

ارزیابی آثار توسعه نظام مالی بر تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی

فرشاد هیبتي *

نازی محمدزاده اصل **

واقعتهای آماری نشان می‌دهد که ایران به‌عنوان کشوری در حال توسعه از عملکرد مناسبی در دستیابی به نرخ مطلوبی از تشکیل پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در مقایسه با معیارهای جهانی برخوردار نبوده‌است. عواملی مانند سطح درآمد و توزیع آن، ساختار سنی جمعیت، ریسکهای سیاسی و اقتصادی و تغییر در سیاست‌گذاریها و رویه‌های قانونی، سبب می‌شوند سرمایه‌گذاران جهت دستیابی به شرایط ایمن سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه شده و به جای سرمایه‌گذاری در دارائیهای مالی (مانند سهام) در دارائیهای فیزیکی سرمایه‌گذاری نمایند، در عین حال حمایت از بخش پولی در مقابل بازار سرمایه، بالاتر بودن ریسک سرمایه‌گذاری در بورس در مقابل سرمایه‌گذاری در بخش ساختمان، و در مواردی نیز بازدهی کمتر آن و فقدان

* دکتر فرشاد هیبتي؛ عضو هیأت علمی پژوهشکده امور اقتصادی.

** نازی محمدزاده اصل؛ دانشجوی دکتری اقتصاد، عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز.

بازار اولیه کارآمد از دیگر دلایل عدم شکل‌گیری پس‌انداز در کشور محسوب می‌گردد. در این مقاله با بررسی رابطه توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی در قالب مدل رگرسیونی و تبیین پازل توسعه بخش مالی - رشد اقتصادی در قالب علیت گرنجری، اهمیت و تأثیرگذاری مثبت معیارهای سنجش بازار سرمایه شامل درجه نقدشوندگی و نقش بازار سرمایه در اقتصاد ملی بر رشد اقتصادی و نرخ تشکیل سرمایه مدنظر قرار گرفته است.

کلید واژه‌ها:

ایران، نظام مالی، رشد اقتصادی، توسعه، آزمون علیت گرنجری، مدل رگرسیونی Panel Data

مقدمه

مطالعات تجربی، مدل‌های نئوکلاسیکی رشد و واقعیت‌های اقتصادی؛ حاکی از وجود رابطه مثبت بین رشد اقتصادی و سطوح پس‌انداز ناخالص ملی و سرانه سرمایه‌گذاری است. تخصیص بهینه پس‌انداز و جهت بخشی به سرمایه‌گذاری، توان تولید در اقتصاد را افزایش می‌دهد.

مطالعات انجام شده در این زمینه نشان می‌دهند، هر عاملی که بر الگوی درآمد و مصرف افراد در طول دوره زندگی تأثیر داشته باشد بر سطح پس‌انداز آنها و در نتیجه بر نرخ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری ملی مؤثر خواهد بود. نرخ رشد اقتصادی، درآمد ملی، فرهنگ پس‌انداز، تورم، نقدینگی، نسبت شهرنشینی، جمعیت، ساختار سنی جمعیت، نرخ بیکاری، میزان تحصیلات، رشد و توسعه بازارهای مالی، امنیت و ثبات سیاسی، قوانین حقوقی مستحکم، تربیت نیروی انسانی متخصص در جهت مدیریت منابع و بسیاری از عوامل دیگر نیز وجود دارند که بر نرخ پس‌انداز و تشکیل سرمایه مؤثر بوده و به نوبه خود جای بحث و بررسی دارند.

یکی از مهمترین عوامل گسترش زمینه‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، توسعه بازارهای مالی، نهادها و ابزارهای این بازار و ارتباط آن با بدنه اقتصاد ملی است. توسعه بخش مالی تحت تأثیر عوامل متفاوتی مانند ساختار مناسب قانونی و سازوکار اجرایی بخشهای بازار مالی، ارتقای دانش سرمایه‌گذاری، تقویت و آموزش نیروی انسانی مجرب و متخصص جهت حضور در بازارهای مالی قرار می‌گیرد.

این مطالعه با بیان شواهد آماری به بررسی وضعیت پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در ایران پرداخته و کاستیهای آن را در مقایسه با دیگر کشورها و برنامه‌های توسعه اقتصادی مدنظر قرار می‌دهد. در بخش دوم مقاله، عوامل مؤثر بر فرایند پس‌انداز در کشور با استفاده از شواهد آماری مطالعه شده و در بخش آخر نیز ارتباط توسعه بازار مالی و توسعه اقتصادی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

ادبیات موضوع

«روستو» مرحله خیز اقتصادی را مرحله‌ای می‌داند که در آن نرخ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری از حدود ۵ درصد درآمد به بیش از ۱۲ درصد افزایش می‌یابد. «روزن اشتان رودن» شرط لازم برای فرارگرفتن اقتصاد در خط رشد و تداوم موفقیت آمیز آن را داشتن حداقل سرمایه‌گذاری می‌داند که این امر نیاز به سطوح بالای پس‌انداز دارد. «سامرز» کمی پس‌اندازها را مانعی جدی برای رشد اقتصادی به شمار آورده و مهمترین ریشه‌های افزایش بهره‌وری را پس‌انداز می‌داند، بگونه‌ای که ژاپن در سال ۱۹۸۶ با نرخ پس‌اندازی بیش از سه برابر آمریکا، نرخ رشدی معادل سه برابر در بهره‌وری تجربه نموده است.^۱ در مورد کشورهای در حال توسعه بویژه آسیای جنوب شرقی نیز نقش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری بسیار مهم و کلیدی شمرده شده‌اند. «ماسون» جریان تراکم سرمایه را شامل سه مرحله می‌داند: ۱. افزایش در حجم واقعی پس‌اندازها؛ ۲. بسیج منابع مالی پس‌انداز از طریق مؤسسات پولی و مالی؛ ۳. سرمایه‌گذاری وجوه پس‌انداز شده به منظور تراکم سرمایه مجدد.

در یک مفهوم کلی پس‌انداز ملی عبارتست از تفاوت تولید کل و مخارج کل. در نظام حسابهای مالی سازمان ملل وقتی صحبت از پس‌انداز ملی می‌شود، منظور بخشی از درآمد قابل تصرف ملی است که مصرف نمی‌شود. پس‌انداز ملی در اصل از دو عنصر مجزا تشکیل می‌شود: پس‌انداز دولت و پس‌انداز بخش خصوصی. معمولاً در کشورهای در حال توسعه پس از محاسبه پس‌انداز کل جهت تفکیک آن به اجزای خصوصی، دولتی و خارجی؛ ابتدا پس‌انداز خارجی و دولتی از طریق آمار تراز پرداختها و آمار مالی دولت بدست می‌آید و سپس پس‌انداز بخش خصوصی به‌عنوان مانده، محاسبه می‌گردد.^۲ بدین ترتیب آشکار است که محاسبه پس‌انداز در سطح کلان و خرد با مشکلاتی همراه می‌باشد و آمار پس‌انداز در تمامی کشورها شامل خطاهای

۱. فرزاد کریمی، «تأثیر پس‌انداز و سرمایه‌گذاری بر صادرات غیرنفتی کشور (۱۳۷۵-۱۳۳۸)»، مجله برنامه و بودجه، شماره ۵۶ و ۵۷.

۲. پژوهش پس‌انداز ملی در سالهای ۱۳۵۳ تا ۱۳۷۴»، اداره بررسیهای اقتصادی بانک مرکزی، ۱۳۷۵.

بسیاری است؛ اما هیچکدام از این خطاها در نتایج کلی و اساسی بدست آمده در رابطه با روند نرخ پس انداز ملی و ارتباط با سایر متغیرهای اقتصاد کلان، اثر قابل توجهی ندارد و در مطالعات می توان به آنها اتکا نمود. در ایران نیز پس انداز ملی براساس روشهای متداول محاسبات ملی در چارچوب حسابهای سازمان ملل و محدوده امکانات آماری کشور محاسبه می گردد.

از بعد ثنوریک، در یک اقتصاد بسته سطح پس انداز و سرمایه گذاری همواره مساوی است. در چنین شرایطی میزان تغییر در پس انداز به شکل مستقیم سبب تغییر در سرمایه گذاری می شود. اما در یک اقتصاد باز سرمایه گذاری را می توان از محل پس انداز خارجی نیز تامین مالی نمود و یا به عبارتی، از سرمایه گذاری خارجی استفاده کرد. بنابراین در چنین شرایطی کشور نمی تواند از سرمایه گذاری خارجی در ابعاد گسترده و بهینه استفاده نماید و مشارکت خارجی در روند سرمایه گذاری در کشور ناچیز است، پس انداز دولتی و خصوصی و جهت دهی به آنها از اهمیت بیشتری برخوردار شده و لزوم توجه آن بیش از پیش احساس می شود.

بدین ترتیب پس انداز و سرمایه گذاری دو روی یک سکه هستند و در شرایط ایده آل انتظار می رود که در کشورهای در حال توسعه که دارای ظرفیتهای خالی تولیدی بوده و زمینه های متنوعی برای سرمایه گذاری در اختیار دارند، نرخ رشد سرمایه گذاری و پس انداز بالا باشد و سیاستگذاریهایی هدفمند در این زمینه نیز در بخش خصوصی و دولتی شکل بگیرد.

روند پس انداز و سرمایه گذاری در ایران

از جمله شاخصهایی که در شناخت میزان بهینه پس انداز و سرمایه گذاری کاربرد فراوان دارد، نسبت پس انداز ناخالص داخلی و میزان تشکیل سرمایه ثابت به درآمد ناخالص ملی است. این دو نسبت نشان می دهند که چه میزان از تولید ناخالص ملی، پس انداز، و سپس سرمایه گذاری شده است. در یک تقسیم بندی کلی بر پایه

معیار سطح درآمد کشورها و با ذکر این نکته که ایران در این تقسیم‌بندی در گروه کشورهای با درآمد کمتر از متوسط جای دارد، (جدول ۱) این اطلاعات ارائه شده است. همانگونه که ملاحظه می‌شود، نسبت پس‌انداز به تولید ناخالص ملی در ایران از روند متناسبی برخوردار نبوده و در سالهای مختلف با فراز و نشیب همراه شده است. این نسبت در مقایسه با میانگین جهانی بیشتر و در مقایسه با کشورهای هم‌ردیف درآمدی با ایران کمتر می‌باشد. از سوی دیگر، این ناهمگونی در مورد نسبت تشکیل سرمایه به تولید ناخالص ملی نیز دیده می‌شود. از آنجا که به واسطه نرخ رشد جمعیت بالا، وجود ظرفیتهای خالی و تلاش برای جذب سرمایه خارجی در کشورهای کم درآمد و درآمد متوسط، میزان تشکیل سرمایه در مقایسه با کشورهای توسعه یافته بیشتر است، لذا پایین بودن این نرخ در ایران و نبود انسجام در نرخ و نحوه شکل‌گیری آن، ضرورت بررسی و اصلاح روند کنونی را اجتناب‌ناپذیر می‌کند.

با توجه به ارقام جدول شماره (۲) در پنج سال ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۱: میانگین نسبت تشکیل پس‌انداز به تولید ناخالص ملی، برای کشورهای با درآمد کمتر از متوسط ۲۹/۶ درصد بوده و در این دوره زمانی این نسبت برای ایران ۲۶/۶ درصد ثبت شده است. در فاصله زمانی مذکور، نسبت تشکیل سرمایه به تولید ناخالص ملی برای کشورهای با درآمد کمتر از متوسط ۲۶ درصد و برای ایران ۲۴/۹ درصد بوده است. در عین حال نسبت پس‌انداز به تولید ناخالص ملی برای کشورهای آسیای شرقی و حوزه اقیانوس آرام؛ بطور میانگین بیش از ۳۵ درصد، برای کشورهای شمال آفریقا و منطقه خاورمیانه؛ حدود ۳۰ درصد و نسبت تشکیل سرمایه به تولید ناخالص ملی برای این مناطق به ترتیب حدود ۳۲ درصد و ۲۱ درصد بوده است و برای کشورهایی مانند چین، سنگاپور و مالزی این نسبت بین ۳۵ تا بیش از ۴۰ درصد نیز ثبت شده است.

