

The Impact of Changes in the Financial System Structure on Economic Growth

Saleh Sultan Maleh Al-Duribi*, Sakineh Sojoodi**, Jafar Haghighat***

Original Article	Receive Date: 2025 Aug 20	Accept Date: 2025 Oct 04	Page: 331-366
------------------	---------------------------	--------------------------	---------------

Abstract

The financial structure of an economy comprises institutions that channel financial resources from savers to investors. These institutions allocate resources to various uses and enable investors to share risks and diversify their portfolios. This process takes place through capital markets (like stock and bond markets) or financial intermediaries (like banks), which interact independently with savers and borrowers. In economic literature, financial systems are typically categorized based on the relative importance of bank-based financing versus market-based financing. In bank-based systems, banks play a pivotal role in mobilizing savings, allocating capital, monitoring investment decisions, and managing risk. In contrast, in market-based systems, financial institutions and banks collaborate to channel savings to firms and manage risk. The key question, however, is which financial system has a more significant impact on a country's economic performance. This study, using economic data from Iran over the period 1991–2023, examines the effect of the financial system structure index on GDP growth. The Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model was used for this analysis. The results indicate that, contrary to much of the existing literature that highlights the positive impact of bank-based financial structures on growth in developing countries, a shift toward a more market-based financial structure in Iran has a positive and significant effect on GDP growth.

Keywords: ARDL model, Bank-based Financing, Capital Market, Financial structure, GDP, Trade Openness

JEL Classification: G20, O40, E44, C22.

* PhD Student in Economics, Department of Economics, University of Tabriz, Tabriz, Iran

salehsultan277@gmail.com

** Associate Professor in Economics, Department of Economics, University of Tabriz, Tabriz, Iran (Corresponding author)

s_sojudi@tabrizu.ac.ir

*** Professor in Economics, Department of Economics, University of Tabriz, Tabriz, Iran

jafarhaghighat@yahoo.com

نقش تغییرات ساختار نظام مالی بر رشد اقتصادی

صالح سلطان مالح الدریعی*، سکینه سجودی**، جعفر حقیقت***

نوع مقاله: پژوهشی	تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۵/۲۹	تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۷/۱۲	شماره صفحه: ۳۳۱-۳۶۶
-------------------	--------------------------	-------------------------	---------------------

چکیده

ساختار مالی یک اقتصاد شامل مجموعه‌ای از مؤسسات است که منابع مالی را از پس‌انداز کنندگان به سرمایه‌گذاران هدایت می‌کنند. این مؤسسات به تخصیص منابع در استفاده‌های جایگزین می‌پردازند و به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهند که ریسک‌ها را به اشتراک گذاشته و پرتفوی خود را متنوع کنند. این فرآیند از طریق بازارهای سرمایه (مانند بازارهای سهام و اوراق قرضه) یا واسطه‌های مالی (مانند بانک‌ها) انجام می‌شود که به طور مستقل با پس‌انداز کنندگان و وام‌گیرندگان ارتباط برقرار می‌کنند. در ادبیات اقتصادی، سامانه‌های مالی معمولاً بر اساس اهمیت تأمین مالی مبتنی بر بانک در مقابل تأمین مالی مبتنی بر بازار طبقه‌بندی می‌شوند. در سامانه‌های مبتنی بر بانک، بانک‌ها نقش کلیدی در جمع‌آوری پس‌اندازها، تخصیص سرمایه، نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک دارند. در مقابل، در سامانه‌های مبتنی بر بازار، نهادهای مالی و بانک‌ها در تخصیص پس‌اندازها به بنگاه‌ها و مدیریت ریسک مشارکت دارند؛ اما پرسش اصلی این است که کدام سیستم مالی اثربخشی بیشتری بر عملکرد اقتصادی کشورها دارد؟ این مطالعه با استفاده از داده‌های اقتصادی سالیانه ایران طی دوره ۱۳۷۰ تا ۱۴۰۲، اثر شاخص ساختار نظام مالی بر رشد تولید ناخالص داخلی را با مدل خودرگرسیون ی با وقفه‌های گسسته (ARDL) بررسی کرده است. نتایج نشان می‌دهد که برخلاف ادبیات موضوع که نشان دهنده اثر مثبت ساختار مالی بانک محور بر رشد تولید در کشورهای در حال توسعه است، در ایران حرکت ساختار نظام مالی به سمت بازار محور بودن اثر مثبت و معنی‌دار بر رشد تولید ناخالص داخلی دارد.

واژه‌های کلیدی: باز بودن تجارت، بازار سرمایه، تأمین مالی مبتنی بر بانک، تولید ناخالص داخلی، ساختار مالی،

مدل ARDL

طبقه‌بندی JEL: G20، O40، E44، C22.

* دانشجوی دکتری گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران

s.sojudi@tabrizu.ac.ir

jafarhaghighat@yahoo.com

** دانشیار، گروه علوم اقتصادی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران (نویسنده مسئول)

*** استاد، گروه علوم اقتصادی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران

۱- مقدمه

رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی، از دیرباز در کانون توجه اقتصاددانان قرار داشته و موضوع مطالعات تجربی فراوانی بوده است. با این حال، علی‌رغم این حجم گسترده از پژوهش، هنوز اجماع روشنی در مورد جهت و شدت این ارتباط وجود ندارد. ادبیات موجود، شواهدی کاملاً متناقض را ارائه می‌دهد؛ به گونه‌ای که طیفی از نتایج مثبت (مطابق با تئوری شومپتر^۱، ۱۹۱۱)، منفی و حتی خنثی را در برمی‌گیرد (نیاشا و اودیامبو^۲، ۲۰۱۵). این ناهمگونی و عدم قطعیت در یافته‌های تجربی، خود به عنوان یک مسئله اساسی، این پرسش بنیادی را به وجود می‌آورد که در نهایت، تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی به چه عواملی وابسته است و تحت چه شرایطی این رابطه تقویت یا تضعیف می‌شود؟ یک پاسخ محتمل و کلیدی به این پرسش که می‌تواند منشأ بخشی از این تناقضات باشد، به تعریف و سنجش مفهوم «توسعه مالی» بازمی‌گردد. بسیاری از مطالعات، نظام مالی را به عنوان یک کل یکپارچه در نظر می‌گیرند و آن را عمدتاً از طریق شاخص‌های کمی مانند حجم اعتبارات اعطایی بخش بانکی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی می‌سنجند. این در حالی است که «توسعه مالی» مفهومی چندبعدی و پیچیده است که تنها به کمیت ختم نمی‌شود، بلکه «ساختار» نظام مالی را نیز در برمی‌گیرد. تمایز قائل نشدن بین ساختارهای مختلف مالی، به‌ویژه دوگانه بانک‌محور در مقابل بازارمحور، یک نقص روش‌شناختی و خلأ پژوهشی عمده در بسیاری از تحقیقات پیشین به شمار می‌رود.

ساختار نظام مالی—یعنی میزان تسلط نسبی نهادهای بانکی در مقابل بازارهای سرمایه و یا بالعکس—به‌طور بنیادینی مکانیسم‌ها و کانال‌های تأثیرگذاری بر رشد اقتصادی را تغییر می‌دهد. به عنوان مثال، در سامانه‌های مبتنی بر بانک، واسطه‌ها ممکن است به‌طور مؤثرتری به پرورش شرکت‌های کوچک و متوسط (SMEs) از طریق بانکداری ارتباطی بپردازند، در مقابل، در یک سیستم بازارمحور، بازارهای سرمایه با ارائه ابزارهای مالی متنوع‌تر، نقدشوندگی بالاتر و امکان مدیریت بهتر ریسک از طریق توزیع آن، بستری برای تأمین مالی شرکت‌های بزرگ و پروژه‌های مبتنی بر نوآوری فراهم می‌کنند؛ بنابراین، این تنها میزان توسعه مالی نیست که اهمیت دارد، بلکه ترکیب و پیکربندی آن نیز حیاتی است. غفلت از این بعد ساختاری، منجر به نتیجه‌گیری‌های نادرست و ناکامی در درک دقیق مکانیسم‌های انتقال می‌شود.

این شکاف پژوهشی به‌ویژه در مورد اقتصاد ایران—که دارای ویژگی‌های ساختاری منحصربه‌فردی است—اهمیتی دوچندان می‌یابد. از یک سو، نظام مالی ایران به‌طور سنتی و تاریخی کاملاً بانک‌محور بوده است، به‌طوری‌که تا به امروز بیش از ۹۰ درصد از تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها از طریق شبکه بانکی کشور انجام می‌پذیرد^۳. بانک‌ها به عنوان رکن اصلی نظام مالی، نقش انکارناپذیری در اجرای سیاست‌های پولی، تخصیص منابع و متحرک چرخ‌های اقتصادی ایفا کرده‌اند. از سوی دیگر، نباید از تحولات چشمگیر بازار سرمایه ایران در دو دهه اخیر غافل شد. بورس اوراق بهادار تهران (TSE) که در سال ۱۳۴۶ تأسیس شد، به‌ویژه از دهه ۱۳۸۰ به بعد، رشدی انفجاری را تجربه کرده است. افزایش تعداد شرکت‌های

1. Schumpeter

2. Nyasha & Odhiambo

۳. رئیس بانک مرکزی در روزنامه جمهوری اسلامی (۶ اسفند ۱۴۰۳) عنوان کرده است که ۹۲ درصد تأمین مالی کشور از طریق سیستم بانکی تأمین می‌شود.

پذیرفته شده، تنوع بخشی به ابزارهای مالی و رشد خیره کننده شاخص کل (از حدود ۱۰ هزار واحد در سال ۱۳۸۰ به بیش از ۲ میلیون واحد در سال ۱۴۰۲) همگی گواه بر ظهور تدریجی یک رکن مهم مالی در کنار بخش بانکی هستند؛ بنابراین، اقتصاد ایران در حال حاضر دارای یک «ساختار دوگانه» در حال گذار است که در آن، هر دو رکن بانکی و بازار سرمایه، با اهمیت نامتوازن، حضور دارند. باین وجود، علیرغم این ویژگی مهم، تقریباً تمامی مطالعات تجربی انجام شده در ایران، به بررسی تأثیر «توسعه مالی کل» بر رشد اقتصادی پرداخته اند و نقش جداگانه و مقایسه ای این دو ساختار متفاوت (بخش بانکی در مقابل توسعه بازار سرمایه) را نادیده گرفته اند. این مطالعات نیز به تبعیت از ادبیات جهانی، به نتایجی متناقض و غیرقطعی دست یافته اند که نمی تواند راهنمای عملی روشنی برای سیاست گذاران باشد و همچنان سؤالاتی از قبیل آیا تمرکز بر توسعه بخش بانکی برای اقتصاد ایران نتیجه بهتری داشته است؟ یا توسعه بازار سرمایه می تواند محرک قوی تری برای رشد باشد؟ هنوز پاسخ روشنی نیافته است. این در حالی است که پاسخ به این قبیل سؤالات برای هدایت سیاست های آتی اصلاح نظام مالی ایران ضروری است.

بر این اساس، مسئله اصلی پژوهش حاضر، بررسی این موضوع است که چگونه ساختار نظام مالی ایران (بانک محور یا بازارمحور) بر رشد تولید ناخالص داخلی اثر می گذارد. این پژوهش با تمرکز بر داده های اقتصادی سالیانه ایران طی دوره ۱۳۷۰ تا ۱۴۰۲، تلاش می کند تا اثر ساختار نظام مالی بر رشد اقتصادی را به صورت تجربی تحلیل کرده و رهنمودهای سیاستی مشخصی برای بهبود کارایی نظام مالی ارائه دهد.

بنابراین، مطالعه حاضر از چند جهت دارای اهمیت و ضرورت است: ۱- تولید شواهد تجربی برای آزمون نظریه های رقیب و تقویت ادبیات موجود، ۲- کمک به سیاست گذاران در طراحی استراتژی های مناسب برای توسعه سیستم مالی، ۳- برخلاف بسیاری از مطالعات پیشین که بیش از حد به داده های بین کشوری تکیه کرده اند و ممکن است به طور رضایت بخش به مسائل خاص هر کشور نپردازند، این مطالعه از روش های تجزیه و تحلیل داده های سری زمانی بهره می برد که به ویژگی ها و مسائل خاص ایران توجه بیشتری دارد و موضوع را در یک کشور در حال توسعه بررسی می کند؛ بنابراین، یافته های این مطالعه به ارائه رهنمودهای سیاستی خاص در خصوص توسعه اثربخش سیستم مالی کشورهای در حال توسعه به طور کلی و ایران به طور خاص کمک خواهد کرد. سازمان دهی این مطالعه به این شکل است که در بخش بعدی تحقیق حاضر به بررسی ادبیات موضوع و سپس به پیشینه تحقیق پرداخته شده و در بخش سوم نیز روش تحقیق ارائه شده است. در بخش چهارم یافته های حاصل از تخمین مدل و در انتها نتیجه گیری و پیشنهادها ارائه گردیده است.

۲- ادبیات تحقیق

۲-۱- مبانی نظری پژوهش

سامانه های مالی نقش حیاتی در تخصیص منابع در اقتصاد مدرن ایفا می کنند. این سامانه ها پس اندازهای خانوارها را به بخش شرکت ها هدایت کرده و وجوه سرمایه گذاری را بین این شرکت ها توزیع می نمایند. همچنین، آن ها به هموارسازی مصرف خانوارها و مخارج شرکت ها در طول زمان کمک کرده و به خانوارها و شرکت ها این امکان را می دهند تا ریسک ها را

به اشتراک بگذارند. این کارکردها در سامانه‌های مالی غالب اقتصادهای توسعه‌یافته مشترک است. با این حال، شکل و ساختار این سامانه‌ها به شدت متفاوت است. در ایالات متحده و بریتانیا، بازارهای رقابتی بر چشم‌انداز مالی تسلط دارند، در حالی که در کشورهای نظیر فرانسه، آلمان و ژاپن، بانک‌ها به طور سنتی مهم‌ترین نقش را ایفا می‌کنند. این پرسش مطرح است که چرا کشورهای مختلف سامانه‌های مالی متفاوتی دارند؟ آیا عملکرد یک سیستم مالی از دیگران بهتر است؟ آیا سامانه‌های مختلف صرفاً روش‌های جایگزین برای برآورده سازی نیازهای مشابه هستند یا اینکه پیامدهای متفاوتی برای کشورهای مختلف به همراه دارند؟ در ادامه، با مرور و طبقه‌بندی نظریات موجود در این حوزه، تلاش خواهد شد تا دیدگاه روشن‌تری نسبت به این سؤالات ارائه گردد.

اقتصاددانان در مورد مزایا و معایب سامانه‌های مالی مبتنی بر بانک در مقایسه با سامانه‌های مبتنی بر بازار، نظرات و اختلافات گسترده‌ای دارند. سه دسته از نظریات را می‌توان در خصوص تأثیر ساختار سیستم مالی بر رشد اقتصادی شناسایی کرد:

- نظریات طرفداران سیستم مالی مبتنی بر بانک،

- نظریات طرفداران سیستم مالی مبتنی بر بازار،

- نظریات طرفداران سیستم مالی مبتنی بر خدمات مالی.^۱

نظریه بانک محور به طور کلی بر نقش مثبت بانک‌ها در رشد و توسعه اقتصادی و همچنین بر کاستی‌ها و نواقص سیستم مالی مبتنی بر اوراق بهادار تأکید دارد. بر اساس این نظریه، در کشورهای در حال توسعه، بانک‌ها می‌توانند تأثیر بیشتری بر رشد اقتصادی نسبت به بازار اوراق بهادار داشته باشند. این دیدگاه به نقش سازنده بانک‌ها در کسب اطلاعات مربوط به شرکت‌ها و مدیران و در نتیجه بهبود تخصیص سرمایه و حاکمیت شرکتی می‌پردازد (دیاموند^۲، ۱۹۸۴؛ رامک ریشران و تاکور^۳، ۱۹۸۴). همچنین به بررسی نقش بانک‌ها در مدیریت ریسک نقدینگی در مقاطع زمانی مختلف و تأثیر آن بر بهبود کارایی سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی پرداخته (آلن و گیل، ۲۰۰۰؛ بنسیونگا و اسمیت^۴، ۱۹۹۱) و نیز تشکیل سرمایه برای بهره‌برداری از صرفه‌های به مقیاس را برجسته می‌نماید (سیری و توفانو^۵، ۱۹۹۵). دیدگاه بانک محور همچنین بر نواقص سامانه‌های مالی مبتنی بر بازار تأکید دارد. به عنوان مثال، استیگلitz^۶ (۱۹۸۵) استدلال می‌کند که بازارهای توسعه‌یافته به سرعت و به طور عمومی اطلاعات را افشا می‌کنند که در نتیجه انگیزه سرمایه‌گذاران فردی برای کسب اطلاعات را کاهش می‌دهد. در مقابل، بانک‌ها این مشکل را کاهش می‌دهند، زیرا آن‌ها روابط بلندمدت با شرکت‌ها برقرار کرده و اطلاعات را بلافاصله در بازارهای عمومی افشا نمی‌کنند (بوت و همکاران^۷، ۱۹۹۳). همچنین، بوت و تاکور^۸ (۱۹۹۷) بر این باورند که بانک‌ها، به عنوان

1. Financial services-based

2. Diamond

3. Ramakrishnan and Thakor

4. Bencivenga & Smith

5. Sirri & Tufano

6. Stiglitz

7. Boot

8. Boot & Thakor

ائتلاف‌های هماهنگ سرمایه‌گذاران، در نظارت بر شرکت‌ها و کاهش مخاطره اخلاقی پس از اعطای وام (جایگزینی دارایی) از بازارها عملکرد بهتری دارند. طرفداران دیدگاه مبتنی بر بانک نیز تأکید می‌کنند که بازارهای نقدینگی موجب شکل‌گیری جو سرمایه‌گذار نزدیک‌بین می‌شوند (بی‌باید^۱، ۱۹۹۳). در بازارهای سرمایه، سرمایه‌گذاران تمایل کمی به اعمال کنترل دقیق بر شرکت‌ها دارند. از این رو، بر اساس دیدگاه بانک‌محور، توسعه بیشتر بازار ممکن است مانع از کنترل مؤثر شرکت‌ها و در نتیجه رشد اقتصادی شود. افزون بر این، گرشنکرون^۲ (۱۹۶۲) و راجان و زینگالس^۳ (۱۹۹۸) تأکید می‌کنند که بانک‌های قدرتمند می‌توانند شرکت‌ها را به طور مؤثرتری به بازپرداخت بدهی‌های خود وادار کنند، به ویژه در کشورهایی که اجرای قراردادهای به طور نامناسبی صورت می‌گیرد؛ بنابراین، در غیاب بانک‌های قدرتمند برای تضمین بازپرداخت وام‌ها، سرمایه‌گذاران خارجی ممکن است تمایلی به تأمین مالی توسعه صنعتی در کشورهای با نهادهای توسعه نیافته نداشته باشند. در این راستا، دیدگاه مبتنی بر بانک بر این باور است که بانک‌ها - با حذف محدودیت‌های نظارتی بر فعالیت‌هایشان - می‌توانند از صرفه‌جویی‌های مقیاس در پردازش اطلاعات بهره‌برداری کنند، مخاطره اخلاقی را از طریق نظارت مؤثر کاهش دهند و روابط بلندمدت با شرکت‌ها برقرار تا مشکل اطلاعات نامتقارن را حل و در نتیجه به تقویت رشد اقتصادی کمک کنند.

در مقابل، دیدگاه مبتنی بر بازار بر نقش محرک رشد بازارهای کارا تأکید می‌کند و به افزایش انگیزه برای شرکت‌های تحقیقاتی می‌پردازد، زیرا بهره‌برداری از این اطلاعات به واسطه انجام معاملات در بازارهای بزرگ و با نقدینگی بالا آسان‌تر است (هولمستروم و تیرویل^۴، ۱۹۹۳)، همچنین به نقش بازارها در تقویت حاکمیت شرکتی از طریق تسهیل فرآیند تصاحب و تسهیل ارتباط پاداش‌های مدیریتی با عملکرد شرکت (جنسن و مورفی^۵، ۱۹۹۰) و تسهیل مدیریت ریسک (لوین، ۱۹۹۱؛ افسفیلد^۶، ۱۹۹۴) می‌پردازند. علاوه بر این، دیدگاه مبتنی بر بازار بر مشکلات بانک‌ها تأکید می‌کند. به طور خاص، بانک‌های قدرتمند می‌توانند با بهره‌برداری از رانت‌های اطلاعاتی و روابط نزدیک خود با شرکت‌های مسلط، از این شرکت‌ها در برابر رقابت حمایت کنند و مانع از پیشرفت نوآوری شوند (هلویگ^۷، ۱۹۹۱؛ راجان^۸، ۱۹۹۲). طرفداران تئوری مبتنی بر بازار بر این باورند که بانک‌های دولتی کمتر تمایل دارند به حل اختلافات بازار بپردازند و بیشتر به دنبال دستیابی به اهداف سیاسی هستند. این نظریه پیش‌بینی می‌کند که احتمال هدایت منابع بانک‌های دولتی به سمت صنایع مبتنی بر منابع انسانی بیشتر از صنایع استراتژیک است (اشلیفر و همکاران^۹، ۱۹۹۷). همچنین، بانک‌های قدرتمند که در فعالیت‌های خود با محدودیت‌های نظارتی کمی مواجه هستند، ممکن است با مدیران شرکت‌ها علیه سایر اعتباردهندگان تبانی کرده و مانع از ایجاد حاکمیت شرکتی کارآمد شوند (هلویگ، ۱۹۹۱؛ ونگر و کازرر^{۱۰}، ۱۹۹۸). در مقابل، بازارهای سرمایه به طور مثبتی در

1. Bhidé
2. Gerschenkron
3. Rajan & Zingales
4. Holmström & Tirole
5. Jensen & Murphy
6. Obstfeld
7. Hellwig
8. Rajan
9. Schleifer et al.
10. Wenger & Kaserer

تجميع سيگنال هاي اطلاعاتي پراکنده و انتقال مؤثر اين اطلاعات به سرمايه گذاران ايفاي نقش مي کنند که نتیجه آن تأمين مالي بهينه شرکت ها و ارتقاء عملکرد اقتصادي است (بوت و تاکور، ۱۹۹۷؛ آلن و گيل، ۱۹۹۹)؛ بنابر اين، طرفداران دیدگاه مبتني بر بازار تأکيد مي کنند که بازارها به طور مؤثري ناکارآمدی هاي ذاتي مرتبط با بانک ها و اثرات منفي ناشي از قدرت بانک هاي بزرگ را کاهش مي دهند و درعين حال به ارتقاء صنايع مبتني بر تحقيق و توسعه و نوآوری در اقتصاد کمک کرده و رشد اقتصادي را افزايش مي دهند (آلن، ۱۹۹۳).

نظريه سيستم مالي مبتني بر خدمات مالي که توسط مرتون و بادي^۱ (۱۹۹۵) و لوين (۱۹۹۷) مطرح شده است، اهميت بحث بانک محور در برابر بازار محور را کمرنگ مي سازد. اين نظريه بر اين نکته تأکيد دارد که ترکيبات مالي - شامل قراردادها، بازارها و واسطه ها - براي بهبود نواقص بازار و ارائه خدمات مالي شکل مي گيرند. به عبارت ديگر، اين ترکيبات مالي براي ارضايي فرصت هاي سرمايه گذاري بالقوه، اعمال کنترل بر حاکميت شرکت، تسهيل مديريت ريسک، افزايش نقدينگي و بسيج پس انداز ايجاد مي شوند. با ارائه اين خدمات مالي به طور مؤثر، سامانه هاي مالي مختلف رشد اقتصادي را ارتقا مي دهند. بر اساس اين دیدگاه، موضوع اصلي بانک ها يا بازارها نيست، بلکه ايجاد فضايي است که در آن واسطه ها و بازارها خدمات مالي سالمی را ارائه دهند.

از نظر مفهومي، دیدگاه خدمات مالي به طور کامل با هر دو دیدگاه بانكي و مبتني بر بازار هم راستا است. با اين حال، اين دیدگاه تمرکز محققان را به چگونگي ايجاد بانک ها و بازارهاي کارآمدتر معطوف کرده و بحث هاي مربوط به بانک محور در مقابل بازار محور را به سايه مي برد. يک مورد خاص از دیدگاه خدمات مالي، دیدگاه قانون و امور مالي است (لاپورتا، لویز-د-سیلانز، شلیفر و ویشني،^۲ ۱۹۹۸). همان طور که توسط LLSV (۱۹۹۸، ص ۱۹) بيان شده است، "بانک محوري در مقايسه با بازار محوري، رويکرد چندان مناسبی براي شناسايي سامانه هاي مالي به شمار نمی آيد." در عوض، نويسندگان به نقش سيستم حقوقي در ايجاد يک بخش مالي محرک رشد تأکيد مي کنند. دیدگاه قانون و امور مالي استدلال مي کند که امور مالي به عنوان مجموعه اي از قراردادها تعريف مي شود که با حقوق قانوني و سازوکارهاي اجرائي مشخص، به طور مؤثر عمل مي کنند. از اين منظر، يک سيستم حقوقي کارآمد مي تواند عملکرد بازارها و واسطه ها را تسهيل کند. سطح و کيفيت کلي خدمات مالي - که توسط سيستم قانوني تعيين مي شود - به بهبود تخصيص کارآمد منابع و رشد اقتصادي کمک مي کند. درحالي که تمرکز بر سامانه هاي قانوني و بانک ها يا بازارهايي که نقش مهمي در تحريک رشد اقتصادي دارند، تناقضي ندارد، LLSV (۱۹۹۸) به وضوح تأکيد مي کند که قوانين و مکانيسم هاي اجرائي روشي مؤثرتر براي شناسايي سامانه هاي مالي هستند تا تمرکز بر اينکه آيا کشورها مبتني بر بازار يا بانک هستند يا خير؛ بنابر اين، از دیدگاه نظريه خدمات مالي، تفاوت چنداني بين سامانه هاي مالي بانک محور و بازار محور در اثرگذاري بر رشد اقتصادي وجود ندارد.

با توجه به جهت گيري مطالعه حاضر براي بررسي اثر ميزان بانک محوري و بازار محوري سيستم مالي بر رشد اقتصادي، در ادامه نظريات تبیین کننده مکانيسم هاي ايجاد اين تفاوت به تفصيل ارائه شده است. بک^۳ (۲۰۱۵) اين مکانيسم ها را

1. Merton & Bodie

2. LLSV

3. Beck

مشمول بر سه گروه تولید اطلاعات، حاکمیت شرکتی و تنوع ریسک طبقه‌بندی کرده است. این مطالعه مکانیسم تخصیص سرمایه را نیز به این طبقه‌بندی اضافه نموده است.

۲-۱-۱- تولید اطلاعات

بانک‌ها با تولید و پردازش اطلاعات مرتبط با وام‌گیرندگان، نقش بسزایی در سیستم مالی دارند. این کارکرد برای ارزیابی اعتبار و مدیریت ریسک‌های مرتبط با وام از اهمیت بالایی برخوردار است. توانایی بانک‌ها در جمع‌آوری و تحلیل داده‌ها می‌تواند به تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر در فرآیند وام‌دهی منجر شود، به‌ویژه در مقایسه با سامانه‌های مبتنی بر بازار که اطلاعات ممکن است کمتر متمرکز و پراکنده‌تر باشند (آلن و گیل، ۲۰۰۰).

در بازارهای مالی، یکی از طرفین مبادله نسبت به طرف دیگر اطلاعات کمتری برای تصمیم‌گیری دقیق دارد (میشکین^۱، ۲۰۰۴). عدم تقارن اطلاعاتی هم قبل از معامله (انتخاب نامطلوب^۲) و هم بعد از معامله (مخاطره اخلاقی^۳) مشکلاتی را در سامانه‌های مالی ایجاد می‌کند. درواقع، سامانه‌های مالی به دلیل اطلاعات نامتقارن بین استفاده‌کنندگان و تأمین‌کنندگان وجوه و اجرای محدود قراردادها، با هزینه‌های مبادله، انحراف در قیمت‌گذاری، عدم کارایی کلی بازار و درمجموع اصطکاک مالی^۴ مواجه هستند. در مقایسه با بازارها، ساختار مالی تحت سلطه بانک‌هایی که واسطه‌گری مستقیم انجام می‌دهند، از مزیت نسبی در کاهش اصطکاک‌های مالی برخوردار است. این بانک‌ها با غربالگری دقیق وام‌گیرندگان پیش از اعطای وام، انتخاب نامطلوب را به حداقل می‌رسانند و با نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پس از دریافت وام، مخاطره اخلاقی را کاهش می‌دهند (لانگ فیلد و پاگانو، ۲۰۱۶). علاوه بر این، برخلاف بازارها، بانک‌ها واسطه‌گری را از طریق رابطه نزدیک با وام‌گیرندگان انجام می‌دهند (گامباکورتا و همکاران، ۲۰۱۴). درنتیجه، بانک‌ها به خاطر شکل‌گیری روابط نزدیک با مشتریان، اطلاعات خصوصی در مورد وام‌گیرندگان خود جمع‌آوری می‌کنند که این امر توانایی آن‌ها را برای کاهش مشکلات ناشی از اطلاعات نامتقارن بیشتر می‌کند. برخی مطالعات به مزایای بانک‌ها در مقایسه با بازار سرمایه برای رفع مشکلات نمایندگی (تضاد منافع میان مالکان سرمایه و استفاده‌کنندگان از آن، یعنی بدهکاران و طلبکاران) اشاره می‌کنند. این مزایا ناشی از صرفه‌های مقیاس و توانایی بانک‌ها در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات است. علاوه بر این، به دلیل روابط بلندمدت بین شرکت‌ها و بانک‌ها، شرکت‌ها این امکان را دارند که به شهرت و اعتبار خوبی دست یابند و درنهایت با هزینه کمتری به منابع مالی دسترسی پیدا کنند (کمیسیون اروپا^۵، ۲۰۱۵). کاهش مشکلات اطلاعات نامتقارن توسط بانک‌ها، به‌ویژه برای شرکت‌های کوچک یا آن دسته از شرکت‌هایی که سابقه‌ای قوی به‌عنوان وام‌گیرندگان خوش اعتبار ندارند، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. درعین حال، بازارهای مالی به تولید و انتشار اطلاعات عمومی پرداخته و این اطلاعات را در قیمت‌ها منعکس می‌سازند. از آنجاکه انتظار می‌رود اطلاعات به‌طور عمومی در بازار فاش شود، هیچ‌کس انگیزه‌ای برای انجام فعالیت‌های پرهزینه جمع‌آوری اطلاعات ندارد و درنتیجه بازارها با چالش‌های ناشی از مشکلات سواری مجانی مواجه

1. Mishkin

2. Adverse selection

3. Moral hazard

4. Financial friction

5. The European Commission

می‌شوند. در عوض، بازارها سعی می‌کنند بر مشکلات نمایندگی^۱ با استفاده از انگیزه‌ها، قراردادهای و نهادهای قانونی غلبه کنند (گامباکورتا و همکاران، ۲۰۱۴).

به‌طور خلاصه می‌توان تفاوت سیستم مالی مبتنی بر بانک و بازار از نظر تولید و فراهم‌آوری اطلاعات را در موارد زیر عنوان نمود:

جدول ۱. مقایسه نقاط قوت و ضعف انواع سیستم مالی در تولید اطلاعات

نقاط قوت سیستم مالی مبتنی بر بانک در تولید اطلاعات:
تولید اطلاعات متمرکز: در یک سیستم بانک‌محور، بانک‌ها به‌عنوان واسطه‌های مالی عمل کرده و اطلاعات مربوط به وام‌گیرندگان و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌کنند. این تمرکز اطلاعات به بانک‌ها این امکان را می‌دهد که بررسی‌های دقیقی انجام داده و ریسک‌ها را به‌طور مؤثری ارزیابی کنند (برگر و یودل ^۲ ، ۱۹۹۸).
بانکداری رابطه‌ای: بانک‌ها معمولاً روابط بلندمدت با مشتریان خود برقرار می‌کنند که این امر به آن‌ها این امکان را می‌دهد تا در طول زمان اطلاعات تخصصی درباره مشتریان جمع‌آوری و تحلیل کنند. این فرآیند به کاهش عدم تقارن اطلاعات کمک کرده و شرایط بهتری برای مدیریت ریسک فراهم می‌آورد (پیترسن و راجان ^۳ ، ۱۹۹۴).
اطلاعات خصوصی و نظارتی: بانک‌ها پس از اعطای وام، قادر به نظارت مستمر بر وام‌گیرندگان هستند که این امر منجر به تولید اطلاعات مداوم درباره عملکرد آن‌ها می‌شود. این نظارت فعال به کاهش مخاطرات کمک کرده و فرآیند اتخاذ تصمیمات آگاهانه در زمینه وام‌دهی را تسهیل می‌کند (دیاموند، ۱۹۸۴).
نقاط ضعف سیستم مالی مبتنی بر بانک در تولید اطلاعات:
شفافیت کمتر: با وجود اینکه بانک‌ها اطلاعات قابل توجهی را جمع‌آوری می‌کنند، این داده‌ها اغلب به‌صورت عمومی منتشر نمی‌شوند که می‌تواند به عدم شفافیت در نظام مالی کلی منجر گردد. این عدم شفافیت ممکن است دسترسی به اطلاعات را برای سایر فعالان بازار محدود کند (آگیون و بولتون ^۴ ، ۱۹۹۷).
ممکن است بانک‌ها از اطلاعات به نفع خود سوءاستفاده نمایند (هلویگ، ۱۹۹۱؛ راجان، ۱۹۹۲).
نقاط قوت سیستم مالی مبتنی بر بازار مبتنی در تولید اطلاعات:
افشای عمومی اطلاعات: سامانه‌های مبتنی بر بازار بر اهمیت اطلاعات عمومی و شفافیت تأکید می‌کنند. شرکت‌هایی که به دنبال جذب سرمایه از طریق بازارهای سهام یا اوراق بدهی هستند، موظف به افشای مقادیر قابل توجهی از اطلاعات به سرمایه‌گذاران می‌باشند که این امر به فرآیند کشف قیمت کمک می‌کند (هیلی و پالپو ^۵ ، ۲۰۰۱).
سیگنال‌های بازار: در یک سیستم مبتنی بر بازار، اطلاعات به‌طور مستمر از طریق سیگنال‌های بازار نظیر قیمت سهام و حجم معاملات تولید می‌شود. این سیگنال‌ها بازتاب‌دهنده ارزیابی جمعی بازار از ارزش و ریسک دارایی‌های مالی هستند (فاما ^۶ ، ۱۹۷۰).

1. Agency problems
2. Berger & Udell
3. Petersen & Rajan
4. Aghion & Bolton
5. Healy & Palepu
6. Fama

کارایی و سرعت: ماهیت رقابتی بازارهای مالی اغلب موجب پردازش و انتشار سریع اطلاعات می شود. بااین حال، این وضعیت ممکن است به تمرکز بر نتایج کوتاه مدت منجر شود و ملاحظات بلندمدت را تحت الشعاع قرار دهد (لاکونیشوک و همکاران^۱، ۱۹۹۴).

تولید اطلاعات غیرمتمرکز: تولید اطلاعات غالباً به صورت غیرمتمرکز انجام می گیرد و به منابع متنوعی از جمله تحلیل گران، سرمایه گذاران و رسانه های مالی وابسته است. این امر می تواند به ایجاد جریانی پویاتر از اطلاعات منجر شود، اما درعین حال ممکن است نویز و نوساناتی را نیز به همراه داشته باشد (شیلر^۲، ۲۰۰۳).

نقاط ضعف سیستم مالی مبتنی بر بازار مبتنی در تولید اطلاعات:

سرعت پردازش و انتشار اطلاعات: این وضعیت می تواند به دیدگاه های کوتاه مدت و نزدیک بینی منجر شود، به طوری که تمرکز بر نتایج فوری ممکن است ملاحظات بلندمدت را تحت الشعاع قرار دهد (لاکونیشوک و همکاران، ۱۹۹۴).

تولید اطلاعات غیرمتمرکز: ممکن است نویز و نوسانات را نیز به همراه داشته باشد (شیلر، ۲۰۰۳).

مأخذ: ادبیات تحقیق

درحالی که دیدگاه سنتی ارائه شده در بالا، بانک ها را به عنوان تولیدکنندگان اطلاعات برتر تلقی می کند، آلن و گیل (۲۰۰۰) استدلال می کنند که این مقایسه های ساده، واقعیت پیچیده تری را نادیده می گیرد که در آن بازارها و واسطه ها ممکن است با انواع مختلف اطلاعات مواجه شوند؛ بنابراین، آلن و گیل (۲۰۰۰) بر این نکته تأکید می کنند که یکی از نقاط قوت بازارها، توانایی آن ها در جمع آوری و تجزیه و تحلیل نظرات مختلف است. ادبیات موجود همچنین نشان می دهد که برتری بانک ها در کسب اطلاعات درباره وام گیرندگانشان می تواند مانند یک شمشیر دولبه باشد، به این معنا که این مزیت اطلاعاتی ممکن است آن ها را تشویق کند تا سهمی از سود وام گیرندگان خود را تصاحب کنند و درنتیجه، انگیزه های وام گیرندگان برای عملکرد مطلوب را تحت تأثیر منفی قرار دهند. بااین حال، اگر وام گیرنده به منابع مالی مبتنی بر بازار نیز دسترسی داشته باشد، قدرت چانه زنی بانک ها به دلیل وجود رقابت کاهش یافته و اثرات منفی این مزیت اطلاعاتی می تواند کاهش یابد (لوین، ۲۰۰۲).

۲-۱-۲- حاکمیت شرکتی^۳

حاکمیت شرکتی به مجموعه ای از قوانین، سامانه ها و فرآیندهایی اطلاق می شود که شرکت ها را در زمینه هدایت و کنترل راهبری می کنند. ساختار حاکمیت شرکتی ممکن است به طور قابل توجهی بین سامانه های مبتنی بر بانک و مبتنی بر بازار متفاوت باشد. بانک ها می توانند به طور مستقیم از طریق وام های وثیقه ای، توافق نامه ها و تعاملات مستقیم با مدیریت، بر تصمیمات مدیریتی (کاپریو و لوین^۴، ۲۰۰۲) و سیاست های شرکتی تأثیر بگذارند و به بهبود حاکمیت شرکتی کمک کنند. علاوه بر این، آن ها می توانند به طور غیرمستقیم با کاهش میزان جریان های نقدی آزاد در دسترس مدیریت، به تقویت حاکمیت شرکتی یاری رسانند (بک، ۲۰۱۵)، زیرا بانک ها انگیزه دارند که اطمینان حاصل کنند مشتریان به صورت بهینه مدیریت می شوند تا ریسک را به حداقل برسانند (هوشی و همکاران^۵، ۱۹۹۱). در سیستم مالی بانک محور، حاکمیت

1. Lakonishok et al.

2. Shiller

3. Corporate Governance

4. Caprio & Levine

5. Hoshi et al.

شرکتی ممکن است انعطاف‌پذیری کمتری داشته باشد، چراکه بانک‌ها به دلیل کنترل خود بر تأمین مالی، قدرت قابل توجهی بر تصمیمات استراتژیک دارند. این وضعیت گاهی اوقات می‌تواند به افزایش ثبات منجر شود، اما همچنین می‌تواند منجر به تقویت مدیریت نیز گردد (برگر و یودل، ۱۹۹۵).

در مقابل، بازارهای مالی می‌توانند با تهدید تصاحب، از طریق رأی‌گیری و ارتباط دادن پرداخت‌ها به عملکرد مدیریت، حاکمیت شرکتی را بهبود بخشند (بک، ۲۰۱۱). شرکت‌ها در یک سیستم مبتنی بر بازار معمولاً به مجموعه گسترده‌تری از سرمایه‌گذاران در بازارهای عمومی وابسته‌اند. در این حالت، سهامداران نسبت به بانک‌ها کنترل مستقیم کمتری دارند که منجر به وابستگی بیشتر به نیروهای خارجی بازار برای تأمین حاکمیت می‌شود (LLSV، ۱۹۹۸). این امر و نیز نفوذ سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند به ایجاد فشاری بر شرکت‌ها برای بهبود عملکرد در کوتاه‌مدت منجر شود و در نتیجه، اتخاذ تصمیماتی را به دنبال داشته باشد که ممکن است سودهای زودگذر را در اولویت قرار دهند. این وضعیت گاهی اوقات می‌تواند ثبات بلندمدت شرکت‌ها را به خطر اندازد (اشلیفر و ویشنی^۱، ۱۹۹۷). بدون شک، این موضوع که در سامانه‌های مبتنی بر بازار، شرکت‌ها باید به نوسانات قیمت سهام و تقاضاهای سرمایه‌گذاران پاسخ دهند، می‌تواند به بهبود چابکی استراتژی‌های شرکت کمک شایانی نماید (دیویس^۲، ۲۰۰۹).

هر دو سیستم مالی مبتنی بر بانک و مبتنی بر بازار پیامدهای مشخصی برای حاکمیت شرکتی دارند. اولی معمولاً بر روابط بلندمدت و ثبات تأکید دارد، درحالی‌که دومی پاسخگویی بازار و مدیریت عملکرد کوتاه‌مدت را تشویق می‌کند. طرفداران دیدگاه مبتنی بر بانک، بازارها را به دلیل ایجاد «جو سرمایه‌گذار نزدیک‌بین^۳» موردانتقاد قرار داده‌اند. رفتار نزدیک‌بینی می‌تواند به طور قابل توجهی بر حاکمیت شرکتی، به ویژه در سامانه‌های مبتنی بر بازار تأثیر بگذارد. ماهیت رقابتی بازارها اغلب منجر به تمرکز بر معیارهای عملکردی کوتاه‌مدت می‌شود که می‌تواند انگیزه‌های مدیریت را مخدوش کند. این محیط ممکن است شیوه‌هایی را تشویق کند که بازده مالی فوری را بر استراتژی‌های رشد پایدار اولویت می‌دهند که به طور بالقوه پیامدهای منفی برای شرکت و سهامداران آن در بلندمدت به همراه دارد. در این سامانه‌ها، فشار برای ارائه نتایج کوتاه‌مدت می‌تواند مدیریت را به تمرکز بر درآمدهای فصلی سوق دهد و منجر به سرمایه‌گذاری ناکافی در زمینه‌های حیاتی مانند تحقیق و توسعه، آموزش کارکنان و زیرساخت‌ها شود که در نهایت دوام شرکت را در آینده به خطر می‌اندازد. در مقابل، در سامانه‌های مبتنی بر بانک، به دلیل روابط بلندمدت بانک‌ها با شرکت‌ها، تمایلات کوتاه‌مدت ممکن است کاهش یابد. بانک‌ها اغلب به موفقیت بلندمدت شرکت‌هایی که تأمین مالی می‌کنند، علاقه دارند که می‌تواند تصمیم‌گیری پایدارتر را تشویق کند. این رابطه امکان یک رویکرد سرمایه‌گذاری صبورتر را فراهم می‌آورد، جایی که شرکت‌ها می‌توانند در پروژه‌های بلندمدت بدون فشار فوری انتظارات بازار، سرمایه‌گذاری کنند. با این حال، طرفداران دیدگاه مبتنی بر بازار به این

1. Shleifer & Vishny

2. Davis

۳. رفتار نزدیک بین (Myopic) نشان دهنده رفتار سرمایه‌گذار است که مطابق با آنچه که در حال حاضر می‌خواهد عمل می‌کند؛ به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران زمانی رفتار نزدیک بینانه از خود نشان می‌دهند که فقط به نتایج کوتاه‌مدت اهمیت می‌دهند و مطلقاً بدون در نظر گرفتن اینکه چگونه یک اقدام خاص ممکن است در آینده بر آن‌ها تأثیر بگذارد، تصمیم می‌گیرند. سرمایه‌گذاران نزدیک بین قادر به تجسم اثرات بلندمدت اقدامات فعلی خود نیستند.

واقعیت اشاره می‌کند که اگر مدیران بانک‌ها به نفع خود عمل کنند یا از مزیت اطلاعاتی خود بهره‌برداری کنند، بانک‌ها ممکن است حاکمیت شرکتی ناکارآمدی را ایجاد کنند (ولف^۱، ۲۰۱۷).

۲-۱-۳- تنوع ریسک

مؤسسات مالی و بازارها در رویکرد خود به تنوع بخشیدن به ریسک، تفاوت‌های چشمگیری دارند. رویکرد استاندارد به این موضوع، حاکی از آن است که بانک‌ها ابزارهای مؤثرتری برای تنوع ریسک در افق‌های زمانی بلندمدت ارائه می‌دهند، درحالی‌که بازارها در تنوع ریسک در مقاطع زمانی کوتاه‌مدت عملکرد بهتری از خود نشان می‌دهند (بک، ۲۰۱۱). بانک‌ها به دلیل موفقیت کمتر در مواجهه با عدم قطعیت و نوآوری موردانتقاد قرار می‌گیرند، زیرا بانک‌ها اغلب سوگیری ذاتی نسبت به سرمایه‌گذاری‌های محافظه‌کارانه دارند (آلن و گیل، ۲۰۰۰). دلیل این امر ناشی از این واقعیت است که بانک‌ها تنها بین سپرده‌گذاران و وام‌گیرندگان واسطه می‌شوند، بلکه معمولاً بخش عمده‌ای از ریسک را نیز بر عهده می‌گیرند (کمیسسیون اروپا، ۲۰۱۵). برعکس، بازارهای مالی در انتخاب پروژه‌هایی که تأمین مالی می‌کنند کمتر محافظه‌کارانه عمل می‌کنند، زیرا سرمایه‌گذاران و کسانی که نیاز به تأمین مالی دارند را مستقیماً کنار هم می‌آورند که سهم بیشتری از ریسک را به سرمایه‌گذاران منتقل می‌کند (آلارد و بلیوی^۲، ۲۰۱۱؛ کمیسسیون اروپا، ۲۰۱۵).

مزیتی که معمولاً در زمینه بازارهای مالی به آن اشاره می‌شود، این است که به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهد ریسک را به اشتراک بگذارند. با تقسیم فرصت‌های سرمایه‌گذاری به مجموعه‌ای از اوراق بهادار با ارزش کوچک، بازارهای سرمایه قادرند فهرستی متنوع از گزینه‌های سرمایه‌گذاری با سطوح ریسک متفاوت ایجاد کنند و این گزینه‌ها را به انواع سرمایه‌گذاران متناسب با سطح ریسک موردنظر تخصیص دهند (کمیسسیون اروپا، ۲۰۱۵). درنتیجه، می‌توان استدلال کرد که بازارها سرمایه‌گذاری بیشتری را امکان‌پذیر می‌کنند که بانک‌ها آمادگی تأمین مالی آن را ندارند (کمیسسیون اروپا، ۲۰۱۵).

باین حال، همان‌طور که آلن و گیل (۲۰۰۰) اشاره کرده‌اند، بازارهای (ناقص) در مقابله با ریسک‌های غیرقابل تنوع کارایی چندانی ندارند. آن‌ها استدلال می‌کنند که خانوارها در اقتصادهای بانک‌محور مانند ژاپن، آلمان و فرانسه به نسبت دارایی‌های امن‌تری نسبت به سهام دارند و درنتیجه، در معرض خطر کمتری قرار می‌گیرند. در مقابل، در اقتصادهای بازارمحور مانند ایالات متحده و بریتانیا، خانوارها بخش قابل توجهی از دارایی‌های خود را در حقوق صاحبان سهام نگهداری می‌کنند. این امر موجب می‌شود که آن‌ها مقادیر زیادی از ریسک‌های بازار را متحمل شوند که می‌تواند با تغییرات در ارزش بازار دارایی‌ها مرتبط باشد (آلن و گیل، ۲۰۰۰). درنتیجه، استدلال می‌شود که یک سیستم مالی مبتنی بر بانک که در آن ذخایر برای هموارسازی بین زمانی نگهداری می‌شود، تحت شرایط خاصی می‌تواند به سیستم مبتنی بر بازار برتری داشته باشد (آلن و گیل، ۲۰۰۰). باین حال، با توجه به ریسک، بانک‌ها به دلیل نداشتن ابزارهای پوشش دهی سفارشی‌شده موردانتقاد قرار گرفته‌اند و ادبیات استدلال می‌کند که اقتصادهای مبتنی بر بازار تمایل دارند راه‌حل‌های مدیریت ریسک پیچیده‌تر، انعطاف‌پذیرتر و متناسب‌تری ارائه دهند (آلارد و بلیوی، ۲۰۱۱). طرفداران سامانه‌های مبتنی بر بازار، بانک‌ها را به

1. Wulff
2. Allard & Blavy

دلیل داشتن ویژگی‌های چرخه‌ای عرضه اعتبار و مشارکت در وام‌دهی زامبی‌ها^۱ (شرکت‌های ورشکسته) در طول بحران مالی بیشتر مورد انتقاد قرار می‌دهند (بک، ۲۰۱۵).

۲-۱-۴- کارایی تخصیص سرمایه

تخصیص سرمایه یکی از عملکردهای مهم سامانه‌های مالی است که بر نحوه توزیع منابع در بخش‌های مختلف اقتصاد تأثیر می‌گذارد. دو نوع غالب سامانه‌های مالی، سامانه‌های مبتنی بر بانک و سامانه‌های مبتنی بر بازار، ویژگی‌های متمایزی را در نحوه تخصیص سرمایه از خود نشان می‌دهند.

بانک‌ها به عنوان واسطه بین پس‌انداز کنندگان و وام‌گیرندگان، جمع‌آوری سپرده‌ها و ارائه وام عمل می‌کنند. این واسطه‌گری می‌تواند با ارزیابی اعتبار وام‌گیرندگان و هدایت وجوه به پروژه‌هایی با بازدهی مورد انتظار بالاتر، به تخصیص کارآمد سرمایه منجر شود. درواقع بانک‌ها اغلب اطلاعات بیشتری در مورد وام‌گیرندگان خود در مقایسه با سایر سرمایه‌گذاران دارند و این اطلاعات به آن‌ها کمک می‌کند تا امتیاز اعتباری را سنجیده و سرمایه را به‌طور مؤثرتری تخصیص دهند. علاوه بر این بانک‌ها می‌توانند با جمع‌آوری وجوه از سپرده‌گذاران مختلف و سرمایه‌گذاری در طیف وسیعی از پروژه‌ها، ریسک‌ها را توزیع کنند. این مکانیسم اشتراک ریسک می‌تواند کارایی تخصیص سرمایه را با اطمینان از هدایت وجوه به پروژه‌های کاراتر که ممکن است برای سرمایه‌گذاران فردی ریسک بالایی داشته باشند، افزایش دهد. همچنین سامانه‌های مبتنی بر بانک می‌توانند عدم تقارن اطلاعاتی را از طریق بانکداری رابطه‌ای کاهش دهند، جایی که بانک‌ها روابط بلندمدت با وام‌گیرندگان ایجاد می‌کنند. این می‌تواند منجر به نظارت و حمایت بهتر بر وام‌گیرندگان و بهبود کارایی تخصیص سرمایه شود. درنهایت، بانک‌ها تمایل دارند منابع مالی پایدارتری داشته باشند و این به آن‌ها امکان می‌دهد در سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و با بازده بالا در بخش‌هایی مانند تولید یا زیرساخت شرکت کنند که البته ممکن است بازده فوری نداشته باشند (آلن و گیل، ۲۰۰۰؛ لوین، ۲۰۰۵).

در یک سیستم مبتنی بر بازار، شرکت‌ها می‌توانند سرمایه خود را مستقیماً از طریق بازارهای سهام یا بدهی از سرمایه‌گذاران تأمین کنند. این می‌تواند منجر به تخصیص سرمایه کارآمدتر شود، زیرا سرمایه‌گذاران می‌توانند پروژه‌ها را بر اساس پروفایل ریسک-بازده خود انتخاب کنند که به‌طور بالقوه منجر به توزیع بهینه سرمایه شود. سامانه‌های مبتنی بر بازار برای نشان دادن ارزش سرمایه‌گذاری‌ها به مکانیسم‌های قیمت‌متکی هستند. تخصیص کارآمد سرمایه زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت‌ها ارزش واقعی دارایی‌ها را منعکس کنند و سرمایه‌گذاران را به تخصیص وجوه به پروژه‌های امیدوارکننده هدایت کند. بازارهای سرمایه نقدشوندگی را فراهم می‌آورند و به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهند که اوراق بهادار را به سهولت خرید و فروش کنند. این نقدشوندگی می‌تواند کارایی تخصیص سرمایه را با ایجاد امکان تعدیل سریع در شرایط متغیر بازار و ترجیحات سرمایه‌گذاران افزایش دهد (بک و همکاران، ۲۰۰۰). این امکان باعث استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تخصیص بهینه سرمایه می‌شود. همچنین با فراهم کردن دسترسی بیشتر به منابع مالی متنوع، سامانه‌های

1. Zombie-lending

مبتنی بر بازار می‌توانند نوآوری و کارآفرینی را تقویت کنند. استارت‌آپ‌ها اغلب می‌توانند سرمایه خود را از طریق سرمایه‌گذاری خطرپذیر یا عرضه عمومی بدون ایجاد روابط بانکی طولانی افزایش دهند (هیگینز^۱، ۲۰۰۵).

بنابراین، به طور خلاصه سامانه‌های مبتنی بر بازار به دلیل اتکا به مکانیسم‌های بازار به طور کلی امکان تخصیص سریع سرمایه را فراهم می‌کنند. شرکت‌ها می‌توانند به سرعت تأمین مالی خود را بر اساس شرایط حاکم بر بازار تنظیم کنند. برعکس، سامانه‌های مبتنی بر بانک ممکن است به دلیل فرآیند واسطه‌گری با تأخیر مواجه شوند. همچنین سامانه‌های مبتنی بر بانک اغلب بر سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت به دلیل تأمین مالی پایدار تمرکز می‌کنند، درحالی‌که سامانه‌های مبتنی بر بازار ممکن است به دلیل نوسانات مالی، نیازهای تأمین مالی کوتاه‌مدت را برآورده سازند. در نتیجه، سامانه‌های مالی مبتنی بر بانک و مبتنی بر بازار، هرکدام روش‌ها و فلسفه‌های متفاوتی را برای تخصیص سرمایه نشان می‌دهند. سامانه‌های مبتنی بر بانک بر روابط، ثبات و سرمایه‌گذاری بلندمدت تأکید دارند، درحالی‌که سامانه‌های مبتنی بر بازار، انعطاف‌پذیری، پویایی بازار و طیف وسیع‌تری از گزینه‌های تأمین مالی را در اولویت قرار می‌دهند. اثربخشی هر سیستم در تخصیص سرمایه می‌تواند تا حد زیادی به زمینه اقتصادی، محیط نظارتی و بخش‌های درگیر در یک اقتصاد معین بستگی داشته باشد.

به طور کلی، ساختار سیستم مالی (بانک‌محور یا بازارمحور) از طریق کانال‌های مختلفی از جمله تولید اطلاعات، حاکمیت شرکتی، تنوع ریسک و کارایی تخصیص سرمایه بر رشد تولید ناخالص داخلی اثر می‌گذارد. سامانه‌های بانک‌محور با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق بانکداری رابطه‌ای، نظارت مؤثر بر وام‌گیرندگان و تخصیص پایدار سرمایه به پروژه‌های بلندمدت، می‌توانند به رشد اقتصادی کمک کنند، به‌ویژه در اقتصادهای در حال توسعه مانند ایران که نظام بانکی نقش غالبی دارد. در مقابل، سامانه‌های بازارمحور با افزایش شفافیت، نقدشوندگی و انعطاف‌پذیری در تخصیص سرمایه، می‌توانند نوآوری و کارآفرینی را تقویت کرده و از این طریق به رشد اقتصادی یاری رسانند. با این حال، اثربخشی این ساختارها به شرایط اقتصادی و نهادی کشور بستگی دارد. این مطالعه با استفاده از مدل خودرگرسیون $ARDL(1)$ و داده‌های اقتصادی سالانه ایران طی دوره ۱۳۷۰ تا ۱۴۰۲، به بررسی تجربی تأثیر ساختار سیستم مالی بر رشد تولید ناخالص داخلی می‌پردازد. این روش به دلیل توانایی در مدل‌سازی روابط بلندمدت و کوتاه‌مدت بین متغیرها، امکان تحلیل دقیق اثرات ساختار سیستم مالی بر رشد اقتصادی را در زمینه خاص ایران فراهم می‌کند و به پر کردن شکاف موجود در ادبیات تجربی کشور کمک خواهد کرد.

۲-۲- پیشینه پژوهش

۲-۲-۱- مطالعات خارجی

رابطه بین توسعه مالی مبتنی بر بانک و رشد اقتصادی از یک سو و همچنین توسعه مالی مبتنی بر بازار و رشد اقتصادی، از سوی دیگر، کانون توجه مطالعات تجربی فراوانی در سطح جهانی بوده است.

در مطالعه‌ای از عبدالله و همکاران^۱ (۲۰۲۵)، رابطه بین توسعه مالی و شاخص‌های توسعه شامل رشد اقتصادی (سرانه GDP)، شاخص توسعه پایدار (SDI) و شاخص توسعه انسانی (HDI) در ۷۷ کشور با درآمد بالا بررسی شده است. این پژوهش با استفاده از رگرسیون کوانتایل پانلی (PQR) و رگرسیون کوانتایل پانلی متغیر ابزاری (IV-PQR) نشان می‌دهد که توسعه مالی رابطه‌ای به شکل U معکوس با این شاخص‌ها دارد. توسعه مالی در ابتدا رشد اقتصادی و شاخص‌های توسعه را تقویت می‌کند، اما پس از آستانه‌ای خاص، اثر مثبت آن کاهش یافته و حتی به تخریب محیط زیست و کاهش پیشرفت در اهداف پایداری منجر می‌شود.

دورجدگوا و همکاران^۲ (۲۰۲۴) بررسی جامعی از روابط بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی در ۱۱ کشور پسااوسیالیستی و چین انجام داده‌اند. در این مطالعه از داده‌های تابلویی متعادل کشورهای منتخب از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۲۰ و روش علیت گرنجر با استفاده از مدل خودرگرسیون برداری (VAR) بهره‌گیری شده است و وجود ارتباط مستقل بین رشد اقتصادی و شاخص ترکیبی توسعه بازار سهام مورد بررسی قرار گرفته است. یافته‌های این مطالعه، فرضیه بی‌طرفی^۳ (NLH) را تأیید می‌کند که بر اساس آن توسعه بازار سهام تأثیری بر رشد اقتصادی ندارد و بالعکس.

کنیو و هومانی^۴ (۲۰۲۴) به بررسی تأثیر بخش بانکی و بازار سرمایه بر رشد اقتصادی عربستان طی دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۲۴ پرداخته و به این نتیجه رسیده‌اند که هر دو بخش نقش مهمی در این رشد ایفا می‌کنند. این مطالعه از آزمون هم‌انباشتگی جوهانسن-جوسیلیوس بهره گرفته و نشان داده است که رابطه‌ای بلندمدت میان توسعه بخش بانکی، توسعه بازار سهام (تداول) و رشد اقتصادی وجود دارد. با این حال، نتایج آزمون علیت گرنجر تنها وجود رابطه دوسویه بین رشد اقتصادی و توسعه بخش بانکی را در سطح ده درصد معناداری تأیید کرده است. این تحقیق بر اهمیت حیاتی بخش بانکی در تسهیل اقتصاد قوی عربستان تأکید می‌کند.

السلامت و الزیادت^۵ (۲۰۲۳) با استفاده از رویکرد ARDL به بررسی تأثیر ساختار سیستم مالی، اعم از بانکی یا بازارمحور، بر رشد اقتصادی در عربستان سعودی طی دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۲۱ پرداخته‌اند. نتایج تجربی این مطالعه نشان می‌دهد که توسعه مالی مبتنی بر بازار تأثیر مثبت و قابل توجهی بر رشد اقتصادی در عربستان سعودی داشته است، درحالی‌که تأثیر توسعه مالی مبتنی بر بانک نامشخص و از نظر آماری غیرقابل قبول بوده و این موضوع نیازمند بررسی عمیق‌تری از نقش بانک‌ها در رشد اقتصادی عربستان است. به عبارتی، نتایج این مطالعه از دیدگاه‌های توسعه مالی مبتنی بر بازار حمایت می‌کند.

1. Abdullah et al.

2. Dorjdagva et al.

3. Neutrality hypothesis

4. Knio & Houmani

5. Alsalamat & Alzyadat

تان^۱ (۲۰۲۳) تأثیرات توسعه بخش بانکی و بازار سهام را بر رشد سرانه تولید ناخالص داخلی واقعی در کشورهای آسیا-۵ و OECD-18 از سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۲۰ مورد بررسی قرار داده است. این مطالعه با استفاده از روش پانل با خطای استاندارد تصحیح شده^۲ (PCSE) نشان داده است که فعالیت های بانکی به عنوان محرک های قابل توجهی برای رشد در هر سه گروه عمل می کنند. علاوه بر این، فعالیت های تجاری بالای بازار سهام کشورهای آسیا-۵ موجب تقویت رشد اقتصادی شده است.

عبدالله و عباس^۳ (۲۰۲۲) رابطه بین توسعه مالی مبتنی بر نهادهای مالی و رشد اقتصادی در عراق را با استفاده از داده های سالانه (۲۰۰۴-۲۰۱۹) مورد بررسی قرار داده اند. در این مطالعه، از روش ARDL و علیت تودا-یاماموتو برای تحلیل ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد که بین شاخص های نهادهای مالی (عمق مالی، کارایی مالی و دسترسی مالی) و رشد اقتصادی، رابطه ای بلندمدت و پایدار وجود دارد. از سوی دیگر، نتایج آزمون علیت حاکی از آن است که بین تمامی شاخص های نهادهای مالی و رشد اقتصادی، رابطه علی برقرار نیست. ضریب تأثیر پویا همچنین نشان می دهد که (الف) رشد اقتصادی به دلیل کاهش سطح عمق مالی مؤسسات مالی تحت تأثیر منفی قرار می گیرد، (ب) رشد اقتصادی به دلیل کاهش کارایی مؤسسات مالی تنزل می یابد و (ج) رشد اقتصادی به علت سطح بالای دسترسی مالی به نهادهای مالی افزایش می یابد.

لیو و همکاران^۴ (۲۰۲۲) به بررسی تعامل بین ریسک مالی و ساختار مالی با استفاده از تحلیل همبستگی بدون روند، نسخه نامتقارن آن و همبستگی متقاطع بدون روند بر اساس تأخیر زمانی و داده های کشور چین از سپتامبر ۲۰۰۶ تا ژوئن ۲۰۲۰ پرداخته اند. نتایج این پژوهش نشان دهنده این است که تعامل میان ریسک مالی و ساختار مالی، چندفراکتال، نامتقارن و دوطرفه است. به طوری که ساختارهای مالی مبتنی بر بازار، ریسک مالی را افزایش می دهند، در حالی که ساختارهای مالی مبتنی بر بانک، این ریسک را کاهش می دهند.

مسوری و همکاران^۵ (۲۰۲۱) به بررسی روابط بین ساختار مالی و عملکرد اقتصادی شرکت های غیرمالی در اتحادیه اروپا (EU) طی دوره ۱۹۹۹-۲۰۱۹ پرداخته اند. این تحقیق بررسی می کند که چگونه وزن نسبی تأمین مالی مبتنی بر بازار و بانک بر عملکرد واقعی شرکت های غیرمالی در کشورهای مختلف تأثیر می گذارد. نتایج حاکی از آن است که تأمین مالی مبتنی بر بازار نسبت به تأمین مالی مبتنی بر بانک در حمایت از رشد ارزش افزوده ناخالص و سرمایه گذاری های این شرکت ها مؤثرتر است.

در مطالعه ای که توسط خو و همکاران^۶ (۲۰۲۱) انجام شده است، رابطه بین ساختار مالی و کارایی تخصیص سرمایه با استفاده از داده های استانی چین از سال ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۸ و با به کارگیری روش خودرگرسیون آستانه ای (TAR) مورد بررسی قرار می گیرد. نتایج نشان دهنده وجود یک رابطه U معکوس میان ساختار مالی (شامل اندازه

1. Tan

2. Panel Corrected Standard Error

3. Abdullah & Abbas

4. Liu et al.

5. Messori et al.

6. Xu et al.

اعتبارات بخش بانکی، اندازه بخش بیمه و اندازه بازار سهام) و کارایی تخصیص سرمایه است. این بدان معناست که با افزایش ابعاد ساختار مالی، کارایی تخصیص سرمایه تا یک نقطه خاص بهبود می‌یابد و پس از آن ممکن است منافع آن کاهش یابد یا حتی منفی شود. همچنین، نتایج نشان می‌دهند که ضریب مربوط به اندازه بازار سهام بیشتر از اندازه بخش بانکی است.

لیو و ژانگ^۱ (۲۰۲۰) تأثیر ساختار نظام مالی بر رشد تولید ناخالص داخلی سرانه را در کشورهای عضو اتحادیه اقتصادی اوراسیا (ارمنستان، بلاروس، قزاقستان، قرقیزستان و روسیه) طی دوره ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۰ بررسی کرده است. این مطالعه باهدف شناسایی مدل‌های ملی رشد اقتصادی، از روش تحلیل ساختاری و مدل‌های رگرسیونی برای تحلیل داده‌های رشد تولید ناخالص داخلی استفاده کرده است. نتایج نشان می‌دهد که عوامل مختلفی مانند ساختار مالی و مخارج دولتی بر رشد اقتصادی تأثیر دارند. بر اساس تحلیل ساختاری، طبقه‌بندی مدل‌های رشد اقتصادی بر مبنای مخارج و بخش‌ها پیشنهاد شده است که می‌تواند برای طراحی سیاست‌هایی به منظور تقویت همکاری و ادغام در اتحادیه اوراسیا مورد استفاده قرار گیرد. در نهایت، این مطالعه تفاوت‌های مدل‌های رشد اقتصادی کشورهای مورد بررسی را با تمرکز بر واکنش آن‌ها به بحران‌های ۲۰۰۹ و ۲۰۱۵ آشکار کرده و نشان می‌دهد که این تفاوت‌ها با ویژگی‌های خاص سیاست‌گذاری اقتصادی هر کشور مرتبط است و باید در سیاست‌گذاری اتحادیه مدنظر قرار گیرد.

نیاشا و اودیامبو (۲۰۱۵) تأثیر توسعه مالی مبتنی بر بانک و بازار را بر رشد اقتصادی آفریقای جنوبی در دوره ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۲ مورد بررسی قرار داده‌اند. این مطالعه از رویکرد خودرگرسیون با وقفه‌های توزیع شده (ARDL) به منظور تحلیل این ارتباط بهره برده است. نتایج تجربی نشان می‌دهد که بین توسعه مالی مبتنی بر بانک و رشد اقتصادی آفریقای جنوبی، رابطه‌ای مثبت وجود دارد. با این حال، نتایج نتوانستند رابطه‌ای میان توسعه مالی مبتنی بر بازار و رشد اقتصادی در آفریقای جنوبی شناسایی کنند.

گامباکورتا و همکاران (۲۰۱۴) اثرات سامانه‌های مالی بانک محور و بازار محور را بر تولید ناخالص داخلی ۴۱ کشور با درآمد بالا و پایین در دوره ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۱ و در طول رکودهای عادی و بحران‌های مالی مقایسه کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که تا یک نقطه خاص، هر دو سیستم بانکی و بازار به تقویت رشد اقتصادی کمک می‌کنند؛ اما پس از گذشت از یک حد خاص، گسترش وام‌های بانکی یا تأمین مالی مبتنی بر بازار دیگر به رشد واقعی نمی‌افزاید. در زمینه تعدیل نوسانات چرخه تجاری، بانک‌ها و بازارها به طور قابل توجهی از نظر تأثیرات متفاوت هستند. در شرایط رکود عادی، بانک‌های سالم به کاهش شوک‌ها کمک می‌کنند، اما زمانی که رکود با بحران‌های مالی همزمان می‌شود، تأثیر بحران بر تولید ناخالص داخلی برای اقتصادهای بانک محور سه برابر شدیدتر از اقتصادهای بازار محور است.

1. Liu and Zhang

ناسور و عمران^۱ (۲۰۱۱) در مطالعه‌ای تحلیلی، سامانه‌های مالی مبتنی بر بانک و مبتنی بر بازار در منطقه MENA را مقایسه کردند تا تعیین کنند کدام سیستم برای رشد اقتصادی مناسب‌تر است. آن‌ها با تجزیه و تحلیل داده‌های تابلویی روی نمونه‌ای متشکل از ۹ کشور در بازه زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۵ به نتایجی دست یافته‌اند. یافته‌ها نشان می‌دهد که سامانه‌های مبتنی بر بازار با نرخ رشد بالاتری نسبت به سامانه‌های مبتنی بر بانک همراه هستند، به‌ویژه در زمینه تأمین مالی نوآوری و هدایت پس‌انداز. در راستای اهداف سرمایه‌گذاری، آن‌ها نتیجه‌گیری کردند که سیاست‌گذاران باید به توسعه بازارهای سرمایه توجه کرده و آن را به منظور تقویت چشم‌انداز رشد تشویق نمایند. دمیرگوچ-کنت و ماکسیموویچ^۲ (۲۰۰۲) به بررسی این موضوع پرداخته‌اند که چگونه توسعه بازار سهام و سیستم بانکی یک کشور بر رشد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. این مطالعه با استفاده از داده‌های سطح شرکت از ۴۰ کشور در سال‌های ۱۹۸۹ تا ۱۹۹۶، نسبت شرکت‌هایی که به تأمین مالی خارجی متکی هستند را تحلیل می‌کند. این تحلیل به روشن شدن تفاوت‌های دسترسی به منابع مالی خارجی در سامانه‌های مالی مبتنی بر بازار و بانک محور کمک می‌کند. یافته‌ها نشان می‌دهد که تأثیرات بازارهای سهام و سامانه‌های بانکی بر دسترسی به منابع مالی خارجی متفاوت است. بازارهای سهام ارتباط نزدیک‌تری با تأمین مالی بلندمدت و به تبع آن رشد اقتصادی بلندمدت دارند، درحالی‌که بخش بانکی عمدتاً با تأمین مالی کوتاه‌مدت مرتبط است. علاوه بر این، مطالعه به تفاوت در تأثیر این دو ساختار بر تأمین مالی رشد به واسطه چارچوب‌های قانونی اشاره می‌کند.

مطالعه لوین^۳ (۲۰۰۲) به بررسی رابطه بین سامانه‌های مالی و رشد اقتصادی با تجزیه و تحلیل مجموعه‌ای متنوع از کشورها می‌پردازد. هدف این مطالعه ارزیابی تأثیر میزان اتکا به سامانه‌های مالی مبتنی بر بانک نسبت به سامانه‌های مبتنی بر بازار بر عملکرد اقتصادی بوده است. با استفاده از تحلیل رگرسیون بر روی داده‌های بیش از ۵۰ کشور در چندین دهه، این مطالعه نشان می‌دهد که کشورهای با سامانه‌های مالی توسعه یافته مبتنی بر بازار معمولاً از نرخ رشد اقتصادی بالاتری برخوردارند. داده‌های مورد استفاده از سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۵ استخراج شده و یافته‌ها حاکی از آن است که ساختار مالی نقش حیاتی در تقویت رشد ایفا می‌کند، به‌طوری‌که سامانه‌های مبتنی بر بازار نتایج بهتری نسبت به سامانه‌های مبتنی بر بانک به نمایش می‌گذارند.

مازور و الکساندر^۳ (۲۰۰۱) پیوند بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در نیوزیلند را با استفاده از داده‌های سری زمانی بازه ۱۹۷۰ تا ۱۹۹۶ بررسی کرده‌اند. آن‌ها رشد اقتصادی را با تولید ناخالص داخلی سرانه واقعی و نرخ رشد آن اندازه‌گیری نموده و از تجزیه و تحلیل هم‌انباشتگی انگل-گرنجر و حداقل مربعات معمولی (OLS) برای بررسی رابطه بین بخش بانکداری و توسعه بازار سهام با رشد اقتصادی و پس‌انداز استفاده کردند. نتایج حاکی از آن است که توسعه بخش بانکی تأثیر مثبتی بر سطح تولید دارد، اما تأثیر معناداری بر رشد تولید و پس‌انداز ندارد. از سوی

1. Naceur & Omran

2. Demirgüç-Kunt & Maksimovic

3. Mazur and Alexander

دیگر، توسعه بازار سهام تأثیری بر سطح تولید ندارد، اما رابطه هم انباشتگی و تأثیر نامشخصی بر رشد تولید و پس انداز نشان می دهد.

بک و همکاران^۱ (۲۰۰۰) در مطالعه ای به بررسی رابطه میان واسطه های مالی و رشد اقتصادی پرداخته اند و بر تأثیر سامانه های مالی مختلف بر توسعه تأکید کرده اند. این تحقیق به منظور کمی سازی اثرات هر دو سیستم بانکی و مبتنی بر بازار بر عملکرد اقتصادی، از روش پنل دیتا استفاده کرده است. نمونه مورد بررسی شامل ۷۲ کشور از سال ۱۹۶۰ تا ۱۹۹۵ بود. نتایج نشان دهنده این است که هر دو سیستم به طور مثبت بر رشد اقتصادی تأثیر دارند. با این حال، سامانه های مالی مبتنی بر بازار با فراهم آوردن دسترسی جامع تری به سرمایه، به طور مؤثرتری نسبت به سامانه های بانکی به افزایش سرمایه گذاری و توسعه اقتصادی کمک می کنند.

دمیرگوچ-کونت و لوین^۲ (۱۹۹۹) به ارزیابی تأثیر ساختار مالی بر رشد اقتصادی پرداخته اند و تأکید کرده اند که سامانه های مالی باید از جنبه های اندازه، فعالیت و کارایی مورد بررسی قرار گیرند. این مطالعه به تحلیل این موضوع اختصاص دارد که آیا ساختار یک سیستم مالی بر رشد اقتصادی تأثیرگذار است یا خیر. نویسندگان از یک رویکرد رگرسیون بین کشوری بهره برده و داده های ۱۴۵ کشور را در بازه زمانی ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۵ مورد تحلیل قرار دادند. نتایج نشان می دهد که در حالی که هر دو نوع سیستم مالی مبتنی بر بانک و بازار می توانند به رشد اقتصادی کمک کنند، همبستگی مثبت معناداری بین سامانه های مبتنی بر بازار و نرخ های بالاتر رشد اقتصادی، در حالی که سایر عوامل کنترل شده اند، وجود دارد.

۲-۲-۲- مطالعات داخلی

رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران موضوع مطالعات مختلف در سال های اخیر بوده است. متقی و همکاران (۱۴۰۴) در پژوهشی، به بررسی تأثیر مدیریت توسعه و توسعه مالی بر رشد و توسعه اقتصادی و عملکرد محیط زیست در کشور ایران پرداخته اند. به همین منظور با استفاده از داده های جمع آوری شده طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۲۲ و الگوی خود بازگشت با وقفه های توزیعی به برآورد و تخمین دو مدل رشد اقتصادی و مدل آلودگی های محیط زیستی پرداخته شده است. یافته های پژوهش حاکی از تأثیر مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی و کاهش تخریب های محیط زیستی است.

دودانگه و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهش خود، رابطه توسعه مالی و اندازه بخش مالی در اقتصاد ایران با رشد اقتصادی طی سال های ۱۳۵۰-۱۳۹۹ با روش رگرسیون غیرخطی آستانه ای بررسی کرده اند. نتایج نشان می دهد که سه رژیم مختلف برای تأثیر متغیرهای اندازه بخش مالی و توسعه مالی بر رشد اقتصادی وجود دارد. در نرخ های رشد اقتصادی منفی تنها متغیر اندازه بخش مالی است که بر رشد اقتصادی تأثیر می گذارد. این تأثیر در رژیم دوم

1. Beck et al.

2. Demirgüç-Kunt & Levine

یعنی بین نرخ رشد اقتصادی ۰ تا ۸٫۶٪ دهم درصد، ضعیف‌تر اما مثبت و معنادار است و در نرخ‌های رشد اقتصادی بالای ۸ درصد، هم‌اندازه بخش مالی و هم توسعه مالی تأثیر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارند.

احمدی و بوشهری (۱۴۰۱) در پژوهشی، اثر تعمیق بازارهای مالی و مؤسسات مالی را به‌طور مجزا بر حجم اقتصاد سایه با رهیافت خودرگرسیون ی با وقفه‌های گسترده در ایران طی دوره زمانی ۱۳۶۰ تا ۱۴۰۰ مورد بررسی و آزمون قرار دادند. یافته‌های حاصل از برآورد مدل در بلندمدت حاکی از آن است که تعمیق بازارهای مالی با اثری منفی بر اقتصاد سایه همراه است درحالی‌که تعمیق مؤسسات مالی به شکل مثبت بر حجم اقتصاد سایه اثرگذار است. در ارتباط با اثرگذاری مثبت تعمیق مؤسسات مالی بر حجم اقتصاد سایه در ایران می‌توان چنین اذعان داشت که ایران کشوری در حال توسعه است و نمی‌تواند منابع بیشتری را به توسعه مؤسسات مالی خود اختصاص دهد و مؤسسات مالی کارایی مناسب را ندارند، لذا مؤسسات مالی نتوانسته‌اند در خدمت بخش واقعی اقتصاد و سرمایه‌گذاری قرار بگیرند. همچنین افزایش تعمیق مؤسسات مالی به دلیل عدم اعتماد و شفافیت و نقص‌های ساختاری بانکی در حال حاضر، نمی‌تواند منجر به رشد بخش رسمی و درنهایت تنزیل حجم اقتصاد سایه گردد بلکه حجم آن را افزایش خواهد داد.

عرب و همکاران (۱۴۰۰) در مطالعه‌ای به ارزیابی تأثیر توسعه مالی و ثبات مالی بر رشد اقتصادی ایران در دوره زمانی ۱۳۷۰ تا ۱۳۹۷ با استفاده از رهیافت گشتاورهای تعمیم‌یافته پرداخته‌اند. نتایج، بیانگر تأثیر مثبت و معنادار متغیرهای توسعه مالی و ثبات مالی بر رشد اقتصادی است؛ همچنین متغیرهای وقفه رشد اقتصادی، آموزش، سرمایه‌گذاری ثابت و آزادسازی تجاری، اثر مثبت و معنادار، ولی تورم و مخارج دولت و جمعیت فعال، تأثیر منفی بر رشد اقتصادی دارند.

فرمان‌آرا و همکاران (۱۳۹۸) در مقاله‌ای به بررسی نقش بازار سرمایه در تأمین مالی و رشد اقتصادی طی سال‌های ۱۹۸۸-۲۰۱۷ برای ایران و منتخبی از کشورهای در حال توسعه پرداخته‌اند و با استفاده از روش آماری و اقتصادسنجی داده‌های تابلویی متغیرهای مدل را برآورد کرده و تأثیر آن‌ها بر روی رشد اقتصادی را بررسی نموده‌اند. نتایج حاکی از آن است که تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در رشد اقتصادی در کوتاه‌مدت و بلندمدت از لحاظ آماری معنی‌دار بوده و اثر مثبتی دارد و همچنین درجه توسعه بازار مالی به اثربخشی بیشتر بازار سرمایه در رشد اقتصادی منجر می‌گردد.

علیقلی و حسینی (۱۳۹۶) در مطالعه‌ای به بررسی چگونگی اثرگذاری نوسانات شاخص قیمت سهام بر تغییرات رشد اقتصادی در ایران طی سال‌های ۱۳۷۱-۱۳۹۶ پرداخته‌اند. نتایج نشان داد که متغیر شاخص قیمت سهام اثرات مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی طی دوره‌ی مورد مطالعه دارند، به‌طوری‌که با افزایش شاخص قیمت سهام در سال‌های مورد مطالعه، میزان رشد اقتصادی افزایش یافته است (البته بسیار ناچیز).

خادم‌علیزاده (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای اثر بازار سرمایه را بر رشد اقتصادی در ایران طی دوره ۱۳۹۰-۱۳۷۰ مورد بررسی قرار داده است. به دلیل وجود هم‌خطی شدید بین نماگرهای بازار سرمایه ایران، رویکرد تحلیل مؤلفه‌های اصلی

(PCA) برای کاهش تعداد آن‌ها و تعیین اصلی‌ترین شاخص، به کار گرفته شده است. سپس، با انجام رگرسیون روی مدل رشد انتخابی، رابطه این شاخص برتر با رشد اقتصادی در ایران برآورد شده است. یافته‌های پژوهش بیان‌کننده این است که در سطح کلان، رابطه مثبت و معناداری بین شاخص‌های بازار سرمایه و رشد اقتصادی در ایران مشاهده نمی‌شود.

جرج‌زاده و همکاران (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای تأثیر توسعه بازار پول و بازار سرمایه را به صورت همزمان بر رشد اقتصادی بخش صنعت در ایران را طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۴۸ در کوتاه مدت و بلندمدت با استفاده از روش خودرگرسیون ی با وقفه توزیعی مورد ارزیابی قرار می‌دهند. بدین منظور، شاخص‌های توسعه بازار پول، توسعه بازار سرمایه، درجه باز بودن تجاری و نرخ ارز واقعی به عنوان متغیرهای توضیحی در برابر رشد اقتصادی بخش صنعت وارد مدل گردید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد توسعه بازار سرمایه تأثیر مثبت و توسعه بازار پول تأثیر منفی بر رشد اقتصادی بخش صنعت در ایران داشته است.

تقوی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی رابطه تجربی بین توسعه مالی و رشد در برخی کشورهای منا پرداختند. این مطالعه تجربی با استفاده از روش پانل پویای GMM برای ۱۲ کشور منطقه منا بررسی شده است. نتایج برازش در دوره ۱۹۶۰ تا ۲۰۰۶ حاکی از تأثیر منفی توسعه مالی بر رشد اقتصادی دارد و این اثر منفی را می‌توان به دلیل نحوه آزادسازی بازارهای مالی، ضعف نظام مالی و عدم شکل‌گیری بازار مالی منسجم و بهره‌مند از مقررات دانست که منجر به کاهش سرمایه‌گذاری از طریق تخصیص نا بهینه منابع شده است.

صمدی و همکاران (۱۳۸۱) در پژوهشی، به بررسی رابطه توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی در ایران و ۱۳ کشور منتخب طی سال‌های ۲۰۰۳-۱۹۸۸ می‌پردازند. جهت آزمون فرضیات تحقیق از مدل بک و لوین (۲۰۰۳) و سه روش علیت گرنجر، آزمون ARDL و روش برآورد پنل دیتا استفاده شده است. برآورد آزمون علیت بین اندازه بازار بورس و رشد تولید نشان می‌دهد، در ایران بانک و بورس تأثیر فراوانی بر رشد GDP ندارند ولی تأثیر رشد اقتصادی بر بورس مثبت و معنادار است. نتیجه برآورد مدل به روش پنل دیتا نشان می‌دهد در مجموع ۱۴ کشور مورد بررسی در بخش واقعی سرمایه‌گذاری و نیروی کار اثر کاملاً مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارند. در بخش پولی اثر بانک‌ها مثبت و معنادار است. تأثیر بورس بر رشد اقتصادی هرچند مثبت است، ولیکن معنادار نیست. نتیجه آزمون ARDL برای ایران بین سال‌های ۱۹۷۶ تا ۲۰۰۳ نشان می‌دهد، رابطه مثبت هم‌جمع بلندمدت بین بازارهای مالی و رشد اقتصادی وجود ندارد. به طور خلاصه رابطه بلندمدت بین بازار پول و رشد اقتصادی منفی است و بین بازار سرمایه و رشد اقتصادی کشور هیچ رابطه بلندمدت معناداری وجود ندارد.

با وجود مطالعات گسترده در زمینه توسعه مالی و رشد اقتصادی، پژوهش حاضر با تمرکز اختصاصی بر تأثیر ساختار نظام مالی (بانک محور در مقابل بازارمحور) بر رشد تولید ناخالص داخلی در ایران، با استفاده از مدل خودرگرسیون ی با وقفه‌های گسسته (ARDL) بررسی می‌کند. برخلاف پژوهش‌های پیشین که اغلب بر داده‌های بین‌کشوری یا توسعه مالی کلی تمرکز داشتند، این مطالعه روابط کوتاه‌مدت و بلندمدت را بررسی کرده و

رهنمودهای سیاستی برای تعادل بین نظام بانکی غالب و بازار سرمایه ارائه می‌دهد که با توجه به محدودیت‌های نهادی و تحریم‌ها، به بهبود رشد پایدار در ایران کمک می‌کند.

۳- روش‌شناسی پژوهش

ارستیس و همکاران (۲۰۱۰) با الهام از مدل کاب داگلاس تولید از الگوی زیر برای بررسی اثر ساختار مالی بر رشد تولید استفاده نموده است:

$$\ln\left(\frac{Q}{L}\right)_t = \beta_0 + \beta_1 \ln\left(\frac{K}{L}\right)_t + \beta_2 \ln Str_t + \varepsilon_t$$

که در آن:

Q: سطح محصول کل،

L: نیروی کار،

K: موجودی سرمایه،

Str: نشان‌دهنده ساختار مالی است.

Ln نشان‌دهنده لگاریتم طبیعی متغیرهاست و بر اساس این مدل در صورتی که $\beta_2 < 0$ باشد، می‌توان نتیجه گرفت که تغییر ساختار مالی از بانک محور به بازار محور اثرات منفی بر رشد تولید دارد. مطالعه لیو و ژانگ (۲۰۲۰) متغیرهای کنترلی مانند مخارج دولت، سرمایه انسانی، درجه باز بودن تجاری و مقدار اولیه تولید را به الگوی فوق اضافه نموده است. در این مطالعه نیز برای در نظر گرفتن ویژگی‌های اقتصاد ایران، دو متغیر لگاریتم مخارج دولت و لگاریتم درجه باز بودن تجاری نیز در الگوی فوق وارد شده است و الگوی تحقیق به صورت زیر تصریح می‌شود:

$$\ln(GDP)_t = \beta_0 + \beta_1 \ln(K)_t + \beta_2 \ln(L)_t + \beta_3 \ln Str_t + \beta_4 \ln GE_t + \beta_5 \ln TO_t + \varepsilon_t$$

که در آن:

GDP: سطح تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت ۱۴۰۰ به قیمت بازار،

K: تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به قیمت ثابت ۱۴۰۰،

L: جمعیت فعال (بین ۱۵ تا ۶۴ سال)،

Str: نشان‌دهنده ساختار مالی که در این مطالعه از شاخص ساختار-اندازه^۱ استفاده شده و برابر است با نسبت ارزش بازار سهام به دارایی‌های بانکی تجاری،

۱. معیارهای متعددی برای اندازه‌گیری ساختار سیستم مالی معرفی شده‌اند. به عنوان مثال، شاخص ساختار-فعالیت، حجم فعالیت بازارهای سرمایه و بانک‌ها را اندازه‌گیری می‌کند. برای اندازه‌گیری حجم فعالیت‌های بازار سرمایه، از نسبت کل ارزش سهام مبادله شده در بورس به تولید ناخالص داخلی استفاده می‌شود. این نسبت، حجم مبادلات بازار را نسبت به کل فعالیت‌های اقتصادی اندازه‌گیری می‌کند. از سوی دیگر، برای اندازه‌گیری حجم فعالیت بانک‌ها، از نسبت اعتبارات بانکی استفاده می‌شود که معادل اعتبارات اعطایی بانک‌های تجاری و تخصصی به بخش خصوصی تقسیم بر تولید ناخالص داخلی است. همچنین، شاخص ساختار-اندازه به اندازه بازار سرمایه و بانک‌ها اشاره دارد. برای محاسبه اندازه بازار سرمایه، از نسبت ارزش بازار استفاده می‌شود که برابر است با ارزش

GE: نشان دهنده نسبت مخارج مصرفی دولت به تولید ناخالص داخلی و
TO: برابر نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی است.
همچنین کلیه داده‌های آماری برای دوره موردنظر ۱۳۷۰ تا ۱۴۰۲ از سالنامه آماری و حساب‌های ملی مرکز آمار ایران جمع‌آوری شده است.

۴- نتایج و تحلیل یافته‌های تحقیق

۴-۱- تحلیل آماری توصیفی و روابط بین متغیرها

پیش از تخمین مدل، تحلیل آماری توصیفی متغیرهای مورد مطالعه شامل لگاریتم تولید ناخالص داخلی ($\ln(GDP)$)، لگاریتم تشکیل سرمایه ثابت ناخالص ($\ln(K)$)، لگاریتم جمعیت فعال ($\ln(L)$)، لگاریتم نسبت ارزش بازار سهام به دارایی‌های بانک‌های تجاری ($\ln(Str)$)، لگاریتم نسبت مخارج مصرفی دولت به تولید ناخالص داخلی ($\ln(GE)$) و لگاریتم نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی ($\ln(TO)$) انجام شده است که نتایج در جدول ۲ ارائه گردیده است:

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	آزمون زارک-برا	احتمال	مشاهدات
$\ln(GDP)$	۱۸,۰۶۴	۱۸,۱۲۹	۱۸,۳۶	۱۷,۷۴۶	۰,۲۰۱	-۰,۱۹۲	۱,۵۳۲	۳,۱۶۴	۰,۲۰۵	۳۳
	۹									
$\ln(K)$	۱۶,۰۸۳	۱۶,۲۳	۱۶,۷۳	۱۵,۲۹۱	۰,۴۶۲	-۰,۴۰۱	۱,۶۲۴	۳,۴۹۱	۰,۱۷۴	۳۳
	۶	۳								
$\ln(L)$	۹,۹۷۱	۱۰,۰۵۹	۱۰,۲۰۹	۹,۵۹۸	۰,۱۹۵	۰,۶۲۳	۲,۰۱۴	۳,۴۷۳	۰,۱۷۶	۳۳
	-									
$\ln(STR)$	۳,۶۳۷	۳,۳۲۴	۶,۰۹۳	۱,۰۶۴	۱,۲۹۰	۰,۰۸۴	۲,۰۸۲	۱,۱۹۷	۰,۵۴۹	۳۳
$\ln(GE)$	-۰,۸۷۶	۰,۸۶۵	-۰,۷۷۱	-۱,۰۰۸	۰,۰۶۸	۰,۲۸۷	۱,۸۳۸	۲,۳۰۷	۰,۳۱۵	۳۳
	-									
$\ln(TO)$	-۰,۳۴۹	۰,۳۵۷	-۰,۲۲۷	-۰,۴۷۶	۰,۰۵۴	۰,۰۰۷	۲,۷۴۹	۰,۰۸۶	۰,۹۵۷	۳۳
	-									

مأخذ: یافته‌های تحقیق

سهام کلیه شرکت‌های شناسایی شده توسط بورس اوراق بهادار یک کشور تقسیم بر تولید ناخالص داخلی. همچنین برای ارزیابی اندازه سیستم بانکی، از نسبت دارایی‌های بانک‌ها به تولید ناخالص داخلی استفاده می‌شود (لوی، ۲۰۰۲).

براساس تحلیل آماری نتایج، میانگین لگاریتم تولید ناخالص داخلی ۱۸,۰۶۴ با انحراف معیار پایین (۰,۲۰۱) نشان‌دهنده ثبات نسبی تولید ناخالص داخلی در بازه مورد مطالعه است. این ثبات نسبی با ماهیت اقتصاد ایران که به شدت تحت تأثیر درآمدهای نفتی است، همخوانی دارد. نوسانات محدود تولید ناخالص داخلی می‌تواند به دلیل وابستگی به درآمدهای نفتی و تأثیر تحریم‌های بین‌المللی باشد که رشد اقتصادی را در بازه‌های زمانی مختلف محدود کرده است.

لگاریتم تشکیل سرمایه ثابت با انحراف معیار نسبتاً بالا (۰,۴۶۲) نشان‌دهنده نوسانات قابل توجه در سرمایه‌گذاری‌های ثابت است که احتمالاً به دلیل تغییرات در سیاست‌های اقتصادی، تحریم‌ها و محدودیت‌های دسترسی به منابع مالی خارجی است. از منظر اقتصادی، این نوسانات می‌تواند نشان‌دهنده دوره‌های رونق و رکود در سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی باشد که در اقتصاد ایران به دلیل وابستگی به نفت و سیاست‌های مالی متغیر، شایع است. همچنین تحلیل متغیر لگاریتم ساختار مالی با انحراف معیار بالا (۱,۲۹۰) و دامنه گسترده (از ۱,۰۶۴ تا ۶,۰۹۳)، نشان‌دهنده تغییرات قابل توجه در نسبت ارزش بازار سهام به دارایی‌های بانکی است. این امر می‌تواند به توسعه تدریجی بازار سرمایه در ایران، به‌ویژه از دهه ۱۳۸۰ با رشد بورس اوراق بهادار تهران، مرتبط باشد. از منظر اقتصادی، این پراکندگی بالا حاکی از گذار نسبی از نظام مالی بانک‌محور به سمت بازارمحور است، هرچند نظام بانکی همچنان در اقتصاد ایران غالب است.

لگاریتم باز بودن تجارت با میانگین منفی و انحراف معیار پایین (۰,۰۵۴) نشان‌دهنده سطح پایین تجارت خارجی نسبت به تولید ناخالص داخلی است که عمدتاً به دلیل تحریم‌های بین‌المللی و محدودیت‌های تجاری ایران است. این امر نشان‌دهنده انزوای نسبی اقتصاد ایران از بازارهای جهانی است که می‌تواند توانایی اقتصاد برای بهره‌برداری از مزایای تجارت بین‌المللی، مانند انتقال فناوری و افزایش بهره‌وری را محدود کند.

بنابراین به‌طور کلی آماره‌های توصیفی نشان‌دهنده ثبات نسبی متغیرهای کلیدی مانند تولید ناخالص داخلی و نیروی کار، اما نوسانات قابل توجه در ساختار مالی و تشکیل سرمایه ثابت است. این ویژگی‌ها با ماهیت اقتصاد ایران که تحت تأثیر وابستگی به نفت، تحریم‌ها و نظام مالی بانک‌محور قرار دارد، همخوانی دارد. پراکندگی بالای متغیر ساختار مالی ($\ln(\text{STR})$) نشان‌دهنده پتانسیل توسعه بازار سرمایه در ایران است، اما تسلط نظام بانکی همچنان مانع از تحقق کامل این پتانسیل می‌شود. مقادیر منفی و پراکندگی پایین متغیرهای مخارج دولت و باز بودن تجارت، محدودیت‌های ساختاری اقتصاد ایران را برجسته می‌کند. این تحلیل اولیه نشان می‌دهد که برای تقویت رشد اقتصادی، سیاست‌گذاری باید بر بهبود تخصیص منابع مالی، افزایش سرمایه‌گذاری‌های مولد و کاهش موانع تجاری متمرکز کند. تحلیل‌های بعدی (نتایج رگرسیون) می‌توانند نقش دقیق هر متغیر را در رشد اقتصادی روشن‌تر کنند.

در راستای تحلیل اولیه داده‌ها، کوواریانس و همبستگی بین متغیرهای مدل بررسی شده است. نتایج تحلیل کوواریانس برای دوره ۱۳۷۰ تا ۱۴۰۲ در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. تحلیل کوواریانس متغیرها

LNGDP	LNK	LNL	LNSTR	LNGE	LNTD
۰,۰۳۹					

۰,۰۸۷	۰,۲۰۷				
۲۳,۲۳	-----				
۰,۰۳۶	۰,۰۸۴	۰,۰۳۷			
۱۶,۳۳	۲۰,۸۶	-----			
۰,۲۰۷	۰,۴۷	۰,۲۰۹	۱,۶۱		
۸,۱۴	۸,۲۰	۹,۱۹	-----		
-۰,۰۱۱	-۰,۰۲	-۰,۰۰۹	-۰,۰۶۹	۰,۰۰۴	
-۸,۴۳	-۷,۰۲	-۵,۸۳	-۷,۵۵	-----	
-۰,۰۰۲	-۰,۰۰۶	-۰,۰۰۴	-۰,۰۰۴	۰,۰۰۱	۰,۰۰۲
-۱,۵۵	-۱,۶۲۹	-۲,۴۴	-۴,۸۷	۲,۱۲	-----

مأخذ: یافته‌های تحقیق

بین تشکیل سرمایه ثابت و تولید ناخالص داخلی با کوواریانس مثبت و قوی (۰,۰۸۷۹) و آماره t معنادار (۲۳,۲۴) رابطه مثبت و قابل توجه برقرار است. این امر با نقش کلیدی سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی در رشد اقتصادی ایران، به‌ویژه در بخش‌های نفت و گاز، همخوانی دارد.

کوواریانس مثبت و قوی بین ساختار مالی با سرمایه‌گذاری و نیروی کار نشان‌دهنده همبستگی بالای بین آنهاست. این امر می‌تواند نشان‌دهنده نقش نظام مالی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها و حمایت از فعالیت‌های اقتصادی باشد. ماتریس کوواریانس نشان می‌دهد که تشکیل سرمایه ثابت و ساختار مالی از مهم‌ترین محرک‌های تولید ناخالص داخلی در ایران هستند که با نقش کلیدی سرمایه‌گذاری و نظام مالی در رشد اقتصادی همخوانی دارد. با این حال، رابطه منفی مخارج دولت با تولید ناخالص داخلی و سایر متغیرها حاکی از ناکارآمدی سیاست‌های مالی در برخی دوره‌هاست

که احتمالاً به دلیل تخصیص غیرمولد منابع یا تأثیر تحریم‌ها بر بودجه دولت است. تأثیر محدود باز بودن تجارت ($\ln(TO)$) نیز با انزوای تجاری ایران به دلیل تحریم‌های بین‌المللی سازگار است که توانایی اقتصاد برای بهره‌برداری از تجارت جهانی را کاهش داده است. این یافته‌ها بر ضرورت اصلاحات در نظام مالی، به‌ویژه تقویت بازار سرمایه و بهبود تخصیص مخارج دولت به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد، تأکید می‌کند.

بنابراین تحلیل کوواریانس نشان‌دهنده روابط معنادار بین متغیرهای کلیدی مدل است، به‌ویژه تأثیر مثبت تشکیل سرمایه و ساختار مالی بر رشد اقتصادی. با این حال، محدودیت‌های ناشی از مخارج غیرمولد دولت و انزوای تجاری، چالش‌هایی برای رشد اقتصادی ایران ایجاد کرده است. تحلیل‌های بعدی (نتایج رگرسیون) می‌توانند نقش دقیق هر متغیر را در این رابطه روشن‌تر کنند.

۲-۴- نتایج آزمون ایستایی متغیرها

یکی از پیش‌آزمون‌های مهم که قبل از برآورد الگو باید بررسی شود، بررسی پایایی متغیرها است. پیش‌فرض اصلی مدل ARDL، ایستا بودن متغیرها در سطح $I(0)$ و یا تفاضل اول $I(1)$ است؛ بنابراین، ابتدا با استفاده از آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته، ایستایی متغیرهای موردبررسی آزموده شده و نتایج آن در جدول ۴ ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود به جز $\ln(TO)$ که در سطح ماناست، یعنی نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی، تمامی متغیرها در تفاضل اول ایستا هستند؛ بنابراین با توجه به مرتبه پایایی متغیرهای مدل، ARDL یک روش مناسب برای بررسی هم‌انباشتگی بین متغیرها و تخمین رابطه بلندمدت بین آن‌هاست.

جدول ۴. نتایج آزمون ریشه واحد دیکی-فولر

متغیر	سطح		تفاضل اول	
	با عرض از مبدأ			
	آماره t	احتمال	آماره t	احتمال
$\ln(GDP)$	-۰٫۶۴	۰٫۸۴	-۴٫۷۷	۰٫۰۰
$\ln(K)$	-۰٫۵۳	۰٫۰۰	-۵٫۵۳	۰٫۰۰
$\ln(L)$	-۲٫۳	۰٫۱۷	-۳٫۹۵	۰٫۰۰
$\ln(Str)$	-۰٫۹۴	۰٫۷۵	-۴٫۸۳	۰٫۰۰
$\ln(GE)$	-۰٫۹۲	۰٫۷۶	-۴٫۹۵	۰٫۰۰
$\ln(TO)$	-۳٫۲	۰٫۰۲		

مأخذ: یافته‌های تحقیق

۳-۴- نتایج تخمین مدل کوتاه‌مدت

پس از اطمینان از مناسب بودن داده‌های پژوهش نوبت به برآورد روابط بین متغیرها می‌رسد. در اولین گام باید مدل پویای کوتاه‌مدت برآورد شود. برای برآورد این مدل ابتدا باید تعداد وقفه‌های بهینه تعیین شود. تعیین اشتباه تعداد وقفه‌ها می‌تواند به نتیجه‌گیری نادرست در خصوص رابطه بین متغیرها منجر شود. مدل انتخاب شده $ARDL(1, 1, 1, 3, 2, 0)$ بر

اساس معیار آکائیک (AIC) و با حداکثر ۳ تأخیر برای متغیرها به دست آمده است. در جدول ۵ نتایج تخمین کوتاه مدت گزارش شده است.

جدول ۵. نتایج تخمین مدل کوتاه مدت ARDL

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال
LnGDP(-1)	۰٫۷۰	۰٫۰۹	۷٫۱۰	۰٫۰۰
LnL	-۰٫۰۲	۰٫۱۸	-۰٫۱۴	۰٫۸۸
LnL(-1)	۰٫۴۲	۰٫۱۸	۲٫۲۸	۰٫۰۳
LnK	-۰٫۰۴	۰٫۰۵	-۰٫۷۸	۰٫۴۴
LnK(-1)	-۰٫۰۹	۰٫۰۵	-۱٫۸۴	۰٫۰۸
LnSTR	۰٫۰۳	۰٫۰۱	۲٫۶۶	۰٫۰۱
LnSTR(-1)	-۰٫۰۰۲	۰٫۰۱	-۰٫۱۹	۰٫۸۵
LnSTR(-2)	-۰٫۰۰۵	۰٫۰۱	-۰٫۴۶	۰٫۶۵
LnSTR(-3)	۰٫۰۲	۰٫۰۰۹	۲٫۹۹	۰٫۰۰
LnGE	-۰٫۹۲	۰٫۱۳	-۶٫۶۰	۰٫۰۰
LnGE(-1)	۰٫۶۷	۰٫۲۰	۳٫۳۰	۰٫۰۰
LnGE(-2)	۰٫۳۵	۰٫۱۵	۲٫۳۱	۰٫۰۳
LnTO	۰٫۷۶	۰٫۱۳	۵٫۶۴	۰٫۰۰
C	۳٫۶۲	۱٫۲۲	۲٫۹۵	۰٫۰۰
۲۹۳٫۸۹F-statistic (prob):		۰٫۹۹ Adjust R ² :		
		۲٫۳۳ Durbin-watson:		

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج نشان می‌دهد که وقفه اول GDP با ضریب ۰٫۷۰ با آماره t معنادار (۷٫۱۰) نشان‌دهنده اثر مثبت و قوی خودرگرسیون تولید ناخالص داخلی است. این امر حاکی از پایداری رشد اقتصادی در ایران است که می‌تواند به دلیل وابستگی به درآمدهای نفتی و ساختارهای اقتصادی بلندمدت باشد.

ضریب وقفه اول جمعیت فعال (LnL(-1)) با مقدار ۰٫۴۲ و احتمال ۰٫۰۳ معنادار است که می‌تواند به جذب تدریجی نیروی کار در بخش‌های تولیدی مرتبط باشد، هرچند نرخ بالای بیکاری در ایران این اثر را محدود کرده است.

ضرایب متغیر تشکیل سرمایه ثابت در سطح (۰٫۰۴-) و با احتمال (۰٫۴۴) بی‌معنی و وقفه اول (۰٫۰۹-) منفی و معنادار در ده درصد (احتمال ۰٫۰۸) بوده و نشان‌دهنده تأثیر ضعیف سرمایه‌گذاری‌های ثابت در کوتاه مدت است. این امر ممکن است به دلیل نوسانات سرمایه‌گذاری ناشی از تحریم‌ها و وابستگی به درآمدهای نفتی باشد.

ضریب لگاریتم ساختار مالی (LnSTR) با مقدار ۰٫۰۳ با آماره t معنادار (احتمال ۰٫۰۱) و ضریب وقفه سوم نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار ساختار مالی (نسبت ارزش بازار سهام به دارایی‌های بانکی) بر تولید ناخالص داخلی است. این

نتیجه از توسعه بازار سرمایه در ایران (مانند رشد بورس تهران) حمایت می‌کند، هرچند ضرایب وقفه‌های دیگر $(LnSTR(-1))$ و $(LnSTR(-2))$ غیر معنادارند که ممکن است به تسلط نظام بانکی و کندی انتقال اثرات اشاره کند. ضریب منفی و معنادار لگاریتم مخارج دولت نشان‌دهنده تأثیر معکوس مخارج دولت در کوتاه‌مدت است که می‌تواند به تخصیص غیرمولد منابع (مانند هزینه‌های جاری) مرتبط باشد. باین حال، ضرایب تأخیری مثبت (۰.۶۷) و (۰.۳۵) با احتمال (۰.۰۰) و (۰.۰۳) نشان‌دهنده اثر مثبت تدریجی مخارج دولت است، احتمالاً به دلیل سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی در دوره‌های بعدی.

ضریب $Ln(TO)$ با آماره t معنادار نشان‌دهنده تأثیر مثبت و قوی تجارت خارجی بر تولید ناخالص داخلی است. این امر با وجود تحریم‌ها، به نقش صادرات نفت و برخی کالاهای غیرنفتی در رشد اقتصادی اشاره دارد. بنابراین به‌طور کلی نتایج نشان می‌دهند که ساختار مالی $(Ln(STR))$ و باز بودن تجارت $(Ln(TO))$ به‌عنوان محرک‌های مثبت کوتاه‌مدت عمل می‌کنند که با توسعه بازار سرمایه و وابستگی به تجارت خارجی (به‌ویژه نفت) در ایران سازگار است. باین حال، تأثیر منفی اولیه مخارج دولت $(LnGE)$ و ضعف اثر سرمایه‌گذاری (LnK) حاکی از ناکارآمدی سیاست‌های مالی و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری در کوتاه‌مدت است که می‌تواند به تحریم‌ها و تخصیص غیرمولد منابع مرتبط باشد. اثر تأخیری مثبت مخارج دولت نشان‌دهنده پتانسیل رشد در صورت بهبود برنامه‌ریزی مالی است. از منظر سیاستی، این یافته‌ها بر ضرورت تقویت بازار سرمایه، افزایش سرمایه‌گذاری مولد و کاهش موانع تجاری تأکید دارند. به عبارت دیگر، مدل $ARDL$ کوتاه‌مدت، اثر مثبت و معنادار ساختار مالی و تجارت خارجی را بر تولید ناخالص داخلی تأیید می‌کند، درحالی‌که ناکارآمدی اولیه مخارج دولت و ضعف سرمایه‌گذاری چالش‌هایی را نشان می‌دهد. این نتایج می‌توانند مبنایی برای سیاست‌گذاری‌های هدفمند در اقتصاد ایران باشند.

۴-۴- آزمون وجود رابطه بلندمدت

بعد از تخمین پویایی‌های کوتاه‌مدت، در این مرحله نیاز است تا با استفاده از آزمون هم‌انباشتگی باند به بررسی وجود رابطه بلندمدت در بین متغیرهای تحقیق پرداخته شود. نتایج این آزمون در جدول ۶ ارائه شده است و نشان می‌دهد که در سطح معنی‌داری ۱ درصد مقدار آماره F این آزمون از مقدار بحرانی حد بالا بزرگ‌تر بوده و با اطمینان بالا می‌توان عدم وجود رابطه بلندمدت را رد نمود.

جدول ۶. آزمون کرانه‌ها برای وجود رابطه بلندمدت

آماره آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	$I(0)$	$I(1)$
F-Statistic	۹,۴۸	٪۱۰	۲,۰۸	۳
K	۵	٪۵	۲,۳۹	۳,۳۸
		٪۲,۵	۲,۷	۳,۷۳
		٪۱	۳,۰۶	۴,۱۵

مأخذ: یافته‌های تحقیق

۴-۵- نتایج تخمین مدل بلندمدت

نتایج تخمین معادله بلندمدت برای بررسی رابطه تعادلی بین متغیرهای مستقل و لگاریتم تولید ناخالص داخلی ارائه شده است که نتایج آن در جدول ۷ گزارش شده است.

جدول ۷. نتایج تخمین مدل بلندمدت ARDL

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال
Ln(L)	۱٫۳۸	۰٫۵۷	۲٫۴۱	۰٫۰۲
Ln(K)	-۰٫۴۷	۰٫۳۲	-۱٫۴۸	۰٫۱۵
Ln(STR)	۰٫۱۹	۰٫۰۸	۲٫۱۲	۰٫۰۴
Ln(GE)	۰٫۳۷	۰٫۶۶	۰٫۵۷	۰٫۵۷
Ln(TO)	۲٫۶۳	۱٫۰۰	۲٫۶۲	۰٫۰۱
C	۱۲٫۵۰	۲٫۰۸	۵٫۹۹	۰٫۰۰

مأخذ: یافته‌های تحقیق

ضریب جمعیت فعال ((Ln(L) نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار نیروی کار فعال بر تولید ناخالص داخلی در بلندمدت است. این نتیجه حاکی از اهمیت نیروی کار در رشد اقتصادی ایران است، به‌ویژه با توجه به جمعیت جوان کشور، هرچند جذب مؤثر آن نیازمند بهبود بازار کار است.

ضریب ساختار مالی ((Ln(STR) نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار ساختار مالی (نسبت ارزش بازار سهام به دارایی‌های بانکی) بر تولید ناخالص داخلی در بلندمدت است. این یافته از نقش توسعه بازار سرمایه در ایران، به‌ویژه رشد بورس اوراق بهادار تهران، حمایت می‌کند و حرکت به سمت نظام مالی بازارمحور را تأیید می‌کند.

ضریب باز بودن تجارت ((Ln(TO) نشان‌دهنده تأثیر مثبت و قوی تجارت خارجی بر تولید ناخالص داخلی در بلندمدت است. این امر با نقش صادرات نفت و برخی کالاهای غیرنفتی در رشد اقتصادی ایران، به‌رغم محدودیت‌های تجاری ناشی از تحریم‌ها، سازگار است.

همچنین ضریب معنادار عرض از مبدأ نشان‌دهنده اثر پایه‌ای مثبت در مدل است که می‌تواند به عوامل ساختاری دیگر مانند منابع طبیعی یا سرمایه انسانی غیر شامل در مدل مرتبط باشد.

بنابراین به‌طورکلی نتایج مدل بلندمدت ARDL نشان می‌دهند که نیروی کار فعال ((Ln(L)، ساختار مالی ((Ln(STR) و باز بودن تجارت ((Ln(TO) عوامل کلیدی رشد تولید ناخالص داخلی در ایران در بلندمدت هستند. تأثیر مثبت ساختار مالی، توسعه بازار سرمایه را به‌عنوان یک مسیر رشد پایدار تأیید می‌کند که با گذار تدریجی از نظام بانک‌محور به بازارمحور همخوانی دارد. تأثیر قوی باز بودن تجارت، اهمیت تجارت خارجی (به‌ویژه نفت) را برجسته می‌کند، هرچند تحریم‌ها این اثر را محدود کرده‌اند. ضعف اثر سرمایه‌گذاری ((Ln(K) و مخارج دولت ((Ln(GE)

نشان دهنده چالش های ساختاری در تخصیص منابع و ناکارآمدی سیاست های مالی است که می تواند به وابستگی به نفت و محدودیت های بین المللی مرتبط باشد. این یافته ها بر ضرورت اصلاحات در جهت تقویت بازار سرمایه، افزایش سرمایه گذاری مولد و کاهش موانع تجاری تأکید دارند.

با در نظر گرفتن رابطه تعادلی بلندمدت میان متغیرهای مدل، ضروری است که الگوی تصحیح خطا (ECM) برای ارزیابی سرعت تعدیل خطاهای کوتاه مدت به سمت مقادیر تعادلی و بلندمدت، برآورد گردد که براساس آن ضریب عبارت تصحیح خطای به دست آمده برابر ۰/۲۹- است و از نظر آماری نیز معنادار بوده که بیانگر این است که عدم تعادل های کوتاه مدت تصحیح شده و رابطه بلندمدت به طور قوی در طول زمان برقرار است. به عبارت دیگر، اگر متغیرهای مدل (مانند شاخص ساختار نظام مالی و رشد تولید ناخالص داخلی) در کوتاه مدت از مسیر تعادلی خود منحرف شوند، این انحرافات با سرعت نسبتاً متوسطی در طول زمان اصلاح شده و سیستم به سمت تعادل بلندمدت بازمی گردد. این سرعت تعدیل نشان دهنده وجود یک مکانیسم قوی برای بازگشت به تعادل در اقتصاد ایران است، اما به دلیل اینکه ضریب کمتر از ۰/۵ است، می توان نتیجه گرفت که فرآیند تعدیل به صورت تدریجی و نه فوری رخ می دهد. این امر می تواند به ساختار بانک محور اقتصاد ایران و محدودیت های نهادی یا اصطکاک های مالی موجود مرتبط باشد که مانع از تعدیل سریع تر می شوند. با این حال، معناداری آماری این ضریب تأیید می کند که رابطه بلندمدت بین ساختار نظام مالی و رشد اقتصادی پایدار بوده و انحرافات کوتاه مدت به تدریج به سمت این رابطه همگرا می شوند.

۴-۶- نتایج آزمون های تشخیص

در این بخش آزمون های تشخیص جملات اخلال مربوط به نرمال بودن توزیع جملات اخلال، عدم وجود خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس در جدول ۸ ارائه شده است.

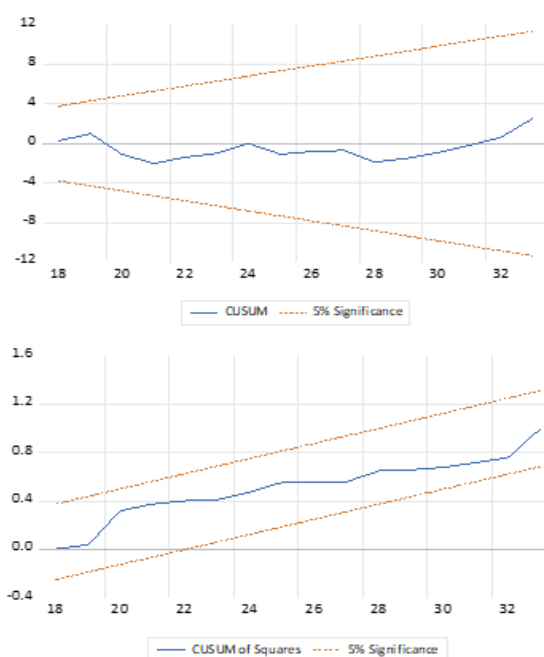
جدول ۸. نتایج آزمون های تشخیص

آزمون	آماره	سطح احتمال
نرمالیتی جاکابرا	۰/۲۷	۰/۸۷
خودهمبستگی بروش-گادفری	۰/۸۶	۰/۴۴
ناهمسانی واریانس بروش-پاگان-گادفری	۱/۱۴	۰/۳۹

مأخذ: یافته های تحقیق

نتایج آزمون های تشخیصی در سطح معنی داری ۵ درصد، نشان می دهند که مدل رگرسیونی مورد استفاده از نظر نرمالیت، خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس فرضیات اساسی رگرسیون را برآورده می کند. این امر صحت و قابلیت اطمینان مدل را برای تحلیل اثر ساختار نظام مالی بر تولید ناخالص داخلی در ایران تأیید می کند. ثبات آماری مدل، به ویژه در شرایط اقتصادی متلاطم ایران، امکان بررسی دقیق تر نقش متغیرهایی مانند ساختار مالی ($\ln(\text{STR})$)، تشکیل سرمایه ($\ln(K)$) و مخارج دولت ($\ln(\text{GE})$) را فراهم می کند. این یافته ها از منظر سیاستی، بر ضرورت استفاده از مدل برای طراحی سیاست های مالی و توسعه بازار سرمایه در راستای رشد پایدار اقتصادی تأکید دارند.

در ادامه نتایج ثبات و پایداری ضرایب برآورد شده در بلندمدت براساس آزمون CUSUM و CUSUMSQ در نمودار ۱ نشان داده شده است.



نمودار ۱. نتایج آزمون CUSUM و CUSUMSQ

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون‌های CUSUM و CUSUM of Squares نشان می‌دهند که پارامترهای مدل ARDL در طول دوره موردبررسی پایدار بوده‌اند. عدم خروج خطوط آماره از نوارهای بحرانی ۵٪ معناداری، بیانگر این است که مدل در برابر شوک‌های اقتصادی یا ساختاری مقاوم بوده و تغییرات پارامترها در طول زمان معنادار نبوده است. این ثبات، همراه با نتایج آزمون‌های تشخیصی قبلی، اعتبار کلی مدل را برای تحلیل رابطه بین ساختار سیستم مالی و تولید ناخالص داخلی در ایران تأیید می‌کند.

۵- نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها سیاستی

پژوهش حاضر با به‌کارگیری داده‌های اقتصادی ایران طی دوره ۱۳۷۰ تا ۱۴۰۲ به بررسی اثر شاخص ساختار نظام مالی بر تولید ناخالص داخلی با استفاده از الگوی خودرگرسیون ی با وقفه‌های گسسته (ARDL) پرداخته است. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که در کوتاه‌مدت، ساختار مالی (نسبت ارزش بازار سهام به دارایی‌های بانکی) و باز بودن تجارت تأثیرات مثبت و معناداری بر تولید ناخالص داخلی دارند، درحالی‌که مخارج دولت اثر منفی متفاوتی بین سطح و وقفه‌ها نشان می‌دهد. در بلندمدت، نیروی کار، ساختار مالی و باز بودن تجارت نقش محوری در رشد اقتصادی دارند، اما

تشکیل سرمایه و مخارج دولت تأثیر ضعیف یا غیر معناداری دارند. آزمون کرانه‌ها وجود رابطه هم جمع بلندمدت را تأیید کرد که نشان دهنده پایداری اثرات این متغیرها در اقتصاد ایران است. علاوه بر این، در کوتاه مدت، نیروی کار فعال با اثر مثبت و معنادار در وقفه اول به رشد اقتصادی کمک می‌کند که نشان دهنده اهمیت سرمایه انسانی در تحرک کوتاه مدت اقتصاد است. با این حال، سرمایه ثابت در کوتاه مدت تأثیر معناداری ندارد که حاکی از نیاز به بهبود کارایی تخصیص سرمایه برای تأثیرگذاری بیشتر در رشد اقتصادی است. این یافته‌ها با برخی مطالعات پیشین هم‌راستا است؛ به عنوان مثال، مقایسه نتایج با مطالعات داخلی نشان می‌دهد که اثر مثبت ساختار مالی بر رشد اقتصادی با یافته‌های متقی و همکاران (۱۴۰۴) و فرمان‌آرا و همکاران (۱۳۹۸) همخوانی دارد، اما اثر غیر معنادار سرمایه ثابت با نتایج عرب و همکاران (۱۴۰۰) متفاوت است. همچنین، راجان و زینگالس (۱۹۹۸) و دمیرگوچ-کنت و لوین (۱۹۹۹) بر نقش مثبت سامانه‌های بازارمحور تأکید کردند که با تأثیر معنادار ساختار مالی در این پژوهش سازگار است. علاوه بر آن، تأثیر مثبت کوتاه مدت ساختار مالی با مطالعه نیاشا و اودیامبو (۲۰۱۵) در آفریقای جنوبی همخوانی دارد. با این حال، برخلاف سلامت و الزیادت (۲۰۲۳) در عربستان سعودی که تأثیر بانک محور را غیر معنادار یافت، این مطالعه نشان داد که ساختار مالی در ایران، به ویژه با رشد بازار سرمایه، نقش کلیدی دارد که ممکن است به تفاوت‌های نهادی و اقتصادی مرتبط باشد. از سوی دیگر، ضعف اثر تشکیل سرمایه با نتایج دورجداگوا و همکاران (۲۰۲۴) در کشورهای پسا سوسیالیستی هم‌راستا است که می‌تواند به ناکارآمدی سرمایه‌گذاری در ایران اشاره کند.

این ناهمگونی‌ها با دیدگاه نظری مرتون و بادی (۱۹۹۵) و لوین (۱۹۹۷) سازگار است که بر اهمیت کارایی کلی سیستم مالی تأکید دارند. در ایران، ضعف زیرساخت‌های بازار سرمایه، تسلط نظام بانکی و محدودیت‌های ناشی از تحریم‌ها و وابستگی به نفت می‌توانند توضیح دهنده تفاوت‌ها با مطالعات دیگر باشند. همچنین این یافته‌ها با دیدگاه بک (۲۰۱۵) درباره نقش مکانیسم‌های تولید اطلاعات، حاکمیت شرکتی، تنوع ریسک و تخصیص سرمایه هم‌راستا است که نشان می‌دهد اثربخشی سیستم مالی به عوامل زمینه‌ای بستگی دارد.

برای تقویت رشد تولید ناخالص داخلی در ایران، سیاست‌گذاران باید بر بهبود ساختار نظام مالی و افزایش باز بودن تجارت تمرکز کنند. با توجه به اثر مثبت و معنادار شاخص ساختار نظام مالی (ضریب ۰/۱۹ در بلندمدت)، پیشنهاد می‌شود که اصلاحات ساختاری برای تعادل بین نظام بانک محور و بازار سرمایه (مانند تقویت بورس اوراق بهادار تهران) اجرا شود تا کارایی تخصیص منابع مالی بهبود یابد. همچنین، اثر قوی باز بودن تجارت (ضریب ۲/۶۳ در بلندمدت) نشان دهنده ضرورت کاهش موانع تجاری و تقویت روابط بین‌المللی، به ویژه در شرایط تحریم‌ها، از طریق دیپلماسی اقتصادی است. سرمایه‌گذاری در نیروی کار از طریق آموزش و مهارت‌افزایی (با توجه به ضریب ۱/۳۸ در بلندمدت) باید در اولویت قرار گیرد، زیرا اثر مثبت آن بر رشد پایدار تأیید شده است. با این حال، اثر غیر معنادار سرمایه‌گذاری فیزیکی (LnK) نشان می‌دهد که صرف افزایش سرمایه‌گذاری بدون بهبود ساختار مالی و تجارت کافی نیست. در نهایت، با توجه به اثر منفی کوتاه مدت مخارج دولت (ضریب -۰/۹۲)، پیشنهاد می‌شود که مخارج دولتی به سمت پروژه‌های زیرساختی و حمایت از بخش خصوصی هدایت شود تا اثرات منفی کوتاه مدت کاهش یابد و رشد پایدار تقویت شود.

این پیشنهادها می‌توانند به سیاست‌گذاران کمک کنند تا با شناسایی نقاط قوت (مانند پتانسیل بازار سرمایه) و ضعف‌ها (مانند ناکارآمدی بانکی و تحریم‌ها)، سیاستی جامع برای رشد پایدار اقتصادی ایران طراحی کنند. درنهایت، یک سیستم مالی متعادل و کارآمد می‌تواند تسهیلگر پیشرفت اجتماعی و بهبود کیفیت زندگی شهروندان باشد.

منابع

منابع داخلی

- احمدی، احمدرضا و بوشهری، محمد (۱۴۰۲). تحلیل تأثیر تعمیق مالی بر اقتصاد سایه در ایران طی ۴ دهه: با تأکید بر بازارهای مالی و مؤسسات مالی. مطالعات اقتصاد بخش عمومی، ۴(۲)، ۳۸۷-۴۰۸.
- تقوی، مهدی، امیری، حسین و محمدیان، عادل (۱۳۹۰). توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منا با استفاده از روش پانل پویا GMM. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، ۴(۱۰)، ۶۳-۸۲.
- جرجریزاده، علیرضا، فرازمند، حسن و موسوی تاشاری، مریم (۱۳۹۲). بررسی تأثیر توسعه بازار پول و بازار سرمایه بر رشد اقتصادی بخش صنعت در ایران طی دوره (۱۳۸۷-۱۳۴۸). ششمین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران، تهران.
- خادم‌علیزاده، امیر (۱۳۹۲). تأثیر بازار سرمایه بر رشد اقتصادی در ایران (۱۳۹۰-۱۳۷۰) با استفاده از رویکرد تحلیل مؤلفه‌های اصلی (PCA). پژوهشنامه اقتصادی، ۱۳(۵۰)، ۸۷-۱۲۱.
- دودانگه، صدیقه، حسینی، سید شمس‌الدین و غفاری، فرهاد (۱۴۰۲). تأثیر توسعه مالی و اندازه آن بر رشد در اقتصاد ایران با رویکرد غیرخطی. اقتصاد مالی، ۱۷(۶۳)، ۲۴۶-۲۲۷.
- صمدی، سعید، نصرالهی، خدیجه و کرم‌علیان سیجانی، مرتضی (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی. پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، ۷(۳)، ۱-۱۶.
- عرب، آزاده، سرلک، احمد، قیاسی، مجتبی و شریف‌نژاد، مریم (۱۴۰۰). بررسی تأثیر توسعه مالی و ثبات مالی بر رشد اقتصادی ایران با استفاده از رهیافت گشتاورهای تعمیم‌یافته. پژوهش‌های رشد و توسعه پایدار (پژوهش‌های اقتصادی)، ۲۱(۴)، ۶۳-۸۳.
- علیقلی، محمد و حسینی، سید محمد (۱۳۹۷). چگونگی اثرگذاری نوسانات شاخص قیمت سهام بر تغییرات رشد اقتصادی در ایران (۱۳۷۱-۹۶). اقتصاد مالی، ۱۱(۴۱)، ۲۰۱-۲۲۴.
- فرمان‌آرا، وحید، کمیجانی، اکبر، فرزین‌وش، اسداله و غفاری، فرهاد (۱۳۹۸). نقش بازار سرمایه در تأمین مالی و رشد اقتصادی (مطالعه موردی ایران و منتخبی از کشورهای درحال توسعه). اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)، ۱۳(۴۷)، ۱۹-۳۷.
- متقی، سمیرا، رستمی پائین افراکتی، مهدی و جدی دلشاد، جواد (۱۴۰۴). بررسی تأثیر توسعه مالی و مدیریت توسعه بر رشد اقتصادی و کیفیت محیط‌زیست. مطالعات مدیریت توسعه سبز، ۴(۲)، ۲۲۲-۱۹۹.

منابع خارجی

- Abdullah, M. A. Han, X. Amjad, M. A. & Makhmudov, S. (2025). Revisit the role of financial development on economic growth, human development, and sustainable development in higher-income countries. *Journal of Environmental Management*, 392, 126874.
- Aghion, P. & Bolton, P. (1997). A theory of trickle-down growth and development. *Review of Economic Studies*, 64(2), 151-172.

- Alkhafagy, A. M. Al-Dulaimi, A. J. M. & Al-Jubouri, A. A. (2023). Does Financial Development and Financial Inclusion Matter for Economic Growth? Evidence from Iraq. *Cuadernos de Economía*, 42(1), 101–115.
- Allard, J. & Blavy, R. (2011). Market phoenixes and banking ducks:: Are recoveries faster in market-based financial systems? *IMF Working Papers*, 11(213), 1–27.
- Allen, F. (1993). Stock Markets and Resource Allocation. In C. Mayer & X. Vives (Eds.), *Capital Markets and Financial Intermediation* (pp. 81-108). Cambridge University Press.
- Allen, F. & Gale, D. (2000). *Comparing financial systems*. MIT Press.
- Alsalamat, M. N. & Alzyadat, J. A. (2023). Bank-based and market-based financial systems structure and economic growth in Saudi Arabia. *Review of Economics and Finance*, 21(1), 2847–2854.
- Asongu, S. (2014). *May the soul of the IFS financial system definition RIP in developing countries*. SSRN Electronic Journal .
- Beck, T. (2011). *Finance and Oil: Is There a Resource Curse in Financial Development?* European Banking Center Discussion Paper No. 2011-004.
- Beck, T. (2015). *Does Europe need a capital market union?* Retrieved October 20, 2016, from <http://www.slideshare.net/F-B-F/the-new-financial-architecture-in-the-eurozone>
- Beck, T. Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (2000). A new database on the structure and development of the financial sector. *World Bank Economic Review*, 14(3), 597–605.
- Beck, T. Demirgüç-Kunt, A. Levine, R. & Maksimovic, V. (2001). Financial structure and economic development:: Firm, industry, and country evidence. *Social Science Electronic Publishing*, 189–242.
- Beck, T. Levine, R. & Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 261–300.
- Bencivenga, V. R. & Smith, B. D. (1991). Financial intermediation and endogenous growth. *Review of Economic Studies*, 58(2), 195–209.
- Berger, A. N. & Udell, G. F. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business*, 68(3), 351–381.
- Berger, A. N. & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6–8), 613–673.
- Bhide, A. (1993). The hidden costs of stock market liquidity. *Journal of Financial Economics*, 34(1), 31–51.
- Boot, A. W. A. & Thakor, A. V. (1997). Financial system architecture. *Review of Financial Studies*, 10, 693–733.
- Boot, A. W. A. Greenbaum, S. I. & Thakor, A. V. (1993). Reputation and discretion in financial contracting. *American Economic Review*, 83(5), 1165–1183.
- Caprio, G... & Levine, R. (2002). *Corporate governance of banks: Concepts and international trends*. *Universal Banking in the 21st Century*.
- Davis, G. F. (2009). *Managed by the markets: How finance reshaped the American firm*. Oxford University Press.
- Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (1999). *Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons*. In *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of the Role of Financial Institutions*. MIT Press.
- Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2002). Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm-level data. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 337–363.
- Demirgüç-Kunt, A. Feyen, E. & Levine, R. (2011). *The Evolving Importance of Banks and Securities Markets*. World Bank Policy Research Working Paper No. 5805.
- Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 51 (3), 393–414.
- Dorjdagva, O. Batchuluun, J. Damiran, S. & Natsagdorj, B. (2024). Economic growth and stock market development: Evidence from some selected countries. *Journal of Eastern European and Central Asian Research (JEECAR)*, 11(4), 754–767.
- Ergungor, O. E. (2008). Financial system structure and economic growth: Structure matters. *International Review of Economics and Finance*, 17(2), 292–305.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Faraj, A. M. (2021). The impact of financial development on economic growth in Iraq during the period 2004 to 2018: An empirical analysis using the FMOLS model. *Journal of Economic Studies*.
- Gambacorta, L. Yang, J. & Tsatsaronis, K. (2014). *Financial structure and growth*. BIS Quarterly Review, March.

- Gerschenkron, A. (1962). *Economic backwardness in historical perspective*. Belknap Press of Harvard University Press.
- Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 3(1–3), 405–440.
- Hellwig, M. (1991). *Banking, financial intermediation and corporate finance*. In A. Giovannini & C. Mayer (Eds.), *European Financial Integration*. Cambridge University Press.
- Higgins, R. C. (2005). *Analysis for financial management*. McGraw-Hill/Irwin.
- Holmström, B. & Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy*, 101(4), 678–709.
- Hoshi, T. Kashyap, A. K. & Scharfstein, D. S. (1991). *The choice between public and private debt: An analysis of the capital structure of Japanese companies*. In *Corporate Capital Structures in the United States*.
- International Monetary Fund. (2021). *World Economic Outlook: Recovery during a pandemic*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>
- Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264.
- Knio, M. S. E. D. & Houmani, H... (2024). Examining the impact of stock market development on economic growth: KSA Tadawul. *Emirati Journal of Business, Economics, & Social Studies*, 3(1), 104–120.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- Lakonishok, J. Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance*, 49(5), 1541–1578.
- Langfield, S. & Pagano, M. (2016a). *Bank bias in Europe: Effects on systematic risk and growth*. Economic Policy.
- Langfield, S. & Pagano, M. (2016b). Contribution to The Palgrave Handbook of European Banking. *Unpublished Work*, 41(6), 1363–1373.
- Levine, R. (1991). Stock Markets, Growth, and Tax Policy. *The Journal of Finance*, 46(4), 1445–1465.
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
- Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: Which is better? *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), 398–428.
- Levine, R. (2005). *Finance and growth: Theory and evidence*. In *Handbook of Economic Growth.
- Levine, R. A. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 88, 537–558. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/116848>
- Liu, C. Fan, Y. Xie, Q. & Wang, C. (2022). Market-based versus bank-based financial structure in China: From the perspective of financial risk. *Structural Change and Economic Dynamics*, 62, 24–39.
- Liu, G. & Zhang, C. (2020). Does financial structure matter for economic growth in China. *China Economic Review*, 61, 101194. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2018.06.006>
- Luintel, K. B. Khan, M. Arestis, P. & Theodoridis, K. (2008). Financial structure and economic growth. *Journal of Development Economics*, 86(1), 181–200.
- Mazur, E. A. & Alexander, W. R. J. (2001). Financial sector development and economic growth in New Zealand. *Applied Economics Letters*, 8(8), 545–549.
- Merton, R. C. & Bodie, Z. (1995). *A conceptual framework for analyzing the financial system*. In *The global financial system: A functional perspective* (pp. 3–31).
- Messori, M. Esposito, P. Manuela, M. & Larocca, V. (2021). *Bank-based or market-based financial sources: Which is better for the EU?*
- Mishkin, F. S. (2004). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (7th ed.). Pearson Addison Wesley.
- Moradia, A. Faraji, S. & Saeidi, S. (2016). Impact of financial systems on economic growth: A comparative study of market-based and bank-based economies. *Journal of Financial Stability*, 26, 82–93.
- Murad, E. I. H. & Mahfoudh, S. (2024). Analysis of the performance of the Iraqi Stock Exchange indices for the period 2004–2022. *Migration Letters*, 21(S8), 546–557.
- Naceur, S. B. & Omran, M. (2011). Do bank-based and market-based financial systems foster economic growth? *Review of Finance*, 15(2), 393–430.

- Nyasha, S. & Odhiambo, N. M. (2015). The impact of banks and stock market development on economic growth in South Africa: An ARDL-bounds testing approach. *Contemporary Economics*, 9 (1), 93–108.
- Obstfeld, M. (1994). Risk-taking, global diversification, and growth. *American Economic Review*, 84 (5), 1310–1329.
- Pesaran, H. H. & Shin, Y. (1998). Generalized impulse response analysis in linear multivariate models. *Economics Letters*, 58 (1), 17–29.
- Pesaran, M. H. Shin, Y. & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289–326.
- Petersen, M. A. & Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *Journal of Finance*, 49(1), 3–37.
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt. *Journal of Finance*, 47, 1367–1400.
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, 88(3), 559–586.
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (2001). Financial systems, industrial structure, and growth. *Oxford Review of Economic Policy*, 17 (4), 467–482.
- Ramakrishnan, R. T. & Thakor, A. V. (1984). Information reliability and a theory of financial intermediation. *Review of Economic Studies*, 51(3), 415–432.
- Schmukler, S. & Vesperoni, E. (2001). Firms' financing choices in bank-based and market-based economies. In *Financial Structure and Economic Growth*, 347–375.
- Schumpeter, J. (1912). *The theory of economic development*. Harvard University Press.
- Sengupta, J. K. (2011). *Understanding economic growth*.
- Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83–104.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Shleifer, A. Lopez-de-Silanes, F. & Porta, R. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150.
- Sirri, E. R. (1995). *The economics of pooling*. In *The Global Financial System: A Functional Approach* (pp. 81–128). Harvard Business School Press.
- Sirri, E. R. and P. Tufano (1995), "The Economics of Pooling", in Crane, D. B. et al (eds.), "*The Global Financial System: A Functional Approach*", Boston, MA: Harvard Business School Press: 81-128.
- Slow, J. A. & Ali, N. Y. (2023). The impact of the development of the banking sector on economic growth in Iraq for the period 2004-2021. *Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences*, 19(64, 1), 433–452.
- Stiglitz, J. E. (1985). Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 17(2), 133–152.
- Tan, S. L. (2023). *Re-examining the banking sector and stock market impact on economic growth: Some international evidence*. Available at SSRN 4655281.
- The European Commission. (2015a). *Accompanying working document: Economic analysis*.
- The European Commission. (2015b). *Action plan on building a capital markets union*.
- The European Commission. (2015c). *Green paper - Building a capital market union*.
- Wenger, E. & Kaserer, C. (1998). *German banks and corporate governance: A critical view*. In *Comparative Corporate Governance-The State of the Art and Emerging Research* (pp. 499–536).
- World Bank. (2022). *Global Economic Prospects*, January 2022.
- Wulff, L. D. (2017). *Bank-based & market-based financial systems and financial stability*.
- Xu, Y. Zhao, X. Zhou, X. & Yuan, L. (2021). Financial structure and capital allocation efficiency: An empirical analysis of China from 2005–2018. *Applied Economics*, 53(29), 3347–3358.