

سال نهم، شماره ۳۳، بهار ۱۴۰۰، صفحات ۷۶-۴۱

## عملکرد سیستم مالی و تورم در ایران: برخی واقعیت‌های سبک‌وار<sup>۱</sup>

محمدعلی ابوترابی

استادیار اقتصاد، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

aboutorabi.econ@gmail.com

مهدی حاج‌امینی

استادیار دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری دانشگاه یزد، یزد، ایران

hajamini.mehdi@yazd.ac.ir

سحر توحیدی

کارشناس ارشد اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران

tohidi.econ@gmail.com

رابطه میان توسعه مالی به عنوان یک مفهوم چندبُعدی و تورم به عنوان یک شاخص کلیدی اقتصاد کلان و آثار دوسویه آن‌ها بر یکدیگر بسیار مهم است. این پژوهش با شناسایی رژیم‌های تورمی از طریق به کارگیری رهیافت مارکوف - سوئیچینگ، پیوند دوسویه توسعه مالی و تورم را در دولت‌های پس از انقلاب در ایران (۱۹۸۲-۲۰۱۷) بررسی می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که هم‌روندی دوسویه‌ای میان ابعاد مختلف توسعه مالی و رژیم‌های تورم در ایران وجود دارد. از یک سو، دسترسی مالی بانکی می‌تواند تورم را کاهش دهد. از سوی دیگر، تورم سه جنبه عمق مالی بین‌المللی، کارایی و ثبات مالی را تخریب کرده است. البته برخی ابعاد عمق مالی داخلی از افزایش تورم منتفع شده‌اند. به طور کلی، بهترین عملکرد توسعه مالی برای حفظ تورم در رژیم‌های پایین در دولت‌های هفتم و هشتم و بدترین عملکرد آن به دلیل آزاد شدن تورم سرکوب‌شده انباشته‌شده در اثر سرکوب‌های مالی شدید در دولت نهم و دهم تجربه شده است.

طبقه‌بندی JEL: G00، G20، G22، E31

واژگان کلیدی: توسعه مالی، مؤسسه‌های مالی، بازارهای مالی، بیمه، تورم

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۲/۱۵

\* تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۸/۱۱

۱. این مقاله مستخرج از طرح پژوهشی این نویسندگان، در طرح جامع اعتلای علوم انسانی معطوف به پیشرفت کشور است که در پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی به انجام رسیده است.

## ۱. مقدمه

اقتصاد ایران از دهه ۱۳۵۰ خورشیدی تا به امروز تورم سالانه به طور متوسط ۲۰ درصد را تجربه کرده است. ایران در بعد از انقلاب تنها در ۴ سال تورم تک‌رقمی داشته که نمایانگر مزمن شدن تورم متوسط است. اگرچه تورم از اواسط دهه ۱۳۷۰ روند کاهشی را تجربه کرده، متتها این روند از نیمه دوم دهه ۱۳۸۰ دوباره چرخش پیدا کرده و حتی رکوردهای تورمی گذشته در دهه ۱۳۹۰ شکسته شده است. بنابراین، توجه به مسئله تورم بیش از پیش اهمیت یافته است.

تکیه بر سیاست‌های پولی به عنوان یکی از ملزومات مهار تورم متوسط و تغییر روند آن، مورد توافق اغلب اقتصاددانان است؛ اما کارایی این سیاست‌ها بستگی عمیقی با کمیّت و کیفیت زیرساختارهای مالی دارد. به بیان دیگر، تغییر سیاست‌های پولی بدون توجه به سیستم مالی نمی‌تواند تورم را در بلندمدت در سطح پایین نگه دارد و مشکل تورم متوسط مزمن اقتصاد ایران را حل کند.

احتمالاً توسعه مالی پرکاربردترین مفهوم پیرامون سنجش کمیّت و کیفیت جمعی<sup>۱</sup> زیرساختارهای مالی است. چارچوب مفهومی توسعه مالی توسط بانک جهانی در دهه ۱۹۹۰ میلادی ارائه شده و پس از آن، پژوهش‌های مختلفی به بررسی رابطه توسعه مالی با شاخص‌های اقتصاد کلان از جمله تورم پرداخته‌اند. توسعه مالی یک مفهوم چندوجهی است که توسعه بازارهای پول و سرمایه، محیط نهادی و به طور خاص مقررات و نظارت بانکی و سیاست‌گذاری پولی را در بر می‌گیرد. در نتیجه، توسعه مالی با فراهم آوردن بستر و توسعه کانال‌های پولی و مالی، اثربخشی سیاست‌های پولی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به بیان دیگر، همان‌گونه که سیاست پولی بر بازارهای پولی و مالی تأثیرگذار است، اندازه و عمق بخش مالی نیز بر کارایی سیاست پولی اثر می‌گذارد.

---

1. Aggregate

در همین راستا، پژوهش حاضر به بررسی رابطه دوسویه تورم با توسعه مالی در ایران می‌پردازد. آن چه پژوهش حاضر را در مقایسه با پژوهش‌های مشابه متفاوت می‌کند، آن است که اولاً تمامی شاخص‌های توسعه مالی مورد تأیید بانک جهانی مبنای تحلیل قرار می‌گیرند؛ ثانیاً عملکرد دولت‌های بعد از انقلاب به همراه محتوای بسته‌های سیاست‌های پولی بانک مرکزی و همچنین برنامه‌های توسعه تفکیک، مقایسه و تحلیل می‌شوند.

بخش‌های بعدی مقاله بدین شرح است. در بخش دوم، ادبیات موضوع رابطه دوسویه توسعه مالی و تورم دسته‌بندی شده و بررسی انتقادی می‌شوند. بخش سوم به نحوه محاسبه داده‌ها و روش تجزیه و تحلیل اطلاعات اختصاص دارد. بخش چهارم شواهد پیوند متقابل عملکرد سیستم مالی و تورم در ایران پس از انقلاب ۱۳۵۷ را بررسی می‌کند. سرانجام جمع‌بندی و پیشنهادهای سیاستی برای بهبود عملکرد سیستم مالی ایران ارائه می‌شود.

## ۲. ادبیات موضوع

ادبیات اثرگذاری دوسویه توسعه مالی و تورم بر یکدیگر بسیار غنی است، اما لازم است به صورت دسته‌بندی شده مورد بحث قرار گیرد تا کانال‌های این ارتباط مشخص شود. بر این اساس، توسعه مالی از سه کانال زیر تورم را کاهش می‌دهد: (۱) افزایش اثربخشی سیاست پولی؛ (۲) افزایش دسترسی مالی؛ و (۳) فشار سیاسی برای تأمین مالی غیرتورمی. تورم نیز از شش کانال موجب تخریب توسعه مالی می‌شود که عبارتند از: (۱) بی‌ثباتی نرخ بهره؛ (۲) افزایش اصطکاک‌های اطلاعاتی؛ (۳) رجحان دارایی‌های مالی کوتاه‌مدت به بلندمدت؛ (۴) کاهش بازده نسبی دارایی‌های مالی در برابر دارایی‌های واقعی؛ (۵) جایگزینی دارایی‌های مالی به جای پول؛ و (۶) افزایش انگیزه برای سرکوب مالی و تغییر ساختار مالی. در ادامه این بخش، هر یک از این کانال‌ها شرح داده می‌شوند.

## ۲-۱. اثرگذاری توسعه مالی بر تورم

اثربخشی سیاست پولی: توسعه مالی با بهبود اثربخشی سیاست پولی به بانک مرکزی امکان می‌دهد که تورم را بهتر کنترل کنند (کراوس و ریویا<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). در همین راستا، آگوبا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) اظهار داشتند که در سطح بالاتر توسعه مالی (بانکی و بازار سهام) استقلال بانک مرکزی نقش پررنگ‌تری در کاهش تورم خواهد داشت.

توسعه یافتگی بیشتر بخش مالی به بانک مرکزی امکان می‌دهد که برای مدیریت نرخ تورم و نوسانات آن، از نرخ بهره به طور مؤثرتری استفاده کند. پس از بحران مالی جهانی، چارچوب‌های هدف‌گذاری تورم به دلیل عدم توانایی در کاهش ریسک‌های مالی و عدم توازن و ایجاد گسست در انتقال سیاست نرخ بهره مورد انتقاد قرار گرفته‌اند. این نگرانی‌ها در اقتصادهای درحال توسعه بیشتر است، چرا که در بعضی مواقع تورم از فشارهای سمت عرضه (مانند تورم مواد غذایی داخلی) ناشی شود و در نتیجه کانال انتقال سیاست مبتنی بر نرخ بهره حتی در دوره‌های تورمی عادی هم کارایی نخواهد داشت (آلن و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶؛ والش<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹؛ اسونسون<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰؛ ۵: آجنور و دا سیوا<sup>۶</sup>، ۲۰۱۳).

سیاست نرخ بهره در سه مرحله زیر عمل می‌کند که کاملاً تحت تأثیر سطح توسعه مالی است: تغییر نرخ‌های سیاستی به نرخ‌های بین‌بانکی، سپس تبدیل نرخ‌های بین‌بانکی به نرخ‌های بازار و سرانجام انتقال نرخ بهره بازار به تصمیم‌گیرندگان بخش واقعی بر اساس شمول بانکی (گوپالان و راجان<sup>۷</sup>، ۲۰۱۷). بنابراین بایستی درجه‌ای از رقابت داخلی میان بانک‌ها (همراه با مقررات‌زدایی نرخ بهره) وجود داشته باشد تا تغییر در نرخ‌های سیاستی موجب تغییر مورد نظر در نرخ‌های بین‌بانکی و نرخ‌های خرده‌فروشی وام و سپرده شود. همچنین بازارهای توسعه یافته اوراق قرضه

1. Krause & Rioja
2. Agoba et al.
3. Allen et al.
4. Walsh
5. Svensson
6. Agenor & da Siva
7. Gopalan & Rajan

دولتی نیاز است تا نرخ‌های سیاستی بر سایر نرخ‌های اوراق کوتاه‌مدت و عایدی اوراق بلندمدت و در نتیجه، بر تقاضای کل و تورم تأثیر گذارند (اینگ‌وس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴).

اثرگذاری نرخ بهره حتی به ویژگی‌های بانکی نیز بستگی دارد. این اثرگذاری در بانک‌هایی که نقدشوندگی، تجمع سرمایه و سودآوری بالاتری دارند، ضعیف است. بانک‌هایی با قدرت بازاری بیشتر، تمایل به سودآوری بالاتر و دسترسی آسان‌تر به منابع مالی احتمالاً جایگزین‌های بیشتری برای تأمین مالی دارند. این بانک‌ها به تأمین مالی از بانک مرکزی اتکای کمتری داشته و در نتیجه نسبت به تغییر هزینه نهایی وام‌دهی ناشی از اعمال سیاست پولی حساسیت کمتری دارند (کاشیپ و استین<sup>۲</sup>، ۲۰۰۰؛ گامباکورتا<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵؛ اشکرافت<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶؛ بریسمیس و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴؛ گوپالان و راجان، ۲۰۱۷). اثرگذاری نرخ بهره را می‌توان با جانشینی ناقص میان وام‌ها و اوراق بهادار در پرتفوی بانک و قرض گرفتن برای بنگاه‌ها تقویت کرد (برنانکی و بلایندر<sup>۶</sup>، ۱۹۸۸).

**افزایش دسترسی مالی:** مرحله‌هایی اثرگذاری نرخ بهره نیازمند این است که بخش بزرگی از جمعیت به سیستم رسمی مالی دسترسی داشته باشند و مستقیماً تحت تأثیر تغییر نرخ بهره بانکی قرار گیرند. به بیان دیگر، میزان نسبتاً بالایی از شمولیت مالی داخلی وجود داشته باشد (مهورترا و یتمن<sup>۷</sup>، ۲۰۱۵).