جدول ۱. نسبت تشکیل پس انداز ناخالص داخلی به تولید ناخالص
ملی به تفکیک گروههای درآمدی کشورها

۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۶	۱۹۹۵	۱۹۹۰	۱۹۸۵	۱۹۸۰	۱۹۷۵	
۲۴	۲۲/۷	۲۲/۶	۲۲/۱	۲۳/۴	۲۳	۲۳/۱	۲۴/۱	۲۳/۳	۲۴/۴	۲۴/۱	میانگین جهانی
—	۲۲/۲	۲۲/۲	۲۲/۸	۲۲/۹	۲۲/۴	۲۲/۳	۲۳/۶	۲۳	۲۴/۱	۲۴	کشورهای با درآمد بالا
۲۱/۳	۲۲/۳	۲۳	۲۲/۹	۲۳/۵	۲۳/۵	۲۳/۱	۲۴/۵	۲۴/۶	۲۴/۹	۲۴/۶	کشورهای با درآمد بالاتر از متوسط
۲۵/۴	۲۶	۲۵/۷	۲۵/۱	۲۶/۱	۲۶/۲	۲۶/۷	۲۶/۸	۲۵/۶	۲۶/۴	۲۵/۲	کشورهای با درآمد متوسط
۲۹/۶	۲۹/۸	۲۹/۹	۲۸/۷	۳۰/۲	۳۰/۴	۳۰/۹	۳۰/۵	۲۷/۶	۲۹/۲	۲۶/۲	کشورهای با درآمد کمتر از متوسط
۲۰/۱	۲۰/۳	۱۸/۲	۱۸/۷	۱۹/۶	۱۹/۷	۲۱/۵	۲۱/۳	۱۹/۶	۲۰/۵	۱۸/۳	کشورهای کم درآمد
۳۵/۱	۳۸/۱	۲۰/۲	۱۹/۱	۲۳/۶	۲۵/۹	۲۲/۷	۲۷/۱	۲۱	۲۶/۵	۳۳/۷	ایران

جدول ۲. نسبت میزان تشکیل سرمایه ثابت به درآمد ناخالص
ملی به تفکیک گروههای درآمدی کشورها

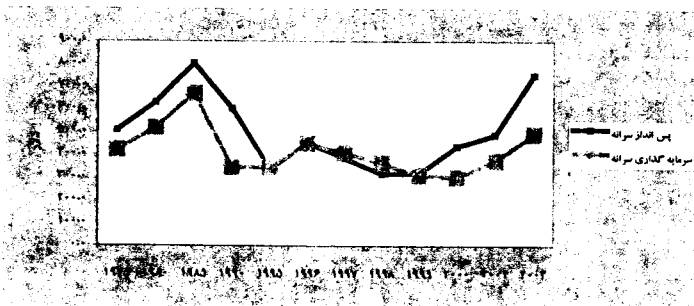
۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۶	۱۹۹۵	۱۹۹۰	۱۹۸۵	۱۹۸۰	۱۹۷۵	
۲۲/۳	۲۲/۰/۹	۲۱/۹	۲۲	۲۲/۱	۲۲	۲۱/۸	۲۳/۲	۲۱/۹	۲۴/۴	۲۳/۹	میانگین جهانی
—	۲۲	۲۲/۲	۲۲/۸	۲۲/۹	۲۲/۳	۲۲/۳	۲۳/۵	۲۳/۰	۲۴/۱	۲۴/۰	کشورهای با درآمد بالا
۱۹/۴	۲۰/۳	۲۲/۷	۲۳/۰	۲۳/۳	۲۲/۹	۲۳/۰	۲۴/۰	۲۳/۳	۲۴/۳	۲۴/۰	کشورهای با درآمد بالاتر از متوسط
۲۲/۵	۲۲/۷	۲۵/۷	۲۵/۱	۲۶/۱	۲۶/۲	۲۶/۷	۲۶/۸	۲۵/۶	۲۶/۴	۲۵/۱	کشورهای با درآمد متوسط
۲۵/۸	۲۵/۳	۲۵/۵	۲۶/۳	۲۷/۱	۲۸	۲۸/۴	۲۵/۷	۲۵/۸	۲۷/۳	—	کشورهای با درآمد کمتر از متوسط
۲۰/۴۵	۲۰/۳	۲۰/۶	۲۱/۵	۲۱/۹	۲۲/۹	۲۳/۳	۲۴/۳	۱۹	۱۹/۳	—	کشورهای کم درآمد
۳۰/۴	۳۷/۱	۱۹/۶	۲۲/۱	۲۵/۱	۲۵/۷	۲۳/۲	۱۵/۵	۱۷/۵	۲۱/۷	۲۸/۱	ایران

مأخذ: World Development Indicators, 2003.

علاوه بر نسبت‌های فوق، یکی از مهمترین شاخصهایی که در بررسی تشکیل سرمایه و پس‌انداز بکار برده می‌شود، سرمایه‌گذاری و پس‌انداز سرانه است. طی یک دوره بیست ساله، بررسی روند سرمایه‌گذاری و پس‌انداز سرانه در ایران حاکی از آن است که این شاخصها روندی کاملاً صعودی نداشته‌اند و میزان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری همراه با رشد جمعیت افزایش نیافته‌است و بدین ترتیب طبیعی خواهد بود که امکانات و زمینه‌های زندگی بهتر، صنایع پیشرفته‌تر، بازارهای توسعه یافته‌تر و ... فراهم نشده‌است. نمودار شماره (۱)، روند پس‌انداز و سرمایه‌گذاری سرانه در ایران را به قیمت‌های ثابت نشان می‌دهد.

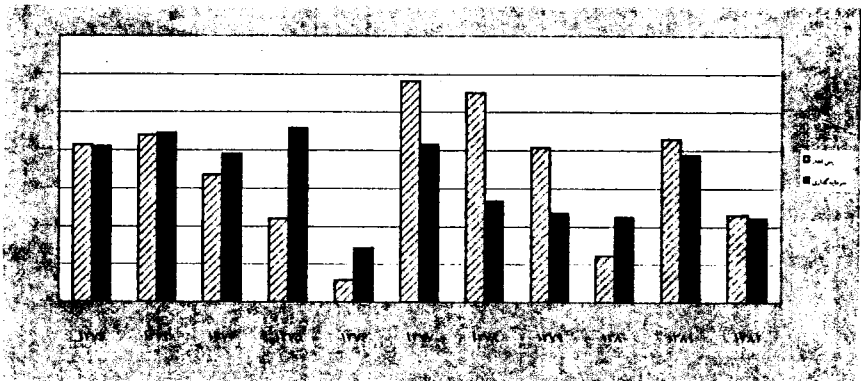
همانگونه که ملاحظه می‌شود پس‌انداز و سرمایه‌گذاری دارای روندی مشابه بوده‌اند ولی از سال ۱۹۹۹ به بعد میزان پس‌انداز بیشتر از سرمایه‌گذاری برآورد شده‌است. بررسی اطلاعات مربوط به روند رشد پس‌انداز و سرمایه‌گذاری نیز با استفاده از اطلاعات بانک مرکزی نشان می‌دهد که نرخ رشد پس‌انداز در ستایشه با سرمایه‌گذاری طی ۳ ساله گذشته فزونی داشته‌است. این اطلاعات در نمودار شماره (۲) ملاحظه می‌شود.

نمودار ۱. روند میزان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری سرانه در ایران به قیمت‌های ثابت (دلاری)



Source: World Development Indicator, 2003.

نمودار ۲. مقایسه نرخ رشد پس انداز و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص



منبع: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

نمودار شماره (۲) نشان می‌دهد که تا سال ۱۳۷۶ همواره نرخ رشد سرمایه‌گذاری بیشتر از نرخ رشد پس انداز بوده است. به عبارت دیگر به نظر می‌رسد که در برنامه اول توسعه اقتصادی نرخ رشد بالای سرمایه‌گذاری در کشور با سرعت و جدیت بیشتری مدنظر قرار داشته است و در این دوره بطور متوسط نرخ رشد تشکیل سرمایه بیش از ۳۰ درصد در سال برآورد می‌شود. از سال ۱۳۷۷ به بعد نرخ رشد پس انداز، آهنگ تندتری یافته و از سرمایه‌گذاری نیز پیشی گرفته است. تفاوت بین میزان پس انداز و سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران، طی پنج ساله گذشته سؤال برانگیز بوده است و جدای از برخی اشتباهات آماری عوامل دیگری را در این ارتباط مطرح می‌سازد که باید مورد بازبینی سیاستگذاران قرار گیرد.

عوامل مؤثر بر شکل‌گیری پس انداز و سرمایه‌گذاری در کشور

ایران به‌عنوان کشوری در حال توسعه نیازمند توجه و سیاست‌گذاری هدفمند

در امر پس‌انداز و سرمایه‌گذاری است. این مهم محقق نخواهد شد مگر با ایجاد زمینه‌های مناسب در جهت ایجاد فرهنگ و الگوی صحیح پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در کشور. برای این منظور شناخت عوامل مؤثر بر شکل‌گیری پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و تقویت و بهبود عوامل مثبت تأثیرگذار ضروری است. در زیر، برخی از عواملی که با شرایط اقتصادی - اجتماعی ایران همخوانی دارند و در ادبیات تشکیل پس‌انداز و سرمایه‌گذاری مدنظر قرار گرفته‌است، مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

الف) درآمد

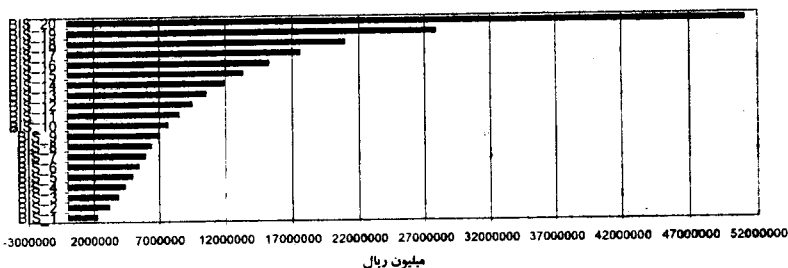
بدون شک یکی از مهمترین ارکان پس‌انداز وجود درآمد مناسب می‌باشد. با نگاهی به آمارهای درآمد سرانه در کشور طی سی سال گذشته ملاحظه می‌شود که درآمد سرانه مردم ایران به قیمت‌های ثابت حدود ۱۲۰ درصد کاهش یافته است. بر پایه اطلاعات بانک جهانی در سال ۲۰۰۱ درآمد سرانه مردم ایران بالغ بر ۱۶۴۹ دلار بوده و در همان سال نیز؛ درآمد سرانه در سنگاپور ۲۸۲۳۰، مالزی ۴۷۹۷، تایلند ۲۸۰۵ و ترکیه ۳۱۳۴ دلار برآورد شده است. براساس برنامه چهارم توسعه و چشم‌انداز بیست ساله اقتصاد ایران، در صورت استمرار نرخ رشد فعلی، درآمد سرانه (۲ تا ۳ درصد در سال) شکاف بین درآمد سرانه در ایران و کشورهای مذکور افزایش بیشتری یافته است و با توجه به نرخ رشد، متوسط درآمد این کشورها نسبت درآمد سرانه کره به ایران یازده و نیم برابر، مالزی چهار برابر، سنگاپور بیست و چهار برابر و تایلند نیز دو برابر خواهد شد.

آمارهای بودجه خانوار^۱ نیز حاکی از عدم وجود شرایط مناسب جهت پس‌انداز است. در سال ۱۳۸۲ بین هزینه و درآمد خانوار در شهر، ۳۳۰ هزار تومان کسری وجود داشته است و بر اساس همین آمار در سال ۱۳۷۶ شکاف بین هزینه و درآمد خانوار ۱۲۳ هزار تومان و در سال ۱۳۸۱ نیز، ۲۵۰ هزار تومان برآورد شده بود. همچنین آمار

بودجه خانوار حاکی از فاصله طبقاتی قابل توجهی بین دهکهای درآمدی است. همانگونه که در نمودار شماره (۳) نیز ملاحظه می‌شود، درآمد گروههای ثروتمند در دو دهک نه و ده به ترتیب حداقل یک و نیم و سه برابر بیشتر از میانگین کل جامعه بوده‌است و در دهک آخر درآمدی حدود بیست و پنج برابر بیش از دهک اول به چشم می‌خورد.

در این راستا، مطالعات انجام یافته پیرامون توزیع درآمد در ایران حاکی از آن است که شاخصهای توزیعی، وضعیت نامناسبی را نشان می‌دهند، اما در عین حال هر ساله شاخص توزیع درآمد در مقایسه با سالهای قبل اندکی بهبود یافته است. به نظر می‌رسد که شاید یکی از عوامل توضیح دهنده بهبود شاخص، گسترش طبقه متوسط کم درآمد باشد. به بیان دیگر، بررسی میزان درآمد گروههای مختلف درآمدی نشان می‌دهد که درآمد گروههای متوسط به سمت گروههای فقیر نزدیکتر شده و شکاف طبقاتی بین ثروتمندترین گروه با میانگین جامعه رو به افزایش است. چنین مسئله‌ای سبب گردیده که شاخصهای توزیعی، شرایط بهتری از توزیع درآمد را بیان کنند ولی به مفهوم دیگر گسترش طبقه کم درآمد را نشان می‌دهند.

