتباط بلندمدت بین متغیرها»

حدود ۸/۲۱ است که در مقایسه با کمیت بحرانی بنرجی، دولادو و مستر (۳/۸۲-) نتیجه می‌گیریم که یک رابطه تعادلی بلندمدت بین متغیرهای الگوی سرمایه‌گذاری

مربوطه وجود دارد. ضرایب بلندمدت حاصل از برآورد رابطه بالا به روش وقفه گسترده خودتوزیعی به این صورت است:

$$\frac{INV}{Y} = 0/3 + 0/002 * Rd + 0/0001 * M - 0/00001 * RER - 0/06 * W_1 - 0/07 * W_2$$

$t-stat:$	(52.01)	(9.45)	(8.8)	(-9.6)	(-5.4)	(-8.6)
$p-value:$	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)

$$R^2 = 0.87 \quad \bar{R}^2 = 0.86 \quad D-W = 1.95 \quad F-stat = 102.34 \quad p-value = 0.00000$$

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، ضریب Rd در اینجا مثبت و در سطح ۹۵ درصد معنی‌دار است؛ به‌طوری‌که به‌ازای یک درصد افزایش در نرخ سود حقیقی سپرده‌های بانکی، نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی، ۰/۰۰۲۴ درصد افزایش خواهد یافت. البته باید گفت که مثبت شدن Rd می‌تواند به‌طور ضمنی به‌علت وجود نرخ‌های سود حقیقی منفی و حتی به‌شدت منفی در مشاهدات نمونه باشد و به‌نظر می‌رسد که این رابطه مثبت، همواره برقرار نباشد.^۱ به‌عبارت دیگر تأثیر منفی نرخ سود روی نسبت سرمایه‌گذاری در دل این اثر مثبت نهفته است منتهی به‌علت منفی بودن متغیر Rd در اکثر مشاهدات نمونه، تأثیر مثبت بر تأثیر منفی غلبه کرده است. بنابراین، باید ترتیبی اتخاذ شود که این تأثیرات مثبت و منفی نرخ سود حقیقی بانکی روی نسبت سرمایه‌گذاری از هم تفکیک شود که در قسمت بعد، در قالب آزمون نظریه استیگلیتز در مقابل نظریه مک‌کینون - شاو مورد بررسی قرار خواهد گرفت. اما آنچه در اینجا بیش از همه اهمیت دارد، ضریب مثبت و معنی‌دار Rd است و همان‌طور که قبلاً اشاره شد، مثبت شدن ضریب Rd به مفهوم تأیید نظریه مک‌کینون - شاو می‌باشد.

۳-۴ آزمون نظریه مک‌کینون - شاو در مقابل نظریه استیگلیتز

همان‌گونه که در قسمت قبل ملاحظه شد، نظریه مک‌کینون - شاو با مثبت شدن ضریب متغیر Rd مورد تأیید واقع شد، اما به‌نظر می‌رسد که این رابطه مثبت همواره بین

۱. با توجه به استدلال استیگلیتز چون در مشاهدات نرخ سود حقیقی مقادیر منفی وجود دارد، بنابراین، مقادیر ممکن است تأثیر مثبتی روی نرخ سرمایه‌گذاری شود.

نرخ سود حقیقی بانکی و نسبت سرمایه‌گذاری برقرار نباشد؛ زیرا استیگلیتز معتقد است که این رابطه مثبت ممکن است تا یک نرخ سود حقیقی مثبت نزدیک به صفر برقرار باشد و از آن نرخ معین به بعد، این رابطه منفی خواهد شد. بر این اساس، به‌منظور تفکیک تأثیرات مثبت و منفی نرخ سود بانکی بر نسبت سرمایه‌گذاری، در ادامه بحث، نظریه استیگلیتز را مورد آزمون قرار می‌دهیم. بدین‌منظور، همان‌طور که در قسمت تشریح مدل توضیح داده شد، در اینجا توسط روش وقفه گسترده خودتوزیعی رابطه بلندمدت زیر را برآورد می‌کنیم:

$$\frac{INV}{Y} = b_0 + b_1 R_d + b_1' D(R) R_d + b_2 M + b_3 RER + b_4 W_1 + b_5 W_2 \quad (14)$$

که تنها تفاوت این الگو با الگوی قبل، در نظر گرفتن متغیر دامی $D(R)$ برای متغیر R_d است که برای $R_d \langle R$ عدد یک و برای $R_d \geq R$ عدد صفر را می‌گیرد. R همان نرخ سود بحرانی مورد نظر استیگلیتز است که در بالا شرح داده شد. برای به‌دست آوردن یک نرخ سود بحرانی مشخص، مقادیر R را از صفر تا ۳ در فاصله یک درصد تغییر می‌دهیم و با هر بار تغییر در R رابطه بلندمدت فوق را برآورد می‌کنیم و این کار را به‌ازای مقادیر مختلف $R = 0, R = 1, R = 2$ و $R = 3$ تکرار می‌کنیم تا نرخ سود بحرانی مشخص به‌دست آید.

