

## توسعه مالی، بحران‌های مالی و رشد اقتصادی\*

مرتضی نادری\*\*

تاریخ ارسال: ۸۶/۱۲/۲۰ تاریخ پذیرش: ۸۲/۵/۲۱

### چکیده

در این نوشتار پس از مروری بر ادبیات رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی، نظام‌های مالی مختلف به لحاظ عملکرد و تأثیرشان بر رشد بخش واقعی اقتصاد، مقایسه‌ای تحلیلی می‌شوند. در ادامه، نتایج مطالعه‌ای تجربی در مورد اثر بحران‌های مالی بر بخش واقعی و نیز عوامل مهم مؤثر بر روند تعدیل بخش واقعی اقتصاد ها بعد از وقوع بحران‌های مالی با تأکید بر نوع نظام مالی به عنوان یکی از این عوامل، ارائه خواهد شد. در چارچوب مطالعه تجربی مورد نظر در این نوشتار، با ملاحظه آثار منفی و کوتاه مدت بحران‌های مالی بر بخش واقعی اقتصادها، نتیجه گرفته شده است که صادرات گرایی، مساعد بودن شرایط محیطی داخل و خارج از کشور و درجه توسعه یا تعمیق مالی، تأثیر معنادار و ماندگاری بر رویه تعدیل بخش واقعی اقتصاد ها بعد از بحران‌های مالی داشته‌اند. نظام مالی بازار گرا، سیاست‌های مدیریت تقاضا و تفاوت در شرایط اولیه نیز تأثیر معناداری را تنها در رویه تعدیل دو سال بعد از بحران داشته‌اند.

واژه‌های کلیدی: توسعه مالی، نظام‌های مالی، بحران‌های مالی، رشد اقتصادی.

---

\* این مقاله، بخشی از رساله دکترای در دست تهیه نویسنده در دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی با عنوان "بررسی تطبیقی آثار بحران‌های مالی بر بخش واقعی اقتصادها" به راهنمایی آقای دکتر مهدی تقوی و مشاوره آقایان دکتر جمشید پژویان و دکتر سعید مشیری است.

\*\* دانشجوی دکترای اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی .

## ۱. مقدمه

پس از حدود دو دهه مجادله علمی، ادبیات رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی به نوعی بلوغ نسبی رسیده است. در سطح کلان، مشخص شده است که توسعه مالی اثر علی مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد. کانال‌های تأثیرگذاری توسعه مالی بر بخش واقعی تقریباً شناخته شده‌اند. پژوهش‌های اقتصادی از سطح کلان به حوزه‌های خرد اقتصادی وارد شده‌است. در حال حاضر، مبنای ارتباط بنگاه‌های تولیدی با بازارهای مالی که تعیین کننده نوع نظام مالی و پویایی‌های رشد است، محور اصلی پژوهش‌های جدید در این زمینه است. نظام‌های مالی مسلط بر کشورهای کنونی ترکیبات متنوعی از دو نوع نظام مالی رابطه مدار<sup>۱</sup> (یا پایه بانکی) و قانون مدار<sup>۲</sup> (یا بازارگرا) هستند.

این دو نوع نظام مالی دارای مزایا و معایبی در حمایت از بنگاه‌های تولیدی و تکمیل چرخه عملکرد بخش واقعی هستند. ویژگی‌های خاص هر کشور و نوع روابط آنها با بازارهای مالی جهانی معماری خاصی از نظامی مالی را طلب می‌کند. ترکیب ناسازگاری از این دو نوع نظام مالی می‌تواند بخش واقعی اقتصاد را در مقابل شوک‌ها یا بحران‌های مالی شکننده‌تر کند. در مقابل، ترکیب مناسب این دو نوع نظام مالی با حمایت مناسب از بنگاه‌های تولیدی دارای فناوری‌های جدید می‌تواند پویایی‌های رشد اقتصادی را تقویت کند. در این نوشتار، قصد داریم پس از مروری بر ادبیات ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی، به صورت تجربی اثر بحران‌های مالی بر بخش واقعی اقتصادها را مورد آزمون قرار داده، نظام‌های مالی و دلالت‌های آنها برای رشد اقتصادی را با در نظر گرفتن رخدادهای بحران مالی در کشورهای مختلف طی سال‌های گذشته مقایسه کنیم.

مباحث این نوشتار با احتساب این مقدمه در پنج قسمت تهیه شده است. در ادامه و در قسمت دوم، ادبیات نظری و تجربی رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را به اختصار مرور می‌کنیم. در قسمت سوم، نظام‌های مالی متعارف را مقایسه‌ای تحلیلی خواهیم کرد. قسمت چهارم، نتایج مطالعاتی تجربی در مورد تأثیر بحران‌های مالی بر بخش واقعی اقتصادها و عوامل مؤثر بر رویه تعدیل بخش واقعی بعد از بحران را ارائه می‌دهد. در این قسمت، بالاخص تأثیر نوع نظام مالی بر رویه تعدیل بخش واقعی بعد از بحران‌های مالی ارائه خواهد شد. در قسمت پنجم نیز جمع بندی و نتیجه‌گیری آورده می‌شود.

## ۲. توسعه مالی و رشد اقتصادی

تاریخ مجادلات کلان مربوط به اینکه آیا نوع نظام مالی یا سطح توسعه مالی رشد بلند مدت را تحت تأثیر قرار می‌دهد یا خیر، حداقل به قرن نوزدهم برمی‌گردد. والتربیگوت<sup>۳</sup> (۱۹۷۳) و جوزف

- 
1. Relationship-Based
  2. Arm's Length
  3. Walter Bagehot (1973)

شومپتر<sup>۱</sup> (۱۹۱۲) اهمیت نظام بانکی را در مورد سطح و نرخ رشد درآمد ملی از طریق شناسایی و یافتن سرمایه‌گذاری‌های مولد مورد تأکید قرار دارند. از سوی دیگر، جون رابینسون<sup>۲</sup> (۱۹۵۲) ادعا کرد که رشد اقتصادی برای خدمات مالی تقاضا ایجاد می‌کند («هرجا که کارفرمایان حرکت کنند، جریان مالی نیز حرکت می‌کند»).

رابطه بین توسعه مالی (به ویژه واسطه‌های مالی) و رشد اقتصادی با تفصیل بیشتر، بیش از دو دهه گذشته به وسیله گلداسمیت<sup>۳</sup>، مکینون<sup>۴</sup> (۱۹۷۳)، شاو<sup>۵</sup> (۱۹۷۳) و دیگر پژوهشگران تحلیل شده است. آنها بین درجه توسعه مالی و رشد اقتصادی رابطه‌ای مثبت و قوی را پیدا کردند. کارهای اولیه آنها با پاره‌ای نقاط ضعف همراه بود. نقطه ضعف اول این بود که آنها نتوانستند پایه‌ای نظری برای چنین ارتباطی ارائه دهند. برخی از آنها ارتباط بین توسعه مالی و سطح بهره‌وری (و نه نرخ رشد اقتصادی) را مورد تأکید قرار داده بودند. دوم اینکه، کارهای تجربی آنها جهت علیت اثر از توسعه مالی بر رشد اقتصادی را مشخص نکرده بود. رابطه‌ای که آنها به دست آورده بودند می‌توانست تصادفی باشد، زیرا تکانه‌های هم‌زمان می‌تواند هر دو متغیر را تحت تأثیر قرار دهد، یا اینکه علیت می‌توانست معکوس باشد، زیرا که رشد بالا ممکن است منجر به اضطراب برای توسعه واسطه‌ها و بازارهای مالی شود.

#### ۱-۲. ملاحظات نظری

پیش‌نیاز یک ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی مستلزم نادیده گرفتن برخی مفروضات نئوکلاسیک است. نخست اینکه، در یک الگوی نئوکلاسیک آرو - دبرو بدون وجود هزینه‌های اطلاعاتی و مبادلاتی نیازی به نظام مالی نیست. بنابراین، برخلاف این فرض نئوکلاسیک، وجود هزینه‌های دریافت اطلاعات و ایجاد مبادلات انگیزه‌هایی را برای ظهور نهادها و بازارهای مالی ایجاد می‌کند. دوم اینکه، در یک الگوی رشد نئوکلاسیک تنها عامل برون‌زای فناوری است که روی نرخ رشد سرانه حالت یکنواخت، تأثیرگذار است. از این رو در این چارچوب نظری، سطح یا نوع توسعه مالی نرخ رشد بلندمدت را تنها از طریق عاملی بسیار محدود تحت تأثیر قرار می‌دهد.

موج اخیر توجه پژوهشگران به ارتباط بین سطح توسعه مالی و رشد اقتصادی اصولاً، ناشی از توسعه الگوهای رشد درون‌زاست که طی آنها امکان تأثیر ترتیبات نهادی روی نرخ‌های رشد تدارک دیده شده است. از این رو، این الگوها می‌توانند بینش‌های مهمی از اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی را ارائه دهند.