نمودار ۳. حجم ریالی کل هزینه سرانه سالیانه در گروههای مختلف درآمدی برای جامعه شهری تهران



البته علیرغم اینکه چنین مسئله‌ای از بعد اجتماعی و اقتصادی در کشور تبعات منفی فراوانی به همراه داشته و به مرور منجر به ذوب طبقه متوسط در طبقه فقیر شده

است اما از زاویه‌ای دیگر می‌تواند به‌عنوان نشانه‌ای از پتانسیل بالا برای پس‌انداز در گروه‌های ثروتمند تلقی گردد. به عبارتی، همواره بخشی از جامعه ایران (شاید حدود ۲۰ درصد)، در شرایط مساعد اقتصادی و امنیتی، پس‌انداز قابل توجهی داشته و در صورت مسیر یابی صحیح و ایجاد بازارهای مالی مناسب امکان بهره‌برداری از آنها در جهت رشد و توسعه کشور فراهم خواهد شد.

یکی دیگر از عوامل مطرح در کشورهای در حال توسعه که موجب کاهش پس‌اندازها می‌شود، بی‌اعتمادی و متغیر بودن درآمد خانوارهاست. در چنین کشورهایی، گروه‌های فقیر و متوسط جامعه نسبت به درآمد خود اعتماد کافی ندارند و همواره انتظار کاهش آن را دارند. بنابراین شاهد هستیم که این گروه از خانوارها نسبت به خرید کالاهای سرمایه‌ای مصرفی مانند طلا و در ایران نیز خرید تلفن همراه اقدام می‌کنند. این مسئله بخصوص با توجه به فقدان زمینه‌های مناسب و مطمئن سرمایه‌گذاری، تقویت شده‌است و سبب گردیده تا پس‌انداز اغلب خانوارها محدود به زمینه‌های نقدی، سپرده‌گذاری در بانکها و بالاخره خرید کالاهای بادوام باشد.

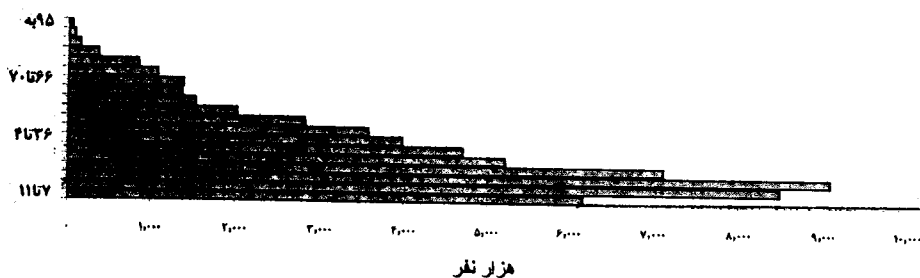
از دیگر دلایلی که پس‌انداز در کشورهای فقیر را تحت الشعاع خود قرار داده‌است، تفاوت امید به زندگی در این کشورها در مقایسه با کشورهای توسعه یافته است. مردم کشورهای در حال توسعه بخش نسبتاً کوتاهی از عمر خود را در دوره بازنشستگی سپری می‌کنند، بنابراین انگیزه‌های پس‌انداز در این کشورها بسیار کم‌رنگ بوده و اساساً پس‌انداز ماهیت واقعی خود را از دست داده‌است.

ب) ساختار سنی جمعیت

در همین راستا می‌توان عوامل دیگری را بر شمرد که موجب کندی روند پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در ایران شده‌است و نیاز به سیاست‌گذاریهای دولتی در این زمینه را گوشزد می‌نماید. از آن جمله می‌توان به عاملی مانند ساختار سنی جمعیت اشاره نمود. بر اساس مطالعات انجام شده هرچه نسبت افراد زیر بیست سال به افراد

۲۰۶۲ سال و یا نسبت افراد کهنسال و در سنین بازنشستگی به جمعیت شاغل افزایش داشته باشد، نرخ پس انداز ملی کاهش می یابد. بدین ترتیب در ایران که جوانان بخش بزرگی از جمعیت را تشکیل می دهند، از یک سو گروه بزرگی از جامعه تنها مصرف کننده هستند؛ و از سوی دیگر به دلیل نبود شرایط شغلی مناسب در گروه سنی جوانان میانگین دستمزدها پایین جای داشته و امکان پس انداز مناسب برای آنها وجود نخواهد داشت. (نمودار ۴)^۱

نمودار ۴. هرم سنی جمعیت در ایران در سال ۱۳۸۰



ج) ثروت

یکی دیگر از عوامل تعیین کننده پس انداز، ثروت است. بدین مفهوم که هرچه ارزش حال درآمد فرد در طول دوره زندگی او به علاوه ارزش خالص داراییهای او افزایش یابد، فرد نیاز کمتری به پس انداز احساس می کند. این مسئله بخصوص در شرایطی که قیمت کالاهای بادوام به علت تورم افزایش می یابد، حائز اهمیت است. نمونه های زیادی از کاهش نرخ پس انداز در شرایطی که قیمت ساختمان و زمین افزایش یافته است، وجود دارد.

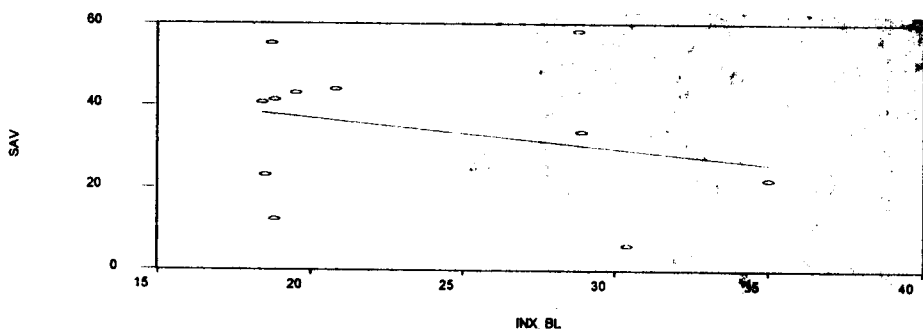
در نمودار زیر نرخ رشد پس انداز در کشور طی دهه گذشته و تغییرات شاخص

۱. سالنامه آماری مرکز آمار ایران، ۱۳۸۰.

مسکن به شکل نمودار پراکنش و خط رگرسیونی آن نشان داده شده است. همانگونه که ملاحظه می‌شود، رابطه منفی با ضریب $۲۷/۷$ بین این دو شاخص وجود دارد که می‌تواند به‌عنوان دلیلی بر این مدعا باشد.

نمودار ۵. نمودار پراکنش بین نرخ رشد پس‌انداز

و شاخص مسکن برای دوره ۱۳۸۳-۱۳۷۲

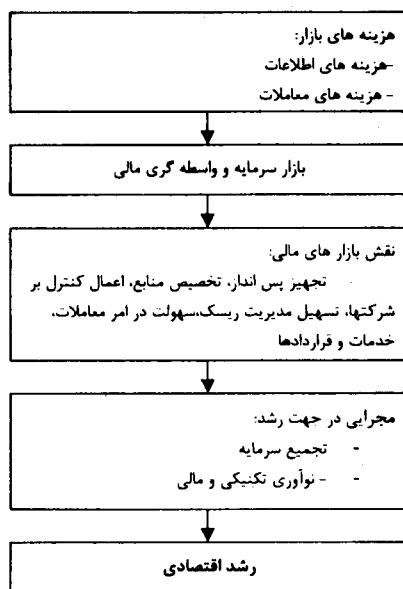


د) توسعه بازار مالی

یکی از مهمترین عوامل تأثیرگذار در شکل‌گیری انواع پس‌اندازها و هدایت آن به سمت سرمایه‌گذاری، توسعه بازارهای مالی است. برخی از مطالعات نشان می‌دهند که توسعه بازارهای مالی در ارتباط با پس‌انداز مانند شمشیر دو لبه عمل می‌کند؛ از یک طرف برخی از صاحب‌نظران بر این عقیده‌اند که توسعه بازارهای مالی قابلیت دسترسی به ابزارهای پس‌انداز را افزایش می‌دهد و بازده پس‌انداز را مناسب‌تر و همچنین استقراض را برای افراد سهل‌تر می‌کند، و بدین ترتیب موجب کاهش پس‌انداز می‌شود.^۱ اما از سوی دیگر، تجارب کشورهای مختلف و مطالعات متعدد تجربی در این زمینه بیان‌کننده این واقعیت است که توسعه بازار مالی اثر خالص مثبت

۱. بابومی ۱۹۹۳، استری لوی ۱۹۹۵.

بر پس انداز، تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی داشته است.^۱
 لواین در مطالعات خود در سال ۱۹۹۷^۲ فرایند تئوریک توسعه بخش مالی -
 توسعه اقتصادی را در قالب نمودار زیر بیان می‌کند:



لواین در این بررسی در مجموعه ۷۴ کشور در حال توسعه و توسعه یافته نشان می‌دهد که اثرات مشخص و محکمی بین توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی وجود دارد. به منظور این بررسی او در مطالعات خود سه رویکرد را مدنظر قرار داده است:

۱. از طریق محاسبه و سنجش بخش مالی (واسطه‌گری مالی)؛
 ۲. از طریق مقایسه گستردگی فعالیت شبکه بانکهای تجاری در مقایسه با بانک مرکزی در بخش واسطه‌گری مالی؛

۳. از طریق بررسی گستردگی راه‌های تزریق منابع از بخش مالی به سمت بخش

۱. ادواردز، ۱۹۹۵، جانسون ۱۹۹۶، هاریگان ۱۹۹۵، راس لواین ۱۹۹۸، ۱۹۹۹، ۲۰۰۱، ۲۰۰۰، چرننگ ۲۰۰۱ و کلی ۲۰۰۴.

2. Ross Levine, "Financial Development and Economic Growth: View and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35, pp.688-726.

خصوصی در مقایسه با بخش دولتی.

مطالعات در این زمینه نشان داد که توسعه هر یک از سه رویکرد بخش مالی بسیار با اهمیت است. به عنوان نمونه براساس ضرایب مدل تابلویی^۱ تخمین زده شده توسط وی «اگر آرژانتین سطح بالاتری از میزان توسعه یافتگی در بخش مالی در مقایسه با میانگین کشورهای در حال توسعه تجربه می‌کرد، این کشور می‌توانست در فاصله سالهای ۹۵-۱۹۶۰ یک درصد نرخ رشد سرانه تولید ناخالص ملی سریعتری را داشته باشد. همچنین از آن جا که در هندوستان میزان تزریق منابع از بخش مالی به بخش خصوصی کم است، در صورتیکه هندوستان سهم تزریق این منابع را افزایش می‌داد می‌توانست نرخ رشد تولید ناخالص سرانه را در حدود ۰/۶ درصد در هر سال افزایش دهد.»

در این ارتباط پازل رشد اقتصادی - توسعه بازارهای مالی مطرح می‌گردد که در یک جمع بندی سه تئوری برای آن معرفی شده است:^۲

در تئوری اول فرضیه "Finance-Led Growth" مطرح می‌شود. در اینجا فرض می‌شود که فرایند «عرضه - هدایت»^۳ بین بازار مالی و رشد اقتصادی ایجاد ارتباط می‌نماید. بر این اساس در صورت وجود یک بخش مالی قوی با زیر ساختها و نهادهای مالی، امکان تخصیص بهینه منابع محدود مالی از بخشهای دارای مازاد به سمت بخشهای دارای کسری فراهم شده و به دنبال خود سایر بخشهای اقتصادی را به سمت توسعه اقتصادی رهنمون می‌سازد. بنابراین بخش مالی کارا، رشد اقتصادی در بخشهای مختلف را سبب می‌شود (شومپتر ۱۹۱۲، لواین ۱۹۹۷).

در نقطه مقابل این فرضیه، فرضیه "Growth-Led Finance" قرار دارد. که بیان می‌کند رشد اقتصادی بالا می‌تواند تقاضای لازم جهت شکل‌گیری و ایجاد ابزارها

1. Panel

2. Keong Choong Chee, "Financial Development and Economic Growth in Malaysia: The Stock Market Perspective", *Economics Working Paper Arshive and WUSTL*, 2000.

