

## تبیین و مقایسه رابطه بین حجم اعتبارات بانک‌ها و اندازه بازار با رشد اقتصادی

### ( مطالعه موردی کشورهای خاورمیانه )

حسن سلطانی<sup>۱\*</sup>، مسعود پورکیانی<sup>۲</sup>، علی دریجانی<sup>۳</sup> و حمید تابلی<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۹۵/۷/۲۱ تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۲/۹

#### چکیده

اثرات مثبت بورس اوراق بهادار بر توسعه اقتصادی از جمله افزایش انگیزه سرمایه‌گذاری از راه کاهش ریسک، قیمت گذاری، ریسک و تسهیل ریسک نقدینگی و تجهیز و بسیج سپرده‌ها و ... آنقدر زیاد و حساس است که برخی از اقتصاددانان بر این باورند که تفاوت اقتصادهای توسعه‌یافته و توسعه نیافته، نه در فناوری پیشرفته توسعه یافته‌ها بلکه در وجود بازارهای مالی یکپارچه فعال و گسترده است. این پژوهش به بررسی رابطه بین گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی در کشورهای خاورمیانه طی یک دوره سی ساله از ۱۳۶۴ تا ۱۳۹۴ می‌پردازد. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش برآورد پانل دیتا با رویکرد رگرسیون و هم‌چنین، از یک مدل رشد درون‌زای تجربی استفاده شده است. در این پژوهش دو فرضیه حجم اعتبارات بانک‌ها و اندازه بازار اوراق بهادار مدنظر قرار گرفته است که نتایج آزمون حاکی از یک رابطه منفی و بی‌معنا بین حجم اعتبارات بانک‌ها و رشد اقتصادی می‌باشد. هم‌چنین، بین اندازه بازار اوراق بهادار و رشد اقتصادی در کشورهای مورد بررسی رابطه مثبت هر چند بی‌معنا وجود دارد.

طبقه بندی JEL: E15 , O15 , G15

واژه های کلیدی: بازار مالی، بازار پول، بازار سرمایه، رشد اقتصادی.

۱- عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.

۲- عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمان.

۳- استادیار گروه مهندسی اقتصاد و مدیریت تولید کشاورزی، دانشگاه پیام نور.

۴- دانشیار گروه مدیریت، دانشگاه پیام نور.

\*- نویسنده مسئول مقاله: soltani.hassan74@gmail.com

### پیشگفتار

اعمال سیاست‌های اقتصادی و مدیریت کلان در عموم کشورهای پیشرفته متکی بر الگویی نظام‌مند و سیستماتیک می‌باشد. چارچوب عمل در این کشورها به گونه‌ای است که همه بخش‌ها بر اساس قانونی منطقی و مدون نظامی هماهنگ به کار مشغول می‌باشند. سیستم‌ها به شکلی طراحی شده‌اند که با تغییر و تحولات سیاسی و جابه‌جایی افراد سیاسی، تأثیر عمده بر ساختار نظام اقتصادی آن‌ها به جای نمی‌گذارد بلکه نظام به گونه خودکار و کارا، با هماهنگی خاص خود به سمتی حرکت می‌کند که فعل و انفعالات بازار برای آن ترسیم کرده است (دایموند، ۲۰۱۲).

در کشورهای کم‌تر توسعه یافته و در حال توسعه موضوع فوق کاملاً متفاوت می‌باشد. در این کشورها سیستم منسجم و کارآمد بر مجموعه فعل و انفعالات اقتصادی حاکم نبوده، شیوه‌های رفتاری عمدتاً بر اساس سلايق و عمل انسان‌هایی خاص تعیین می‌گردد و عموماً قانون تا جایی رعایت می‌گردد که منافع گروه خاص به خطر نیفتد. انحصارات و اعمال نفوذها و رانت جویی و سوء استفاده تقریباً در بیش‌تر شئون اقتصادی حکم فرما می‌باشد. این امر خود موانعی در مقابل پیشرفت‌ها در سایر بخش‌ها را بوجود می‌آورد (لوکاس، ۲۰۱۴).

نقش بازارهای مالی پویا در رشد و توسعه اقتصادی هر کشور حیاتی است. بازارهای مالی به عنوان عامل اساسی برای رشد اقتصادی هر کشور می‌باشند. به گونه‌ای که توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی بلند مدت و پایدار دو مقوله کاملاً مرتبط به هم هستند. نظام مالی یکی از بخش‌های مهم اقتصاد مدرن است که ترکیبی از بازارها و نهادهای مالی است. بازارها و نهادهای مالی امکان فعالیت نامتمرکز و ایجاد اقتصاد گسترده و پیچیده را فراهم می‌کنند. در این بازارها دارندگان منابع مالی مازاد و نیازمندان به منابع مالی گرد هم می‌آیند و امکان افزایش بهره‌وری اقتصاد و استفاده بهینه از منابع را سبب می‌شوند. به حتم بدون گسترش نظام مالی، افراد و شرکت‌ها به صورت واحدهای اقتصادی انفرادی در خواهند آمد که راهی برای تهیه منابع یا سرمایه‌گذاری منابع شان در اختیار ندارند. به همین دلیل، سیستم مالی با برقراری ارتباط بین این دو گروه، نیازهای هر یک را مرتفع می‌نماید (هییتی و محمدزاده اصل، ۱۳۸۳).