1. Joseph Shumpeter (1912)
2. Joan Robinson (1952)
3. Goldsmith (1969)
4. Mckinnon (1973)
5. Shaw (1973)
6. Arrow-Debreu

ساده‌ترین نوع الگوی رشد درون‌زا یعنی الگوی AK را در نظر بگیرید. اگر فرض شود که نسبت خاصی ( $\phi$ ) از پس‌اندازها برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود، نرخ رشد حالت یکنواخت<sup>۱</sup> با تابع تولیدی از نوع AK را می‌توان با رابطه زیر بیان کرد:

$$g = A\phi s - \delta \quad (1)$$

که در آن  $g$  نرخ رشد حالت یکنواخت،  $A$  بهره‌وری سرمایه،  $S$  نرخ پس‌انداز و  $\delta$  نرخ استهلاک است. بنابراین، توسعه مالی می‌تواند نرخ رشد اقتصادی را از طریق بهره‌وری سرمایه ( $A$ )، کارایی نظام مالی ( $\phi$ ) و یا نرخ پس‌انداز ( $s$ ) تحت تأثیر قرار دهد. در این چارچوب رشد درون‌زا، کانال‌های تأثیر گذاری بخش مالی روی بخش واقعی اقتصاد عبارتند از:

#### ۱) تخصیص کارا تر سرمایه

یک نظام مالی کارا با فراهم آوردن خدمات تقسیم ریسک، نقدینگی سریع و اطلاعات مناسب و بدین ترتیب، تخصیص کارا تر سرمایه، می‌تواند بهره‌وری سرمایه ( $A$ ) و رشد اقتصادی را بهبود بخشد.

#### ۲) تبدیل کارایی پس‌انداز به سرمایه‌گذاری

یک نظام مالی از طریق واسطه‌های مالی، پس‌انداز خانوارها را به سوی سرمایه‌گذاری هدایت می‌کند. بخشی از این منابع ( $1 - \phi$ ) را خود جذب می‌کند. زیرا، کارکردهای اطلاعاتی و مبادلاتی در این نظام هزینه‌بر است. در واقع، پرداخت این نوع هزینه‌ها که نمونه‌های بارز آن را تفاوت بین نرخ‌های سپرده/وام و نرخ‌های کمیسیون و مبادلات می‌توان بیان کرد، از سوی نظام مالی اجتناب ناپذیر است. اما، ممکن است بنا به دلایلی (مثل انحصارات، قوانین و مقررات دولتی و «سرکوب مالی»<sup>۲</sup>) که بعضاً به وسیله برخی دولت‌های در حال توسعه اعمال می‌شود، این نوع هزینه‌ها به صورت ناکارایی بالا باشد. در این صورت، اگر شبه رانت‌های ایجاد شده برای نظام مالی صرف مصارف بخش خصوصی یا سرمایه‌گذاری‌های ناکارا شود، زیان منابع نرخ رشد اقتصادی را تضعیف خواهد کرد.

#### ۳) اثر بر نرخ پس‌انداز

توسعه مالی حداقل از چهار راه می‌تواند نرخ پس‌انداز را تحت تأثیر قرار دهد که عبارتند از: الف) ریسک‌های خودسرشت<sup>۳</sup> (ب) ریسک‌های نرخ بازدهی (ج) نرخ بهره (د) محدودیت‌های نقدینگی برآیند تأثیر این چهار عامل مبهم است. بنابراین، حتی این احتمال وجود دارد که توسعه مالی از طریق کاهش نرخ پس‌انداز نرخ‌های رشد اقتصادی را متأثر کند.

1. Steady State
2. Financial Repression
3. Idiosyncratic Risks

## ۲-۲. دیگر مطالعات تجربی در سطح کلان

از آن جایی که مطالعات اولیه پیرامون ارتباط بین بخش مالی و بخش واقعی اقتصاد نقاط ضعفی داشت، پژوهش‌های بعدی برخی از این نقاط ضعف را مورد توجه قرار دادند. مهمترین این نقاط ضعف عبارتند بودند از:

- شاخص‌های تعریف واسطه‌گری یا توسعه مالی
- امکان تصادفی بودن رابطه تجربی بین شاخص‌های توسعه مالی و رشد اقتصادی
- جهت علیت رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی
- کانال‌های تأثیرگذاری توسعه مالی روی رشد اقتصادی

مطالعات تجربی دیگر از جمله بک، لوین و لویازا<sup>۱</sup> (۱۹۹۳)، جاپلی و پاگانو<sup>۲</sup> (۱۹۹۸)، لوین و زروس<sup>۳</sup> (۱۹۹۸)، راجان و زینگالس<sup>۴</sup> (۱۹۹۸)، لاپورتا و دیگران<sup>۵</sup> (۱۹۹۷، ۱۹۹۸)، لوین<sup>۶</sup> (۱۹۹۸، ۱۹۹۹) هر یک جنبه‌هایی از ارتباط کلان رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را با توجه به نقاط ضعف یادشده مورد توجه قرار دادند.

در یک جمع بندی کلی از نتایج مطالعات تجربی در سطح کلان می‌توان گفت که هر چند در یک چارچوب نئوکلاسیکی محض نظام مالی تأثیری بر رشد اقتصادی ندارد، اما در عمل، یک نظام مالی کارا می‌تواند به طور هم‌زمان هزینه‌های استقراض بیرونی را کاهش و بازدهی‌های پس‌اندازکنندگان را افزایش داده و نیز اطمینان دهد که پس‌اندازها بر اساس اولویت، به پروژه‌هایی که بیشترین بازدهی را دارند، تخصیص می‌یابد. همه اینها به طور بالقوه می‌تواند رشد اقتصادی را متأثر کند. ادبیات تجربی مرور شده نشان می‌دهند که در واقع، یک رابطه علی بین سطح توسعه مالی و نرخ تشکیل سرمایه و یا بهره‌وری کل عوامل تولید وجود دارد. علی‌رغم اینها، یک نظام مالی کارا می‌تواند سطح پس‌اندازها را به لحاظ سهولت دسترسی خانوارها به اعتبارات مصرفی کاهش دهد، اما، پیامدهای رفاهی این امر نیز مثبت ارزیابی می‌شود، مگر آنکه، شکاف معناداری بین نرخ‌های تنزیل زمانی جامعه و بخش خصوصی وجود داشته باشد. همچنین، ادبیات تجربی این فرضیه را که رابطه ای بین چارچوب قانونی یک کشور و شکل نظام مالی اش وجود دارد، تصدیق می‌کند.

## ۲-۳. مطالعات تجربی در حوزه اقتصاد خرد (سطح بنگاهی)

تحلیل سطح بنگاهی توسعه مالی از این جهت با اهمیت است که در دنیایی که رقابت ناقص وجود دارد و کارفرماهای تازه کاری در مناطقی با فناوری‌های جدید فعالیت می‌کنند، شکل می‌گیرد، امکان در

1. Beck, Levine and Loyaza (1993)
2. Jappelli and Pagano (1994)
3. Levine and Zervocce (1998)
4. Rajan and Zingales (1998a)
5. Laporta et al. (1997, 1998)
6. Levine (1998, 1999)

دسترس بودن تأمین مالی بیرونی و شرایطی که تحت آن شرایط این نوع تأمین مالی عملی می‌شود پویایی‌های رشد تحت تأثیر قرار می‌گیرد. از جمله کارهای انجام شده در این حوزه، فازاری، هیوباری و پترسن<sup>۱</sup> (۱۹۸۸)، شیلر<sup>۲</sup> (۱۹۹۳)، هوشی و دیگران<sup>۳</sup> (۱۹۹۱)، الستون<sup>۴</sup> (۱۹۹۸)، وان اس و گارتسن<sup>۵</sup> (۱۹۹۵)، کاپلان و زینگالس<sup>۶</sup> (۱۹۹۷)، جنسن<sup>۷</sup> (۱۹۸۶)، نیکل و نیکولیتساس<sup>۸</sup> (۱۹۹۵، ۱۹۹۹)، نیکل، نیکولیتساس و درایدن<sup>۹</sup> (۱۹۹۸) هستند. مجادلات علمی ادبیات تجربی در حوزه خرد یا سطح بنگاهی محورهای زیر را در بر می‌گیرد.

- تأثیر محدودیت‌های مالی بر رفتار سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها.
  - رفتار بنگاه‌ها در تأمین مالی درونی (درون بنگاه) و تأمین مالی بیرونی (از نظام مالی) با فرض وجود نقایصی در بازارهای مالی.
  - تأثیر فشار ناشی از بدهی بنگاه‌ها به واسطه‌های مالی بر روی کارایی عملکرد آنها.
  - کارایی یا ناکارایی تأمین مالی درونی در شرکت‌های چند تولیدی<sup>۱۰</sup>.
- در هریک از محورهای مجادله‌ای بالا، ادبیات تجربی پاسخ‌های متنوعی را ارائه داده‌اند. این پاسخ‌ها نیز گرایش به شکل‌دهی نوعی قاعده‌مندی تجربی از رفتار سرمایه‌گذاری بنگاه‌های تولیدی در کشورهای مختلف دارند. بعضی از این قواعد تجربی را می‌توان چنین خلاصه کرد:
- بنگاه‌های تولیدی در نظام‌های مالی مختلف اغلب با بازارهای مالی ناقص روبرو هستند. به عبارت دیگر، مفروضات نئو کلاسیک در بازارهای مالی پیش روی بنگاه‌ها مصداق ندارد.
  - درجه شدت و ضعف وجود نقایص در بازارهای مالی در کنار دیگر محدودیت‌های مالی رودرروی بنگاه‌ها، رفتارهای متفاوتی از بنگاه‌ها را در نظام مالی کشورهای مختلف ایجاد می‌کند.

