

# نقش بدهی عمومی و رویکرد سیاستی دولت بر توسعه مالی در ایران

b\_salmani@tabrizu.ac.ir

بهزاد سلمانی

دانشیار دانشکده اقتصاد، مدیریت و بازرگانی، دانشگاه تبریز

حسین اصغرپور

h-asgharpur@tabrizu.ac.ir

دانشیار دانشکده اقتصاد، مدیریت و بازرگانی، دانشگاه تبریز

سالار جلیلپور

دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و بازرگانی،

salar.jalilpour@gmail.com

دانشگاه تبریز (نویسنده مسئول)

پذیرش: ۱۳۹۴/۱۲/۱۹

دریافت: ۱۳۹۳/۱۲/۳

**چکیده:** نقش مثبت و مستقیم توسعه مالی در ایجاد رشد اقتصادی و کاهش هزینه‌های مبادله و سرمایه‌گذاری در کشورهای مختلف، لزوم شناسایی عوامل و سیاست‌های مؤثر بر توسعه مالی را بیش از پیش نمایان ساخته است. مطابق ادبیات اقتصادی، سیاست‌های دولت و تصمیم‌های مربوط به ساختار بودجه‌ای یکی از مهمترین مولفه‌های تأثیرگذار بر توسعه مالی است که می‌تواند در کشورهای مختلف نتایج متفاوتی را به همراه داشته باشد. هدف اصلی این پژوهش بررسی نقش بدهی عمومی دولت به سیستم بانکی و رویکرد سیاستی دولت‌ها بر توسعه مالی در ایران است. برای این منظور سعی شده است با استفاده از داده‌های سری زمانی سال‌های ۱۳۵۲ تا ۱۳۹۱ و با روش فن هم‌انباشتگی خودبازگشتی با وقفه‌های توزیعی (ARDL)، نقش دولت بر توسعه مالی مورد آزمون تجربی قرار گیرد. یافته‌های تجربی حاکی از آن است که افزایش بدهی عمومی دولت (سهام دولت از اعتبارات پرداختی بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی)، بر شاخص توسعه مالی در ایران تأثیر منفی داشته است. به عبارت دیگر جذب هر چه بیشتر اعتبارات سیستم بانکی از سوی دولت عملاً به عدم توسعه مالی کشور منجر شده است. نتیجه دیگر پژوهش حاکی از آن است که هر چند تمامی چهار دولت مورد مطالعه رویکردهای مثبتی در ارتباط با توسعه مالی از خود نشان داده‌اند، اما شدت این سیاست‌گذاری در دولت هشت ساله چهارم بیشتر بوده است.

**کلیدواژه‌ها:** توسعه مالی، دولت، اعتبارات بانکی، رهیافت خودبازگشتی با وقفه‌های

توزیعی (ARDL)، ایران.

طبقه‌بندی JEL: E60, H63, G21

## مقدمه

سیاست‌ارایه بسته‌های انگیزشی مالی که در جریان بحران اخیر اقتصاد جهان (۲۰۰۷-۲۰۱۲) از سوی برخی از کشورهای توسعه‌یافته اتخاذ شده است، علاقمندی به مباحث و نتایج سیاست‌های ورود دولت در بخش مالی را در بین مطالعه‌های اقتصادی دامن زده است. در عین حال وضعیت «بدهی‌های عمومی»<sup>۱</sup> این کشورها که اتخاذ سیاست‌های بالا، فشارهای مضاعفی را بر بودجه‌های عمومی وارد می‌ساخت، به علاقمندی در راستای شناخت اثرات بلندمدت این بسته‌های مالی افزوده است. این بسته‌ها که به طور عمده با هدف ترمیم نقایص بازارهای مالی در این کشورها اتخاذ شده بود، سعی داشتند از طریق احیای مجدد توسعه مالی بر رهایی از بحران اقتصادی تأثیرگذار باشند.

توسعه مالی که به معنای ایفای نقش فعال و پایدار بازارهای اعتباری در اقتصاد است، می‌تواند از طریق مکانیزم خلق اعتبار و با ارتباط دادن پس‌اندازکنندگان به قرض‌گیرندگان در اقتصاد، کاهش هزینه‌های مبادله و سرمایه‌گذاری را در پی داشته و با تسهیل تامین هر چه بیشتر نیازهای سرمایه‌گذاری از منابع بیرونی به فرآیند حیاتی انباشت سرمایه در یک اقتصاد منجر گردد (Becerra *et al.*, 2012). علاوه بر این، اثرات مثبت توسعه مالی بر متغیرهای اقتصادی همچون توسعه فناوری (آغیون و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰)، تخصیص بهینه‌تر منابع بین بنگاه‌ها و بخش‌های اقتصادی (بوئیرا و شین<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹ و بنسیونجا و همکاران<sup>۴</sup>، ۱۹۹۵) و افزایش بهره‌وری و رشد اقتصادی بلندمدت، به خصوص در کشورهای در حال توسعه<sup>۵</sup>، توسعه در حوزه مالی را به یکی از مهمترین الزامات اقتصاد کنونی بدل ساخته است. اما با این وجود، عوامل و سیاست‌های منتهی به توسعه مالی در بسیاری از کشورها نامشخص و غیرشفاف مانده است (Hauner, 2009; Rioja & Valev, 2004; Demetriades & Andrianova, 2004).

بر اساس ادبیات اقتصادی، تصمیم‌های اقتصادی و رویکردهای سیاستی دولت می‌تواند اثرات مستقیم و غیرمستقیمی را بر بخش مالی در پی داشته باشد؟ زیرا در عین حالی که در کشورهای در حال توسعه،

1. Public Debts
2. Aghion *et al.*
3. Buera & Shin
4. Bencivenga *et al.*

۵. به‌عنوان مثال می‌توان به مطالعه‌های Back *et al.*, 2000; Levine *et al.*, 2000; Levine, 2005; Rajan & Zingales, 1998; Levine & Zervos, 1998 اشاره کرد.

۶. برای مثال می‌توان به مطالعه‌های Barro & Sala-i-Martin, 2001; Barth *et al.*, 2002; Laporta *et al.*, 1992; Barro, 1991 اشاره کرد.

دولت‌ها نقش مستقیمی را در تامین خدمات مالی بر عهده دارند، در کشورهای توسعه‌یافته نیز علی‌رغم پایین بودن درصد مالکیت دولتی بانک‌ها در مقایسه با سایر کشورهای جهان، همچنان دولت‌ها مسئولیت مستقیم تنظیم مقررات و نظارت بر بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی خصوصی را برعهده داشته و بر نتایج کارکرد این مؤسسه‌ها نظارت دارند. در کنار نقش تنظیم مقررات مالی و سایر سیاست‌های مستقیم دولت در ارتباط با بخش مالی در یک کشور، دولت‌ها همچنین با حضور خود در انواع بازارها از جمله بازارهای اعتباری پول و سرمایه نیز می‌توانند باعث توسعه یا عدم توسعه بخش مالی در اقتصاد گردند. به‌عنوان مثال اگر دولت‌ها بخواهند حضور خود را در بازارهای اعتباری افزایش دهند، این حالت در کنار اینکه می‌تواند به ظهور حسی از اعتماد در این بازارها منجر شده و معامله‌ها در این بازارها را تسهیل سازد، در عین حال در صورت محدود بودن منابع اعتباری در دسترس می‌تواند به ایجاد انگیزه‌های منفی در جهت پرداخت مالیات‌ها، افزایش رانت‌های اقتصادی و ظهور اثر جانشینی (برون‌رانی) در بخش‌های مالی منتهی شود. به عبارت دیگر در چنین فضایی، اعتباردهی به بخش خصوصی از طریق سیستم بانکی می‌تواند افزایش یافته یا به خاطر هزینه‌های بزرگ دولتی یا سیستم غیرکارای قانونی و یا بروکراسی فاسد اداری پایین بماند. بنابراین بزرگی و ساختار بودجه‌ای دولت با کیفیت و ماهیت بخش مالی اقتصادی کاملاً به هم آمیخته است (Cooray, 2011).