در این مرحله نیز مانند مراحل پیشین، حداکثر تعداد وقفه‌ها برای مدل سه در نظر گرفته شد که براساس معیار شوارز - بیزین به متغیر وابسته $\left(\frac{INV}{Y}\right)$ در تمام برآوردها به‌ازای مقادیر مختلف R سه وقفه بهینه تخصیص داده شد و آماره t محاسبه شده برای آزمون فرضیه پویایی مدل در مقایسه با کمیت بحرانی بنرجی، دولادو و مستر (۳/۸۲-) وجود یک رابطه تعادلی بلندمدت بین متغیرهای الگو را در تمام مراحل تأیید کرد. برآورد الگوی مورد نظر برای نرخ‌های سود بانکی مختلف بیانگر آن است که نظریه استیگلیتز در نرخ سود صفر درصد تأیید می‌شود، اما از لحاظ اقتصادسنجی و با توجه به آزمون‌های آماری، در برآوردها بهترین نتایج حاصل از تخمین رابطه بلندمدت فوق در نرخ سود حقیقی ۲ درصد حاصل شد که در زیر، به شرح این نتایج می‌پردازیم:

ضرایب بلندمدت حاصل از برآورد رابطه فوق به روش ARDL به‌صورت زیر است:

$$\frac{INV}{Y} = 0/34 + 0/003 * R_d - 0/02D(R=2) * R_d + 0/00008 * M - 0/000008 * RER - 0/06 * W_1 - 0/1 * W_2$$

(t) (20.08) (11.7) (-2.54) (5.45) (-5.35) (-6.59) (-7.28)

همان‌طور که ملاحظه می‌شود مطابق انتظار b_1 مثبت و b'_1 منفی برآورد شده است و رابطه فوق برای $R_d \langle R = 2$ تبدیل به رابطه زیر می‌شود:

$$\frac{INV}{Y} = 0/34 + 0/003 * R_d + 0/0001 * M - 0/00001 * RER - 0/06 * W_1 - 0/1 * W_2$$

وقتی $R_d \langle R = 2$ باشد داریم:

$$\frac{INV}{Y} = 0/34 + (0/003 - 0/02) * R_d - 0/00008 * RER + 0/000008 * M - 0/06 * W_1 - 0/1 * W_2$$

بنابراین، نتیجه می‌گیریم که سه شرط لازم برای تأیید نظریه استیگلیتز در نرخ سود بانکی ۲ درصد یعنی $\langle b_1, b'_1 \rangle \circ$ برقرار است. بنابراین، در اقتصاد ایران، نظریه استیگلیتز درخصوص «سرکوبی مالی ملایم» تأیید می‌شود، درحالی‌که اگر متغیر $D(R)$ در نرخ‌های سود حقیقی خیلی بالاتر از ۲ درصد (مثلاً بیشتر از ۳ درصد) معنی‌دار می‌شد، استدلال مک‌کینون درباره «آزادسازی مالی کنترل شده» تأیید می‌شد و اگر $D(R)$ اصلاً معنی‌دار نمی‌شد، یعنی هیچ نرخ معینی برای R به‌دست نمی‌آمد، «آزادسازی مالی کنترل نشده» به‌عنوان نظریه و پیشنهاد اصلی و اولیه مک‌کینون - شاو مورد تأیید واقع می‌شد. البته همان‌طور که قبلاً نیز گفته شد، استدلال استیگلیتز و شرط‌های مربوط در نرخ سود حقیقی صفر درصد تأیید می‌شود، اما از منظر اقتصادسنجی، بهترین نتایج حاصل از برآورد در نرخ سود دو درصد به‌دست آمد. درحالی‌که نرخ سود بحرانی مورد نظر چند درصد باشد، در اینجا چندان اهمیتی ندارد؛ بلکه مهم تأیید استدلال استیگلیتز درخصوص وجود نرخ سود مثبت نزدیک به صفر است که از این نرخ به بعد، رابطه بین نرخ سود حقیقی و سرمایه‌گذاری منفی می‌شود و در نهایت آنچه بیش از همه اهمیت دارد، تأیید استدلال استیگلیتز درخصوص «سرکوب مالی ملایم» است.

۴-۵ تفسیر نتایج

بررسی‌های انجام شده درخصوص برآورد تابع سرمایه‌گذاری در این مطالعه نشان می‌دهد که حجم اعتبارات اعطایی بانک‌ها به‌عنوان عرضه منابع سرمایه، تأثیری مثبت

روی نسبت سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران دارد. از سوی دیگر، نتایج به‌دست آمده بیانگر آن است که هزینه سرمایه تأثیر چندان معنی‌دار و مورد انتظاری را روی سرمایه‌گذاری نداشته است؛ چرا که برطبق انتظار باید یک رابطه معکوس بین هزینه سرمایه و سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد که این امر محقق نشد و ضریب متغیر هزینه سرمایه در تابع سرمایه‌گذاری مربوطه مثبت و بی‌معنی به‌دست آمد. این امر نشان می‌دهد که در اقتصاد ایران، محدودیت اساسی برای انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، کمبود منابع مالی و یا به عبارتی کمبود عرضه سرمایه است نه هزینه سرمایه و این موضوع به‌خوبی از تأثیرات مثبت و معنی‌دار حجم اعتبارات بانکی و تأثیرات بی‌معنی هزینه سرمایه روی نسبت سرمایه‌گذاری قابل درک است.^۱ همچنین تأثیر واردات کالاهای سرمایه‌ای به‌عنوان یک متغیر مهم تأثیرگذار روی سرمایه‌گذاری، مثبت و معنی‌دار است. ضریب نرخ ارز حقیقی نیز مطابق انتظار منفی و معنی‌دار به‌دست آمد و در نهایت، تأثیر متغیرهای مجازی برای انقلاب و تغییرات ساختاری پس از پیروزی انقلاب نیز همان‌طور که انتظار می‌رفت، روی سرمایه‌گذاری منفی است.