توسعه مالی از طریق دسترسی و شمول بیشتر موجب هموارسازی مصرف خانوارها می‌شود و در عین حال به عاملان اقتصادی کمک می‌کند از شوک‌های تورمی آسیب نینند. در نتیجه بانک مرکزی می‌تواند به جای تثبیت تولید، بر تثبیت قیمت‌ها و تورم تمرکز کند و دستیابی به نرخ تورم

- 
1. Ingves
  2. Kashyap & Stein
  3. Gambacorta
  4. Ashcraft
  5. Brissimis et al.
  6. Bernanke & Blinder
  7. Mehrotra & Yetman

پایین تر و باثبات تر تسهیل می‌شود (مهروترا و یتمن، ۲۰۱۵). به‌علاوه، اویان و راجان<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) دریافتند که اثربخشی هدف‌گذاری تورم به شمولیت مالی و ویژگی‌های بانکی بستگی دارد و تأثیر آن بر نوسانات تورم نیز با مؤلفه‌های توسعه بازار سهام مرتبط است.

**فشار سیاسی برای تأمین مالی غیرتورمی:** نیاپتی<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) نشان داده کسری بودجه زمانی تورمی است که هم بانک مرکزی مستقل نیست و هم بازار مالی به اندازه کافی توسعه یافته نیست که انتظارات تورمی را محدود کند. در مقابل، گودمن<sup>۳</sup> (۱۹۹۱)، پوزن<sup>۴</sup> (۱۹۹۳، ۱۹۹۵)، مکسفیلد<sup>۵</sup> (۱۹۹۴) و المرهویی و ویلت<sup>۶</sup> (۱۹۹۵) استدلال کردند برای تعهد راسخ به ثبات قیمت از طریق نهادهایی مانند یک بانک مرکزی مستقل، انگیزه‌های گروه‌های سیاسی ذی‌نفع قدرتمند نقش اساسی دارد. بخش مالی، با همراهی بخش غیرمالی، اقدام به ایجاد لابی‌های قدرتمند ضد تورمی می‌کند؛ تا از استقرار یک بانک مرکزی مستقل (که ثبات قیمت را هدف‌گذاری می‌کند) حمایت کند.

## ۲-۲. اثرگذاری تورم بر توسعه مالی

**بی‌ثباتی نرخ بهره:** واکنش نرخ بهره اسمی به نرخ تورم می‌تواند موجب افزایش بی‌ثباتی مالی و بی‌ثباتی اقتصاد کلان شود. با رشد سریع بهره، برخی بنگاه‌ها در پرداخت بدهی‌هایشان ناتوان شده و هزینه‌های عملیاتی آن‌ها افزایش می‌یابد. این مسئله موجب کاهش رقابت در قیمت شده و به فشار تورمی بیشتر می‌انجامد. عاملان اقتصادی این فشار تورمی را پیش‌بینی می‌کنند. تقاضای وام خود را افزایش می‌دهند که در نتیجه فشار تورمی نیز بیشتر می‌شود و این چرخه ادامه می‌یابد. هاسلاگ و کو<sup>۷</sup> (۱۹۹۹) بیان کردند که تورم ارتباط تنگاتنگ با سرکوب مالی دارد. یافته‌های

1. Ouyang & Rajan
2. Neyapti
3. Goodman
4. Posen
5. Maxfield
6. Al-Marhubi & Willett
7. Haslag & Koo

آن‌ها وجود یک رابطه منفی میان تورم و توسعه مالی را تأیید می‌کند، اما این رابطه با افزایش نرخ تورم بالاتر از یک سطح آستانه‌ای، معنی‌داری خود را از دست می‌دهد.

**افزایش اصطکاک‌های اطلاعاتی:** در شرایط تورمی، واسطه‌گری مالی سخت‌تر شده زیرا جریان اطلاعاتی مربوط به بازده واقعی سرمایه‌گذاری نامشخص‌تر می‌شود. بی‌ثباتی اقتصاد کلان، نااطمینانی درباره توانایی قرض‌گیرندگان برای انجام تعهداتشان را افزایش می‌دهد. این افزایش نااطمینانی موجب تخصیص دوباره منابع برای فرار از پروژه‌های پرریسک و ایجاد تعادل می‌شود که در نتیجه ممکن است پروژه‌های خصوصی خوب در کسب منابع مالی کافی شکست بخورند. پس به طور خلاصه، افزایش سطح کلی ریسک پروژه‌ها موجب کاهش حجم اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی می‌شود.

کیم و لین<sup>۱</sup> (۲۰۱۰)، بوید و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۱) و خان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) نشان دادند که افزایش تورم تأثیر مثبت بر اصطکاک‌های بازار اعتباری و تأثیر منفی بر عملکرد بخش مالی دارد. تورم‌های بالا، بازده پس‌انداز را کاهش می‌دهد و کمیابی اعتبارات بیشتر می‌شود (مور<sup>۴</sup>، ۱۹۸۶؛ چویی و همکاران<sup>۵</sup>، ۱۹۹۶؛ آزاریادیس و اسمیت<sup>۶</sup>، ۱۹۹۶). افزایش نرخ تورم همچنین موجب تشدید اصطکاک‌های بازار اعتباری شده که عملکرد بخش مالی و رشد اقتصادی بلندمدت را مختل خواهد کرد (هاینس و اسمیت<sup>۷</sup>، ۱۹۹۸، ۱۹۹۹). در همین راستا، دمیرگوچ - کانت و ماکسیموویچ<sup>۸</sup> (۱۹۹۸) رابطه مثبت بین تورم و بحران مالی را از طریق تشدید اصطکاک‌ها در بازارهای مالی به صورت تجربی تأیید کردند.

- 
1. Kim & Lin
  2. Boyd et al.
  3. Khan et al.
  4. Moore
  5. Choi et al.
  6. Azariadis & Smith
  7. Huybens & Smith
  8. Demirguc-Kunt & Maksimovic

رجحان دارایی‌های مالی کوتاه‌مدت به بلندمدت: قرض‌دهندگان در هنگام ایجاد سبد دارایی بیشتر به اهداف کوتاه‌مدت توجه دارند، در نتیجه بخش عمده‌ای از اعتبارات به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت هدایت نمی‌شود. هنگامی که تورم افزایش می‌یابد، نااطمینانی در مورد بازده واقعی سرمایه‌گذاری‌ها کمتر شده، واسطه‌گری مالی دشوارتر می‌شود و در نتیجه، اعتباردهندگان هنگام تشکیل پرتفوی سهام خود به اهداف کوتاه‌مدت بیشتر توجه کرده و اعتبارات بلندمدت را کاهش می‌دهند (روسو و ییلمازکودی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹: ۳۱۲).

**کاهش بازده نسبی دارایی‌های مالی در برابر دارایی‌های واقعی:** افزایش در نرخ تورم، نرخ بازده واقعی نه تنها پول، بلکه تمامی دارایی‌ها را به طور کلی پایین می‌آورد. کاهش ضمنی در بازده واقعی، اصطکاک بازار اعتبارات را تشدید می‌کند. از آنجایی که اصطکاک بازار موجب سهمیه‌بندی اعتباری می‌شود، سهمیه‌بندی اعتباری متناظر با افزایش تورم تشدید می‌شود. در نتیجه، بخش مالی وام‌های کمتری می‌دهد، فعالیت واسطه‌های مالی و کارایی تخصیص منابع کاهش می‌یابد. این کاهش تشکیل سرمایه بر عملکرد بلندمدت اقتصادی و فعالیت بازار سهام تأثیر منفی می‌گذارد (هایننس و اسمیت، ۱۹۹۹؛ چویی و همکاران، ۱۹۹۶).

تورم بالاتر موجب تغییرپذیری بیشتر قیمت‌های نسبی می‌شود؛ زیرا قیمت برخی از کالاها تمایل به چسبندگی بیشتری دارد، در حالی که قیمت برخی دیگر از کالاها سریع‌تر تعدیل می‌شود (لاچ و سیدون<sup>۲</sup>، ۱۹۹۲؛ جارامیلو<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹؛ دبله و لامونت<sup>۴</sup>، ۱۹۹۷). سطح کلی ریسک پروژه‌هایی پروژه‌هایی که به دنبال تأمین مالی هستند، به شدت به نوسانات قیمت‌های نسبی وابسته است. این نوسانات، قیمت‌های نهاده‌ها و ستاده‌ها را به صورت ناگهانی و در جهت‌های مختلف تغییر می‌دهد و سودها یا ضررهای قابل توجهی ایجاد می‌کند. بنابراین به دلیل نوسانات بالاتر قیمت‌های نسبی،

- 
1. Rousseau & Yilmazkuday
  2. Lach & Tsiddon
  3. Jaramillo
  4. Debelle & Lamont

احتمال نکول قرض گیرندگان افزایش می‌یابد و بانک‌ها در اعتباردهی به بخش خصوصی بی‌انگیزه می‌شوند (دراک و گاریبالدی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰).

ماندل<sup>۲</sup> (۱۹۶۳) و توین<sup>۳</sup> (۱۹۶۵) معتقدند که تورم از طریق کاهش بازده سرمایه موجب تغییر تخصیص دارایی‌ها شده و به پسرقت در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری می‌انجامد. این وضعیت، مانع تداوم فرایند رشد اقتصاد می‌شود. بوید و چمپ<sup>۴</sup> (۲۰۰۳) با بررسی بین‌کشوری دریافته‌اند که تورم بر اندازه صنعت بانک‌داری، بازدهی واقعی دارایی‌های مالی و سودآوری بانک‌ها تأثیر منفی دارد. آن‌ها همچنین ارتباط مثبت و معنی‌داری میان تورم و نوسانات بازده دارایی‌های مشاهده کردند.

**جایگزینی دارایی‌های مالی به جای پول:** این کانال محل مجادله اقتصاددانان است. برخی اقتصاددانان معتقد به اثر مثبت این کانال هستند، و در مقابل برخی دیگر به تأثیر منفی آن اشاره دارند. انگلیش<sup>۵</sup> (۱۹۹۹) استدلال کرد که نرخ بالای تورم افراد را وادار می‌کند تا خدمات مبادله‌ای را جانشین پول کنند و عرضه خدمات مالی و توسعه مالی تشویق می‌شود. در این تحلیل، مفهوم چندبعدی توسعه مالی به یک بُعد آن یعنی تعمیق مالی تقلیل پیدا کرده است. بر اساس ادبیات موجود انتظار می‌رود که افزایش تورم موجب افزایش عمق مالی شود؛ اما ابعاد ثبات، کارایی و احتمالاً دسترسی مالی به طور معکوس تحت تأثیر قرار می‌گیرند.

از نظر تجربی، ویلیامز<sup>۶</sup> (۲۰۱۸) با نمونه‌ای شامل ۳۲ کشور نوظهور و در حال توسعه تأیید کرد که تورم به طور مثبت و معنی‌داری با توسعه مالی در ارتباط است. در مقابل، بوید و همکاران (۲۰۰۱) و آگاروال و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۰۹) در یک نمونه شامل ۱۰۹ کشور نشان دادند که تورم، کارایی واسطه‌گری مالی را تخریب می‌کند. به علاوه، بیتنکورت<sup>۸</sup> (۲۰۱۱)، خان و همکاران

- 
1. Druck & Garibaldi
  2. Mundell
  3. Tobin
  4. Boyd & Champ
  5. English
  6. Williams
  7. Aggarwal et al.
  8. Bittencourt

(۲۰۰۱)، بوید و همکاران (۲۰۰۱) و روسو و واچل<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) نشان دادند که تورم حتی شاخص‌های تعمیق مالی را کاهش می‌دهد. به نظر مور (۱۹۸۶)، انتظار می‌رود که تورم بالا تأثیر منفی بر عمق مالی داشته باشد چرا که موجب انحراف ارزش واقعی دارایی‌های مالی معوقه می‌شود.