با توجه به مطالب گفته شده در خصوص اهمیت تصمیم‌های اقتصادی دولت در ورود به بازارهای اعتباری جهت تامین منابع اعتباری لازم برای مخارج بودجه‌ای در کنار نقش مستقیم دولت در تنظیم رویکردهای مربوط به بخش مالی در اقتصادها، این پژوهش در پی بررسی عواقب تصمیم‌های اقتصادی دولت جهت ورود به بازارهای اعتباری و تامین مخارج خود از مسیر جذب اعتبارات سیستم بانکی بر توسعه مالی در ایران و همچنین ارزیابی جهت و معنی‌داری رویکردهای سیاستی دولت در توسعه مالی در سال‌های مورد مطالعه در کشور است. به عبارت دیگر این پژوهش به دنبال پاسخ به دو پرسش در ارتباط با اثرات مستقیم و غیرمستقیم تصمیم‌های دولت بر توسعه مالی در کشور خواهد بود. پرسش اول اینکه «جذب بیشتر اعتبارات سیستم بانکی توسط دولت چه تأثیری بر توسعه مالی در کشور دارد؟». جواب به این پرسش می‌تواند نشان‌دهنده عواقب غیرمستقیم تصمیم‌های اقتصادی دولت جهت استفاده هر چه بیشتر از اعتبارات سیستم بانکی در ایران باشد. همچنین پرسش دوم مطالعه آن است که «رویکرد دولت‌های مختلف در تنظیم سیاست‌های مستقیم در ارتباط با توسعه مالی در ایران چگونه بوده است؟» بنابراین با توجه به اینکه توسعه مالی تأثیر به‌سزایی در رشد و

توسعه اقتصادی ایفا می‌نماید، لازم است با پاسخ به پرسش‌های بالا، به اتخاذ سیاست‌گذاری صحیحی برای توسعه مالی در کشور اقدام نمود.

بدین منظور این پژوهش به صورت زیر سازماندهی شده است. در بخش بعدی پژوهش ادبیات نظری ارتباط بین دولت و توسعه مالی در اقتصاد مطرح شده و بر نتایج مهمترین مطالعه‌های تجربی پیشین پرداخته خواهد شد. در بخش سوم به روش‌شناسی مطالعه و معرفی مدل و شاخص‌های مورد استفاده اشاره شده و تحلیلی از روند متغیرهای اصلی مدل به همراه نمودارهای مربوطه ارائه خواهد شد. در بخش چهارم نیز به برآورد مدل و تجزیه و تحلیل نتایج تجربی در اقتصاد ایران اشاره شده و بخش آخر نیز به نتیجه‌گیری و ارائه توصیه‌های سیاستی اختصاص خواهد یافت.

### ادبیات نظری و مروری بر مهمترین نتایج مطالعه‌های تجربی پیشین

از آنجایی که این پژوهش سعی دارد رویکرد دولت‌های مختلف در تنظیم سیاست‌های مستقیم مؤثر بر توسعه مالی و همچنین اثرات غیرمستقیم تصمیم‌های اقتصادی دولت جهت استفاده هر چه بیشتر از اعتبارات سیستم بانکی در ایران را بر توسعه مالی نشان دهد، از این رو در ادامه، ابتدا ادبیات نظری مربوط به این بحث‌ها ارائه شده و پس از آن به خلاصه‌ای از مهمترین مطالعه‌های تجربی پیشین اشاره خواهد شد.

در خصوص گرایش دولت‌ها در مسیر توسعه بخش مالی جوامع، به طور عموم می‌توان به دو دیدگاه متفاوت اشاره کرد. «دیدگاه توسعه‌ای»<sup>۱</sup> که توسط لوئیس<sup>۲</sup> (۱۹۵۰) و گرشنکرون<sup>۳</sup> (۱۹۶۲) مطرح شده و بیان می‌کند که دولت‌ها معمولاً در راستای برطرف نمودن نواقص بازارها و اهداف رشد و توسعه اقتصادی به حمایت‌های قانونی از بخش‌های اعتباری پرداخته و با اتخاذ قوانین و رویکردهای مناسب به نظارت در بازارهای مالی پرداخته و با هزینه‌کرد خود سعی در کاهش هزینه‌ها و افزایش دسترسی به منابع مالی از سوی بنگاه‌های تولیدی می‌نمایند. این دیدگاه به خصوص در کشورهای در حال توسعه مشاهده شده و مالکیت بیش از حد دولت بر مؤسسه‌ها و مراکز مالی را در این کشورها برگرفته از این دیدگاه می‌دانند. در این دیدگاه با سهولت قوانین مرتبط با پرداخت‌های اعتباری در اقتصاد، بازارهای مالی نیز توسعه‌یافته و شاخص‌های توسعه مالی بهبود می‌یابند (Cooray, 2011).

1. Developmental View
2. Lewis
3. Gerschenkron

در دیدگاه دوم که تحت عنوان «دیدگاه سیاسی» مطرح است و به طور عموم توسط کورنای<sup>۲</sup> (۱۹۷۹) و شلیفر و ویشنی<sup>۳</sup> (۱۹۹۴) وارد این ادبیات شده است، بیان می‌کند که دولت از طریق پیگیری اهداف مورد نظر خود به خصوص در کشورهایی که از مالکیت خصوصی ضعیفی برخوردار هستند، می‌تواند منجر به کاهش کارایی بازارهای مالی از طریق افزایش هزینه‌های سربار گردد. هابر و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) معتقدند که در چنین فضایی، تلاش دولت‌ها در جهت عدم توسعه بخش مالی ممکن است آگاهانه بوده و این حالت به خاطر وجود انگیزه‌هایی جهت سهولت بیرون کشیدن منابع از بانک‌ها و بازارهای مالی در جهت هزینه‌کرد در راستای سایر اهداف دولتی باشد. در این شرایط نشان داده شده است که دولت‌ها معمولاً در جهت تسهیل قوانین مرتبط با توسعه مالی رغبت چندانی از خود نشان نمی‌دهند. در خصوص اثرات تأمین مالی دولت از اعتبارات سیستم بانکی بر توسعه مالی نیز که تحت عنوان کلی «بدهی عمومی دولتی به سیستم بانکی» نام برده می‌شود به دو دیدگاه متفاوت اشاره شده است.

در دیدگاه اول، نقش بدهی عمومی دولت در توسعه مالی تحت عنوانی است که از آن به‌عنوان دیدگاه مرتبط با ظهور «دارایی‌های امن»<sup>۵</sup> در بازارهای مالی یاد می‌گردد و هدف آن توضیح نقش مثبت دولت در توسعه مالی از کانال ایجاد دارایی‌های امن در بازار مبادله‌های مالی است. دی سوتو<sup>۶</sup> (۲۰۰۰) معتقد است که وقتی این دارایی‌های دولتی (اوراق قرضه دولتی) وارد بازارهای مالی می‌گردند می‌توانند به نقدشوندگی بیشتر این بازارها در مقایسه با زمانی که از دارایی‌هایی همچون مستغلات و سایر دارایی‌های منقول به‌عنوان وثیقه استفاده می‌شود، منجر گردند. به‌عبارت دیگر معرفی اوراق قرضه دولتی به سیستم مالی باعث تسهیل قیمت‌گذاری سایر دارایی‌ها از جمله اوراق قرضه یا اوراق مشارکت سایر مؤسسه‌های مالی در بازارهای مالی گردیده و به‌عنوان یک اهرم و مرجع قیمت‌گذاری استفاده می‌گردد (Reinhart & Sack, 2000; World Bank, IMF, 2001). هونر<sup>۷</sup> (۲۰۰۹) نیز تأکید می‌کند که وجود اوراق قرضه بدون ریسک دولتی در بازارهای مالی باعث افزایش انگیزه سرمایه‌گذاران جهت نگهداری این اوراق در ترانزنامه شرکت‌ها و افزایش میل به سرمایه‌گذاری آنها می‌گردد. بدون