در حالت کلی باید گفت که به باور اعتقادات مک‌کینون - شاو، محدودیت اساسی در اکثر کشورهای در حال توسعه، کمبود پس‌اندازها و در نتیجه منابع مالی لازم جهت تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذار است، نه هزینه سرمایه. از آنجا که نرخ سود حقیقی به‌عنوان قیمت پس‌انداز در اکثر کشورهای در حال توسعه به‌علت اتخاذ سیاست سرکوب مالی شدید، منفی است بنابراین تغییرات نرخ سود حقیقی از ناحیه تغییرات حجم پس‌اندازها و منابع قابل عرضه برای سرمایه‌گذاری (اعتبارات) تأثیری مثبت روی سرمایه‌گذاری می‌گذارد. بر این اساس، برای آزمون نظریه مک‌کینون - شاو، قبل از هر چیز باید موضوع کمبود منابع سرمایه به‌عنوان محدودیت اساسی سرمایه‌گذاری تأیید شود. هدف از برآورد تابع سرمایه‌گذاری در اینجا نیز اثبات و تأیید همین موضوع در

۱. اینکه هزینه سرمایه‌گذاری بی‌معنی است به این خاطر است که در اقتصاد، ثبات حاکم نیست. زمانی سرمایه‌گذاری نسبت به هزینه سرمایه حساسیت نشان می‌دهد که ثبات اقتصادی در جامعه حاکم باشد. این موضوع در اقتصاد ایران مصداق دارد زیرا که دولت برای گسترش تولید مولد اقدام به پایین آوردن نرخ سود کرد، تا وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری تأمین شود ولی نتیجه آن سرازیر شدن سپرده‌های بانکی به دارایی‌های دیگر از جمله طلا و سکه شد. این نشانگر آن است که هزینه سرمایه نقش زیادی در سرمایه‌گذاری ایفا نمی‌کند.

اقتصاد ایران بوده است که نتایج حاصل به خوبی این موضوع را تأیید می‌کند که در بالا نیز به آن اشاره شد. بنابراین، می‌توان گفت که فرضیه اول تحقیق مبنی بر وجود رابطه‌ای مثبت بین حجم اعتبارات بانکی و نسبت سرمایه‌گذاری تأیید می‌شود. نتایج حاصل از آزمون نظریه مک‌کینون - شاو در مقابل نظریه نوساختارگرایان نشان داد که رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار بین نرخ سود حقیقی بانکی و نسبت سرمایه‌گذاری وجود دارد و این خود بیانگر آن است که نظریه نوساختارگرایان قویاً در اقتصاد ایران مورد تأیید واقع نمی‌شود و فرض وجود رابطه‌ای همواره منفی بین نرخ سود بانکی و سرمایه‌گذاری رد می‌شود. از سوی دیگر، اگرچه نظریه مک‌کینون - شاو در مقابل نظریه نوساختارگرایان تأیید شد، اما این امر به معنی وجود رابطه‌ای همواره مثبت بین نرخ سود حقیقی بانکی و نسبت سرمایه‌گذاری نیست، چرا که آزمون نظریه مک‌کینون - شاو در مقابل نظریه استیگلیتز مورد تأیید واقع نشد. در این خصوص نه تنها نظریات اولیه مک‌کینون - شاو درباره «آزادسازی مالی کنترل نشده» تأیید نشد، بلکه استدلال تعدیل شده مک‌کینون در نوشته‌های اخیر خود مبنی بر «آزادسازی کنترل شده» نیز مورد تأیید واقع نشده است.

بنابراین، در جمع‌بندی نهایی درخصوص فرضیه دوم مطالعه مبنی بر تأیید نظریه مک‌کینون - شاو در مقابل نظریات نوساختارگرایان و استیگلیتز، باید گفت که مطابق نتایج حاصل از این مطالعه، فرضیه دوم تأیید نشد، بلکه عملاً استدلال استیگلیتز درخصوص «سرکوب مالی ملایم» در برابر استدلال نوساختارگرایان (سرکوب مالی شدید) و استدلال مک‌کینون - شاو مبنی بر «آزادسازی مالی کنترل نشده» و نظریات اخیر مک‌کینون درخصوص «آزادسازی کنترل شده» در اقتصاد ایران تأیید شده است. همان‌طور که از نتایج این تحقیق در زمینه آزمون نظریه استیگلیتز برمی‌آید، مطابق استدلال استیگلیتز می‌توان گفت که در اقتصاد ایران، افزایش نرخ سود حقیقی بانکی تا یک حد مثبت نزدیک به صفر (حدود صفر تا دو درصد) از طریق تغییر پرتفولیوی دارایی‌های افراد از دارایی‌هایی نظیر طلا، سکه، ارز، کالاهای بادوام و سایر شقوق نگهداری دارایی به سمت سپرده‌های بانکی، باعث افزایش منابع پس‌انداز و در نتیجه افزایش عرضه وجوه جهت تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری (اعتبارات) از طریق

بخش مالی رسمی (نظام بانکی در اقتصاد ایران) می‌شود؛ اما از این حد به بعد، این رابطه روندی معکوس و منفی می‌یابد؛ یعنی افزایش نرخ سود حقیقی بانکی از این حد به بعد، باعث کاهش سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران می‌شود. بنابراین، بهترین سیاست مالی در اقتصاد ایران کنترل نرخ سود حقیقی بانکی در حد صفر یا اندکی مثبت نزدیک به صفر است.