3. Supply-Leading

و زمینه‌های توسعه بازار مالی را فراهم آورده و این بازارها ناچارند خود را با تقاضا و تغییرات ایجاد شده در بخشهای مختلف اقتصاد هماهنگ سازند. به بیان دیگر، این فرضیه بیان می‌کند که یک تقاضای پیرو^۱ بین بازارهای مالی و رشد اقتصادی وجود دارد.^۲

در فرضیه سوم، فرض بازخورد^۳ مطرح می‌شود این فرضیه بیان می‌کند، یک رابطه علی دو طرفه بین توسعه بازارهای مالی و عملکرد اقتصادی وجود دارد. در این فرضیه، عنوان می‌شود که یک کشور با بهره‌گیری از یک سیستم توسعه یافته بازارهای مالی می‌تواند، زمینه‌های رشد اقتصادی را از طریق تغییرات تکنیکی و نوآوری در خدمات و محصولات ایجاد نماید.^۴ از طریق این فرایند، شاهد ایجاد تقاضای قابل توجه برای محصولات و خدمات مالی خواهیم بود.^۵ بر این اساس توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی در قالبی مستقل و در عین حال مرتبط با یکدیگر می‌توانند بازخوردی علت و معلولی با یکدیگر داشته باشند. این مسئله در مطالعات «لواپنتل و خان ۱۹۹۹»^۶ بیش از دیگران مورد بررسی قرار گرفته است.

بخش مالی در اقتصاد ایران

بخش مالی در دو بازار پول و بازار اوراق بهادار هویدا می‌شود. به روشنی پیداست که در اقتصاد ایران دو کفه بازار پول و سرمایه به نفع بازار پول سنگینی می‌کند. ناتوانی بازار سرمایه در جذب سرمایه‌گذاران، نبود قوانین با پشتوانه اجرایی، فقدان انضباط و ثبات مالی در کشور و جهت‌گیریهای حمایتی دولت به سمت بخش خصوصی، سبب شده است که بازار سرمایه ایران دورتر از پتانسیل‌های واقعی خود ایفای نقش نماید.

1. Demand Following

۲. رابینسون ۱۹۵۲، رومر ۱۹۹۰.

3. Feedback

4. Joseph, Schmpeter, 1912.

5. Ross, Levine, 1997, pp.9۴.

براساس تقسیم‌بندی نظام‌های مالی از دو بعد پایه - بانک^۱ و پایه - اوراق بهادار^۲ (یا مبتنی بر بانک و مبتنی بر اوراق بهادار) نظام مالی در ایران مبتنی بر بانک است. در نظام مالی پایه - بانک، که به دلیل ارائه خدمات مالی پایه و فراگیر، شالوده اصلی نظام‌های مالی در اقتصادهای پولی را تشکیل می‌دهد، سرمایه‌گذاری یا اعطای اعتبار به روش غیرمستقیم صورت می‌گیرد. در این روش، به خصوص پس‌اندازکنندگان کوچک نزد واسطه‌های مالی - که عموماً بانکها و سایر نهادهای مالی سپرده‌پذیر هستند - اقدام به اندوختن پس‌انداز می‌نمایند. در روش سرمایه‌گذاری غیرمستقیم، بیشتر ابزارهایی که پیشروی پس‌اندازکنندگان قرار می‌گیرند در قالب انواع مختلف سپرده‌های بانکی کوتاه و بلندمدت هستند.

نظام مالی پایه - اوراق بهادار، به دلیل ابداعات پرشمار در زمینه ابزارها و نهادهای مالی، طی دهه ۱۹۶۰ میلادی تاکنون گسترش بسیاری، بویژه در اقتصادهای توسعه‌یافته و در حال رشد یافته است. در این نظام، سرمایه‌گذاری یا اعطای اعتبار به واحدهای تولیدی یا تجاری به شیوه مستقیم صورت می‌گیرد. در اینجا، اعتباردهندگان یا پس‌اندازکنندگان، وجوه مازاد خود را تبدیل به اوراق بهادار کوتاه و بلندمدت دولت، شهرداریها و بنگاههای اقتصادی می‌نمایند. این نوع مراودات و معاملات مالی در برگیرنده استفاده از اوراق بهادار در بازار مالی می‌باشند.

کانت، لواین و... نقش ساختار اقتصادی را بر رشد اقتصادی در بین کشورهای مختلف مورد بررسی قرار داده و دریافته‌اند که ساختارهای متفاوت بازار مالی بر پایه بانک و یا بازار اوراق بهادار، می‌تواند اثرات متفاوتی در میزان همبستگی و ارتباط توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی به همراه داشته باشد. به منظور بررسی این موضوع، آنها یک شاخص ترکیبی از اندازه و کارایی هر یک از این دو بخش ساخته و این شاخص را در بین کشورهای مختلف با یکدیگر مقایسه کردند. براساس این شاخص، کشورهایی که سهم بخش بانکی آنها از کل بازار مالی بیشتر است، در رده پایین جدول

1. Bank-Based Financial System

2. Securities Based Financial System

ارتباط بین توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی در مجموعه کشورهای بانک محور قرار دارند. هرچه ساختار بازار مالی به سمت توسعه بازار اوراق بهادار متمایل شده است، کشورها در رده بالاتری از این ارتباط قرار می‌گیرند.

نتایج بررسیهای آنها در این زمینه نشان می‌دهد که:

۱. بانکها، مؤسسات مالی غیربانکی و بازار اوراق بهادار در کشورهای ثروتمند بزرگتر، فعال‌تر و کارآتر می‌باشند. به عبارت دیگر، بطور متوسط توسعه یافتگی ساختار مالی در کشورهای ثروتمند بیشتر است؛

۲. بازار اوراق بهادار در کشورهایی با درآمد بالا، بسیار فعالتر و کارآتر در ارتباط با شبکه بانک عمل می‌کند؛

۳. با توسعه اقتصادی، ساختار مالی کشورها به سمت بازار محوری تمایل خواهد داشت.

براساس نوع نهادها، میزان تکامل و بازیگران اصلی بازار مالی کشور و همچنین سهم متغیرهایی مانند تشکیل سرمایه ثابت ناخالص و نسبت حجم معاملات در دو بازار پول و سرمایه به تولید ناخالص داخلی نظام مالی موجود در کشور را می‌توان بانک محور دانست. تجربه نزدیک به یک قرن بانکداری در اقتصاد ایران حاکی از آن است که علیرغم تأسیس و فعالیت نهادهای نظام مالی مبتنی بر اوراق بهادار، همچنان نظام مالی مبتنی بر بانک، حضور گسترده و فراگیر خود را با تأکید بر اقتصاد دولتی حفظ کرده است. بدین ترتیب، سیستم پولی از توسعه یافتگی ساختاری برخوردار شده است، ولی بازار مالی مبتنی بر اوراق بهادار هنوز به یک نظام ساختاری مستقل و فراگیر مجهز نشده و از ضعفهای متعدد در زمینه‌هایی مانند مدیریت، قانونگذاری، عدم استمرار در تصمیم‌گیریها، عدم اطلاع‌رسانی و شفاف‌سازی مناسب و فقدان سازوکار اجرایی رنج می‌برد.

جداول زیر تعدادی از شاخصهای بخش پولی و اوراق بهادار را طی دهه گذشته در اقتصاد کشور نشان می‌دهند.

جدول ۳. شاخصهای بخش پولی و بازار اوراق بهادار

شرح	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲
نسبت سپرده‌های غیردرداری به GDP	۲۴/۲	۲۵/۶	۲۵/۳	۲۶/۴	۲۴/۷	۲۳/۴	۲۶/۸	۲۵/۶	۲۸/۲
نسبت حجم معاملات بورس به GDP	۱	۱/۹	۰/۷	۱	۱/۲	۱/۶	۱/۲	۲/۵	۶/۱
نسبت ارزش بازار سهام به GDP	۱۱/۹	۱۳/۲	۹/۷	۸/۲	۱۰/۲	۰/۸۱	۱۲/۳	۱۲/۹	۲۸/۳
تهسیلات اعطایی به بخش خصوصی از کل وامهای اعطایی	۲۰/۱	۱۸/۲۴	۴۸/۴۱	۴۷/۱۸	۵۴/۰۷	۵۹/۵۶	۶۳/۶۵	۶۱/۳۳	۶۷/۲۲

منبع: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

این جدول نشان می‌دهد که طی چند سال اخیر سهم بازار سرمایه در اقتصاد کشور افزایش یافته و ارزش بازار در سال ۱۳۸۲ بالغ بر ۶/۱ درصد از تولید ناخالص ملی شده است. همچنین روند ریالی شاخصهای مذکور نیز بیان کننده نقش بازار سرمایه کشور طی چند سال اخیر می‌باشد (جدول ۴).

جدول ۴. متغیرهای بخش مالی

میلیارد ریال

شرح	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲
سپرده‌های غیردرداری	۴۴۱۰۵	۶۰۲۸۱	۷۰۹۸۳	۸۵۶۱۷	۱۰۵۹۳۸	۱۳۴۶۹۰	۱۷۸۰۰۱	۲۳۴۸۷۱	۳۰۹۲۴۰
ارزش جاری بازار سهام	۲۱۴۳۶	۳۱۱۶۴	۲۷۱۲۹	۲۶۵۸۵	۲۳۷۴۴	۶۲۴۸۷	۸۱۶۸۲	۱۱۷۷۷۳	۳۰۹۶۹۶
حجم معاملات بورس	۱۸۸۱	۳۳۸۲	۲۰۱۸	۳۱۷۰	۵۲۴۴	۹۱۷۷	۷۸۳۱	۲۲۷۷۶	۶۶۸۷۰
نقدینگی	۸۵۰۷۲	۱۱۶۵۵۳	۱۳۴۲۸۶	۱۶۰۴۰۲	۱۹۲۶۸۹	۲۹۴۱۱۱	۳۲۰۹۵۷	۴۱۷۵۲۴	۵۲۶۵۹۶
بدهی بخش غیردولتی به سیستم بانکی	۴۶۹۳۹	۶۱۴۳۹	۷۵۷۴۰	۹۸۲۰	۱۳۷۹۱۳	۱۸۰۷۸۱	۲۴۲۵۴۳	۳۲۷۰۷۳	۳۵۴۸۰۰
بدهی بخش دولتی به سیستم بانکی	۵۵۰۶۸	۶۵۹۱۶	۸۰۷۰۴	۱۰۹۹۷۶	۱۱۷۱۱۷	۱۲۲۷۸۵	۱۳۸۴۵۷	۲۰۶۲۱۷	۲۲۱۷۰۹

منبع: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

عوامل مؤثر بر شکاف توسعه، پول و سرمایه در کشور

بدون تردید توسعه بازار اوراق بهادار کشور نیازمند ایجاد زمینه‌ها و بسترهای مناسب است. شواهد حاکی از آن است در شرایطی که یک سرمایه‌گذار باریسک‌صفر و بدون پرداخت مالیات قادر است با سرمایه‌گذاری در بانکهای دولتی و خصوصی بطور میانگین، به ترتیب ۱۶ و ۲۳ درصد سود و در صورت خرید اوراق مشارکت تا سقف ۱۷ درصد نیز سود کسب نماید، عملاً در شرایط تصمیم‌گیری عقلایی، جذابیت سرمایه‌گذاری در بورس کاهش خواهد یافت.

جدول ۵. سهم هریک از بخشهای اقتصاد از میزان

تشکیل سرمایه در کشور

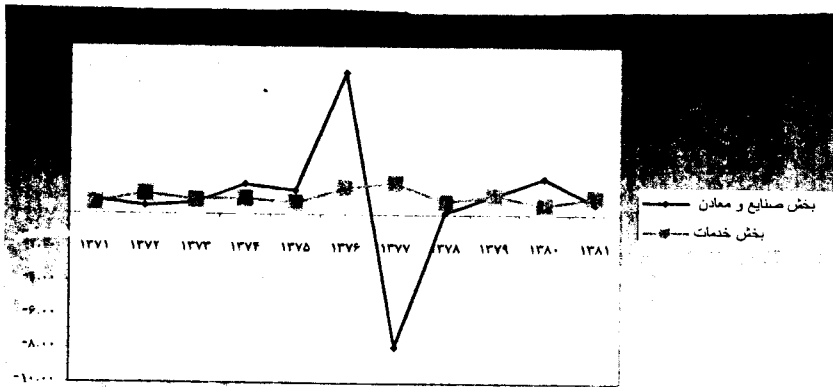
سهم خدمات	سهم صنایع و معادن	سهم نفت و گاز	سهم کشاورزی	
۶۱/۶	۲۷/۳	۵/۷	۵/۳	۱۳۷۵
۶۲/۱	۲۴/۶	۶/۶	۵/۷	۱۳۷۶
۶۷/۱	۲۲/۸	۴/۳	۵/۷	۱۳۷۷
۶۲/۹	۲۳/۶	۸/۲	۵/۳	۱۳۷۸
۶۲/۸	۲۵/۴	۶/۴	۴/۳	۱۳۷۹
۶۷/۷	۲۲/۱	۶/۳	۲/۹	۱۳۸۰
۶۵/۶	۲۳/۷	۶/۷	۲/۹	۱۳۸۱

منبع: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

در شرایطی که بورس اوراق بهادار متشکل از شرکتهای صنعتی باشد، ریسک صنعت که در مقایسه با بخشهای دیگر اقتصادی بیشتر است، به بازار سهام انتقال می‌یابد. همانگونه که جدول شماره (۵) ملاحظه می‌شود، طی سالهای اخیر بخش خدمات بیش از ۶۰ درصد تشکیل سرمایه در کشور و بخش صنعت تنها ۲۴ درصد در تشکیل سرمایه نقش داشته است. همچنین بررسیها حاکی از آن است که ریسک بخش خدمات در مقایسه با سایر بخشهای اقتصادی کمتر بوده‌است، که این امر را می‌توان یکی از عوامل توجیه‌کننده رشد نامتعادل این بخش در مقایسه با دیگر

بخشهای اقتصاد دانست. نمودار شماره (۶) میزان بهره‌وری نهایی سرمایه‌گذاری در دو بخش خدمات، صنایع و معادن را نشان می‌دهد. همانگونه که مشخص است، روند بهره‌وری سرمایه در بخش صنایع و معادن توأم با نوسانات شدید و به نوعی ریسک بیشتر در این بخش، در مقایسه با بخش خدمات است.

