فصل‌نامه مطالعات اقتصاد انرژی/ سال هفدهم / شماره ۷۰/ پاییز ۱۴۰۰/ صفحات ۱۱۶-۸۵

آیا نفت نفرین است یا موهبت برای توسعه مالی ایران؟

سهیل رودری[۱]
دکتری اقتصاد، دانشکده اقتصاد و علوم اداری، دانشگاه فردوسی، مشهد
Soheil.rudari@mail.um.ac.ir

امیرمنصور طهرانچیان
استاد، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران
m.tehranchian@umz.ac.ir

پگاه زارعی
دکتری اقتصاد، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران،
Pegah.zarei220@gmail.com
تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۲/۰۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۰۹

چکیده

در پژوهش حاضر تأثیر قیمت نفت بر شاخص توسعه مالی مبتنی بر شبکه بانکی و مبتنی بر بازار سهام در دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷ در قالب الگوی چرخشی مارکوف بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد در شرایطی که توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام در رژیم پایین خود باشد، افزایش قیمت نفت برای توسعه مالی نفرین نمی‌باشد و تأثیر معناداری ندارد و چنانچه در رژیم بالای خود باشد باعث کاهش توسعه مالی بازار سهام می‌شود. همچنین چنانچه شاخص توسعه مالی مبتنی بر شبکه بانکی در رژیم میانه باشد، افزایش قیمت نفت نفرین نبوده و توسعه مالی بانکی را کاهش نمی‌دهد. همچنین متغیرهای باز بودن تجاری و رشد اقتصادی بسته به نوع توسعه مالی و رژیم دارای تأثیر متفاوتی می‌باشند. بر اساس نتایج پژوهش افزایش قیمت و درآمدهای نفتی تحت هر شرایطی منجر به کاهش توسعه مالی در کشور نمی‌شود و با توجه به پایداری و رژیم حاکم بر توسعه مالی و نوع توسعه مالی بایستی سیاست‌گذاری صورت پذیرد.

طبقه‌بندی JEL: C34, E51, G21

کلیدواژه‌ها: نفرین منابع، توسعه مالی، باز بودن تجاری، رشد اقتصادی، الگوی مارکوف سویچینگ

---

۱. نویسنده مسئول

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

۱- مقدمه

با توجه به اهمیت نفت در اقتصاد جهانی، مطالعات متعددی به بررسی تأثیر تغییرات قیمت نفت بر اقتصاد و بازارهای مالی پرداخته‌اند. با توجه به "مالی شدن[1]" بازار نفت به‌واسطه وجود آتی‌ها و مشتقات، نفت را اغلب به‌عنوان یک سبد دارایی در نظر می‌گیرند و بر همین اساس تأثیر تغییرات قیمت نفت بر بازارهای مالی و توسعه مالی بایستی بررسی گردد. به همین علت ارتباط میان قیمت نفت و بازارهای مالی و توسعه مالی در مطالعات متعددی مورد ارزیابی قرار گرفته است (لیو و همکاران[2]، ۲۰۲۰). با توجه به ماهیت اقتصاد ایران و وابستگی زیاد به درآمدهای نفتی، تغییر در قیمت نفت می‌تواند با ایجاد ادوار تجاری بر عملکرد شبکه بانکی و همچنین بازار سهام تأثیر بگذارد. همچنین بر اساس وابستگی بودجه دولت به درآمدهای نفتی و نقش تعیین‌کننده ارزهای حاصل از درآمدهای نفتی در تعیین نرخ ارز و از سوی دیگر سهم بالای واردات کالاهای سرمایه‌ای و واسطه‌ای از واردات در کشور، تغییر قیمت نفت می‌تواند از طریق تغییر در بودجه دولت و همچنین بهای تمام شده محصولات، توان بازپرداخت تسهیلات دریافتی توسط بخش خصوصی و بخش دولتی را تحت تأثیر قرار دهد (زارعی و همکاران،۱۳۹۸). بر این اساس، منابع طبیعی می‌توانند برای توسعه مالی موهبت یا نفرین محسوب شوند. وفور منابع طبیعی می‌تواند از طریق تأمین منابع مالی برای سرمایه‌گذاری‌های مولد، فعالیت‌های اقتصادی را تحریک نماید. از سویی با توجه به سطح و میزان توسعه‌یافتگی مالی کشورها تغییر در قیمت منابع طبیعی می‌تواند آثار متفاوتی داشته باشد. تغییرات قیمت نفت عمدتاً از طریق دو کانال نقش مهمی در توسعه مالی ایفا می‌نماید. کانال نخست، با توجه به اینکه نفت یک نهاده تولیدی مهم است، تغییرات قیمت نفت فعالیت‌های تولیدی بنگاه‌ها را از طریق هزینه تولید تحت تأثیر قرار می‌دهد. در واقع هزینه انرژی بالاتر منجر به کاهش سود کسب و کارها و درآمد واقعی خانوارها می‌شود که خود می‌تواند بر توان بازپرداخت تسهیلات دریافتی توسط خانوارها و کسب و کارها مؤثر باشد. با تحت تأثیر قرار گرفتن توان بازپرداخت تسهیلات دریافتی و معوق شدن مطالبات بانکی، توان اعتباری و میزان تسهیلات بانکی

1. Financialization
2. Liu et al

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

(توسعه مالی بانکی) نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد. از سوی دیگر تغییر در سودآوری کسب و کارها و همچنین درآمد خانوارها می‌تواند بر ارزش معاملات بازار سهام (توسعه مالی سهام محور) مؤثر باشد (لیو و همکاران، ۲۰۲۰).

کانال دیگر تئوری چرخه تجاری[1] است. در قالب این تئوری یک نوآوری مثبت در چرخه تجاری جهانی، به‌طور همزمان بازار نفت و بازارهای مالی را تحریک می‌کند. در واقع، چنانچه نفت به‌عنوان یک سبد دارایی در نظر گرفته شود، می‌تواند نتایج متمایز در بازارهای مالی نسبت به حالتی که صرفاً به‌عنوان یک ماده خام لحاظ می‌شود، داشته باشد (کیلیان و پارک[2]، ۲۰۰۹).

بنابر آنچه مطرح شد، وفور منابع طبیعی می‌تواند بهبود و یا کاهش توسعه مالی را در کشور به دنبال داشته باشد. بنابراین درک ارتباط بین وفور منابع طبیعی و توسعه مالی برای سیاست‌گذاران و کاربست منابع طبیعی به‌عنوان یک ابزار برای تحریک رشد اقتصادی و بهبود توسعه مالی حائز اهمیت می‌باشد. با توجه به اینکه تاکنون مطالعه‌ای در خصوص تأثیر قیمت نفت بر توسعه مالی به تفکیک توسعه مالی مبتنی بر شبکه بانکی و توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام انجام شده است، مطالعه حاضر دارای نوآوری می‌باشد. در عمده مطالعات انجام گرفته تمرکز بر توسعه مالی بانکی بوده است و کمتر به توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام نیز توجه شده است. همچنین با توجه به نقش با اهمیت نفت در اقتصاد کشور، تغییرات قیمت نفت می‌تواند بر بودجه دولت و به دنبال آن سیاست‌های دولت در خصوص بازار سرمایه تأثیرگذار باشد. در واقع شاخص بازار سهام در دوره‌هایی که درآمدهای نفتی دولت کاهش داشته، رشد قابل توجهی را تجربه نموده است. به‌طور مثال بر اساس آمار و داده‌های اقتصادی و مالی وزارت اقتصاد و امور دارایی، شاخص کل سهام در سال ۱۳۹۰ حدود ۲۵۹۰۵ واحد و در سال ۱۳۹۲ به حدود ۷۹۰۱۵ واحد رسیده و رشدی بیش از ۲۰۰ درصد را تجربه نموده است. همچنین در سال ۱۳۹۷ شاخص کل سهام حدود ۱۷۸۶۵۹ واحد و در پایان سال ۱۳۹۸ شاخص کل سهام به ۵۱۲۹۰۱ واحد رسیده که رشدی بالغ بر ۱۸۷ درصد را نشان می‌دهد. این در حالی است که قیمت نفت از ۱۱۱ دلار در سال ۱۳۹۰ به ۱۰۴ دلار در سال ۱۳۹۲

1. Business Cycle Theory
2. Kilian & Park

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

کاهش داشته است. همچنین از ۶۹ دلار در سال ۱۳۹۷ به ۶۲ دلار در سال ۱۳۹۸ رسیده است. بنابر شواهد موجود تغییرات قیمت نفت و متعاقباً درآمدهای نفتی، می‌تواند بر سیاست‌های دولت در خصوص شبکه بانکی و بازار سرمایه (فروش سهام‌های دولتی و حمایت از بازار) جهت تأمین کسری بودجه در شرایط کاهش درآمدهای نفتی تأثیرگذار باشد. حال اینکه قیمت نفت و تغییرات آن چگونه توسعه مالی بانکی و سهام محور را با توجه به رژیم و سطح آن‌ها تحت تأثیر قرار می‌دهد، سؤالی است که در پژوهش حاضر مورد بررسی قرار گرفته است.

در ادامه مبانی نظری و پیشینه پژوهش ارائه و در بخش سوم روش‌شناسی و در بخش چهارم و پنجم تجزیه و تحلیل یافته‌ها و نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه شده است.

۲- مبانی نظری

تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

توسعه مالی: پژوهش‌های علمی نشان می‌دهند که بازارهای مالی می‌توانند نقش مهمی در رشد اقتصادی بازی کنند. سیستم کارای مالی، سرمایه را از پس‌اندازکنندگان به وام‌گیرندگان انتقال می‌دهد و منابع را به سمت پروژه‌های سرمایه‌گذاری مولد و سودآور هدایت می‌کند. هر چه بهره‌وری سرمایه‌گذاری بیشتر باشد، نرخ رشد اقتصاد نیز بیشتر خواهد بود. استیگلیتز[1] (۱۹۹۴) معتقد است که بازارهای مالی مغز سیستم اقتصادی و کانون اصلی تصمیم‌گیری هستند و چنانچه این بازارها با شکست و نارسایی مواجه شوند، عملکرد کل سیستم اقتصادی آسیب خواهد دید (هانگ و وانگ[2]،۲۰۱۱).

به‌طورکلی توسعه مالی بر اساس مطالعه کروس و ریوجا[3] (۲۰۰۶) به دو بخش بانک محور و مبتنی بر بازار سهام تقسیم شده است. رویکرد بانک محور شامل تسهیلات اعطایی بخش بانکی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی می‌باشد و رویکرد مبتنی بر بازار سهام نیز ارزش سهام مبادله شده به تولید ناخالص داخلی می‌باشد.