فصل پنجم

نتیجه‌گیری و پیشنهاداتی سیاستی

۱-۵ خلاصه و نتیجه‌گیری

امروزه مسئله سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه ثابت یکی از موضوعات اساسی اقتصادهای در حال توسعه به‌ویژه اقتصاد ایران به حساب می‌آید. همان‌گونه که در فصل‌های آغازین کتاب مطرح شد، موضوع سرمایه‌گذاری از جمله مباحث مهم مربوط به رشد و توسعه اقتصادی است و کلیه اقتصاددانان توسعه به‌نحوی بر آن تأکید کرده‌اند. این موضوع به‌روشنی از بررسی‌های انجام شده در فصل دوم در خصوص اهمیت سرمایه‌گذاری در عقاید صاحب‌نظران رشد و توسعه قابل درک است. همین‌طور در تمامی مدل‌های رشد و توسعه که اقتصاددانان ارائه کرده‌اند، نرخ سرمایه‌گذاری به‌عنوان یک متغیر کلیدی و اساسی تعیین‌کننده نرخ رشد اقتصادی مطرح است؛ بنابراین، می‌توان گفت که در تمامی کشورهای در حال توسعه و یا کمتر توسعه‌یافته ضعف و ناکارآمدی در انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مولد به‌عنوان عامل اساسی توسعه‌نیافتگی مطرح است و قطعاً یکی از ویژگی‌های کشورهای که امروزه به‌عنوان کشورهای توسعه‌یافته و پیشرفته صنعتی مطرح‌اند، موفقیت چشمگیر آنان در توسعه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به‌ویژه از طریق تسهیل فرایند جذب پس‌اندازها و تجهیزات آن به‌سمت پروژه‌های سرمایه‌گذاری است. از جمله مشکلاتی که اکثر کشورهای در حال توسعه در فرایند سرمایه‌گذاری با آن روبه‌رو هستند، ضعف نظام مالی و فقدان یک نظام مالی کارآمد جهت جذب منابع مالی و تجهیز آن به‌سمت فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است. چرا که امروزه با پولی شدن اقتصادها و در نتیجه، جدا شدن پس‌اندازکنندگان از سرمایه‌گذاری، لازم است ابزارها و وسایلی به‌منظور انتقال وجوه از افرادی که دارای مازاد هستند، به افرادی که با کسری مواجه‌اند، وجود داشته باشد. درحقیقت، بازارهای مالی و نهادهای مالی به‌عنوان اجزای اصلی نظام مالی، وظیفه جذب منابع و پس‌اندازهای مردم و انتقال این وجوه به‌سمت

فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را برعهده دارند. بنابراین، هر قدر اقتصادی از نظام مالی توسعه یافته‌تر و کارآمدتری برخوردار باشد، تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بهتر و آسان‌تر صورت می‌گیرد. همان‌طور که در فصل سوم مطرح شد، نقش نظام مالی در جذب پس‌اندازها و عوامل مؤثر بر حجم پس‌انداز در عرصه منابع سرمایه و در نتیجه، افزایش سرمایه‌گذاری اهمیت بسیاری دارد. متأسفانه در کشورهای در حال توسعه، به‌علت ضعف سیستم مالی در جذب پس‌اندازها و کمبود منابع سرمایه به‌عنوان محدودیت اساسی سرمایه‌گذاری مطرح است و همین امر زمینه‌ساز بروز نظریات مختلف در خصوص اتخاذ سیاست‌های مالی شده است که نمونه بارز آن، استدلال اقتصاددانانی چون مک‌کینون و شاو، مبنی بر آزادسازی مالی در کشورهای در حال توسعه است.

تا قبل از سال ۱۹۷۰، تحلیل و استنباط اکثر اقتصاددانان این بود که نرخ‌های بهره پایین، از مخارج سرمایه‌گذاری کاسته و زمینه افزایش سرمایه‌گذاری و تولید را فراهم می‌کند. بر این اساس، کشورهای در حال توسعه، به‌منظور ایجاد تحرک در تولید (از طریق افزایش سرمایه‌گذاری) اقدام به کنترل نرخ‌های بهره در سطح پایین و اتخاذ سیاست سرکوب مالی شدید کردند. از سوی دیگر از آنجاکه نظام بانکی در اکثر کشورهای در حال توسعه، عملاً نقش نظام مالی را ایفا می‌کند، این مسئله در نهایت، منجر به منفی شدن نرخ‌های بهره حقیقی بانکی و سرانجام تضعیف پس‌اندازها شد. به‌علت تعیین سقف برای نرخ بهره بانکی، انباشت سرمایه در اقتصادهای در حال توسعه شدیداً محدود شده بود.

در سال ۱۹۷۳ مک‌کینون و شاو، نخستین اقتصاددانانی بودند که به‌طور جدی با نظریات موجود در خصوص رابطه بین نرخ بهره و سرمایه‌گذاری مخالفت ورزیدند. این دو اقتصاددان چنین استدلال کردند که نرخ بهره بالاتر، موجبات افزایش پس‌انداز و عرصه اعتبارات داخلی از طریق نظام مالی را فراهم کردند تا به‌این ترتیب، زمینه افزایش سرمایه‌گذاری ایجاد شود. با توجه به اینکه محدودیت اصلی سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه، بیشتر از منابع مالی نشئت می‌گیرد تا از هزینه این منابع، هرگونه افزایش در نرخ بهره (سود بانکی)، عرضه اعتبارات را برای سرمایه‌گذاری خصوصی افزایش می‌دهد. به عبارت دیگر، افزایش نرخ‌های بهره موجب تغییر و انتقال بخشی از دارایی‌ها به سپرده بانکی می‌شود. از آنجاکه عمده‌ترین کاستی‌ها و ضعف‌های موجود در ارتباط با جذب منابع سپرده‌ای در برخی از کشورهای در حال توسعه، مسئله پایین بودن نرخ‌های سود بانکی در

مقایسه با شاخص تورم است. بنابراین دقت نظر در تعیین میزان نرخ‌های سود بانکی از اهمیت بالایی برخوردار است.