بازارهای مالی دارای نقش کلیدی در تجهیز و هدایت وجوه موجود در اقتصاد به سمت بخش‌های تولیدی و صنعتی و در پی آن بهبود رشد اقتصادی هستند تا حدی که به باور برخی اقتصاددانان گسترش بازارهای مالی، موتور محرک رشد اقتصادی کشورها می‌باشند. بر اساس نظریه‌های اقتصاد کلان، انباشت سرمایه، در تعیین مقدار افزایش ستانده کل و ستانده سرانه نیروی کار نقش اساسی ایفا می‌کند. به روش نخست، همراه با گسترش زمینه‌های افزایش تولید و بهره‌وری در اقتصاد ملی، میزان پیشرفت جامعه با میزان سرمایه‌گذاری انجام شده در آن، رابطه

همسو و متناسب دارد بسیاری از مطالعات اقتصادی تاکید می‌کنند که در صورت فقدان سرمایه مالی، رشد اقتصادی با مشکل جدی روبرو می‌شود (عبده تبریزی و جهانخانی، ۱۳۷۲). از آنجا که انباشت سرمایه یکی از مهم‌ترین منابع رشد مداوم اقتصادی یک کشور بشمار می‌رود، از راه بازارهای مالی می‌توان تشکیل سرمایه را تسریع کرد (ابریزی و دیگران، ۱۳۸۶).

هم‌چنین، می‌توان از جهت نقش بازارهای مالی در رشد اقتصادی، دو مکتب سنتی در اقتصاد توسعه را از یکدیگر بازشناخت. بر اساس یک دیدگاه، بازارهای مالی تنها به عنوان خادم صنعت، قابل توجه می‌باشند. پیروان این مکتب که نظر رابینسون<sup>۱</sup> (۱۹۵۲) الهام می‌گیرند، بر این باورند که بازارهای مالی در مقایسه با دیگر عواملی که بر تفاوت رشد اقتصادی کشورها اثر می‌گذارند، حالتی انفعالی دارند. به بیان دیگر، واسطه‌های مالی به گونه‌ای کاملاً منفعل تنها کانالی برای هدایت پس‌انداز خانوارها به سمت فعالیت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند و عوامل اصلی رشد را باید همان موجودی سرمایه و نرخ سرمایه‌گذاری بشمار آورد و سیاست‌های بخش عمومی باید بیش‌تر معطوف به انباشت سرمایه فیزیکی باشد. دیدگاه دوم از نظریات شومپتر<sup>۲</sup> (۱۹۱۲) الهام می‌گیرد. اقتصاددانانی نظری گلدسمیت<sup>۳</sup> (۱۹۶۹)، مکینون<sup>۴</sup> (۱۹۷۳) و شاو<sup>۵</sup> (۲۰۱۴) بر این باورند که از نظر توسعه و رشد اقتصادی، بازارهای مالی دارای نقش کلیدی هستند و تفاوت در کمیت و کیفیت خدمات ارائه شده توسط مؤسسات مالی می‌تواند بخش مهمی از تفاوت نرخ رشد کشورها را توضیح دهد در ارتباط با دیدگاه دوم، گلداسمیت جزء نخستین پژوهشگرانی است که رابطه مثبت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را نشان می‌دهد. وی در جهت تبیین کانال‌هایی است که به واسطه آن‌ها ظهور بازارها و نهادهای مالی روی توسعه اقتصادی تأثیر می‌گذارد (لویس، ۱۹۹۴). بازار مالی دارای دو رکن اصلی شامل بازار پول و سرمایه می‌باشد، بازاری که با کارا بودن خود، به تجهیز و استفاده مناسب از منابع و سرمایه‌های پراکنده می‌پردازد. بنابراین، در یک بازار کارا به سازمان‌ها و نهادهای مالی مناسب، فعال و کارآمد نیاز است تا منجر به دستاوردهای ارزشمندی همچون رشد و توسعه اقتصادی گردد. به باور وونگ و زو (۲۰۱۱) و هم‌چنین، دیگر شواهد تجربی، توسعه بازارهای سهام به گونه مستقل، یک همبستگی مثبت قوی با رشد اقتصادی را نشان می‌دهد و تاکید می‌کنند که توسعه بازار سهام یک محرک کلیدی رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته است و تأثیرات مثبت بر روی گردش سهام، تنوع ریسک سرمایه‌گذاری و انباشت

<sup>۱</sup>- Raubinson

<sup>۲</sup>- Schumpeter

<sup>۳</sup>- Gold Smith

<sup>۴</sup>- Mackinon

<sup>۵</sup>- Shao

ذخیره برای پروژه های صنعتی طولانی مدت و فراهم سازی نقدینگی کافی دارد. در نتیجه توسعه بازار مالی، محرکی برای نوآوری مالی، توزیع منابع مناسب، کارایی و پیشرفت تکنولوژیکی است. بنابراین باید به گسترش حجم بازار سرمایه از طریق ایجاد زمینه های مشارکت هرچه بیشتر مردم به وسیله گسترش فیزیکی و الکتریکی بازار سهام، طراحی و گسترش نوآوری های مالی و ابزاری در بازار بورس و تسریع در امر خصوصی سازی و گذار از اقتصاد دولتی بیش از پیش توجه شود (بوید و پرس کات، ۱۹۸۶).