نمودار ۶. بهره‌وری نهایی سرمایه‌گذاری در دو بخش خدمات و صنایع و معادن



همچنین روند بازدهی در بورس به قیمت‌های ثابت و در مقایسه با نرخ تورم نشان می‌دهد، که بجز سال ۱۳۸۲، به دلایل متفاوتی مانند برداشتن سقف تغییرات قیمت سهام، ثبات سیاسی در کشور، رکود در بخش مسکن و ... بازدهی در بازار سهام در مقایسه با نرخ تورم بسیار بیشتر بوده و عملاً زمینه حضور گسترده سرمایه‌گذاران در سال ۱۳۸۳ را فراهم کرده است. اما در سالهای قبل از آن و در شش ماهه نخست سال ۱۳۸۳ میانگین بازدهی سرمایه‌گذاری در بورس با توجه به ریسک بالای سرمایه‌گذاری در آن و فقدان ابزار و نهادهای کاهش ریسک در این بازار، در شرایطی نبوده که بتواند سهم قابل توجهی از پس‌انداز بخش خصوصی را جذب نماید (جدول ۶).

جدول ۶. مقایسه تورم و بازدهی در بازار اوراق بهادار (میانگین تغییرات شاخص کل)

سال	۱۳۷۲	۱۳۷۳	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	شش ماهه ۱۳۸۳	میانگین کل دوره	میانگین سه ساله
تورم	۲۲.۸	۳۵.۱۸	۴۹.۳	۲۳.۲	۱۵	۱۸.۱	۲۰.۱	۱۲.۶	۱۱.۴	۱۵.۸	۱۵	۱۵	۲۱.۱	۱۴.۲۲۵
میانگین بازده بورس	-۷.۱۵	۷۱.۹۶	۱۲۲.۹۲	۲۵	۱۴۶۱	۶۹۲	۴۳۶۷	۳۴۸۲	۲۶.۳۷	۳۴۶۴	۱۲۲۷	۱۸.۸	۳۹.۵	۵۱.۱۲۷۵

این مسئله، بخصوص در ارتباط با اهمیت بازار سرمایه و نقش بازار اولیه، در ایجاد شرایط مناسب در راستای تجمع منابع مالی و تشکیل سرمایه مشهود است. چرا که علیرغم آنکه در دو سال گذشته نقش بازار سرمایه در اقتصاد بهبود یافته و تعداد سهامداران نیز با افزایش قابل ملاحظه‌ای روبرو بوده است، اما توسعه پایدار بازار سرمایه در گروی توسعه همه‌جانبه و چند بعدی آن خواهد بود.

طی سالهای ۸۲-۱۳۷۵ سهم تشکیل سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران در مقایسه با دیگر کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته بسیار ناچیز بوده است. همانگونه که در جداول ۷ و ۸ ملاحظه می‌شود، از مجموع ۹۵۸/۵ میلیارد ریال تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در کشور، طی سالهای ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۱، به شکل میانگین فقط ۲/۷ درصد حاصل از سازوکار عملیاتی در بورس بوده است.

جدول ۷. سهم بورس در تشکیل سرمایه ثابت ناخالص

سال	افزایش سرمایه در بورس (میلیارد ریال)	تشکیل سرمایه ثابت ناخالص (میلیارد ریال)	سهم در تشکیل سرمایه (درصد)
۱۳۷۵	۲۲۲۷/۱۰	۶۰/۵۳۴	۵/۳
۱۳۷۶	۱۰۰۰/۸۷	۶۹/۲۳۲	۱/۴
۱۳۷۷	۱۴۵۷/۲۶	۹۸/۰۳۹	۱/۵
۱۳۷۸	۳۳۰۱/۶۳	۱۲۴/۲۰۱	۲/۷
۱۳۷۹	۴۹۳۴/۰۸	۱۵۳/۴۶۲	۳/۲
۱۳۸۰	۲۵۹۲/۱	۱۹۳/۸۴۰	۱/۹
۱۳۸۱	۶۶۶۱/۱۰	۲۵۹/۱۴۳	۲/۶
۱۳۸۲	۱۰۰۱۸/۷۱	۳۱۹۲۹۶	۳/۱۴

جدول ۸. سهم افزایش سرمایه شرکتهای بورسی در

(درصد)

تشکیل سرمایه ثابت ناخالص

کشور	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲
آفریقای جنوبی	۳۲/۶۰	۵۴/۶۰	۰/۲۰	۴۹/۵۰
لوکزامبورگ	۱۶/۹۰	۴۸/۸۰	۵۷/۲۰	۴۱/۸۰
هنگ کنگ	—	—	۱۹/۸۰	۲۷/۸۰
تایوان	—	—	—	۲۶/۷۰
مالزی	۹/۷۰	۶/۶۰	۲/۲۰	۱۵/۴۰
انگلیس	۹/۰۰	۱۴/۲۰	۱۲/۲۰	۱۲/۶۰
استرالیا	۲۲/۶۰	۲۰/۹۰	۸/۹۰	۱۲/۵۰
اسپانیا	۴۲/۹۰	—	—	۱۱/۷۰
مالت	۵/۱۰	۱۶/۷۰	۲۱/۵۰	۱۱/۳۰
سوئیس	۱۹/۸۰	۳۳/۸۰	۴/۵۰	۱۰/۳۰
نیوزیلند	۳/۹۰	۷/۶۰	۹/۰۰	۱۰/۲۰
کانادا	۱۰/۲۰	۱۱/۱۰	۹/۷۰	۱۰/۰۰
برزیل	۱۱/۹	۵/۸۰	۲/۱۰	۷/۴۰
سنگاپور	—	۷/۸۰	۳/۴۰	۵/۷۰
فیلیپین	۷/۴۰	۶/۲۰	۱/۲۰	۵/۴۰
یونان	۴۶/۶۰	۳۵/۷۰	۴/۳۰	۵/۲۰
ایرلند	۱۳/۶۰	۲۳/۸۰	۱۶/۸۰	۵/۲۰
کره	۲۶/۹۰	۴/۵۰	۲/۵۰	۴/۵۰
ترکیه	۱۲/۸۰	—	۱۸/۱۰	۲/۱۰
پرو	۶/۴۰	۲/۹۰	۴/۲۰	۲/۹۰
اندونزی	—	۵/۹۰	۵/۹۰	۲/۵۰
ایتالیا	۱۱/۸۰	۴/۹۰	۶/۰۰	۲/۴۰
اتریش	۱/۷۰	۵/۰۰	۱/۸۰	۲/۳۰
اسلوانی	۲۳/۳۰	۱۴/۲۰	۲/۳۰	۲/۲۰
دانمارک	۹/۲۰	۱۸/۲۰	۱/۹۰	۲/۰۰
نروژ	۵/۴۰	۱۶/۰۰	۱۰/۲۰	۱/۹۰
ایران	۲/۷۰	۰/۹۰	۱/۹۰	۱/۷۰
فنلاند	۸/۶۰	۳۷/۵۰	۶/۳۰	۱/۶۰
ژاپن	—	۱/۴۰	۱/۶۰	۱/۵۰
ارژانتین	۱/۷۰	۱۲/۸۰	۰/۴۰	۱/۵۰
شیلی	۱۱/۳۰	۹/۰۰	۲/۱۰	۱/۱۰
لهستان	۲/۰۰	۲/۲۰	۱/۹۰	۰/۴۰
مکزیک	۰/۴۰	۱/۱۰	—	۰/۴۰
سریلانکا	۰/۵۰	۰/۵۰	۰/۱۰	۰/۲۰
آلمان	۴/۰۰	۶/۴۰	۰/۷۰	۰/۰۰
مجارستان	—	۰/۲۰	۰/۲۰	۰/۰۰
ایالات متحده آمریکا	۱۱/۱۰	۱۲/۵۰	۷/۰۰	—
فرانسه	۱۱/۵۰	—	—	—
هلند	۵۸/۹۰	—	—	—
پرتغال	۲۸/۹۰	۴۹/۸۰	—	—
سوئد	۶/۶۰	۲۹/۴۰	۲/۰۰	—
تایلند	۱۹/۲۰	۶/۶۰	۱۲/۰۰	—

منبع: FIBV.com

ارتباط بخش مالی و توسعه اقتصادی

در ارتباط با مدل سازی اثرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی تجربیات متفاوتی وجود دارد. درجه توسعه اقتصادی و توسعه بازارهای مالی، ساختار مالی کشورها برحسب اینکه بانک محور هستند و یا بازار محور، نقش دولتها در اقتصاد و جایگاه بازار سرمایه و ... از جمله عواملی هستند که در ساخت مدلها، کشف ارتباط و دستیابی به نتایج، مؤثر بوده است.

با بررسی مدلهایی که در این ارتباط مدنظر قرار گرفته اند، ملاحظه می شود که مدلهای مذکور در قالب مدلهای پانل^۱ و با تأکید بر متغیرهای پولی به عنوان نمودی از توسعه بازارهای مالی شکل گرفته و کمتر متغیرهای بازار سرمایه مورد استفاده قرار گرفته اند. در تحقیقی که لواین و زروس^۲ در سال ۱۹۹۸ انجام دادند برای بررسی اثر بازار سهام بر رشد اقتصادی، از دو نسبت حجم معاملات به کل ارزش سهام بورس و حجم معاملات به تولید ناخالص ملی استفاده کرده اند. مطالعات دیگر در این زمینه نیز اندازه بازار اوراق بهادار در اقتصاد و نقدشوندگی بازار را به عنوان متغیرهای اصلی در بازار سرمایه مدنظر قرار داده اند (چونگ و یوسوپ (۲۰۰۲)، یوجا و والو (۲۰۰۳)). روجینا و والن^۳ در سال ۲۰۰۳ در راستای مطالعات پیرامون اثرگذاری توسعه بخش مالی بر رشد اقتصادی مدل تابلویی را برای هفتاد و چهار کشور در طی سالهای ۱۹۶۱-۱۹۹۵ تخمین زدند. نتایج این بررسی حاکی از آن بود که اثرات توسعه بخش مالی در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته می تواند متفاوت باشد. در این بررسی مشخص گردید که در کشورهای کم درآمد اثرات سرمایه بر رشد اقتصادی غالباً از طریق انباشت سرمایه اثرگذار بوده است ولی در کشورهای با درآمد متوسط و بالا

1. Panel

2. Levine, Ross and Zervos, Sara, "Stock Markets, Banks and Economic Growth", *American Economic Review*, (1998), pp.88537-558.

3. Felix Rioja and Meven Valev, "Finance and Sources of Growth at Various Stages of Economic Development", Department of Economics, Georgia State University.

توسعه مالی منجر به افزایش بهره‌وری رشد اقتصادی شده است. به عبارت دیگر نتایج این بررسی تفاوت سطح درآمد و رشد اقتصادی را به‌عنوان عوامل مهم نزد سیاستگذاران در حیطه تصمیم‌گیریهایی سیاستی و خصوصاً توسعه بخش مالی گوشزد می‌نماید. در این مطالعه متغیرهای بدهی بخش خصوصی به سیستم بانکی، نسبت ارزش سهام معامله شده بر ارزش کل بازار به‌عنوان معیاری از درجه فعالیت بازار و ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص ملی، به معیاری از نقدشوندگی بازار شاخصهای توسعه بخش مالی با تأکید بر بازار سرمایه معرفی شده‌اند. این آزمون نشان می‌دهد که ارزش سهام معامله شده، اثرات مشخصاً مثبتی بر رشد اقتصادی و بهره‌وری اقتصادی بر جای می‌گذارد، اما تأثیر آن بر رشد سرمایه بی‌معنی است. همچنین اثر شاخص نقدشوندگی بر روی متغیرهای رشد اقتصادی، بهره‌وری اقتصادی و انباشت سرمایه به مراتب بیشتر و معنی‌دارتر بوده است.