پس از ارائه چنین استدلالی از سوی مک‌کینون و شاو، اکثر کشورهای در حال توسعه در صدد آن برآمدند تا براساس این نظریات سیاست‌های مالی خود را تغییر دهند. نتایج حاصل از مطالعات و بررسی‌های انجام شده در زمینه آزمون تجربی استدلال مک‌کینون-شاو بیانگر آن است که در برخی از کشورهای در حال توسعه این نظریه مورد تأیید قرار گرفته و بر این اساس با اتخاذ سیاست آزادسازی مالی، نتایج بسیار ارزنده‌ای در جهت رشد و توسعه مالی و در نتیجه افزایش سرمایه‌گذاری خصوصی در این کشورها حاصل شده است. البته مطالعات مختلفی هم وجود دارد که نشان می‌دهد در برخی از کشورهای در حال توسعه، عملاً استدلال مک‌کینون - شاو در خصوص آزادسازی مالی تأیید نمی‌شود.

همان‌طور که قبلاً گفته شد، در اقتصاد ایران نیز مانند سایر اقتصادهای در حال توسعه، نظام بانکی عملاً نقش سیستم مالی رسمی را ایفا می‌کند. از آنجاکه در کشور ما تقریباً در تمامی سال‌های مورد بررسی در این مطالعه نرخ‌های سود روی سپرده‌های بانکی به صورت دستوری تعیین شده و تعیین سقف برای نرخ سود بانکی منجر به منفی شدن نرخ سود حقیقی (نرخ سود اسمی در مقابل تورم) شده است، می‌توان گفت که عملاً سیاست سرکوب مالی شدید اتخاذ شده است. چرا که در برخی از سال‌ها که اقتصاد ایران با نرخ‌های تورم بسیار شدید مواجه بود، نرخ‌های سود حقیقی شدیداً منفی بر سپرده‌گذاران در نظام بانکی کشور تحمیل شده است. بنابراین، انجام مطالعات تجربی در زمینه آزمون نظریات مک‌کینون و شاو در اقتصاد ایران می‌تواند در اتخاذ سیاست‌های مالی مناسب در جهت توسعه مالی و افزایش سرمایه‌گذاری بسیار ارزنده و مفید باشد. در این مطالعه همان‌طور که ملاحظه شد، نظریه مک‌کینون-شاو در اقتصاد ایران مورد آزمون قرار گرفت که نتایج اولیه، نشانگر تأیید نظریه مک‌کینون - شاو در مقابل نوساختارگرایان (که معتقد به سرکوب مالی شدید هستند) بود. اما از آنجاکه وجود رابطه همواره مثبت بین نرخ سود بانکی و سرمایه‌گذاری مورد تردید بود، بنابراین، نظریه استیگلیتز مبنی بر عدم وجود رابطه‌ای همواره مثبت و تغییر این رابطه از مثبت به رابطه‌ای منفی در نرخ‌های بالاتر، در مقابل استدلال مک‌کینون - شاو مورد آزمون قرار گرفت؛ زیرا همان‌طور که می‌دانیم، نرخ سود بانکی اگرچه باعث افزایش سپرده‌های بانکی و در نتیجه، افزایش منابع

اعتبارات می‌شود، اما از سوی دیگر، هزینه تقاضای سرمایه‌گذاری را نیز افزایش می‌دهد (با به عبارتی تقاضا برای کالاهای سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد)، بنابراین، نرخ‌های سود بانکی دارای دو اثر مثبت و منفی روی سرمایه‌گذاری هستند که غلبه هر کدام از این آثار بر دیگری، تعیین‌کننده تأثیر نهایی نرخ سود بانکی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی است. همان‌گونه که اشاره شد، استیگلیتز معتقد است که تا یک نرخ سود حقیقی مثبت نزدیک به صفر، اثر مثبت بر اثر منفی غلبه می‌کند، اما از این نرخ معین به بعد اثر منفی بر اثر مثبت غلبه خواهد کرد که در چنین شرایطی بهترین سیاست، «سرکوب مالی ملایم» و کنترل نرخ‌های سود بانکی در حول و حوش این نرخ مشخص است. نتایج حاصل از این تحقیق در نهایت استدلال استیگلیتز را در اقتصاد ایران مورد تأیید قرار داده و نتیجه کلی حاصل از این مطالعه آن است که در تعیین نرخ سود بانکی، آنچه بیش از همه باید مورد توجه واقع شود، مثبت بودن نرخ سود واقعی در اقتصاد است یا اینکه حداقل منفی و کمتر از صفر نباشد (به عبارتی حداقل صفر باشد).