1. Stiglitz
2. Haung & Wang
3. Krause & Rioja

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

رشد اقتصادی: کوزنتس[1] (۱۹۷۶) رشد نوین اقتصادی را این‌طور تعریف کرد: افزایش بلندمدت ظرفیت تولید، به‌منظور افزایش عرضه کل به‌منظور تأمین نیازهای جمعیت. این افزایش، به پیشرفت‌های نوین فنی و تطبیق آن با شرایط نهادی و ایدئولوژیک مورد تقاضای آن بستگی دارد.

او برای رشد نوین اقتصادی، شش خصوصیت را در نظر دارد: رشد سریع تولید ناخالص سرانه ملّی و جمعیت، افزایش بازدهی و بهره‌وری، نرخ زیاد تغییرات زیربنایی، شهرنشینی، گسترش برون‌مرزی فعالیت‌های اقتصادی کشورهای توسعه‌یافته و جریان‌های بین‌المللی کار، کالا و سرمایه (کوزنتس، ۱۳۷۲).

باز بودن تجاری: منظور از آزادسازی تجاری، نوعی سیاست تجاری است که در مرحله اول آن حذف محدودیت‌های کمی و در مراحل بعدی احیاناً با یکسان‌سازی نرخ‌های واقعی، حمایت برای همه بخش‌های اقتصادی اتفاق می‌افتد. در نتیجه، تأثیرات بلندمدت این مراحل، کسب کارایی اقتصادی است که تولید و مصرف بیشتری را فراهم می‌سازد. سیاست‌های آزادسازی تجاری، دو هدف اساسی دارد. اولین هدف آن کمک به افزایش رشد اقتصادی و اشتغال از طریق بهبود تخصیص منابع و کارایی اقتصادی است و دومین هدف عمده آن نیز کمک به بهبود در تراز پرداخت‌ها به‌وسیله تقویت قدرت رقابتی بخش صادراتی اقتصاد و رشد و گسترش صادرات و کاراتر کردن بخش کالاهای جانشینی واردات می‌باشد. به‌طورکلی آزادسازی تجاری و باز بودن تجاری از طریق تقسیم مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی به دست می‌آید (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۹۲). در ادامه مبانی نظری مربوط به ارتباط قیمت نفت و توسعه مالی ارائه شده است.

عوامل متعددی بر توسعه مالی مبتنی بر شبکه بانکی و مبتنی بر بازار سهام تأثیرگذار می‌باشند. عوامل سیاسی، اجتماعی، نهادی و اقتصادی متعددی بر توسعه مالی فارغ از شاخص‌های آن تأثیر می‌گذارند. یکی از مهم‌ترین منابع مؤثر بر توسعه مالی در هر کشور جریان پس‌انداز می‌باشد چنانچه جریان پس‌انداز وارد بخش بانکی و بازار سهام شود از طریق بهبود در منابع مالی می‌تواند توسعه مالی هر دو بخش را به دنبال داشته

1. Kuznets

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

باشد (جورنلند و تورسرود[1]، ۲۰۱۴). توسعه بخش مالی عامل حیاتی در رشد و توسعه اقتصادی می‌باشد. کشورهایی که تعمیق مالی گسترده‌تر دارند از نابرابری درآمدی پایین‌تری برخوردارند و دهک‌های پایین درآمدی منفعت بیشتری را کسب می‌کنند. تغییر در قیمت نفت، با تأثیر بر بودجه دولت می‌تواند تقاضای کل را تحت تأثیر قرار دهد. از سوی دیگر با توجه به اینکه درآمدهای نفتی در اختیار دولت قرار می‌گیرد و نظارت ضعیفی بر عملکرد آن وجود دارد، می‌تواند از این رانت استفاده نموده و اثر جانشینی را تقویت و بخش خصوصی را تضعیف نماید. در واقع وجود درآمدهای نفتی بحث دولت رانتیر را مطرح می‌کند و با توجه به قرار داشتن این رانت در اختیار حاکمیت، از طریق استقلال دولت از پیکره اجتماع، ایجاد مانع در مسیر توسعه سیاسی و تضعیف توان استخراجی، بر عملکرد دولت تأثیر می‌گذارد. به عبارت دیگر دولت رانتیر از دو مسیر اختلال در برنامه‌های توسعه اقتصادی و تشدید مصرف‌گرایی اقتصاد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (رضایی و همکاران، ۱۳۹۴). در مورد نحوه تأثیرگذاری درآمدهای نفتی بر توسعه مالی دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد. یکی از مشهورترین دیدگاه‌های موجود، بحث بیماری هلندی است. در قالب این رویکرد، درآمدهای نفتی منجر به کاهش سهم درآمدهای مالیاتی، کاهش سرمایه اجتماعی و انسانی، بی‌ثباتی در اقتصاد و کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود که تمامی این عوامل می‌تواند توسعه مالی را کاهش دهد. در نقطه مقابل، گروهی معتقدند که درآمدهای نفتی می‌تواند در بهبود توسعه مالی مؤثر باشد. البته این موضوع ریشه در این دارد که درآمدهای نفتی در کنار پس‌انداز بخش خصوصی قرار می‌گیرد یا اینکه جانشین پس‌انداز بخش خصوصی. چنانچه در کنار پس‌انداز بخش خصوصی قرار گیرد می‌تواند بهبود توسعه مالی را به همراه داشته باشد (محمدی و همکاران، ۱۳۹۳). بهره‌برداری از منابع طبیعی منجر به افزایش رانت و فساد در اقتصاد می‌شود و همچنین می‌تواند تخصیص بهینه منابع را مختل سازد. از دیگر پیامدهای وفور منابع طبیعی کاهش نقش درآمدهای مالیاتی است و انحصار در بهره‌برداری از منابع طبیعی انگیزه استقلال و عدم پاسخگویی را ایجاد می‌نماید. در کنار این موضوع مردم نیز تقاضای پاسخگویی کمتری از دولت در جهت ایجاد امنیت اقتصادی و تضمین حقوق مالکیت خواهند داشت و با ضعیف شدن امنیت

1. Bjornland & Thorsrud

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

اقتصادی و حقوق مالکیت بستر برای شکل‌گیری فعالیت‌های کارآفرینی از بین می‌رود که خود از متقاضیان اصلی تأمین اعتبار در بازارهای مالی می‌باشند. این موضوع می‌تواند سرعت توسعه مالی را کاهش دهد (هاتندورف[1]، ۲۰۱۴).

از دیگر مسیرهای تأثیرگذاری وفور منابع طبیعی بر توسعه مالی، بحث سرمایه اجتماعی می‌باشد. چنانچه در کشوری درآمدهای حاصل از فروش منابع طبیعی افزایش یابد و ساختار نهادی قوی وجود نداشته باشد، رانت و فساد ناشی از آن می‌تواند از طریق تضعیف سرمایه اجتماعی بر توسعه مالی تأثیر منفی بگذارد (شاه‌پرست، ۱۳۹۵).

درآمدهای نفتی نیاز به استفاده از پس‌انداز را کاهش می‌دهد و در عین حال سبب افزایش مصرف می‌شود. کاهش پس‌اندازها خود می‌تواند کاهش سرمایه‌گذاری و در نتیجه کاهش توسعه مالی را به دنبال داشته باشد. از مهم‌ترین پیامدهای افزایش درآمدهای نفتی می‌توان به شکل‌گیری تورم از طریق پدیده بیماری هلندی اشاره کرد هر چند که با کاهش درآمدهای نفتی نیز می‌توان تورم را مشاهده نمود، زیرا مالیات‌ها با توجه به اینکه مالیات‌ها به‌صورت نظام‌مند و قاعده‌مند در کشور شکل نگرفته‌اند، با کاهش درآمد نفتی، مالیات‌ها به تنهایی قادر به پوشش مخارج دولت نبوده و باعث می‌شود که دولت به استقراض از شبکه بانکی و انتشار اوراق مشارکت روی آورد که خود می‌تواند باعث ایجاد تورم شود. چنانچه نرخ تورم بالا باشد بازدهی پس‌انداز کاهش می‌یابد و از این طریق توسعه مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از سوی دیگر، تورم منجر به کاهش بازده واقعی سرمایه‌گذاری می‌شود و با کاهش قدرت خرید اشخاص احتمال معوق شدن مطالبات بانکی افزایش می‌یابد و توان اعتباری شبکه بانکی را تحت تأثیر قرار می‌دهد (روسو و ایلمازکودای[2]، ۲۰۰۹).

هرچه درآمدهای نفتی به میزان بیشتری افزایش یابد اهمیت مدیریت درآمدهای حاصله بیشتر می‌شود. به اعتقاد دیولین و لوین[3] (۲۰۰۴) چنانچه قیمت نفت آرام و اندک افزایش یابد، صرف هزینه‌های عمرانی، سرمایه‌گذاری و تأمین منابع ارزی مورد نیاز بنگاه‌ها می‌شود، اما اگر قیمت نفت به میزان زیادی افزایش یابد احتمال اینکه صرف

1. Hattendorff
2. Rousseau & Yilmazkuday
3. Devlin & Lewin

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

هزینه‌های مصرفی شود بیشتر است و می‌تواند با ایجاد آثار زیان‌بار اقتصاد کلان، توسعه مالی را کاهش دهد.

با توجه به موارد مطرح شده افزایش قیمت نفت می‌تواند بسته به سطح توسعه مالی و همچنین شاخص توسعه مالی در کشور دارای آثار متفاوت باشد؛ به عبارت دیگر ممکن است در حالتی که سطح توسعه مالی بسته به شاخص آن در کشور پایین است، افزایش قیمت نفت موجب بهبود آن شود و بر عکس. همچنین با مشخص شدن پایداری هر یک از رژیم‌های حاکم بر توسعه مالی کشور می‌توان بسته به دوره ماندگاری آن پیشنهادها سیاستی ارائه نمود. در ادامه پیشن پژوهش ارائه شده است.

پیشینه پژوهش

مطالعاتی که به‌طور مستقیم تأثیر قیمت نفت بر توسعه مالی را بررسی نموده‌اند، اندک است. اکثر مطالعات به بحث توسعه مالی و رشد اقتصادی و یا نفت و رشد اقتصادی پرداخته‌اند.

مطالعات داخلی

محمدزاده و همکاران (۱۳۹۲)، به بررسی رابطه میان مصرف انرژی و توسعه مالی در ایران با استفاده از الگوهای خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی و تصحیح خطای برداری در دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۵۰ پرداخته‌اند. نتایج بلندمدت نشان می‌دهد توسعه مالی، تولید ناخالص داخلی سرانه و جمعیت شهرنشینی تأثیر مثبت بر مصرف انرژی دارند. همچنین نتایج آزمون علیت در بلندمدت نشان داد رابطه علی دوطرفه میان توسعه مالی و مصرف انرژی و همچنین جمعیت شهرنشینی و مصرف انرژی وجود دارد. همچنین رابطه علی یک‌طرفه از تولید ناخالص داخلی سرانه به مصرف انرژی در کوتاه‌مدت و بلندمدت وجود دارد.