**افزایش انگیزه برای سرکوب مالی و تغییر ساختار مالی:** تورم سودآوری دارایی‌های پولی را کاهش داده و در نتیجه موجب افزایش انگیزه برای تصمیم‌های سیاستی با هدف تحریف ساختار مالی می‌شود. به عبارت خلاصه، تورم واسطه‌گری مالی را سرکوب می‌کند (روسو و ویلماز کودی، ۲۰۰۹). برای نمونه، هونوهان<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) بیان می‌کند که در اتحاد جماهیر شوروی سابق رشد سپرده‌ها طی دهه ۱۹۸۰ یک سیستم بانکی به ظاهر عمیق را نشان می‌داد؛ اما ارزش واقعی سپرده‌های بانکی به مراتب کمتر از آن چیزی بود که به نظر می‌رسید. در واقع، سهمیه‌بندی گسترده و فراگیر در بازار کالاها و کنترل‌های قیمتی، بهای کالاها را به مراتب پایین‌تر از قیمت تعادلی بازار نگه داشته بود. در نتیجه، تورم ناشی از فشار چاپ پول موجودی اولیه سپرده‌های بانکی در روسیه را تقریباً بی‌ارزش کرد و به دلیل کندی بازگرداندن اعتماد، سیستم بانکی همچنان کوچک باقی ماند. بنابراین، نرخ‌های تورم پایین نگه‌داشته شده سرکوب شده انباشته شده نیز می‌توانند به بی‌ثباتی و ناکارایی بیشتر سیستم‌های مالی و حتی عمق کمتر آن‌ها بینجامند.

### ۳. محاسبه داده‌ها

#### ۳-۱. شاخص‌های توسعه مالی ساده و چندبعدی

استفاده از شاخص‌های تک‌بعدی سنتی توسعه مالی نظیر عمق مالی ممکن است موجب گمراهی در تعیین درجه توسعه یافتگی مالی کشورها شود. به همین دلیل برخی پژوهش‌های تجربی جدید، شاخصی چندبعدی از ترکیب شاخص‌های استاندارد و رایج محاسبه کرده‌اند. بر همین اساس، در

1. Rousseau & Wachtel  
2. Honohan

این پژوهش شاخص‌های فراگیر توسعه مالی مورد تأیید بانک جهانی که سه بخش بانک، سهام و بیمه را پوشش می‌دهند استفاده شده است.

این داده‌ها برای دوره زمانی ۲۰۱۷-۱۹۸۲ از بانک جهانی گردآوری و سپس شاخص‌های چندبعدی با روش تجزیه مؤلفه‌های اصلی<sup>۱</sup> (PCA) به صورت میانگین وزنی از شاخص‌های بانک جهانی محاسبه شدند<sup>۲</sup>. شاخص‌های اولیه و چندبعدی در جدول ۱ مشاهده می‌شوند. سرانجام شاخص‌های استخراجی به تفکیک دوره زمانی دولت‌های سوم تا یازدهم به صورت هندسی میانگین‌گیری شدند.

جدول ۱: شاخص‌های فراگیر توسعه مالی

بُعد	شاخص	وزن
	اعتبارات اعطایی بانک‌های سپرده‌پذیر به بخش خصوصی به GDP	۲/۵۸
	دارایی‌های مؤسسات مالی غیربانکی به GDP	۲۲/۵۶
	دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به کل دارایی‌های سیستم بانکی و بانک مرکزی	۰/۲۷
	بدهی‌های نقدی به GDP	۰/۰۴۱
	دارایی‌های بانک مرکزی به GDP	۰/۵۳
	سپرده‌های سیستم مالی به GDP	۷۳/۶۵
	اعتبارات اعطایی بانک‌های سپرده‌پذیر و سایر مؤسسات مالی به بخش خصوصی به GDP	۰/۳۳
۴	دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به GDP	
	اعتبارات داخلی اعطایی به بخش خصوصی به GDP	
	← شاخص چندبعدی عمق بانکی از ترکیب شاخص‌های بالا (به جز دو مورد آخر)	۷۷/۸۶
	حق بیمه‌های عمر به GDP	۰/۹۲
	حق بیمه‌های غیر عمر به GDP	۹۹/۰۷
	← شاخص چندبعدی عمق بیمه از ترکیب دو شاخص بیمه عمر بالا	۰/۰۰۲۸
	تجمیع سرمایه بازار سهام به GDP	۹۹/۴۶
	ارزش کل سهام مبادله شده به GDP	۰/۵۳
	← شاخص چندبعدی عمق بازار سهام از ترکیب دو شاخص سهام بالا	۲۲/۱۲

### 1. Principal Component Analysis

۲. برای اجرای روش تجزیه مؤلفه‌های اصلی از نرم‌افزار IBM SPSS استفاده شده است.

بُعد	شاخص	وزن
بُعد بین‌المللی	← شاخص چندبعدی عمق سیستم مالی از ترکیب سه شاخص چندبعدی عمق وام‌های دریافتی از بانک‌های خارج از کشور به GDP	۴/۰۱
	وام‌ها و سپرده‌های بیرونی بانک‌ها به سپرده‌های بانکی داخلی	۸۸/۱۵
	مطالبات خارجی تلفیقی بانک‌ها به GDP	۷/۸۲
	← شاخص چندبعدی جریان بین‌المللی سیستم بانکی	۹۹/۹۳
	خالص وجوه حواله شده به GDP	۰/۰۶۳
	← شاخص چندبعدی جریان بین‌المللی سیستم مالی از ترکیب شاخص‌های بالا	
بُعد سرمایه‌گذاری	تعداد شعبه‌های بانکی به ازای هر صد هزار نفر بزرگسال	
	ارزش کل سهام مبادله شده (بدون ده شرکت برتر) به GDP	۷۳/۶۶
	تجمیع سرمایه بازار سهام (بدون ده شرکت برتر) به GDP	۲۶/۳۳
	← شاخص چندبعدی دسترسی بازار سهام از ترکیب دو شاخص بازار سهام	
بُعد کارایی	اعتبارات اعطایی به دولت و شرکت‌های دولتی نسبت به GDP	۸۵/۵۳
	گردش مالی بازار سهام	۱۴/۴۶
	← شاخص چندبعدی کارایی سیستم مالی از ترکیب دو شاخص بالا	
بُعد اعتبارات بانکی	اعتبارات بانکی به سپرده‌های بانکی	

مأخذ: دسته‌بندی بر اساس بانک جهانی. وزن‌ها بر اساس یافته‌های پژوهش از روش تجزیه مؤلفه‌های اصلی

### ۲-۳. رژیم‌های تورمی

اطلاعات نرخ تورم ایران برای دوره ۱۹۸۲-۲۰۱۷ از بانک جهانی گرفته شد. سپس با استفاده از روش مارکوف-سوئیچینگ رژیم‌های تورمی اقتصاد ایران تعیین شد که عبارتند از: رژیم تورم پایین، رژیم تورم متوسط و رژیم تورم بالا<sup>۱</sup>. در ادامه این روش که توسط همیلتون<sup>۲</sup> (۱۹۸۹، ۱۹۹۰) معرفی شده شرح داده می‌شود.

۱. برخی پژوهش‌های پیشین که برای ترسیم وضعیت سیستم مالی از رویکرد واقعیت‌های سبک‌وار استفاده کرده‌اند عبارتند از: در بوندت (۱۹۹۸)، لوین و دمیرگوچ-کونت (۱۹۹۹)، بوچارد و پاترز (۲۰۰۱)، چلیت و همکاران (۲۰۰۱) و رودریک (۲۰۰۶). برخی دیگر نیز که این واقعیت‌های سبک‌وار را از رهیافت ماکوف-سوئیچینگ استخراج کرده‌اند عبارتند از: بولا و بولا (۲۰۰۶) و کاندیدو و زیگلن (۲۰۱۴).

2. Hamilton

یک متغیر ممکن است در دوره‌ای از زمان، دارای یک رفتار یا فرایند باشد و در دوره‌ای دیگر، رفتاری متفاوت از خود بروز دهد. بنابراین، اگر در بررسی فرایند سری زمانی مورد نظر، به این ویژگی دقت نشود، نتایج تورش خواهد داشت. مدل مارکوف می‌تواند رفتارهای متغیر را به رژیم‌های مختلف نسبت دهد. برای توضیح ساده این مدل فرض شود متغیر  $y_t$  دارای فرایند خودتوضیح از مرتبه  $p$  است:

$$y_t = \phi_{0,s_t} + \sum_{i=1}^p \phi_{i,s_t} y_{t-i} + \varepsilon_{s_t}, \quad \varepsilon_{s_t} \sim N(0, \sigma_{s_t}^2) \quad (1)$$

که در آن  $s_t$  نشان‌دهنده رژیم است و می‌تواند بین ۱ تا  $m$  باشد. در مدل مارکوف-سوئیچینگ انتقال رژیم به صورت درون‌زا اتفاق می‌افتد و نقطه شکست توسط پژوهشگر به مدل تحمیل نمی‌شود. همچنین فرض می‌شود که  $s_t$  به طور مستقیم قابل مشاهده نیست، بلکه عملکرد آن از رفتار متغیر مشاهده شده  $y_t$  قابل استنتاج است (فرانسز و دیک<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰: ۸۱-۸۳).

انتقال بین رژیم‌ها پیرو زنجیره اول مارکوف است. به عبارت دیگر، مقدار جاری متغیر وضعیت ( $s_t$ ) تنها به مقدار این متغیر در دوره قبل ( $s_{t-1}$ ) بستگی دارد. بر این اساس، احتمال آن که سیستم از رژیم  $i$  به رژیم  $j$  تغییر وضعیت دهد به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$P(s_t = j | s_{t-1} = i) = P_{ij}, \quad (2)$$

این معادله احتمال انتقال<sup>۲</sup> نامیده می‌شود. زمانی که  $i = j$  باشد، یعنی تغییری در وضعیت رخ نداده و زمانی که  $i \neq j$  باشد، یعنی سیستم از رژیم  $i$  به رژیم  $j$  تغییر وضعیت داده است. این ویژگی مدل مارکوف-سوئیچینگ نقطه مقابل مدل تغییر تصادفی کوانت<sup>۳</sup> (۱۹۷۲) است که در آن انتقال بین رژیم‌ها در طول زمان کاملاً مستقل از یکدیگرند. همان‌گونه که در معادله (۱) مشخص است، حالت‌های متنوعی از این مدل قابل برآورد است که در آن میانگین متغیرها (MSM)، عرض از مبدا (MSI) و یا واریانس جملات خطا (MSH) تابعی از رژیم باشند<sup>۴</sup> (از حالت ضرایب وابسته

1. Franses & Dijk
2. Transition probabilities
3. Quandt

۴. برای برآورد مدل مارکوف-سوئیچینگ از نرم‌افزار OxMetrics استفاده شده است.

به رژیم صرف‌نظر شده است). جدول ۲ ترکیب‌های مختلف وابستگی متغیرها و یا پارامترها را به رژیم نشان می‌دهد. دو مورد مدل خطی و شش مورد باقی‌مانده غیرخطی محسوب می‌شوند.

جدول ۲: حالت‌های مختلف مدل مارکوف-سوئیچینگ

متغیر یا پارامتر وابسته به رژیم		میانگین		عرض از مبدأ	
		رژیمی	غیررژیمی	رژیمی	غیررژیمی
ضرایب غیروابسته	واریانس همسان	MSM-AR	Lin-AR	MSI-AR	Lin-AR
به رژیم	واریانس ناهمسان	MSMH-AR	MSH-AR	MSIH-AR	MSH-AR

مأخذ: دسته‌بندی پژوهش

برای انتخاب مدل بهینه ابتدا آزمون غیرخطی بودن الگوی داده‌ها با استفاده از آماره نسبت درستنمایی انجام گرفت. جدول ۳ نتایج آن را گزارش می‌کند (حالت میانگین نیز به دلیل عدم قابلیت برآورد حذف شد). در دو حالت مدل غیرخطی تأیید می‌شود: مدل با عرض از مبدأ وابسته به رژیم و همسانی واریانس خطاها، مدل با عرض از مبدأ وابسته به رژیم و واریانس جملات خطا وابسته به رژیم (ناهمسانی).

جدول ۳: آزمون نسبت درستنمایی

متغیر یا پارامتر وابسته به رژیم		عرض از مبدأ	
		غیروابسته به رژیم	وابسته به رژیم
واریانس همسان		۰/۰۰۰	۱۷/۳۱۷
		[۱/۰۰۰]	[۰/۰۱۱]* [۰/۰۰۴]**
واریانس ناهمسان		۶/۸۹۱	۲۱/۲۹۱
		[۰/۵۳۶]	[۰/۲۲۹] [۰/۰۰۲]** [۰/۰۰۳]**

توضیح: اعداد داخل پرانتز و کروشه به ترتیب احتمال آماره را بر مبنای رویکرد آنگک و بکارت (۱۹۹۸، ۲۰۰۲) و دیویس (۱۹۷۷) نشان می‌دهند.

مأخذ: یافته‌های پژوهش

سپس بر اساس معیار اطلاعات آکاییک، پیشینه تابع لگاریتم حداکثر درستنمایی و کمینه واریانس خطاها، مدل‌های برآوردی مقایسه و مدل بهینه انتخاب شد (جدول ۴). معیار آکائییک علاوه بر مقدار تابع لگاریتم درستنمایی (قدرت توضیح‌دهندگی مدل)، درجه آزادی را نیز لحاظ

می‌کند و در انتخاب مدل ارجح است. با توجه به این معیار، مدل با عرض از مبدأ وابسته به رژیم و واریانس جملات خطای همسان به عنوان مدل بهینه نهایی انتخاب شد.<sup>۱</sup>

جدول ۴: انتخاب مدل بهینه

عرض از مبدأ		متغیر یا پارامتر وابسته به رژیم
وابسته به رژیم	غیروابسته به رژیم	
AIC= ۶/۹۰۳	AIC= ۷/۴۴۰	واریانس همسان
Ln L= -۱۱۷/۲۶۰	Ln L= -۱۲۵/۹۱۴	
AIC= ۶/۹۰۴	AIC= ۷/۱۹۳	واریانس ناهمسان
Ln L= -۱۱۵/۲۶۹	Ln L= -۱۲۲/۴۶۸	

مأخذ: یافته‌های پژوهش

#### ۴. یافته‌های پژوهش

همان‌گونه که پیش‌تر نیز بیان شد، پژوهش حاضر در پی آن است که ارتباط شاخص‌های فراگیر توسعه مالی را با نرخ تورم در ایران بررسی کند. این بررسی بر اساس مقایسه عملکرد دولت‌های سوم تا یازدهم با توجه ضمنی به بسته‌های سیاست‌های پولی بانک مرکزی و برنامه توسعه و همچنین تفکیک رژیم‌های نرخ تورم (بالا، متوسط و پایین) انجام می‌گیرد.

#### ۴-۱. عمق سیستم مالی

با توجه به نمودار ۱، از دولت اول موسوی تا انتهای دولت دوم خاتمی، عمق مالی سپرده‌ها و اعتبارات بانکی با تورم هم‌روندی و هم‌جهتی داشته است. هر زمان تورم پایین بوده، عمق مالی نیز پایین بوده است و بر عکس. تنها استثنا در این مورد دولت دوم رفسنجانی است. این به معنای تأیید ارتباط هم‌زمان میان تورم و توسعه مالی است. باثبات‌ترین دولت در ارتباط تورم و این نوع از عمق مالی را می‌توان دو دولت خاتمی دانست.

۱. لازم به توضیح است که در مدل نهایی این پژوهش تنها عرض از مبدأ وابسته به رژیم است، بنابراین تعیین سطح وضعیت تعادلی پایدار رژیم‌ها و تشخیص رژیم‌های بالا، میانی و پایین بر اساس عرض از مبدأها انجام می‌گیرد.

در دولت‌های اول احمدی‌نژاد و روحانی ارتباط میان رژیم‌های تورم و تغییرات شاخص‌های عمق مالی قطع شده؛ زیرا با وجود افزایش قابل توجه عمق مالی، تورم در پایین‌ترین رژیم خود قرار داشته است. هرچند ممکن است این وضعیت، مطلوب برداشت شود و یا در حمایت از اثرگذاری منفی توسعه مالی بر تورم توجیه شود، اما به نظر می‌رسد دلیل اصلی آن سرکوب مالی قیمتی به‌ویژه سرکوب نرخ بهره و نرخ ارز باشد. بند ۲-۱ الف از سیاست‌های پولی و اعتباری ۱۳۸۷ گویای این مطلب است. در اثر این سیاست‌های سرکوب مالی، تورم به طور مصنوعی پایین نگه داشته شده و اقتصاد یک نرخ تورم به ظاهر متوسط اما «سرکوب شده انباشته شده» را تجربه کرده است. دلیل این ادعا آن است که در دولت دوم احمدی‌نژاد نرخ تورم به سرعت به رژیم بالا و بالاتر منتقل شده است (و البته انتظار مشاهده چنین نتایجی برای دولت دوم روحانی پس از انتشار داده‌ها قابل انتظار است).

در دولت اول رفسنجانی، هدف از بند ۶-۱-۳ برنامه اول توسعه، افزایش اثربخشی سیاست پولی برای کاهش تورم بوده که از طریق تغییر نرخ‌های بهره سیاستی به نرخ‌های بهره بازار (با مداخله مستقیم در نحوه تخصیص اعتبارات) دنبال می‌شده است. همچنین افزایش تورم و عدم موفقیت در جذب نقدینگی جامعه در دوره بعدی را می‌توان عامل کاهش عمق مالی بانکی دانست (بند ۲-۱-۱ و بند ۲-۱-۲-۶ سیاست‌های کلی برنامه دوم توسعه). تبصره‌های ۹، ۱۱ (بند ۲، الف) و ۲۵ (بند ز) ماده واحده برنامه دوم توسعه (دولت دوم رفسنجانی) سرکوب مالی را از طریق مداخله در تسهیلات بانکی و نرخ بهره نشان می‌دهد. همچنین تبصره ۲۵ (بند ۳، ج) ماده واحده از همین برنامه به انگیزه سرکوب مالی اشاره دارد که نتیجه آن تأثیر منفی تورم بر توسعه مالی بانکی است: «بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران مکلف است ... تسهیلات اعتباری قابل اعطاء به بخش صادرات غیرنفتی کشور را در آغاز هر سال تعیین و به شبکه بانکی کشور اعلام نماید. تسهیلات مذکور ... با نرخ ترجیحی متناسب با میزان صادرات از طریق بانک توسعه صادرات و یا سایر بانک‌ها به صادرکنندگان واگذار خواهد شد».

برنامه سوم توسعه (دولت خاتمی)، بندهای متناقضی در رابطه با سرکوب مالی دارد و به طور کلی در زمینه توسعه مالی از انسجام قابل دفاعی برای برخوردار نیست. برای نمونه، بندهای «الف» و «ب» ماده ۸۴ به ترتیب به کاهش سرکوب مقداری اعتبارات و افزایش سرکوب قیمتی اعتبارات اشاره دارند. همچنین، در ماده ۹۸ همین برنامه در راستای انگیزه دولت برای آزادسازی مالی و کاهش سرکوب مالی آمده است: «به منظور افزایش شرایط رقابتی در بازارهای مالی و تشویق پس انداز و سرمایه گذاری و ایجاد زمینه رشد و توسعه اقتصادی کشور و جلوگیری از ضرر و زیان ... اجازه تأسیس بانک توسط بخش غیردولتی به اشخاص حقیقی و حقوقی داخلی داده می شود ...».

برنامه چهارم توسعه همانند برنامه سوم، دچار یک سردرگمی برای بهره گیری از سیستم مالی در جهت دستیابی به اهداف برنامه است. برای نمونه، بند «ب» ماده ۱۰ در جهت ایجاد انگیزه سرکوب مالی است، در حالی که بند «ج» از همان ماده به کاهش سرکوب مالی اشاره دارد. در بخش الف بسته سیاستی-نظارتی سیستم بانکی در سال ۱۳۸۷ (اواخر دولت اول احمدی نژاد) آمده است: «با توجه به آثار گسترده نرخ تورم بر شاخص های اقتصادی، نیل به نرخ تورم هدف گذاری شده به عنوان هدف اصلی بانک مرکزی تعیین می گردد». همچنین، می توان به بخش (ب) از همین بسته سیاستی نیز اشاره کرد. پیش شرط موفقیت چنین سیاستی، توسعه همه جانبه سیستم مالی است. در مقابل، به بندها و ماده هایی می توان اشاره کرد که نشان دهنده ایجاد انگیزه برای سرکوب مالی است؛ هر چند که در عمل برخی از شاخص های عمق روند افزایشی داشته اند (به عنوان مثال، بندهای ۷ و ۸ بخش الف سیاست های پولی و اعتباری ۱۳۸۷؛ ماده های ۲، ۸، ۱۰، ۱۱ و ۱۲ بسته سیاستی-نظارتی بانک مرکزی ۱۳۸۸). بند ۹ بخش الف از بسته ۱۳۸۷، به این موضوع اشاره دارد که بانک ها بدون استفاده از منابع بانک مرکزی به تنظیم منابع و مصارف خود مبادرت کنند که نشان دهنده تأثیر توسعه مالی بر کاهش تورم از کانال تأمین مالی غیر تورمی است. سرکوب مالی در دولت دوم احمدی نژاد همچنان ادامه یافته است. کمی از سرکوب مالی ابزارهای کوتاه مدت (یک ساله و کمتر از آن) کاسته شده، اما سرکوب مالی ابزارهای بلندمدت

تشدید شده است. یعنی علاوه بر سرکوب مالی، دولت خودش به رجحان‌داری‌های مالی کوتاه‌مدت به بلندمدت کمک کرده و آثار منفی تورم بر توسعه مالی را تشدید کرده است! (ماده‌های ۲، ۴، ۵ و ۷ بسته سیاستی - نظارتی شبکه بانکی ۱۳۸۹). بسته سیاست‌های پولی، اعتباری و نظارتی سیستم بانکی ۱۳۹۰، مشابه سال قبل به سرکوب نرخ بهره یعنی تشدید رجحان‌داری‌های مالی کوتاه‌مدت به بلندمدت (ماده ۵) اشاره دارد. ماده ۸ بسته پولی ۱۳۹۱ حاکی از کاهش سرکوب مالی ابزارهای کوتاه‌مدت (یک ساله و کمتر از آن) و تشدید سرکوب مالی ابزارهای بلندمدت (نسبت به سال ۱۳۸۸) است. نکته جالب توجه آن است که سیاستی که در ابتدای سال ۱۳۹۰ اتخاذ شده بود، تا رجحان‌افراد را به سمت تقاضای‌داری‌های بلندمدت تغییر دهد، دوباره معکوس شد و در ادامه سیاست‌های اشتباه ۱۳۸۹ قرار گرفت. در برنامه پنجم توسعه نیز می‌توان مواردی یافت که انگیزه سرکوب مالی را تقویت می‌کند (ماده‌های ۸۴، ۹۲، ۱۴۵ و ۲۲۴).

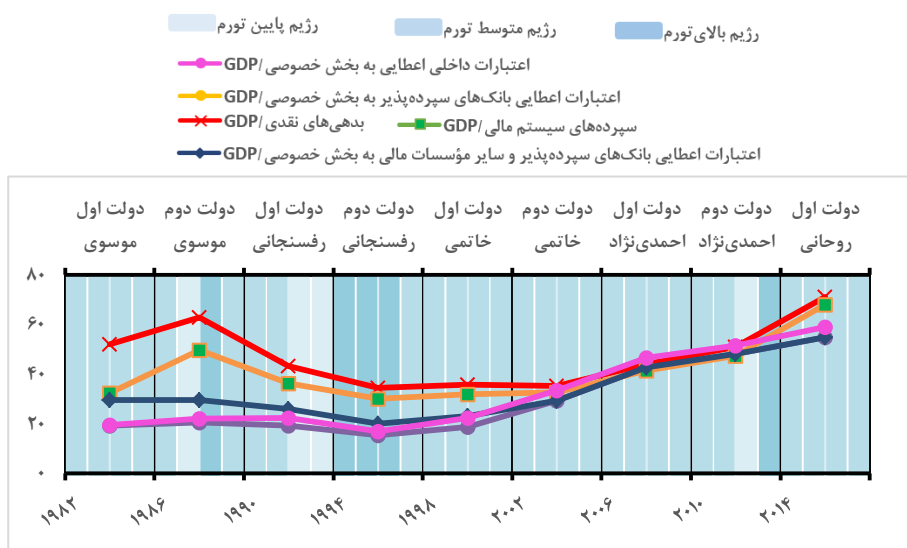
در دولت اول روحانی نیز تشدید سرکوب نرخ بهره و رجحان‌افراد به سمت‌داری‌های کوتاه‌مدت دیده می‌شود اگرچه به نسبت دوره احمدی‌نژاد کمتر است (بند ۱ بسته پولی ۱۳۹۳؛ مورد اول و دوم بسته پولی ۱۳۹۴؛ بند ۲ و ۳ بسته پولی ۱۳۹۵). همچنین ماده‌های ۷ و ۹ بسته پولی ۱۳۹۰ و ماده ۱۰ بسته پولی ۱۳۹۱ سرکوب مالی را از طریق تسهیلات دستوری نشان می‌دهند. در تضاد با این‌ها، ماده ۵ (به‌خصوص تبصره ۱) و ماده ۲ بسته پولی ۱۳۹۱، کاهش سرکوب مالی را از طریق آزادسازی مالی رقم می‌زند: «تعیین نرخ سود علی‌الحساب سالانه سپرده مدت‌دار بانکی و اوراق گواهی سپرده عام و خاص در طول دوره سپرده‌گذاری در اختیار بانک‌ها خواهد بود».

ماده ۴ بسته سیاستی - نظارتی بانک مرکزی ۱۳۸۸، از کاهش سپرده‌های قانونی بانک‌ها نزد بانک مرکزی خبر می‌دهد. در واقع، مقداری از سرکوب مالی کاهش یافته است. در عین حال، در ماده ۵ و به‌ویژه در تبصره ۱ ماده ۶ (که با هدف تأمین مالی غیرتورمی است) آمده است: «معادل بیست درصد مبلغ اوراق مشارکت منتشر شده از منابع سازمان یا شرکت انتشاردهنده اوراق، به عنوان بازخرید احتمالی مشتریان نزد بانک نگهداری می‌شود». این موارد نشان می‌دهند که دولت

حتی در ماده‌های سیاستی با هدف کنترل تورم از طریق توسعه مالی، اقدام به سرکوب مالی کرده است. این یک ناسازگاری سیاستی آشکار و عجیب است که تورم سرکوب شده انباشته شده را تأیید می‌کند.

در دولت اول روحانی نرخ ذخیره قانونی کاهش یافته و در نتیجه انتظار می‌رفته که سرکوب مالی کاهش یابد. اما چون این نرخ برای همه انواع سپرده‌ها یکسان شده، به طور نسبی در جهت تشویق بانک‌ها به سپرده‌های کوتاه‌مدت‌تر عمل کرده و تشدید اثر منفی تورم بر توسعه مالی را به همراه داشته است (مورد چهارم بسته پولی ۱۳۹۴).

در این دولت، بازار اوراق مشارکت نیز هم به لحاظ قیمتی و هم به لحاظ مقداری سرکوب شده‌اند (مورد پنجم و ششم بسته پولی ۱۳۹۴): «نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت شرکت‌های دولتی و غیردولتی و شهرداری‌ها متناسب با سود انتظاری حاصل از طرح‌های موضوع سرمایه‌گذاری و در مقاطع سه‌ماهه پرداخت می‌گردد. حداکثر نرخ سود علی‌الحساب این اوراق معادل ۲۱ درصد تعیین می‌شود...» و «سقف قابل انتشار اوراق مشارکت و صکوک (موضوع بانک‌ها، شهرداری‌ها و شرکت‌های دولتی) دارای مجوز بانک مرکزی در سال ۱۳۹۴ به میزان ۱۰۰ هزار میلیارد ریال خواهد بود...». کاهش اصطکاک‌های اعتباری (مورد هشتم بسته پولی ۱۳۹۴) نیز در دولت اول روحانی مشاهده می‌شود که می‌تواند مکانیسمی برای کاهش آثار تورم بر توسعه مالی قلمداد شود.



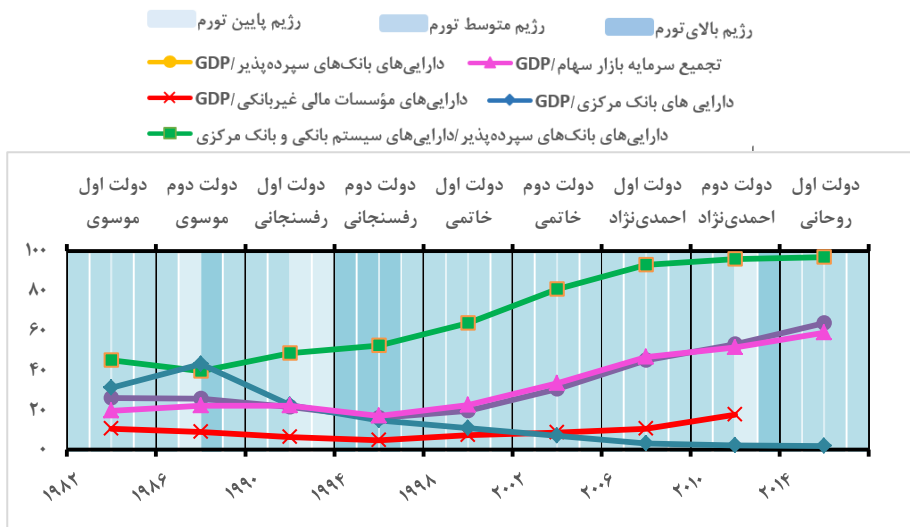
نمودار ۱. رژیم‌های نرخ تورم - عمق مالی بانکی (سپرده‌ها و اعتبارات)

مأخذ: یافته‌های پژوهش

بر اساس نمودار ۲، تجمع سرمایه بازار سهام به تولید ناخالص داخلی (به عنوان شاخص انبار عمق مالی بازار سهام) همواره با رژیم‌های تورم هم‌روندی معکوس داشته است. با انتقال به رژیم‌های تورم بالاتر، نمودار این شاخص کاهشی شده یا حداقل از نرخ رشد آن کاسته شده است. این موضوع برای شاخص‌های عمق مالی بر حسب دارایی‌های بانک‌ها و مؤسسات مالی غیربانکی نیز صادق است. ارتباط تنگاتنگ و بدون وقفه میان تغییرات در رژیم تورم و نوسانات این شاخص‌ها قابل درک است.

تنها استثنا در مورد قدرت مالی بانک مرکزی، یعنی شاخص نسبت دارایی‌های بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی است. این شاخص در سه دولت اول مورد مطالعه (دولت‌های اول و دوم موسوی و دولت اول رفسنجانی) به طور متوسط تقریباً برابر با ۳۰ درصد بوده و در نتیجه، هم‌روندی میان رژیم‌های تورم و این شاخص مشاهده می‌شود. در دوره مذکور، به دلیل بالا بودن عمق مالی بانک مرکزی، سیاست پولی اثربخشی بالایی بر روی تورم (چه در جهت کاهش و چه در جهت افزایش) داشته است. روند کاهشی قدرت بانک مرکزی از ابتدای دولت اول رفسنجانی

شروع و در ادامه موجب انتقال تورم به رژیم‌های بالاتر در دولت دوم وی شد (بند ۲-۱-۱۲ سیاست‌های کلی برنامه دوم توسعه). روند کاهشی شاخص به طور پیوسته ادامه داشته به گونه‌ای که در سه دولت آخر مورد بررسی (دولت‌های اول و دوم احمدی‌نژاد و دولت اول روحانی) به کمتر از ۳ درصد سقوط کرده است. این شاخص نشان می‌دهد که قدرت مالی بانک مرکزی ایران چنان کاهش یافته که نمی‌تواند تغییرات رژیم‌های تورم را توضیح دهد.



نمودار ۲. رژیم‌های نرخ تورم - عمق مالی بانکی (دارایی‌ها) و انبار عمق مالی بازار سهام

مأخذ: یافته‌های پژوهش

ماده‌های ۱۸، ۲۰ و ۲۱ سیاست‌های پولی و اعتباری ۱۳۸۸، به مقررات‌زایی و توسعه نهاد مقرراتی مالی و متشکل‌تر کردن سیستم مالی (به‌ویژه مؤسسات مالی غیربانکی) و در نتیجه، افزایش اثربخشی سیاست پولی اشاره دارد. اما آنچه در نمودار بالا مشاهده می‌شود، کاهش این شاخص است.

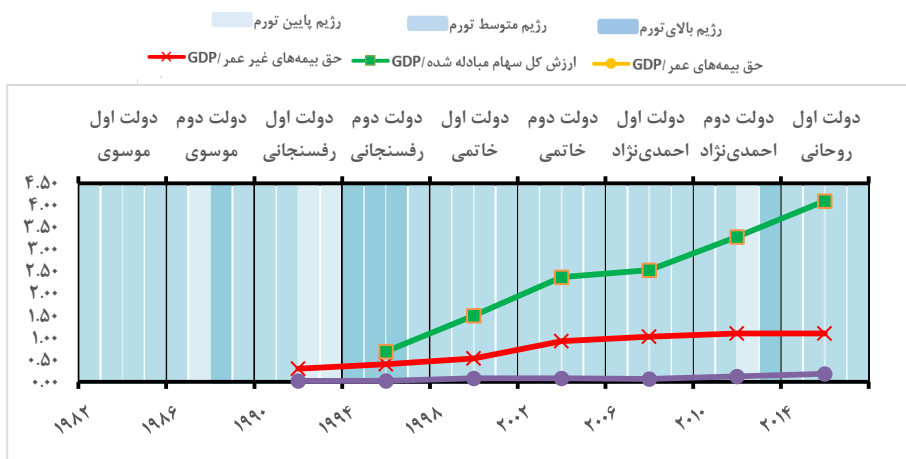
نمودار ۳ گویای آن است که شاخص روانه عمق مالی بازار سهام (که با نسبت ارزش کل سهام مبادله شده به تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری می‌شود) یک هم‌روندی یک‌وقفه‌ای با رژیم‌های تورم دارد. به لحاظ زمانی، پس از هر بار بالاتر رفتن رژیم تورم، این شاخص افزایش

شدیدی را تجربه کرده است؛ و با پایین آمدن رژیم تورم در دولت اول خاتمی، شیب افزایشی این شاخص در دولت دوم خاتمی کاهش قابل ملاحظه‌ای داشته است. بنابراین، روانه عمق بازار سهام خود را با تورم تعدیل کرده و می‌تواند تورم را یکی از مهم‌ترین پیش‌ران‌های این شاخص دانست. بند ۲-۲-۵ سیاست‌های کلی برنامه دوم توسعه، در دولت دوم رفسنجانی روند افزایشی عمق مالی بازار سهام و کاهش اصطکاک اطلاعاتی را تأیید می‌کند. همچنین تبصره ۴۵ ماده واحده برنامه دوم توسعه، به تأمین مالی غیرتورمی اشاره دارد که در راستای تأثیر عمق مالی بازار سهام بر انتقال تورم به رژیم پایین‌تر در انتهای دوره رفسنجانی است. این روند در دوره‌های بعدی نیز افزایشی بوده و موجب ماندن تورم در رژیم پایین شده است (ماده ۹ و ۱۶ برنامه سوم توسعه).

عمق بیمه‌های غیرعمر، در ابتدا هم‌روندی مثبتی با تغییرات رژیم تورم در ایران داشته است که نشان‌دهنده پیوند تورم- عمق مالی است. در ادامه، با اجباری و دستوری شدن برخی از بیمه‌های غیرعمر، این شاخص جهش را تجربه کرده و پس از آن رشد بسیار اندکی داشته؛ بنابراین پیوند آن با تورم قطع شده است.

اواسط دولت دوم احمدی‌نژاد، تلاش برای کاهش تورم از طریق سیاست‌گذاری برای افزایش عمق بیمه‌های غیرعمر صورت گرفت که در عمل موفق نبود. یعنی هم تورم کاهش نیافته و هم عمق بیمه‌های غیرعمر نسبت به تولید ناخالص داخلی افزایش نیافته است. در ماده ۷۲ برنامه پنجم توسعه آمده است: «به منظور کاهش خطرپذیری ناشی از نوسانات قیمت‌ها از جمله نوسانات نرخ ارز برای واحدهای تولیدی-صادراتی، بیمه مرکزی ایران از طریق شرکت‌های تجاری بیمه، امکان ارائه خدمات بیمه‌ای مربوط به نوسانات قیمت‌ها و نوسانات نرخ ارز را فراهم آورد».

بیمه‌های عمر جنبه سرمایه‌گذاری مالی دارند، بنابراین تغییرات آن‌ها برای توسعه مالی بسیار مهم‌تر از سایر بیمه‌ها است. همگام با تغییرات رو به بالا در رژیم تورم، این شاخص نیز افزایش یافته و در مقابل با تثبیت رژیم تورم در دولت‌های اول و دوم خاتمی و دولت اول احمدی‌نژاد، نوسانات این شاخص هم بسیار اندک بوده است.



نمودار ۳. رژیم‌های نرخ تورم - عمق مالی بیمه و روانه عمق بازار سهام

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نمودار ۴ که تغییرات شاخص‌های چندبعدی عمق مالی را به تصویر می‌کشد، گویای موارد زیر است.

هرچند که پیش‌تر برخی از شاخص‌های تکی عمق بانکی و عمق بازار سهام نشان از هم‌روندی مثبت میان رژیم‌های تورم و عمق مالی داشتند و در حمایت از این دیدگاه بودند که اندازه مالی تحت تأثیر افزایش تورم بزرگ‌تر می‌شود؛ اما شاخص‌های چندبعدی عمق بانکی و عمق بازار سهام در حمایت از این دیدگاه هستند که: «افزایش تورم سرانجام عمق و اندازه سیستم مالی را کاهش خواهد داد». در ماده ۹۹ برنامه پنجم توسعه برای اولین بار در یک برنامه توسعه دولت انگیزه خود برای «تغییر تعمدی و دستوری ساختار مالی» را صریحاً اعلام کرده که کاملاً متأثر از این ارتقای پیاپی رژیم تورم بوده است.

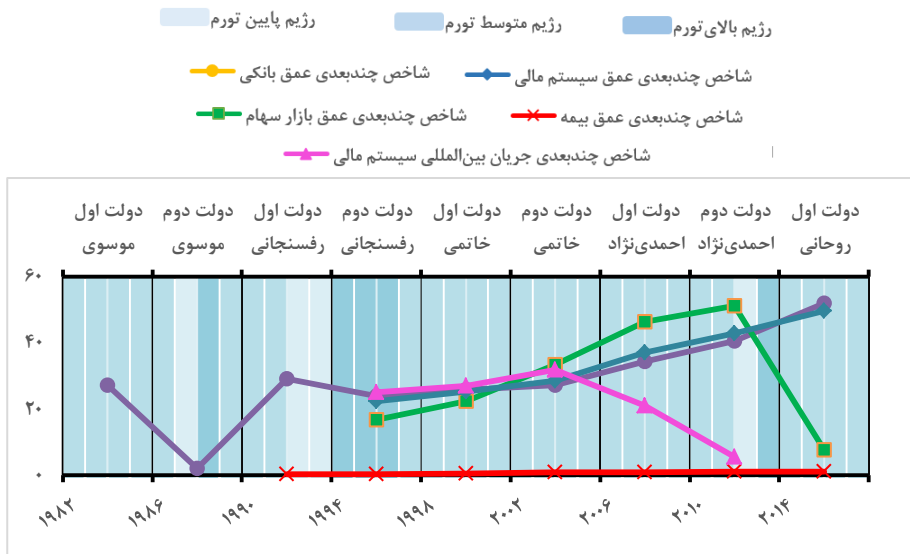
شاخص چندبعدی عمق بیمه کمترین نوسانات را داشته، اما با تورم هم‌روند و هم‌جهت بوده است. برعکس، شاخص چندبعدی عمق مالی بین‌المللی در رژیم‌های تورم بالاتر به طور نسبی مقادیر کمتر، و در رژیم‌های تورم پایین‌تر به طور نسبی مقادیر بیشتری داشته است. این به آن معنا است که ثبات اقتصاد کلان یک پیش‌شرط اساسی برای افزایش جذب منابع مالی خارجی ورودی

به یک کشور است. جذب وجوه خارجی و روند افزایشی این شاخص در دوره خاتمی مطابق ماده‌های ۸۵ (بند ۱)، ۹۳ و ۹۷ برنامه سوم توسعه است.

این روند در دولت‌های اول و دوم احمدی‌نژاد از بین رفته است. ماده ۱۵ (بند ج) برنامه چهارم توسعه به افزایش عمق مالی بین‌المللی در دولت اول احمدی‌نژاد اشاره دارد، اما در عمل این عمق کاهش یافته است. همچنین، ماده‌هایی با مضمون توسعه شبکه‌های بانکی ایران در خارج از کشور مطرح شده اما افزایشی در این شاخص دیده نمی‌شود (ماده ۳۰ سیاست‌های پولی و اعتباری ۱۳۸۸؛ ماده ۱۷ بسته سیاستی-نظارتی شبکه بانکی ۱۳۸۹). در ادامه، به دلیل ارتقای رژیم تورم و افزایش بی‌ثباتی اقتصاد کلان، عمق مالی بین‌المللی کاهش یافته است (بند ۲-ب ماده ۸۱، بند ۲-د، ماده ۸۲ و ماده ۱۱۳ از برنامه پنجم توسعه).

شاخص چندبعدی عمق کل سیستم مالی، از یک سو در شرایط ثبات رژیم تورم در حال افزایش بوده است؛ و از سوی دیگر با خروج تورم از وضعیت ثبات و انتقال به رژیم‌های بالاتر، همگام با آن افزایش یافته است. این شواهد در حمایت از پیوند دوسویه مالی-تورم است. بنابراین، عمق کلی سیستم مالی ارتباط دوسویه با تورم دارد که دسته‌بندی بخش دوم از ادبیات موضوع را تأیید می‌کند. البته برای تحلیل هر سو از این رابطه باید به تحلیل‌های جزئی‌تر از ابعاد مختلف توسعه مالی که پیش‌تر بحث شد رجوع شود.

بند الف تبصره ۸۵ برنامه دوم توسعه و ماده‌های ۹۱ (بند الف و ب) و ۹۳ برنامه سوم توسعه می‌توانست تأمین مالی غیرتورمی قلمداد شود، اما چون اقتصاد ایران فاقد یک بازار اوراق قرضه متشکل و توسعه‌یافته‌ای است، این گونه سیاست‌ها موفق نبوده‌اند.



نمودار ۴. رژیم‌های نرخ تورم-شاخص‌های چندبعدی عمق

مأخذ: یافته‌های پژوهش

#### ۴-۲. دسترسی سیستم مالی

نمودار ۵ نشان می‌دهد که در دولت دوم خاتمی همگام با ثبات در رژیم تورم، شاخص‌های دسترسی مالی بازار سهام نسبت به دولت اول افزایش چشمگیری داشته‌اند. اما در دولت اول احمدی‌نژاد با وجود عدم تغییر در رژیم تورم این شاخص‌ها با کاهش بیشتری مواجه شدند. بنابراین، ارتباط مشخصی میان این شاخص‌ها و نرخ تورم نمی‌توان یافت.

شواهد گویای توانایی توسعه مالی در کاهش تورم از طریق بهبود دسترسی مالی در بخش بانکی است؛ به این صورت که همگام با افزایش این شاخص در دولت اول روحانی، نرخ تورم به دو رژیم پایین‌تر منتقل شده است. این نشانه اهمیت زیاد دسترسی و شمولیت مالی برای کاهش تورم است.

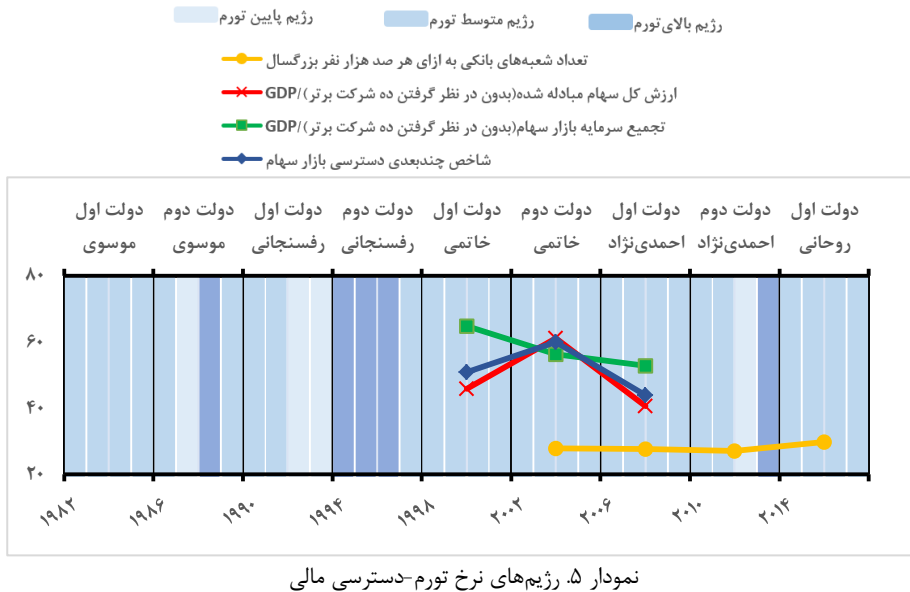
ماده ۹ برنامه سوم توسعه (دوره خاتمی) نشان‌دهنده افزایش دسترسی بازار سهام است. همچنین ماده‌های ۵۰ (بند ب)، ۵۱، ۵۴، ۵۶، ۶۷، ۱۱۱ (بند ب)، ۱۱۶ (بند ج)، ۱۳۹ (بند الف) و

۱۵۲ (بند ه) روند افزایشی دسترسی مالی و تأثیر آن بر کاهش تورم را تأیید می‌کنند. در این ماده‌ها، افزایش دسترسی مالی از طریق سرکوب مالی دنبال شده، در نتیجه این نوع دسترسی مالی در دوره‌های بعدی موجب افزایش تورم‌هایی شده که در این دوره‌ها انباشته شده بود.

در دولت اول احمدی‌نژاد نیز می‌توان تأثیر دسترسی و شمولیت مالی را بر پایین نگاه داشتن تورم مشاهده کرد. در ماده ۱۵ بسته سیاستی-نظارتی بانک مرکزی ۱۳۸۸ آمده است: «بانک‌ها مجاز هستند به میزان بازپرداخت تسهیلات (اصل و سود) بنا به تقاضای کتبی گیرنده تسهیلات، نسبت به آزادسازی و کاهش میزان وثیقه دریافتی اقدام نمایند...». البته می‌توان به بند ۳ از ماده ۱۹ و ماده‌های ۳۸-۴۳ همان بسته و ماده‌های ۲-۴ سیاست‌های پولی و اعتباری ۱۳۸۷ نیز اشاره کرد.

در دولت دوم احمدی‌نژاد نیز مواردی مربوط به افزایش دسترسی مالی را می‌توان نام برد: ماده‌های ۱۴ و ۱۹ بسته سیاستی-نظارتی شبکه بانکی ۱۳۸۹ و ماده ۲۷ از برنامه چهارم توسعه. به‌علاوه، ماده‌های ۱۹ و ۲۰ بسته سیاست‌های پولی ۱۳۹۰ و به‌طور مشابه ماده‌های ۲۰ و ۲۲ بسته پولی ۱۳۹۱ به کاهش اصطکاک‌های اعتباری و افزایش دسترسی مالی می‌پردازند. در این ماده‌ها به تکمیل اطلاعات مشتریان بدحساب و خوش حساب و مشتریان محروم از خدمات مالی و راه‌اندازی سامانه الکترونیکی برای ایجاد حساب این مشتریان اشاره شده است.

بند الف و ب ماده ۱۲۴ از برنامه پنجم توسعه (دولت دوم احمدی‌نژاد) گویای این مطلب است که تلاش برای افزایش دسترسی مالی نه تنها موفق نبوده، بلکه نه دسترسی مالی افزایش قابل توجهی یافته و نه تورم کاهش یافته است (ماده ۱۳۹ نیز تأییدی بر این مدعاست). دولت به دنبال آن بوده که با بهبود دسترسی مالی تورم را کاهش دهد، اما بالا بودن تورم موجب شده دولت به سرکوب مالی روی آورد تا از این طریق، تورم را سرکوب کرده و اصطلاحاً انباشته نگه دارد (برای نمونه تبصره ۲ ماده ۱۸۳ برنامه پنجم و ماده ۸ بخش سوم قوانین تفیذی).



مأخذ: یافته‌های پژوهش

#### ۳-۴. کارایی و ثبات سیستم مالی

نمودار ۶ نشان می‌دهد که هر چه نسبت اعتبارات اعطایی به دولت و شرکت‌های دولتی بیشتر باشد، ناکارایی سیستم مالی در تخصیص بهینه منابع بیشتر است. تغییرات این شاخص گویای هم‌روندی با تغییر در رژیم‌های تورم است. این شواهد می‌تواند در حمایت از کانال فشار سیاسی برای تأمین مالی غیرتورمی در جهت اثرگذاری منفی توسعه مالی بر تورم قلمداد شود؛ به این صورت که هر چه سهم بخش خصوصی از اعتبارات بانکی بیشتر و سهم بخش دولتی کمتر باشد، فشار سیاسی بر دولت جهت استفاده از روش‌های تورم‌زا برای تأمین مالی پروژه‌ها و برنامه‌های خود کاهش می‌یابد.

نتیجه بالا برای شاخص کارایی بازار سهام و شاخص چندبعدی کارایی کل سیستم مالی نیز برقرار است. به طور مشخص، در دو سال پایانی دولت احمدی‌نژاد، در هر سال رژیم نرخ تورم به

طور پیاپی یک رتبه بالا رفته؛ در همین حال، ناکارایی سیستم بانکی افزایش و کارایی بازار سهام و کارایی کل سیستم مالی کاهش یافته است.

در دولت اول رفسنجانی فشار سیاسی برای تأمین مالی غیرتورمی به اندازه کافی نبوده است (بند د تبصره ۲۹ ماده واحده و همچنین بندهای ۴-۲-۱ و ۴-۳-۱ از برنامه اول توسعه). شاید فهم نظری مشترک این بوده که پس از جنگ، هرگونه افزایش کمیت مالی بیشتر از آن که موجب تورم شود به رشد و توسعه اقتصادی کشور کمک می‌کند. به علاوه، مشاهده می‌شود افزایش ناکارایی مالی با افزایش تورم در طی این دوره همراه شده؛ در حالی که بند ۶-۳-۶ برنامه اول توسعه به افزایش کارایی سیستم بانکی اشاره دارد.

بند ۱ سیاست‌های کلی برنامه اول توسعه به «تقویت پول ملی و کاهش رشد نقدینگی و کنترل تورم از طریق کاهش کسری بودجه» اشاره داشته اما در صورتی می‌توانست اثربخش باشد که قدرت مالی بانک مرکزی بالا باشد. همچنین بند ب ۲-۲-۱ در سیاست‌های کلی برنامه دوم توسعه به منظور افزایش کارایی بازار سهام بوده، اما آنچه رخ داده کاهش کارایی بازار سهام در دولت دوم رفسنجانی است که می‌تواند علت انتقال تورم به رژیم‌های بالاتر و عدم موفقیت در جذب نقدینگی باشد.

وضعیت کارایی سیستم مالی در دوره خاتمی به نسبت بهتر است. در برنامه سوم توسعه می‌توان به ماده ۶۰ اشاره کرد که از فشار سیاسی برای کاهش تأمین مالی تورمی بهره گرفته شده است. اما در دوره دوم احمدی‌نژاد همان‌گونه که مشخص است کارایی سیستم مالی روند کاهشی داشته و دلیل آن در بند ه و د ماده ۱ از برنامه چهارم توسعه مشخص است. دولت با هدف ایجاد کارایی از طریق تأمین مالی تورمی، نه تنها موجب افزایش کارایی سیستم نشده بلکه تورم را به رژیم‌های بالاتر منتقل کرده است. بند ج ماده ۱۰ همین برنامه نیز همچنان به افزایش کارایی سیستم بانکی اشاره دارد.

ماده ۶ بسته سیاستی-نظارتی شبکه بانکی ۱۳۸۹ (اول دولت دوم احمدی‌نژاد) نشان می‌دهد دولت تحت تأثیر فشار سیاسی برای تأمین مالی غیرتورمی چنین سیاستی را مطرح کرده تا از طریق

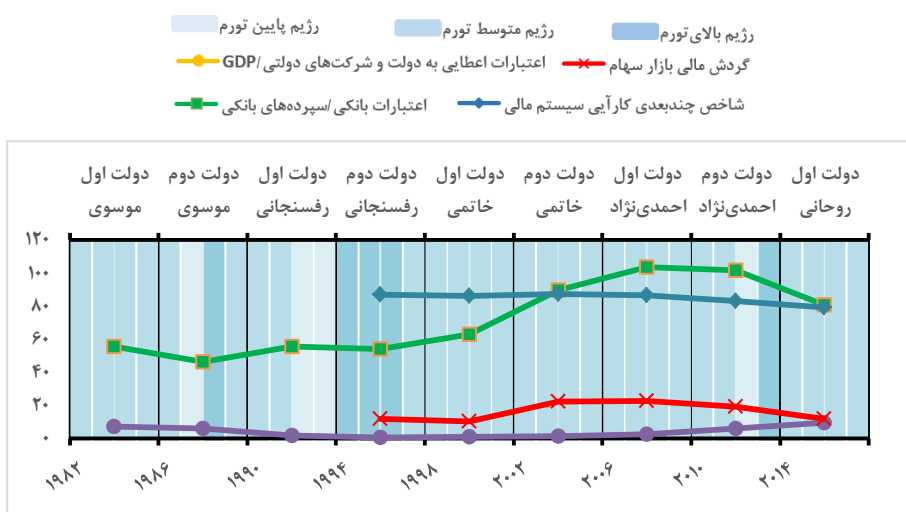
توسعه مالی تورم را کاهش دهد. اما هم‌زمان با سرکوب نرخ بهره در همین ماده سیاستی، آثار مثبت این سیاست را خنثی کرده است. در واقع، این نشان می‌دهد که دولت احتمالاً تمایلی به تأمین مالی غیرتورمی نداشته اما فشار سیاسی در این مورد را با سرکوب مالی خنثی کرده است. این یکی از دلایلی است که انتشار اوراق مشارکت نتوانسته موجب مهار تورم شود.

ماده ۸ بسته ۱۳۸۹ و ماده ۱۰ بسته ۱۳۹۰ به کاهش کارایی سیستم بانکی اشاره دارند. ماده‌های ۴ بسته پولی ۱۳۹۰ و ۱۴ بسته پولی ۱۳۹۱ نیز به دلیل فقدان قدرت مالی بالای بانک مرکزی عملاً محقق نشده و در اواخر دولت احمدی‌نژاد می‌توان تأثیر ناکارایی سیستم مالی را بر تغییر رژیم رو به بالای تورم مشاهده کرد.

طبق تبصره ج ماده ۱۱۷ برنامه پنجم توسعه مبنی بر این که «تأمین کسری بودجه دولت از محل استقراض از بانک مرکزی و سیستم بانکی ممنوع است»، می‌توان ادعا کرد که دولت برای تأمین مالی غیرتورمی فشار آمده است. اما آیا این سیاست درست اجرا شده است؟ عملاً نه؛ چون طبق نمودار می‌توان دید تورم در دو سال پیاپی هر سال یک رژیم ارتقا یافته است. دلیل آن این است که برخی از ابعاد سیستم مالی توسعه نیافتند، برخی به اندازه کافی توسعه نداشتند و توسعه‌یافتگی برخی هم به‌تنهایی برای کاهش تورم کافی نبوده است. هرچند که بند ه ماده ۱ برنامه و بودجه از قوانین تفیذی برنامه پنجم توسعه به افزایش کارایی بانک کشاورزی اشاره دارد، اما این میسر نیست مگر به افزایش کارایی کل سیستم بانکی توجه شود. در کل می‌توان گفت در دوره دوم احمدی‌نژاد، کارایی بانکی، بازار سهام و کل سیستم مالی کاهش یافته و هم‌زمان رژیم تورم ارتقا یافته است.

شاخص اعتبارات و سپرده بانکی که نماینده بی‌ثباتی سیستم بانکی است، با یک دوره وقفه با تغییر در رژیم‌های تورم هم‌روند است. از یک سو، با ارتقای رژیم تورم در میانه دولت دوم موسوی، انتهای دولت اول و ابتدای دولت دوم رفسنجانی و نهایتاً نیمه دوم دولت احمدی‌نژاد، شاخص بی‌ثباتی سیستم بانکی با یک دوره وقفه افزایش یافته است. از سوی دیگر، با تنزل تورم به پایین‌ترین رژیم خود در دولت‌های اول و دوم خاتمی و دولت اول احمدی‌نژاد، بی‌ثباتی سیستم

بانکی با یک دوره وقفه (یعنی با شروع دولت دوم احمدی‌نژاد و در ادامه، در دولت اول روحانی) کاهش یافته است. این شواهد گویای کاهش تورم از طریق کاهش بی‌ثباتی رفتار متغیرهای مالی، نوسانات بازده دارایی‌های مالی و نیز رفتار مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی است که بهبود کارایی و توسعه مالی را ایجاد کردند (این موارد در بخش ادبیات موضوع دسته‌بندی و بحث شدند).



نمودار ۶. رژیم‌های نرخ تورم-کارایی و ثبات

مأخذ: یافته‌های پژوهش

افزایش تورم و عدم موفقیت در جذب نقدینگی در دولت رفسنجانی و انتقال از رژیم متوسط به رژیم بالا را می‌توان با افزایش بی‌ثباتی بانکی مرتبط دانست (بند ۲-۱ و بند ۲-۶-۱ سیاست‌های کلی برنامه دوم توسعه). علت افزایش ثبات بانکی در نیمه دوم دولت اول احمدی‌نژاد را می‌توان در این ماده‌ها جست‌وجو کرد: ماده‌های ۲۲، ۲۳ و ۲۶ بسته سیاستی-نظارتی بانک مرکزی ۱۳۸۸. همچنین می‌توان به ماده‌های ۲۵، ۲۷، ۲۸، ۲۹، ۳۲، ۳۳، ۳۴ و ۳۵ همان بسته اشاره کرد که هدف آن‌ها اگرچه افزایش ثبات مالی بوده، اما شرط اساسی در آن‌ها یعنی استقلال بانک مرکزی و قدرت مالی آن دیده نشده است. ماده‌های موجود در بسته‌های سیاستی سال‌های بعد نیز

روند افزایشی بی ثبات بانکی دولت دوم احمدی نژاد را تأیید می کند (ماده های ۱۲ و ۱۸ سیاستی - نظارتی شبکه بانکی ۱۳۸۹، ماده های ۱۵ و ۱۶ بسته پولی ۱۳۹۰، ماده ۱۷ بسته پولی ۱۳۹۱). اگرچه، در صورت بالا بودن قدرت مالی بانک مرکزی، بی ثباتی بانکی نیز می توانست کمتر باشد.

## ۵. نتیجه گیری و دلالت سیاستی

پژوهش حاضر به بررسی رابطه دوسویه تورم با توسعه مالی در ایران می پردازد. ابتدا، با استفاده از ادبیات موجود کانال های رابطه دوسویه توسعه مالی - تورم شناسایی و دسته بندی شدند که به اختصار در شکل ۱ قابل مشاهده است. البته این کانال ها از یکدیگر جدا نبوده و حتی ممکن است با یکدیگر ارتباط متقابل داشته باشند.



شکل ۱: کانال های رابطه دوسویه توسعه مالی و تورم

مأخذ: یافته ها و دسته بندی پژوهش

در ادامه، بر اساس این کانال ها محتوای بسته های سیاستی بانک مرکزی و همچنین برنامه های توسعه با محوریت ارتباط تورم و توسعه مالی بررسی شدند. حدود ۱۵۰ مورد از بسته های سیاستی

و برنامه‌های توسعه به کانال‌های ارتباط تورم، توسعه مالی و ابعاد توسعه مالی مربوط می‌شوند. در این ماده‌ها و تبصره‌ها و بندها، سرکوب‌های قیمتی و مقداری در بخش مالی بر سیاست‌های آزادسازی و بازار گرا غلبه داشته است. در عین حال، به دلیل تناقض‌ها و تضادهای درون این قوانین و سیاست‌ها مشخص است که این بسته‌ها و سیاست‌ها فاقد یک نگاه منسجم و استراتژی بلندمدت برای توسعه بخش مالی با هدف بهبود سیاست پولی و مهار تورم هستند.

سرانجام به ارزیابی تجربی رابطه میان شاخص‌های فراگیر توسعه مالی و عملکرد دولت‌های بعد از انقلاب در کنترل تورم و نگه داشتن آن در رژیم‌های پایین پرداخته شد. به طور خلاصه نتایج زیر به دست آمد.

- شاخص‌های عمق بازار سهام و بانک‌ها و بیمه‌های عمر چه به صورت انباره و چه به صورت روانه با رژیم‌های تورم هم‌روندی داشتند. البته رابطه شاخص چندبعدی عمق مالی بین‌المللی معکوس بوده که نشان‌دهنده ثبات اقتصاد کلان به عنوان یک پیش شرط اساسی برای افزایش جذب منابع مالی خارجی است.
- شواهد گویای توانایی توسعه مالی در کاهش تورم از طریق بهبود دسترسی مالی در بخش بانکی است، اما این ارتباط با دسترسی مالی بازار سهام تأیید نشد.
- بین دو بُعد ناکارایی و بی‌ثباتی سیستم مالی (بانکی و بازار سهام) با رژیم‌های تورم یک هم‌روندی مثبت قابل مشاهده است.
- رابطه میان توسعه مالی و رژیم‌های تورم از دولت نهم به بعد کم‌رنگ شده است. بهترین وضعیت توسعه مالی برای حفظ تورم در رژیم‌های پایین در دولت‌های اول و دوم خاتمی تجربه شده؛ در مقابل، اعمال حداکثری سیاست‌های ناصحیح و سرکوب‌گرایانه مالی در دولت‌های اول و دوم احمدی‌نژاد اتفاق افتاده است. در نهایت، انباشت این سرکوب‌ها در دولت‌های احمدی‌نژاد موجب دو بار ارتقای رژیم تورم در دو سال پیاپی شده است.
- ابعاد توسعه سیستم مالی ارتباط دوسویه با تورم دارد که دسته‌بندی از ادبیات موضوع را تأیید می‌کند و در حمایت از این دیدگاه است که افزایش تورم، در نهایت ابعاد سیستم مالی را تخریب

می‌کند و با توسعه مالی ضعیف هم قابلیت مهار تورم از دست می‌رود. بنابراین پیگیری یک استراتژی بلندمدت و منسجم توسعه مالی غیرسرکوب‌گرایانه در بسته‌های پولی-بانکی، برنامه‌های توسعه و سایر مجموعه قوانین بازارهای مالی ضروری است.

## منابع

- Agénor, P.R., & da Silva, L.A.P. (2013). Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing World. Inter-American Development Bank.
- Aggarwal, R., Demirgüç-Kunt, A., & Pería, M.S.M. (2009). Do Remittances Promote Financial Development? *Journal of Development Economics*, 96, 255-264.
- Agoba, A.M., Abor, J., Osei, K.A., & Sa-Aadu, J. (2017). Central Bank Independence and Inflation in Africa: The Role of Financial Systems and Institutional Quality. *Central Bank Review*, 17(4), 131-146.
- Allen, M., Baumgartner, U., & Rajan, R. (2006). Inflation Targeting and the IMF. Fondo Monetario internacional, *Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department*.
- Al-Marhubi, F., & Willett, T.D. (1995). The Anti Inflationary Influence of Corporatist Structures and Central Bank Independence: The Importance of the Hump Shaped Hypothesis. *Public Choice*, 84(1-2), 153-162.
- Ang, A., & Bekaert, G. (1998). Regime switches in interest rates. Research paper 1486.
- Ang, A., & Bekaert, G. (2002). Regime switches in interest rates. *Journal of Business & Economic Statistics*, 20(2), 163-182.
- Ashcraft, A.B. (2006). New Evidence on the Lending Channel. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(3), 751-775.
- Azariadis, C. & Smith, B.D. (1996). Private Information, Money, and Growth: Indeterminacy, Fluctuations, and the Mundell-Tobin Effect. *Journal of Economic Growth*, 1, 309-332.
- Bernanke, B.S., & Blinder, A.S. (1988). Credit, Money, and Aggregate Demand. *The American Economic Review*, 78(2), 435-439.
- Bittencourt M. (2011). Inflation and Financial Development: Evidence from Brazil. *Economic Modelling*, 28(1-2), 91-99.
- Bouchaud, J.P., & Potters, M. (2001). More Stylized Facts of Financial Markets: Leverage Effect and Downside Correlations. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 299(1-2), 60-70.
- Boyd, J., & Champ, B. (2003). *Inflation and Financial Market Performance: What Have We Learned in the Last Ten Years* (No. 0317). Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Boyd, J.H., Levine, R., & Smith, B.D. (2001). The Impact of Inflation on Financial Sector Performance. *Journal of Monetary Economics*, 47(2), 221-248.

- Brissimis, S., Delis, M., & Iosifidi, M. (2014). Bank Market Power and Monetary Policy Transmission. *International Journal of Central Banking*, 10(4), 173-214.
- Bulla, J., & Bulla, I. (2006). Stylized Facts of Financial Time Series and Hidden Semi-Markov Models. *Computational Statistics & Data Analysis*, 51(4), 2192-2209.
- Candido, O., & Ziegelmann, F.A. (2014). Assessing Some Stylized Facts about Financial Market Indexes: A Markov Copula Approach. *Journal of Economic Studies*, 41(2), 253-271.
- Challet, D., Marsili, M., & Zhang, Y.C. (2001). Stylized Facts of Financial Markets and Market Crashes in Minority Games. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 294(3-4), 514-524.
- Choi, S., Smith, B.D., & Boyd, J. (1996). Inflation, Financial Markets, and Capital Formation. *Federal Reserve Bank of St., Louis Review*, 78(3), 9-35.
- Davies, R.B. (1977). Hypothesis testing when a nuisance parameter is present only under the alternative. *Biometrika*, 64(2), 247-254.
- De Bondt, G.J. (1998). Financial Structure: Theories and Stylized Facts for Six Eu Countries. *De Economist*, 146(2), 271-301.
- Debelle, G., & Lamont, O. (1997). Relative Price Variability and Inflation: Evidence from U.S. Cities. *Journal of Political Economy*, 105(1), 132-152.
- Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V. (1998). Law, Finance, and Firm Growth. *Journal of Finance*, 53(6), 2107-2137.
- Druck, P., & Garibaldi, P. (2000). Inflation Risk and Portfolio Allocation in the Banking Sector. Buenos Aires, CEMA University Working Paper, 181.
- English, W.B. (1999). Inflation and Financial Sector Size. *Journal of Monetary Economics*, 44(3), 379-400.
- Franses, P.H., & Dijk, D. (2000). *Nonlinear Time Series Models in Empirical Finance*. Cambridge University Press.
- Gambacorta, L. (2005). Inside the Bank Lending Channel. *European Economic Review*, 49(7), 1737-1759.
- Goodman, J.B. (1991). The Politics of Central Bank Independence. *Comparative Politics*, 23(3), 329-349.
- Gopalan, S., & Rajan, R.S. (2017). Does Foreign Bank Presence Affect Interest Rate Pass-Through in Emerging and Developing Economies? *Journal of Macroeconomics*, 54, 373-392.
- Hamilton, J.D. (1989). A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle. *Econometrica*, 57(2), 357-384.
- Hamilton, J.D. (2005). *Regime Switching Models*. Palgrave Dictionary of Economics.
- Haslag, J.H., & Koo, J. (1999). *Financial Repression, Financial Development and Economic Growth* (No. 9902). Federal Reserve Bank of Dallas.
- Honohan, P. (2004). Financial Development, Growth, and Poverty: How Close Are the Links? Policy Research Working Paper Series 3203, World Bank.

- Huybens, E., & Smith, B.D. (1998). Financial Market Frictions, Monetary Policy, and Capital Accumulation in a Small Open Economy. *Journal of Economic Theory*, 81(2), 353-400.
- Huybens, E., & Smith, B.D. (1999). Inflation, Financial Markets and Long-Run Real Activity. *Journal of Monetary Economics*, 43(2), 283-315.
- Ingves, S. (2004). *Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development: Country Cases and Appendices-Supplementary Information*. International Monetary Fund: Washington. International Research Conference on Challenges to Central Banking in the Context
- Jaramillo, C.F. (1999), Inflation and Relative Price Variability: Reinstating Parks Results, *Journal of Money, Credit and Banking*, 31(3), 375-385.
- Kashyap, A.K., & Stein, J.C. (2000). What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy? *American Economic Review*, 90(3), 407-428.
- Khan, M.M.S., Semlali, M.A.S., & Smith, M.B.D. (2001). Inflation and Financial Depth (No. 1-44). *International Monetary Fund*.
- Kim, D.H., & Lin, S.C. (2010). Dynamic Relationship between Inflation and Financial Development. *Macroeconomic Dynamics*, 14(3), 343-364.
- Krause, S., & Rioja, F. (2006). Financial Development and Monetary Policy Efficiency. *Emory Economics*, 613(158), 100-121.
- Lach, S., & Tsiddon, D. (1992), The Behavior of Prices and Inflation: An Empirical Analysis of Disaggregated Price Data, *Journal of Political Economy*, 100(2), 349-389.
- Levine, R., & Demirgüç-Kunt, A. (1999). *Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts*. The World Bank.
- Maxfield, S. (1994). Financial Incentives and Central Bank Authority in Industrializing Nations. *World Politics*, 46(4), 556-588.
- Mehrotra, A.N., & Yetman, J. (2015). *Financial Inclusion-Issues for Central Banks*. BIS Quarterly Review March.
- Moore, B.J. (1986). Inflation and Financial Deepening. *Journal of Development Economics*, 20(1), 125-133.
- Mundell, R. (1963). Inflation and Real Interest. *Journal of Political Economics*, 71(3), 280-283.
- Naceur, S.B., & Ghazouani, S. (2005). Does Inflation Impact on Financial Sector Performance in the MENA Region? *Review of Middle East Economics and Finance*, 3(3), 48-58.
- Neyapti, B. (2003). Budget Deficits and Inflation: The Roles of Central Bank Independence and Financial Market Development. *Contemporary Economic Policy*, 21(4), 458-475.
- Ouyang, A.Y., & Rajan, R.S. (2019). The Impact of Financial Development on the Effectiveness of Inflation Targeting in Developing Economies. *Japan and the World Economy*, 50(C), 25-35.

- Posen, A. (1993). Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: There Is No Institutional Fix for Politics. *Finance and the international economy*, 7, 40-65.
- Posen, A. (1995). Declarations Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence (pp. 253-274). *National Bureau of Economic Research*, Inc.
- Quandt, R.E. (1972). A New Approach to Estimating Switching Regressions. *Journal of the American Statistical Association*, 67(338), 306-310.
- Rodrik, D. (2006). *Industrial Development: Stylized Facts and Policies*. Harvard University, Massachusetts. Mimeo.
- Rousseau, P.L. & Wachtel, P. (2002). Inflation Thresholds and the Finance-Growth Nexus. *Journal of International Money and Finance*, 21(6), 777-793.
- Rousseau, P.L. & Yilmazkuday, H. (2009). Inflation, Financial Development, and Growth: A Trilateral Analysis. *Economic Systems*, 33(4), 310-324.
- Svensson, L. (2010). Inflation Targeting after the Financial Crisis. Speech at the International Research Conference, Challenges to Central Banking in the Context of the Financial Crisis.
- Tobin, J. (1965). Money and Economic Growth. *Econometrica*, 33(4), 671-684.
- Walsh, C. E. (2009). Inflation Targeting: What Have We Learned? *International Finance*, 12(2), 195-233.
- Williams, K. (2018). Has the Finance–Growth Link Been Broken? Panel Data Evidence from Latin America and the Caribbean. *Economia*, 19(3), 404-423.

## فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی

[ Downloaded from qjfeq.ir on 2026-06-25 ]

[ DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.33.5.6 ]

[ DOI: 10.52547/qjfeq.9.33.41 ]