در مورد ایران نیز بررسی در سال ۱۳۸۲ در ارتباط با رابطه بازارهای مالی و رشد اقتصادی انجام شده است، که نتایج متفاوتی در مقایسه با تجربه جهانی را نشان می‌دهد. در مطالعه مذکور، چهار متغیر نسبت سپرده‌های غیردیداری به تولید ناخالص ملی، نسبت دارایی بانکهای تجاری به مجموع داراییهای بانک مرکزی، نسبت اعتبار سیستم بانکی به بخش خصوصی و به کل دارایی نظام بانکی؛ و سرانجام نسبت اعتبارات بانکهای تجاری به بخش خصوصی به تولید ناخالص ملی مدنظر قرار گرفته است و اثرات آنها در رشد اقتصادی، رشد انباشت سرمایه سرانه و بهره‌وری سرمایه نیز بررسی شده است. نتایج، حاکی از آن بود که به دلیل وجود اثر غالب دولت در اقتصاد و تأثیرگذاری درآمدهای نفتی در کشورهای صادرکننده نفت بر رشد تولید ناخالص ملی، اثرات توسعه بخش پولی در مقایسه با دیگر کشورها (در مطالعه مذکور کشورهای آسیای جنوب شرقی) بسیار کم‌رنگ و در مواردی نیز منفی است. به

۱. مسعود نیلی و مهدی راستاد، «توسعه مالی و رشد اقتصادی: مقایسه کشورهای صادرکننده نفت و آسیای شرقی»، سیزدهمین کنفرانس سیاستهای پولی و مالی، (اردیبهشت ۱۳۸۲).

عبارتی، رابطه مثبت بین توسعه بخش پولی در ایران و سایر کشورهای مشابه و رشد اقتصادی، عملاً اثبات نشده است.

بدین ترتیب انتظار می‌رود شرایط خاص بازارهای مالی ایران و ساختار مالی مبتنی بر بانک از یکسو، و اقتصاد تک‌محصولی وابسته به درآمدهای نفتی و حضور دولت در اقتصاد از سوی دیگر، سبب شود که مبانی نظری پازل رشد اقتصادی - توسعه بازارهای مالی در بخش مالی ایران با اما و اگرهای متعدد روبرو باشد. همچنین در ساخت مدل، با تأکید بر بخش بازار سرمایه، کوچک بودن اثرگذاری این بخش در بازار مالی (به استثنای روند چند سال اخیر) و فقدان اطلاعات مطلوب سری زمانی در این ارتباط، برازش مدلی مناسب و قابل اتکا را با کاستی مواجه می‌سازد.

بر این اساس در این مطالعه ابتدا با استفاده از آزمون علیت گرنجری اثرات علی (دوطرفه و یک طرفه) توسعه بخش مالی بر رشد اقتصادی و تشکیل سرمایه مدنظر قرار می‌گیرد و سپس با استفاده از تجربیات ساخت مدل‌های رگرسیونی در این زمینه مدل تابلویی - که دربرگیرنده مجموعه اطلاعات سری زمانی و مقطعی کشورهای مختلف است بر میزان سرانه تولید به‌عنوان شاخصی برای تقسیم‌بندی اقتصادی آنها تأکید دارد - برازش می‌شود.

الف) آزمون علیت گرنجری

با توجه به مبانی نظری در زمینه عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی از طریق فرایند پس‌انداز - سرمایه‌گذاری و تأکید بر پازل رشد اقتصادی - توسعه بازار مالی، سه فرضیه «عرضه - هدایت»، «تقاضای پیرو» و «بازخورد» آزمون علیت گرنجری، در قالب یک مدل VAE^۱ مورد بررسی قرار می‌گیرد. مبنای این آزمون بررسی ارتباط علی دو متغیر با یکدیگر و پاسخ به این سؤال است که در کوتاه مدت و یا بلندمدت رابطه علیت،

چگونه شکل گرفته و آیا امکان پیش‌بینی هر متغیر با استفاده از متغیر دیگر کاربرد دارد یا خیر؟

در این تست، مدل رگرسیونی زیر مورد آزمون قرار می‌گیرد:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \dots + \alpha_i y_{t-i} + \beta_1 x_{t-1} + \dots + \beta_i x_{t-i}$$

$$x_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_{t-1} + \dots + \alpha_i x_{t-i} + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_i y_{t-i}$$

در اینجا فرض صفر بیان می‌کند که آیا ضرایب β_i ها صفر هستند یا نه؟

از آنجا که داده‌های سری زمانی در ایران در ارتباط با بازار سرمایه، محدوده‌ای حداکثر ۱۵ ساله را دربر می‌گرفت و باعث از دست رفتن بخشی از اطلاعات در قالب مدل مذکور می‌گردید؛ لذا از اطلاعات فصلی در فاصله زمانی فصل اول سال ۱۳۷۰ تا انتهای فصل اول ۱۳۸۳ استفاده شده است. در این بررسی به منظور یافتن ارتباط علی بین متغیرهای بازار سرمایه و توسعه اقتصادی، از متغیرهای نرخ رشد تولید ناخالص ملی به قیمتهای اسمی (rgdp)، نسبت ارزش جاری بازار سهام معامله شده به تولید ناخالص ملی (stm) و نسبت حجم سهام معامله شده در بازار سهام به تولید ناخالص ملی (stv) استفاده گردیده است. همچنین به منظور بررسی ارتباط نقدشوندگی بازار و توسعه اقتصادی، از متغیر نسبت ارزش جاری سهام معامله شده به ارزش جاری بازار سهام (tvtm) و به منظور بررسی ارتباط بازار سرمایه با تشکیل سرمایه در کشور این نسبت با نرخ تشکیل سرمایه در ماشین‌آلات (rinvm) مورد آزمون قرار گرفته است.

نتایج حاصل از آزمونهای مذکور با تأکید بر دوره زمانی کوتاه‌مدت، در جدول زیر

ملاحظه می‌شوند:

جدول ۹. Granger-causality test در قالب مدل

Vector Auto Regression Estimates

Probability F-Statistic	تعداد وقفه ها	رابطه علیت
۰,۰۸۷۱۲	۲,۱۹۷۵۹	۴ STm علیت گرنجری RGDP نمی باشد
۰,۰۲۴۹۱	۲,۱۲۸۲۸	۴ RGDP علیت گرنجری STm نمی باشد
۰,۰۱۲۷۱	۲,۶۵۵۵۲	۴ STv علیت گرنجری RGDP نمی باشد
۰,۰۸۸۲۱	۰,۸۷۲۳۵	۴ RGDP علیت گرنجری STv نمی باشد
۰,۶۴۴۶۱	۰,۴۴۴۳۳	۲ RGDP علیت گرنجری TvTm نمی باشد
۰,۰۰۰۲۲	۷,۰۳۳۶۵	۲ TvTm علیت گرنجری RGDP نمی باشد
۰,۶۵۵۴۱	۰,۶۱۳۵۵	۴ TvTm علیت گرنجری RINVM نمی باشد
۰,۰۸۰۲۷	۰,۸۸۷۸۵	۴ RINVM علیت گرنجری TvTm نمی باشد
۰,۰۵۵۳۶	۲,۵۳۶	۴ STm علیت گرنجری RINVM نمی باشد
۰,۱۰۱۱۳	۲,۰۸۶۵	۴ RINVM علیت گرنجری STm نمی باشد
۰,۶۴۵۵۱	۰,۶۲۷۸۵	۴ STv علیت گرنجری RINVM نمی باشد
۰,۰۶۰۲۳۵	۰,۶۹۱۴۴	۴ RINVM علیت گرنجری STv نمی باشد

نتایج، حاکی از آن است که با در نظر گرفتن وقفه ۴ دوره ای به عنوان معیار کوتاه مدت بر پایه تست گرنجری، یک رابطه علی دو طرفه با ضریب اطمینان ۹۰ درصد بین تغییرات در سهم ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص ملی و رشد اقتصادی وجود دارد. با افزایش طول وقفه‌ها، این ارتباط تا سطح معنی داری ۹۵ درصد یک طرفه شده و رشد اقتصادی به عنوان یک متغیر علی بر ارزش جاری بازار سهام تأثیر می‌گذارد.

در آزمون دوم با تأکید بر دوره کوتاه مدت یک ارتباط علی یک طرفه، از نسبت حجم معاملات به تولید ناخالص ملی با تغییرات تولید ناخالص ملی (رشد اقتصادی) وجود دارد. به عبارت دیگر، توسعه بخش مالی از نقطه نظر افزایش سهم حجم معاملات بازار سهام در اقتصاد کشور، بر نرخ رشد اقتصادی اثر خواهد گذاشت. این رابطه با افزایش طول وقفه‌ها در منطقه بحرانی قرار می‌گیرد و با وقفه ۱۲ فصلی (سه ساله) رد می‌شود.

در آزمون سوم، رابطه علی بین نرخ رشد اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام در کشور، مورد بررسی قرار گرفته است. این آزمون نشان می‌دهد که تنها با در نظر گرفتن وقفه ۲ فصلی، ارتباط یک طرفه از بخش مالی به رشد اقتصادی صادق است و با افزایش تعداد وقفه‌ها، این رابطه عملاً از بین می‌رود. بنابراین، نمی‌توان علیت گرنجری بین توسعه اقتصادی و نسبت نقدینگی در بازار سرمایه را تایید نمود.

در آزمون چهارم علیت گرنجری بین نرخ رشد تشکیل سرمایه در بخش ماشین‌آلات و نقدشوندگی بازار سرمایه، مورد آزمون قرار گرفته است. این آزمون نشان می‌دهد که هیچ رابطه علی بین این دو متغیر در اقتصاد ایران وجود ندارد و تغییر طول وقفه‌ها نیز تغییر ایجاد نمی‌نماید.

در آزمون پنجم علیت گرنجری بین نسبت ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص ملی و نرخ تشکیل سرمایه، حاکی از آن است که یک رابطه دو طرفه بین این دو متغیر وجود دارد و به عبارت دیگر، با در نظر گرفتن وقفه ۴ دوره‌ای در کوتاه‌مدت، توسعه بازار سرمایه از نقطه نظر ارزش جاری بازار سهام با تشکیل سرمایه در کشور، رابطه علی دو طرفه دارند. این رابطه با افزایش تعداد وقفه‌ها، کم شده و از بین می‌رود. در آخرین آزمون، رابطه علیت بین نسبت حجم معاملات و نرخ تشکیل سرمایه مدنظر قرار گرفته است. آزمون علیت نشان می‌دهد که در بلند مدت و کوتاه مدت عملاً هیچ رابطه علی بین این دو متغیر وجود ندارد.

ب) مدل رگرسیونی Panel Data

همانگونه که بیان شد، در بسیاری از مطالعات، به منظور بررسی کامل تر اثرات توسعه بخش مالی، خصوصاً بازار سرمایه بر رشد اقتصادی مدل رگرسیونی تابلویی، مدنظر قرار گرفته است. در این مطالعه نیز، به منظور بررسی اثرات بازار سرمایه (سهام) بر رشد اقتصادی، آزمونهایی در قالب مدل تابلویی برازش می‌شوند. به دلیل استفاده از اطلاعاتی یک دست، از مجموعه اطلاعات فدارسیون جهانی بورسها و آمار بانک

جهانی استفاده شده است. سری زمانی مورد استفاده، سالهای ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۳ را دربر داشته و ۳۶ عضو این فدراسیون که اطلاعات کاملی در اختیار قرار می‌داده‌اند، به‌عنوان مقطع آزمون مد قرار گرفته‌اند. با توجه به سایر مطالعات ذکر شده، دو متغیر اصلی مستقل که به‌عنوان شاخصهایی برای توسعه بازار سرمایه در نظر گرفته شده‌اند، عبارتند از:

۱. نسبت ارزش جاری سهام معامله شده به کل ارزش بازار سهام؛

۲. نسبت ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص ملی.

و به‌عنوان متغیرهای مستقل بر دو متغیر وابسته نرخ رشد اقتصادی و نرخ تشکیل سرمایه (نسبت تشکیل سرمایه به تولید ناخالص ملی) رگرس شده‌اند. نتایج رگرسیون‌های مذکور در مجموعه جداول (۱۰) و (۱۱) آمده است. همانگونه که ملاحظه می‌شود در سه رگرسیون اول، اثرات متغیرهای توسعه بازار سرمایه بر رشد اقتصادی، در مجموعه کشورهای با درآمد متوسط و بالا، کشورهای صنعتی و کشورهای در حال توسعه مدنظر قرار گرفته‌است. آزمون در نظر گرفته شده، یک مدل Panel می‌باشد که با در نظر گرفتن اندازه متفاوت اقتصاد کشورهای مورد نظر و تأثیرپذیری متفاوت هر یک از بازارهای سرمایه که منجر به وجود واریانس‌های متفاوت و به عبارتی ناهمسانی واریانس برای آنها می‌شود، به شکل Unweighted Statistics در قالب مدل Cross Section Weights آزمون شده‌اند. همچنین جهت از بین بردن اتورگرسیو ایجاد شده در مدلها و دستیابی به جوابهای مناسبتر، $AR(1)$ در مدل مورد استفاده قرار گرفته‌است.