۲-۵ پیشنهادهای سیاستی

مطالعات و بررسی‌های انجام شده در خصوص سیاست‌های آزادسازی بهره نمایانگر آن است که تنها در کشورهایی که از نرخ‌های تورم پایین برخوردارند، یک برنامه تدریجی آزادسازی بهره که میزان واقعی مثبت را حفظ می‌کند، می‌تواند مشرثر واقع شود. البته به شرط آنکه نظارت بانکی قوی و مؤثر اعمال شود و مدیریت تقاضا و سیاست‌های دیگر برای حفظ ثبات اقتصادی مناسب باشد. در حالی که در کشورهای با میزان تورم بالا، یک برنامه تثبیت معتبر و مجموعه مقررات احتیاطی قوی، عموماً بهترین اقدام‌های سیاستی اولیه محسوب می‌شود. در چنین شرایطی به تعویق انداختن حذف مقررات مربوط به تعیین نرخ بهره تا هنگامی که وضع پولی تثبیت شده و نظارت بانکی تقویت شود، می‌تواند مناسب باشد. شواهد تجربی مؤید آن است که کشورهای موفق، تثبیت قیمت‌ها را با انعطاف‌پذیری بهره اسمی (تحت کنترل) ترکیب کرده‌اند. با توجه به اینکه در اقتصاد ایران در طول دو دهه اخیر نرخ‌های تورم در رقمی بالا حاکم بوده است، بنابراین کشور ما جزء این دسته از کشورهاست. بنابراین اتخاذ سیاست آزادسازی نرخ سود بانکی در شرایط تورمی، مورد تأیید مطالعه حاضر نیست، چرا که شکست در ادغام و اجرای کامل این سیاست در برنامه آزادسازی می‌تواند به بی‌ثباتی

مالی بینجامد و این امر نیز به نوبه خود بی ثباتی اقتصادی را تشدید می‌کند. ازسوی دیگر، کنترل شدید نرخ‌های سود بانکی و اتخاذ سیاست سرکوب مالی شدید نیز در اقتصاد ایران تجربه چندان موفق‌تری را نشان نمی‌دهد و به نظر می‌رسد که سرکوب مالی شدید در سال‌های گذشته در اقتصاد ایران، چالش‌هایی را در بروز ناکارآمدی نظام بانکی کشور جهت تجهیز منابع به بار آورده است. بنابراین مطابق نتایج حاصل از این مطالعه، نه آزادسازی نرخ سود بانکی و نه سرکوب مالی شدید مورد تأیید واقع می‌شود، بلکه در شرایط فعلی اقتصاد ایران بهترین سیاست مالی اتخاذ سیاست سرکوب مالی ملایم و کنترل شده است. این موضوع به خوبی از تأیید استدلال استیگلیتز در مقابل استدلال مک‌کینون - شاو و استدلال نوساختارگرایان قابل درک است. بنابراین، پیشنهاد می‌شود در اقتصاد ایران اتخاذ سیاست‌های کنترل نرخ تورم و تثبیت قیمت‌ها به همراه کنترل نرخ‌های سود بانکی به گونه‌ای ترکیب شوند که مطابق استدلال استیگلیتز، نرخ سود حقیقی بانکی در حد صفر یا اندکی مثبت نزدیک به صفر (حدوداً بین صفر تا دو درصد) کنترل شود. بنابراین، می‌توان گفت که در اینجا افزایش یا کاهش نرخ سود اسمی چندان مهم نیست، بلکه کنترل نرخ سود حقیقی در حد مثبت نزدیک به صفر مدنظر است، چه بسا اینکه ممکن است در شرایط کاهش نرخ تورم نیاز به کاهش نرخ سود اسمی باشد تا نرخ سود حقیقی در حد مورد نظر کنترل شود.

به طور کلی با توجه به نتایج حاصل از مطالعه حاضر، پیشنهاد می‌شود برای بهبود عملکرد نظام بانکی در تجهیز منابع پس‌انداز به سمت سرمایه‌گذاری، اقداماتی به شرح زیر انجام شود:

۱. از جمله شرایطی که برای اتخاذ سیاست آزادسازی مالی باید فراهم شود، کنترل نرخ تورم در سطوح پایین می‌باشد. بنابراین در اقتصاد ایران برای آماده‌سازی زمینه‌های اتخاذ سیاست آزادسازی مالی، باید در یک دوره میان‌مدت، اتخاذ سیاست کنترل تورم و هدف‌گذاری تورمی مورد توجه واقع شود و پس از آماده شدن شرایط لازم به تدریج، سیاست‌ها در مسیر آزادسازی جهت‌دهی شود. طی این دوره میان‌مدت، بهترین سیاست مالی، اتخاذ سیاست سرکوب مالی ملایم و کنترل شده است. از آنجاکه دستیابی به نرخ تورم یک رقمی در پیش‌بینی‌های چشم‌انداز توسعه کشور در افق بیست ساله هدف‌گذاری شده است، بنابراین، به نظر می‌رسد با اتخاذ چنین راهبردی، شرایط لازم برای تغییر مسیر سیاست‌های مالی در آینده‌ای نزدیک فراهم خواهد شد. بنابراین، تا دستیابی به این شرایط مطلوب، پیشنهاد می‌شود سیاست سرکوب مالی ملایم به نحو صحیح اجرا شود.