از جمله عوامل کلیدی موثر بر گسترش بازارهای مالی، نوآوری مالی است که در نتیجه باعث انعطاف پذیری، تنوع و گسترش بیش تر بازارهای مالی است که این امر می تواند به نوبه خود بر رشد و توسعه اقتصادی تأثیر گذار باشد. تجربیات کشورهای توسعه یافته نشان می دهد که بر خلاف نظریه های سنتی رشد اقتصادی که رشد و توسعه اقتصادی - اجتماعی را ناشی از تراکم سرمایه و منابع مالی می دانستند، مهم ترین عامل در رسیدن به رشد و توسعه وجود خلاقیت و نوآوری در کلیه بخش های هر جامعه است. سرمایه گذاری در ایجاد نوآوری برای استفاده بهینه و مفید از منابع، افزایش بهره وری، گسترش تجارت جهانی و بالا بردن سطح رفاه فردی و اجتماعی و ارتقاء سطح استانداردهای زندگی لازم و ضروری است. بنابراین، نوآوری لازمه و پیش شرط توسعه اقتصادی قرار دارد (صبحی و رنجبرکی، ۱۳۹۲). آنچه در بازارهای مالی پیشرفته مشاهده می شود، انواع ابزارهای مالی، انواع واسطه های مالی و سازوکارهای بسیار پیچیده واسطه گری مالی است. نوآوری مالی در شکل ابزارهای مالی جدید، خدمات، نهادها، فناوری و بازارهایی که مازاد مالی را از ذخیره کننده های نهایی به سمت سرمایه گذاری تولیدی سوق می دهند باعث افزایش نرخ انباشت سرمایه و در نتیجه افزایش نرخ رشد اقتصاد می گردد. تنها در دو دهه اخیر صدها ابزار مالی جدید به بازارهای پیشرفته افزوده شده اند. خلق ابزار مالی نوین و بکارگیری آن ابزار بر کارایی بازار سرمایه تأثیر می گذارد و امکان تجهیز و تخصیص منابع بازار را افزایش می دهد (بتچریا، ۲۰۱۳).

### مبانی نظری

پاتریک<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) در زمینه تقدم و تأخر اثر گذاری بخش مالی بر رشد اقتصادی و رابطه علی و معلولی دو بخش مالی و واقعی، دو الگوی زیر را مطرح کرده است:

الف- الگوی رهبری عرضه: طبق این الگو توسعه بخش مالی از نظر زمانی بر بخش واقعی مقدم است زیرا این بخش با سوق دادن منابع کمیاب پس انداز کنندگان به سرمایه گذاری بر اساس نرخ نسبی بازده، رشد واقعی را ایجاد می کند.

<sup>۱</sup> - Patrick

ب- الگوی تبعیت از تقاضا: این الگو بیان می‌دارد که رشد بخش واقعی موجب گسترش نظام مالی می‌گردد. به بیان بهتر، با توسعه بخش واقعی اقتصاد، برای خدمات گوناگون مالی تقاضا بوجود می‌آید که بخش مالی به آن پاسخ می‌دهد (فیشر، ۱۹۳۰).

همچنین، رشد و توسعه اقتصادی اساسی‌ترین هدفی است که کشورها و جوامع دنبال می‌کنند. فراهم کردن زندگی مناسب برای تمام آحاد جامعه خواست و آرزوی دیرینه‌ای می‌باشد که مدت‌هاست در سرلوحه اهداف و برنامه ریزی‌های گوناگون کشورها قرار گرفته است و در واقع امروزه، هیچ برنامه‌ای، بدون هدف دستیابی به توسعه، تنظیم نمی‌شود. تحقق رشد اقتصادی به ساز و کارهای مناسبی نیاز دارد. یکی از ساز و کارهای لازم و ضروری، بازارهای مالی می‌باشد که نقشی مهم در دستیابی به رشد اقتصادی دارد. بنگاههای اقتصادی در تولید ناخالص ملی به عنوان شاخص مهم رشد و توسعه اقتصادی نقش دارند. این بنگاهها بمنظور تهیه و تدارک منابع مورد نیاز تولید کالاها و خدمات خود به منابع مالی نیاز دارند و در تأمین منابع مالی یاد شده، نقش اساسی ایفا می‌کنند و با این کار در رشد و توسعه اقتصادی تأثیر بسزایی دارند (رومر، ۱۹۹۰).

همچنین، در این ارتباط پازل رشد اقتصادی-توسعه بازارهای مالی مطرح شده است که در یک جمع بندی سه تئوری برای آن معرفی شده است<sup>۱</sup>:

در تئوری نخست فرضیه «Financial-Led Growth» مطرح می‌شود. در این جا فرض می‌شود که فرایند (عرضه-هدایت)<sup>۲</sup> بین بازار مالی و رشد اقتصادی ایجاد ارتباط می‌کند. براین اساس در صورت وجود یک بخش مالی قوی با زیرساخت‌ها و نهادهای مالی، امکان تخصیص بهینه منابع محدود مالی از بخش هادی 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 گوناگون را سبب می‌شود (شومپیترو لواین، ۱۹۱۲).

در نقطه مقابل این فرضیه، فرضیه «Growth-Led Financial» قرار دارد که بیان می‌کند رشد اقتصادی بالا می‌تواند تقاضای لازم جهت شکل‌گیری و ایجاد ابزارها و زمینه‌های توسعه بازار مالی را فراهم آورده و این بازارها ناچارند خود را با تقاضا و تغییرات ایجاد شده در بخش‌های گوناگون اقتصاد هماهنگ سازند. به بیان دیگر، این فرضیه بیان می‌کند یک تقاضای پیرو<sup>۳</sup> بین بازارهای مالی و رشد اقتصادی وجود دارد (رابینسون، ۱۹۵۲ و رومر، ۱۹۹۰).

<sup>۱</sup>- Keong choong chee, 2000

<sup>۲</sup>- Supply-leading

<sup>۳</sup>- Demand following

در فرضیه سوم، فرض بازخورد<sup>۱</sup> مطرح می‌شود، این فرضیه بیان می‌کند یک رابطه علی دو سویه 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 فنی و نوآوری در خدمات و محصولات ایجاد نماید (شومپیتر، ۱۹۱۲). از راه این فرایند شاهد ایجاد تقاضای قابل توجه برای محصولات و خدمات مالی خواهیم بود. بر این اساس توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی در چارچوبی مستقل و با این حال مرتبطی با یکدیگر می‌توانند بازخوردی علت و معمولی با یکدیگر داشته باشند. این مسئله در مطالعات لواینتل و خان<sup>۲</sup> بیش از دیگران مورد بررسی قرار گرفته است (هییتی و محمدزاده اصل، ۱۳۸۳).

هم‌چنین، در چشم انداز بیست ساله ایران، ایران کشوری است توسعه یافته با جایگاه نخست اقتصادی، علمی، فناوری در سطح منطقه، که اهداف اقتصادی در چشم انداز ایران ۱۴۰۴ به گونه‌ای ترسیم شده است که دست‌کم در میان کشورهای آسیای غربی (۳۰) کشور دارای رتبه نخست باشد. در گذشته و در شرایط کنونی، تعیین نرخ سود سپرده‌های بانکی با واسطه تصمیم‌های اداری و بدون اتکالی به سازوکار بازار به وسیله شورای پول و اعتبار تعیین شده و می‌شود، به گونه‌ای که در عمل، هم در طرف سپرده‌های بانکی و هم در طرف تسهیلات و وام‌های بانکی، نرخ سود واقعی (یعنی نرخ سود اسمی پس از کسر نرخ تورم) در بیش‌تر سال‌ها منفی است و این مطلب از یک سو، بر انگیزه‌های پس‌انداز نمودن و از سوی دیگر، برحوزه تخصیص بهینه منابع، تأثیر نامطلوب می‌گذارد. بنابراین، یکی از خطوط راهبردی اصلاح بخش مالی کشور، آزادسازی نرخ سود سپرده‌های بانکی می‌باشد (سیرگار، ۲۰۰۹).

در سیستم پایه بانکی، بانک‌ها انواع وام‌های کوتاه مدت و دراز مدت را در اختیار مشتریان‌شان قرار می‌دهند و خدمات بانکی هم به صورت بانکداری سرمایه‌گذاری و تخصصی به عموم شهروندان عرضه می‌شود. در سیستم پایه اوراق بهادار بانک‌های سپرده‌پذیر روی هم رفته، کلی در زمینه اعطای وام‌های کوتاه مدت و ارایه خدمات بانکداری تجاری فعالیت می‌کنند. در این سیستم بخش شایان توجهی از نیازهای مالی واحدهای تولیدی و صنعتی در بازار سرمایه تأمین می‌شود. بازارهای سرمایه در سیستم پایه اوراق بهادار متکی به اوراق قرضه، در مقایسه با سیستم پایه بانکی فعالیت گسترده‌تر دارند. لازم به توضیح است که در کشورهای در حال توسعه نظیر ایران، در بیش‌تر موارد سیستم مالی متکی به سیستم پایه بانکی است و سیستم بانکی از دو گروه بانک‌های تجاری و تخصصی تشکیل یافته است. به گونه‌ای که بانک‌های تجاری بیش‌تر به اعطای وام‌های تجاری و

<sup>1</sup> - Feedback

<sup>2</sup> - Luintel and khan

کوتاه مدت می‌پردازند. حال آنکه بانک‌های تخصصی بیشتر در وام‌های درازمدت سرمایه‌گذاری متمرکز می‌باشند. در این کشورها، دولت‌ها مداخله‌ای گسترده در بانک‌های تجاری و تخصصی دارند و این امر از مالکیت انواع بانک‌ها به وسیله دولت ناشی می‌شود (لوین، ۲۰۱۵).

برای جلب پس‌اندازها و هدایت آن‌ها به سوی فعالیت‌های تولیدی و صنعتی باید طیف دارایی‌های مالی گسترش یابد تا افراد گوناگون با سلیقه‌ها و نگرش‌های متفاوت نسبت به خطر و ریسک، بتوانند گستره انتخابی گسترده‌تر را برای گزینش دارایی مطلوب خود از جهت بازده و ریسک در اختیار داشته باشند.

از دیگر ابزارهای توسعه بازار مالی، قانونمند کردن بازار سرمایه و یا به بیان دیگر، نهادسازی و تنظیم و تصویب قوانین، مقررات، ضوابط و ساز و کارهای لازم برای اطمینان داشتن از سلامت، شفافیت و جلوگیری از تقلب‌ها و انجام معاملات صوری و روی هم رفته، ایجاد فضای اطمینان بخش برای سرمایه‌گذاران به ویژه صاحبان پس‌اندازهای کوچک است (شاو، ۲۰۱۴).

توسعه بازارهای دست دوم، جانبی و مشتقه را نیز باید از لحاظ ایجاد و گسترش زمینه برای خرید و فروش اوراق بهادار و به منزله ابزاری در جهت تجهیز منابع و تخصیص منافع، با اهمیت قلمداد کرد. در کشورهای با نظام‌های تکامل یافته مالی، نقش این بازارها به مراتب گسترده‌تر از بورس است. از مهم‌تری مسایل مربوط به این بازارها، مسئله قانونمند کردن آن‌هاست.

فضاسازی و ایجاد محیط مناسب برای فعالیت اقتصادی و بویژه کوچک کردن بدنه دولت و توسعه بخش خصوصی، از جمله ضرورت‌های مهم رشد و توسعه صنعتی می‌باشد. توسعه بخش دولتی و در کنار آن سیستم تأمین مالی کسری‌های بودجه دولت و هدایت بخش مهمی از منابع سیستم بانکی به فعالیت‌های دولتی و شبه دولتی، در عمل، موجب بیرون راندن بخش خصوصی از حوزه فعالیت‌های صنعتی می‌شود. بنابراین، منابع سرمایه‌ای کشور در صورتی به سوی فعالیت‌های تولیدی و صنعتی بخش خصوصی سوق داده خواهد شد که نقش بخش دولتی در این بخش کم‌رنگ و کم‌رنگ‌تر شود (گلداسمیت، ۱۹۶۹).

در صورت اجرای این کار، بخش صنعت افزون بر تأمین مالی می‌تواند از فناوری و مدیریت به روز سرمایه‌گذاری خارجی بهره‌مند گردد زیرا مشارکت‌کننده خارجی برای این‌که محصولات تولیدی و صنعتی‌اش دارای بازار باشد، باید از فناوری و مدیریت کارا و توانمند استفاده کند.

## روش پژوهش

از آن‌جا که در این پژوهش رابطه بین متغیرها مدنظر است، لذا روش پژوهش توصیفی و از نوع همبستگی می‌باشد که به بررسی رابطه بین گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی از راه مطالعه

موردی کشورهای خاورمیانه می‌پردازد و با استفاده از داده‌های گذشته انجام گرفته است. این پژوهش به لحاظ هدف یک پژوهش کاربردی است که نتایج بدست آمده از آن مورد استفاده دولت، تمامی سرمایه‌گذاران، پژوهشگران، مدیران سازمانها و نهادها، سازمانها و ارگانهای اقتصادی و مالی کشوری، بویژه بانک مرکزی قرار می‌گیرد.

در این پژوهش از دو متغیر مستقل میزان حجم اعتبارات بانکها و اندازه اوراق بهادار مربوط به جامعه آماری طی سالهای ۱۳۶۴ تا ۱۳۹۴ استفاده شده است و GDP سرانه (تولید ناخالصی داخلی) طی سالهای مورد نظر به عنوان نماینده رشد اقتصادی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است.

جامعه آماری این پژوهش، شامل کشورهای خاورمیانه می‌باشد که به دلیل ناقص بودن داده‌های برخی کشورها از بررسی آنها خودداری شده است. کشورهای مورد بررسی شامل ایران، مصر، ترکیه، عمان، اسرائیل، عربستان سعودی و اردن می‌باشند.

روش گردآوری داده‌ها در مرحله نخست که در خصوص موضوع پژوهش اعم از تاریخچه، ویژگیها و سایر موارد می‌باشد، از راه مطالعه و منابع کتابخانه‌ای شامل کتابها، مجله‌های هفتگی و ماهنامه، انتشارات مراکز پژوهشی و پایان نامه‌های تحصیلی و رساله‌های پژوهشی و مقاله‌های داخلی و خارجی مرتبط گردآوری می‌شود. در مرحله دوم داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش از WDI برای دوره زمانی ۱۳۶۴ تا ۱۳۹۴ گردآوری می‌گردد.

در این پژوهش جهت طبقه بندی داده ها، نرم افزار Excel بکار گرفته شده است. همچنین، پس از طبقه بندی داده‌های پژوهش برای تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم افزار Eviews استفاده شده است. با توجه به فرضیه‌های پژوهش که در آن وجود یا نبود رابطه معنادار بین متغیرهای مستقل و وابسته چندین کشور به گونه هم‌زمان بررسی می‌شود، می‌توان از تجزیه و تحلیل پانل و روش کم‌ترین مربعات برای آزمون فرضیه‌های پژوهش بهره جست.

فرضیه اصلی با توجه به نتایج فرضیه نخست و دوم بررسی می‌شود. این فرضیه رابطه بین بازار مالی و رشد اقتصادی را در کشورهای خاورمیانه بررسی می‌کند.

$$GDP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LBP_{it} + \alpha_2 LSMC_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$GDP_{it}$ : تولید ناخالص داخلی کشور  $i$  در سال  $t$

$LBP_{it}$ : حجم اعتبارات بانکها

$LSMC_{it}$ : اندازه بازار اوراق بهادار

$e_{it}$ : خطای مدل

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ : ضرایب مدل



جهت آزمون فرضیه اول از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$GDP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LBP_{it} + e_{it} \quad (2)$$

$GDP_{it}$ : تولید ناخالص داخلی کشور  $i$  در سال  $t$

$LBP_{it}$ : حجم اعتبارات بانکها

$e_{it}$ : خطای مدل

$\alpha_0, \alpha_1$ : ضرایب مدل

این مدل ارتباط بین حجم اعتبارات بانکها و تولید ناخالص داخلی را در کشورهای خاورمیانه مورد بررسی قرار می‌دهد.

جهت آزمون فرضیه دوم از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$GDP_{it} = \alpha_0 + \alpha_2 LSMC_{it} + e_{it} \quad (3)$$

$GDP_{it}$ : تولید ناخالص داخلی کشور  $i$  در سال  $t$

$LSMC_{it}$ : اندازه بازار اوراق بهادار

$e_{it}$ : خطای مدل

$\alpha_0, \alpha_2$ : ضرایب مدل

این مدل رابطه بین اندازه بازار و اوراق بهادار و تولید ناخالص داخلی را در کشورهای خاورمیانه مورد بررسی قرار می‌دهد.