### ۳. مقایسه نظام‌های مالی و دلالت‌های آنها برای رشد

یک نظام مالی دو وظیفه اصلی دارد: انتقال وجوه مالی به مولدترین استفاده‌ها (وظیفه تخصیص) و اطمینان از وجود یک جریان بازدهی به اندازه کافی مناسب برای تأمین کنندگان مالی (وظایف

1. Fazzari, Hubbard and Petersen (1988)
2. Schaller (1993)
3. Hoshi et al. (1991)
4. Elston (1998)
5. Van Ees and Garretsen (1995)
6. Kaplan and Zingales (1997)
7. Jensen (1986)
8. Nickell and Nicolitsas (1995, 1999)
9. Nickell and Nicolitsas and Dryden (1998)
10. Conglomerates

حمایتی). زمانی که نظام مالی مورد ارزیابی قرار می‌گیرد، تفاوت‌های اصلی در وظایف حمایتی بروز می‌کند. وظایف حمایتی همان ویژگی‌های مربوط به رابطه بین تأمین‌کننده‌های مالی و مشتریان آنهاست و به این ترتیب، بر وظیفه تخصیص نیز تأثیرگذار است. آن ویژگی‌ها نیز عبارتند از: تسهیل محدودیت‌های مالی، امکان برقراری روابط مجدد، تقسیم ریسک و تدراک اطلاعات برای تخصیص سرمایه.

در اینجا، دو نمونه از نظام‌های مالی یعنی نظام مالی رابطه مدار و نظام مالی قانون مدار را همراه با مزایا و معایب آنها بر اساس برخی پژوهش‌های اخیر در ادبیات، مرور می‌کنیم.

### ۱-۳. نظام مالی رابطه مدار (پایه بانکی)

در یک نظام مالی رابطه مدار ارتباط بین تأمین‌کنندگان مالی و بنگاه‌ها ارتباطی بلند مدت است که به وسیله قراردادهای ضمنی خود اجرا و یا نگرانی در مورد شهرت از سوی طرفین تقویت می‌شود. اگر طرفین در طول زمان شهرت خوبی داشته باشند، رابطه بین بنگاه‌ها و بانک‌ها تنها رابطه‌ای اعتباری است. یک رابطه بلند مدت و مداوم می‌تواند عدم تقارن مربوط به اطلاعات و بنابراین، هزینه‌های واسطه‌گری<sup>۱</sup> را کاهش دهد.

البته، این نوع رابطه مستلزم وجود شبه رانت‌هایی است که می‌تواند از سوی طرفین تقسیم شده و فرصت‌های بیرونی را برای آنها محدود کند. افزون بر این، نظام رابطه مدار مقتضیات مربوط به افشاگری‌های مالی را کمتر رعایت می‌کند. زیرا، صرفاً یک تأمین‌کننده واحد نیازمند وصول اطلاعات بنگاه است و به این ترتیب، اطلاعات برای عموم کمتر اهمیت دارد. مزیت اطلاعاتی و رانت‌های مربوط به آن (رانت‌های اطلاعاتی) در این نظام انگیزه خوبی را برای یکپارچه کردن وظایف نظارت و حفظ رابطه‌ای بلندمدت ایجاد می‌کنند.

### ۲-۳. نظام مالی قانون مدار (پایه بازار)

در این نظام، تعداد زیادی از بازارهای مالی شفاف و چند لایه (مثل بورس‌ها و بازارهای اوراق قرضه شرکتی) دامنه گسترده‌ای از ابزارهای مورد نیاز آحاد مختلف اقتصادی را فراهم می‌آورند. وظایف نظارت نیز از سوی نهادهای تخصصی مثل مؤسسات سرمایه‌گذاری مخاطره‌ای<sup>۱</sup>، بانک‌های تجاری، بانک‌های سرمایه‌گذاری و مؤسسات تعیین‌کننده درجه اعتبار اوراق بهادار اعمال می‌شود. این نهادها خدمات نظارتی متنوعی را برای ابزارهای مالی مختلف در مراحل مختلف توسعه بنگاه‌ها ارائه می‌دهند. نمونه بارز این نظام، نظام مالی کشور آمریکا است.

1. Agency Cost

2. Venture Capital

رابطه قانون مدار شبیه معاملات نقد است، یعنی هم کوتاه مدت تر و هم کمتر کنترل گر است. تأمین کنندگان مالی صرفاً از طریق قراردادهایی آشکار کنترل می‌شوند (قابل مقایسه با کنترل‌های ضمنی که در نظام رابطه مدار اعمال می‌شود). از این رو، این نظام بیشتر به اعمال قانون متکی است. این امر، بدان معناست که تأمین کنندگان مالی صرفاً در مرحله انحلال یا تسویه انگیزه‌هایی بسیار قوی را برای مداخله دارند. برای تسهیل این رابطه قانونی لازم است بازارهای مالی رقابتی، شفاف و چند لایه باشند. افزون بر این، اطلاعات عمومی و مقتضیات افشاگری برای اطمینان از اعمال قانون و دستیابی به تخصیص کارا اهمیت بیشتری دارند.

در دنیای واقعی نظام‌های مالی از نوع دو رگه هم‌زمان در یک کشور خاصی اعمال می‌شوند. اما، درجه شدت و ضعف نسبی هر یک از این نظام‌ها در کشورهای مختلف متفاوت است. مثلاً در ژاپن، بازارهای مالی به مراتب توسعه یافته‌تر از آلمان یا فرانسه هستند، هر چند به نظر می‌رسد این سه کشور مبانی یک نظام مالی رابطه مدار را دارا هستند و یا اینکه در امریکا که دارای نظام مالی با مبنایی قانون مدار است، تأمین مالی از نوع رابطه مداری برای بنگاه‌های کوچک اعمال می‌شود. با وجود این تفاوت‌ها که در نوع رابطه بین تأمین کننده مالی و تأمین شونده مالی (بنگاه) وجود دارد، هر دوی این نظام‌ها مزایا و معایبی دارند که در ذیل به طور مختصر مرور می‌شوند.

#### الف) زیر ساخت‌های نهادی و قانونی

یک نظام مالی قانون مدار یا بازارگرا تنها زمانی می‌تواند به خوبی کار کند که کیفیت اعمال قانون در آن بسیار بالا بوده و حقوق مالکیت خوب تعریف شده باشد<sup>۱</sup>، حال آنکه عملکرد یک نظام رابطه مدار چنین الزامی را ندارد.

#### ب) امکان تداوم روابط و مسایل مربوط به محدودیت‌های بودجه‌ای اندک<sup>۲</sup>

یک نظام مالی رابطه مدار در مقایسه با یک نظام مالی بازارگرا از طریق سهولت بخشیدن به تداوم روابط و قراردادهای، برای بنگاه‌هایی که روابط قبلی با بانک‌ها دارند مفیدتر است. اما، بنگاه‌های جدید و ناشناخته در ایجاد ارتباط اولیه با مشکل مواجه هستند.

#### ج) تقسیم ریسک - تقسیم ریسک مقطعی در مقابل تقسیم ریسک بین دوره ای

نظام مالی قانون مدار در زمینه تقسیم ریسک‌های خود سرشت و نظام مالی رابطه مدار در زمینه تقسیم "ریسک بین نسلی" و تقسیم "ریسک‌های بین دوره‌ای" مزیت دارند.

#### د) تنوع ایده‌ها و کارایی تخصیص

عمده ترین مزیت یک نظام رابطه مدار اصولاً، از سازوکار نظارت و کنترل آن ناشی می‌شود. به طور ضمنی فرض می‌شود که تأمین کنندگان مالی خیلی خوب می‌دانند که بنگاه‌ها چگونه باید حرکت

1. Laporat, Lopez, Shleifery and Vishny(1997)

2. Soft-Budget Constraint



کنند. در این صورت، یک توافق کلی در زمینه فرصت‌های پیش روی بنگاه‌ها در میان تأمین مالی کنندگان مختلف حاصل می‌شود و از این‌رو، در یک نظام رابطه مدار یک واسطه می‌تواند نقش ناظر نماینده را بازی کند (دیاموند<sup>۱</sup> (۱۹۸۴)).