1. Political View
2. Kornai
3. Shleifer & Vishny
4. Haber *et al.*
5. Safe Assets
6. De Soto
7. Hauner

این اوراق مسلماً پس‌اندازها نیز کمتر و سرمایه‌گذاران با هزینه‌های بیشتر و گزینه‌های کمتری مواجه خواهند بود. همچنین وجود اوراق قرضه بدون ریسک دولتی در بازارهای مالی از دو مسیر دیگر نیز می‌تواند سبب افزایش اعتباردهی سیستم بانکی به بخش خصوصی گردد. اول وجود اوراق قرضه بدون ریسک دولتی در ترازنامه بانک‌ها باعث نوعی اعتماد در بین سپرده‌گذاران بانکی در قبال بانک مربوطه گشته و افزایش میل سپرده‌گذاری آنان را به همراه دارد. افزایش میل به سپرده‌گذاری در بانک باعث افزایش منابع در دسترس در سیستم بانکی و افزایش اعطای اعتبارات را به همراه خواهد داشت. بنابراین وجود این اوراق در ترازنامه سیستم بانکی اثر مثبت بر اعتبارات پرداختی از طریق این سیستم خواهد داشت که بدون این اوراق مسلماً پس‌اندازها نیز کمتر و قرض‌گیرندگان با هزینه‌های بیشتر و گزینه‌های کمتری نیز مواجه خواهند بود (Hauer, 2009). مسیر دوم اثرگذاری وجود این اوراق در ترازنامه بانکی بر اعتبارات پرداختی به بخش خصوصی از کانال مدیریت پرتفوی ریسک توسط بانک‌ها صورت می‌گیرد، به این صورت که بانکی که صاحب اوراق قرضه دولتی در ترازنامه خود است به لحاظ ریسک پایین این اوراق و به دلیل مدیریت پرتفوی ریسک خود اقدام به اتخاذ ریسک بیشتر از طریق توسعه شبکه بانکی خود و دسترسی به منابع سرمایه‌ای سپرده‌گذاران کرده و متعاقباً دارای منابع اعتباری بیشتر جهت اعطای اعتبارات خواهد شد.

دیدگاه دوم اثرگذاری بدهی عمومی دولت بر بخش مالی می‌تواند از مسیر ظهور «بانک‌های تنبل»<sup>۲</sup> باشد. دیدگاهی که طی آن افزایش بیش از حد بدهی دولت و اعتبارگیری دولت از سیستم بانکی می‌تواند بر توسعه بخش مالی تأثیر منفی داشته باشد. مکانیزم این اثرگذاری معکوس نیز بدین صورت است که بانکی که بر دارایی‌های سالم دولتی (اوراق قرضه بی‌ریسک دولتی) دسترسی دارد، با داشتن سود انتظاری بیشتر نسبت به بانک‌های مشابه دیگر، انگیزه لازم جهت حضور فعالانه در بازار مالی را از دست داده و این حالت به فعالیت‌های مرتبط با توسعه و گسترش شبکه بانکی آن بانک لطمه زده و باعث از دست رفتن منابع بالقوه برای آن بانک خواهد گردید. در چنین شرایطی بانک مذکور با محدودیت منابع مواجه بوده و سهم بخش خصوصی از اعتبارات آن بانک تنها محدود به منابع مالی باقی‌مانده پس از پرداخت اعتبار به بخش دولتی خواهد بود (Hauer, 2009; Demetriades & Luintel, 1996).

چنین دیدگاهی بسیار شبیه به دیدگاه لاپورتا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۲) است که بیان می‌کند هر چه مالکیت دولتی بانک‌ها بیشتر باشد این حالت منجر به کارایی و توسعه‌یافتگی کمتر آنان خواهد گردید.

1. Risk Diversification Model
2. Lazy Banks
3. Laporta *et al.*

اگر چه در حالت کلی هر یک از دو دیدگاه فوق به تنهایی نمی‌توانند توضیح‌دهنده نقش دولت در ارتباط با بخش مالی یک اقتصاد باشند، بلکه ممکن است در یک کشور بدهی دولت تأثیر غیرخطی بر توسعه مالی داشته باشد، به طوری که تا حد مشخصی از حجم بدهی‌های دولتی افزایش یابد این بدهی‌ها اثر مثبت بر توسعه مالی گذاشته و بعد از حد مشخصی، افزایش این بدهی‌ها اثرات معکوسی را بر توسعه بخش مالی در پی داشته باشند. هونر (۲۰۰۸) معتقد است که شدت اثرگذاری هر یک از دیدگاه‌های فوق (اثرات مثبت و منفی) به درجه توسعه‌یافتگی یا آزادی سیستم مالی کشورها بستگی دارد. به عبارت دیگر احتمال ظهور پدیده «بانک‌های تنبل» در یک اقتصاد با سیستم مالی بسته به مراتب بیشتر از یک اقتصاد با سیستم مالی توسعه یافته است، زیرا در یک اقتصاد بسته، به لحاظ ثابت و مشخص بودن سقف نرخ‌های اعتباردهی، قرض‌دهی به بخش عمومی بسیار سودمندتر بوده و در مقابل، پرداخت اعتبار به بخش خصوصی از طرف سیستم بانکی با ریسک‌های بالاتری همراه است. به عبارت دیگر در چنین شرایطی سیستم بانکی تمایل دارد تا جای ممکن به پرداخت وام به بخش عمومی پرداخته و باقی‌مانده اعتبارات را به بخش خصوصی واگذار نماید.

از مطالعاتی که منحصراً بر رابطه اندازه بدهی عمومی دولت به سیستم بانکی و توسعه مالی پرداخته‌اند می‌توان به مطالعه هونر (۲۰۰۸)، هونر (۲۰۰۹) و کورای (۲۰۱۱) اشاره کرد. در حقیقت چنانچه هونر (۲۰۰۸) نیز خاطر نشان می‌سازد، علی‌رغم وجود مباحث سیاستگذاری در این زمینه، مطالعه‌های دانشگاهی کمتری به این زمینه از روابط بین بدهی عمومی دولت و توسعه مالی پرداخته‌اند. هونر (۲۰۰۸) در مطالعه خود با بررسی اعتباردهی به بخش دولتی از سوی سیستم بانکی بر جوانب مختلف توسعه مالی در ۱۴۲ کشور در فاصله سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۶ نتیجه‌گیری می‌کند که اثرات منفی واضحی از سوی اعتباردهی به بخش دولتی بر تعمیق سیستم بانکی که او از طریق دو شاخص نسبت تعهدات نقدی سیستم بانکی به تولید ناخالص داخلی و کل اعتبارات پرداخت شده از طریق سیستم بانکی به تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری می‌کند، در کشورهای در حال توسعه وجود دارد. وی این اثر را در میان کشورهای توسعه‌یافته مشاهده نمی‌کند. همچنین وی نشان می‌دهد که اعتباردهی به بخش دولتی باعث افزایش سودآوری، اما کاهش کارایی سیستم بانکی در کشورهای در حال توسعه شده است، درحالی‌که در کشورهای توسعه‌یافته این حالت اثری بر سودآوری سیستم بانکی نداشته ولی بر کارایی سیستم بانکی اثر مثبت نشان می‌دهد.

کورای (۲۰۱۱) نیز در مطالعه خود با بررسی اثرگذاری دو ویژگی «اندازه» و «کیفیت» دولت بر روی اندازه و کیفیت بخش مالی در ۷۱ کشور نتیجه می‌گیرد که افزایش کیفیت دولت از طریق

حکمرانی مناسب و به‌کارگیری سیستم قانونی مناسب در بخش مالی، باعث تأثیرات مثبت بر بخش مالی هم از جهت اندازه و هم از جهت کارایی بوده است. همچنین یافته بعدی وی حکایت از آن دارد که افزایش هزینه‌های دولتی و افزایش مالکیت دولت بر سیستم بانکی تأثیر منفی بر کارایی بخش مالی در پی داشته است.

هونر (۲۰۰۹) در مطالعه خود با بررسی مدلی در خصوص کارایی و سودآوری یازده هزار بانک در سال ۱۹۹۴ و با به‌کارگیری روش اثرات ثابت نشان داد که در این بانک‌ها وقتی نسبت اعتبارات پرداخت شده به دولت از حد و آستانه مشخصی فراتر می‌رود این شرایط باعث سودآوری بیشتر این بانک‌ها گشته، اما در نقطه مقابل کارایی آنان را کاهش می‌دهد. وی معتقد است که در سطح بانکی این یافته‌ها تأییدی بر نظریه «بانک‌های تنبل» در اقتصاد بوده است.