۲. یکی از مشکلات گوناگون اقتصاد ایران در دهه‌های گذشته به‌ویژه سال‌های پس از انقلاب به‌منظور تجهیز منابع مالی در جهت سرمایه‌گذاری در کنار سیاست‌های نادرست نرخ سود بانکی، نبود ساختار مناسب بازار پول و سرمایه است؛ به‌گونه‌ای که نقش بانک‌های دولتی به‌قدری در بازارهای مالی وسیع است که عملاً نظام بانکی دولتی، نقش نظام مالی را در کشور ایفا می‌کند. بنابراین، عدم توسعه نهادهای مالی غیربانکی و عدم فعالیت بخش خصوصی در این زمینه و نیز محدود شدن نظام مالی کشور به نظام بانکی دولتی و ناکارآمد باعث شده است که باوجود اینکه اقتصاد کشور از رشد افسارگسیخته نقدینگی در جامعه رنج می‌برد، ولی واحدها و بنگاه‌های تولیدی و صنعتی و کارآفرینان جامعه با کمبود نقدینگی جهت انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مواجه‌اند که علت اصلی آن، ضعف نظام مالی کشور در تجهیز منابع است. بنابراین، فراهم کردن شرایط لازم جهت توسعه نهادهای مالی غیربانکی و گسترش بخش خصوصی در نظام مالی کشور و در نتیجه برقراری شرایط رقابتی امری ضروری است، چرا که وجود یک سیستم رقابتی برای انجام اصلاحات مالی اجتناب‌ناپذیر است. درحالی‌که ماهیت انحصاری نظام بانکی در کشور، اجرای مقررات و کنترل‌های اساسی را الزامی می‌کند. بنابراین، پیشنهاد می‌شود که دولت با تدوین برنامه‌ای منسجم، پیش‌نیازهای اساسی برقراری شرایط رقابتی در نظام مالی کشور را فراهم آورد.
۳. همان‌طور که می‌دانیم نظام بانکی، وظیفه واسطه‌گری مالی را برعهده دارد؛ یعنی تعهدات کوتاه‌مدت (سپرده‌ها) را به دارایی‌های بلندمدت (وام‌ها) تغییر شکل می‌دهد. این وظیفه در شرایطی که محدودیت اساسی سرمایه‌گذاری در کشور، کمبود منابع اعتباری است، در نبود مقررات و نظارت دقیق، معضلاتی را در تخصیص بهینه منابع به بار خواهد آورد. این امر بر ضرورت تقویت ابزارهای نظارتی به‌نحوی که بانک‌ها در تجهیز عملیات سپرده و وام تحت انضباط و کنترل درآیند، تأکید می‌کند.
۴. ضعف کارایی و رقابت در نظام بانکی در تفاوت بین سود تسهیلات و سود پرداختی به سپرده‌ها تجلی می‌یابد. با توجه به بالا بودن حاشیه سود بانک‌ها در کشورمان، یا باید با افزایش کارایی و بهره‌وری نظام بانکی کشور، زمینه کاهش مابه‌التفاوت فراهم شود و یا در شرایط تغییرات نرخ تورم، به‌منظور کنترل نرخ سود حقیقی بانکی در حد مثبت نزدیک به صفر، با انعطاف‌پذیری حاشیه سود بانکی به‌گونه‌ای عمل شود که گویی نرخ سود تسهیلات به‌سمت افزایش و نرخ سود سپرده‌ها به‌سمت کاهش حرکت می‌کنند.

منابع و مآخذ

- احمدوند، محمدفهم، ۱۳۷۹. بررسی نقش صنعت بیمه در بازار سرمایه و تأمین وجوه مورد نیاز بخش‌های تولیدی، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۷۸. تحلیلی بر لزوم افزایش نرخ‌های سود بانکی، اداره بررسی‌های اقتصادی.
- پورفرج، علیرضا، ۱۳۷۱. عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران، (رساله کارشناسی، تهران، دانشگاه علامه طباطبائی).
- پوریان، حیدر، ۱۳۷۷. «عوامل مؤثر بر پس‌انداز در ادبیات اقتصادی و برداشتی از موانع پس‌انداز در ایران»، مجموعه مقالات هشتمین کنفرانس سیاست‌های ارزی و پولی، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.
- تفضلی، فریدون، ۱۳۷۵. اقتصاد کلان، نظریه‌ها و سیاست‌های اقتصادی، نی.
- تقوی، مهدی و مریم خلیلی عراقی، بهار ۱۳۸۳. «عوامل مؤثر بر سرکوب مالی و سلسله‌مراتب تأثیر آنها در اقتصاد ایران»، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، شماره ۲۲.
- تقوی، مهدی، ۱۳۸۳. (ترجمه)، بحران‌های مالی بین‌المللی، مجموعه مقالات، واحد علوم تحقیقات دانشگاه آزاد اسلامی.
- تقی‌پور، انوشیروان، ۱۳۸۰. «بررسی ارتباط بین کسری بودجه دولت، رشد پول و تورم در ایران»، مجله برنامه و بودجه، شماره ۶۶-۶۵.
- جیروند، عبدالله، ۱۳۶۶. توسعه اقتصادی، مولوی.
- راگنار، نرگس، ۱۳۴۸. مسائل تشکیل سرمایه در کشورهای توسعه نیافته، ترجمه عبدالله زندیه، مؤسسه تحقیقات اقتصادی دانشگاه تهران.

۱۶۰ رابطه نرخ سود بانکی و تولید در اقتصاد ایران

رحمانی، تیمور، ۱۳۷۰. *تحلیلی از تشکیل سرمایه در ایران و تخمین تابع سرمایه‌گذاری*، (رساله کارشناسی ارشد، تهران، دانشگاه تهران).

عباسیان، پرویز، ۱۳۵۱. *بازار سرمایه ایران*، (رساله کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران).

عظیمی، حسین، ۱۳۷۱. *مدارهای توسعه یافتگی در اقتصاد ایران*، نی، تهران.