در رابطه با تنوع ایده‌ها، بازارهای سهام خیلی خوب عمل می‌کنند. زیرا، قیمت‌های سهام اطلاعات مربوط به ایده‌های متنوع به دست آمده از سرمایه‌گذاران را یکپارچه می‌کنند. این امر موجب می‌شود که قیمت‌های سهام ارزش واقعی بنگاه را با وجود سیاست‌های مدیریتی فعلی ارائه کنند و بدین ترتیب، نشانه‌هایی کارا برای تخصیص منابع ارائه می‌کنند (دیاموند و ورسچیا<sup>۲</sup> (۱۹۸۱)، گروسمن و استیگلitz<sup>۳</sup> (۱۹۸۰) گروسمن<sup>۴</sup> (۱۹۷۶)).

بنابراین، از ویژگی‌های یک نظام مالی قانون مدار وجود بازارهای سهامی است که در توسعه صنایع با فناوری‌های جدید در هنگامی که ماهیت این صنایع زیاد مشخص نیست، خوب عمل می‌کنند. این پیش‌بینی نظری با رخدادهای قیاس‌پذیر تاریخی ارائه شده از سوی آلن<sup>۵</sup> (۱۹۹۳) و آلن و گیل<sup>۶</sup> (۱۹۹۹) سازگار است. در نیمه دوم قرن نوزدهم، بازار سهام (بورس لندن) نقش با اهمیتی را در توسعه صنایعی مثل راه آهن (که در آن زمان صنعتی پیش‌رو بود)، داشته است. به طور مشابه بورس نیویورک نقشی اساسی را در صنایعی پایه‌ای مثل خودرو، الکترونیک، رایانه و اخیراً در قرن بیستم، صنایع مرتبط با فناوری اطلاعات داشته است.

#### ه) واکنش به بحران‌های مالی

بحران‌های مالی در یک نظام رابطه مدار منجر به فروپاشی واسطه‌های مالی می‌شود و از این‌رو، در وظایف اصلی نظام مالی اختلال ایجاد می‌کند، حال آنکه در یک نظام مالی قانون مدار، بحران مالی سبب دارایی‌خوارها یا بنگاه‌ها را دچار آسیب می‌کند. بنابراین، در نظام مالی قانون مدار با بروز بحران مالی در وظایف اصلی نظام مالی اختلال ایجاد نمی‌شود و انتظار بر این است که رویه بهبود بعد از بحران در نظام مالی قانون مدار سریع‌تر از نظام رابطه مدار باشد.

در عمل، ترکیبات متنوعی از دو نوع نظام مالی رابطه مدار و قانون مدار در کشورهای مختلف شکل گرفته است. از دیدگاه مقایسه‌ای بحران شرق آسیا در سال ۱۹۹۷، که به تعبیر کامینسکی و رینهارت<sup>۷</sup> (۱۹۹۹) بحرانی دوگانه است، را نوعی تناقض آشکار از هم‌زیستی این دو نوع نظام مالی و موفقیت نوع

1. Diamond(1984)
2. Diamond and Verrecchia(1981)
3. Grossman and Stiglitz (1980)
4. Grossman(1976)
5. Allen(1993)
6. Allen and Gale(1999)
7. Kaminsky and Reinhart(1999)

جدیدی از تأمین مالی به نام سرمایه گذاری مخاطره ای در امریکا را نوعی ترکیب مناسب این دو نظام مالی می‌توان تلقی کرد.

#### ۴. مطالعه تجربی

در این قسمت، قصد داریم نتایج مطالعه‌ای تجربی در مورد اثر بحران‌های مالی بر بخش واقعی اقتصاد و نیز، اثر متغیرهای مهم از جمله نوع نظام مالی بر رویه تعدیل بخش واقعی اقتصاد بعد از بروز بحران مالی را در کشورهای بحران زده ارائه دهیم. با توجه به نتایج مباحث نظری قسمت سوم، انتظار بر این است که رویه تعدیل کشورهای دارای نظام مالی قانون مدار تر (یا بازارگراتر) سریع‌تر از دیگر کشورهایی باشد که نظام مالی آنها کمتر بازارگراست.

#### ۱-۴. رخدادهای بحران مالی

بحران مالی اصطلاحی نسبتاً جامع است که بحران در اکثر متغیرهای بخش مالی را شامل می‌شود. بحران‌های بانکی، بحران ذخایر بین‌المللی، بحران بدهی‌های خارجی، بحران پول رایج، بحران تراز پرداخت‌ها و بحران قیمت‌های سهام غالباً، مترادف با بحران مالی به کار برده می‌شوند. از نظر عملیاتی برای تشخیص بحران مالی گذشته و انجام مطالعات تجربی معمولاً پژوهشگران از برخی تعاریف کاربردی استفاده می‌کنند. برخی مثل فرانکل و رز<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) و فرتی و رازین<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) درصد خاصی از رخدادهای کاهش ارزش پول رایج را ملاک تعیین بحران قرار می‌دهند. برخی دیگر مثل بارو<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) رخدادهای کاهش ارزش پول را با شاخص ورشکستگی بانک‌ها ترکیب می‌کنند. برخی پژوهشگران نیز مثل لی و ری<sup>۴</sup> (۲۰۰۰) پذیرش برنامه‌های صندوق بین‌المللی پول را مبنای تعیین بحران قرار می‌دهند. برخی نیز مثل ساچز، تورنل و ولاسکو<sup>۵</sup> (۱۹۹۶)، رودلت و ساچز<sup>۶</sup> (۱۹۹۸)، کامینسکی و ریسهارت (۱۹۹۹)، ادیسون<sup>۷</sup> (۲۰۰۰) و بوسایر و فراتزشر<sup>۸</sup> (۲۰۰۲) افزون بر کاهش ارزش پول رایج، یورش‌های موفق یا ناموفق به پول ملی مثل یورش‌های سفته بازی که بدون کاهش ارزش پول رایج به قیمت افزایش نرخ‌های بهره یا کاهش ذخیره‌های ارزی تمام می‌شوند را در نظر گرفته‌اند.

1. Frankel and Rose (1996)
2. Milesi-Frreti and Razin (1998)
3. Barrow (2001)
4. Lee and Rhee (2000)
5. Sachs, Tornell and Velasco (1990)
6. Rodelt and Sachs (1998)
7. Edison (2000)
8. Bussier and Fratzshar (2002)

جدول ۱- تعداد بحران‌های مشخص شده به تفکیک دوره وقوع

دهه	تعداد بحران‌های شناسایی شده	درصد از کل
۱۹۷۰-۱۹۶۰	۹	۶/۸
نیمه اول	(۵)	
نیمه دوم	(۴)	
۱۹۸۰-۱۹۷۰	۱۴	۱۰/۶
نیمه اول	(۴)	
نیمه دوم	(۱۰)	
۱۹۹۰-۱۹۸۰	۶۰	۴۵/۵
نیمه اول	(۳۱)	
نیمه دوم	(۲۹)	
۱۹۹۹-۱۹۹۰	۴۹	۳۷/۱
نیمه اول	(۳۵)	
نیمه دوم	(۱۴)	
جمع	۱۳۲	۱۰۰

در این پژوهش، به پیروی از گروه آخر یک شاخص فشار بر بازار ارز تعریف می‌کنیم که عبارت است از میانگین وزنی درصد تغییرات نرخ ارز و (منفی) درصد تغییرات ذخیره‌های بین‌المللی یعنی:

$$Emp_t = E_t - \alpha R_t \quad (2)$$

که در آن  $E_t$  درصد تغییر نرخ ارز اسمی و  $R_t$  درصد تغییر در ذخیره‌های ناخالص بین‌المللی است. ضریب  $\alpha$  نیز به صورت نسبت واریانس  $E_t$  به واریانس  $R_t$  تعریف شده است. با فرض توزیع نرمال برای  $Emp_t$  چنانچه این شاخص، در سالی خاص بیش از ۲/۵ انحراف معیار از میانگینش منحرف شود آن سال به عنوان یک رخداد بحران شناسایی شده است. ضریب ۲/۵ اختیاری است، بدیهی است افزایش این ضریب با افزایش خطای نوع دوم در تعیین بحران‌های مالی رابطه مستقیم دارد. با استفاده از اطلاعات بانک جهانی<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) طی سال‌های ۱۹۹۹-۱۹۶۰، بحران‌های

1. World Bank(2002)

گذشته برای ۲۰۷ کشور جهان جستجو شده اند. جدول (۱) خلاصه ای از این یافته تجربی را ارائه می‌دهد.

چنان‌که ملاحظه می‌شود تعداد ۱۳۲ رخداد بحران مالی مستقل طی دوره ۱۹۶۰-۱۹۹۹ در ۱۱۸ کشور جهان که شامل هردوی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه هستند، شناسایی شده است. از این تعداد رخداد بحران، حدود ۸۲/۶ درصد آنها در دو دهه اخیر اتفاق افتاده است.