ایسمیحان و اوزکان<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) نیز در مطالعه نظری خود نشان دادند که در شرایطی که دولت به عامل عمده در اعتبارگیری از سیستم بانکی تبدیل شود، این حالت منجر به کاهش منابع در دسترس جهت اعتباردهی به بخش خصوصی گردیده (اثر برون‌رانی) و از این مسیر بر توسعه مالی اثرات منفی بر جای می‌گذارد. آنها نشان داده‌اند که هر چه عمق مالی در اقتصادی کمتر باشد این اثرات منفی بیشتر بروز خواهد نمود.<sup>۲</sup>

بنابراین با توجه به نتایج و دیدگاه‌های غیریکسان در خصوص اثرات تامین مالی دولت از اعتبارات سیستم بانکی بر توسعه مالی در کشورها، این مطالعه با به‌کارگیری مدل مناسب در اقتصاد ایران به بررسی این ارتباط پرداخته است. همچنین طبق بررسی‌های به عمل آمده، مطالعه یا مطالعه‌های با هدف یا عنوان مشابه پژوهش حاضر در بین مطالعه‌های داخلی یافت نشد، بنابراین پرداختن به موضوع مورد بحث برای اولین بار در کشور می‌تواند به‌عنوان یکی از مزایای پژوهش حاضر به‌شمار رود.

## روش شناسی پژوهش

### معرفی الگوی اقتصادسنجی

در پژوهش حاضر جهت بررسی نقش و اثرگذاری بدهی عمومی دولت به سیستم بانکی بر توسعه مالی در کشور که در فاصله زمانی ۱۳۹۱-۱۳۵۲ خواهد بود، از مدل تجربی رایجی که در مطالعات کورای (۲۰۱۱) و هونر (۲۰۰۹) نیز برای این منظور به‌کار گرفته شده، بهره گرفته شده است. فرم کلی

1. Ismihan & Ozkan

۲. برای مطالعه مکانیزم‌ها و محاسبات دقیق به Ismihan & Ozkan, 2012 رجوع گردد.



این الگو به صورت رابطه (۱) است:

$$fd = f(\text{pubdebt}, \text{pcinc}, \text{inf}, \text{openness}) \quad (1)$$

که در رابطه (۱) نشان‌دهنده سطح توسعه مالی است و در آن تابعی از بدهی عمومی دولت به سیستم بانکی (*pubdebt*)، درآمد سرانه حقیقی (*pcinc*)، تورم (*inf*) و درجه بازبودن تجاری کشور (*openness*) در نظر گرفته می‌شود. با نگاهی به وظیفه نظارتی و سیاستی بانک مرکزی در زمینه متغیرهای پولی و اعتباری کشور و عدم استقلال کامل این نهاد از سیاست‌گذاری‌های دولت در اقتصاد کشور، به نظر می‌رسد که اتخاذ سیاست‌ها و نگرش‌های مربوطه در هر یک از دولت‌های روی کار آمده نیز یکی دیگر از عوامل اساسی و تعیین‌کننده در توسعه بخش مالی در این فاصله زمانی در کشور بوده باشد. بنابراین در جهت شناخت جهت‌گیری هر یک از این دولت‌ها در اتخاذ یا عدم اتخاذ سیاست‌های مرتبط با توسعه مالی، متغیرهای مجازی مناسبی نیز وارد مدل شده است تا از این طریق رویکرد و اثرات جداگانه سیاست‌های کلی آنان مورد ارزیابی قرار گیرد<sup>۱</sup>. بنابراین مدل نهایی مطالعه به صورت رابطه (۲) خواهد بود:

$$fd_i = \alpha_1 + \alpha_2 \text{PUBDEBT}_i + \alpha_3 \text{LPCINC}_i + \alpha_4 \text{INF}_i + \alpha_5 \text{OPENNESS}_i \quad (2) \\ + \beta_1 G1 + \beta_2 G2 + \beta_3 G3 + \beta_4 G4 + \varepsilon_i$$

در رابطه (۲)، *fd* شاخص توسعه مالی در کشور بوده و از طریق یکی از معتبرترین و متداول‌ترین شاخص‌های اندازه‌گیری توسعه مالی کشورها در مطالعه‌های مختلف یعنی نسبت اعتبارات پرداختی

۱. در مطالعه‌های تجربی مختلفی همچون Laporta et al. (2002) و Hauner (2009) برای بررسی و ارزیابی رویکرد کشورها در اتخاذ سیاست‌های اعتباری و مالی و حمایت از سرمایه‌گذاری، بسته به اینکه قوانین تجاری هر کشور با منشاء انگلیسی یا فرانسوی بوده است متغیرهای مجازی مربوطه وارد مدل شده و از این طریق به بررسی اثرات مربوطه پرداخته شده است. در کشور ما ایران با توجه به عدم استقلال کامل بانک مرکزی از تصمیم‌های دولت و اتخاذ سیاست‌های اعتباری متناسب با رویکرد دولت‌های وقت از سوی بانک مرکزی، در این مطالعه جهت رصد نمودن رویکرد هر یک از دولت‌های بعد از انقلاب در ایران، با شناسایی چهار دوره مختلف در فاصله سال‌های ۵۲ تا ۶۷، ۶۸ تا ۷۵، ۷۶ تا ۸۳ و ۸۴ تا ۹۱ به وارد نمودن متغیرهای مجازی مربوطه در مدل پرداخته شده است. متغیرهای مجازی وارد شده در الگو نیز بدین شرح بوده‌اند که اولین متغیر (*G1*) به‌عنوان عرض از مبدا و *G2* به‌عنوان متغیر مجازی جهت رصد تفاوت سیاست‌گذاری توسعه مالی در دولت هشت ساله دوم در فاصله سال‌های ۶۸ تا ۷۵ و *G3* به‌عنوان متغیر مجازی جهت رصد تفاوت سیاست‌گذاری توسعه مالی در دولت هشت ساله سوم در فاصله سال‌های ۷۶ تا ۸۳ و *G4* به‌عنوان متغیر مجازی جهت رصد تفاوت سیاست‌گذاری توسعه مالی در دولت هشت ساله چهارم در فاصله سال‌های ۸۴ تا ۹۱ وارد مدل شده است.

به بخش خصوصی از طریق بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی به تولید ناخالص داخلی کشور اندازه‌گیری گردیده است<sup>۱</sup>. متغیر PUBDEBT بیانگر سهم اعتباری بخش دولت (دولت، مؤسسه‌ها و شرکت‌های وابسته به دولت) از اعتباردهی کل بانک‌ها در اقتصاد است که از طریق نسبت بدهی‌های اعتباری بخش دولتی به بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی به مجموع کل اعتبارات پرداختی از طریق این سیستم به بخش دولتی و خصوصی محاسبه شده است. سه متغیر کنترل وارد شده در مدل یعنی متغیر لگاریتم درآمد سرانه حقیقی که از طریق درآمد سرانه حقیقی ایران به قیمت ثابت سال ۸۳ اندازه‌گیری گردیده و تورم که از طریق محاسبه نرخ رشد شاخص بهای مصرف‌کننده نسبت به سال پایه ۹۰ و درجه بازبودن تجاری، که از طریق نسبت مجموع صادرات و واردات بر تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت سال ۸۳ به دست آمده است، از مهمترین متغیرهای تأثیرگذار بر سطح توسعه مالی در مطالعه‌های گوناگون عنوان شده‌اند<sup>۲</sup>.

در رابطه (۲)، متغیر G1 به‌عنوان عرض از مبدأ و متغیر G2 تا G4 نیز چنانچه در پانویس صفحه قبلی توضیح داده شد، بیان‌کننده متغیرهای مجازی مربوط به سه دوره مختلف سیاست‌گذاری در بازه زمانی مطالعه در ایران هستند که برای هر متغیر در سال مورد نظر عدد یک و برای بقیه سال‌ها عدد صفر منظور شده است.

مثبت بودن ضریب PUBDEBT در رابطه (۲) نشان‌دهنده تأییدی بر نظریه «ظهور دارایی امن» در اقتصاد بوده و گویای نقش سازنده اعتبارات دولتی در توسعه بخش مالی اقتصاد و تسهیل سازوکارهای مالی در اقتصاد ایران خواهد بود، درحالی‌که منفی بودن ضریب فوق نیز تأییدی بر نظریه «ظهور بانک‌های تنبل» بوده و گویای کاهش شاخص توسعه مالی یا همان خارج شدن اعتبارات از

۱. در مطالعه‌های مختلف برای اندازه‌گیری توسعه مالی از شاخص‌های متنوع و مختلف بهره برده شده است که به‌عنوان مثال می‌توان به شاخص‌های زیر اشاره کرد: نسبت تعهدات نقدی بانک‌ها به تولید ناخالص داخلی - نسبت اعتبارات پرداخت شده به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی - نسبت دارایی بانک‌های تجاری به کل دارایی سیستم بانکی و بانک مرکزی - نسبت اعتباردهی از طریق سیستم بانکی به بخش خصوصی به تعهدات نقدی بانک‌ها که در این میان نسبت اعتبارات پرداخت شده به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی از کانال سیستم بانکی یکی از متداول‌ترین و معتبرترین این شاخص‌ها بوده است. برای بررسی بیشتر به منابع King & Levine (1993) و Saci & Holden (2008) مراجعه گردد.

