

فصلنامه پژوهشها و سیاستهای اقتصادی  
سال هفدهم، شماره ۵۰، تابستان ۱۳۸۸، صفحات ۲۹-۵

## چارچوب نظری تبیین عوامل مؤثر بر توسعه مالی (با تأکید بر مدل ویلیامسون)

اکبر کمیجانی

عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران

komijani@ut.ac.ir

محمود متوسلی

عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران

motavaseli@yahoo.com

ناهید پوررستمی

عضو هیئت علمی دانشکده مطالعات جهان دانشگاه تهران

prostami@ut.ac.ir

در دهه های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ نسخه های سیاستی ارائه شده از سوی اقتصاددانان معتقد به نقش مؤثر بازارهای مالی در رشد اقتصادی، صرفاً به آزادسازی نرخ بهره محدود می شد. وقوع بحران های پولی و بانکی پس از اجرای سیاست آزادسازی نرخ بهره در کشورهای مجری این سیاستها، توجه به ابعاد وسیع تر توسعه مالی را ضروری ساخت. گذشت سه دهه از اجرای سیاستهای آزادسازی مالی و گسترش مطالعات در حوزه های مختلف اقتصاد مانند ارائه مباحث مدل های رشد درونزا و مباحث اقتصاد نهادگرایی جدید این امکان را ایجاد کرد تا چارچوب نظری و تحلیلی مناسبی برای تبیین عوامل مؤثر بر توسعه مالی فراهم شود.

در این مطالعه با مرور مباحث فوق، پیشنهاد می شود تا عوامل مؤثر بر توسعه مالی در چارچوب مدل ویلیامسون و در چهار سطح، شناسایی، اندازه گیری و شاخص سازی شوند. طبق این چارچوب، لازم است برای تبیین عوامل مؤثر بر توسعه مالی، شاخص هایی که بیانگر وضعیت این چهار سطح اند، تدوین و اثر آن بر توسعه مالی بررسی شود. این شاخص ها عبارت اند از: ۱. شاخص هایی که بیانگر وضعیت سطح ریشه دار اجتماعی اند مانند، آداب و رسوم، مذهب. ۲. شاخص هایی که تبیین کننده وضعیت محیط نهادی اند مانند، قوانین، مقررات. ۳. شاخص هایی که بیانگر شرایط قانونی و کارکردی اند و این متغیرها وضعیت نهادهای اعمال مدیریت شایسته امور و حکمرانی را نشان می دهند. ۴. شاخص هایی که بیانگر شرایط تخصیص بهینه منابع و قیمت ها هستند.

طبقه بندی JEL: B15, B25, B52, E44.

واژه های کلیدی: توسعه مالی، آزادسازی مالی، نهادگرایی، نوساختارگرایی.

## ۱. مقدمه

رشد پایدار اقتصادی از گذشته به عنوان هدف اصلی بیشتر برنامه‌های توسعه اقتصادی کشورها مطرح بوده است. دستیابی به نرخ‌های رشد بالا، مانند نرخ رشد ۸/۵ درصد تولید ناخالص داخلی (GDP) در منطقه آسیای شرقی و اقیانوسیه در دهه نود<sup>۱</sup> موجب شد تا در کنار عوامل مرسوم نیروی کار و سرمایه در تابع تولید کلاسیک، سایر عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی نیز در چارچوب نسل اول مدل‌های رشد درون‌زا، مورد توجه اقتصاددانان قرار گیرد. نسل دوم مدل‌های رشد درون‌زا، به نقش توسعه بازارهای مالی در رشد اقتصادی تأکید دارند. در این گروه از مدل‌ها که متأثر از مباحث مک‌کینون - شاول<sup>۲</sup> (۱۹۷۳) بودند، عمدتاً مقوله توسعه مالی محدود به آزادسازی مالی با تأکید بر آزادسازی نرخ بهره بود.

بحران‌های پولی و بانکی موجب شد تا ابعاد وسیع‌تری از توسعه مالی مورد توجه قرار گیرد. اما، بی‌توجهی به زمینه مناسب تئوری نیز موجب شد تا تعریف جامع و مانعی از مقوله توسعه مالی ارائه نشود و در نتیجه برنامه‌ریزی منسجم و همه‌جانبه‌ای برای توسعه مالی کشورها طراحی و اجرا نگردد. در حالی که با توجه به تجربه کشورها در این زمینه و همچنین هزینه‌های هنگفت تحمیل شده به آنها در قالب بحران‌های پولی و بانکی، بر پیچیدگی فرایند توسعه مالی و زمان‌بر و هزینه‌بر بودن اجرای برنامه توسعه مالی در نشست اسکاپ<sup>۳</sup> (۱۹۹۸) تأکید شده است.

در این مطالعه، تلاش می‌شود تا سیر تحول مفهوم توسعه مالی شناسایی شده و در یک بررسی تطبیقی با تحولات اندیشه‌های توسعه اقتصادی به ویژه در حوزه مباحث اقتصاد نهادگرایی، چارچوب نظری منسجمی برای مفهوم توسعه مالی و شاخص‌های ارزیابی آن تدوین و ارائه شود.

## ۲. روش تحقیق

هدف مطالعه، مروری بر مفاهیم توسعه مالی با توجه به نقش آن در رشد اقتصادی است. برای دستیابی به این هدف، در یک تحلیل انطباقی-استنتاجی و با استفاده از روش مطالعه اسنادی، نظریه‌های توسعه مالی مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به اینکه تحول این اندیشه‌ها بشدت متأثر از سیر تاریخی تحولات اقتصادی در دهه‌های گوناگون بود، بنابراین نظریات اقتصاددانان توسعه در زمینه مفهوم توسعه مالی در مقاطع پیش از دهه هفتاد و تاکنون مورد مطالعه قرار گرفت و روند تکامل مفهوم توسعه مالی طی این دوره‌ها شناسایی شد. سپس در یک بررسی تطبیقی، مفاهیم فوق

۱. گزارش شاخص‌های توسعه جهان (۲۰۰۷).

2. Mackinnon & Shaw.

3. Escap

در چارچوب تئوری اقتصاد نهادگرا، به ویژه اقتصاد نهادگرایی جدید، بررسی و چارچوب نظری برای ارائه مفهوم توسعه مالی پیشنهاد شد.

### ۳. مروری بر مبانی نظری مفهوم توسعه مالی

با توجه به تحولات بازارهای مالی، مفهوم توسعه مالی در دهه‌های پس از دهه هفتاد مورد توجه اقتصاددانان قرار گرفت. برای شناسایی فرایند تکامل این مفهوم ابتدا، دیدگاه اقتصاددانان در زمینه اهمیت توسعه مالی در رشد اقتصادی مورد بررسی قرار می‌گیرد. به‌طور کلی، دو نظریه کاملاً متفاوت در زمینه نقش بازارهای مالی در رشد اقتصادی قابل تعریف است. گروه اول، اقتصاددانانی که مخالف اهمیت بخش مالی در اقتصادند مانند مادیگلیانی و میلر، لوکاس<sup>۱</sup> (لوین، ۲۰۰۴).

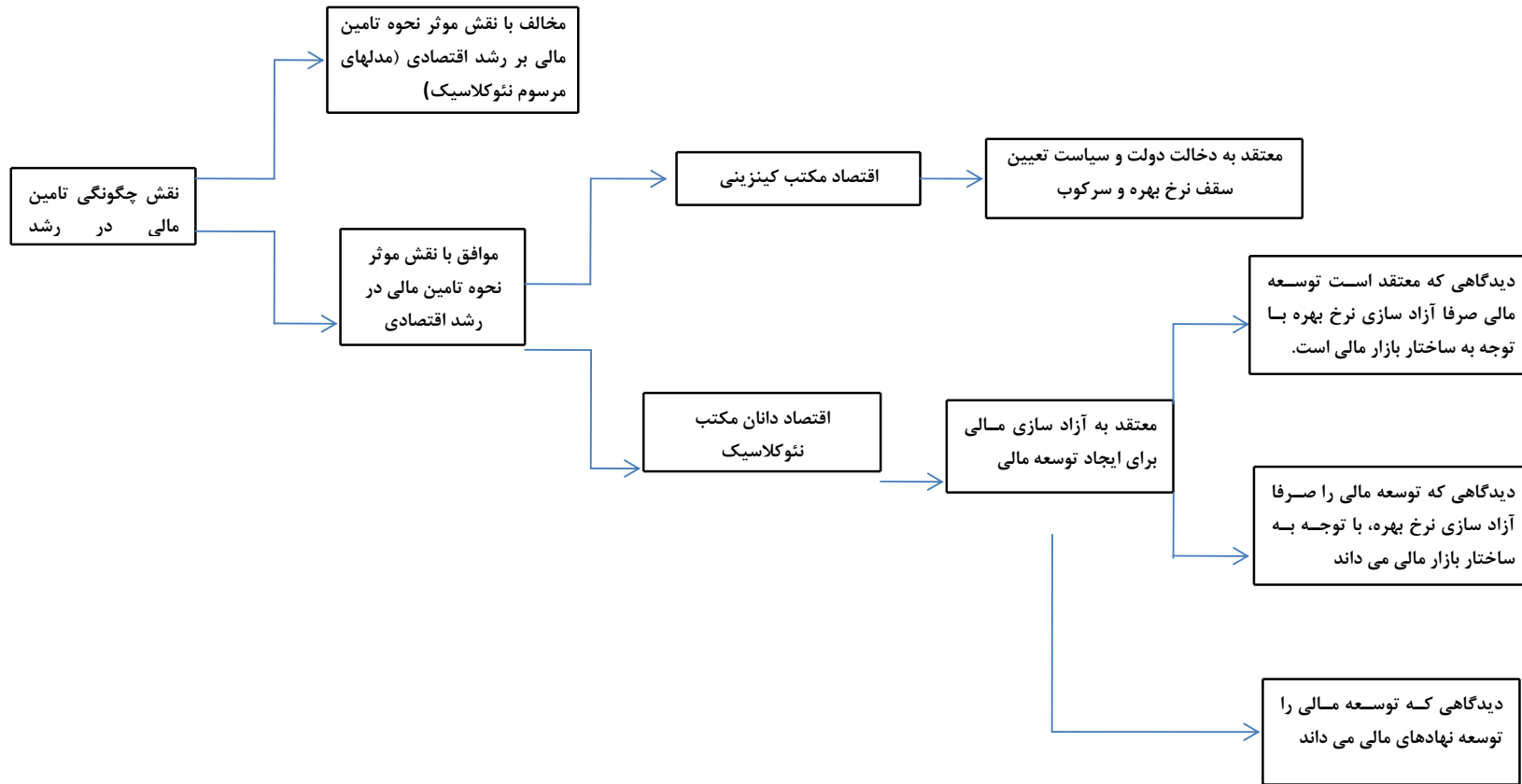
در مقابل این گروه معدود نیز اقتصاددانانی هستند که با انجام مطالعات متعدد به روند تأثیر بازارهای مالی بر رشد اقتصادی پرداخته‌اند. این گروه از اقتصاددانان به دو گروه مجزا قابل تقسیم‌اند: گروه اول، اقتصاددانان طرفدار مکتب کینزینی‌اند که معتقد به دخالت دولت در بازارهای مالی و تعیین سقف‌های نرخ بهره‌اند. آنها چون تابع سرمایه‌گذاری را تابع معکوس از نرخ بهره و تابع پس‌انداز را تابع مستقیم از درآمد می‌دانند و از سوی دیگر، چون طبق نظر کینز معتقد به وجود رجحان نقدینگی<sup>۲</sup> بالا هستند، سیاست سرکوب مالی<sup>۳</sup> و تعیین سقف نرخ بهره توسط دولت را برای افزایش رشد اقتصادی تجویز می‌کنند.