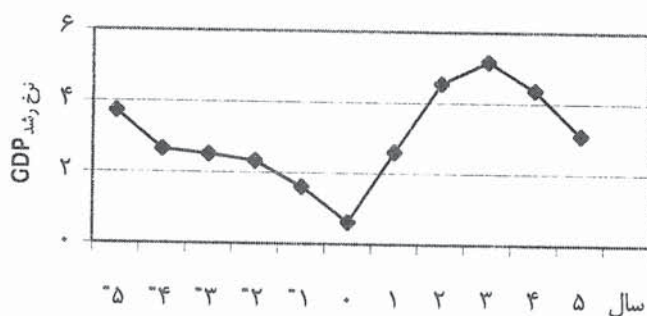
#### ۴-۲. اثر بحران‌های مالی بر بخش واقعی اقتصادها

این نکته که بحران‌های مالی اثری منفی بر بخش واقعی اقتصادها دارند، با توجه به ارتباط بین بخش مالی و بخش واقعی که در قسمت‌های قبلی مرور شدند، امری بدیهی است. نکته مهمتر در این زمینه، عمق این تأثیر منفی و مدت زمان ماندگاری آن در روند رشد اقتصادها است. تأثیر منفی بحران‌های مالی تا چه مدت بر روند رشد اقتصادها ماندگار است؟ آیا تأثیری بلند مدت بر رشد اقتصادها دارند یا تأثیر آنها موقتی است؟ چه عواملی باعث می‌شوند که بخش واقعی اقتصادهای بحران زده در مدت زمان کوتاه تری به روند عادی خود بازگردند؟ به عبارت دیگر، عوامل مؤثر بر روند تعدیل بخش واقعی بعد از بحران در کشورها بحران زده کدامند؟

اینها، سؤالاتی است که به دنبال پاسخ تجربی آنها هستیم. نمودار (۱) متوسط نرخ رشد تولید ناخالص داخلی را در کشورهای بحران زده طی ۵ سال قبل و بعد از هر بحران مالی نشان می‌دهد. چنان‌که ملاحظه می‌شود، طی ۵ سال قبل از بحران مالی نرخ رشد بخش واقعی اقتصادها به طور متوسط تنزل می‌یابد و پس از رسیدن به نقطه حداقل خود در سال بحران مجدداً، بهبود می‌یابد. به طور متوسط پس از سه سال به نقطه اوج خود می‌رسد و در سال‌های بعد کماکان در سطح قبل از بحران باقی می‌ماند. به عبارت دیگر، بحران‌های مالی اثری V شکل بر بخش واقعی اقتصادها داشته‌اند. با این متوسط‌گیری تجربی، مشاهده می‌شود که بحران‌های مالی تأثیری کوتاه مدت (حد اکثر ۵ ساله) بر بخش واقعی اقتصادها داشته‌اند. برای ملاحظه کمی این تأثیر منفی معادله رشد را برای ۱۱۸ کشور بحران زده طی دوره ۱۹۶۰-۲۰۰۰ با در نظر گرفتن رخداد‌های بحران مالی برآورد می‌کنیم. به این منظور، از چارچوب پیشنهادی بارو<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) که نسخه بسط یافته ای از الگوی نئوکلاسیک است، استفاده شده است. در این چارچوب، معادله نرخ رشد اقتصادی عبارت است از:

$$Dy = f(y, y^*) \quad (۳)$$

نمودار ۱- متوسط نرخ رشد تولید ناخالص داخلی در سال‌های قبل و بعد از بحران مالی



که در آن  $Dy$  نرخ رشد تولید واقعی سرانه،  $y$  سطح جاری تولید واقعی سرانه و  $y^*$  سطح تولید حالت یکنواخت<sup>۱</sup> است.  $Dy$  نسبت به  $y$  نزولی<sup>۲</sup> و نسبت به  $y^*$  صعودی است. ارزش  $Y^*$  بستگی به برداری از متغیرهای انتخاب<sup>۳</sup> و متغیرهای محیطی<sup>۴</sup> دارد. متغیرهای انتخاب بخش خصوصی شامل نرخ‌های پس انداز، عرضه نیروی کار و نرخ‌های باروری است که هر کدام بستگی به ترجیحات و هزینه‌ها دارند. متغیرهای انتخاب دولت شامل توزیع بودجه بین موارد مصرفی مختلف آن، نرخ‌های مالیات، میزان اختلالات در بازارها و تصمیمات تجاری، حفظ و بقای قانون و حقوق مالکیت و درجه آزادی سیاسی هستند. متغیرهای محیطی نیز شامل رابطه مبادله، نرخ تورم و امنیت اجتماعی هستند.

برای سطح خاصی از تولید سرانه ( $Y$ )، افزایشی در سطح تولید حالت یکنواخت ( $Y^*$ ) نرخ رشد سرانه را در طول دوره انتقال افزایش می‌دهد. چنانچه تولید سرانه ( $Y$ ) افزایش یابد، در نهایت بازدهی‌های نزولی موجب می‌شود که نرخ رشد ( $Dy$ ) به میزانی برسد که پیشرفت فنی تعیین خواهد کرد. از آن جایی که انتقال‌ها گرایش به ماندگاری طولانی دارند، آثار انتقالی سیاست دولت و نیز رفتار بخش خصوصی در بلندمدت روی رشد اقتصادی باقی می‌ماند.

برای ارزش‌های معینی از متغیرهای انتخاب و محیطی (و از این رو، برای مقدار معینی از  $Y^*$ )، یک سطح اولیه بالاتر از تولید سرانه دلالت بر نرخ رشد سرانه پایین‌تر دارد. البته این اثر، با بحث

### 1. Steady State

۲. اشاره به بحث هم‌گرایی در چارچوب الگوهای رشد دارد.

### 3. Choice

### 4. Environmental

هم‌گرایی شرطی سازگاری دارد، زیرا، کشورهای فقیر اگر در موقعیت پایین‌تری از سطح رشد حالت یکنواخت ( $Y^*$ ) قرار داشته باشند، سریع‌تر رشد نخواهند کرد.

در جدول (۲) با استفاده از آمار و اطلاعات کلان مربوط به ۱۱۸ کشور بحران زده، معادله رشد کشورهای نمونه با در نظر گرفتن اثر بحران‌های مالی ارائه شده است.

در قسمت شرح جدول (پیوست) اطلاعات دقیق‌تری در مورد روش برآورد و نوع متغیرهای مورد استفاده آورده شده است. برای در نظر گرفتن اثر بحران‌های مالی بر روند رشد کوتاه‌مدت، دوره زمانی ۱۹۶۰-۲۰۰۰ به ۸ دوره ۵ ساله تقسیم شده است. بدین ترتیب، معادله رشد داده‌های ترکیبی<sup>۱</sup> برای ۸ دوره، از ۱۹۶۰-۱۹۶۵، ...، ۱۹۹۵-۲۰۰۰ برآورد شده است. یک متغیر موهومی مربوط به بحران مالی تعریف شده است. چنانچه در هر دوره حداقل یک بحران مالی اتفاق افتاده باشد، متغیر موهومی در آن دوره مقدار یک و در غیر این صورت، مقدار صفر را اختیار کرده است. چنان‌که ملاحظه می‌شود بحران‌های مالی در کوتاه مدت تأثیر منفی و معناداری روی رشد اقتصادی داشته‌اند.<sup>۲</sup>

#### ۳-۴. عوامل مؤثر بر رویه تعدیل بخش واقعی بعد از بحران مالی

اعتقاد بر این است که عوامل زیادی الگوی واقعیات تعدیل رشد محصول واقعی در کشورهای بحران زده را بعد از بحران مالی تعیین می‌کنند. در یک سطح کلی، پنج عامل عمده روی این رویه تعدیل تأثیر دارند.

#### ۱-۳-۴. منشأ و طبیعت تکانه بحران

منشأ تکانه بحران مالی می‌تواند عوامل متعددی باشد. برخی بحران‌ها می‌تواند ناشی از سوء مدیریت اقتصاد کلان یا ضعف در مبانی اقتصادی کشور باشد. برخی بحران‌های دیگر در نتیجه وجود پیوندهای مالی و واقعی با اقتصادهای بحران زده به کشور مورد نظر سرایت می‌کنند. وقتی که در چنین شرایطی ترس سرمایه‌گذارها با فشارهای سنگینی بر ترازنامه بانک‌ها و شرکت‌ها همراه می‌شود، اثرات منفی بحران مالی بر بخش واقعی شدیدتر است و بازگشت بخش واقعی اقتصاد به حالت عادی زمان‌بر خواهد بود.

#### 1. Pooling Data

۲. در بلند مدت که دوره‌ها ده‌ساله در نظر گرفته شده‌اند، بحران‌های مالی تأثیر معناداری بر روند رشد بلند مدت نداشته‌اند. جزئیات بیشتر در این زمینه در رساله دکتری نویسنده انعکاس یافته است.