روحانی و همکاران (۱۳۹۲)، اثر درآمدهای نفتی بر توسعه مالی را در دو حالت بانک محور و سهام محور در کشورهای منتخب عضو اوپک در دوره زمانی ۲۰۰۹-۱۹۹۴ با استفاده از الگوی داده‌های تابلویی بررسی کرده‌اند. نتایج نشان داد در الگوی بانکی، درآمدهای نفتی تأثیر منفی و معنادار بر توسعه مالی دارد؛ اما در الگوی سهام محور درآمدهای نفتی تأثیر مثبت و معناداری بر توسعه مالی این کشورها داشته است.

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

رضایی و همکاران (۱۳۹۴)، اثر وفور منابع طبیعی بر سرکوب مالی و رشد اقتصادی از کانال اثرگذاری بر توزیع درآمد را در دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۵۲ با استفاده از الگوی حداقل مربعات سه مرحله‌ای مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان داد که افزایش درآمدهای نفتی سبب افزایش نابرابری شده و افزایش نابرابری منجر به افزایش سرکوب مالی در ایران می‌شود. همچنین سرکوب مالی منجر به کاهش رشد اقتصادی می‌شود. وفور درآمدهای نفتی بر رشد اقتصادی تأثیر منفی و بر نابرابری تأثیر مثبت دارد.

شاه‌پرست (۱۳۹۵)، تأثیر آستانه‌ای درآمدهای نفتی در اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی در ایران را با استفاده از رگرسیون آستانه‌ای در دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۵۲ مورد بررسی قرار داده است. نتایج نشان داد که حد آستانه درآمدهای نفتی کشور ۱۴۰۷/۶۹ میلیارد ریال می‌باشد و درآمدهای نفتی بیشتر از حد آستانه منجر به کاهش اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی کشور می‌شود.

مهدوی عادلی و روحانی (۱۳۹۸)، اثر وفور منابع طبیعی بر توسعه مالی در کشورهای منتخب اوپک را دوره زمانی ۲۰۱۶-۲۰۰۰ با استفاده از الگوی داده‌های تابلویی بررسی کردند. در این پژوهش توسعه مالی سهام محور صرفاً مدنظر بوده است. نتایج نشان داد که ارتباط مثبت و معناداری بین توسعه مالی در بازار سهام و درآمدهای نفتی وجود دارد. همچنین تورم تأثیر منفی و اندازه دولت و باز بودن اقتصاد تأثیر مثبت داشته‌اند.

مطالعات خارجی

باتاچاریا و هادلر[1] (۲۰۱۴)، تأثیر منابع طبیعی بر توسعه مالی را با معرفی دموکراسی و نهادهای سیاسی در تابع تأمین مالی در دوره زمانی ۲۰۰۵-۱۹۷۰ با استفاده از الگوی گشتاورهای تعمیم یافته بررسی کردند. نتایج نشان داد که وفور منابع طبیعی توسعه مالی را در کشورهای غنی از منابع و در مواردی که کیفیت نهادهای سیاسی ضعیف است، کاهش می‌دهد. همچنین نتیجه گرفتند که رشد اقتصاد تأثیر مثبت و معناداری بر توسعه مالی دارد.

1. Bhattacharyya & Hodler

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

بادیب و همکاران[1] (۲۰۱۶)، ارتباط میان منابع طبیعی و رشد اقتصادی را با لحاظ توسعه مالی و سرمایه‌گذاری در تابع تولید اقتصاد مالزی در دوره زمانی ۲۰۱۳-۱۹۷۰ با استفاده از الگوی آزمون کرانه‌ها مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که میان متغیرها هم‌انباشتگی وجود دارد و یک تأثیر غیرمستقیم ضعیف از منابع طبیعی به رشد اقتصادی از طریق توسعه مالی وجود دارد.

جوادی و همکاران[2] (۲۰۱۷)، ارتباط میان رانت منابع و توسعه مالی را برای ۷۰ کشور در دوره زمانی ۲۰۱۴-۲۰۰۶ در قالب داده‌های تابلویی بررسی کردند. نتایج نشان داد برای کشورهای توسعه یافته رانت منابع نقش معناداری در توسعه مالی ایفا می‌کند.

لا و مرادبیگی[3] (۲۰۱۷)، ارتباط میان منابع طبیعی و توسعه مالی را برای ۶۳ کشور تولیدکننده نفت را با استفاده از الگوی داده‌های تابلویی بررسی نمودند. نتایج نشان داد که توسعه مالی در کاهش تأثیر منفی منابع طبیعی بر رشد اقتصادی از طریق تخصیص منابع به بخش‌های دارای بهره‌وری بیشتر، ایفای نقش می‌کند.

بامیدل و همکاران[4] (۲۰۱۸)، ارتباط منابع طبیعی و توسعه مالی را در دوره ۲۰۱۵-۱۹۸۱ با استفاده از هم‌انباشتگی ژوهانسون[5] بررسی کردند. نتایج پژوهش وجود رابطه بلندمدت را تأیید کرد. همچنین رانت نفتی توسعه مالی را افزایش می‌دهد و جهت علیت یک طرفه از سمت رانت نفتی به توسعه مالی بوده است.

لی و همکاران[6] (۲۰۱۹)، ارتباط میان خدمات مالی و جهانی شدن را برای ۶۴ کشور عضو یک جاده و یک کمربند[7] با استفاده از الگوی داده‌های تابلویی بررسی کردند. نتایج نشان داد جهانی شدن خدمات مالی را در این کشورها بهبود می‌بخشد و از این طریق رشد اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

آتیل و همکاران (۲۰۲۰)، ارتباط میان منابع طبیعی و توسعه مالی را با لحاظ قیمت نفت، رشد اقتصادی و جهانی شدن اقتصاد به‌عنوان متغیرهای اضافی در تابع تقاضای

1. Badeeb et al
2. Javadi et al
3. Law & Moradbeigi
4. Bamidele et al
5. Johansen Cointegration
6. Lee et al
7. One Belt One Road

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

منابع مالی برای کشور پاکستان در دوره زمانی ۲۰۱۷-۱۹۷۲ با استفاده از الگوی چندکی- متقاطع[1] مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که وفور منابع همبستگی مثبت با توسعه مالی دارد و به عبارتی منابع طبیعی برای توسعه مالی پاکستان موهبت محسوب می‌شود. همچنین قیمت نفت و رشد اقتصادی تأثیر مثبت و معنادار و جهانی شدن تأثیر منفی بر توسعه مالی دارند.

۳- روش‌شناسی پژوهش

برای مدل‌سازی ارتباط بین متغیرهای اقتصادی دچار شکست ساختاری، همیلتون[2] (۱۹۸۹) استفاده از مدل‌های چرخشی مارکف را پیشنهاد کرده است. در این مدل‌ها به‌صورت درون‌زا زمان‌های دقیق شکست‌های ساختاری تعیین می‌شوند و هیچ محدودیتی از نظر تعداد دفعات تغییرات و مدت زمان آن‌ها وجود ندارد (فلاحی و هاشمی دیزج، ۱۳۸۹)، همچنین، این مدل فروض کمتری را بر توزیع متغیرهای مدل تحمیل می‌نماید و قادر به برآورد همزمان تغییرات متغیرهای مستقل و وابسته، مشروط به درون‌زا بودن وضعیت اقتصاد در هر مقطعی از زمان است (ابونوری و عرفانی، ۱۳۸۷).[3] در حالت کلی برای بررسی ارتباط بین دو متغیر بر اساس مدل‌های چرخشی مارکف می‌توان یک حالت تعمیمی به‌صورت زیر تعریف کرد (مهرگان و همکاران، ۱۳۹۱):

$$(\mathrm{MSIAH(K)_ARX(p,q)}: y_t = c(s_t) + \sum_i^p a_i(s_t) y_{t-p} + \cdots + \sum_j^q \beta_j(s_t) X_{t-q} + \varepsilon_t(s_t) \quad (1)$$

1. Cross-Quantilogram
2. Hamilton
۳. برای لحاظ شکست ساختاری می توان از رویکرد متغیرهای مجازی نیز استفاده کرد که این امر مستلزم شناسایی نقاط شکست به صورت برون زااست که احتمال تشخیص غلط در ان بالا است، همچنین به تعداد محدود می‌توان چنین شکست‌های را در مدل لحاظ کرد چون درجه آزادی مدل را کاهش می‌دهد. رویکرد دیگر استفاده از رگرسیون انتقال ملایم می تواند باشد که در این نوع مدل‌ها انتقال از یک رژیم به رژیم دیگر زمانبر است و ضمن آنکه متغیر رژیم محدود به یک متغیر است. این در حالی است که در مدل های چرخشی مارکف انتقال از یک رژیم به رژیم دیگر سریع صورت می‌گیرد و متغیر رژیم محدود به وضعیت یک متغیر خاص نیست. همچنین نقاط شکست به صورت درون‌زا است و از نظر تعداد دفعات شکست محدودیتی ندارد.

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

در رابطه (۱) y_t متغیر وابسته، X_t متغیر مستقل و c عرض از مبدأ و ε_t جزء اخلال مدل است. تمامی عناصر سمت راست رابطه (۱) تابعی از متغیر رژیم یا وضعیت (s_t) می‌باشند. s_t یک متغیر تصادفی گسسته و نهفته (غیرقابل مشاهده) است که در طول زمان بر اثر تغییرات نهادی و ساختاری تغییر می‌کند و می‌تواند K حالت به خود بگیرید؛ مثلاً در مورد متغیر رشد اقتصادی، وقتی s_t دو حالت ۱ و ۲ بگیرد این دو حالت وضعیت‌های اقتصادی رکود و رونق را نشان خواهند داد. در رابطه (۱) تمامی ضرایب متغیرها در رژیم‌های مختلف متفاوت می‌باشند ولی هر یک از این اجزا رژیمی، می‌توانند به‌صورت غیر رژیمی نیز ظاهر شود. متغیر تغییر وضعیت (s_t) در رویکرد چرخشی مارکف به‌عنوان یک متغیر نهفته (غیرقابل مشاهده) در الگو ظاهر می‌شود. به‌دلیل این ویژگی نمی‌توان بیان داشت که در زمان جاری t به‌صورت دقیق کدام رژیم رفتاری در اقتصاد حاکم است. بااین‌وجود، احتمال حاکم شدن یک رژیم مشخص در اقتصاد در یک زمان مشخص t بر مبنای زنجیره‌ی مارکف قابل‌اندازه‌گیری است. به‌عبارت بهتر صرفاً می‌توان احتمال حاکم شدن یک رژیم در اقتصاد را در زمان t بیان کرد. بر مبنای زنجیره مارکف فرض بر این است که احتمال متغیر گسسته s_t، از احتمال مقادیر گذشته متغیر s_t تبعیت می‌کند. این فرآیند خودرگرسیون دارای مرتبه محدود (متناهی) است. اگر فرض شود که فرآیند زنجیره مارکف مرتبه اول است، توابع احتمال انتقالی برای k وضعیت به‌صورت زیر خواهد بود:

$$\begin{cases} s_t \in \{1,2,\dots,K\}, P\left(s_t = j | s_{t-1} = i, \Omega_{t-1}\right) \\ P\left(s_t = j | s_{t-1} = i, \Omega_{t-1}\right) = P\left(s_t = j | s_{t-1} = i\right) = P_{ij} \\ \sum_{j=1}^{k} P_{ij} = 1 \ \forall i,j \in \{1,2,\dots,K\} \end{cases} \quad (2)$$

ماتریس احتمال انتقالات (P) با تجمیع احتمالات فوق در یک ماتریس افراز شده با مرتبه $K*K$ به دست می‌آید. هر عنصر (P_{ij}) در ماتریس احتمال انتقالات، احتمال انتقال از وضعیت (رژیم) i به وضعیت j را بیان می‌کند.

$$\begin{bmatrix} P_{11} & P_{21} & \dots & P_{k1} \\ P_{12} & P_{22} & \dots & P_{k2} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ P_{1k} & P_{2k} & \cdots & P_{kk} \end{bmatrix}, \sum_{j=1}^{K} P_{ij} = 1 \ \forall i,j \in \{1,2,\dots,K\}, 0 \le P_{ij} \le 1 \quad (3)$$

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

برای برآورد پارامترهای الگوهای چرخشی مارکف از روش حداکثر درستنمایی استفاده می‌شود. در این روش تابع لگاریتم درستنمایی (logL) احتمال مشترک بین وقوع y_t و تمام s_tها نسبت به پارامترهای تصادفی حداکثر می‌شود (مینگ کوان[1]، ۲۰۰۲).

۴- تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش

معرفی الگوی پژوهش

در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر قیمت نفت (نشان‌دهنده وفور منابع طبیعی) بر شاخص‌های توسعه مالی مبتنی بر بانک و توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام در دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷ با استفاده از الگوی چرخشی مارکوف پرداخته شده است.

براساس مطالعات آتیل و همکاران (۲۰۲۰)، لی و همکاران (۲۰۱۹) و بامیدل و همکاران (۲۰۱۸) از الگوهای ذیل استفاده شده است:

$$GFDB_t = c(s_t) + \sum_{i}^{q}\beta_i(p)GFDB_{t-q}(s_t) + GOIL(s_t) + GGDP(s_t) + GOPENESS(s_t) + \varepsilon(s_t) \quad (۴)$$

$$GFDS_t = c(s_t) + \sum_{i}^{q}\beta_i(p)GFDS_{t-q}(s_t) + GOIL(s_t) + GGDP(s_t) + GOPENESS(s_t) + \varepsilon(s_t) \quad (۵)$$

که در معادلات فوق؛

$GFDB_t$: رشد نسبت تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (توسعه مالی مبتنی بر بانک)

$GFDS_t$: رشد نسبت ارزش معاملات بازار سهام به تولید ناخالص داخلی (توسعه مالی مبتنی بر سهام)

$\sum_{i}^{q}\beta_i(p)GFDB_{t-q}(s_t)$: مجموعه ضرایب خودرگرسیونی توسعه مالی مبتنی بر بانک در رژیم‌های مختلف

1. Ming Kuan

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

$\sum_{i}^{q}\beta_i(p)GFDS_{t-q}(s_t)$: مجموعه ضرایب خودرگرسیونی توسعه مالی مبتنی بر سهام در رژیم‌های مختلف

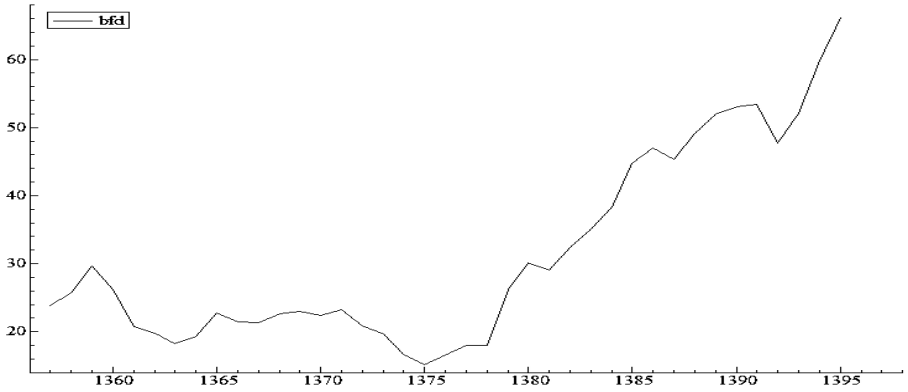
$GOIL(s_t)$: رشد قیمت نفت در رژیم‌های مختلف

$GGDP(s_t)$: رشد اقتصادی در رژیم‌های مختلف

$GOPENESS(s_t)$: رشد میزان باز بودن تجاری در رژیم‌های مختلف (مجموع ارزش صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی)

$c(s_t)$: عرض از مبدأ وابسته به رژیم

پیش از بررسی مانایی متغیرهای پژوهش، جهت بررسی روند متغیرهای پژوهش نمودار مربوط به متغیرهای معادله‌های (۴) و (۵) به‌صورت ذیل می‌باشد:

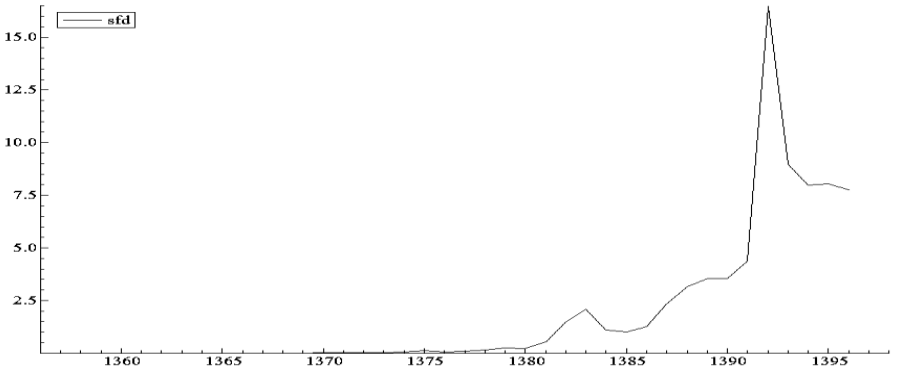


منبع: بانک جهانی

نمودار ۱. روند توسعه مالی بانک محور

بر اساس نمودار (۱) سهم تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی از تولید ناخالص داخلی در سال‌های ابتدایی جنگ روند نزولی داشته است و مجدداً در سال‌های انتهایی جنگ تا سال ۱۳۷۱ روند صعودی به خود گرفته است سپس در دوران سازندگی مجدداً روند نزولی به خود می‌گیرد و پس از آن روند صعودی را طی نموده است. در ادامه در نمودار (۲) روند توسعه مالی سهام محور ارائه شده است:

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

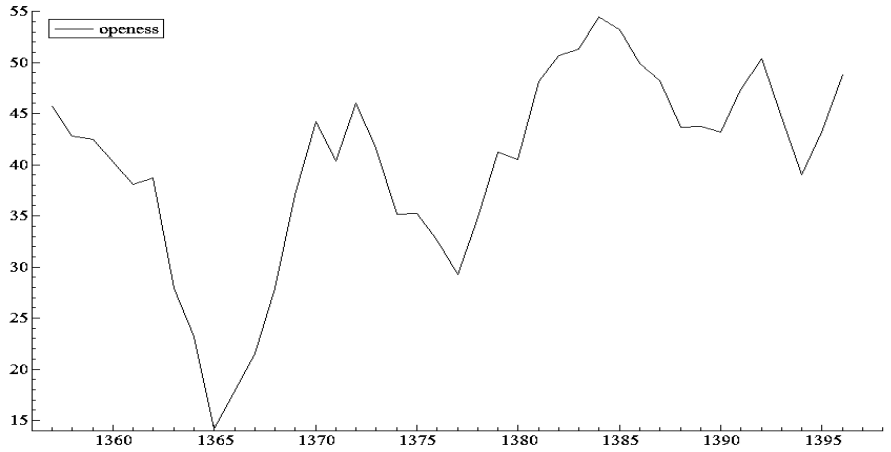


منبع: بانک مرکزی ایران

نمودار ۲. روند توسعه مالی سهام محور

براساس نمودار (۲)، سهم ارزش معاملات بازار سهام از تولید ناخالص داخلی در سال‌های ابتدایی پس از انقلاب و در سال‌های جنگ تحمیلی ناچیز بوده است و از سال ۱۳۷۰ سهم ارزش معاملات در بازار سهام کشور روند صعودی خود را آغاز نموده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌گردد در سال‌های تشدید تحریم علیه کشور، بازار سهام و توسعه مالی ناشی از این بازار رشد قابل توجهی داشته است، به‌گونه‌ای که ارزش معاملات این بازار در سال ۱۳۹۲ حدود ۱۶ درصد تولید ناخالص داخلی در این سال بوده است؛ اما در سال‌های بعد به‌واسطه کاهش شدت تحریم مجدداً توجه به بازار سهام کاهش یافته و ورود نقدینگی به این بازار کاهشی شده است و به‌واسطه آن نسبت ارزش معاملات در بازار سهام به تولید ناخالص داخلی نیز نزولی بوده است. در نمودار (۳) روند باز بودن تجاری کشور ارائه شده است:

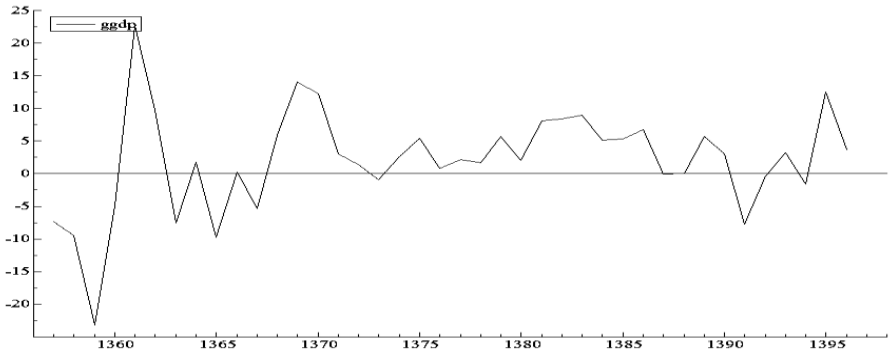
[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]



منبع: بانک جهانی

نمودار ۳. روند باز بودن تجاری کشور

بر اساس نمودار (۳) سهم مجموع صادرات و واردات کشور از تولید ناخالص داخلی تا سال ۱۳۶۵ روند نزولی داشته است و سپس از سال ۱۳۷۳ تا سال ۱۳۷۷ روند نزولی به‌خود گرفته است و پس از سال ۱۳۷۷ نیز به‌طورکلی روند صعودی داشته است. بیشترین میزان باز بودن تجاری کشور مربوط به سال ۱۳۸۴ با رقمی معادل ۵۴ درصد تولید ناخالص داخلی کشور بوده است. در نمودار (۴) روند رشد اقتصادی کشور ارائه شده است:

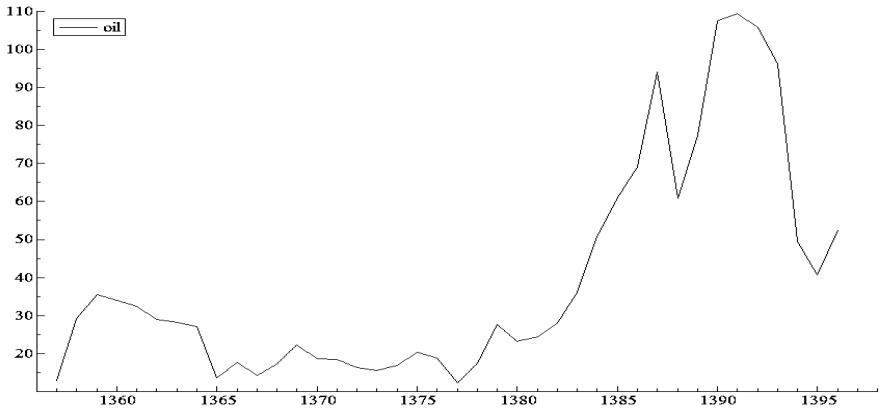


منبع: بانک مرکزی ایران

نمودار ۴. روند رشد اقتصادی کشور

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

براساس نمودار (۴) رشد اقتصادی در کشور روند پرنوسانی داشته است و این نوسانات در سال‌های جنگ تحمیلی به‌ویژه بیشتر مشاهده می‌شود. پس از جنگ و تا سال ۱۳۸۹ تقریباً کشور رشد اقتصادی مثبت داشته است اما از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ به‌واسطه تشدید تحریم‌ها رشد اقتصادی کشور منفی شده است و پس از تا سال ۱۳۹۵ روند صعودی داشته است و مجدداً در سال ۱۳۹۶ روند نزولی به‌خود گرفته است. در ادامه در نمودار (۵) روند قیمت نفت در دوره مورد بررسی ارائه شده است:



منبع: سازمان کشورهای صادرکننده نفت (Opec)

نمودار ۵. روند قیمت نفت اوپک

براساس نمودار (۵)، قیمت نفت اوپک در سال‌های ۱۳۶۵ تا ۱۳۷۹ همواره بین محدوده ۱۰-۳۰ دلار به ازای هر بشکه نوسان داشته است و از سال ۱۳۸۲ روند صعودی قیمت نفت اوپک آغاز و تا سال ۱۳۹۲ ادامه داشته است و پس از آن روند نزولی داشته و در سال ۱۳۹۵ به حداقل خود پس از سال ۱۳۸۵ رسیده است. در ادامه به بررسی مانایی متغیرهای پژوهش و برآورد الگوی مارکوف پرداخته شده است.

بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

پیش از برآورد الگوهای اصلی پژوهش لازم است جهت جلوگیری از ایجاد رگرسیون کاذب و جعلی درجه مانایی متغیرهای پژوهش تعیین گردد. در جدول (۱) نتایج آزمون ریشه واحد دیکی – فولر تعمیم یافته ارائه شده است:

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

جدول ۱. مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	فرضیه صفر	آماره محاسباتی	سطح احتمال
$GFDB_t$	وجود ریشه واحد با عرض از مبدأ	-۳/۲۶۹	۰/۰۲۱
	وجود ریشه واحد با عرض از مبدأ و روند	-۳/۸۳۹	۰/۰۲۲
$GFDS_t$	وجود ریشه واحد با عرض از مبدأ	-۶/۲۶۵	۰/۰۰۰
	وجود ریشه واحد با عرض از مبدأ و روند	-۶/۳۰۸	۰/۰۰۰
GOIL	وجود ریشه واحد با عرض از مبدأ	-۶/۴۴۱	۰/۰۰۰
	وجود ریشه واحد با عرض از مبدأ و روند	-۶/۴۹	۰/۰۰۰
GGDP	وجود ریشه واحد با عرض از مبدأ	-۳/۴۳۹	۰/۰۱۳
	وجود ریشه واحد با عرض از مبدأ و روند	-۳/۶۷۷	۰/۰۳۲
GOPENESS	وجود ریشه واحد با عرض از مبدأ	-۸/۲۲۱	۰/۰۰۰
	وجود ریشه واحد با عرض از مبدأ و روند	-۸/۱۴۸	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

براساس نتایج جدول (۱) تمامی متغیرهای پژوهش در سطح خطای ۵ درصد در سطح خود مانا می‌باشند.

برآورد الگوهای پژوهش

برآورد الگوی توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام

مدل‌های مارکوف سوئیچینگ با توجه به امکان تغییر در میانگین، عرض از مبدأ و ضرایب جملات خودرگرسیون ایجاد می‌شوند. برای انتخاب مدل بهینه وجود دو شرط، ضروری است. اولاً بایستی فرضیه صفر عدم تغییر رژیم در مدل قابل رد کردن باشد و ثانیاً مدل مذکور در میان سایر مدل‌های احتمالی که شرط اول در آن‌ها محقق است، از لحاظ معیار آکائیک مناسب‌تر باشد. برای تعیین بهینه رژیم در مدل MS نیز از آزمون LRو معیار اطلاعاتیSC ، AIC و استفاده می‌شود.

قبل از تعیین تعداد رژیم و تعداد درجه خودرگرسیون بایستی لزوم استفاده از روش‌های غیرخطی مانند الگوی چرخشی مارکف مشخص گردد. این موضوع در جدول (۲) نشان داده شده است.

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

جدول ۲. آزمون معناداری استفاده از الگوی مارکوف سویچینگ

آماره	مقدار آماره	سطح احتمال	نتیجه
Chi^2	۱۸/۲۹۲	۰/۰۱۰۷	استفاده از الگوی مارکوف سویچینگ رد نمی‌شود

منبع: یافته‌های تحقیق

براساس معیارهای اطلاعاتی هنان-کویین، آکائیک و شوارتز برای الگوی اصلی پژوهش تعداد رژیم بهینه ۲ رژیم تعیین شده است؛ بنابراین مدل از نوع MSIH(2) است. نتایج حاصل از تخمین الگوی فوق در جدول (۳) به‌صورت زیر است.

جدول ۳. برآورد الگوی پژوهش

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال
C(0)	۰/۲۵۴	۰/۰۹۰۷	۲/۸۰	۰/۰۰۹
C(1)	۰/۳۰۳	۰/۰۲۰۴	۱۴/۸	۰/۰۰۰
GOIL(0)	۰/۳۵۲	۰/۳۹	۰/۹۰۳	۰/۳۷۴
GOIL (1)	-۰/۹۴	۰/۰۳۹	-۲۳/۷	۰/۰۰۰
GOPENESS(0)	۰/۶۴۵	۰/۲۲۳	۲/۹	۰/۰۰۶
GOPENESS (1)	-۰/۰۴۷	۰/۱۰۶	-۰/۴۴۴	۰/۶۶
GGDP(0)	-۰/۲۸۸	۰/۱۰۵	-۲/۷۵	۰/۰۱۱
GGDP (1)	۰/۲۳۱	۰/۰۶۴	۳/۶۱	۰/۰۰۰
Sigma(0)	۰/۴۲۹	۰/۰۵۷	-	-
Sigma(1)	۰/۰۴۸	۰/۰۱۴	-	-

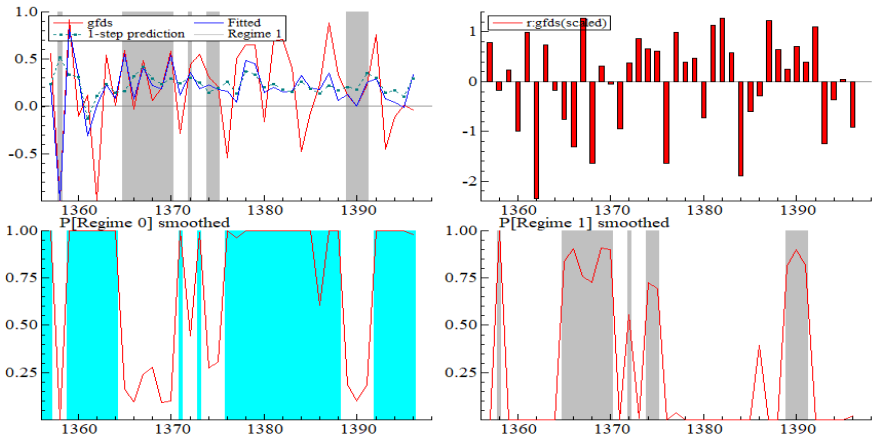
منبع: یافته‌های تحقیق

براساس مطالعه همیلتون (۱۹۸۹)، عرض از مبدأ با ضریب کوچک‌تر نشان‌دهنده سطح و رژیم پایین و عرض از مبدأ با ضریب بزرگ‌تر نشان‌دهنده سطح و رژیم بالا می‌باشد. لذا در این الگو رژیم صفر بیانگر رژیم و سطح پایین توسعه مالی مبتنی بر سهام می‌باشد. افزایش قیمت نفت در حالتی که توسعه مالی سهام محور در سطح پایین خود باشد تأثیر معناداری ندارد، اما در سطح بالای آن تأثیر منفی و معنادار دارد. در واقع این موضوع نشان می‌دهد افزایش قیمت نفت و وفور منابع برای توسعه مالی سهام

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

محور در کشور در شرایطی که توسعه مالی در سطح بالای خود باشد و ارزش معاملات بازار سهام به تولید ناخالص داخلی بالا باشد، می‌تواند نفرین محسوب شود. در واقع این مهم ریشه در رانت و فساد ناشی از افزایش درآمدهای نفتی در کشور دارد که از مسیرهای متعددی مانند کاهش سرمایه‌گذاری، افزایش تورم، کاهش سرمایه اجتماعی می‌تواند این نوع از توسعه مالی را کاهش دهد. همچنین از طریق دیگر نیز می‌توان به این موضوع پرداخت، در شرایطی که قیمت نفت افزایش می‌یابد معمولاً می‌توان با کاهش نرخ ارز همراه باشد و اشخاص در سبد سرمایه‌گذاری خود دارایی‌های دیگر مانند سهام و سایر دارایی‌ها را جایگزین نماینده این موضوع نیز می‌تواند بر توسعه مالی سهام محور مؤثر باشد. افزایش درجه باز بودن تجاری کشور در رژیم پایین توسعه مالی سهام محور تأثیر مثبت و معنادار دارد. در واقع چنانچه بازار سهام وضعیت مناسبی در خصوص ارزش معاملات سهام نداشته باشد، افزایش و بهبود بخش خارجی کشور می‌تواند در بهبود توسعه مالی سهام محور مؤثر باشد. با توجه به اینکه بسیاری از شرکت‌های حاضر در بورس کشور صادرات محور می‌باشند و از سوی دیگر بخشی از نهاده‌های خود را از طریق واردات تأمین می‌کنند بهبود در بخش خارجی اقتصاد، می‌تواند در افزایش سود آن‌ها مؤثر باشد و با بهبود در اقلام صورت‌های مالی با افزایش جذابیت، شرایط را برای ورود سرمایه در این بازار مهیا می‌کند. رشد اقتصادی در شرایطی که توسعه مالی در سطح پایین خود باشد تأثیر منفی و معنادار و چنانچه در رژیم بالای خود باشد تأثیر مثبت و معنادار دارد. این موارد نشان می‌دهد که تأثیر رشد اقتصادی کاملاً به سطح ارزش معاملات بازار سهام بستگی دارد. چنانچه ارزش معاملات در بازار سهام بالا باشد، بازدهی سرمایه‌گذاری در این بازار می‌تواند نسبت به سایر بازارهای موازی و شبکه بانکی بالاتر باشد و در چنین شرایطی با بروز رونق و افزایش درآمد حقیقی افراد، پس‌انداز افراد می‌تواند افزایش یابد و از این طریق با ورد به بازار سهام، ارزش معاملات بازار سهام را افزایش دهند که خود می‌تواند بهبود توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام را سبب شود؛ اما در نقطه مقابل چنانچه بازدهی در این بازار پایین باشد (توسعه مالی در سطح پایین خود باشد)، با بروز رونق و بهبود بازدهی در سایر فعالیت‌های اقتصادی، انگیزه اشخاص از سرمایه‌گذاری در این بازار کاهش می‌یابد. در ادامه در نمودار (۶) رژیم‌های حاکم بر توسعه مالی سهام محور و سطح احتمال مربوطه ارائه شده است:

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]



منبع: یافته‌های تحقیق

نمودار ۶. رژیم‌ها و سطح احتمال مربوطه

براساس نمودار (۶)، رژیم‌های مربوط به توسعه مالی سهام محور تفکیک شده است. در نمودار پایین سمت چپ، دوره‌هایی که در رژیم و سطح پایین توسعه مالی سهام محور به همراه سطح احتمال مربوط به هر دوره، طبقه‌بندی گردیده، ارائه شده است و در نمودار پایین سمت راست نیز دوره‌های مربوط به رژیم بالای توسعه مالی سهام محور ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود در دوران جنگ و به دلیل شرایط حاکم بر کشور و نااطمینانی‌های موجود، ارزش معاملات بازار سهام ناچیز بوده است؛ اما در سال‌های انتهایی جنگ مجدداً توجه عاملان اقتصادی به این بازار افزایش یافته و منجر به افزایش ارزش معاملات بازار سهام شده است. همچنین در سال‌های میانی دهه ۱۳۷۰ به‌واسطه وجود شرایط تورمی در کشور و همچنین رشد نرخ ارز در کشور، سهام بورسی نیز رشد مناسبی داشته و موجب افزایش معاملات در بازار شده است. در سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۸۹ نیز به‌واسطه تشدید تحریم‌ها و افزایش شرایط تورمی و نرخ ارز در کشور، حمایت اشخاص حقوقی در این بازار افزایش یافته تا بخشی از نقدینگی‌های موجود در بازار توسط این بازار جذب گردد که همین موضوع در کنار عوامل نرخ ارز و تورم سبب افزایش ارزش معاملات در بازار شده است. در دوره مورد بررسی بیشتر سال‌ها توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام در رژیم و سطح پایین خود بوده است. جزئیات رژیمی توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام در جدول (۴) ارائه شده است:

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

جدول ۴. ویژگی‌های رژیمی

رژیم	دوره	میانگین احتمال	میانگین دوره رژیم
رژیم بالای توسعه مالی سهام محور	۱۳۵۸	۱	۲/۶ سال
	۱۳۶۵-۱۳۷۰	۰/۸۳۹	
	۱۳۷۲	۰/۵۵۵	
	۱۳۷۴-۱۳۷۵	۰/۷۱	
	۱۳۸۹-۱۳۹۲	۰/۸۴۳	
رژیم پایین توسعه مالی سهام محور	۱۳۵۷	۱	۴/۵ سال
	۱۳۵۹-۱۳۶۴	۱	
	۱۳۷۱	۱	
	۱۳۷۳	۰/۹۹۴	
	۱۳۷۶-۱۳۸۸	۰/۹۶۷	
	۱۳۹۳-۱۳۹۶	۰/۹۹۶	

منبع: یافته‌های تحقیق

بر اساس نتایج جدول (۴)، به‌طور مثال در دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۹۳ به احتمال ۹۹/۶ درصد توسعه مالی سهام محور در کشور در رژیم و سطح پایین خود بوده است. در واقع سال‌های مورد بررسی به تفکیک طبقه‌بندی گردیده‌اند. پایداری رژیم پایین توسعه مالی سهام محور بالاتر می‌باشد. این موضوع بیان می‌دارد چنانچه دوره جاری توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام در سطح پایین خود باشد، می‌تواند تا ۴/۵ سال دیگر نیز در این رژیم باقی بماند. در ادامه در جدول (۵) ماتریس احتمال انتقال رژیمی ارائه شده است:

جدول ۵. ماتریس احتمال انتقال رژیم

	رژیم پایین	رژیم بالا
رژیم پایین	۰/۸۶	۰/۱۴
رژیم بالا	۰/۴۸	۰/۵۲

منبع: یافته‌های تحقیق

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

بر اساس نتایج جدول (۵) احتمال اینکه توسعه مالی سهام محور در دوره بعد در سطح پایین خود باشد ۸۶ درصد و احتمال اینکه در سطح بالای خود باشد ۵۲ درصد می‌باشد. این مهم نشان می‌دهد که احتمال انتقال از سطح بالای توسعه مالی بازار سهام به سطح پایین آن حدود ۴۸ درصد می‌باشد و شکنندگی و بی‌ثباتی سطوح بالای بازار سهام کشور را نشان می‌دهد. در ادامه در جدول (۶) نتایج آزمون‌های خوبی برازش ارائه شده است:

جدول ۶. نتایج آزمون‌های خوبی برازش

آزمون	آماره	سطح احتمال
نرمال بودن (جارک-برا)	Chi^2(2)=۱/۷۲۱	۰/۴۴
ناهمسانی واریانس (آرچ)	F(1,26)=۰/۰۰۷۰۹	۰/۹۳۳
همبستگی سریالی (پرتمنتئو)	Chi^2(6)=۵/۳۰۷	۰/۵۰۵

منبع: یافته‌های تحقیق

بر اساس نتایج جدول (۶)، نتایج برآورد الگو دارای اعتبار می‌باشند و پسماندهای الگو دارای توزیع نرمال، واریانس همسان و همچنین فاقد همبستگی سریالی می‌باشند.

برآورد الگوی توسعه مالی مبتنی بر شبکه بانکی

براساس معیارهای اطلاعاتی آکائیک و شوارتز برای الگوی توسعه مالی مبتنی بر شبکه بانکی درجه بهینه خود رگرسیونی (AR) یک و درجه بهینه میانگین متحرک (MA) یک و همچنین تعداد رژیم بهینه ۳ رژیم تعیین شده است؛ بنابراین مدل از نوع MSIA_ARMA(3,1,1,1) است. نتایج حاصل از تخمین الگوی فوق در جدول (۷) ارائه شده است.

در الگوی توسعه مالی بانک محور، رژیم صفر، یک و دو به ترتیب نشان‌دهنده رژیم متوسط، پایین و بالا می‌باشد. افزایش قیمت نفت در شرایطی که توسعه مالی بانکی در سطح میانه خود باشد تأثیر معناداری ندارد اما چنانچه در سطح پایین و بالای خود باشد سبب کاهش آن می‌شود. این موضوع نشان می‌دهد نفت و درآمدهای آن برای توسعه مالی بانکی کشور نفرین بوده است. سرمایه‌گذاری تحت تأثیر سرمایه انسانی و اجتماعی می‌باشد.

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

جدول ۷. برآورد الگوی پژوهش

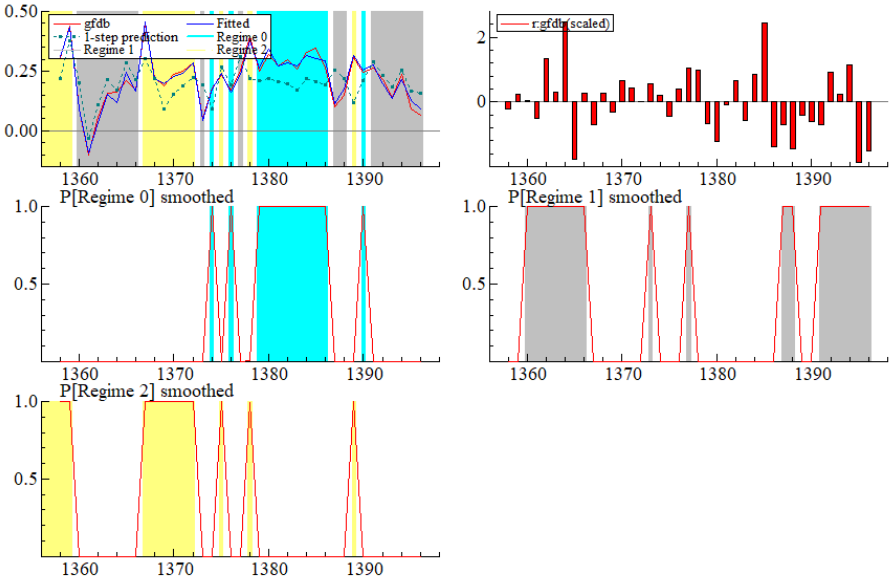
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال
AR-1(0)	-۰/۶۲۷	۰/۱۴۷	-۴/۲۵	۰/۰۰۰
AR-1(1)	۰/۳۹۶	۰/۰۸۱	۴/۸۴	۰/۰۰۰
AR-1(2)	۰/۶۱	۰/۰۶۳	۹/۶۰	۰/۰۰۰
MA-1(0)	۰/۳۴۳	۰/۰۷۵	۴/۵۲	۰/۰۰۰
MA-1(1)	۰/۱۶۶	۰/۰۶۱	۲/۷۱	۰/۰۱۷
MA-1(2)	-۰/۴۴۲	۰/۰۳۱	-۱۴	۰/۰۰۰
C(0)	۰/۲۵۲	۰/۰۱۵	۱۶/۸	۰/۰۰۰
C(1)	۰/۱۳۲	۰/۰۱۱	۱۱/۲	۰/۰۰۰
C(2)	۰/۴۴۸	۰/۰۲۱۹	۲۰/۴	۰/۰۰۰
GOIL(0)	۰/۰۳۰۵	۰/۰۲۵۸	۱/۱۸	۰/۲۵۶
GOIL(1)	-۰/۱۴۸	۰/۰۲۴	-۶/۱۶	۰/۰۰۰
GOIL(2)	-۰/۰۳۷	۰/۰۱۵۳	-۲/۴۳	۰/۰۲۹
GOPENESS(0)	-۰/۰۲۷	۰/۰۶۹	-۰/۴۰۱	۰/۶۹۴
GOPENESS(1)	۰/۱۹۷	۰/۰۳۹	۵/۰۵	۰/۰۰۰
GOPENESS(2)	۰/۱۶۳	۰/۰۴۹	۳/۳۰	۰/۰۰۵
GGDP(0)	۰/۵۶۲	۰/۲۵۵	۲/۲۰	۰/۰۴۵
GGDP(1)	۰/۷۷۵	۰/۰۶۸	۱۱/۳	۰/۰۰۰
GGDP(2)	۰/۷۴۹	۰/۰۸۲	۹/۰۴	۰/۰۰۰
SIGMA	۰/۰۱۸۵	۰/۰۰۲۱	-	-