گروه دوم، اقتصاددانان نئوکلاسیک‌اند که سیاست‌های حاکمیت قیمت‌ها و آزادسازی را آغاز نموده‌اند و در بازارهای مالی بر آزادسازی نرخ بهره تأکید دارند. در ادامه، به‌طور خلاصه چارچوب نظری این دو گروه بررسی می‌شود.

#### ۳-۱. مروری بر نظریات توسعه مالی و نقش آن در رشد اقتصادی

نمودار یک، طبقه‌بندی نظریات اقتصاددانان در مورد نقش تأمین مالی در رشد اقتصادی و همچنین سیاست اجرایی منتج شده در هر طبقه را نشان می‌دهد.

1. Modigliani, Miller & Lucas.  
2. Liquidity Preference  
3. Financial Repression



مأخذ: یافته تحقیق.

نمودار ۱. طبقه بندی دیدگاهها در زمینه توسعه مالی و نقش نحوه تامین مالی در رشد اقتصادی

مدل‌های مرسوم نئوکلاسیک، با این فرض که هزینه‌های مبادله صفرند و بازارهایی مانند بازار سرمایه کامل‌اند، در دو مدل ایستا و پویا فرآیند تصمیم‌گیری خانوارها و بنگاه‌ها را تحلیل و بررسی می‌کنند. در مدل ایستا، خانوار مطلوبیتش را با توجه به قید بودجه و بدون توجه به سیستم پرداخت تعریف شده و صریح، حداکثر می‌نماید و سبیدی از کالاها را برای مصرف انتخاب می‌کند. بنگاه‌ها نیز بدون در نظر گرفتن نحوه تأمین مالی هزینه‌های خود، سطح بهینه داده‌ها و ستانده‌ها را با هدف حداکثر کردن سود انتخاب می‌کنند.

در تحلیل‌های پویا نیز این رویکرد، با ارائه مدل‌های تصمیم‌گیری بین دوره‌ای ادامه می‌یابد. بازار رقابت کامل سرمایه (بازاری است که در آن بنگاه‌ها و خانوارها می‌توانند بدون هیچگونه محدودیتی توابع هدف خود را حداکثر نمایند) به عنوان یکی از فروض کلاسیک مطرح می‌شود.

اصولاً در تئوری سرمایه نئوکلاسیک، منبع تأمین مالی، مهم نیست (دمتریادس، آندریانووا)<sup>۱</sup> در مدل‌های رشد کینزینی نیز با توجه به اینکه کینز، تابع سرمایه‌گذاری را تابع معکوس از نرخ بهره و پس‌انداز را تابع مستقیم از درآمد معرفی می‌کند، بنابراین، کاهش نرخ بهره پیشنهاد می‌شود. کینز (۱۹۳۶) اعتقاد داشت که به لحاظ تاریخی، یک تمایل طبیعی برای نرخ بهره حقیقی وجود دارد که بیش از سطح تعادلی اشتغال کامل افزایش می‌یابد:

«رحجان نقدینگی بالا، تهدید مهمی برای از بین بردن انگیزه سرمایه‌گذاری است، مهم‌ترین مانعی که در دوران باستان و قرون وسطی در برابر رشد ثروت وجود داشت. حقیقتاً هم این چنین است، زیرا برخی از مخاطرات زندگی اقتصادی، کارایی نهایی سرمایه<sup>۲</sup> را کاهش می‌دهند، در حالی که پدیده‌های دیگر موجب افزایش رحجان نقدینگی می‌شوند. بنابراین، در دنیایی که نااطمینانی اجتناب‌ناپذیر است، افزایش نرخ بهره تا حدی که موجب ترغیب سرمایه‌گذاری شود نیز اجتناب‌ناپذیر خواهد بود، مگر اینکه از طریق ابزارهایی که در اختیار جامعه است مهار شود» (فرای، ۱۹۹۵، ص ۱۱).

به طور کلی، تا پیش از دهه هفتاد، اقتصاددانان توسعه، سیاست‌های سرکوب مالی را می‌پذیرفتند و آن را تجویز می‌کردند. در واقع، این گروه از اقتصاددانان به اهمیت بخش مالی در اقتصاد واقف بودند، اما تأثیر مثبت بخش مالی بر رشد اقتصادی را در گرو کنترل‌های دولتی و شرایط سرکوب مالی می‌دانستند. کینز (۱۹۳۰) در کتابش با عنوان *رساله‌ای در باب پول*<sup>۳</sup>، معتقد است که: «اعتبار بانک<sup>۴</sup>، [مانند] مسیر سنگ‌فرشی است که تولید بر آن حرکت می‌کند و

1. Demetriades & Andrianova (2004).
2. Marginal Efficiency of Capital
3. Keynes (1930), *A Treatise on Money*, II, P. 22.
4. Bank Credit

بانکداران، اگر وظیفه خود را بدانند، تسهیلات حمل و نقل را به اندازه‌ای فراهم می‌کنند که نیروهای بهره‌وری جامعه در اشتغال کامل بکار گرفته شود». (آرستیس، ۲۰۰۶، ص ۳۴۶).

### ۲-۳. آزادسازی نرخ بهره و تأثیر آن بر رشد اقتصادی: مدل رشد مک کینون - شاو

در اوایل دهه هفتاد، اقتصاددانانی مانند گلداسمیت<sup>۱</sup> (۱۹۶۹)، مک کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) به نقش کلیدی توسعه بازارهای مالی در فرایند رشد اقتصادی تأکید نمودند. در واقع، نگرش لیبرال در امور مالی به قرن هفدهم میلادی برمی‌گردد. جان لاک<sup>۲</sup> (۱۹۶۵)، آدام اسمیت<sup>۳</sup> (۱۷۷۶)، بنتهام<sup>۴</sup> (۱۷۸۷) و شومپتر<sup>۵</sup> (۱۹۱۲) از اولین افرادی بودند که به اهمیت پول و واسطه‌های مالی کنترل نشده تأکید داشتند. عقاید شومپتر (۱۹۱۲) در مورد اهمیت تأمین مالی در فرایند توسعه است، از نظر وی، کارآفرین واقعی یعنی فردی که توسعه را با تلاش برای کسب تکنیک‌های جدید مجسم می‌سازد، نیاز به اعتبار دارد. "او فقط وقتی می‌تواند کارآفرین شود که قبلاً بدهکار شده باشد" در این نگرش، چگونگی تأمین مالی و توسعه به این ترتیب به هم مرتبط می‌شوند: "اعطای اعتبار در این معنا به عنوان یک سفارش در سیستم اقتصادی برای هماهنگ ساختن سیستم با مقاصد کارآفرین عمل می‌کند، [به عبارت دیگر] به عنوان سفارشی از کالاهایی که کارآفرین به آنها نیاز دارد؛ و این به معنای سپردن نیروهای مولد به دست کارآفرین است. صرفاً این چنین است که توسعه اقتصادی می‌تواند از جریان گردش محض که در تعادل کامل وجود دارد حاصل شود." (فرای، ۱۹۹۸، ص ۲۲)

الکساندر گرشن کرون<sup>۶</sup> (۱۹۶۲)، نقش بانک‌ها را در توسعه اقتصادی آلمان بررسی کرد. روندو کامرون<sup>۷</sup> (۱۹۷۲) نیز فردی است که چند تحلیل تاریخی را در زمینه بانکداری و توسعه اقتصادی اروپا، ژاپن و روسیه در قرن نوزدهم ارائه کرد و از دیگر پیشگامان در این زمینه بود. به‌طور کلی، طی شصت سال پس از جنگ جهانی اول، طرفداری و حمایت از آزادسازی مالی یک نگرش نایاب بود. (فرای، ۱۹۹۸، ص ۲۳)

برخی از اقتصاددانان نیز مخالف اهمیت بخش مالی در اقتصادانند. مادگیلیانی و میلر (۱۹۵۸) از اقتصاددانانی هستند که معتقدند روش تأمین مالی بنگاه‌ها، موضوع بی‌اهمیت است.

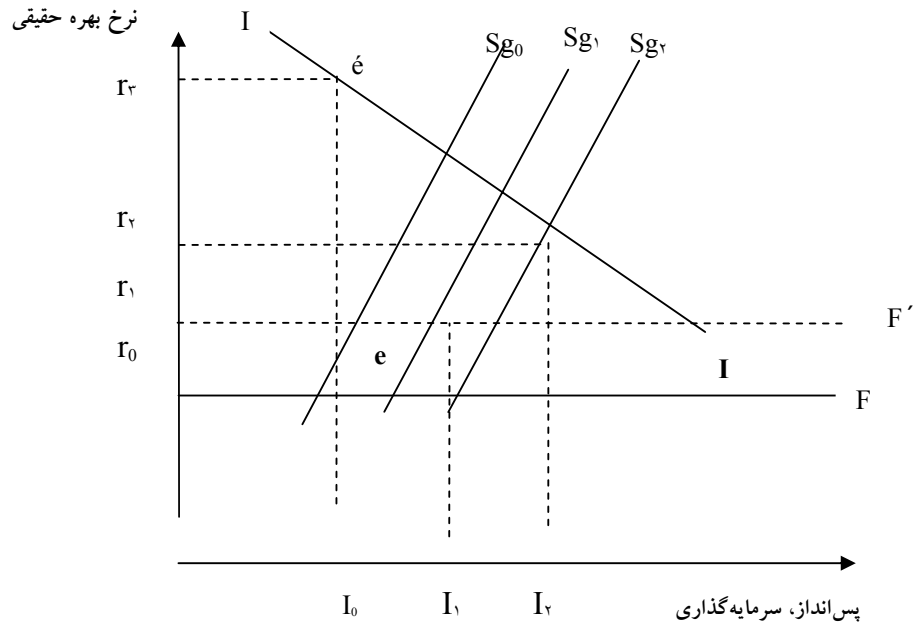
1. Gold, Smith.
2. Locke, John.
3. Smith, Adam.
4. Bentham
5. Schumpeter
6. Gerschenkron, Alexander.
7. Cameron, Rondo.

لوکاس (۱۹۸۸) نیز معتقد بود که اقتصاددانان بر نقش سیستم مالی به طور افراطی و نامناسبی تأکید دارند. (آرستین، ۲۰۰۶، ص ۳۴۷)

مک کینون و شاو مدل‌های پولی کینز، کینزینی‌ها و ساختارگراها را رد کردند و معتقد بودند که فروض مهم این رویکردها، با شرایط کشورهای در حال توسعه آن زمان همخوانی ندارد. آنها با استفاده از چارچوب نظری زیر، به نقش کلیدی آزادسازی و توسعه مالی بر رشد اقتصادی تأکید کردند. داده‌های تجربی که پیشنهادهای سیاستی مدل مک کینون-شاو (M-S) را تأمین می‌کرد، شامل اصلاحات مالی تایوان در اوایل دهه پنجاه و کره در اواسط دهه شصت بود.

عناصر اساسی و مشترک مدل پول درونی مک کینون - شاو، که در آن نهادهای مالی واسطه بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران هستند، در نمودار دو ترسیم شده است. منحنی  $S_{g_0}$  نمایانگر پس‌انداز در نرخ رشد اقتصادی  $g_0$  است که با نرخ بهره واقعی رابطه مثبت دارد. (مک کینون، شاو ۱۹۷۳) خط F، بیانگر سرکوب مالی است و مبین نرخ بهره اسمی تثبیت شده در کمتر از سطح نرخ بهره واقعی تعادلی است. خط I نیز تابع سرمایه‌گذاری است که رابطه معکوس با نرخ بهره حقیقی دارد.

با توجه به فروض مدل، در صورتی که با اجرای سیاست سرکوب مالی، نرخ بهره رسمی (اداری) پایین‌تر از نرخ بهره تعادلی، تعریف و اجرا شود در این شرایط، سرمایه‌گذاری واقع شده به  $I_0$  محدود شده و مقدار پس‌انداز با توجه به نرخ واقعی  $I_0$  تعیین خواهد شد.



مأخذ: فرای (۱۹۹۵)، ص ۲۴.

### نمودار ۲. پس انداز و سرمایه گذاری در شرایط وجود سقف های نرخ بهره

یک دلیل کاهش پس انداز در شرایط تورم شتابان یا کاهش نرخ بهره اسمی، توسط دارایی های ثابت که ارزش آن در شرایط تورمی کاهش نمی یابد (مانند زمین) قابل تحلیل است. انتظار می رود که قیمت زمین، حداقل با سرعت نرخ تورم افزایش یابد. بنابراین، در شرایطی که نرخ بهره واقعی در حال کاهش است، زمین در مقایسه با سپرده گذاری در بانک ظرف مناسبی برای پس انداز است. البته، یادآوری می شود که با توجه به عرضه ثابت زمین، در هیچ اقتصادی افزایش خرید زمین، افزایش سرمایه گذاری محسوب نمی شود. علاوه بر این، با افزایش تقاضای خرید زمین و افزایش قیمت آن، ثروت خانوارها افزایش می یابد و همه تئوری ها تأثیر مثبت افزایش ثروت بر مصرف حال (دوره کنونی) و در نتیجه کاهش پس انداز را تأیید می کنند.

اگر سقف نرخ بهره فقط برای پس انداز کنندگان اعمال شود و نه برای وام گیرندگان، پس انداز کنندگان با نرخ بهره  $r_0$  و سرمایه گذاران با نرخ بهره  $r_2$  مواجه خواهند شد. فاصله  $r_2 - r_0$ ، توسط سیستم بانکی رقابتی و در یک رقابت غیر قیمتی (مانند انجام تبلیغات و یا تأسیس



شعب جدید بانکی) هزینه خواهد شد. به عبارتی در سیستم بانکی، بانک‌ها به جای رقابت در کاهش نرخ بهره، از طریق انجام تبلیغات و یا تأسیس شعب و انجام رقابت غیرقیمتی، رقابت خواهند کرد. این خدمات غیرقیمتی برای سپرده‌گذار، هم ارزش با نرخ بهره کاهش یافته نیست. معمولاً سقف نرخ بهره برای پس‌اندازکننده و وام‌گیرنده هر دو تعیین می‌شود. در این شرایط، موضوع جیره‌بندی منابع قابل وام‌دهی مطرح می‌شود. اعتبارات نه براساس کارایی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، بلکه با توجه به هزینه‌های مبادله و موارد دیگر، تخصیص خواهند یافت. کیفیت وثیقه، فشارهای سیاسی، اندازه وام و منافع سرّی اعضای هیئت رئیسه وام (متصدیان توزیع وام) نیز بر تخصیص اعتبارات اثرگذار خواهند بود. تا جایی که اگر بپذیریم تخصیص منابع اعتباری به صورت تصادفی باشد (یعنی بدون انحراف در تصمیم‌گیری با انگیزه‌های سیاسی و ...) متوسط کارایی سرمایه‌گذاری‌های انجام شده، با تعیین سقف نرخ بهره پایین، کاهش خواهد یافت، زیرا با تعیین سقف نرخ بهره، سرمایه‌گذاری با عایدی پایین نیز سودآور خواهد بود. علاوه بر این، کارآفرین‌هایی که موفق به دریافت وام نشده‌اند به بازار مراجعه خواهند کرد که این پدیده در متون اقتصاد رفاه، انتخاب نادرست<sup>۱</sup> تلقی می‌شود. تعیین سقف نرخ بهره، نهادهای مالی را در پذیرش ریسک تضعیف می‌کند، زیرا در این شرایط حق ریسک<sup>۲</sup> توسط این نهادها قابل دریافت نیست و این پدیده خود موجب حذف نسبت بزرگی از سرمایه‌گذاری‌های بالقوه و با درآمد بالا خواهد شد.