جدول-۲. نتایج مربوط به برآورد معادله رشد با در نظر گرفتن آثار بحران‌های مالی<sup>۱</sup>

نام متغیر مستقل	ضریب	آماره t
شرایط اولیه	-۰/۵۸۹	-۴/۵۳
سلامت نیروی انسانی	۰/۰۰۵	۲/۹۲
نیروی انسانی	-۰/۹۲	-۳/۰۳
هزینه‌های دولت	-۰/۰۴۴	-۲/۴۲
تشکیل سرمایه ثابت	۰/۰۹۴	۵/۰۸
نرخ‌های باروری	-۱/۷۹	-۴/۴۷
نرخ تورم	-۰/۰۰۰۸	-۷/۹۵
درجه باز بودن اقتصاد	۰/۰۱۲	۴/۰۹
نرخ رشد صادرات	۰/۱۶۱	۱۰/۱۹
امنیت اجتماعی	۰/۲۸۴	۴/۸۵
بحران‌های مالی	-۰/۷۲۶	-۲/۶۴
R <sup>2</sup> تعدیل یافته	۶۱/۴ درصد	
تعداد مشاهده‌ها	۵۲۴ مشاهده مربوط به ۹۵ کشور از ۱۱۸ کشور بحران زده ای که آمارو اطلاعات آنها موجود بوده است	

توضیحات: متغیر وابسته، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی سرانه واقعی است. ارقام مربوط به عرض از مبدأ در ۸ مقطع مختلف ارائه نشده‌اند.

۱. شرح جدول در پیوست مقاله آمده است.

#### ۲-۳-۴. شرایط اولیه

تفاوت در شرایط اولیه، تفاوت در الگوهای تعدیل را ایجاد می‌کند. مثلاً، متغیرهای ساختاری مثل تولید سرانه و درجه باز بودن اقتصاد در تعیین الگوی بهبود بعد از بحران مالی مهم هستند. سطح تولید ناخالص داخلی سرانه اولیه می‌تواند نرخ رشد را در دوره بعد از بحران مالی تحت تأثیر قرار دهد. در نظریه رشد، کشورهای دارای تولید ناخالص داخلی سرانه پایین‌تر موقعیت مناسب‌تری را برای رشد آینده دارند. وقتی که یک بحران مالی منجر می‌شود به اینکه اقتصادی به طور نسبی به سطح پایین‌تری از درآمد سرانه نسبت به روندش برسد، نرخ رشد سال‌های بعد برای اقتصادی که به نرخ رشد بالقوه‌اش می‌رسد، بالاتر خواهد بود.

درجه باز بودن یک اقتصاد نیز می‌تواند روی سرعت و گستردگی بهبود بعد از بحران تأثیرگذار باشد. وقتی کشوری بیشتر صادرات‌گراست، با یک کاهش ارزش پول رایج (در نتیجه بحران مالی) حساب جاری‌اش سریعتر بهبود می‌یابد. برخی مثل لی و ری<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) بهبود سریع اقتصاد کره را بعد از بحران آسیا در سال ۱۹۹۷ به دلیل صادرات‌گرا بودن آن می‌دانند.

#### ۳-۳-۴. عوامل سیاستی

تعدیل‌های ساختاری و کلان اقتصادی که از سوی دولت‌ها برای مدیریت بحران اعمال می‌شود می‌تواند نقش مهمی در بهبود بعد از بحران ایفا کند. سیاست‌های مالی روی تقاضای داخلی اثر مستقیم دارند. همچنین، سیاست پولی دارای نقش مهمی در تعیین الگوهای مصرف و سرمایه‌گذاری جامعه است. افزون بر این، سیاست‌های مدیریت تقاضا و برنامه‌های تعدیل ساختاری می‌تواند روی مسیر تعدیل بعد از بحران اقتصادها آثار معناداری داشته باشد.

همچنین، سیاست‌های ارزی در شکل دهی تقاضای خارجی و تنظیم واردات و در نتیجه، کنترل تراز پرداخت‌ها مهم است و از این‌رو، تأثیری تعیین‌کننده در فرایند بهبود بعد از بحران دارد.

#### ۴-۳-۴. محیط بیرونی و درونی

محیط اقتصاد بین‌الملل و الگوی تجاری کشورها نیز همانند مساعد بودن شرایط داخلی برای تعدیل بعد از بحران کشورهای بحران‌زده مهم است. نوسانات تجاری برای کشورهای طرف تجاری کشور بحران‌زده روی رشد بعد از بحران آن کشور تأثیرگذار است. زیرا، می‌تواند روی رابطه مبادله و دریافت‌های صادراتی کشور بحران‌زده اثر مهمی داشته باشد.



## ۴-۳-۵. نوع نظام مالی

نوع نظام مالی نیز می‌تواند در الگوی تعدیل بخش واقعی بعد از بحران مالی مؤثر باشد. چنان‌که در قسمت سوم این نوشتار در بحث مقایسه نظام‌های مالی عنوان شد، در نظام‌های مالی رابطه مدار (یا پایه بانکی) با بروز بحران‌های مالی در کارکرد وظایف اصلیشان (وظیفه تخصیص و وظایف حمایتی) اختلال ایجاد می‌شود. از این‌رو، در مقایسه با نظام‌های مالی قانون مدار یا بازارگرا رویه تعدیلشان کندتر است. بنابراین، با توجه به ارتباط مستقیم بین بخش مالی و بخش واقعی اقتصاد، کشورهای دارای نظام مالی بازارگرا یا قانون‌مدار رویه تعدیل بخش واقعیشان بعد از بروز بحران‌های مالی سریع‌تر از کشورهای دارای نظام مالی رابطه‌مدار خواهد بود.

با استفاده از آمار و اطلاعات بانک جهانی (۲۰۰۲)، آزمونی تجربی درباره برخی از عوامل گفته شده انجام شده است. در جدول (۳) نتایج این آزمون تجربی برای داده‌های ترکیبی طی ۴ سال بعد از هر رخداد بحران ارائه شده است.

چنان‌که ملاحظه می‌شود به طور متوسط طی دوره‌های مختلف رویه تعدیل بعد از بحران مالی به طور معناداری از شرایط اولیه، عوامل سیاستی، محیط بیرونی، محیط درونی و نوع نظام مالی تأثیرپذیر است. آنچه مشخصاً دنبال پاسخ آن بودیم تأثیر بازارگرایی نظام مالی بر رویه تعدیل بود. چنان‌که ملاحظه می‌شود، شاخص نظام مالی بازارگرا در کنار دیگر عوامل تأثیر معناداری بر رویه تعدیل بخش واقعی در بعد از بحران مالی داشته است.

به عبارت بهتر، نتایج نشان می‌دهد که طی رخداد‌های بحران مالی در گذشته، کشورهایی که دارای نظام مالی قانون‌مدار یا بازارگراتر بوده‌اند رویه تعدیل بخش واقعیشان بعد از بحران سریع‌تر از کشورهایی بوده است که نظام مالیشان کمتر بازارگرا بوده است. این یافته تجربی با پیش‌بینی‌های نظری که در قسمت (۳) این مقاله ارائه شد، سازگار است.

برای ملاحظه جزئیات بیشتر رویه تعدیل در سال‌های بعد از بحران مالی، چارچوب الگوی تخمین زده شده در جدول (۳) را به صورت سیستمی برآورد می‌کنیم. یعنی در اینجا به جای ملاحظه متوسط آثار در سال‌های بعد از بحران آثار را به صورت مجزا در هر یک از سال‌های بعد از بحران ملاحظه می‌کنیم. نتایج برآورد سیستم معادلات برای دوره  $t+2$  تا  $t+5$  سال بعد از بحران (در سال  $t$ ) در جدول (۴) ارائه شده است. برای پوشش دادن تورش هم‌زمانی معادلات همراه با واریانس ناهمسانی مورد نظر در داده‌ها، از روش برآورد سیستمی معادلات رگرسیون ظاهراً غیرمرتبط استفاده شده است. چنان‌که ملاحظه می‌شود، صادرات‌گرایی کشورها، محیط داخلی آنها و محیط جهانی همراه با درجه تعمیق مالی همواره تأثیرشان به طور معناداری طی سال‌های بعد از بحران حفظ شده است. اما، معنادار بودن آثار نظام مالی بازارگرا، سیاست مدیریت تقاضا و شرایط اولیه تنها در دو سال اول بعد از بحران حفظ شده‌اند.

## 1. Seemingly Unrelated Regression (SUR)

جدول-۳. عوامل مؤثر بر رویهٔ تعدیل بخش واقعی بعد از بحران در کشورهای بحران‌زده<sup>۱</sup>

نام متغیر مستقل	ضریب	آمارهٔ t
شرایط اولیه:		
تولید ناخالص داخلی سرانهٔ اولیه	$-1/12 E^{-11}$	-۳/۵۹
درجهٔ باز بودن اقتصاد	-۰/۱۵۹	-۶/۳۱۶
عوامل سیاستی:		
سیاست‌های مدیریت تقاضا	-۱/۸	-۳/۰۹
صادرات‌گرایی	۰/۱۳۵	۹/۷۳
محیط داخلی:		
تورم داخلی	$-4 E^{-4}$	-۲/۸۵
امنیت اجتماعی	۱/۳۲	۵/۱۲
محیط خارجی:		
تورم جهانی	-۰/۱۷	-۳/۱۹
نوع نظام مالی:		
درجهٔ تعمیق مالی	-۰/۲۲	-۵/۹
نظام مالی بازارگرا	۰/۰۹۶	۳/۰۷
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۴۰/۱ درصد	
تعداد مشاهدات	۳۲۶ مشاهده	

توضیح: متغیر وابسته، تفاضل بین نرخ رشد تولید ناخالص داخلی سرانهٔ واقعی در سال موردنظر و سال بحران است.