## نتایج و بحث

در این بخش به تصریح مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش و بررسی تأثیر شاخص‌های بازار مالی بر رشد اقتصادی پرداخته می‌شود. با در نظر گرفتن پژوهش‌های گوناگون در زمینه بازار مالی الگوی پیشنهادی ما بر اساس تابع کاب-داگلاس بوده که علت مناسب بودن فرم تابع آن و روان بودن روابطی درونی متغیرهای درونی آن بهترین تابع از نظر مطابقت و سازگاری با شرایط اقتصادی تشخیص داده شده و از سوی دیگر، به دلیل همگن بودن می‌توان با استفاده از قضیه اولر برای توزیع تولید بین عوامل تولید از این تابع استفاده کرد، بر این اساس تلاش کردیم تا در چارچوب این تابع و با بکارگیری الگوهای مشابه ارائه شده در پژوهش‌های دیگر و استفاده از شاخص طراحی شده مبتنی بر مدل مفهومی، برآورد یاد شده را برای کشورهای مورد مطالعه انجام دهیم و سهم شاخص‌های بازار مالی بر رشد اقتصادی را برآورد نماییم. همان‌گونه که اشاره شد در این پژوهش تابع تولید در فرم کلی به شکل زیر است:

$$Y_t = F(K, L, FM) \quad (4)$$

$$FM=LBP, LSMC$$

که در آن Y برابر با GDP سرانه، K سرمایه فیزیکی، L تعداد نیروی کار، FM بازار مالی، LBP حجم اعتبارات بانکها و LSMC اندازه بازار اوراق بهادار می‌باشد.

هر یک از شاخص‌های بازار مالی به عنوان یک مولفه وارد مدل شده و اثر آن بر رشد اقتصادی مورد سنجش قرار می‌گیرد. تابع کاب-داگلاس در این پژوهش با فرض بازدهی ثابت نسبت به مقیاس به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$Y=AK^{\alpha}+L^{\beta}+FM^2 \quad (5)$$

که آلفا، بتا و گاما کشش تولیدی هر یک از نهاده‌هاست. در مرحله بعد با گرفتن لگاریتم از دو سمت تابع کاب-داگلاس به معادله مقابل برآورد زیر می‌رسد:

$$\ln Y = \ln A + \alpha \ln K + \beta \ln L + \gamma \ln FM \quad (6)$$

بر اساس این معادله فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار خواهد گرفت و تأثیر شاخص‌های بازار مالی به عنوان متغیر مستقل بر GDP سرانه مورد سنجش قرار خواهد گرفت. در جدول ۱ شاخص‌های مرکزی و پراکندگی نشان داده شده است. اصلی‌ترین شاخص میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. در این پژوهش از میان کشورهای مربوط، بیش‌ترین میانگین حجم اعتبارات بانکها را اسرائیل و کم‌ترین میانگین را عربستان سعودی به خود اختصاص داده است. هم‌چنین، بیش‌ترین میانگین مربوط به متغیر اندازه بازار اوراق بهادار مربوط به عربستان سعودی و کم‌ترین میانگین مربوط به ایران می‌باشد. هم‌چنین، اسرائیل بیش‌ترین میانگین GDP سرانه و مصر کم‌ترین میانگین GDP سرانه را دارا هستند.

همان‌گونه که داده‌های جدول ۲ نشان می‌دهد حجم اعتبارات بانکها از ۵۱/۸۲ به ۵۵/۶۷ تغییر یافته است و به اندازه ۴/۱۵ درصد افزایش داشته است و اندازه بازار اوراق بهادار با تغییر از ۶/۴۳- به ۲۹/۱۲ مقدار ۳۵/۵۵ درصد افزایش داشته است. بنابراین، هر دو متغیر در طی دوره مورد مطالعه بهبود یافته‌اند و هم‌چنین شاخص GDP سرانه رشدی به میزان ۶۴/۴۴ درصد داشته است. همان‌گونه که در جدول ۳ مشاهده می‌شود، از آنجایی که سطح معناداری متغیر LBP کوچک‌تر از سطح معناداری ۰/۰۵ است و در ستون مربوط به همبستگی ملاحظه می‌گردد که این متغیر دارای ضریبی منفی می‌باشد پس بین حجم اعتبارات بانکها و رشد اقتصادی در کشورهای عضو خاورمیانه ارتباط منفی و بی معنا وجود دارد.

همان‌گونه که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، سطح معناداری متغیر LSMC بزرگ‌تر از سطح معناداری ۰/۰۵ و دارای ضریب مثبت در سطح همبستگی می‌باشد، بنابراین بین اداره بازار اوراق بهادار و رشد اقتصادی رابطه مثبت، ولی بی معنا وجود دارد.

در این پژوهش بازار مالی شامل دو متغیر حجم اعتبارات بانکها و اندازه بازار اوراق بهادار می‌باشد که رابطه بین بازار مالی و رشد اقتصادی با توجه به این دو متغیر سنجیده می‌شود. با توجه به توضیح فرضیه‌های پیش، بین حجم اعتبارات بانکها و رشد اقتصادی در کشورهای خاورمیانه هیچ رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد و همچنین، اندازه بازار اوراق بهادار و رشد اقتصادی در کشورهای خاورمیانه رابطه ای مثبت هر چند بی معنا وجود دارد.

در جدول ۵ همان گونه که مشاهده می‌شود بین حجم اعتبارات بانکها و GDP سرانه (رشد اقتصادی) رابطه منفی و بی معنا وجود دارد. همچنین، نتایج آزمون حاکی از رابطه مثبت هر چند بی معنا بین اندازه بازار اوراق بهادار و GDP سرانه (رشد اقتصادی) می‌باشد.

### نتیجه گیری و پیشنهادها

نتایج آزمون دال بر نبود رابطه مثبت معناداری در کشور های خاورمیانه بین حجم اعتبارات بانکها و GDP سرانه می‌باشد.