مک‌کینون و شاو، تأثیر انحراف نرخ‌ها و اثر آن بر سرمایه‌گذاری و اقتصاد را این‌طور مطرح کرده‌اند: «در شرایط انحراف‌های بزرگ در نرخ‌های بهره، اشتباه محض است که انباشت سرمایه‌های همگن با بهره‌وری یکسان را بسادگی، توسعه تلقی کنیم». آنها توسعه اقتصادی را چنین تعریف می‌کنند: «توسعه یعنی کاهش انحراف‌های بزرگ در نرخ‌های بازدهی اجتماعی نسبت به نرخ‌های سرمایه‌گذاری‌های موجود و جدید انجام شده توسط کنترل کارآفرین‌های داخلی». (فرای، ۱۹۹۵، ص ۲۶)

آنها استدلال می‌کنند که افزایش سقف نرخ بهره از  $F$  به  $F'$  (از  $I_0$  به  $I_1$ ) موجب می‌شود تا پس‌انداز و سرمایه‌گذاری واقع شده نیز افزایش یابد. با افزایش سقف نرخ بهره، کارآفرین‌ها پروژه‌هایی با بازدهی کمتر از  $I_1$  را اجرا نمی‌کنند و بنابراین، سرمایه‌گذاری‌هایی که بازدهی کمتر از  $I_1$  و بیشتر از  $I_0$  را داشته‌اند نیز حذف می‌شود. این پدیده به معنای افزایش متوسط کارایی کل

1. Adverse Selection  
2. Risk Premium

سرمایه‌گذاری انجام شده و انتقال منحنی  $S_{g0}$  به  $S_{g1}$  است. از نظر آنها، رشد در اقتصادهای با بازار مالی سرکوب شده به وسیله پس‌انداز محدود می‌شود و در واقع، فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیز در این شرایط محدود خواهد شد. سیاست پیشنهادی مک‌کینون و شاو برای اقتصادهای با بازار مالی سرکوب شده، افزایش نرخ بهره و یا کاهش نرخ تورم است. حذف سقف نرخ بهره موجب افزایش سرمایه‌گذاری و افزایش متوسط کارایی سرمایه خواهد شد و این موضوع نیز موجب می‌شود تا نرخ رشد اقتصادی به  $g$  افزایش یابد و منحنی  $K$  مجدداً به سمت راست منتقل شود.

همان‌طور که مشاهده می‌شود، چارچوب نظری ارائه شده توسط مک‌کینون و شاو برای تبیین جایگاه توسعه مالی در رشد اقتصادی، با محوریت آزادسازی نرخ بهره است. البته، پس از وقوع بحران‌های متأثر از آزادسازی مالی، مک‌کینون (۱۹۸۲) نظم و انضباط مالی دولت را به عنوان شرط لازم موفقیت در آزادسازی مالی معرفی نمود. (فرای، ۱۹۹۵، ص ۲۷)

### ۳-۳. زیرساخت‌های ضروری آزادسازی نرخ بهره: دیدگاه نئوساختارگرا

نئوساختارگرا که ادوارد بافی (۱۹۸۴)، آکیرا کوهساکا (۱۹۸۴) لنس تیلور (۱۹۸۳) و سودر ون ویجن برگن<sup>۱</sup> (۱۹۸۳a، ۱۹۸۳b) معرف آنها هستند، در اوایل دهه ۱۹۸۰ مکتب مک‌کینون - شاو را مورد حمله قرار دادند. (فرای، ۱۹۹۵، ص ۱۱۰)

پیش‌بینی مدل‌های نئوساختارگرا در زمینه آثار آزادسازی و توسعه مالی با پیش‌بینی مدل‌های مک‌کینون - شاو از آزادسازی و توسعه مالی در تضاد است که در ادامه به دلیل این تضاد که ناشی از تفاوت در فرض آن مدل‌ها است، می‌پردازیم.

مدل‌های نئوساختارگرا براساس پنج فرض زیر که به طور کلی با فرض اولیه مدل مک‌کینون - شاو متفاوت است، پایه‌گذاری شده است:

۱. دستمزدها به صورت سازمانی یا برون‌زا از طریق تضاد طبقاتی تعیین می‌شود.
۲. تورم توسط اعمال قدرت نسبی سرمایه‌داران و کارگران (افرادی که خود ممکن است متأثر از شرایط اقتصاد باشند) تعیین می‌شود.
۳. پس‌انداز فقط از میزان سود و نه از دستمزد انجام می‌شود.
۴. سطح قیمت با حاشیه ثابت سود<sup>۲</sup> که علاوه بر هزینه‌های نیروی کار، واردات و هزینه تأمین مالی سرمایه در جریان (نرخ بهره) است، تعیین می‌شود.

1. Buffie, Edward, Kohsaka, Akira, Taylor, Lance & Sweder Van Wijnbcigen.  
2. Fixed Markup

۵. کشورهای درحال توسعه نیاز جدی به واردات مواد اولیه، تجهیزات سرمایه‌ای و کالاهای واسطه‌ای دارند. (تیلور، ۱۹۸۳)

فروض چهارم و پنجم، بیانگر این است که سیاست پولی محدودکننده که نرخ‌های بهره را افزایش می‌دهند و (سیاست) کاهش ارزش پول ملی که موجب افزایش سطح قیمت واردات می‌گردد، موجب رکورد- تورمی می‌شود، یعنی شرایطی که در آن، نرخ تورم شتابان به همراه کاهش نرخ رشد اقتصادی و به طور همزمان ایجاد می‌شود.

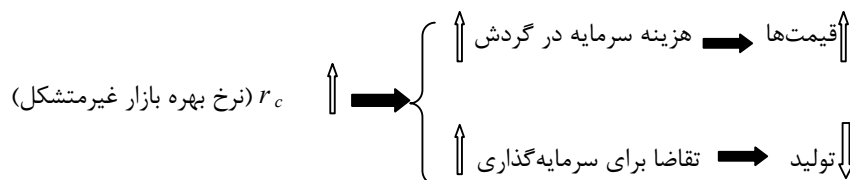
در مدل‌های نئوساختارگرا، تخصیص دارایی‌خانواری مبتنی بر چارچوب پورتفوی توین است. در این مدل‌ها، خانوارها با سه گروه دارایی مواجه‌اند: طلا یا پول نقد، سپرده‌های بانکی و وام‌بازارهای غیرمتشکل<sup>۱</sup>. در حالی که در مدل مک‌کینون - شاو، فقط دو دارایی (طلا یا دیگر دارایی‌ها که برای مصونیت از کاهش ارزش پول در شرایط تورمی، خریداری و نگهداری می‌شوند<sup>۲</sup> و پول) در پرتفوی خانوارها تصریح می‌شود. بنابراین، در مدل‌های نئوساختارگرا افزایش سپرده‌های بانکی از محل طلا یا پول و یا از محل کاهش وام در بازارهای غیرمتشکل، تأمین می‌شود. اما در مدل مک‌کینون - شاو، افزایش پول از محل تبدیل و فروش طلا و دیگر دارایی‌ها که برای مصونیت از کاهش ارزش پول در شرایط تورمی، خریداری و نگهداری می‌شوند، تأمین شود.

در واقع، مشخصه مهم مدل‌های نئوساختارگرا در تحلیل اقتصادهای در حال توسعه، بازارهای غیرمتشکل، یعنی مکانی که در آنجا نزول‌خوارها و بانک‌های داخلی واسطه‌بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذارانند، است. نئوساختارگراها به این بازارها به عنوان بازارهایی که در بیشتر موارد چابک، سریع‌الانتقال و رقابتی‌اند، می‌نگرند. (تیلور، ۱۹۸۳) از سوی دیگر، از آنجاکه ذخیره قانونی به عنوان نشئت در فرآیند واسطه‌گری مالی بانک‌های تجاری در نظر گرفته می‌شود و بازارهای غیرمتشکل از پرداخت ذخیره قانونی مستثنی هستند، بنابراین نئوساختارگراها ادعا دارند که بانک‌ها نمی‌توانند به کارآمدی بازارهای غیررسمی یا بازارهای غیرمتشکل بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران، واسطه‌گری مالی کنند. آنها فرض می‌کنند که منابع مالی به‌طور آزاد بین سیستم بانکی و بازارهای غیرمتشکل در جریان است و بنابراین در مدل‌هایشان پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران تا حدودی می‌توانند از منابع مالی موجود در هر دو بازار استفاده کنند. از این جهت، نرخ بهره مؤثر در تصمیم‌گیری برای مقدار نگهداری پول نقد،

---

1. Curb Markets  
2. Inflation Hedges

پس انداز و سرمایه گذاری، نرخ بهره بازار غیرمتشکل است. این نرخ، از یک سو بیانگر هزینه نهایی استقرار است و از سوی دیگر در تابع تقاضای پول وارد می شود. همانطور که در فروض مدل های نئوساختارگراها یادآوری شد، در همه این مدل ها، قیمت ها با افزودن یک حاشیه سود ثابت بر هزینه ها تعیین می شوند، زیرا افزایش نرخ بهره بازار غیرمتشکل، موجب افزایش هزینه سرمایه در گردش می شود و بنابراین، هر افزایش در نرخ بهره بازار غیرمتشکل، موجب افزایش سطح قیمت ها خواهد شد. علاوه بر این، افزایش نرخ بهره بازار غیرمتشکل از طریق کاهش سرمایه گذاری، موجب کاهش تولید می شود.



به این ترتیب، اگر افزایش نرخ بهره سپرده در بازار رسمی موجب افزایش نرخ بهره در بازار غیرمتشکل شود، در این صورت، اقتصاد با افزایش همزمان سطح قیمت ها و کاهش رشد اقتصادی مواجه می شود.

بدیهی است که بانک های تجاری، مقید به پرداخت نرخ ذخیره قانونی ثابت اند و از آنجا که بانک مرکزی به بخش خصوصی وام نمی دهد بنابراین، پایه نقد (پول ذخیره یا پول پر قدرت) کاملاً یک پول بیرونی است. افزایش نرخ بهره سپرده گذاری، تقاضا برای سپرده گذاری را افزایش داده و تقاضا برای سایر دارایی ها را در پرتفوی خانوار کاهش می دهد. براساس مدل مک کینون و شاو، افزایش سپرده گذاری از محل کاهش تقاضا برای پول نقد و یا سایر دارایی هایی که برای حفظ ارزش پول نگهداری می شوند، تأمین مالی خواهد شد. اما براساس مدل نئوساختارگراها، این افزایش علاوه بر کاهش تقاضا برای پول نقد می تواند از محل اعتبارات ارائه شده در بازارهای غیرمتشکل نیز تأمین مالی شود. زیرا، اول اینکه در بازار غیرمتشکل، واسطه های مالی ملزم به پرداخت ذخیره قانونی نیستند و دوم، از دید نئوساختارگراها، بازار غیرمتشکل کارا تر از بازار رسمی است و بنابراین، اگر افزایش سپرده های بازار رسمی بیشتر از محل وام های بازار غیرمتشکل تأمین مالی شود تا از محل پول نقد، نگهداری در پرتفوی خانوار، در این صورت

عرضه کل سرمایه در گردش کاهش خواهد یافت. بدیهی است با کاهش عرضه سرمایه در گردش، نرخ بهره بازار غیرمتشکل نیز افزایش خواهد یافت. با توجه به این موارد افزایش نرخ بهره بازار غیرمتشکل نیز به معنای افزایش سطح قیمت‌ها و کاهش تولید است. تیلور (۱۹۸۳) و ون ویجن برگن (۱۹۸۲) معتقدند این موضوع که افزایش نرخ بهره پس‌انداز موجب افزایش عرضه کل اعتبار می‌شود یا خیر، به این عوامل بستگی دارد:

۱. نسبت ذخایر قانونی.<sup>۱</sup>

۲. افزایش در میزان ذخیره مانده‌های حقیقی پول که از تبدیل طلا یا دارایی‌های دیگر که برای مصونیت از کاهش ارزش پول خریداری و نگهداری می‌شوند، تأمین شده و یا از طریق استقرار مستقیم از بازارهای غیرمتشکل تأمین شده است.

«بافی (۱۹۸۴)، کوهساکا (۱۹۸۴)، تیلور و ون ویجن برگن (۱۹۸۲) چنین نتیجه می‌گیرند که عملاً آزادسازی مالی، به احتمال زیاد به دلیل کاهش عرضه واقعی اعتبارات قابل دسترس بنگاه‌های تجاری، موجب کاهش رشد اقتصادی می‌شود» در این زمینه، بافی (۱۹۸۴) نیز به نتیجه مشابهی دست یافت. به عقیده وی، «زمانی که اجازه عکس‌العمل به بازار غیرمتشکل داده می‌شود، آزادسازی مالی یک تصمیم خطرناک است». (فرای، ۱۹۹۵، صص ۱۱۱-۱۱۰)

به‌طور خلاصه، بررسی نظریات نئوساختارگراها، بیانگر این است که محوریت مباحث طرح شده در مدل‌های نئوساختارگراها در مباحث مربوط به توسعه مالی، نرخ بهره است، با این تفاوت که آنها برخلاف نگرش مک‌کینون و شاو، توسعه مالی را در گرو کنترل نرخ بهره می‌دانند.

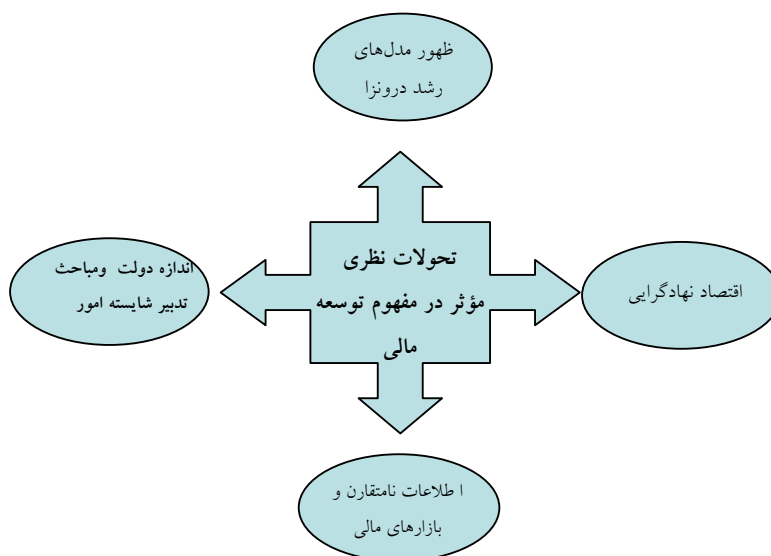
#### ۳-۴. نقش نهادهای مالی در توسعه مالی

تکامل اندیشه‌های بشری در زمینه‌های گوناگون علوم و همچنین وقایع مهم اقتصادی مانند بحران‌های بانکی و پولی در سه دهه اخیر، ضرورت بازنگری در مفهوم توسعه مالی را تبیین کرد. توسعه مدل‌های رشد درون‌زا و همچنین گسترش اندیشه‌های اقتصادی در حوزه مباحث اقتصاد نهادگرایی، اقتصاد نهادگرایی جدید و گسترش مفهوم شکست بازار به بازارهای مالی از مواردی است که در نظر است برای ارائه چارچوب تحلیلی و نظری مناسب برای مفهوم توسعه مالی بکار روند.

---

1. Required Reserve Ratio

- بنابراین، در ادامه به طور مختصر، به شناسایی مهم‌ترین مکاتب و اندیشه‌هایی که می‌توانند در ارائه تعریف جامع و مانع از مفهوم توسعه مالی کمک نمایند، می‌پردازیم.
- مدل‌های رشد درون‌زا
  - اقتصاد نهادگرایی جدید و مباحث ویلیامسون
  - اندازه دولت و حکمرانی خوب<sup>۱</sup>
  - مباحث استیگلیتز<sup>۲</sup> و رویکرد فقدان شرایط بازار رقابت کامل در بازارهای مالی



نمودار ۳. مهم‌ترین تحولات فکری مؤثر در مفهوم توسعه مالی در دو دهه اخیر

#### ۱-۴-۳. نقش و اهمیت نهادهای مالی با توجه به مدل‌های رشد درون‌زا

در دو دهه اخیر، در زمینه متون مربوط به نقش و اهمیت بازارهای مالی در توسعه اقتصادی، مطالعات گسترده‌ای انجام شد. ظهور نسل اول مدل‌های رشد درون‌زا توجه اقتصاددانان را به سایر عوامل ایجاد رشد اقتصادی، بدون ترس از بازدهی نزولی آن عوامل معطوف کرد.

- 
1. Good Governance
  2. Stiglitz (2003).

چارچوب نظری تبیین عوامل مؤثر بر توسعه مالی ... ۱۹

بوید و پریسکات<sup>۱</sup> (۱۹۸۶)، دایاموند<sup>۲</sup> (۱۹۸۴)، رومر<sup>۳</sup> (۱۹۹۰ و ۱۹۸۶)، لوکاس (۱۹۸۸) از اولین محققانی هستند که مبانی بحث را مطرح کردند. در این طیف از مدل‌های رشد، برای تبیین دلیل واقعی رشد درون‌زا، بر نقش بازارهای مالی به طور صریح تأکید نشده است اما، در نسل دوم مدل‌های رشد درون‌زا که توسط بنسیونگا و اسمیت<sup>۴</sup> (۱۹۹۳، ۱۹۹۲ و ۱۹۹۱)، گرینوود و جووانوویک<sup>۵</sup> (۱۹۹۰)، گرینوود و اسمیت (۱۹۹۳)، کینگ و لوین (۱۹۹۳ الف و ب)، لوین (۱۹۹۳) و ... ارائه شد، مسئله بازارهای مالی و اهمیت وجود نهادهای مالی در فرایند توسعه اقتصادی مدل‌سازی گردید. به طور کلی، این مدل‌ها با توجه به اطلاعات نامتقارن و نااطمینانی از عایدی‌های سرمایه‌گذاری‌های مولد و هزینه‌های مبادله غیر صفر، به ضرورت ایجاد نهادهای مالی پرداخته‌اند. موضوعی که فرای نیز پس از تشریح نظریات این نسل از مدل‌ها چنین مطرح کرد: "در دنیایی که هزینه‌های کسب اطلاعات، انجام مبادلات و کنترل<sup>۶</sup>، مثبت است، مالیه و نهادهای مالی حائز اهمیت می‌باشند". (فرای، ۱۹۹۵، صص ۶۱-۶۳)

به این ترتیب، محدود کردن برنامه توسعه مالی کشور به آزادسازی نرخ بهره با توجه به مدل‌های مرسوم کلاسیک به معنای بی‌توجهی به عوامل مؤثر در تعیین هزینه‌های مبادله و نهادهای کنترلی و تنظیمی لازم در بازار است.

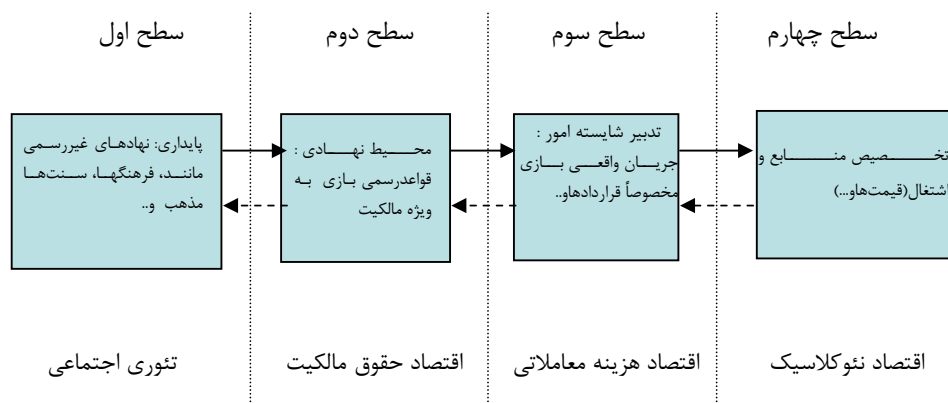
#### ۲-۳. دیدگاه نهادگرا و نقش توسعه بازارهای مالی در رشد اقتصادی

تعاریف متعددی از نهاد ارائه شده است. لین و ناجنت<sup>۷</sup> (۱۹۹۵)، نهاد را مجموعه‌ای از قواعد رفتاری تدوین شده توسط بشر و حاکم بر کنش‌های متقابل بشری می‌دانند. با این تعبیر، نهادها مجموعه قواعدی هستند که پیرامون یک هسته اصلی، مجموعه هماهنگی را شکل می‌دهند. ترتیبات نهادی، قواعدی رفتاری‌اند که در حوزه معینی بر رفتار افراد حاکم‌اند. ساختار نهادی، کلیات ترتیبات نهادی در یک اقتصاد یعنی سازمان‌ها، قوانین، سنن و ایدئولوژی را شامل می‌شوند. (متوسلی، ۱۳۸۲، ص ۱۳۹)

ویلیامسون (۲۰۰۰) تحلیل‌های نهادگرایی را به چهار سطح تفکیک کرد که عبارت‌اند از:

1. Boyd, John & Edward, Prescottt.
2. Diamond, Douglas.
3. Romer, Paul.
4. Bencivenga & Smith.
5. Greenwood & Jovanovic.
6. Monitoring
7. Lin, J. F. & J.B Nugent (1995).

۱. سطح اول که سطح ریشه‌دار اجتماعی است. در این سطح هنجارها، رسوم، اخلاقیات، سنت‌ها و موارد دیگر قرار دارند. مذهب نیز در این سطح جای دارد. تحولات در این سطح بسیار آرام است.
۲. سطح دوم که سطح محیط نهادی است. ساختارهای مشاهده شده در اینجا محصول فرایندهای تکاملی است، اما فرصت‌های طراحی شده و ارادی نیز در شکل‌گیری این ساختارها دخیل‌اند. در این سطح، قواعد رسمی مانند قوانین اساسی، قوانین عادی، حقوق مالکیت تعریف می‌شود. بروز برخی رخدادهای اجتماعی مانند جنگ‌ها، انقلاب‌ها، بحران‌های مالی و مانند آن، موجب انقطاع و تزلزل جدی نسبت به رویه‌های جا افتاده در این سطح است (بنابراین، این پدیده‌ها می‌توانند فرصت مناسبی برای اصلاحات این سطح باشند).
۳. سطح سوم نیز سطح جریان‌های واقعی بازی است. این سطح، یک نظام کاملاً قانونی و کارکردی دارد. نهادهای اعمال مدیریت و حکمرانی نیز در این سطح تعریف می‌شوند. ویلیامسون، این سطح را سطح اقتصاد هزینه‌های معاملاتی معرفی می‌کند.
۴. سطح چهارم، سطح تئوری بنگاه - اقتصاد نئوکلاسیک نامگذاری شده است. تخصیص منابع، اشتغال و قیمت‌ها نیز از مباحث این سطح است.



نمودار ۴. سطح تحلیل‌های نهادی - مدل ویلیامسون (۲۰۰۰)



با توجه به سطوح مختلف تحلیل‌های نهادی و همچنین مفهوم تدبیر شایسته امور که در بخش بعد به طور مختصر به آن می‌پردازیم، می‌توان اجزاء و عناصر مفهوم توسعه مالی را با توجه به شرایط اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی و مذهبی خاص هر جامعه، تبیین نمود.

### ۳-۴-۳. اندازه دولت و نظریه تدبیر شایسته امور

از اواسط دهه ۱۹۹۰، نارضایتی نسبت به رویکرد "دولت حداقل" مطرح شد و رویکرد "تدبیر شایسته امور" مورد استقبال گسترده قرار گرفت. محققان، افزایش بحران‌های مالی (پولی و بانکی) در دهه‌های هشتاد و نود و همچنین عملکرد نامطلوب اقتصاد جهانی را در دهه هشتاد و کاهش متوسط رشد اقتصادی کشورهای در حال گذار را در دهه نود، از عوامل اثرگذار در رویگردانی از نظریه "دولت حداقل" می‌دانند، عواملی که موجب شد تا برنامه تدبیر شایسته امور به عنوان کلید معمای توسعه، توسط سازمان ملل و صندوق بین‌المللی پول، جایگزین نظریه "دولت حداقل" شود. در واقع، این رویکرد برتری بازار را مشروط به دخالت دست هدایتگر دولت می‌داند. در این نگرش، آزادسازی مالی موفق، مشروط به وجود قدرت دولت در نظارت بر مؤسسه‌های مالی خصوصی است. در این نگرش، اگر دولت فاقد قدرت تنظیم و کنترل باشد، آزادسازی مالی به بحران و ورشکستگی اقتصادی منجر می‌شود. (میدری، ۱۳۸۳، صص ۱۰ و ۱۲)

### ۳-۴-۴. مباحث استیگلیتز و رویکرد نبود شرایط رقابت کامل در بازارهای مالی

استیگلیتز و گرین‌والد (۲۰۰۳)، به نقش پول فقط به عنوان تسهیل‌کننده مبادلات نمی‌پردازند، بلکه به نقش اعتبارات، به عنوان تسهیل‌کننده فعالیت‌های اقتصادی در مفهومی وسیع‌تر نیز توجه می‌کنند. از نظر آنها، در نظر گرفتن اعتبار در مدل استاندارد تعادل عمومی مشکل است. زیرا اعتبار تقریباً "توسط هیچکس از عوامل تولید سنتی قابل تولید نیست و به سهولت از بین می‌رود و راه ساده‌ای نیز برای تبیین تابع عرضه اعتبار وجود ندارد. آنها استدلال می‌کنند که: "اعتبار مبتنی بر اطلاعات است. کسب اطمینان از قابلیت اعتباردهی به یک فرد نیز مستلزم صرف منابع است و همچنین ایستادگی بر این قضاوت یعنی تامین یا تضمین اعتبار، با ریسک مواجه است و روابط ساده‌ای بین هزینه‌های اقتصادی و مقدار اعتبار ایجاد شده نیز وجود ندارد."

این ویژگی اعتبار، موجب حساسیت بالای آن به گذشت زمان، قیمت‌های نسبی و موارد دیگر می‌شود. برای مثال، تغییرات قیمت‌های نسبی مستلزم ارزیابی مجدد قابلیت اعتباری افراد و بنگاه‌ها است. استیگلیتز و گرین‌والد معتقدند که چون "نرخ بهره مانند قیمت‌های سنتی نیست (در واقع نرخ بهره یک «وعده» است برای پرداخت مقداری پول در آینده و وعده‌ها نیز اغلب محقق

نمی‌شوند). بازار سرمایه نیز مثل بازار حراج<sup>۱</sup> نیست. "لذا از نظر آنها مدل تعادل عمومی استاندارد، برای فهم بازارهای اعتباری مفید نبوده و حتی می‌تواند گمراه کننده باشد، زیرا اغلب چنین تصور می‌شود که قیمت اعتبار (نرخ بهره) مانند دیگر قیمت‌ها است و می‌تواند برای به تعادل رساندن بازار تعدیل شود.

استیگلیتز و ویس (۱۹۸۱)، نشان داده‌اند که "افزایش نرخ بهره ممکن است موجب افزایش عایدی انتظاری وام‌ها نشود مانند زمانی که با نرخ‌های بهره بالاتر، کیفیت مجموعه متقاضیان وام کاهش می‌یابد (اثر انتخاب نادرست). و هر متقاضی، ریسک بالاتری را ایجاد می‌کند (اثر خطرهای اخلاقی یا انگیزه‌های نادرست)<sup>۲</sup>. از نظر آنها این آثار به قدری بارزند که ممکن است موجب کاهش عایدی خالص انتظاری با افزایش نرخ بهره بانکی مطالبه شده، شوند.

سرانجام، آنها نتیجه می‌گیرند که این نوع بازارها (بازارهای اعتباری) می‌توانند به‌طور بنیادی با بازارهای متعارف کالاها، متفاوت باشند. در بازارهای اعتباری، به دلیل وجود قیمت‌های نامطمئن (دستمزدها و نرخ‌های بهره)، عایدی پروژه‌ها به همان اندازه که به تولید (ستانده‌های) فیزیکی وابسته است به همان میزان نیز به انتظارات آنها از قیمت‌های آتی مرتبط است. افرادی که تمایل به ارائه پیشنهادی بالاتر نرخ بهره برای وام دارند، افرادی هستند که در مورد قیمت‌های آتی خوشبین‌اند و کمتر ریسک‌گریزند و بنابراین دلیلی برای این اعتقاد که تخصیص اعتبار به این افراد عایدی خصوصی بانک یا عایدی اجتماعی جامعه را حداکثر می‌کند، وجود ندارد. بنابراین، بانک‌ها ملزم به صرف هزینه‌هایی برای کنترل متقاضیان هستند و این در شرایطی است که «کنترل»، دور از رقابت کامل است.

استیگلیتز و گرین‌والد با استفاده از مشخصه اصلی مدل ارو - دبرو در زمینه مسئله گمنامی<sup>۳</sup> در بازار، تفاوت دیگر بازار مالی با بازار کالا و خدمات را چنین مطرح می‌کنند که: "برای مثال اینکه چه کسی صندلی را درست کرده است و در بازار عرضه می‌کند و یا چه کسی آن را می‌خرد، مهم نیست. یکی از ویژگی‌های عجیب بازار رقابت کامل، غیرقابل تبعیض بودن کالاها است. اما بازار اعتبار، کاملاً متفاوت است. وام دادن به راکفلر خیلی متفاوت از وام دادن به فرد  $x$  است. شرایط اعطای اعتبار به قضاوت در مورد احتمال بازپرداخت آن بستگی دارد و این قضاوت به موقعیت مالی و ساختار انگیزشی افراد و نگاه‌هایی بستگی دارد که به آنها وام داده می‌شود.

- 
1. Auction Market
  2. The Moral Hazard or Adverse Incentive Effect
  3. Anonymous

بنابراین، اعتبار به میزان زیادی، فردی است و اطلاعات لازم برای تأمین اعتبار بسیار موردی و خاص است. "

به این ترتیب، آنها اثبات کرده‌اند که در بازار اعتبار، اطلاعات نقش مهمی دارد و هزینه کسب آن نیز تدریجی است و این اطلاعات قابل ارائه و انتقال در بازار نیست. در این شرایط، با گذشت زمان امکان رفتار انحصاری افزایش می‌یابد و در نهایت، استیگلیتز و گرین والد (۲۰۰۳ و ۳۰) نتیجه می‌گیرند که بازار اعتبار، بدون توجه به تعداد بنگاه‌ها در بازار با مدل‌های رقابت انحصاری، بهتر قابل تبیین است تا مدل بازار رقابت خالص. خلاصه نظریات استیگلیتز و گرین والد (۲۰۰۳) عبارت‌اند از:

۱. اعتبارات، تسهیل‌کننده فعالیت‌های اقتصادی در مفهومی وسیع هستند.
۲. تعیین قیمت برای اعتبار، مانند سایر کالاهای معمولی از طریق حراج عمومی ممکن نیست (زیرا، اعتبار یک وعده است که ممکن است محقق نشود).
۳. امکان بروز خطر اخلاقی و انتخاب نادرست در بازارهای مالی بیشتر است.
۴. نداشتن شرط گمنامی در بازارهای مالی، وجود شرایط بازار رقابت کامل را محقق نمی‌کند.

۵. هزینه کسب اطلاعات در این بازار بالا است و انتقال آن توسط بازار نیز ناممکن است. به این ترتیب، آنها مسئله شکست‌های بازاری را به بازارهای مالی گسترش داده و مداخله دولت را در این بازارها تا حدودی ضروری دانسته‌اند.

#### ۴. چارچوب نظری پیشنهادی برای سنجش توسعه مالی و عوامل مؤثر بر آن

برای ارائه چارچوب نظری و تحلیلی سنجش مفهوم توسعه مالی و عوامل مؤثر بر آن ابتدا، این تعریف از توسعه مالی که تعریف جامعی است، انتخاب می‌شود: «توسعه مالی، فرآیند طولانی مدت ساخت نهادهایی است که پایه‌های اطلاعاتی و ظرفیت‌های تحلیل سیستم مالی را تعمیق می‌بخشند و همچنین قدرت نفوذ نهادهای مالی را با خلق ارزش در درون آنها و از طریق گسترده‌تر کردن ابزارها، توافقات و قراردادهای، در پاسخ به تغییرات محیطی و نیازهای بنگاه‌ها، خانوارها و دیگر عاملان اقتصادی افزایش دهد.»<sup>۱</sup>

دوم، با استفاده از مدل ویلیامسون (۲۰۰۰)، برای شناسایی عوامل مؤثر بر توسعه مالی و همچنین تعیین سطح آن، شاخص‌های زیر پیشنهاد می‌شود:

۱. برگرفته از بیانیه نشست اسکاپ (۱۹۹۸)، ص ۵.

۱. از عوامل مؤثر بر توسعه مالی، شاخص های کنترلی اقتصاد، مانند شاخص نرخ تورم و درآمد سرانه پیشنهاد می شود. طبق مدل تحلیلی ویلیامسون، این گروه از شاخص ها در سطح چهارم پدیده های اجتماعی قرار دارند. در مکتب فکری اقتصاد نئوکلاسیک نیز این متغیرها مورد توجه قرار گرفته است. معناداری تاثیر این شاخص ها بر توسعه مالی، شاخص های بازار سهام در مطالعه چین و ایتوو (۲۰۰۲، ۲۰۰۵) و شاخص های بخش بانکی، در پژوهش کمیجانی، پوررستمی (۱۳۸۷) رد نشده است.

۲. نحوه و شرایط محیطی انعقاد قراردادها و نهادهای اعمال مدیریت و حکمرانی نیز از عوامل مؤثر بر توسعه مالی اند. براساس تحلیل ویلیامسون این شاخص ها، شاخص های سطوح دو و سه هستند. اثرگذاری معنادار برخی از این شاخص ها با توجه به مطالعات تجربی، مانند مطالعات اصلی دمترگچ کانت و دتراگیش<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) در مورد توسعه بازار مالی، رد نشده است. بنابراین، به نظر می رسد که برنامه ریزی برای جمع آوری آمار و اطلاعات و محاسبه شاخص هایی از این نوع باید در الویت های کار نهادهای ذی ربط قرار گیرد. هر چند برخی مطالعات اخیر، مانند برنامه ارزیابی بخش مالی (FSAP)<sup>۲</sup> که به صورت مشترک توسط بانک جهانی و صندوق بین المللی پول انجام شده است امکان محاسبه برخی شاخص ها در این سطح را برای برخی از کشورهای مشارکت کننده میسر ساخته است، اما مقایسه گروه های مختلف کشورها و همچنین بررسی روند تغییرات این شاخص ها مستلزم توسعه برنامه یادشده و همچنین تکرار ارزیابی های فوق در دوره های زمانی معین است.

۳. سطح اول، سطح پایداری پدیده های اجتماعی است و به نهادهای غیررسمی مانند فرهنگ ها، مذهب و موارد دیگر برمی گردد. بررسی تاثیر این سطح از پدیده های اجتماعی بر توسعه مالی، با توجه به آثار آنها بر تصمیم گیری های مالی، لازم و ضروری به نظر می رسد. متأسفانه، نبود اطلاعات لازم برای محاسبه شاخص های این سطح، بررسی تجربی را محدود می نماید، اما احصاء برخی شاخص ها در این سطح، لازم و ضروری به نظر می رسد.

در مطالعه کمیجانی، پوررستمی (۱۳۸۷) با توجه به اطلاعات در دسترس، تاثیر تنش های مذهبی بر شاخص های توسعه مالی بررسی شده است و نتایج این مطالعه نشان می دهد که این شاخص به طور مستقیم بر توسعه مالی اثرگذار نیست، اما تاثیر کلی این شاخص ها در برخی گروه های مورد مطالعه نیز رد نشده است. بدیهی است که وجود چارچوب نظری مناسب در تبیین

1. Demirguc, Kunt & Detagiache.  
2. Financial System Assessment Program

شاخص‌ها، الزامات نظری لازم در تدوین الگو و مدل‌های برنامه توسعه مالی را تعیین نموده است و مبنایی برای انتخاب درست متغیرها است، هر چند که ممکن است در ابتدا برآورد متغیرها به دلیل نبود آمار و اطلاعات کافی امکانپذیر نباشد، اما این موضوع، موجب برنامه‌ریزی برای جمع‌آوری آمار و اطلاعات می‌شود و محقق را نسبت به کاستی‌های مدل آگاه می‌نماید که این آگاهی تفسیر محتاطانه‌تر نتایج حاصل از مدل‌ها را نیز در پی خواهد داشت.

## ۵. خلاصه و نتیجه‌گیری

همان‌طور که بررسی شد، در کنار برخی از اقتصاددانان که مخالف اهمیت و تأثیر توسعه مالی و نحوه تأمین مالی بر رشد اقتصادی‌اند، تعداد بسیار قابل توجهی از مطالعات بر اهمیت و نقش بازارهای مالی در رشد اقتصادی تأکید دارند. این نگرش، در هر دو طیف از اقتصاددانان طرفدار مکتب کینزینی و اقتصاددانان نئوکلاسیک مشاهده می‌شود. اقتصاددانان کینزینی، با توجه به دیدگاه خود یعنی گسترش حوزه دخالت‌های دولت در اقتصاد، سیاست تعیین سقف نرخ بهره را حمایت و تجویز می‌کردند؛ سیاستی که تا اوایل دهه هفتاد میلادی غالب بود، اما در دهه هفتاد با گسترش رویکرد دولت حداقل و پیگیری سیاست‌های "حاکمیت قیمت‌ها و آزادسازی" از سوی دولت‌های آمریکا و انگلیس، زمینه برای طرح مباحث آزادسازی مالی مطرح شد. در این شرایط، مک کینون و شاو (۱۹۷۳) با ارائه مدل رشد خود، سیاست آزادسازی مالی را با تأکید بر حذف سقف نرخ‌های بهره بانکی، تجویز نمودند. این سیاست در بسیاری از کشورهای در حال توسعه آن زمان مانند کشورهای آمریکای لاتین اجرا شد. نتیجه اجرای این سیاست و واقعیت آزادسازی مالی با آنچه که تئوری پیش‌بینی می‌کرد، تفاوت بسیاری داشت. وقوع بحران‌های بانکی، افزایش بی‌سابقه نرخ بهره واقعی، رونق سفته‌بازی، عدم امکان بازپرداخت بدهی توسط گیرندگان، ورشکستگی بانک‌ها، نمونه‌هایی از تجربه کشورها در زمینه آزادسازی مالی بود، تجربه‌هایی که با تئوری‌های موجود قابل تحلیل نبودند.