اطلاعات مربوط به عرض از مبدأها در جدول ارائه نشده است.

۱. شرح در پیوست مقاله آمده است.

جدول ۴- نتایج برآورد سیستم معادلات رویهٔ تعدیل در سال‌های بعد از بحران<sup>۱</sup>

متغیر مستقل	شرح			
	ت+۲ ضریب (و آمارهٔ t)	ت+۳ ضریب (و آمارهٔ t)	ت+۴ ضریب (و آمارهٔ t)	ت+۵ ضریب (و آمارهٔ t)
<b>شرایط اولیه:</b>				
تولید ناخالص واقعی اولیه سرانه	$- ۱/۲۴ E^{-۱۱}$ (-۲/۱۳)	$- ۹/۴۷ E^{-۱۲}$ (-۱/۲۵)	$- ۷/۳۷ E^{-۱۲}$ (-۱/۰۲۴)	$- ۶/۶۴ E^{-۱۲}$ (-۰/۹۸)
درجهٔ باز بودن اقتصاد	-۰/۲۱۹	-۰/۰۳	-۰/۰۶	-۰/۰۶
	(-۴/۹۲)	(-۰/۶۳)	(-۱/۴۴)	(-۱/۶)
<b>عوامل سیاستی:</b>				
سیاست‌های مدیریت تقاضا	-۳/۱۱	-۰/۵۹	-۰/۴۷	-۰/۱۸۵
	(-۲/۰۴)	(-۰/۷۷)	(-۰/۴۷)	(-۰/۶۵)
صادرات‌گرایی	۰/۱۲۸	۰/۱۱	۰/۰۸	۰/۱۴۶
	(۵/۵۱)	(۴/۳۱)	(۳/۱۲)	(۵/۶۷)
<b>محیط داخلی:</b>				
تورم داخلی	$- ۳ E^{-۴}$ (-۱/۲۶)	$- ۵ E^{-۴}$ (-۱/۳۹)	$- ۷ E^{-۴}$ (-۲/۲۴)	$- ۷ E^{-۴}$ (-۲/۴۵)
امنیت اجتماعی	۱/۳۳	۱/۰۳۲	۰/۹۶	۱/۱۳
	(۳/۰۳)	(۱/۷۱)	(۱/۷۵)	(۲/۱۱)
<b>محیط خارجی:</b>				
تورم جهانی	-۰/۱۵	-۰/۱۹	-۰/۰۳	-۰/۰۸
	(-۱/۴۲)	(-۲/۲۳)	(۰/۵)	(-۱/۳۴)
<b>نوع نظام مالی:</b>				
درجهٔ تعمیق مالی	-۰/۲۲	-۰/۲۷	-۰/۱۸	-۰/۱۳
	(-۲/۶۵)	(-۳/۵۸)	(-۲/۷۲)	(-۲/۴۳)
نظام مالی بازارگرا	۰/۱	۰/۱۳	۰/۰۸	۰/۰۵
	(۲/۵۵)	(۱/۵)	(۰/۹۸)	(۰/۹۵)
R2 تعدیل شده (درصد)	۴۸	۲۸	۲۰	۳۷
تعداد مشاهدات	۶۸	۶۳	۶۱	۶۲

توضیحات: کلیهٔ متغیرها و آمار و اطلاعات مورد استفاده همانند جدول (۳) تعریف شده‌اند.

ضرایب مربوط به عرض از مبدأها همگی معنادار بوده و به دلیل اختصار ارائه نشده‌اند.

روش برآورد SUR سیستمی است.

۱. شرح در پیوست مقاله آمده است.

### ۵. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

ادبیات تجربی مرور شده در این نوشتار، در مورد رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی، وجود رابطه علی مثبت و معنادرای از توسعه بخش مالی بر رشد اقتصادی را تأیید می‌کند. ظاهراً، توصیه سیاسی این یافته تجربی توسعه واسطه‌های مالی برای رسیدن به رشد اقتصادی بالاتر است.

تحلیل مقایسه‌ای نظام‌های مالی نشان می‌دهد که بالاخص در کشورهای در حال توسعه به جای توسعه شتاب زده واسطه‌های مالی لازم است معماری مناسبی از نظام مالی را ارائه کرد. نظام‌های مالی را در یک تقسیم بندی کلی به دو نظام رابطه مدار (یا پایه بانکی) و قانون مدار (یا بازارگرا) تفکیک کردیم. این دو نوع نظام، به لحاظ مبانی قانونی، ریسک و حمایت از بنگاه‌های دارای فناوری جدید تفاوت‌هایی با هم دارند. مزیت اصلی یک نظام مالی رابطه‌مدار در هزینه‌های نظارتی آن و ارتباط بلندمدت آن با بنگاه‌های تولیدی است. وجود محیط غیررقابتی همراه با موانع و محدودیت‌های پیش روی بنگاه‌های نوظهور در برقراری ارتباط با بانک‌ها (به عنوان مهم‌ترین واسطه‌های مالی این نظام) از جمله کاستی‌های یک نظام مالی رابطه‌مدار هستند.

در نظام مالی قانون‌مدار وجود مبانی قانونی مناسب و محکم برای حفظ روابط و قراردادهای بین واسطه‌های مالی و بنگاه‌ها ضروری است. از ویژگی‌های یک نظام مالی قانون‌مدار رقابتی بودن و امکان فعالیت و رشد بنگاه‌های نوظهور و دارای فناوری جدید است.

غالباً در جهان امروز، نظام‌های مالی دو رگه با ترکیبات مختلفی از نظام‌های مالی رابطه‌مدار و قانون‌مدار در کشورهای مختلف شکل گرفته‌اند. معماری مناسب و هم‌زیستی مسالمت‌آمیز این دو نظام در یک کشور خاص در پویایی‌های رشد بخش واقعی آن کشور بسیار مؤثر است.

از دیدگاه مقایسه‌ای، نظام‌های مالی بحران شرق آسیا در سال ۱۹۹۷ را نوعی ناسازگاری این دو نظام مالی می‌توان عنوان کرد، حال آنکه، شکل‌گیری نوعی نظام دو رگه به نام سرمایه‌گذاری مخاطره‌ای در ایالات متحده آمریکا به دلیل ویژگی‌های خاص آن در توسعه صنایع دارای فناوری جدید را نوعی ترکیب مناسب از این دو نظام مالی می‌توان تلقی کرد.

بحران‌های مالی را نوعی سازوکار بازخورد و تجدید نظر در معماری نظام مالی نیز می‌توان تعبیر کرد. مبانی نظری مباحث مطرح شده در این نوشتار، پیش‌بینی می‌کرد که کشورهایی که دارای نظام مالی قانون‌مدار هستند، تأثیر منفی بحران مالی روی آنها کمتر از کشورهای دارای نظام مالی رابطه‌مدار است.

در چارچوب مطالعه تجربی این نوشتار حدود ۱۳۲ رخداد بحران مالی در ۱۱۸ کشور جهان طی دوره ۱۹۶۰-۱۹۹۹ شناسایی شدند و با استفاده از اطلاعات بانک جهانی ضمن ملاحظه آثار منفی بحران‌های مالی روی بخش واقعی اقتصادها عوامل مؤثر بر رویه تعدیل بخش واقعی طی سال‌های بعد از بحران را آزمودیم.

نتایج نشان می‌دهد که صادرات‌گرایی، مساعد بودن شرایط محیطی داخل و خارج از کشور و نیز درجه توسعه (یا تعمیق مالی) تأثیر معنادار و ماندگاری بر روند تعدیل بخش واقعی طی ۵ سال بعد از بحران را داشته‌اند. نظام‌های مالی بازارگرا، سیاست‌های مدیریت تقاضا و تفاوت در شرایط اولیه اقتصادها نیز تأثیر معناداری را تنها در دو سال اول تعدیل بعد از بحران روی بخش واقعی داشته‌اند.