کاتوزیان، محمدعلی همایون، ۱۳۷۷. *اقتصاد سیاسی ایران*، ترجمه محمدرضا نفیسی و کامبیز عزیزی، جلد ۲، مرکز.

مبصر، داریوش، ۱۳۸۰. «درس‌هایی از آزادسازی مالی»، *مجله اقتصادی، وزارت امور اقتصادی و دارایی*، شماره ۴ و ۵.

مجیدی، محمدرضا، ۱۳۸۰. *رابطه متقابل سرمایه‌گذاری با متغیرهای کلان*، (رساله کارشناسی، تهران، دانشگاه علامه طباطبائی).

نصراصفهانی، اسدالله، ۱۳۴۴. *نقش سرمایه‌گذاری در توسعه اقتصادی*، فرجی.

نوفرستی، محمد، ۱۳۷۸. *ریشه واحد و همجمعی در اقتصادسنجی*، مؤسسه خدمات فرهنگی رسا.

نکاتی در مورد نرخ‌های بهره بانکی، ۱۳۸۰. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بررسی‌های اقتصادی.

ویلیام اچ، برانسون، ۱۳۷۶. *اقتصاد کلان: تئوری‌ها و سیاست‌ها*، ترجمه عباس شاکری، نی.

کرمی، افشین، ۱۳۷۹. *ارزیابی متغیرهای مؤثر بر حجم پس‌انداز در ایران*، (رساله کارشناسی ارشد، تهران، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده اقتصاد).

Alan, Gelb & Hono Han, 1989. *Financial sector reforms in adjustment programs, policy, planning and research*, P. 169. Country economic report.

Chenery, H.B, Jan 1952. "Over Capacity and the Acceleration Principle" *Econometrica*, PP. 1-28.

Clark, J.Mi, March 1917. "Business Acceleration and the law of Demand: A Technical Factor in Economic Cycles", *Journal of Political Economy*.

Dilip K.Das, May 2003. "Emerging Market Economies: Financial Liberalization Endeavors and their impact" Toronto, Canada.

"Dynamic Saving Behavior in An Oil Dependent Economy, The Case of Trinidad and to Bago of Developmant Economics", 1992. NO.39, PP.247-261.

Eisner, Robert, June 1967. "permanent Income Theory for Investment: Some Empirical Explorations" *American Economic Review*, P.P363-389.

- Elisabeth, Springler, 2000. "Financial Liberalization and Employment Effect: the case Study of Greece", university of economics and business administration Vienna, Department of public economy.
- Francois, Crouzet, 1972. "Capital Formation in the Industrial Revolution", Debates in Economic History.
- G.B.Boker, 1973. Role of Credit in the Economic Development of Small Farm.
- Haavelmo, Theory of Investment, P. 216.
- Hashem Pesaran, M and Shin, young Cheol, 1990. "An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis".
- Hellman, Murdock and Stiglitz, 1997. "The Role of Government in East Asian Economic Development, In Comparative Institutional Analysis", clarendon Press, Oxford.
- J.Fry, 1995. "Money, Interest Rate and Banking in Economic Development". The John Hopkins University Press.
- Riedinger, J.M, 1994. "World Development", 22(3).
- Jaramillo-Vallejo, Jaime, 1993. Comment on the Role of State in Financial Markets By Stiglitz, Proc of the World Bank Annual Conference on Dev.Econ.
- Jorgenson, D.W, December 1971. "Economic Studies of the Investment Behavior. A survey". Journal of Economic Literature, P.P1111-1143.
- Keynes, J. M, 1936. "The General Theory of Employment, Interest and Money", New York: Harcourt, Brace and Company, P. 137, [4].
- Koiek, L.M, Distributed Lags and Investment Analysis, Amsterdam, 1954.
- Krishna, Raj, 1963. Farm Supply Response in India: a case Study of Punjab Region", Economic Journal, 83, pp.527-87
- Meyer. J. and E. Kuh, The Investment Decision Cambridge Mass, PP. 7-14.
- Meyer. J. and Robert R, Glauber, 1964. Investment Decision (Acceleration Residual Funds Hypothesis) Economic Forecasting and Public Policy, Boston.
- Miskell Raymond and James E.Zinser, "the Nature of the Saving Function in Developing Countries : A Survey of the Theoretical and Empirical Literature", Vol.11, No.1, March.
- Murdock and Stiglitz, 1993. "The Effect of Financial Repression In An Economy In An Economy With Positive Real Rates" Background Paper For World Bank, Policy Research Department, Washington, D.C.
- Murdock, Hellman and Stiglitz, 1997. "the Role of Government in East Asian Economic Development, in Comparative Institutional Analysis" Clarendon Press.

- P. Agrawal, 2001. "Interest Rates and Investment Levels: An Empirical Evaluation of Mckinon, Stiglitze and Neostructuralist of Economic Growth", university Enclave.
- P. Agrawal, June 2000. "Saving, Investment and Growth in South Asia", Indra Gandhi Institute of Development Research.
- Parhizgari, Ali Mathematical and Economy Models of Development Planning the Case of Iran.
- R. Mackinon, 1973. "Money and Capital in Economic Development", Washington D.C. Brooking Institute.
- Yusuf S. & K. peter, 1984. "Saving Behavior and its Implications for Domestic Resource Mobilization the Case of Corea", World Bank Staff Working Paper, No. 628.
- Sanderjan. V. and Subhash Thaker. Puli Invertment. Crowding Out and Growth: A Dynamic Model Applied to India and Korea. IMF Stapf Papers, Vol 27. No 4. 198.