نتایج بدست آمده از جداول (الف) تا (ج) حاکی از آن است که در کشورهای با درآمد متوسط و ثروتمند و همچنین به طور مشخص در کشورهای صنعتی، دو متغیر مستقل از درجه معنی داری بالایی برخوردار بوده و عملاً نشان می‌دهند که توسعه بخش مالی از دو بعد درجه نقدشوندگی بازار و فعالیت بازار سرمایه، رشد اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهند. همچنین نتایج جدول (ج) که آزمون مذکور را برای گروه

کشورهای با درآمد کمتر از متوسط نشان می‌دهد، نشانگر آن است که افزایش حجم معاملات جاری بازار سهام نسبت به تولید ناخالص ملی، دارای اثرات مثبت و معنی‌داری بر رشد اقتصادی می‌باشد؛ حال آنکه اثرات متغیر درجه نقدشوندگی بر رشد اقتصادی، بی‌معنی است.

از سوی دیگر از آن جا که معیار انتخاب کشورهای توسعه‌نیافته، پایین بودن سطح درآمد سرانه در کشورهای مذکور می‌باشد، لذا در مدل برازش شده، همسانی سایر متغیرهای بازار سرمایه و اقتصادی لحاظ نشده است. این مسئله خود را در ضرایب ثابت مدل و تفاوت دو برازش **Weighted** و **Unweighted** نشان می‌دهد. بررسی ضرایب ثابت در جدول (ج) و مقایسه آن با جداول (الف) و (ب)، حاکی از آن است که قطعاً متغیرهای دیگری بر رشد اقتصادی در کشورهای مذکور، اثرگذاری بیشتری داشته‌اند که خود را در بالاتر بودن ضریب ثابت رگرسیون برازش شده نشان داده‌اند. از جمله می‌توان به ساختار درآمدی متفاوت این کشورها و تأثیر پذیری آن از متغیرهای خاص درآمدی، مانند درآمدهای حاصل از صادرات کالاهای تک محصولی (مانند نفت برای ایران و شکر و قهوه برای کشورهای آمریکای جنوبی) و وجود سرمایه‌گذاری مستقیم قابل توجه خارجی در کشورهای آسیای جنوب شرقی اشاره نمود. همچنین ساختار کاملاً متفاوت بازار مالی کشورهای مورد نظر که طیف گسترده‌ای از بازارهای با محدودیت‌های بالای ورود و خروج سرمایه از یک سو و ارتباط کامل با بازارهای مالی دنیا از سوی دیگر را شامل می‌شود، در نتیجه‌گیری از مدل مذکور و نمود اثرات سایر متغیرهای جدای از بخش بازار سرمایه بر رشد اقتصادی، تأثیرگذار خواهد بود.

در گروه دوم از رگرسیون‌های برازش شده، متغیر وابسته نرخ تشکیل سرمایه به تولید ناخالص ملی مدنظر قرار گرفته است. بررسی رگرسیون‌های مذکور، نشان‌دهنده رابطه مثبت بین نسبت ارزش جاری بازار سهام با تولید ناخالص ملی و نرخ تشکیل سرمایه برای سه گروه رگرسیون‌های برازش شده و عدم معنی‌داری متغیر درجه نقد

شوندگی بازار، برای کشورهای توسعه یافته صنعتی و کشورهای در حال توسعه می‌باشد. این مسئله مشابه نتایجی است که «روچینا» و «والن» در مدل خود به دست آورده بودند. در عین حال بالا بودن ضریب توضیح دهنده‌ی مدل، برای هر سه گروه از رگرسیون‌های مذکور، بیان‌کننده اثر بخشی قابل توجه توسعه بازار سرمایه بر نرخ تشکیل سرمایه می‌باشد.

ARG	Argentina	GRE	Greece	SUT	South Africa	IRN	Iran, Islamic Rep.	IND	Indonesia
PER	Peru	ITL	Italy	UKN	United Kingdom	POL	Poland	KOR	Korea, Rep.
MEX	Mexico	DEN	Denmark	LUX	Luxembourg	AUS	Austria	NEW	New Zealand
USA	United States	GER	Germany	MLT	Malta	AST	Australia	PHI	Philippines
CHI	Chile	FIN	Finland	NOR	Norway	MLY	Malaysia	SIN	Singapore
BRA	Brazil	IRE	Ireland	SWE	Sweden	SRI	Sri Lanka	THA	Thailand
CAN	Canada	TUR	Turkey	SWZ	Switzerland	HOG	Hong Kong, China	JAP	Japan

جدول ۱۰. اثرات توسعه شاخصهای توسعه بازار سرمایه

بر رشد اقتصادی

(الف)

Dependent Variable: (GDPR?)
 Sample: 1990 2007
 Included observations: 11
 Total panel (unbalanced) observations: 111
 Convergence achieved after 1 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VAL?/GDP?)	0.211311	0.020113	10.50451	0.0000
LOG(VAL?/MAR?)	0.151333	0.021137	7.160901	0.0000
AR(1)	0.222338	0.020237	11.00000	0.0000
Fixed Effects				
_MEX-C	0.011347		0.113251	
_USA-C	0.019013		0.132013	
_CHI-C	0.000000		0.000000	
_CAN-C	0.019513		0.132000	
_GRE-C	0.002221		0.022221	
_ITL-C	0.000000		0.000000	
_DEN-C	0.011347		0.113251	
_GER-C	0.011347		0.113251	
_FIN-C	0.019513		0.132000	
_IRE-C	0.011347		0.113251	
_SUT-C	0.011347		0.113251	
_UKN-C	0.011347		0.113251	
_LUX-C	0.011347		0.113251	
_MLT-C				
_NOR-C				
_SWE-C				
_SWZ-C				
_ISR-C				
_POL-C				
_AUS-C				
_AST-C				
_HOG-C				
_KOR-C				
_NEW-C				
_SIN-C				
_JAP-C				
Weighted Statistics				
R-squared	0.222338	Mean dependent var	0.222338	
Adjusted R-squared	0.211333	S.D. dependent var	0.151333	
S.E. of regression	0.020113	Sum squared resid	0.020113	
F-statistic	11.00000	Durbin-Watson stat	1.100000	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.211333	Mean dependent var	0.211333	
Adjusted R-squared	0.200328	S.D. dependent var	0.151333	
S.E. of regression	0.020113	Sum squared resid	0.020113	
Durbin-Watson stat	1.111333			

Dependent Variable: (GDPR?)
 Sample: 1990 2007
 Included observations: 18
 Total panel (unbalanced) observations: 111
 Convergence achieved after 1 iteration(s)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VAL?/GDP?)	0.27174	0.12103	2.24509	0.0300
LOG(VAL?/MAR?)	0.088007	0.23690	0.37177	0.7107
AR(1)	0.22717	0.11907	1.90780	0.0611
Fixed Effects				
_USA-C	0.27174			
_CAN-C	0.05037			
_GRE-C	0.21233			
_ITL-C	0.18290			
_DEN-C	0.11201			
_GER-C	0.28809			
_FIN-C	0.19817			
_UKN-C			0.11368	
_LUX-C			13.00067	
_NOR-C			0.14729	
_SWE-C			0.14068	
_SWZ-C			1.21344	
_AUS-C			0.17741	
_HOG-C			0.17741	
Weighted Statistics				
R-squared	0.20107	Mean dependent var	0.21190	
Adjusted R-squared	0.19707	S.D. dependent var	0.21207	
S.E. of regression	0.80232	Sum squared resid	0.28808	
F-statistic	19.1088	Durbin-Watson stat	0.9108	
Prob(F-statistic)	0.00000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.27174	Mean dependent var	0.23421	
Adjusted R-squared	0.22937	S.D. dependent var	0.21388	
S.E. of regression	0.80232	Sum squared resid	0.28808	
Durbin-Watson stat	0.9108			

Dependent Variable: (GDPR?)
 Sample: 1990 2007
 Included observations: 18
 Total panel (unbalanced) observations: 111
 Convergence achieved after 11 iteration(s)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VAL?/GDP?)	0.029208	0.10263	0.28429	0.7772
LOG(VAL?/MAR?)	-0.29913	0.102998	-2.91121	0.0020
AR(1)	0.224800	0.11197	1.99030	0.0588
Fixed Effects				
_ARG-C	0.81232			
_PER-C	0.10168			
_BRA-C	0.07232			
_TUR-C	0.04722			
_SUT-C	0.03208			
_IRN-C	0.11000			
_IRN-C			0.11000	
_MLY-C			0.11000	
_SRI-C			0.11000	
_IND-C			0.81232	
_PHI-C			0.11000	
_THA-C			0.11000	
Weighted Statistics				
R-squared	0.16888	Mean dependent var	0.20000	
Adjusted R-squared	0.10291	S.D. dependent var	0.21182	
S.E. of regression	0.90732	Sum squared resid	0.28808	
Log likelihood	-272.1729	F-statistic	0.11000	
Durbin-Watson stat	0.88096	Prob(F-statistic)	0.00000	
Unweighted Statistics				
R-squared	0.10232	Mean dependent var	0.21191	
Adjusted R-squared	0.10509	S.D. dependent var	0.21217	
S.E. of regression	0.90732	Sum squared resid	0.28808	
Durbin-Watson stat	0.88096			

جدول ۱۱. اثرات توسعه شاخصهای توسعه بازار سرمایه

بر نرخ تشکیل سرمایه

(الف)

Dependent Variable: (INV?)

Sample: ۱۹۹۰ ۲۰۰۳

Included observations: ۱۴

Total panel (unbalanced) observations ۳۱۱

Convergence achieved after ۱۰ iteration(s)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VAL?/GDP?)	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
LOG(VAL?/MAR?)	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
AR(1)	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
Fixed Effects				
_MEX-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_USA-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_CHI-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_CAN-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_GRE-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_ITL-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_DEN-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_GER-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_FIN-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_JRE-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_SUT-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_UKN-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_LUX-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_MLT-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_NOR-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_SWE-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_SWZ-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_ISR-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_POL-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_AUS-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_AST-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_HOG-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_KOR-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_NEW-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_SIN-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_JAP-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
Weighted Statistics				
R-squared	۰.۰۰۰۰۰۰	Mean dependent var	۰.۰۰۰۰۰۰	
Adjusted R-squared	۰.۰۰۰۰۰۰	S.D. dependent var	۰.۰۰۰۰۰۰	
S.E. of regression	۰.۰۰۰۰۰۰	Sum squared resid	۰.۰۰۰۰۰۰	
F-statistic	۰.۰۰۰۰۰۰	Durbin-Watson stat	۰.۰۰۰۰۰۰	
Prob(F-statistic)	۰.۰۰۰۰۰۰			
Unweighted Statistics				
R-squared	۰.۰۰۰۰۰۰	Mean dependent var	۰.۰۰۰۰۰۰	
Adjusted R-squared	۰.۰۰۰۰۰۰	S.D. dependent var	۰.۰۰۰۰۰۰	
S.E. of regression	۰.۰۰۰۰۰۰	Sum squared resid	۰.۰۰۰۰۰۰	
Durbin-Watson stat	۰.۰۰۰۰۰۰			

(ب)

Dependent Variable: (INV?)