## منابع

- Allen, F. (1993). Stock markets and resource allocation, in C.Mayer and X.Vives, eds., *Capital markets and intermediation*, Cambridge University Press.
- Allen, F. and Gale, D. (1999). Comparing financial systems, *MIT Press, forthcoming*.
- Aoki, M. (1999). Toward a comparative institutional analysis, *MIT Press, forthcoming*.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street*, Homewood, Irwi.
- Barro, Robert J. (1997). *Determinants of Economic Growth: A Cross Country Empirical Study*, Cambridge MA, MIT Press.
- Barro, W. Robert, J. (2001). Economic Growth in East Asia Before and After the *NBER Working Paper No. 8330*.
- Beck, T., Levine, R. and Loyaza, N. (1999). *Finance and the sources of growth*, World Bank, mimeo.
- Black, B. S. and Gilson, R.J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets, *Journal of Financial Economics*, 47, 243-77.
- Boot, A. and Thakor A. (1993). Self-interested bank regulation. *American Economic Review*, 83, 206-212.
- Bussiere, M. and Fratzschere, M. (2002). Toward a New System of Financial Crises. *Germany, European Central Bank, Working Paper No. 145*.
- Diamond, D.W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- Diamond, D.W. and Verrecchia, R. (1981). Information aggregation in a noisy rational expectations economy, *Journal of Financial Economics*, 9, 221-35.
- Edison, H.J. (2000). Do indicator of financial crises work? An evaluation of an early warning system. *International Discussion Papers No. 675*, Board of governors of Federal Reserve system, Washington D.C.
- Elston, J.A. (1998). Investment, liquidity constraints and bank relationships: Evidence from German manufacturing firms. in S.W. Black and M. Moersch, eds., *Competition and convergence in financial markets: The German and Anglo-American models*, Amsterdam, Elsevier.
- Fazzari, S.M., Hubbard, R.G. and Petersen, B.C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activities*, I, 141-95.
- Frankel, Jeffrey A. and Rose, K. (1996). Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment. *Journal of International Economics*, 41, PP. 351-366.
- Goldsmith, R. (1969). *Financial structure and development*, New Haven, Yale University Press.
- Gompers, P.A. (1998). Resource allocation, incentives and control: The importance of venture capital in financing entrepreneurial firms. in *Entrepreneurship, SMEs, and the Macroeconomy*, Cambridge University Press.
- Grossman, S. (1976). On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information. *Journal of Finance*, 31, 573-85.
- Grossman, S. and Stiglitz, J. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *American Economic Review* 70, 393-408.

- Hellman, T. and Puri, M. (1998). *The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital*. mimeo.
- Hoshi, T., Kashaya A. and Sharfestein D. (1991). Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese panel data. *Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60.
- Hutchison, M. and McDill, K. (1999). Are all banking crises alike? The Japanese experience in international comparison. *NBER Working Paper No. 7253*.
- Jappelli, T. and Pagano, M. (1994). Saving, growth and liquidity constraints. *Quarterly Journal of Economics*, 109(1), 83-109.
- Jensen, M.C. (1986). The agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-29.
- Kaminsky, G.L. and Reinhart, C.M. (1999). The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems. *American Economic Review*, June, 473-500.
- Kaplan, S.N. and Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215.
- Kortum, S. and Lerner, J. (1998). Does venture capital spur innovation?, mimeo.
- Laporta, R., Lopez-De-Silanes, F. Shelefer, A. and Vishny, R.W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52, 1131-50.
- Laporta, R., Lopez-De-Silanes, F. Shelefer, A. and Vishny, R.W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-55.
- Lee, J.W. and Rhee, C. (2000). Macroeconomic Impacts of the Korean Financial Crisis: Comparison with The Cross-Country Patterns. *Working Paper*, Korean University.
- Levine, R. (1998). The legal environment, banks and long-run economic growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 30(3), 596-613.
- Levine, R. (1999). Law, finance and economic growth. *Journal of Financial Intermediation*, 8.
- Levine, R. and Zervos, S. (1998). Stock markets, banks and economic growth. *American Economic Review*, 88(3), 537-58.
- Mckinnon, R. (1973). *Money and capital in economic development*, Washington DC, Brookings Institution.
- Milesi-Ferreti, Gian Maria and Assaf Razin. (1998). Currency Account Reversal and Currency crises: Empirical Regularities. *IMF Working Paper*, WP/98/89.
- Nickell, S. and Nicolitsas, D. (1995). *How does financial pressure affect firms?*, LSE, mimeo.
- Nickell, S. and Nicolitsas, D. (1999). How does financial pressure affect firms?, *European Economic Review*, 43, 1435-56.
- Nickell, S. and Nicolitsas, D. and Dryden, N. (1998). What makes firms perform well?, *European Economic Review*, 41, 783-96.
- Rajan, R.G. and Zingales, D. (1998a). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, 88(3), 559-86.
- Rajan, R.G. and Zingales, L. (1998b). Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3).

- Robinson, J. (1952). The generalisation of the general theory, in *The rate of interest and ther essays*, London, Macmillan, 67-146.
- Rodelt, S. and Sachs, J. (1998). The East Asia Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. *Broking Papers in Economic Activity*, 1, PP.1-47.
- Saaches, J., Tornell, A. and Velasco (1996). Financial Crisis in Emerging Markets: The Lessons From 1995. *NBER Working Paper* No. 5576.
- Sahlman, W. (1990). The structure of governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27, 473-522.
- Schaller, H. (1993). Asymmetric information, liquidity constraints and Canadian investment. *Canadian Journal of Economics*, 26(3), 552-74.
- Schumpeter, J.A. (1912). *Theorie der wirtschaftlichen entwicklung*, Leipzig, Dunker & Humblot scientific firms mimeo.
- Shaw, E.S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York, Oxford University Press.
- Stiglitz, J.E. and Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *America Economic Review*, 71, 393-410.
- Van Ees, H and Garretsen, H. (1994). Liquidity and business investment: Evidence from Dutch panel data, *Journal of Macroeconomics*, 16(4), 613-27.
- World Bank. (2002). *World Development Indicators*.



## پیوست :

شرح جدول (۲)، (۳) و (۴) در این پیوست آورده شده است.

## شرح جدول (۲):

## متغیر وابسته

متغیر وابسته، متوسط نرخ رشد واقعی تولید ناخالص داخلی سرانه طی دوره‌های ۵ ساله ۱۹۶۰-۱۹۶۵، ... ۱۹۹۵-۲۰۰۰ است.

## متغیرهای مستقل

لگاریتم تولید ناخالص داخلی سرانه به قیمت‌های ثابت سال ۱۹۹۵ در ابتدای هر دوره به عنوان شرایط اولیه، حاصل ضرب لگاریتم متوسط امید به زندگی طی دوره در نسبت دانش‌آموزان مرحله دوم آموزش به کل دانش‌آموزان در ابتدای هر دوره، به عنوان معیار سلامت نیروی انسانی، لگاریتم نسبت دانش‌آموزان مرحله دوم آموزش به کل دانش‌آموزان در ابتدای هر دوره به عنوان معیار نیروی انسانی، نسبت هزینه‌های دولت به تولید ناخالص داخلی، نسبت تشکیل سرمایه ثابت به تولید ناخالص داخلی، لگاریتم نرخ باروری و نرخ رشد صادرات نیز به صورت متوسط هر دوره در نظر گرفته شده‌اند. میانگین نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی به عنوان معیار باز بودن اقتصاد در نظر گرفته شده است و لگاریتم میانگین تعداد توریست‌هایی که از کشور مورد نظر بازدید کرده‌اند، به عنوان معیار امنیت اجتماعی در نظر گرفته شده‌اند. برای تعریف اثر بحران‌های مالی یک متغیر موهومی تعریف شده است که در صورت بروز حداقل یک بحران طی دوره رقم یک و در غیر این صورت رقم صفر را اختیار کرده است.

## اطلاعات آماری و روش برآورد

کلیه آمار و اطلاعات مربوط به این متغیرها از بسته اطلاعاتی بانک جهانی (WDI) گرفته شده است. تخمین الگوی آثار ثابت<sup>۱</sup> مربوط به داده‌های گروهی<sup>۲</sup> مسئله نیز به روش حداقل مربعات وزنی<sup>۳</sup> اعمال شده است.

1. Fixed Effect
2. Panel Data
3. Weighted Least Square (WLS)

## شرح جدول (۳) و (۴):

**متغیر وابسته**

متغیر وابسته، تفاضل بین نرخ رشد تولید ناخالص داخلی واقعی سرانه در سال  $n$  ام ( $n=1, \dots, 5$ ) بعد از بحران و نرخ رشد تولید ناخالص داخلی واقعی سرانه در سال بحران است.

**متغیرهای مستقل**

تولید ناخالص داخلی در سال بحران و تفاضل نسبت حجم تجارت (صادرات به علاوه واردات) به تولید ناخالص داخلی به عنوان متغیرهای نشان‌دهنده شرایط اولیه، تفاضل نرخ رشد اعتبارات داخلی از نرخ رشد تولید ناخالص داخلی و نرخ رشد ارزش پول رایج به عنوان شاخص مدیریت تقاضا، تفاضل نرخ رشد صادرات از سطح مربوطه در سال بحران به عنوان شاخص صادرات‌گرایی، تفاضل تورم جهانی از سطح مربوط در سال بحران به عنوان شاخص تورم جهانی، تفاضل نرخ تورم داخلی از سطح مربوط در سال بحران به عنوان تورم داخلی، لگاریتم تعداد توریست‌های بازدیدکننده از کشور در سال موردنظر به عنوان شاخص امنیت اجتماعی، تفاضل نسبت نقدینگی ( $M_2$ ) به تولید ناخالص داخلی از سطح مربوط در سال بحران به عنوان درجه تعمیق مالی و نسبت حجم ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۰ به عنوان معیار بازارگرایی بازار مالی هر کشور در نظر گرفته شده‌اند.

**اطلاعات آماری و روش برآورد**

اطلاعات مورد نظر در این زمینه، از بسته آماری بانک جهانی (WDI) گرفته شده است. روش برآورد نیز روش حداقل مربعات وزنی است که با استفاده از داده‌های گروهی به صورت آثار ثابت برآورد شده است.