در مطالعات انجام شده در آن زمان، از بی‌ثباتی اقتصاد کلان (مانند کسری بودجه و نرخ تورم بالا)، افزایش مخاطرات اخلاقی، نظارت ناکافی بانک‌ها و برخی موارد دیگر به عنوان عواملی یاد شد که دلیل ناسازگاری تجربه عملی آزادسازی مالی و پیش‌بینی نظری شده بود. در این شرایط، طیف دیگر انتقادات نئوساختارگراها مطرح شد. محور اساسی انتقاد آنها، بی‌توجهی به ساختار بازارهای مالی و نقش بازارهای غیرمتمشکل در کشورهای در حال توسعه بود. این گروه، معتقدند که توسعه مالی، مستلزم آزادسازی نرخ بهره است و فقط ناکارایی این سیاست

را در ساختار متفاوت بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه مشاهده می‌کردند. آنها نیز برنامه توسعه مالی کشورها را محدود به تعیین سقف نرخ بهره و اجرای سیاست‌های سرکوب مالی نمودند. اما تجربه بحران‌های مالی کشورها به ویژه بحران آسیای جنوب شرقی در اواخر دهه ۱۹۹۰ و هزینه‌های هنگفت این بحران‌ها (برای مثال در تایلند، هزینه بحران در سال ۱۹۹۷ به ۵۰ درصد تولید ناخالص داخلی (GDP) و در اندونزی به ۸۰ درصد تولید ناخالص داخلی (GDP) رسید) موجب شد تا علل بحران‌ها با دقت بیشتری مورد بررسی قرار گیرد. این مرتبه، کشورهایی دچار بحران شدند که نه در زمان اجرای سیاست آزادسازی مالی، دچار بی‌ثباتی اقتصاد کلان بودند و نه در ساختار بازار مالی آنها، بازارهای غیرمتشکل نقش بارز و مسلطی داشت.

به این ترتیب، زمینه‌های مناسب برای آزادسازی نرخ بهره در قالب شاخص‌های محیطی و فضای نهادی<sup>۱</sup> وارد مدل‌های توسعه مالی شد. دمیرگیچ کانت و دترایگاش (۱۹۹۸) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر دوگانه آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی و بحران بانکی پرداختند. آنها تأثیر حاکمیت قانون<sup>۲</sup>، فساد، الزامات مناسب اجرای قراردادها<sup>۳</sup> را بر سطح توسعه مالی و از آن طریق بر رشد اقتصادی بررسی نمودند و به رغم دستیابی به نتایج قابل توجه، نویسندگان در مطالعاتشان به نداشتن چارچوب نظری مناسب برای انتخاب و معرفی شاخص‌های نهادی تأکید نمودند.

تدوین چارچوب نظری منسجم برای تعریف توسعه مالی و تعیین سطوح آن در مطالعات بعدی نیز مورد توجه قرار نگرفت و صرفاً شاخص‌های مختلف نهادی با استناد به مدل‌های رشد درون‌زا و همچنین نتایج مطالعه دمیرگیچ کانت و دترایگاش (۱۹۹۸)، وارد مدل‌های توسعه مالی شد.

در این مطالعه به طور مختصر، برخی دستاوردهای مهم و جدید متون اقتصادی در حوزه‌های مختلف، به ویژه اقتصاد نهادگرایی جدید معرفی شد و سپس با تأکید بر سیر تکاملی مطالعات تجربی فوق و با توجه به اجزای بالقوه مناسب مدل نظری ویلیامسون، عوامل موثر بر توسعه مالی معرفی شده است.

- 
1. Institutional Environment
  2. Rule of Law
  3. Contract Enforcement

## منابع

- پوررستمی، ناهید (۱۳۸۷)، نقش نهادهای قانونی و مالی در توسعه مالی و رشد اقتصادی، رساله دکتری، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
- کمبجانی، اکبر و ناهید پوررستمی (۱۳۸۷)، "تأثیر سرکوب مالی بر رشد اقتصادی، (مقایسه اقتصادهای کمتر توسعه یافته و نوظهور)"، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی ایران، شماره ۳۷، زمستان، صص ۳۹-۵۹.
- کمبجانی، اکبر، عبادی، جعفر و ناهید پوررستمی (۱۳۸۷)، "آزادسازی مالی و نقش آن در توسعه مالی با توجه به توسعه نهادی و قانونی"، مجله نامه اقتصادی مفید، شماره ۶۹، دی، جلد ۴، شماره ۲، صص ۳۰-۳.
- متوسلی، محمود (۱۳۸۲)، توسعه اقتصادی، مفاهیم مبانی نظری، رویکرد نهادگرایی و روش‌شناسی، انتشارات سمت.
- میدری، احمد (۱۳۸۵)، "مقدمه‌ای بر نظریه حکمرانی خوب"، نشریه رفاه اجتماعی، سال ششم، شماره ۲۲، صص - ۲۹۰-۲۶۱.
- میدری، احمد و جعفر خیرخواهان (۱۳۸۳)، "حکمرانی خوب بنیان توسعه"، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر بررسی‌های اقتصادی، شماره ۱۷.
- نورث، داگلاس، سی (۱۳۷۷)، نهادها، تغییرات نهادی و عملکرد اقتصادی، ترجمه محمدرضا معینی، انتشارات سازمان برنامه و بودجه، مرکز مدارک اقتصادی-اجتماعی و انتشارات ویلیامسون، اولیویر. ای (۱۳۸۱)، اقتصاد نهادگرایی جدید: دستاوردهای گذشته و نگاهی به فرارو، ترجمه محمود متوسلی، مجله برنامه و بودجه، شماره ۷۳، اردیبهشت و خرداد، صص ۴۱-۳.
- Alan, H. Gelb (1989), "Financial Policies, Growth, and Efficiency", *WPS202*.
- Berglof, Erilk & Bolton, Patrick (2004), "The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition", *Financial Development and Economic Growth. Explaining the Links*, Palgrave Macmillan, PP.106-133.
- Bernhard, William, T. , Lawrence Broz, J. & Clark William Roberts (2003), "The Political Economy of Monetary Institutions", The MIT Press Cambridge, Massachusetts and London, England.
- Carmichael, Jeffrey (2002), "Public Sector Governance and the Finance Sector", Brookings Institution Press.

- Chinn, Menzie, D. & Hiro Ito** (2005), "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions", *Working Paper 11370*.
- Cihak, Martin** (2006), "How Do Central Banks Write on Financial Stability?", IMF Working Paper, *WP/163*.
- Demetriades, Panicos, O. & Kul, B. Luintel** (2001), "Financial Restraints in the South Korea Miracle", *Journal of Development Economics*, Vol. 64, PP. 459-479.
- Demetrides, P. & S. Andrianova** (2004), "Finance and Growth: What We Know and What We Need to Know", *Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links*, Plagrave Macmillan, PP. 38-65.
- Demirguc, kunt, Asli & Enrica Detagiache** (1998), "Financial Liberalization and Financial Fragility", *Annual World Bank Conference on Development Economics*, PP. 303-331.
- Fry M.J.** (1995), "Money, Interest and Banking in Economic Development", Birmingham, U.K University of Birmingham, the John Hopkins University Press.
- Kaufmann, Daniel** (2002), "Public and Private Misgovernance in Finance: Perverse Links, Capture, and Their Empirics", Brookings Institution Press.
- Khalatbavi F. & A.R.Jalali-Naini** (2003), "Financial Markets and Growth in Iran".
- King, R. & R. Levine** (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, (August), PP.717-737.
- King, Robert G. & L. Levine** (1993), "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *Journal of monetary Economics*, 32, PP.513-542.
- Levine, Ross , Loayza Norman & Back Thorsten** (2000), "Financial Intermediation 24. and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics* 46, PP. 31-77.
- Lin, J.F & J.B. Nugent** (1995), "Institutions and Economic Development" , *Handbook of Development Economics*, Vol. III, EL Server Science, PP. 2303-2363.
- Loayza, N. & R. Ranciere** (2005), "Financial Development, Financial Fragility, and Growth", IMF Working Paper.
- Malcolm, Arestic, Edited by Philip** (2006), "A handbook of Alternative Monetary Economics", Edward Elgar.
- Quintyn, M.** (2007), "Governance of Financial Supervisors and Effects- A Stocktaking Eexercise", IMF.
- Stiglitz, Joseph, E.** (1999), "Underpinnings for a Stable and Equitable Global Financial System from Old Debate to a New Paradigm", Paper Prepared for the Eleven Bank Conference on Development Economics, April, PP. 28-30.
- Stiglitz, Joseph, E. & Bruce Greenwald** (2003), "Towards a New Paradigm in Monetary Economics", Cambridge University Press.



- Tiffin, Andrew** (2006), "The Cost of Weak Institution", IMF Working Paper, *WP/06/167*.
- Udaibir S. Das & Marc Quintyn** (2002), "Financial Crisis Prevention and Management: The Role of Regulatory Governance", IMF Working Paper, No. 02/163
- United Nations** (1998), "Financial Sector Reform, Liberalization and Management for Growth and Stability in the Asian And The Pacific Region: Issues And Experiences".
- Williamson, Oliver** (2000), "The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead", *Journal of Economic Literature*, September, PP. 595-613