Sample: ۱۹۹۰ ۲۰۰۳

Included observations: ۱۴

Total panel (unbalanced) observations ۱۸۸

Convergence achieved after ۱۳ iteration(s)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VAL?/GDP?)	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
LOG(VAL?/MAR?)	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
AR(1)	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
Fixed Effects				
_USA-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_CAN-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_GRE-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_ITL-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_DEN-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_GER-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_FIN-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_UKN-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_LUX-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_NOR-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_SWE-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_SWZ-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_AUS-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_HOG-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
_JAP-C	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
Weighted Statistics				
R-squared	۰.۰۰۰۰۰۰	Mean dependent var	۰.۰۰۰۰۰۰	
Adjusted R-squared	۰.۰۰۰۰۰۰	S.D. dependent var	۰.۰۰۰۰۰۰	
S.E. of regression	۰.۰۰۰۰۰۰	Sum squared resid	۰.۰۰۰۰۰۰	
F-statistic	۰.۰۰۰۰۰۰	Durbin-Watson stat	۰.۰۰۰۰۰۰	
Prob(F-statistic)	۰.۰۰۰۰۰۰			
Unweighted Statistics				
R-squared	۰.۰۰۰۰۰۰	Mean dependent var	۰.۰۰۰۰۰۰	
Adjusted R-squared	۰.۰۰۰۰۰۰	S.D. dependent var	۰.۰۰۰۰۰۰	
S.E. of regression	۰.۰۰۰۰۰۰	Sum squared resid	۰.۰۰۰۰۰۰	
Durbin-Watson stat	۰.۰۰۰۰۰۰			

Dependent Variable: (INV?)
 Sample: 1990 2003
 Included observations: 14
 Total panel (unbalanced) observations 140
 Convergence achieved after 18 iteration(s)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VAL?/GDP?)	۱,۰۸۸۲۰۶	۰,۴۵۲۲۱۹	۲,۴۰۶۳۱۴	۰,۰۱۷۲
LOG(VAL?/MAR?)	۰,۴۹۴۷۷۲	۰,۴۵۸۱۳۸	۱,۰۷۹۹۶۴	۰,۲۸۱۹
AR(1)	۰,۶۹۲۰۶۸	۰,۰۶۲۸۸۱	۱۱,۰۰۶۰۴	۰,۰۰۰۰
Fixed Effects				
_ARG--C	۳۵,۴۱۰۲۲		_JRN--C	۴۴,۵۴۷۲۸
_PER--C	۴۰,۳۰۸۸۵		_MLY--C	۴۷,۲۳۴۲۵
_BRA--C	۳۸,۳۹۵۰۴		_SRI--C	۴۴,۶۱۵۸۶
_TUR--C	۳۹,۰۲۱۰۲		_IND--C	۳۹,۴۱۹۴۲
_SUT--C	۳۲,۳۱۲۳۸		_PHI--C	۳۸,۲۲۳۵۶
			_THA--C	۴۴,۹۳۰۰۰
Weighted Statistics				
R-squared	۰,۹۷۱۹۱۱	Mean dependent var	۳۶,۳۳۸۲۶	
Adjusted R-squared	۰,۹۶۹۰۲۴	S.D. dependent var	۱۸,۴۸۳۵۱	
S.E. of regression	۳,۲۵۳۱۰۷	Sum squared resid	۱۳۳۲,۴۲۱	
Log likelihood	-۲۵۲,۰۷۱۶	F-statistic	۲۱۸۰,۶۶۰	
Durbin-Watson stat	۱,۷۰۷۸۲۹	Prob(F-statistic)	۰,۰۰۰۰۰۰	
Unweighted Statistics				
R-squared	۰,۸۱۹۱۴۸	Mean dependent var	۲۳,۲۲۰۲۵	
Adjusted R-squared	۰,۸۰۰۴۸۹	S.D. dependent var	۷,۲۸۳۱۶۸	
S.E. of regression	۳,۲۵۳۱۴۸	Sum squared resid	۱۳۳۲,۴۵۵	
Durbin-Watson stat	۱,۵۹۸۶۰۰			

نتیجه گیری

شکل‌گیری پس‌انداز و تجهیز آن به سمت سرمایه‌گذاری و توسعه بازارهای مالی، به‌عنوان یک عامل تأثیرگذار، از جمله عوامل مهم رشد اقتصادی محسوب می‌شوند. این مطالعه به بررسی وضعیت تشکیل سرمایه و پس‌انداز در کشور و مقایسه آن با دیگر کشورهای در حال توسعه مشابه ایران پرداخته و با تأکید بر شواهد آماری و مقایسه تطبیقی، علل ضعف و نامناسب بودن شاخصهای مذکور را مدنظر قرار داده‌است. در این راستا، برپایه تجربیات و مطالعات جهانی، توسعه بخش مالی به‌عنوان یکی از مهمترین متغیرهای تأثیرگذار، مدنظر قرار گرفته‌است. نتایج این بررسی حاکی از آن است که:

ماهیت پس انداز در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه یکسان است، ولی در فضایی متفاوت شکل می‌گیرد. در کشورهای در حال توسعه، فقر یک واقعیت فراگیر می‌باشد که تبعات آن به چند عامل کلیدی تبدیل گشته است و اجازه تشکیل پس انداز به شکل منسجم، و به دنبال آن، ایجاد شرایط مناسب برای سرمایه گذاری را نمی‌دهد. از آن جمله می‌توان به کاهش ۱۲۰ درصدی درآمد سرانه کشور طی ۳۰ سال گذشته، شکاف بین درآمد و هزینه سالیانه خانوارهای شهری بالغ بر ۳۳۰ هزار تومان، گسترش طبقه کم درآمد به سمت گروه‌های فقیرتر، جوانی جمعیت و فقدان درآمد و کار مناسب برای این گروه، اشاره نمود.

از سوی دیگر، خانوارهای ایرانی، در شرایط فقدان فرهنگ پس انداز و شکل نگرفتن بازار و ابزارهای مالی توسعه یافته که از پشتوانه قانونی و اجرایی مناسب برخوردار باشند، پس انداز را در خرید کالاهای مصرفی بادوام و نزدیک به پول نقد خلاصه کرده‌اند. لذا بخش دوم این بررسی، بازار مالی کشور و خصوصاً گسترش نقش بورس و بازار سرمایه را با تأکید بر چند سال اخیر مدنظر قرار داده است. بررسیها در این زمینه نشان می‌دهند که حضور گسترده بانکها در بازار مالی و تکیه آنها بر قدرت دولت مرکزی باعث شده بخش مالی در کشور، بانک محور بوده و بازار سرمایه زمینه‌های لازم برای رشد و تجهیز منابع را در اختیار نداشته باشد. وجود زمینه‌های جذب پس انداز با ریسک کم‌تر و بازدهی بالاتر در خارج از بازار سرمایه، فقدان نهادها و ابزارهای کاهنده ریسک و تأثیرپذیری بورس از شرایط سیاسی و تصمیم‌گیریهای دولت، باعث شده که ریسک سرمایه گذاری در این بازار بالا باشد و لزوم سیاستگذاری مجدد در این زمینه را تأکید می‌کند.

بر این اساس با توجه به مبانی نظری در زمینه عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی، از طریق فرایند پس انداز - سرمایه گذاری و تأکید بر پازل رشد اقتصادی - توسعه بازار مالی، سه فرضیه «عرضه - هدایت»، «تقاضای پیرو» و «بازخور»، براساس آزمون علیت گرنجری در قالب یک مدل (VAE) برای چند شاخص در بازار سرمایه و رشد

اقتصادی آزمون شده است.

نتایج، حاکی از آن است که در کوتاه مدت بین نرخ رشد اقتصادی و نسبت ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص ملی، علیت گرنجری وجود دارد. این رابطه در بلند مدت یک طرفه شده و از سمت رشد اقتصادی بر ارزش جاری بازار سهام است. همچنین توسعه بخش بازار اوراق بهادار از نقطه نظر افزایش سهم حجم معاملات بازار سهام در اقتصاد کشور، روی نرخ رشد اقتصادی اثر خواهد گذاشت. این رابطه با افزایش طول وقفه‌ها و در بلندمدت، رد می‌شود. آزمون علیت گرنجری هیچ رابطه علی بین نرخ رشد تشکیل سرمایه در بخش ماشین‌آلات و نقدینگی بازار سرمایه را نشان نداده و در دوره بسیار کوتاه مدت، رابطه علی یک طرفه از نقدینگی بازار سهام بر رشد اقتصادی وجود دارد. همچنین رابطه علی دو طرفه بین نسبت ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص ملی و نرخ تشکیل سرمایه در کوتاه مدت، برقرار بوده ولی این رابطه بین نسبت حجم معاملات با تولید ناخالص ملی و نرخ تشکیل سرمایه وجود ندارد.

همچنین به منظور بررسی اثرات توسعه بازار سرمایه بر رشد اقتصادی و نرخ تشکیل سرمایه در دو مجموعه رگرسیون، برای سه گروه از کشورها (کشورهای توسعه یافته با درآمد متوسط و بالا، کشورهای صنعتی توسعه یافته و کشورهای در حال توسعه)، مدل تابلویی (Panel Data) در قالب یک مدل Cross Section Weights مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج این بررسی حاکی از آن است که در کشورهای توسعه یافته و صنعتی، دو متغیر درجه نقد شوندگی بازار و فعال بودن بازار، اثر مثبت و معنی داری بر رشد اقتصادی دارند. مقایسه این نتیجه برای کشورهای کم درآمد، نشان می‌دهد که ضریب نقدشوندگی معنا دار بوده و متغیر فعالیت بازار بر رشد اقتصادی بی اثر می‌باشد. در عین حال، وجود اثرات ثابت بالا در رگرسیون سوم، حاکی از تأثیرگذاری عوامل غالب دیگری بر رشد اقتصادی است که ناشی از ساختار درآمدی و بازار سرمایه متفاوت کشورهای مذکور می‌باشد. همچنین در رگرسیون‌هایی که اثرات متغیرهای توسعه بازار سرمایه را بر نرخ تشکیل سرمایه مدنظر قرار داده است،

نتایج نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت معنی‌دار بین نقش درجه نقدشوندگی بازار سرمایه با نرخ تشکیل سرمایه در هر سه گروه کشورهای مورد نظر و عدم معنی‌داری نسبت ارزش سهام معامله شده به ارزش جاری بازار سهام در مورد دو گروه کشورهای صنعتی و در حال توسعه بود.

بنابراین با توجه به نتایج آزمونهای انجام شده و ویژگیهای بورس اوراق بهادار کشور که هنوز در مرحله نوزایی می‌باشد، به نظر می‌رسد که باید موارد زیر را مدنظر قرار داد:

با تدوین نظام حقوقی کارآمد و قوانین مؤثر، ایجاد ثبات و امنیت در سیاست‌گذاری، تسهیل نوآوریهای مالی و طراحی ابزارها و نهادهای مالی لازم در کشور، تعمیق دانش سرمایه‌گذاری نزد دست‌اندرکاران بازار اوراق بهادار و در نهایت گسترش فرهنگ سهامداری نزد خانوار ایرانی را توسعه بخشید، تا شاهد شکل‌گیری فرایند پایدار پس‌انداز - سرمایه‌گذاری - توسعه اقتصادی در کشور باشیم.

فهرست منابع:

۱. «پژوهش پس‌انداز ملی در سالهای ۱۳۷۴-۸۲۵۳». اداره بررسیهای اقتصادی بانک مرکزی، ۱۳۷۵.
۲. «تحلیل بازار سهام در سال ۱۳۸۲». بخش اول و دوم، مؤسسه توسعه صنعت سرمایه‌گذاری ایران، (شهریور ۱۳۸۲).
۳. سالنامه آماری مرکز آمار ایران، (سال ۱۳۸۰).
۴. کریمی، فرزاد. «تأثیر پس‌انداز و سرمایه‌گذاری بر صادرات غیر نفتی کشور (۱۳۳۸-۱۳۷۵)». مجله برنامه و بودجه، شماره ۵۶ و ۵۷.
۵. نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۶. نیلی، مسعود و راستاد، مهدی. «توسعه مالی و رشد اقتصادی: مقایسه کشورهای صادرکننده نفت و آسیای شرقی». سیزدهمین کنفرانس سیاستهای پولی و مالی، (اردیبهشت ۱۳۸۲).
7. Chee Keong Choong. "Financial Development and Economic Growth in Malaysia: The Stock Market Perspective", 2000.
8. www.fibv.com
9. Felix Rioja and Meven Valev. "Finance and Sources of Growth at Various Stages of Economic Development". *Department of Economics.*, Georgia State University.
10. Greenwood, Jeremy and Smith, Bruce. "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets"., *Journal of Economic Dynamics and Control*, (January 1997).
11. Kelly, J. Benchmarking Irish Private-Sector Credit". *Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, Quarterly Bulletin*, (Spring, 2004).
12. Levine, Ross. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". *Journal of Economic Literature.*, No.35, (1997).
13. Levine, Ross and Zervos, Sara. "Stock Markets, Banks and Economic Growth". *American Economic Review.*, (1998), pp.88537-88558.
14. Levine, R. "International Financial Liberalization and Economic Growth". *Review of International Economics.* (2001).
15. Luintel, K.B. and Khan, M. "A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence from a Multivariate VAR". *Journal of Development Economics*, (1999).

16. Patrick, H.T. "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries". *Economic Development and Cultural Change.*, (1966).
17. Robinson, Joan. "The Generalization of the General Theory, in The Rate of Interest and Other Essays". London: Macmillan., 1952.
18. Schmpeter, Joseph. "Theorie der Wirtschaftlichen, Entwicklung; The Theory of Economic Development"., Leipzig: Dunker and Humblot, 1912; translated by Redevers Opie. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press., 1912.