۲. به‌عنوان مثال به مطالعه‌های Chinn & Ito, 2006; Boyd *et al.*, 2001 و Claessens & Leaven, 2003 رجوع گردد.

دسترس بخش غیردولتی (خصوصی) با افزایش اعتباردهی سیستم بانکی به بخش دولتی در اقتصاد است. مثبت بودن هر یک از ضرایب  $\beta$  در رابطه (۲) نیز شواهدی مبنی بر نگرش مثبت دولت و اتخاذ سیاست‌های مربوطه در راستای توسعه مالی توسط این دولت‌ها بوده، درحالی‌که منفی بودن ضریب فوق نیز عملاً نگرش محدودکنندگی دولت در ارتباط با توسعه بازارهای مالی را نشان خواهد داد. لازم به ذکر است که تمامی داده‌های مورد استفاده در رابطه (۲) از آمار و اطلاعات بانک مرکزی گردآوری شده است. همچنین دلیل در نظر گرفتن بازه زمانی ۱۳۵۲ تا ۱۳۹۱ نیز در دسترس بودن داده‌های مورد نظر مطالعه در فاصله زمانی فوق در کشور بوده است.

### روش تخمین مدل

با توجه به وجود داده‌های نامانا در مدل، الگوی نهایی معرفی شده به روش‌های هم‌انباشتگی تخمین و مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. بنابراین در صورت وجود رابطه هم‌انباشتگی، سعی خواهد شد رفتار کوتاه‌مدت و بلندمدت متغیرهای توضیحی برآورد شده و سپس مدل تصحیح خطای کوتاه‌مدت به بلندمدت استخراج گردد. به عبارت دیگر برای حصول اطمینان از صحت نتایج هر برآورد تجربی از مدل‌های مورد مطالعه، لازم است که ابتدا مانایی متغیرهای پژوهش مورد آزمون قرار گرفته و در صورت وجود سری‌های زمانی نامانا، آزمون‌های هم‌انباشتگی<sup>۱</sup> مد نظر قرار گیرند. در این پژوهش، از رهیافت هم‌انباشتگی خودبازگشتی با وقفه‌های توزیعی (ARDL) جهت تعیین وجود یا عدم وجود هم‌انباشتگی بین متغیرهای فوق استفاده شده<sup>۲</sup> و در صورت وجود رابطه هم‌انباشتگی، به مطالعه رفتار کوتاه‌مدت و بلندمدت متغیرهای توضیحی و مدل پویای تصحیح خطای کوتاه‌مدت به بلندمدت در رهیافت فوق پرداخته خواهد شد. بنابراین در رهیافت ARDL رابطه (۲) به صورت رابطه (۳) بازنویسی خواهد شد.

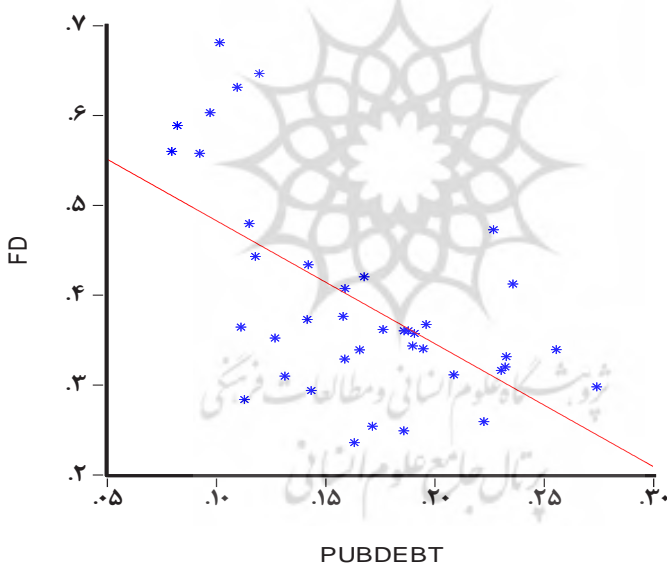
$$fd_i = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{n1} \alpha_{1i} PUBDEBT_{t-i} + \sum_{i=0}^{n2} \alpha_{2i} LPCINC_{t-i} + \sum_{i=0}^{n3} \alpha_{3i} INF_{t-i} + \sum_{i=0}^{n4} \alpha_{4i} OPENNESS_{t-i} + \beta_1 G1 + \beta_2 G2 + \beta_3 G3 + \beta_4 G4 + \varepsilon_i \quad (3)$$

### 1. Co-integration Approaches

۲. از دلایل به‌کارگیری روش ARDL در این پژوهش آن است که صرف‌نظر از اینکه متغیرهای توضیحی در سطح مانا باشند و یا با یک‌بار تفاضل‌گیری مانا گردند می‌توان رابطه هم‌انباشتگی بین متغیرها را بررسی کرده و مورد استفاده قرار داد. به عبارت دیگر این روش یکی از مناسب‌ترین روش‌ها برای پژوهش رفتار هم‌انباشتگی متغیرهایی با درجه مانایی متفاوت در الگو است.

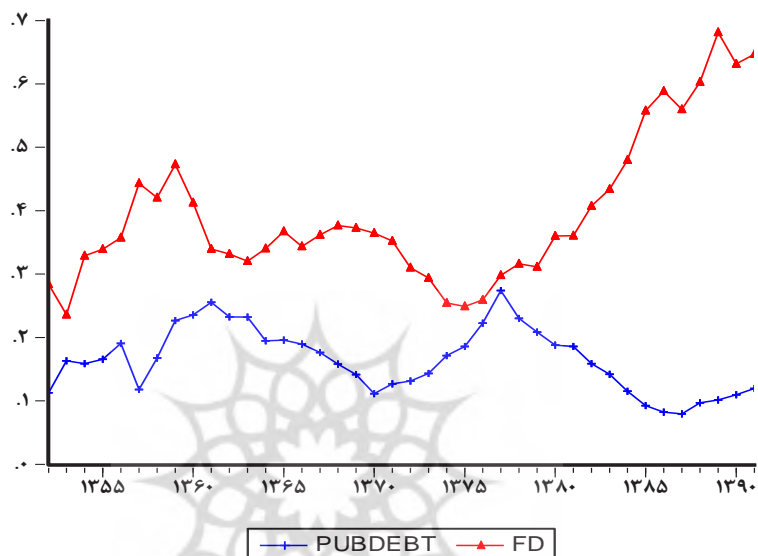
### تحلیل توصیفی روند متغیرهای اصلی مدل

در این قسمت به تحلیل توصیفی روند متغیرهای اصلی مدل پرداخته می‌شود. یکی از مهمترین متغیرهای مورد نظر پژوهش حاضر که به‌عنوان متغیر مستقل در مدل در نظر گرفته شده است، شاخص ارزیابی بدهی عمومی دولت یا همان نسبت اعتبارات پرداخت شده به دولت از کل اعتبارات بانکها و مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی است که نمودار (۱) پراکنش این متغیر با متغیر وابسته مدل یعنی شاخص توسعه مالی را نشان می‌دهد.