در بیش تر کشورهای مورد مطالعه بخش بانکی توسعه نیافته است، بخش بانکی به گونه کامل در اختیار دولت قرار دارد و دولت بخش قابل توجهی از سیستم بانکی را در اختیار دارد. در بیش تر کشورهای منطقه نیاز فوری به توسعه بخش بانکداری مشاهده می‌شود و لازم است نوآوری‌های مالی و بانکی به این کشورها آورده شود. این رابطه در مطالعه حبیب پور دهکردی (۱۳۸۵) در ایران بی معنا و در مطالعه نیلی و راستاد (۱۳۸۲) در ایران بسیار ناچیز و در مواردی منفی است. همچنین، در مطالعه ریتاب ۲۰۰۷ در کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا، طیب نیا و صفایی (۱۳۸۷) در کشور های گروه OECD و ECO اثر مثبت بر رشد اقتصادی داشته است.

نتایج آزمون حاکی از وجود رابطه مثبت، ولی بی معنا بین اندازه بازار اوراق بهادار و GDP سرانه در کشورهای خاورمیانه می‌باشد. در کشورهای پیشرفته صنعتی بورس اوراق بهادار مهم ترین منبع تأمین مالی سرمایه گذاری‌های بنگاههای اقتصادی هستند. البته، ذکر این نکته ضروری است که در کنار این بازارها، بانکها نیز در تأمین مالی بنگاهها نقش قابل ملاحظه ای ایفا می‌کنند، ولی در کشورهای در حال توسعه، بانکها هنوز تأمین کننده اصلی نیازهای مالی بنگاهها و نهادهای اقتصادی هستند می‌دانیم که استقراض از سیستم بانکی همیشه اثرات تورمی دارد که به نوبه خود، می‌تواند بر روند رشد اقتصادی کشور اثرات منفی داشته باشد. بنابراین، هر قدر بورس اوراق بهادار بیش تر گسترش یابد بنگاههای اقتصادی بهتر و آسان تر می‌توانند نیازهای مالی خود را از این بازارها تأمین کنند. در نتیجه، امکان کنترل نقدینگی و در پی آن کنترل تورم افزایش خواهد یافت و شواهد گوناگون حاکی از این است که افزایش رشد بورس اوراق بهادار کشورها اثراتی مثبت بر

روی رشد اقتصادی کشورها دارد. نتایج فرضیه این پژوهش نیز بیانگر این است که رشد و توسعه بورس اوراق بهادار می‌تواند منجر به رشد اقتصادی این کشورها گردد هر چند در این آزمون، نتایج معنادار نیستند و بدین معناست که در این کشورها بورس نماینده اقتصاد کشورها نیستند که این رابطه در مطالعات ختایی و سیفی پور (۱۳۸۴) در ایران اثر مثبت و بلند مدت بر رشد اقتصادی، کرباسی و نوبخت (۱۳۸۸) در ۱۵ کشور گوناگون جهان رابطه نه چندان قوی، صمدی و همکاران (۱۳۸۶) که شامل ایران و ۱۳ کشور منتخب بوده است مثبت و با این حال بی معنا، مطالعات وونگ و زو (۲۰۱۱) مربوط به کشورهای هنگ هنگ، چین، ژاپن و آمریکا و انگلیس و تورستون بک و راس لویین (۲۰۰۲) و لویین و زرووس (۱۹۹۶) ۴۱ کشور جهان رابطه مثبت و قوی، روحیا و والو (۲۰۰۳) ۷۴ کشور جهان اثرات مشخصا مثبت و هم‌چنین، سولی من و هوولز (۲۰۰۳) برای چهار کشور شیلی، کره، مالزی و فیلیپین نیز اثر مثبت بر رشد اقتصادی را نشان داده‌اند.

کشورهای خاورمیانه با کنترل حجم اعتبارات بانک خود و متناسب با بسترسازی جهت رشد اقتصادی، اعتبارات خود را در کشور توزیع کنند. از طرفی ارکان دولتی کشورها نیز بر این موضوع نظارت داشته باشند. هم‌چنین، نظارت دقیق‌تر بر عملیات بانک‌های خصوصی و دولتی و گردآوری داده‌های لازم در این زمینه انجام گیرد تا فعالیت‌های اقتصادی آن‌ها مغایر با اهداف سیاست‌های اقتصادی این کشورها نباشد تا حجم اعتبارات بانک‌ها که جذب سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی نمی‌گردد منجر به تورم و در نهایت، کاهش رشد اقتصادی نگردد.

## منابع

- ابرزی، م. صمدی، س. و صفری، ع. (۱۳۸۶). نقش گروه‌های مرجع در ترغیب افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار. مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. سال ۱۴. شماره (۴۸)
- ختایی، م. (۱۳۸۷). روند چالش‌های ساختاری بازار مالی ایران با تاکید بر عملکرد سال‌های ۸۴-۸۵. مجله راهبرد. شماره (۴۶).
- سیف، ع. (۱۳۷۵). روش تهیه پژوهش‌نامه. چاپ اول، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی. واحد رودهن.
- صباحی، الف. و رنجبرکی، ع. (۱۳۹۲). بررسی کاربردپذیری اوراق بهادار شناور جهت توسعه نظام مالی ایران. مجله اقتصاد پولی مالی. شماره (۶).
- عبده تبریزی، ح. و جهانخانی، ع. (۱۳۷۲). نظریه بازار کارایی سرمایه. فصلنامه تحقیقات مالی. سال اول. شماره (۱)

- هیبیتی، ف. و محمدزاده اصل، ن. (۱۳۸۳). ارزیابی آثار توسعه نظام مالی بر تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی. پژوهش نامه اقتصادی. شماره (۱۵).
- Benhabib, J. & Spiegel, M. (2014). Growth accounting with physical and human capital, Working paper (New York University, New York, NY).
- Bhattacharya, S. (2013). Financial intermediation and proprietary information, Manuscript, July.
- Boyd, J.H. & Prescott, E.C. (1986). Financial intermediary coalitions, *Journal of Economic Theory* xxxv111, 211-212.
- Diamond, D. (2012). Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies* LI, 393-414.
- Fisher, I. (1930). *The theory of interest of interest* (MacMillan, New York, NY).
- Fry, M.J., 1988, *Money, interest, and banking in economic development* (Johns Hopkins University Press, Baltimore, MD).
- Goldsmith, R.W. (1969). *Financial structure and development* (Yale University Press, New Haven, CT).
- Harris, J.R., Schiantarelli, F. & Siregar. M.G. (2014). How financial liberalization in Indonesia affected firms' capital structure and investment decisions, Working paper no. 997 (World Bank, Washington, DC).
- King, R.G. & R. Levine. (1993). Capital fundamentalism, economic development, and economic growth, Paper presented at the Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy.
- Levine, R. (2015). Stock markets, growth, and tax policy, *Journal of Finance* XLVI, 1445-1465.
- Levine, R. and D. Renelt, 1992, A sensitivity analysis of cross-country growth regressions, *American Economic Review* LXXXII, 942-963.
- Lewis, R. (1994). 'From chaos to complexity: implications for organizations'. *Executive Development*, Vol. 7, No. 4, pp. 16-17
- Lucas, R.E., JR. (2014). On the mechanics of economic development, *Journal of Monetary Economics* XXII, 3-42.
- Pagano, M. (2012). Financial markets and growth: An overview, *European Economic Review* 37, 613-622.
- Robinson, J. (1952). *The generalization of the general theory*, in: *The rate of interest and other essays* (Macmillan, London).
- Romer, Paul M. (1990). Endogenous technological change, *Journal of Political Economy* XCVIII, S71-S102.
- Roubini, N. & Sala-i-Martin, X. (1992). Financial repression and economic growth, *Journal of Development Economics* XXXIX, S-50.
- Schumpeter, Joseph A. (1912). *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung* (Dunker and Humboldt, Leipzig); translated by Redvers Opie, 1934, *the theory of economic development* (Harvard University Press, Cambridge, MA).

-Shaw, E.S. (2014). Financial deepening in economic development (Oxford University Press, New York, NY).

-Siregar, M. (2009). Financial liberalization, investment and debt allocation, Unpublished Ph.D. dissertation (Boston University, Boston, MA).

## پیوست‌ها

جدول ۱- آمار توصیفی کشورهای خاورمیانه.

متغیر	LBP	LSMC	GDP
میانگین	۵۲/۰۸۹۲۲	۲۱۱/۹۶۳۹	۳۴۶۱۵۹/۴
میانه	۴۱/۹۱۳۵۴	۱۳/۸۳۲۰۸	۵۸۵۱/۶۸۹
حداکثر	۲۳۲/۰۸۰۰	۲۱۶۱/۵۴۷	۶۸۷۷۷۱۶
حداقل	-۵۵/۳۶۸۷۲	۰۰۰۰۰۰۰	۲۴۰/۶۰۶۸
انحراف معیار	۴۳/۴۷۴۶۰	۵۱۰/۴۴۸۶	۱۲۷۱۰۴۱

ماخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۲- تحلیل روند تغییرات متغیرها طی دوره مورد بررسی.

متغیر	تغییرات طی دوره (۱۳۹۴-۱۳۶۴)	درصد رشد طی دوره
LBP	افزایش از ۵۱/۸۲ به ۵۵/۶۷ درصد	۴/۱۵
LSMC	افزایش از ۶/۴۳ به ۲۹/۱۲ درصد	۳۵/۵۵
GDP	افزایش از ۱۱۱/۱۶ به ۱۷۵/۶۰	۶۴/۴۴

ماخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۳- نتایج آزمون فرضیه نخست مربوط به کشورهای عضو خاورمیانه.

متغیر	همبستگی	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
C	۸۵۳۴/۶۳۶	۱۱۹۶/۵۲۰	۷/۱۳۲۸۸۰	۰/۰۰۰۰
LBP	-۳/۴۳۸۵۱۸	۲/۱۴۷۹۷۳	-۱/۶۰۰۸۲۰	۰/۱۱۱۱

ماخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه دوم مربوط به کشورهای عضو خاورمیانه.

متغیر	همبستگی	انحراف معیار	آماره T	سطح معنی داری
C	۹۷۱۳/۷۸۴	۲۵۹۸/۱۹۷	۳/۷۳۸۶۶۳	۰/۰۰۰۲
LSMC	۰/۸۰۴۱۵۶	۰/۷۰۹۹۸۵	۱/۱۳۲۶۳۸	۰/۲۵۸۸

ماخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۵- نتایج آزمون مربوط به فرضیه اصلی.

متغیر	همبستگی	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
C	۸۴۸۹/۹۷۷	۱۱۷۵/۴۶۳	۷/۲۲۲۶۶۷	۰/۰۰۰۰
LBP	-۳/۵۴۴۶۰۲	۲/۱۴۷۹۸۵	-۱/۶۵۰۱۹۹	۰/۱۰۰۶
LSMC	۰/۸۳۶۵۱۶	۰/۷۰۸۸۱۳	-۱/۱۸۰۱۶۴	۰/۲۳۹۵

ماخذ: یافته‌های پژوهش