منبع: یافته‌های تحقیق

افزایش قیمت نفت می‌تواند از طریق بیماری هلندی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری در بخش قابل مبادله شود و فساد و رانت ناشی از آن منجر به کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود که در نتیجه خدمات مالی و توسعه مالی کاهش می‌یابند. بهبود در باز بودن تجاری کشور چنانچه توسعه مالی بانکی در سطح پایین و یا بالای خود باشد، می‌تواند آن را افزایش دهد. در واقع با بهبود بخش خارجی اقتصاد و افزایش اشتغال و تولید در کشور، قدرت خرید اشخاص حقیقی و حقوقی افزایش می‌یابد و در این شرایط به دلیل

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

بهبود در تحرک سرمایه، نوسانات ارزی نیز کاهش می‌یابد و نااطمینانی در اقتصاد کشور نیز کاهش می‌یابد. در چنین شرایطی مطالبات شبکه بانکی کاهش می‌یابد و متعاقباً توان اعتباری شبکه بانکی افزایش می‌یابد که خود در بهبود توسعه مالی بانکی حائز اهمیت می‌باشد. رشد اقتصادی چنانچه افزایش یابد توسعه مالی بانکی فارغ از سطح و رژیم حاکم بر آن افزایش می‌یابد؛ زیرا در چنین شرایطی دولت معمولاً با کسری بودجه کمتر مواجه می‌باشد و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی کمتر به اخذ وام و تسهیلات و استقراض از شبکه بانکی روی می‌آورند و امکان تخصیص بهینه منابع برای شبکه بانکی بر اساس ارزش افزوده بخش‌های اقتصاد فراهم می‌شود. در ادامه در نمودار (۷) رژیم‌های حاکم بر توسعه مالی بانکی و سطح احتمال مربوطه ارائه شده است:



منبع: یافته‌های تحقیق

نمودار ۷. طبقه‌بندی رژیمی و سطح احتمال مربوطه

براساس نمودار (۷) تعداد سال‌های طبقه‌بندی شده در رژیم یک (سطح پایین توسعه مالی بانکی) بیشتر می‌باشد. جزئیات مربوط به هر رژیم در جدول (۸) ارائه شده است:

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

جدول ۸. ویژگی‌های رژیمی

رژیم	دوره	میانگین احتمال	میانگین دوره رژیم
رژیم بالای توسعه مالی بانکی	۱۳۵۸-۱۳۵۹	۱	۲/۲ سال
	۱۳۶۷-۱۳۷۲	۱	
	۱۳۷۵	۱	
	۱۳۷۸	۰/۹۹۵	
	۱۳۸۹	۱	
رژیم متوسط توسعه مالی بانکی	۱۳۷۴	۱	۲/۷۵ سال
	۱۳۷۶	۱	
	۱۳۷۹-۱۳۸۶	۱	
	۱۳۹۰	۰/۹۹	
رژیم پایین توسعه مالی بانکی	۱۳۶۰-۱۳۶۶	۱	۳/۴ سال
	۱۳۷۳	۱	
	۱۳۷۷	۱	
	۱۳۸۷-۱۳۸۸	۱	
	۱۳۹۱-۱۳۹۶	۱	

منبع: یافته‌های تحقیق

بر اساس نمودار (۷) و جدول (۸) همان‌گونه که ملاحظه می‌گردد در سال‌های پس از جنگ و در دوران سازندگی توسعه مالی بانکی در رژیم بالا طبقه‌بندی شده است که می‌تواند ناشی از ارائه تسهیلات بانکی بیشتر جهت بازسازی اقتصادی کشور باشد. همچنین در سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۹۱ نیز با توجه به رویکردهای کشور در آن برهه زمانی در خصوص تورم تک رقمی، تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی از رشد کمتری برخوردار بوده است و نسبت به تولید ناخالص داخلی در این دوره کمتر افزایش یافته است. بر اساس نتایج جدول (۸)، پایداری رژیم پایین توسعه مالی بانکی از سایر رژیم‌ها بالاتر است. در ادامه در جدول (۹) ماتریس احتمال انتقال رژیم ارائه شده است:

جدول ۹. ماتریس احتمال انتقال رژیم

	رژیم پایین	رژیم متوسط	رژیم بالا
رژیم پایین	۰/۷۵	۰/۰۶	۰/۱۹
رژیم متوسط	۰/۲۷	۰/۶۴	۰/۰۹
رژیم بالا	۰/۱۷	۰/۲۵	۰/۵۸

منبع: یافته‌های تحقیق

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

براساس نتایج جدول (۹) پایداری رژیم و سطح پایین توسعه مالی بانکی بیشتر می‌باشد و رژیم بالا کمترین احتمال پایداری را دارد. بر این اساس چنانچه دوره جاری توسعه مالی بانکی در سطح پایین خود باشد و در دوره بعد نیز در همین رژیم بماند حدود ۷۵ درصد می‌باشد. در ادامه در جدول (۱۰) نتایج آزمون‌های خوبی برازش الگوی توسعه مالی بانکی ارائه شده است:

جدول ۱۰. نتایج آزمون‌های خوبی برازش

آزمون	آماره	سطح احتمال
نرمال بودن (جارک-برا)	Chi^2(2)=۱/۳۶۷	۰/۵۰۴
ناهمسانی واریانس (آرچ)	F(2,10)=۰/۲۵۹	۰/۷۷۶
همبستگی سریالی (پرتمنتئو)	Chi^2(6)=۳/۸۸۴	۰/۶۹۲

منبع: یافته‌های تحقیق

بر اساس نتایج جدول (۱۰) الگوی برآوردی برای توسعه مالی بانکی معتبر می‌باشد و پسماندهای الگو دارای توزیع نرمال، واریانس همسان و همچنین عدم همبستگی سریالی می‌باشند.

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر قیمت نفت بر شاخص توسعه مالی بانکی و شاخص توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام در دوره زمانی ۹۶-۱۳۵۷ در قالب دو الگوی چرخشی مارکوف پرداخته شد. در قالب این رویکرد می‌توان نفرین یا موهبت بودن نفت برای شاخص‌های توسعه مالی را با توجه به سطح و رژیم آن‌ها نشان داد. براساس نتایج در الگوی توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام، افزایش قیمت نفت در شرایطی که ارزش معاملات بازار سهام و توسعه مالی ناشی از این بازار در سطح پایین خود باشد، تأثیر معناداری ندارد و در شرایطی که در سطح بالای خود باشد منجر به کاهش توسعه مالی ناشی از این بازار می‌شود. در واقع این موضوع نشان می‌دهد افزایش قیمت نفت و وفور منابع برای توسعه مالی سهام محور در کشور در شرایطی که توسعه مالی در سطح بالای خود باشد و ارزش معاملات بازار سهام به تولید ناخالص داخلی بالا باشد، نفرین

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

محسوب می‌شود. در واقع این مهم ریشه در رانت و فساد ناشی از افزایش درآمدهای نفتی در کشور دارد که از مسیرهای متعددی مانند کاهش سرمایه‌گذاری، افزایش تورم، کاهش سرمایه اجتماعی می‌تواند این نوع از توسعه مالی را کاهش دهد. همچنین بایستی این مهم را درنظر داشت که معمولاً رابطه دلار و قیمت نفت در دنیا اغلب منفی می‌باشد. لذا اگر قیمت نفت افزایش یابد و منجر به کاهش نرخ ارز شود افراد ممکن است در پرتفوی خود سهام یا طلا را جایگزین آن کنند که این عمل خود می‌تواند از طریق تغییر در تقاضای سهام بر توسعه مالی سهام محور تأثیرگذار باشد.

همچنین بهبود درجه باز بودن تجاری در شرایطی که توسعه مالی ناشی از بازار سهام در سطح نازل و پایین خود باشد، می‌تواند بهبود در توسعه مالی ناشی از این بازار را موجب شود. در واقع بهبود در بخش خارجی اقتصاد با توجه به صادرات محور بودن بسیاری از کسب‌وکارهای بورسی و همچنین وارداتی بودن بخشی از نهاده‌های مورد استفاده آن‌ها، با تأثیر بر اقلام صورت‌های مالی شرکت‌ها و همچنین ایجاد رونق در اقتصاد جذابیت ورود به بازار سهام را، می‌تواند به دنبال داشته باشد. تأثیر رشد اقتصادی کاملاً به سطح ارزش معاملات بازار سهام بستگی دارد. چنانچه ارزش معاملات در بازار سهام بالا باشد، بازدهی سرمایه‌گذاری در این بازار می‌تواند نسبت به سایر بازارهای موازی و شبکه بانکی بالاتر باشد و در چنین شرایطی با بروز رونق و افزایش درآمد حقیقی افراد، پس‌انداز افراد می‌تواند افزایش یابد و از این طریق با ورد به بازار سهام، ارزش معاملات بازار سهام را افزایش دهند که خود می‌تواند بهبود توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام را سبب شود. در خصوص توسعه مالی بانکی، افزایش قیمت نفت در شرایطی که توسعه مالی بانکی در سطح میانه خود باشد تأثیر معناداری ندارد، اما چنانچه در سطح پایین و بالای خود باشد، باعث کاهش آن می‌شود. این موضوع نشان می‌دهد نفت و درآمدهای آن برای توسعه مالی بانکی کشور نفرین بوده است. سرمایه‌گذاری تحت تأثیر سرمایه انسانی و اجتماعی می‌باشد و افزایش قیمت نفت می‌تواند از طریق بیماری هلندی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری در بخش قابل مبادله شود و فساد و رانت ناشی از آن منجر به کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود که در نتیجه خدمات مالی و توسعه مالی کاهش می‌یابند. بهبود در باز بودن تجاری کشور چنانچه توسعه مالی بانکی در سطح پایین و یا بالای خود باشد، می‌تواند آن را افزایش دهد. در واقع با بهبود بخش خارجی

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

اقتصاد و افزایش اشتغال و تولید در کشور، قدرت خرید اشخاص حقیقی و حقوقی افزایش می‌یابد و در این شرایط به دلیل بهبود در تحرک سرمایه، نوسانات ارزی نیز کاهش می‌یابد و نااطمینانی در اقتصاد کشور نیز کاهش می‌یابد. در چنین شرایطی مطالبات شبکه بانکی کاهش می‌یابد و متعاقباً توان اعتباری شبکه بانکی افزایش می‌یابد که خود در بهبود توسعه مالی بانکی حائز اهمیت می‌باشد. رشد اقتصادی چنانچه افزایش یابد توسعه مالی بانکی فارغ از سطح و رژیم حاکم بر آن افزایش می‌یابد. براساس نتایج پژوهش، افزایش قیمت و درآمدهای نفتی تحت هر شرایطی نفرین برای توسعه مالی کشور محسوب نمی‌شود بلکه با توجه به سطح و نوع توسعه مالی می‌تواند تأثیر متفاوت داشته باشد. چنانچه در کشور درآمدهای نفتی افزایش یابد می‌توان با ایجاد شرایط رکودی در بازار سهام، از آثار منفی قیمت نفت بر توسعه مالی ناشی از این بازار جلوگیری نمود. از سوی دیگر با توجه به سهم عمده شبکه بانکی کشور در تأمین مالی و توسعه مالی کشور، زمانی که قیمت نفت افزایش می‌یابد سطح توسعه مالی بانکی چنانچه در سطح میانه خود باشد، افزایش قیمت نفت منجر به کاهش توسعه مالی بانکی در کشور نمی‌شود. با توجه به پایداری بیشتر سطح پایین توسعه مالی مبتنی بر بازار سهام (۴/۵ سال)، چنانچه دوره جاری توسعه مالی بازار سهام در سطح پایین خود باشد می‌توان انتظار داشت که سطح و رژیم پایین، ۴/۵ سال به طول بیانجامد چنانچه در این دوره زمانی قیمت نفت افزایش یابد بهتر است اقدامی در جهت بهبود شاخص و ارزش معاملات بازار سهام صورت نگیرد، زیرا چنانچه بر اثر اجرای سیاستی، ورود سرمایه‌ها به این بازار صورت پذیرد می‌تواند منجر به انتقال به رژیم و سطح بالای توسعه مالی بازار سهام شود که در این شرایط ممکن است آثار منفی افزایش قیمت نفت توسعه مالی بازار سهام را به سطحی نازل‌تر از سطح قبل برساند. در خصوص توسعه مالی بانکی نیز در شرایط افزایش قیمت و درآمدهای نفتی بهتر است سیاست‌ها به‌گونه‌ای طراحی شود که شاخص توسعه مالی بانکی در سطح و رژیم میانه خود قرار گیرد و موجب کاهش توسعه مالی ناشی از شبکه بانکی نشود.

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

منابع

ابونوری، اسماعیل و عرفانی، علیرضا (۱۳۸۷). "الگوی چرخشی مارکف و پیش‌بینی احتمال وقوع بحران نقدینگی در کشورهای عضو اوپک"، پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۳، پیاپی ۳۰، ص ۱۵۳-۱۷۴.

جعفری‌صمیمی، احمد، قادری، سامان، قادری، صلاح‌الدین و کتابی، طاها (۱۳۹۲)."بررسی اثر باز بودن تجاری و جهانی شدن اقتصادی بر اشتغال: رویکرد آزمون کرانه‌ها"، فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی، شماره ۱۳، ص ۲۶-۱.

رضایی، محمد، یاوری، کاظم، عزتی، مرتضی اعتصامی، منصور (۱۳۹۴). " بررسی اثر وفور منابع طبیعی بر سرکوب مالی و رشد اقتصادی از کانال اثرگذاری بر توزیع درآمد"، فصلنامه پژوهشنامه اقتصاد انرژی ایران، دوره ۴، شماره ۱۴، ص ۱۲۲-۸۹.

روحانی، مریم (۱۳۹۲). " اثر درآمدهای نفتی بر توسعه مالی در دو بخش بازار سهام و سیستم بانکی در کشورهای منتخب عضو اوپک"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد.

زارعی، پگاه، طهرانچیان، امیرمنصور، ابونوری، اسمعیل و تقی‌نژاد عمران، وحید (۱۳۹۸). " نقش بی‌ثباتی قیمت نفت و نرخ ارز در بدهی دولت به شبکه بانکی: رهیافت مارکوف سویچینگ موجک بنیان"، پژوهشنامه‌ی اقتصاد کلان، سال ۱۴، شماره ۲۷، ص ۳۰۹-۳۳۹.

شاه‌پرست، الهه (۱۳۹۵). " تأثیر آستانه‌ای درآمدهای نفتی در اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی در ایران (۱۳۹۱-۱۳۵۲)". پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد.

فلاحی، فیروز و هاشمی دیزجی، عبدالرحیم (۱۳۸۹). "رابطه علیت بین GDP و مصرف انرژی در ایران با استفاده از مدل‌های مارکف سوئیچینگ"، فصلنامه مطالعات اقتصاد انرژی، ۷ سال، شماره ۲۶، ص ۱۵۲-۱۳۱.

کوزنتس، سایمون (۱۳۷۲). "رشد نوین اقتصادی"، ترجمه مرتضی قره‌باغیان، انتشارات رسا.

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

محمدزاده، پرویز، بهبودی، داوود و ابراهیمی، سعید (۱۳۹۲). "رابطه میان مصرف انرژی و توسعه مالی در ایران"، فصلنامه مطالعات اقتصاد انرژی، دوره ۱۰، شماره ۳۹، ص ۷۷-۱۰۴.

محمدی، تیمور، ناظمان، حمید و خداپرست پیرسرایی، یونس (۱۳۹۳). "بررسی رابطه علیت پویای بین توسعه مالی، باز بودن تجاری و رشد اقتصادی، مقایسه موردی دو کشور نفتی ایران و نروژ"، فصلنامه اقتصاد انرژی ایران، سال ۳، شماره ۱۰، ص ۱۷۸-۱۵۱.

مهدوی عادلی، محمدحسین و روحانی، مریم (۱۳۹۸). "اثر وفور منابع طبیعی بر توسعه مالی در کشورهای منتخب اوپک نفت و گاز با تأکید بر شاخص چندبعدی توسعه مالی در بازار سهام"، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۱۲، شماره ۴۲، ص ۸۳-۷۱.

مهرگان، نادر، حقانی، محمود و سلمانی، یونس (۱۳۹۱)."تأثیر نامتقارن شوک‌های قیمتی نفت بر رشد اقتصادی گروه کشورهای OECD و OPEC با تأکید بر محیط شکل‌گیری شوک‌ها و تغییرات رژیمی"، فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی، شماره ۱۹، ص ۱-۱۸.

Atil, A., Nawaz, K., Lahiani, A., & Roubaud, D. (2020). Are natural resources a blessing or a curse for financial development in Pakistan? The importance of oil prices, economic growth and economic globalization. *Resources Policy*, *67*, 101683.

Badeeb, R. A., Lean, H. H., & Smyth, R. (2016). Oil curse and finance–growth nexus in Malaysia: The role of investment. *Energy Economics*, *57*, 154-165.

Bhattacharyya, S., & Hodler, R. (2014). Do natural resource revenues hinder financial development? The role of political institutions. *World Development*, *57*, 101-113.

Bjornland, H., & Thorsrud, L. (2014). What is the effect of an oil price decrease on the Norwegian economy. *Oslo: Norges Bank*.

Devlin, J., & Lewin, M. (2005). Managing oil booms and busts in developing countries. *Managing Economic Volatility and Crises: A Practitioner's Guide*, 186-209.

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

Hattendorff, C. (2014). *Natural resources, export concentration and financial development* (No. 2014/34). Diskussionsbeiträge.

Huang, Y., & Wang, X. (2011). Does financial repression inhibit or facilitate economic growth? A case study of Chinese reform experience. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, *73*(6), 833-855.

ILO, B., Elumah, L., & AYANOLU, W. A. (2018). Oil Rent and Financial Development: Evidence from Nigeria. *Ilorin Journal Of Finance*.

Javadi, S., Motevaseli, M., & Farsi, J. Y. (2017). Oil rent and financial environment: a cross-country examination. *International Journal of Economics and Financial Issues*, *7*(1), 298-302.

Kilian, L., & Park, C. (2009). The impact of oil price shocks on the US stock market. *International Economic Review*, *50*(4), 1267-1287.

Krause, S., & Rioja, F. (2006). Financial development and monetary policy efficiency. *Emory Economics*, *613*.

Law, S. H., & Moradbeigi, M. (2017). Financial development and oil resource abundance–growth relations: evidence from panel data. *Environmental Science and Pollution Research*, *24*(28), 22458-22475.

Lee, H. S., Chong, S. C., & Sia, B. K. (2019). Financial services and globalisation in belt and road countries. *The Service Industries Journal*, 1-28.

Liu, R., Chen, J., & Wen, F. (2020). The Nonlinear Effect of Oil Price Shocks on Financial Stress: Evidence from China. *The North American Journal of Economics and Finance*, 101317.

Rousseau, P. L., & Yilmazkuday, H. (2009). Inflation, financial development, and growth: A trilateral analysis. *Economic Systems*, *33*(4), 310-324.

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]

Is Oil curse or a Blessing for Iran's Financial Development?

Soheil Roudari[1]
Ph.D. in Economics, Ferdowsi University, Mashad,
Soheil.rudari@mail.um.ac.ir

Amirmansour Tehranchian
Professor in Economics, Mazandaran University
m.tehranchian@umz.ac.ir

Pegah Zarei
Ph.D. in Economics, Mazandaran University, Pegah.zarei220@gmail.com
Received: 2020/04/23 Accepted: 2020/11/29

Abstract

In the present paper we study the effect of oil prices on the financial development index based on the banking network and the stock market for the period 1357-1396 by using the Markov Switching Model. The results show that if the financial development based on the stock market is in a low regime, the increase in oil prices is not a curse for financial development, with no significant effect either positive or negative while if it is in a high regime, then oil income acts as a curse and reduces the financial development of the stock market. If the financial development index is in the middle regime, the increase in oil prices will not be a curse and will not reduce bank financial development. Also, the variables of trade openness and economic growth have different effects depending on the type of financial development regime. According to the research results, the increase in oil prices and revenues does not always lead to a decrease in the country's financial development. The impact depends on the stability and speed of financial development.

JEL Classification: C34, E51, G21

Keywords: Resource Curse, Financial Development, Trade Openness, Economic Growth, Markov Switching Model

1. Corresponding Author

[Downloaded from iiesj.ir on 2026-11-29]