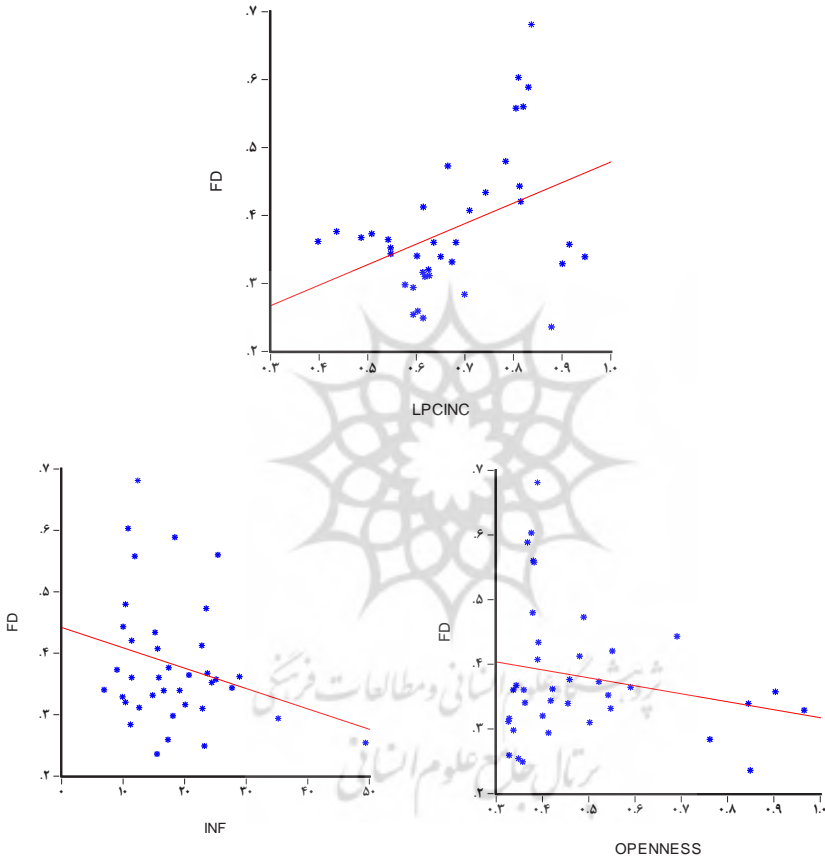
نمودار ۱: پراکنش متغیر نسبت اعتبارات جذب شده توسط بخش دولتی از اعتبارات بانکها و مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی در مقابل شاخص توسعه مالی در ایران در فاصله زمانی مورد مطالعه

چنانچه در نمودار (۱) مشاهده می‌گردد و خط ساده رگرسیونی نیز نشان می‌دهد یک رابطه با همبستگی منفی ۵۷ درصدی بین این متغیرها وجود دارد. این همبستگی می‌تواند در طول زمان نیز بین این متغیرها بررسی گردد. نمودار (۲) روند زمانی هر دو متغیر را در سال‌های مطالعه نشان می‌دهد.



نمودار ۲: روند زمانی متغیرهای نسبت اعتبارات جذب شده توسط بخش دولتی از بانکها و مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی و شاخص توسعه مالی در ایران در فاصله زمانی مورد مطالعه

با توجه به نمودار (۲) مشاهده می‌گردد همبستگی منفی بین دو متغیر در نمودار (۲) نیز به خوبی نمایان است، به طوری که رابطه معکوسی بین دو متغیر در سال‌های مورد مطالعه وجود دارد. به عبارت دیگر روند صعودی و نزولی دو متغیر تا حدودی در جهت معکوس هم بوده و زمانی که یک متغیر به حداکثر مقدار خود می‌رسد، متغیر دیگر حداقل مقدار خود را تجربه می‌نماید. در نمودار (۲) زمانی که شاخص توسعه مالی در سال‌های ۸۵ و ۸۶ به بیشترین حد خود می‌رسد، نسبت اعتبارات جذب شده توسط دولت از بانکها و مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی نیز کمترین مقدار خود در طول دوره مورد بررسی را نشان می‌دهد. نمودار (۳) پراکنش سه متغیر دیگر مطالعه یعنی لگاریتم درآمد سرانه حقیقی، نرخ تورم و درجه بازبودن تجاری کشور را در مقابل شاخص توسعه مالی نشان می‌دهد.



نمودار ۳: نمودار پراکنش سه متغیر کنترل مدل در مقابل شاخص توسعه مالی در ایران در فاصله زمانی مطالعه

همچنان که در نمودار (۳) مشاهده می‌شود رابطه دوطرفه بین شاخص درآمد حقیقی سرانه با توسعه مالی مثبت و رابطه دوطرفه بین درجه باز بودن تجاری و نرخ تورم با توسعه مالی در سال‌های مورد مطالعه در ایران به صورت منفی بوده است.

### برآورد مدل و تجزیه و تحلیل یافته‌ها

با توجه به مطالب گفته شده در بخش قبلی، در این بخش لازم است مرتبه مانایی متغیرهای مدل تعیین شود. برای این منظور از آزمون‌های دیکی فولر تعمیم‌یافته (ADF) و فیلیپس-پرون (PP)، استفاده شده است. نتایج بررسی ایستایی متغیرهای مدل در جدول (۱) ارائه شده است:

جدول ۱: آزمون‌های دیکی فولر تعمیم‌یافته و فیلیپس-پرون برای متغیرهای مدل

نام متغیرها	آماره آزمون ADF (Prob.)		آماره آزمون PP (Prob.)	
	در سطح و با عرض از مبدا و روند زمانی	یک مرتبه تفاضل‌گیری و با عرض از مبدا	سطح و با عرض از مبدا و روند زمانی	یک مرتبه تفاضل‌گیری و با عرض از مبدا
FD	۰/۹۴	۰/۰۰	۰/۹۰	۰/۰۰
PUBDEBT	۰/۳۰	۰/۰۰	۰/۲۵	۰/۰۰
LPCINC	۰/۸۴	۰/۰۰	۰/۸۲	۰/۰۰
INF	۰/۰۱	۰/۰۰	۰/۰۹	۰/۰۰
OPENNESS	۰/۵۶	۰/۰۰	۰/۵۰	۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نتایج جدول (۱)، بررسی مانایی و نامانایی متغیرهای مدل با استفاده از هر دو آماره آزمون ADF و PP نشان می‌دهد که تمام متغیرهای مذکور به جز متغیر مربوط به نرخ تورم در سطح آزمون ۵ درصد نامانا بوده، درحالی‌که بعد از یک‌بار تفاضل‌گیری و با احتساب عرض از مبدا مانا گشته و به حالت سری ایستایی درمی‌آیند،  $I(1)$  متغیر نرخ تورم نیز با توجه به آماره دیکی فولر تعمیم‌یافته در سطح آزمون ۵ درصد و با توجه به آماره فیلیپس-پرون در سطح آزمون ۱۰ درصد می‌تواند به‌عنوان سری مانایی در نظر گرفته شود.

بنابراین با توجه به وجود متغیرهایی با درجه انباشتگی مختلف  $I(1)$  و  $I(0)$  در مدل - طبق ادبیات اقتصادسنجی - استفاده از فن ARDL مناسب‌ترین روش برای به‌دست آوردن روابط بلندمدت و کوتاه‌مدت بین متغیرهای مختلف است. در مرحله بعد و با در نظر گرفتن تعداد وقفه بهینه برای هر یک از متغیرهای وارد شده در الگو به برآورد<sup>۱</sup> رابطه کوتاه‌مدت پرداخته شده است. با در نظر گرفتن

۱. تخمین‌ها با استفاده از نرم‌افزار Microfit 4.0 انجام شده است.

مدل پویای ARDL برای توسعه مالی در ایران (رابطه ۳) مدل پویای بهینه (1,0,2,1,1) ARDL از طریق ضابطه شوارتز-بیزین و با در نظر گرفتن حداکثر دو وقفه (با توجه به سالانه بودن داده‌های مورد استفاده) برآورد شده است که نتایج حاصل در جدول (۲) آورده شده است.

**جدول ۲: برآورد رابطه پویای ARDL توسعه مالی در ایران**

نام متغیرها	ضریب	خطای معیار	Prob. ( $\beta=0$ )
Fd(-1)	۰/۶۲	۰/۰۸	۰/۰۰
Pubdebt	-۰/۳۴	۰/۱۳	۰/۰۱
Lpcinc	-۰/۱۳	۰/۰۲	۰/۰۰
Lpcinc(-1)	۰/۰۸	۰/۰۳	۰/۰۱
Lcpi(-2)	۰/۰۸	۰/۰۲	۰/۰۰
INF	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۰/۰۱
Inf(-1)	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۰/۰۷
Openness	۰/۱۳	۰/۰۶	۰/۰۳
Openness(-1)	-۰/۱۳	۰/۰۷	۰/۰۷
G1	۰/۱۱	۰/۰۶	۰/۱۰
G2	۰/۱۲	۰/۰۸	۰/۳۹
G3	۰/۱۳	۰/۰۷	۰/۰۹
G4	۰/۱۷	۰/۰۸	۰/۰۲

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج جدول (۲) که برآوردی از پویایی‌های کوتاه‌مدت الگو را نشان می‌دهد، متغیر توضیحی اصلی مطالعه یعنی سهم دولت از اعتبارات سیستم بانکی تأثیر منفی و معنی‌داری بر توسعه مالی در سال‌های مورد مطالعه در ایران را نشان می‌دهد. بعد از تخمین رابطه (۳) و با در نظر گرفتن ضرایب مدل پویای ARDL که در جدول (۲) آورده شده است، آماره  $t$  بترجی جهت وجود یا عدم وجود رابطه بلندمدت بین متغیرها به مقدار  $-۴/۷۵$



محاسبه شد که به دلیل بزرگ‌تر بودن مقدار آماره به‌دست آمده از مقدار بحرانی موجود در جدول بنرجی-دلادو و مستر، فرض صفر مبنی بر عدم وجود رابطه بلندمدت بین متغیرها رد شده و فرضیه مقابل مبنی بر وجود رابطه بلندمدت بین متغیرها پذیرفته می‌شود. در ادامه با توجه به تایید وجود رابطه هم‌انباشتگی بلندمدت بین متغیرهای الگو به تخمین ضرایب بلندمدت متغیرهای اثرگذار بر توسعه مالی در ایران پرداخته می‌شود.

جدول ۳: برآورد رابطه بلندمدت توسعه مالی در ایران

نام متغیرها	ضریب	خطای معیار	Prob. ( $\beta=0$ )
Pubdebt	-۰/۹۲	۰/۳۸	۰/۰۲
Lpcinc	۰/۱۰	۰/۰۶	۰/۱۳
Inf	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۲	۰/۰۰
Openness	۰/۰۵	۰/۱۴	۰/۹۹
G1	۰/۳۰	۰/۱۶	۰/۰۷
G2	۰/۰۴	۰/۰۵	۰/۴۱
G3	۰/۰۶	۰/۰۴	۰/۱۴
G4	۰/۱۶	۰/۰۶	۰/۰۲

منبع: یافته‌های پژوهش

بر طبق نتایج جداول (۲ و ۳) مشاهده می‌شود با افزایش اعتباردهی سیستم بانکی به بخش دولتی از گستره توسعه مالی در کشور کاسته شده و بنابراین سهم بخش غیردولتی (خصوصی) از اعتبارات سیستم بانکی کاهش می‌یابد. از آنجایی که این اثر برون‌رانی از طریق افزایش نرخ بهره بازار صورت نمی‌گیرد، بنابراین این اثر همانند اثر برون‌رانی<sup>۱</sup> موجود در اقتصاد کینزی نبوده و احتمالاً دلیل این حالت بروز اثر فرضیه بانک‌های تنبیل در اقتصاد ایران است.

بر طبق نتایج جدول (۳) در خصوص اثرگذاری سایر متغیرهای کنترل الگو مشاهده می‌شود که درآمد سرانه حقیقی طبق انتظار تئوری، اثرگذاری مثبتی را بر توسعه مالی در ایران بر جای می‌گذارد؛ اگرچه معنی‌داری بالایی را نیز از خود نشان نمی‌دهد. از سوی دیگر متغیر نرخ تورم اثرگذاری منفی

و معنی‌داری بر توسعه مالی در ایران داشته است، به صورتی که با بالا رفتن نرخ تورم در فاصله زمانی مورد مطالعه عملاً از سطح توسعه مالی در کشور کاسته شده است. این نتایج با یافته‌های مطالعه‌های اخیر از جمله هونر (۲۰۰۹) و بیتنکورت<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) سازگار است. بیتنکورت (۲۰۱۱) دلایل نظری رابطه منفی بین نرخ تورم و توسعه مالی در برزیل را چنین بیان کرده است که در کشورهای در حال توسعه با بالا رفتن سطح عمومی قیمت‌ها، بازدهی پس‌اندازها کاهش یافته و تمایل به پس‌انداز بیشتر از سوی مردم را کاهش خواهد داد که این نیز به نوبه خود باعث کاهش منابع در دسترس برای سیستم بانکی شده و امر اعتباردهی از سوی این سیستم را با مشکلات جدی مواجه خواهد ساخت. از نتایج دیگر، برآورد الگوی اثرگذاری مثبت اما غیرمعنی‌دار متغیر درجه باز بودن تجاری بر توسعه مالی در ایران است. اگرچه اکثر مطالعه‌های صورت گرفته در کشورهای توسعه یافته به رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار بین آزادی تجاری با توسعه مالی دست یافته‌اند، اما با توجه به نتایج برآورد الگو می‌توان بیان کرد که در کشور در بلندمدت رابطه معنی‌داری بین این دو متغیر وجود نداشته است. به عبارت دیگر، اگر چه طبق برآورد رابطه پویای متغیرها در کوتاه‌مدت باز بودن تجاری کشور اثر مثبت و معنی‌داری را به صورت همزمان بر توسعه مالی نشان می‌دهد، اما این اثر بعد از گذشت یک‌سال به اثری منفی و معنی‌دار تبدیل می‌گردد، درحالی‌که برآیند این دو اثرگذاری در بلندمدت تأثیر خاصی را از سوی متغیر باز بودن تجاری بر توسعه مالی نشان نمی‌دهد. با توجه به نتایج مطالعه کیم<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۰)، اثرگذاری مثبت باز بودن تجاری بر توسعه مالی می‌تواند به علت افزایش دسترسی سیستم بانکی به منابع خارجی در نتیجه صادرات کالاها و خدمات بوده، درحالی‌که اثرگذاری منفی این متغیر می‌تواند به علت گشایش بازار مصرفی کشور به روی کالاهای وارداتی خارجی و ایجاد نوسان‌های تجاری در داخل کشور باشد که اثر خود را با وقفه زمانی نشان می‌دهد. این دلایل می‌تواند یکی از دلایل احتمالی اثرگذاری پویای مثبت و منفی بین متغیرهای توسعه مالی و درجه باز بودن تجاری در کشور در نظر گرفته شود که به بی‌اثر شدن جهت اثرگذاری متغیر باز بودن تجاری بر توسعه مالی در بلندمدت می‌انجامد.

همچنین طبق نتایج جدول (۳) مشاهده می‌گردد که ضرایب متغیرهای مجازی وارد شده در الگو برای دو دولت هشت ساله دوم و سوم تفاوت معنی‌داری با سیاست‌گذاری توسعه مالی تا قبل از سال ۶۸ نداشته و به طور تقریبی روند مشابهی را طی کرده است. اما این روند در دولت هشت ساله چهارم

1. Bittencourt  
2. Kim

یعنی از سال ۸۴ تا ۹۱ به صورت محسوس و معنی‌داری با دولت‌های قبلی متفاوت بوده و نشان از افزایش سهم اعتبارات پرداختی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی از کانال سیستم بانکی بوده است. اما با در نظر گرفتن همزمان اثرگذاری منفی دولت‌ها از مسیر ایجاد بدهی عمومی بر توسعه مالی با اثرگذاری مثبت آنها در جریان اتخاذ رویکردهای مثبت در راستای توسعه مالی می‌توان بیان کرد علی‌رغم اهتمام سیاست‌گذاری تمامی دولت‌های گذشته در راستای توسعه مالی در کشور، ورود آنان به بازارهای اعتباری و تامین هزینه‌های بودجه‌ای از مسیر سیستم بانکی کشور عملاً منجر به جلوگیری از توسعه مالی در کشور شده است.

وجود رابطه هم‌انباشتگی بین مجموعه‌ای از متغیرهای اقتصادی مبنای استفاده از مدل‌های تصحیح خطا را فراهم می‌آورد. الگوی تصحیح خطا در واقع نوسان‌های کوتاه‌مدت (عدم تعادل کوتاه‌مدت) متغیرهای الگو را به مقادیر تعادلی بلندمدت آنها ارتباط می‌دهد.

جدول ۴: نتایج مدل تصحیح خطای کوتاه‌مدت الگو به سمت پویایی‌های بلندمدت

نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	مقدار آماره $F$ استیودنت
مدل (۳-۳) $ECM(-1)$	-۰/۳۷	۰/۰۸	-۴/۵۹

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج جدول (۴)، می‌توان بیان کرد که سرعت تعدیل خطای کوتاه‌مدت به سمت مقادیر بلندمدت تعادلی به طور نسبی مناسب و در حدود ۰/۳۷ است. به عبارت دیگر در هر سال بیشتر از یک‌سوم از نوسان متغیرها از مقادیر بلندمدت آنها تعدیل می‌گردد.

### نتیجه‌گیری و آرایه توصیه‌های سیاستی

در این مطالعه با استفاده از داده‌های سری زمانی سالانه اقتصاد ایران در فاصله بین سال‌های ۱۳۵۲ تا ۱۳۹۱ و با استفاده از فن هم‌انباشتگی خودبازگشتی با وقفه‌های توزیعی (ARDL)، نقش بدهی عمومی دولتی (سهم بخش دولت از اعتبارات پرداختی بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی) بر شاخص توسعه مالی مورد بررسی و ارزیابی قرار گرفت. نتایج داده‌های تجربی حاکی از آن است که رابطه منفی بین شاخص سهم دولت از اعتبارات سیستم بانکی با شاخص توسعه مالی تأیید کننده دیدگاه ظهور «بانک‌های تنبل» در اقتصاد ایران است، به طوری که بانک‌ها در اقتصاد ایران با افزایش

وام‌دهی به بخش دولتی انگیزه و کارایی لازم را جهت گسترش بازارهای مالی از دست می‌دهند. از سوی دیگر نتایج ارزیابی رویکرد سیاستی دولت‌ها در راستای توسعه مالی نیز نشان‌دهنده آن است که هر چند تمامی چهار دولت مورد مطالعه رویکردهای مثبت و معنی‌داری در ارتباط با توسعه مالی از خود نشان داده‌اند، اما شدت این سیاست‌گذاری‌ها در دولت هشت ساله چهارم بیشتر بوده است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که در سال‌های مورد مطالعه، هر چند تمایل و راستای سیاست‌گذاری تمامی دولت‌ها در جهت توسعه مالی بوده است؛ اما عملاً ورود دولت‌ها به بازارهای اعتباری و تامین مالی جهت پرداخت هزینه‌های بودجه‌ای از مسیر سیستم بانکی به خارج شدن منابع مالی از دسترس بخش خصوصی انجامیده است. به عبارت دیگر می‌توان نتیجه گرفت که عملکرد دولت‌ها در فاصله زمانی مورد مطالعه و اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی و سیاستی مرتبط با توسعه مالی، عملاً در راستای متضاد با هم بوده است. مهمترین توصیه سیاست‌گذاری پژوهش حاضر این خواهد بود که در زمان تصمیم دولت مبنی بر توسعه مالی در کشور، اتکای بیش از پیش در تامین مالی هزینه‌های بودجه‌ای به اعتبارات سیستم بانکی می‌تواند نتایج متضادی را به بار آورد، بنابراین پیشنهاد می‌گردد در صورت پیشبرد سیاست‌گذاری توسعه مالی در کشور، استفاده‌ی دولت‌ها از اعتبارات سیستم بانکی برای تامین مالی هزینه‌های خود تا حد امکان محدود گردد. بر طبق دیگر نتایج مطالعه می‌توان گفت که پیگیری سیاست‌های رفاهی و افزایش درآمد سرانه از سوی دولت‌ها منجر به ایجاد توسعه مالی در کشور خواهد شد که برای استمرار این توسعه، اتخاذ سیاست‌های مبنی بر کنترل نرخ تورم پیشنهاد می‌گردد.

## منابع

### الف) منابع انگلیسی

- Aghion, P., Angletos, G., Banerjee, A. & Manova, K. (2010). Volatility and Growth, Credit Constraints and the Composition of Investment. *Journal of Monetary Economics*, 57(3), pp. 246-265
- Barro, R. & Sala-I-Martin, X. (1992). Public Finance in Models of Economic Growth. *Review of Economic Studies*, 59(4), pp. 645-661.
- Barro, R. (1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries. *Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 407-443.
- Barth, J., Capiro, G. & Levine, R. (2001). Regulation and Supervision of Banks Around The World: a New Database. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, pp. 183-240
- Becerra, O., Cavallo, E. & Scartascini, C. (2012). The Principles of Financial Development:

- The Role of Interest Groups and Government Capabilities. *Journal of Banking and Finance*, 36(2012), pp. 626-643.
- Beck, T., Levine, R. & Loayza, N. (2000). Finance and the Source of Growth. *Journal of Financial Economics*, 58(12-), pp. 261-300.
- Bencivenga, V., Smith, D. & Starr, R. (1995). Transactions Costs, Technological Choice and Endogenous Growth. *Journal of Economic Theory*, 67(1), pp. 52-177.
- Bittencourt, M. (2011). Inflation and Financial Development: Evidence from Brazil. *Economic modeling*, 28(2011), pp. 91-99.
- Boyd, J., Levine, R. & Smith, B. (2001). The Impact of Inflation on Financial Sector Performance. *Journal of Monetary Economics*, 47(2), pp. 221-243.
- Buera, F. & Shin, Y. (2009). Productivity Growth and Capital Flows: the Dynamics of Reforms. NBER Working Paper, No. 15268.
- Chinn, M. D. & Ito, H. (2006). What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions. *Journal of Development Economics*, 81(1), pp.163-192.
- Claessens, S. & Leaven, L. (2003). Financial Development, Property Rights and Growth. *Journal of Finance*, 58(6), pp. 2401-2436.
- Cooray, A. (2011). The Role of Government in Financial Sector Development. *Economic Modelling*, 28(2011), pp. 928-938.
- De Soto, H. (2000). *The Mystery of Capital, Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere*. Basic Book, New York, NY. Pp.50-69
- Demetriades, P. & Andrianova, S. (2004). Finance and Growth, What We Know and What We Need to Know. in: C. A. E. Goodhart (Eds.). *Financial Development and Growth: Explaining the Links*. Palgrave, Memillan. Pp.38-65
- Demetriades, P. O. & Luintel, K. B. (1996). Financial Development, Economic Growth and Banking Sector Controls: Evidence from India. *Economic Journal*, 106(435), pp. 359-374.
- Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Harvard University Press, Cambridge, Ma. Pp.108-132
- Haber, S., North, D. & Weingast, B. (2008). *Political Institutions and Financial Development*. Stanford University Press, Stanford. Pp.125-156
- Hauner, D. (2008). Credit to Government and Banking Sector Performance. *Journal of Banking and Finance*, 32(2008), pp. 1499-1507.
- Hauner, D. (2009). Public Debt and Financial Development. *Journal of Development Economics*, 88(1), pp.171-183.
- Ismihan, M. & Ozkan, F. (2012). Public Debt and Financial Development: A Theoretical Exploration. *Journal of Economics Letter*, 115(2012), pp. 348-351.
- Kim, D., Chin-lin, S. & Suen, Y. (2010). Dynamic Effects of Trade Openness on Financial Development. *Economic Modeling*, 27(2010), pp. 254-261.
- King, R. & Levine, R. (1993). Finance and Growth, Schumpeter Might be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(1993), pp.717-737.
- Kornai, J. (1979). Resource-Constrained Versus Demand-Constrained Systems. *Econometrica*, 47(4), pp. 801-819.
- Laporta, R., Lopez De-Silanes, F. & Shleifer, A. (2002). Government Ownership of Banks. *Journal of Finance*, 57(1), pp. 265-301.

- Levine, R. & Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks and Economic Growth. *American Economic Review*, 88(3), pp. 537-558.
- Levine, R. (2005). *Finance and Growth, Theory and Evidence*. in: P. Aghion and S. Durlauf (Eds.). Handbook of Economic Growth, Elsevier, Amsterdam. Pp.866-934
- Levine, R. Loayza, N. & Beck, T. (2000). Financial Intermediation and Growth, Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(1), pp. 31-77.
- Lewis, A. (1950). *The Principles of Economic Planning*. Allen and Unwin, London. Pp.99-107
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 88(3), pp. 559-586.
- Reinhart, C. M. & Sack, B. (2000). The Economic Consequences of Disappearing Government Debt. *Brooking Papers on Economic Activity*, 2000(2), pp. 163-220.
- Rioja, F. & Valev, N. (2004). Does One Size Fit All: A Reexamination of the Finance and Growth Relationship. *Journal of Development Economics*, 74(2), pp. 429-447.
- Saci, K. & Holden, K. (2008). Evidence on Growth and Financial Development Using Principal Component. *Applied Financial Economics*, 18(19), pp. 1549-1560.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1994). Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), pp. 995-1025.
- World Bank, IMF. (2001). *Developing Government Bond Markets*. A handbook, Washington DC.
- Central Bank of Iran (2010). Economic Series Database, Available at: <http://tsd.cbi.ir>.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی