

## **Income Budgetary Indices and Financial Development-Economic Growth Causal Relationship in Iran**

Ali Rasoolizadehi<sup>\*</sup>, Ali Reza Daghighi Asli<sup>\*\*</sup>

Marjan Damankeshideh<sup>\*\*\*</sup>, Gholamreza Geraeinejad<sup>\*\*\*\*</sup>, Majid Afsharirad<sup>\*\*\*\*\*</sup>

### **Abstract**

The causal relationship between financial development and economic growth is one of the most challenging topics in the macroeconomic literature. In fact, the relationship between these two key variables depends on the pillars of financial development that can have a significant impact on this relationship. Meanwhile, budget indicators as a representative of macroeconomic stability have a significant impact on the relationship between financial development and economic growth. Therefore, in this paper, the effect of budgetary indicators in the revenue sector on the causal relationship between financial development and economic growth during the period 1978-1397 has been studied. For this purpose, first, the multidimensional index of financial development has been calculated based on the banking indicators

\* Ph.D. student in Economics, Department of Economics, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran, ali.rasooli@gmail.com

\*\* Assistant Professor, Department of Economics, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran, a.daghighiasli@iauctb.ac.ir

\*\*\* Assistant Professor, Department of Economics, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Corresponding Author), Mar.daman\_keshideh@iauctb.ac.ir

\*\*\*\* Assistant Professor, Department of Economics, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran, gh.geraeinejad@iauctb.ac.ir

\*\*\*\*\* Associate Professor, Department of Economics, Kharazmi University, Tehran, Iran, m.feshari@khu.ac.ir

Date received: 25/11/2020, Date of acceptance: 06/03/2021

Copyright © 2010, IHCS (Institute for Humanities and Cultural Studies). This is an Open Access article. This work is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 International License. To view a copy of this license, visit <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/> or send a letter to Creative Commons, PO Box 1866, Mountain View, CA 94042, USA.

approved by the World Bank. Then, based on the bivariate causality test based on the vector error correction model (VECM), the causal relationship between financial development and economic growth has been investigated. Then, the effect of budgetary indicators on the causal relationship between this variable based on the three-variable causality test based on the above model has been done. Based on the results of this study, the main income indicators have a significant effect on the causal relationship between financial development and economic growth. However, major budgetary indicators have prevented macroeconomic stability. This has led to the elimination of the causal relationship between financial sector development and economic growth and the country's economy cannot benefit from developing the financial system in the banking sector to achieve higher economic growth.

**Keywords:** Financial Development, Economic Growth, Income Indices, Causality VECM Model.

JEL Classification: G<sub>21</sub>, O<sub>10</sub>, H<sub>72</sub>



## شاخص‌های درآمدی بودجه‌ای و رابطه‌ی علی توسعه‌ی مالی - رشد اقتصادی در ایران

علی رسولی‌زاده‌ئی\*

علیرضا دقیقی اصلی\*\*، مرجان دامن کشیده\*\*\*، غلام‌رضا گرابی نژاد\*\*\*\*، مجید افشاری‌راد\*\*\*\*\*

### چکیده

رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی یکی از موضوعات چالش‌برانگیز در ادبیات اقتصاد کلان-مالی است. در واقع رابطه میان این دو متغیر کلیدی وابسته به ستون‌های توسعه مالی است که می‌تواند اثرگذاری معناداری بر این رابطه داشته باشد. در این میان، شاخص‌های بودجه‌ای به عنوان نماینده‌ای از ثبات اقتصاد کلان دارای اثرگذاری معناداری بر رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی هستند. از این رو در این مقاله، اثرگذاری شاخص‌های بودجه‌ای در بخش درآمدی بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی طی دوره زمانی ۱۳۵۷-۱۳۹۶ مورد مطالعه قرار گرفته است. به این منظور ابتدا شاخص چندبعدی توسعه مالی بر اساس شاخص‌های بانکی مورد تأیید بانک جهانی محاسبه

\* دانشجوی دکتری اقتصاد، گروه اقتصاد، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران،

ali.rasooli@gmail.com

\*\* استادیار گروه اقتصاد، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران،

daghiasli@iauctb.ac.ir

\*\*\* استادیار گروه اقتصاد، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)،

mar.daman\_keshideh@iauctb.ac.ir

\*\*\*\* استادیار گروه اقتصاد، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران،

gh.geraeinejad@iauctb.ac.ir

\*\*\*\*\* دانشیار گروه اقتصاد امور عمومی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران، m.feshari@khu.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۹/۰۵، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۲/۱۶

شده است. سپس بر اساس آزمون علیت دو متغیره بر مبنای الگوی تصحیح خطای برداری (VECM)، رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی مورد سنجش قرار گرفته است. سپس اثرگذاری شاخص‌های بودجه‌ای بر رابطه علی میان این متغیر بر اساس آزمون علیت سه متغیره بر مبنای الگوی فوق مورد بررسی قرار گرفته است. بر اساس نتایج حاصل از این مطالعه، عمده شاخص‌های درآمدی دارای اثرگذاری معناداری بر رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی بوده‌اند. با این حال، عمده شاخص‌های بودجه‌ای مانع از برقراری ثبات اقتصاد کلان شده است. همین امر موجب شده تا رابطه علی میان توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی طی دوره زمانی مورد مطالعه از بین برود و اقتصاد کشور نتواند از مواهب توسعه سیستم مالی در بخش بانکی برای دستیابی به رشد اقتصادی بالاتر استفاده کند.

**کلیدواژه‌ها:** توسعه مالی، رشد اقتصادی، شاخص‌های درآمدی، الگوی علیت VECM.

طبقه‌بندی JEL: G21, G10, H72

## ۱. مقدمه

درآمدهای دولت پشوانه هزینه‌کرد در بخش‌های مختلف از جمله بخش‌های عمرانی و جاری است که می‌تواند از طرق مختلف حاصل شود. بر اساس آمار موجود، حدود ۶۰ درصد از درآمدهای دولت مربوط به درآمدهای نفتی می‌شود و بخش دیگر درآمدها نیز وابسته به مالیات‌ها است. در این میان آنچه که از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است نحوه اثرگذاری شاخص‌های درآمدی بودجه دولت بر بخش حقیقی اقتصاد است که می‌تواند از کانال ایجاد ثبات اقتصاد کلان موجب ثبات مالی شود. ضرورت برقراری ثبات مالی نیز در این موضوع نهفته است که به عنوان یکی از ستون‌های توسعه مالی می‌تواند متضمن بهره‌برداری مثبت از اثرات توسعه سیستم مالی بر رشد اقتصادی کشورها باشد. در واقع موضوع چالش‌انگیز نحوه اثرگذاری توسعه سیستم مالی بر رشد اقتصادی کشورها تحت تأثیر ستون‌های توسعه مالی که یکی از مهم‌ترین آنها ستون ثبات مالی است و شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان از جمله شاخص‌های سنجش ثبات مالی هستند.

باید توجه داشت که یکی از مشکلات بودجه دولت‌ها در کشورهای غنی از منابع طبیعی، وابستگی بودجه به درآمدهای ناپایدار نفتی است و بر این اساس، شاید بتوان علت عدم اهتمام دولت‌ها را به اصلاح ساختاری نظام مالیاتی در تکیه بودجه بر درآمدهای

نفتی دانست. این موضوع، از دو جهت می‌تواند مشکل ایجاد کند؛ از یک جهت موجب ناپایداری کسری بودجه دولت و به وجود آمدن تورم‌های فزاینده می‌شود که خود می‌تواند به منفی شدن نرخ بهره حقیقی در اقتصاد و افزایش معوقات بانکی منجر شود. از جهت دیگر زمانی که دولت برای هزینه‌کردهای خود به خصوص در ارتباط با هزینه‌های جاری، وابسته به درآمدهای مالیاتی نباشد، شفافیت در عملکرد مالی دولت‌ها و میزان پاسخ‌گویی این نهاد حاکمیتی به آحاد مردم و دستگاه‌های نظارتی کاهش قابل ملاحظه‌ای پیدا خواهد کرد. پیامد اجتماعی این موضوع، در هر دو حالت کاهش اعتماد میان مردم و دولت می‌باشد که یکی از اثرات مخرب آن کاهش انگیزه بخش خصوصی برای سرمایه‌گذاری در اقتصاد داخلی خواهد بود.

در این مقاله هدف آن است تا با توجه به اهمیت شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان بر رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی، به مطالعه اثرات درآمدهای دولت و ترکیب این درآمدها، بر رابطه علی میان این دو متغیر کلیدی اقتصاد کلان پرداخته شود. در حقیقت رشد اقتصادی از جمله مهم‌ترین اهداف اقتصادی در هر کشور است و دولت‌ها همواره در تلاش هستند تا سیاست‌های خود را در مسیری محقق سازند تا به بالاترین رشد اقتصادی در هر دوره دست یابند. یکی از زیرساخت‌های اساسی به منظور دستیابی به این هدف، توسعه سیستم مالی است که می‌تواند از مسیر تخصیص بهینه منابع، موجبات رشد و توسعه اقتصادی در هر کشور را فراهم کند. با این وجود، اثرگذاری مثبت توسعه سیستم مالی بر رشد اقتصادی در گرو برقراری ستون‌های توسعه مالی است که یکی از مهم‌ترین آن‌ها، ستون ثبات مالی است.

منظور از ثبات مالی آن است که بحران‌های مالی سیستمی، ثبات اقتصاد کلان را تهدید ننمایند (ابوترابی، ۱۳۹۳، ص ۴۲). به عبارت دیگر، ثبات مالی وضعیتی است که نظام مالی قادر به مقابله با تکانه‌های وارده بدون آسیب رساندن به فرآیند تخصیص پس‌اندازها به سرمایه‌گذاری و همچنین کارکرد سیستم پرداخت‌ها باشد. به بیان بهتر، ثبات مالی به شرایطی اطلاق می‌شود که سیستم مالی بدون هیچ مشکل و نارسایی قادر به ایفای وظیفه‌اش در تخصیص منابع و مدیریت ریسک و همچنین عملکرد مؤثر سیستم پرداخت‌ها بوده و در عین حال از انعطاف‌پذیری لازم برای مواجهه با تکانه‌های وارده برخوردار باشد (بابایی و جلالی‌فر، ۱۳۹۶، ص ۷). از نظر میشکین (Mishkin) (۱۹۹۲)،

ثبات مالی همان توانایی سیستم مالی برای اطمینان بخشی به توزیع مؤثر، دائمی و بدون خلل منابع مالی است. در این میان، وجود یک دولت ضابطه مند با ساختار بودجه باثبات می تواند عامل اصلی برقراری ثبات مالی در اقتصاد بوده و از سیستم مالی به هنگام بحران های مالی حمایت کند.

در حقیقت علی رغم نقش کلیدی سیاست های بودجه ای بر ثبات مالی از طریق برقراری ثبات اقتصاد کلان، تاکنون به نقش این سیاست ها بر نحوه اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی پرداخته نشده، در این مقاله اثر سیاست های فوق بر رابطه میان این دو متغیر کلیدی مورد بررسی قرار گرفته است. این موضوع به طور خاص در اقتصاد ایران از اهمیت خاصی برخوردار است زیرا ثبات اقتصاد کلان و تغییرات متغیرهای حقیقی از جمله رشد اقتصادی، به شدت تحت تأثیر سیاست های بودجه ای دولتهاست و چنانچه به اثرات این سیاست ها توجه نشود می تواند موجب هدررفت منابع و بیماری هلندی در اقتصاد کشور شود. به این منظور ابتدا ابعاد مختلف درآمدی دولت در بودجه دولت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و سپس به اثرگذاری هر کدام از ابعاد سیاستی فوق بر رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی پرداخته شده است. برای تحقق هدف فوق، ابتدا با در نظر گرفتن توسعه مالی به عنوان یک شاخص چند بعدی و با در نظر گرفتن بانک محسوب شدن سیستم مالی در ایران، از هفت شاخص توسعه مالی در بخش بانکی استفاده شده است و سپس شاخص چند بعدی توسعه مالی با استفاده از تکنیک تجزیه مؤلفه های اصلی (PCA)، محاسبه شده است. در ادامه، رابطه علی میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی با استفاده از تکنیک علیت دو متغیره بر مبنای الگوی تصحیح خطای برداری (VECM) طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. در نهایت، نحوه اثرگذاری شاخص های بودجه ای ثبات اقتصاد کلان بر رابطه علی میان این دو متغیر با بهره گیری از آزمون علیت سه متغیره بر مبنای الگوی فوق الذکر مورد مطالعه قرار گرفته است.

بخش های مختلف این مقاله به ترتیب زیر تنظیم شده اند. در بخش دوم، ادبیات مرتبط با نقش توسعه مالی در رشد اقتصادی کشورها و مکانیسم اثرگذاری نقش دولت در ایجاد ثبات مالی در این بخش مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. سپس در بخش بعدی، الگوی مورد استفاده برای بررسی فرضیات این تحقیق ارائه شده و متغیرهای مورد استفاده

برای محاسبه شاخص چند بعدی توسعه مالی معرفی شده‌اند. در بخش چهارم نتایج حاصل از برآورد الگو به تفصیل بیان شده است. در نهایت در بخش پنجم، نتایج حاصل از این مطالعه و پیشنهادات سیاسی مرتبط با آن ارائه شده است.

## ۲. ادبیات تحقیق

در این بخش سعی شده تا با مروری بر ادبیات نظری در حوزه توسعه مالی و رشد اقتصادی، به بررسی ادبیات موجود در ارتباط با نقش سیاست‌های دولت در برقراری ثبات مالی به عنوان یکی از ستون‌های توسعه مالی پرداخته شود.

### ۱.۲ توسعه مالی و رشد اقتصادی

رشد اقتصادی از جمله کلیدی‌ترین اهداف اقتصادی در هر کشور است و دولت‌ها همواره در تلاش هستند تا سیاست‌های خود را به منظور تحقق بالاترین رشد اقتصادی در هر دوره به کار گیرند. یکی از زیرساختارهای اساسی برای دستیابی به رشد اقتصادی، توسعه سیستم مالی است که می‌تواند از مسیر تخصیص بهینه منابع، موجبات رشد و توسعه اقتصادی را فراهم کند. باید توجه داشت که اهمیت سیستم مالی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها از جمله موضوعاتی است که از سال‌های گذشته تاکنون همواره مورد توجه اقتصاددانان بوده است. برای مثال، بَاجِت (Bagehot) (۱۸۷۳) سیستم مالی را دارای نقش حیاتی در صنعتی شدن انگلستان از طریق تسهیل هدایت سرمایه به فعالیت‌های وسیع می‌داند. همچنین، بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در این حوزه نیز بیان می‌کنند که سیستم مالی یک بخش حیاتی در فرآیند رشد اقتصادی است و بر اساس شواهد موجود، سطوح توسعه مالی پیش‌بینی‌کننده خوبی از نرخ‌های رشد و انباشت سرمایه است (گزارش مجمع جهانی اقتصاد (World Economic Forum) (۲۰۱۹)، تایواری و دیگران (Tiwari et al.) (۲۰۱۲)، دمیرگوچ-کُنت (Demirguc-Kunt) (۲۰۰۶)، گلداسمیت (Goldsmith) (۱۹۶۹)؛ لوین (Levine) (۱۹۹۷)).

بر اساس مطالعه انجام شده توسط کینگ و لوین (King and Levine) (۱۹۹۳)، شاخص‌های توسعه مالی دارای همبستگی قوی با رشد هستند و این شاخص‌ها دارای

قدرت معناداری در پیش‌بینی نرخ‌های رشد آتی هستند. لوین (۱۹۹۷) به این موضوع اشاره می‌کند که با وجود دیدگاه‌های متفاوتی که از سوی اقتصاددانان طی دهه‌های مختلف در مورد رابطه میان توسعه سیستم مالی و رشد اقتصادی مطرح شده است، اما ادله تئوریک و شواهد تجربی گویای آن هستند که توسعه بخش مالی می‌تواند نقش مؤثر و مثبتی را در رشد اقتصادی یک کشور ایفا کند (لوین، ۱۹۹۷، ص ۶۸۸). وی بیان می‌کند که سیستم مالی با کاهش هزینه‌های مبادله و هزینه‌های اطلاعاتی می‌تواند موجب تسهیل تخصیص منابع مالی در طی زمان و در یک محیط نامطمئن شود. بنابراین از دیدگاه وی، تحقق صحیح وظایف یک سیستم مالی می‌تواند موجب تخصیص بهینه منابع شود. لوین (۱۹۹۷) پنج کارکرد اصلی برای یک سیستم مالی متصور می‌شود:

۱. **هدایت پس‌اندازها:** نظام مالی اقدام به تجهیز منابع از پس‌اندازهای کوچک و پراکنده برای هدایت به سمت بنگاه‌ها و پروژه‌هایی می‌کند که قبلاً به عنوان بهترین پروژه‌های در دسترس ارزیابی شده‌اند (ابوترابی، ۱۳۹۳، ص ۲۰). در واقع بسیاری از طرح‌ها به سرمایه‌گذاری اولیه کلانی نیاز دارند و برخی از آنها نیز از صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس سود می‌برند. در نتیجه ضروری است که منابع هنگام سرمایه‌گذاری به پروژه‌های دارای صرفه‌جویی‌های اقتصادی اختصاص یابد تا بهترین سرمایه حاصل شود (همان).

۲. **ارزیابی بنگاه‌ها، مدیران و پروژه‌ها:** بانک‌ها، ریسک‌آزمایی و جریان احتمالی درآمدهای آتی بنگاه را ارزیابی می‌کنند. بانک‌های تجاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌های سرمایه‌گذاری، وضعیت رشد بلندمدت بنگاه‌ها و تولیدات را مورد ارزیابی قرار می‌دهند (ابوترابی، ۱۳۹۳، ص ۲۰). در حقیقت آن نظام مالی که در ارزیابی بنگاه‌ها، مدیران و پروژه‌ها بهتر عمل کند، شانس بیشتری برای تشخیص بهترین سرمایه‌گذاری‌ها از محل پس‌انداز جامعه را دارد (لوین، ۱۹۹۷).

۳. **قیمت‌گذاری ریسک و فراهم کردن مکانیسم‌های ادغام، اصلاح و مبادله آن:** درحقیقت به کارگیری انواع اختیارات و قراردادهای آتی یا معاملات سلف، به منظور مهار ریسک‌های نرخ بهره و ریسک‌های اساسی‌تر، سررسید دارایی‌ها و بدهی‌ها را برای جلب رضایت پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران تغییر می‌دهد (ابوترابی، ۱۳۹۳، ص ۲۲). اوراقی که برای تجارت بیشترین فایده را دارند مانند سهام و اوراق قرضه، ممکن است درجه نقدینگی و مقدار ریسکی که پس‌اندازکنندگان به دنبالش هستند را دارا نباشند. در



این موارد واسطه‌های مالی، ابزارهای مالی فوق را با خواست و نیاز مشتریان تطبیق می‌دهند و به این وسیله به مدیریت ریسک می‌پردازند (نیووربرگ و دیگران (Nieuwerburgh et al.))، (۲۰۰۶).

**۴. تسهیل تجارت و مبادلات:** نظام مالی در نازل‌ترین سطح، با ارائه پول به عنوان یکی از ابزارهای مالی، نیاز به مبادلات پایاپای را به حداقل می‌رساند، هزینه مبادلات را کاهش می‌دهد، تجارت را تشویق می‌کند و تخصص را برمی‌انگیزاند. در سطحی پیچیده‌تر، کارت‌های اعتباری و سیستم‌های پرداخت و تسویه، شمار زیادی از فعالیت‌های اقتصادی را تسهیل می‌کند (لویین، ۲۰۰۴، صص ۲۰-۲۲).

**۵. نظارت بر مدیران و اعمال کنترل شرکتی:** علاوه بر کاهش هزینه‌های کسب اطلاعات، واسطه‌های مالی می‌توانند هزینه‌های نظارت بر مدیران بنگاه‌ها و اعمال کنترل بر آن‌ها را پس از تأمین مالی فعالیت مورد نظر، کاهش دهند. برای مثال مالکین یک بنگاه ترتیبات مالی ایجاد خواهند کرد که مدیران بنگاه را وادار می‌کند تا بنگاه را بر اساس منافع حداکثری مالکین اداره کنند. همچنین اعتباردهندگان خارجی مانند بانک‌ها، سهامداران و مالکین اوراق قرضه، که بنگاه‌ها را به صورت روزانه مدیریت نمی‌کنند، ترتیباتی مالی را ایجاد خواهند کرد که مالکین و مدیران داخلی را وادار می‌کند تا بنگاه‌ها را منطبق بر منافع اعتباردهندگان بیرونی اداره کنند (لویین، ۱۹۹۷، ص ۶۹۶).

در راستای تأیید مطالعاتی که توسط لویین و سایر اقتصاددانان در مورد رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی انجام شده، نورث و وینگست (North and Weingast) (۲۰۰۸) با تکیه بر رویکرد نهادی، بیان می‌کنند که توافقی میان اقتصاددانان در مورد وجود یک رابطه قوی مثبت میان توسعه مالی و رفاه مادی مردم در اقتصاد وجود دارد. اما وی به این موضوع اذعان دارد که هنوز توافق کمی بر سر اینکه چرا درجه بالایی از تفاوت در توسعه مالی میان کشورها وجود دارد، برقرار است. اگر که عامل اصلی رشد اقتصادی، وجود یک سیستم مالی گسترده است، چرا کشورهای فقیر به سادگی شرایط لازم برای توسعه مالی را ایجاد نمی‌کنند. در ادامه وی برای پاسخ به این پرسش کلیدی، به دو دیدگاه اشاره کرده است:

۱. دیدگاه ریشه‌های قانونی: بر اساس این دیدگاه، ریشه سطوح پایین توسعه یافتگی مالی برخی کشورها در دوره معاصر، به تاریخ استعماری آنها برمی‌گردد. کشورهای که توسط بریتانیا استعمار شدند و نهادهای قانونی رایج انگلیسی را پذیرفتند، حمایت بهتری از سهامداران اقلیت فراهم کردند و بنابراین دارای سیستم‌های مالی وسیع‌تر نسبت به کشورهای هستند که قانون مدنی فرانسه را پذیرفتند. به طور کلی بر اساس این دیدگاه، سیاست و نهادهای سیاسی، بی اهمیت و یا دارای اهمیت کمتر نسبت به ریشه‌های قانونی هستند (بک و دیگران (Beck et al.)، ۲۰۰۳).

۲. دیدگاه نهادهای سیاسی: این دیدگاه به این موضوع اشاره دارد که ریشه‌های قانونی دارای اثر کوچکی بر توسعه مالی هستند (نورث، عجم‌اوقلو و ...). به علاوه، توسعه مالی نتیجه قوانین و مقررات مشخصی است که حاصل سیاست و نهادهای سیاسی است. هسته‌ی این دیدگاه، تضاد ذاتی منافع دولت‌ها را مورد توجه قرار می‌دهد: در واقع رشد بانک‌ها و بازارهای اوراق بهادار بدون وجود دولتی که بتواند قراردادهای مالی را اجرا کند ممکن نیست. اما دولت بر این بانک‌ها و بازارها تکیه می‌کند تا از آن به عنوان یک منبع تأمین مالی استفاده کند. مگر اینکه نهادهای سیاسی مستقل وجود داشته باشند که قدرت و اختیار دولت را محدود کنند، آنگاه دولت انگیزه‌های قوی برای حاکمیت بر سیستم مالی به منظور تسهیل بقای سیاسی خود خواهد داشت. پس به این ترتیب با صرف هزینه برای توسعه بازارهای اوراق بهادار و سیستم‌های مالی می‌تواند اقتصاد بخش خصوصی را تأمین مالی کند.

نورث و وینگست (۲۰۰۸) اینطور بحث می‌کنند که این دو دیدگاه، به طور خالص یک مسأله آکادمیک را طرح نمی‌کنند و هر دو دلالت بر تجویزهای سیاستی بسیار متفاوت دارند. اگر دیدگاه ریشه‌های قانونی درست باشد، آنگاه توسعه سیستم مالی توسط اصلاحات قانونی محقق خواهد شد - به طور خاص از طریق تقویت حقوق دارندگان اوراق بهادار نظیر سهامداران خرد و اعتباردهندگان. اگر دیدگاه نهادهای سیاسی درست باشد، آنگاه آن چیزی که مورد نیاز است، طراحی اصلاحات نهادی دور از دست‌رس است که قدرت و اختیارات مقامات دولت را محدود کند. اما به هر حال آن چیزی که در این مقاله مد نظر است آن است که صرف‌نظر از نوع نهادهای سیاسی موجود در کشور و با مفروض در نظر گرفتن آن، به موضوع ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی

پرداخته شود. این بدان مفهوم است که رویکرد غالب در تحقیق حاضر دستیابی به یک‌سری سیاست‌های اصلاحی و قابل اجرا به منظور افزایش رشد اقتصادی از مسیر توسعه سیستم مالی است. از این رو در این مقاله، با تکیه بر مطالعاتی که به سیاست‌های اصلاحی و یا وضع قوانین جدید به منظور تقویت فعالیت‌های اقتصادی بخش خصوصی با بهره‌گیری از مزایای توسعه سیستم مالی پرداخته‌اند، پیوند میان توسعه مالی و رشد اقتصادی مورد مطالعه قرار گرفته است.

در کل باید اذعان داشت که دیدگاه اقتصاددانان نسبت به اهمیت توسعه مالی در اقتصاد طی ۵۰ سال اخیر تغییر قابل توجهی پیدا کرده است و مطالعات بی‌شماری در ارتباط با اهمیت این بخش کلیدی در اقتصاد انجام شده است. اما آنچه که همچنان محل بحث است این است که آیا توسعه مالی بر رشد اقتصادی اثرگذار است و یا اینکه این رابطه در جهت معکوس خود برقرار است. به طور کلی ۴ دسته مطالعات در ارتباط با موضوع توسعه مالی و رشد اقتصادی در ادبیات موجود در این حوزه وجود دارند:

۱. دسته اول: وجود یک رابطه مثبت از سوی توسعه مالی به رشد اقتصادی (شومپتر (Schumpeter)، ۱۹۱۲؛ گلداسمیت، ۱۹۶۹؛ مک کینون (McKinnon)، ۱۹۷۳، شاو (Shaw)، ۱۹۷۳؛ گرلی و شاو (Gurley and Shaw)، ۱۹۵۵؛ استرادا و دیگران (Estrada et al.)، ۲۰۱۰؛ دوروسو-سیفتسی و دیگران (Durusu-Ciftci et al.)، ۲۰۱۷ و ایلدیریم و دیگران (Yildirim et al.)، ۲۰۲۰).

۲. دسته دوم: وجود یک رابطه مثبت از رشد اقتصادی به توسعه مالی (رابینسون (Robinson)، ۱۹۵۲؛ استرن (Stern)، ۱۹۸۹؛ الیوسف (Al-Yousif)، ۲۰۰۲؛ هاندا و خان (Handa and Khan)، ۲۰۰۸؛ پاناپولو (Panopoulou)، ۲۰۰۹؛ پارامتی و گوپتا (Paramati and Gupta)، ۲۰۱۱؛ پرادان و دیگران (Pradhan et al.)، ۲۰۱۷؛ شهباز و دیگران (Shahbaz et al.)، ۲۰۱۸ و آسیف و دیگران (Asif et al.)، ۲۰۲۰).

۳. دسته سوم: وجود یک ارتباط دوسویه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی (پاتریک (Patrick)، ۱۹۶۶؛ گرینوود و جوانوویچ (Greenwood and Jovanovic)، ۱۹۹۰؛ کالدرن و لیو (Calderon and Liu)، ۲۰۰۳؛ حسن و دیگران (Hassan et al.)، ۲۰۱۱ و گوپتا و راو (Gupta and Rao)، ۲۰۱۸).

۴. دسته چهارم: عدم وجود ارتباط معنادار مثبت میان توسعه مالی و رشد اقتصادی (Wijnberg)، ۱۹۸۳؛ بوفی (Buffie)، ۱۹۸۴؛ لوکاس، ۱۹۸۸؛ شان (Shan)، ۲۰۰۵؛ آرکاند و دیگران (Arcand et al.)، ۲۰۱۲ و اویانگ و لی (Ouyang and Li)، ۲۰۱۸).

در حقیقت، موضوع رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی هنوز هم یکی از موضوعات پرچالش در میان اقتصاددانان است و تاکنون توافقی مبنی بر اثرگذاری مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی کشورها میان متخصصین این حوزه صورت نگرفته است. باید توجه داشت که در این تحقیق برخلاف بسیاری از مطالعات قبلی، توسعه مالی، به عنوان یک مفهوم چند بعدی که شاخصی از وضعیت ابعاد مختلف سیستم مالی یک کشور می باشد، مورد توجه قرار گرفته است. بر اساس گزارش توسعه مالی جهانی مجمع جهانی اقتصاد (۲۰۱۲)، این مفهوم بر هفت ستون استوار است که عبارتند از: محیط نهادی، محیط کسب و کار، ثبات مالی، خدمات مالی بانکی، خدمات مالی غیر بانکی، بازارهای مالی و دسترسی مالی. بر اساس دیدگاه این مجمع، کیفیت بالای این ستونها متضمن بهره‌مندی اقتصاد یک کشور از آثار مثبت توسعه مالی می باشد. در میان این هفت ستون، ثبات مالی مرتبط با وضعیتی است که بحران‌های مالی سیستمی، ثبات اقتصاد کلان را تهدید نمایند (ابوترابی، ۱۳۹۳، ص ۴۲). به عبارت دیگر، ثبات مالی وضعیتی است که نظام مالی قادر به مقابله با تکانه‌های وارده بدون آسیب رساندن به فرآیند تخصیص پس اندازها به سرمایه‌گذاری و همچنین کارکرد سیستم پرداخت‌ها باشد. به بیان بهتر، ثبات مالی به شرایطی اطلاق می شود که سیستم مالی بدون هیچ مشکل و نارسایی قادر به ایفای وظیفه‌اش در تخصیص منابع و مدیریت ریسک و همچنین عملکرد مؤثر سیستم پرداخت‌ها بوده و در عین حال از انعطاف‌پذیری لازم برای مواجهه با تکانه‌های وارده برخوردار باشد (بابایی و جلالی‌فر، ۱۳۹۶، ص ۷). از نظر میشکین (۱۹۹۲)، ثبات مالی همان توانایی سیستم مالی برای اطمینان بخشی به توزیع مؤثر، دائمی و بدون خلل، منابع مالی است.

در واقع بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۹ نشان داد که در یک سیستم مالی بی ثبات، وقایع نامطلوب بیشتر می‌توانند منجر به ایجاد استرس مالی جدی (severe financial stress) و مختل شدن جریان اعتبار شوند که بیکاری شدید و مشکلات مالی بزرگ در پی آن است. همچنین برقراری ثبات مالی می‌تواند موجب افزایش امنیت و سلامت بانک‌های ملی و

سایر نهادهای مالی مهم شود (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۹، ص ۱). در حقیقت، یک سیستم مالی باثبات هنگامی که تحت تأثیر یک واقعه نامطلوب یا یک شوک قرار می‌گیرد باز هم به پاسخ‌گویی به درخواست خانوارها و کسب و کارها برای خدمات مالی از قبیل فراهم کردن اعتبار و خدمات پرداخت، ادامه می‌دهد. اما در مقابل، در یک سیستم مالی بی‌ثبات، وقوع شوک‌های مشابه دارای اثرات خیلی بزرگتر است و جریان اعتبار را مختل کرده و موجب بیکاری و کاهش فعالیت‌های اقتصادی می‌شود (همان، ص ۳).

در این میان، بر اساس شواهد تجربی موجود می‌توان ادعا کرد آن چیزی که می‌تواند از ثبات سیستم مالی در اقتصاد یک کشور حمایت کند، وجود یک دولت با ساختار بودجه با ثبات است. اهمیت نقش دولت در کمک به برقراری ثبات مالی در بحران کوید ۱۹ در سال ۲۰۲۰ نیز مشهود بود. در واقع در این سال، مقامات مالی با اجرای یکسری سیاست‌ها، اعتماد به نفس بازار را تقویت کرده‌اند؛ این سیاست‌ها شامل تضمین اعتبار از سوی دولت، حمایت برای بازسازی وام‌ها و تشویق بانکها برای استفاده از سپرده‌های سرمایه و نقدینگی برای پشتیبانی وام‌دهی به مردم بود (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۲۰، ص ۴).

در حقیقت، در مجموع می‌توان گفت که یک سیستم مالی با ثبات، به شدت وابسته به وجود یک دولت با ساختار بودجه با ثبات است. این بدان مفهوم است که وجود یک دولت ضابطه‌مند که دارای بودجه‌ای با ثبات است می‌تواند در تحقق ثبات اقتصاد کلان و کاهش آسیب‌پذیری سیستم مالی به هنگام وقوع شوک‌های برون‌زا نقش مؤثری ایفا کند و از این مسیر موجب برقراری ثبات مالی شود. در واقع با وجود آنکه به اهمیت نقش دولت در ایجاد ثبات مالی در برخی از مطالعات تجربی توجه شده است (کوکرمن (Cukierman)، ۲۰۱۱؛ سان (Sohn)، ۲۰۱۰؛ آرنا (Arena)، ۲۰۰۸؛ کلومیریس و ماسون (Calomiris and Mason)، ۲۰۰۱)، اما تاکنون مطالعه کمی در ارتباط با اثرگذاری شاخص‌های بودجه‌ای بر رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی انجام نشده است. از این رو در این مطالعه با تمرکز بر ابعاد درآمدی بودجه دولت، اثرگذاری هر کدام از شاخص‌های درآمدی بودجه بر رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی مورد مطالعه قرار گرفته است.

### ۳. معرفی الگو و متغیرهای مورد استفاده

ابتدا برای بررسی رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی، شاخص چند بعدی توسعه مالی با به کارگیری تکنیک تجزیه مؤلفه‌های اصلی (PCA) مورد استفاده قرار گرفته است. در حقیقت، عموماً برای بررسی یک مفهوم چندبُعدی نمی‌توان از یک شاخص تک بُعدی استفاده کرد زیرا از ارائه نتایج عمیق عاجز است. این در حالی است که در روش تجزیه مؤلفه‌های اصلی، با وزن دادن به هر یک از شاخص‌های توضیح دهنده، یک شاخص چند بُعدی استخراج می‌شود. ایده اصلی در این روش، کاهش ابعاد یک سری داده که شامل تعداد زیادی متغیرهای مرتبط است، با حفظ تغییرات موجود در داده‌ها می‌باشد. بنابراین متغیرهای ابتدایی، بخش زیادی از تغییرات موجود در کل متغیرهای اصلی را حفظ کرده‌اند (جولیف (Jolliffe)، ۲۰۰۲). در این مقاله با توجه به مشابهتی که در نوع داده‌ها وجود دارد از روش تجزیه مؤلفه‌های اصلی بر مبنای مقادیر ویژه ماتریس کواریانس استفاده شده است.

در این روش تعداد متغیرها کاهش پیدا کرده و علاوه بر آن دسته‌بندی نیز می‌شوند. مزیت اصلی کاربرد این روش در اقتصادسنجی از بین بردن همخطی در مدل‌ها به واسطه تعداد زیاد متغیرهای مؤثر در مدل می‌باشد (جولیف، ۲۰۰۲). بر اساس تعریف ریاضی، تجزیه مؤلفه‌های اصلی یک تبدیل خطی متعامد است که داده‌ها را به دستگاه مختصات جدید می‌برد، به طوری که بزرگترین واریانس داده بر روی اولین محور مختصات، دومین بر روی دومین محور مختصات و به این ترتیب سایر متغیرها بر اساس مقدار عددی واریانس آنها روی محورهای دیگر قرار می‌گیرند. در این تبدیل، به مجموعه داده‌های متغیری که واریانس بیشتری دارند، وزن بیشتری داده می‌شود.

باید توجه داشت که برای کاربرد این روش حداقل باید دو شرط زیر وجود داشته باشد:

۱. ارتباط خطی میان متغیرهای جامعه: در این روش، مؤلفه‌های اصلی به صورت ترکیبات خطی از متغیرهای جامعه ساخته می‌شوند و امکان برقراری ارتباط غیر خطی و نیز وزن‌دهی غیر خطی وجود ندارد.

۲. واریانس به عنوان ملاک اصلی داده‌ها: بر اساس فرض اولیه این روش، ملاک تمایز در اهمیت متغیرها، اندازه واریانس مشاهدات جمع‌آوری شده است. بنابراین در این روش ملاک وزن‌دهی بر اساس واریانس هر شاخص (یا متغیر) است، بدین صورت که

## شاخص‌های درآمدی بودجه‌ای و رابطه... (علی رسولی‌زاده‌ئی و دیگران) ۷۵

هر شاخصی که در بازه زمانی مورد مطالعه، واریانس (تغییرات) بیشتری داشته باشد، وزن بالاتری در توضیح آن مفهوم به خود اختصاص خواهد داد (جولیف، ۲۰۰۲)!

نتایج حاصل از محاسبه شاخص چند بعدی توسعه مالی که بر اساس تکنیک تجزیه مؤلفه‌های اصلی و با استفاده از بسته نرم‌افزار SPSS محاسبه شده در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱. نتایج حاصل از تجزیه مؤلفه‌های اصلی شاخص‌های هفت‌گانه توسعه مالی در بخش بانکی  
منبع: محاسبات محقق

شاخص	FDGDP	LLGDP	PCGDP	DBAGDP	CBAGDP	BCBD	DBACBA
وزن (سهم)	۰/۰۰۰۶۷	۰/۰۰۰۹۶	۰/۰۰۳۶۶	۰/۰۰۸۷۴	۰/۰۳۴۴۸	۰/۲۷۳۹۷	۰/۶۷۷۵۲

همان‌طور که ملاحظه می‌شود از میان شاخص‌های مورد نظر برای محاسبه شاخص چند بعدی توسعه مالی، شاخص نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به دارایی‌های بانک‌ها سپرده‌پذیر و بانک مرکزی (DBACBA)، بیشترین وزن (حدود ۶۸ درصد) را به خود اختصاص داده است و بنابراین تغییرات آن دارای بیشترین اثرگذاری بر شاخص چندبعدی توسعه مالی در بخش بانکی در ایران طی دوره مورد بررسی است. این شاخص گویای اهمیت نسبی بانک‌های سپرده‌پذیر در مقابل بانک مرکزی است. در واقع این دسته از بانک‌ها از طریق کارکرد کلیدی خود در اقتصاد که همان تبدیل منابع کوتاه‌مدت به تسهیلات بلندمدت است یکی از مهم‌ترین عوامل توسعه مالی در کشور محسوب می‌شوند. دومین شاخص اثرگذار بر شاخص چند بعدی توسعه مالی، شاخص نسبت اعتبارات بانکی به سپرده‌های بانکی (BCBD) است که حدود ۲۷ درصد از تغییرات شاخص چندبعدی توسعه مالی در بخش بانکی کشور را طی دوره مورد مطالعه توضیح می‌دهد. این شاخص، بیان‌کننده قدرت بانک‌های داخلی در تبدیل سپرده‌ها به اعتبارات است که از طریق تسهیلات در اختیار بخش‌های مختلف اقتصادی کشور قرار می‌گیرد. افزایش این شاخص تا حدی می‌تواند نشان‌دهنده افزایش قدرت بانک‌ها در ارائه تسهیلات بلندمدت باشد که به‌عنوان یک فاکتور کلیدی در مسیر افزایش رشد تولید در کشور می‌تواند مورد توجه قرار گیرد. با این وجود، افزایش این شاخص الزاماً به معنای افزایش ارائه تسهیلات بلندمدت بانکی به بخش‌های اقتصادی کشور نیست و می‌تواند تسهیلات کوتاه‌مدت را

نیز در گیرد. در مجموع دو شاخص نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به مجموع دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر و بانک مرکزی و همچنین شاخص نسبت اعتبارات بانکی به سپرده‌های بانکی حدود ۹۵ درصد از تغییرات شاخص چند بعدی توسعه مالی در کشور را طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷ توضیح می‌دهند. شاخص نسبت دارایی‌های بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی (CBAGDP) نیز حدود ۳ درصد از تغییرات شاخص چند بعدی توسعه مالی را توضیح می‌دهد. سایر شاخص‌ها، سهم‌هایی زیر ۱ درصد را به خود اختصاص داده‌اند.

در ادامه به منظور بررسی فرضیات این مقاله، از آزمون علیت دو متغیره و سه متغیره بر مبنای الگوی VECM استفاده شده است. این آزمون بر مبنای الگوی خودرگرسیون برداری (VAR) می‌باشد. در واقع، بر اساس مدل سری‌های زمانی تک متغیره، متغیر درون‌زای  $Y$  صرفاً بر مبنای روند گذشته خود شکل می‌گیرد، اما باید توجه داشت که متغیرهای اقتصادی غالباً با یکدیگر در ارتباط هستند، بنابراین هنگامی که بررسی رفتار چند متغیر سری زمانی مد نظر باشد لازم است تا ارتباط متقابل متغیرها در قالب یک الگوی سیستم معادلات هم‌زمان مورد توجه قرار گیرد. ممکن است در این معادلات، وقفه‌های متغیرها نیز وجود داشته باشد که در این صورت اصطلاحاً الگوی سیستم معادلات هم‌زمان پویا نامیده می‌شود. پیش از برآورد چنین الگویی لازم است اطمینان حاصل شود که معادلات این سیستم شناسا هستند. معمولاً برای تحقق آن فرض می‌شود که تعدادی از این متغیرهای از پیش تعیین شده تنها در بعضی معادلات الگو وارد می‌شوند، بنابراین قبل از برآورد الگوی سیستم معادلات هم‌زمان پویا لازم است شرایطی بررسی شود. یکی از این شرایط آن است که باید متغیرهای الگو را به دو دسته درون‌زا و برون‌زا تقسیم‌بندی کرد و دیگر این که باید قیدهایی را بر ضرایب متغیرهای الگو وارد کرد تا به شناسایی الگو دست یافت. معمولاً چنین تصمیماتی در هر دو مرحله به صورت اختیاری توسط محقق گرفته می‌شود که شدیداً از سوی سیمز مورد انتقاد واقع شده است. به گفته سیمز (۱۹۸۰) اگر بین متغیرهای الگو هم‌زمانی وجود داشته باشد، می‌بایست این هم‌زمانی را در تمام متغیرها یکسان دانست، لذا نباید هیچ‌گونه تمایز از پیش تعیین شده‌ای میان متغیرهای درون‌زا و برون‌زا وجود داشته باشد. در همین راستا وی الگوی خودتوضیح برداری را ارائه نمود. در این سیستم تمام متغیرها درون‌زا فرض شده و ضرایب متغیرها در کنار وقفه‌های آن‌ها با استفاده از روش حداقل مربعات خطا برآورد می‌شوند (گجراتی، ۱۳۸۳، ۹۵۷).



به‌همین علت در این مقاله نیز به پیروی از سیمز، علیت بر مبنای الگوی VAR مورد استفاده قرار گرفته است.

در حقیقت، علّیت یکی از مسائل اساسی در بررسی رابطه بین متغیرهای اقتصادی است. تعیین جهت علّیت برای متغیرهایی مورد استفاده قرار می‌گیرد که مبانی نظری صریحی در مورد آن‌ها وجود ندارد (سوری و مهرگان، ۱۳۹۲). روش مرسوم برای بررسی علّیت، معروف به آزمون گرنجر است که البته مشکل روش علّیت گرنجر این است که رابطه علّیت را بر اساس رابطه بین مقادیر جاری یک متغیر با مقادیر گذشته متغیر دیگر بررسی می‌کند. چنین رابطه‌ای لزوماً نشان نمی‌دهد که تغییرات یک متغیر دلیل تغییرات سایر متغیرها است (همان). همچنین از دیگر مشکلات روش گرنجر این است که نتایج آن به تعداد وقفه بهینه حساس است، به‌طوری که انتخاب تعداد وقفه بهینه می‌تواند به نتایج متفاوتی منجر گردد. به علاوه، چنان‌که گرنجر خود بیان می‌کند، روش ارائه شده توسط وی در صورتی که متغیرها پایا نباشند، ممکن است به‌درستی عمل نکند (یافنده ایمان‌دوست و دیگران، ۱۳۹۴). لذا با توجه به ایرادات فوق نسبت به روش علّیت گرنجر، در پژوهش حاضر از آزمون علّیت میان متغیرهای تحقیق بر مبنای الگوهای تصحیح خطای برداری (VECM) بهره گرفته شده است.

در واقع در این مقاله، بر خلاف بسیاری از مطالعات قبلی گورو و یاداف (Guru and Yadav)، ۲۰۱۹؛ آفونسو و آرانا (Afonso and Arana)، ۲۰۱۸؛ بیست (Bist)، ۲۰۱۸؛ پاپاداوید و دیگران (Papadavid et al.)، ۲۰۱۷؛ استایلیانوس و ویرمانتاس (Stylianios and Virmantas)، ۲۰۱۶؛ کمال و عباس (Komal and Abbas)، ۲۰۱۵؛ ادوسی، ۲۰۱۳؛ آنگ (Ang)، ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸؛ جلیلیان و کیرکپاتریک (Jalilian and Kirkpatrick)، ۲۰۰۵، وجود یک رابطه علی یک‌طرفه از سوی توسعه مالی بر رشد اقتصادی به عنوان پیش فرض مد نظر نیست. علت آن است که این ساده‌سازی می‌تواند به دلیل عدم کنترل درون‌زایی بالقوه و دستیابی به برآوردکننده‌های تورش‌دار و ناسازگار، مشکلات مفهومی ایجاد کند (ابوترابی، ۱۳۹۳، ص ۱۱۶).

#### ۴. نتایج حاصل از برآورد الگو

در این تحقیق به منظور بررسی پایایی متغیرهای الگو، از آماره الویت-روتنبرگ-استاک (Elliott-Rothenberg-Stock) برای انجام آزمون دیکی فولر بر مبنای حداقل مربعات تعمیم‌یافته (DF-GLS) استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون با در نظر گرفتن عرض از مبدأ برای معادله مربوط به آزمون پایایی هر کدام از متغیرهای مورد بررسی، در جدول (۲) گزارش شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون پایایی بر اساس روش DF-GLS (با عرض از مبدأ)

منبع: محاسبات تحقیق

\*با در نظر گرفتن عرض از مبدأ و روند محاسبه شده است.

متغیر	آماره DF-GLS محاسباتی	مقدار بحرانی در سطح معنی‌داری ۱۰ درصد	نتیجه آزمون پایایی
TGDPOLCUR	-۲/۰۶	-۱/۶۱	پایا
TAXCU	-۲/۴۱	-۱/۶۱	پایا
OILTAX	-۲/۹۵	-۱/۶۱	پایا
OILR	-۲/۶۴	-۱/۶۱	پایا
CONOIL	-۴	-۱/۶۱	پایا
FD	-۱/۷۰	-۱/۶۱	پایا
GROWTH	-۳/۷۷۴*	-۲/۸۹	پایا

بر اساس نتایج به دست آمده از این آزمون، کلیه متغیرهای مورد نظر در این تحقیق، در سطح پایا شده‌اند.

در ادامه برای بررسی رابطه علی میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی، وقفه بهینه بر اساس آزمون VAR دو متغیره تعیین شده است. بر اساس معیار شوارتز-بیزین، وقفه بهینه برابر با ۲ می‌باشد. سپس در مرحله بعد بر اساس وقفه تعیین شده به برآورد رابطه علی میان FD و GROWTH بر اساس تکنیک تصحیح خطای برداری (VECM) پرداخته شده است. بر این اساس، ابتدا رابطه علی بلندمدت بر اساس معناداری ضریب (-1) ECM و سپس رابطه علی کوتاه‌مدت بر اساس معناداری سایر متغیرها مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

جدول ۳. نتایج آزمون علیت دو متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷  
 اعداد داخل پرانتز معناداری متغیرهای مورد آزمون را نشان می‌دهد. بنابراین چنانچه اعداد داخل پرانتز کم‌تر از (۰/۱۰) باشند، می‌توان معناداری ضرایب را پذیرفت.  
 منبع: محاسبات تحقیق

متغیرهای آزمون	متغیر تحت فرضیه صفر	آماره محاسباتی علیت کوتاه مدت	آماره محاسباتی علیت بلند مدت	نتیجه آزمون
FD & GROWTH	FD	۱/۳۹ (۰/۰۳)	-۰/۶۶ (۰/۰۰)	علیت بلندمدت و کوتاه مدت
	GROWTH	۰/۰۶ (۰/۱۹)	۰/۰۱ ۰/۸۱	عدم علیت

جدول (۳) نتایج آزمون علیت دو متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد تولید ناخالص داخلی در ایران را در چارچوب الگوی تصحیح خطای برداری نشان می‌دهد. نتایج این جدول نشان‌دهنده وجود رابطه علیت از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت است. بنابراین یک رابطه علی قوی از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی در ایران طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷ برقرار است. این درحالی است که بر اساس معناداری ضرایب حاصل از برآورد الگو، وجود رابطه علی از سمت رشد اقتصادی به توسعه مالی هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت تأیید نمی‌شود. این نتیجه، مؤید نتایج دسته اول از مطالعات انجام شده پیرامون ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی است که در بخش دوم به تفصیل به آن پرداخته شد. بر مبنای این نتیجه می‌توان گفت که بدون حضور شاخص‌های بودجه‌ای که می‌تواند به عنوان نماینده ثبات اقتصاد کلان بر رابطه علی میان این دو متغیر کلیدی اثرگذار باشد، توسعه بخش مالی عامل محرک رشد اقتصادی کشور طی دوره زمانی مورد مطالعه است. با این وجود این رابطه علی می‌تواند به شدت تحت تأثیر ستون ثبات مالی قرار گیرد. از این رو در بخش بعد، اثرگذاری هر کدام از شاخص‌های بودجه‌ای در بخش درآمدی بر رابطه علی میان این دو متغیر کلیدی اقتصاد کلان به تفکیک مورد بحث و بررسی قرار گرفته است.

## ۱.۴ نسبت درآمدهای مالیاتی به تولید ناخالص داخلی (TGDPPOILCUR) و رابطه علی توسعه مالی-رشد اقتصادی

بر اساس نتایج حاصل از برآورد الگو بر مبنای الگوی VAR، تعداد وقفه بهینه برای انجام آزمون علیت بر اساس الگوی تصحیح خطای برداری با توجه به معیار شوارتز-بیزین برابر با ۳ می‌باشد.

جدول ۴. نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در حضور شاخص نسبت درآمدهای مالیاتی به تولید ناخالص داخلی طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷ اعداد داخل پرانتز معناداری متغیرهای مورد آزمون را نشان می‌دهد. بنابراین چنانچه اعداد داخل پرانتز کم‌تر از (۰/۱۰) باشند، می‌توان معناداری ضرایب را پذیرفت.

منبع: محاسبات تحقیق

نتیجه آزمون	آماره محاسباتی علیت بلند مدت	آماره محاسباتی علیت کوتاه مدت	متغیرهای تحت فرضیه صفر	متغیرهای آزمون
علیت بلندمدت غیر قابل اتکا و عدم علیت کوتاه‌مدت	۵۹۵/۰۳ (۰/۱۰)	-۱/۱۳ (۰/۳۲)	FD & TGDPPOILCUR	FD & GROWTH & TGDPPOILCUR
علیت کوتاه‌مدت و عدم علیت بلندمدت	۷۷/۲۷ (۰/۲)	۰/۰۶ (۰/۰۶)	GROWTH & TGDPPOILCUR	GROWTH & TGDPPOILCUR

جدول (۴) نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص نسبت درآمدهای مالیاتی به تولید ناخالص داخلی را در چهارچوب الگوی تصحیح خطای برداری ارائه می‌دهد. بر اساس نتایج به دست آمده، تغییرات این شاخص موجب تقویت اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی در بلندمدت نشده است و این نتیجه در کوتاه‌مدت نیز حاصل نشده است. این بدان مفهوم است که سهم درآمدهای مالیاتی کشور از تولید ناخالص داخلی به عنوان یکی از عوامل کلیدی برقرارکننده ثبات بودجه‌ای و به عنوان شاخصی از ثبات مالی در اقتصاد کشور، می‌بایست مورد توجه سیاست‌گذاران و دولت‌ها قرار گیرد و روند تغییرات آن به گونه‌ای نبوده است که بتواند تضمین‌کننده ثبات بودجه باشد. در واقع، یکی از راهکارهای کلیدی در برقراری ثبات بودجه، تکیه بر درآمدهای مالیاتی است زیرا از ثبات بالاتری نسبت به درآمدهای نفتی

## شاخص‌های درآمدی بودجه‌ای و رابطه... (علی رسولی‌زاده‌ئی و دیگران) ۸۱

برخوردار هستند. البته باید به این موضوع نیز توجه داشت که نظام مالیاتی کشور دارای نقص‌های فراوانی است و چنانچه اصلاحات اساسی در نظام مالیاتی کشور اتفاق بیفتد، می‌تواند موجب برقراری ثبات بودجه‌ای و در نهایت ثبات مالی شوند. به این ترتیب، اقتصاد کشور نیز می‌تواند از مواهب توسعه سیستم مالی به منظور دستیابی به رشد اقتصادی بالاتر برخوردار شوند. همچنین نتایج به دست آمده در ارتباط با شاخص سهم مالیات از تولید ناخالص داخلی مؤید آن است که شاخص فوق‌الذکر دارای اثرگذاری معناداری بر تأثیر پذیری توسعه سیستم مالی از رشد اقتصادی است. در واقع با وجود آنکه بر اساس نتایج این تحقیق، رشد اقتصادی، علت توسعه مالی نیست اما نتایج مرتبط با این شاخص بودجه‌ای نشان دهنده آن است که افزایش این شاخص می‌تواند موجب برقراری رابطه علی معکوس میان این دو متغیر کلیدی اقتصاد کلان در کوتاه‌مدت شود.

### ۲.۴ نسبت درآمدهای مالیاتی به اعتبارات هزینه‌ای (هزینه‌های جاری) (TAXCU) و رابطه علی توسعه مالی - رشد اقتصادی

بر اساس نتایج حاصل از برآورد الگو بر مبنای الگوی VAR، تعداد وقفه بهینه برای انجام آزمون علیت بر اساس الگوی تصحیح خطای برداری با توجه به معیار شوارتز-بیزین برابر با ۱ می‌باشد.

جدول ۵. نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در حضور شاخص نسبت درآمدهای مالیاتی به هزینه‌های جاری طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷  
اعداد داخل پرانتز معناداری متغیرهای مورد آزمون را نشان می‌دهد. بنابراین چنانچه اعداد داخل پرانتز کم‌تر از (۰/۱۰) باشند، می‌توان معناداری ضرایب را پذیرفت.  
منبع: محاسبات تحقیق

متغیرهای آزمون	متغیرهای تحت فرضیه صفر	آماره محاسباتی علیت کوتاه مدت	آماره محاسباتی علیت بلند مدت	نتیجه آزمون
FD & GROWTH & TAXCU	FD & TAXCU	-۰/۱۹ (۰/۸)	-۱۲/۲۸ (۰/۷۶)	عدم علیت بلندمدت و کوتاه‌مدت
	GROWTH & TAXCU	۰/۰۲ (۰/۴۳)	۲۰/۰۸ (۰/۰۰)	علیت بلندمدت غیر قابل اتکا و عدم علیت کوتاه‌مدت

جدول (۵) نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص نسبت درآمدهای مالیاتی به هزینه‌های جاری را در چهارچوب الگوی تصحیح خطای برداری ارائه می‌دهد. همان‌طور که در جدول فوق قابل ملاحظه است، تغییرات این شاخص بودجه‌ای موجب از بین رفتن رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت شده است. این موضوع بیان‌کننده آن است که دولت‌ها بخش عمده‌ای از درآمدهای مالیاتی را صرف هزینه در بخش‌های جاری غیر مولد کرده‌اند که این موضوع موجب از بین رفتن ثبات بودجه و در نهایت ضربه زدن به ثبات مالی در اقتصاد کشور شده است. درست به همین علت است که توصیه اکید به کاهش سهم هزینه‌های جاری از بودجه عمومی و به کارگیری درآمدهای نفتی در بخش هزینه‌های عمرانی مولد و مورد نیاز کشور به جای هزینه‌های جاری می‌شود. زیرا یکی از عوامل کلیدی دستیابی به بودجه باثبات و برقراری ثبات مالی، به کارگیری درآمدهای مالیاتی در تأمین هزینه‌های عمرانی دولت‌ها است. اما نتایج نشان‌دهنده آن است که به دلیل افق کوتاه‌مدت دولت‌ها در اتخاذ سیاست‌های مالی، درآمدهای مالیاتی عمدتاً در تأمین مخارج جاری دولت‌ها نقش کلیدی ایفا می‌کنند.

#### ۳.۴ نسبت درآمدهای نفتی به درآمدهای مالیاتی (OILTAX) و رابطه علی توسعه مالی-رشد اقتصادی

بر اساس نتایج حاصل از برآورد الگو بر مبنای الگوی VAR، تعداد وقفه بهینه برای انجام آزمون علیت بر اساس الگوی تصحیح خطای برداری با توجه به معیار شوارتز-بیزین برابر با ۱ می‌باشد.

شاخص‌های درآمدی بودجه‌ای و رابطه... (علی رسولی‌زاده‌ئی و دیگران) ۸۳

جدول ۶. نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در حضور شاخص نسبت درآمدهای نفتی به درآمدهای مالیاتی طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷ اعداد داخل پرانتز معناداری متغیرهای مورد آزمون را نشان می‌دهد. بنابراین چنانچه اعداد داخل پرانتز کم‌تر از (۰/۱۰) باشند، می‌توان معناداری ضرایب را پذیرفت.

منبع: محاسبات تحقیق

نتیجه آزمون	آماره محاسباتی علیت بلند مدت	آماره محاسباتی علیت کوتاه مدت	متغیرهای تحت فرضیه صفر	متغیرهای آزمون
عدم علیت بلندمدت و کوتاه‌مدت	۱/۴۵ (۰/۶۷)	۰/۲۱ (۰/۷۵)	FD & OILTAX	FD & GROWTH & OILTAX
علیت بلندمدت و عدم علیت کوتاه‌مدت	-۲/۱ (۰/۰۰)	-۰/۰۰۳ (۰/۹۴)	GROWTH & OILTAX	

جدول (۶) نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص نسبت درآمدهای نفتی به درآمدهای مالیاتی را در چهارچوب الگوی تصحیح خطای برداری ارائه می‌دهد. نتایج حاصل از برآورد الگو در مورد اثرگذاری شاخص نسبت درآمدهای نفتی به درآمدهای مالیاتی طی دوره زمانی مورد بررسی نشان‌دهنده آن است که تغییرات این شاخص موجب از بین رفتن رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی هم در کوتاه‌مدت و بلندمدت شده است. در واقع، به علت آنکه به‌طور متوسط درآمدهای نفتی طی دوره زمانی مورد نظر بیش از درآمدهای مالیاتی بوده است، لذا این موضوع به خوبی روشن است که تکیه‌گاه اصلی دولت‌ها طی سال‌های مذکور عمدتاً بر پایه درآمدهای نفتی بوده است. همین امر مانع از برقراری ثبات بودجه‌ای و در نهایت ثبات مالی در اقتصاد کشور شده است. بنابراین همانطور که نتایج نیز گویای آن است، تغییرات این شاخص موجب از بین بردن اثرات مثبت توسعه سیستم مالی در بخش بانکی بر رشد اقتصادی کشور شده است. همانطور که پیشتر نیز اشاره شد، یکی از راه‌کارهای کلیدی به منظور افزایش بهره‌گیری مثبت از توسعه سیستم مالی به منظور دسترسی به رشد اقتصادی، تقویت شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان است تا از این مسیر بتوان موجب افزایش ثبات مالی و در نهایت تقویت رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی شد. با این حال، به دلیل وابستگی به درآمدهای حاصل از منابع نفتی،

دولت‌ها همواره از مزایای بهره‌مندی از یک بودجه با ثبات و مؤثر واقع شدن سیاست‌های مالی در سایه برقراری ثبات مالی در اقتصاد کلان محروم مانده‌اند.

همچنین شاخص بودجه‌ای فوق‌الذکر موجب برقراری رابطه علی معکوس میان توسعه مالی و رشد اقتصادی تنها در بلندمدت شده است. در واقع، چنانچه نسبت درآمدهای نفتی به درآمدهای مالیاتی افزایش پیدا کند می‌تواند موجب افزایش منابع درآمدی دولت‌ها و افزایش مخارج مصرفی آنها و در نهایت کاهش اثرات ضد انگیزشی تأمین مالی دولت از مسیر مالیات‌ها شده و این موضوع اثرات مثبت افزایش مخارج دولت بر نرخ رشد اقتصادی را تشدید خواهد کرد. نتایج نیز تأیید کننده این موضوع است که افزایش شاخص فوق می‌تواند از مسیر کاهش اثرات ضد انگیزشی افزایش درآمدهای مالیاتی به منظور تأمین مخارج دولت، موجب تحریک اثرگذاری رشد اقتصادی بر توسعه سیستم مالی تنها در کوتاه‌مدت شود.

#### ۴.۴ سهم درآمدهای نفتی از منابع عمومی دولت (OILR) و رابطه علی توسعه

##### مالی-رشد اقتصادی

بر اساس نتایج حاصل از برآورد الگو بر مبنای الگوی VAR، تعداد وقفه بهینه برای انجام آزمون علیت بر اساس الگوی تصحیح خطای برداری با توجه به معیار شوارتز-بیزین برابر با ۲ می‌باشد.

جدول ۷. نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در حضور

شاخص نسبت درآمدهای نفتی از منابع عمومی دولت طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷

اعداد داخل پرانتز معناداری متغیرهای مورد آزمون را نشان می‌دهد. بنابراین چنانچه اعداد داخل پرانتز کم‌تر از (۰/۱۰) باشند، می‌توان معناداری ضرایب را پذیرفت.

منبع: محاسبات تحقیق

نتیجه آزمون	آماره محاسباتی علیت بلند مدت	آماره محاسباتی علیت کوتاه مدت	متغیرهای تحت فرضیه صفر	متغیرهای آزمون
عدم علیت بلندمدت و کوتاه‌مدت	-۴۳/۵۲ (۰/۲۳)	-۰/۶۱ (۰/۴۵)	FD & OILR	FD & GROWTH & OILR
عدم علیت بلندمدت و کوتاه‌مدت	۱۱/۳۴ (۰/۱۳)	-۰/۰۰۴ (۰/۹۵)	GROWTH & OILR	



جدول (۷) نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص نسبت درآمدهای نفتی به منابع عمومی دولت را در چهارچوب الگوی تصحیح خطای برداری ارائه می‌دهد. همانطور که در این جدول ملاحظه می‌شود، تغییرات سهم درآمدهای نفتی از کل بودجه عمومی دولت دارای اثرگذاری معناداری بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی بوده است، به طوری که منجر به از بین رفتن رابطه علی میان این دو متغیر کلیدی هم در بلندمدت و هم در کوتاه‌مدت شده است. هر چند که تأثیر معناداری بر رابطه علی معکوس میان توسعه مالی و رشد اقتصادی نداشته است. این نتیجه می‌تواند گویای این موضوع باشد که به دلیل سهم قابل توجه این درآمدها از بودجه عمومی دولت، ثبات بودجه‌ای تحت تأثیر منفی آن قرار گرفته است. از آن طرف، به دلیل از بین رفتن ثبات بودجه‌ای به واسطه سهم قابل توجه این درآمدها از بودجه، ثبات مالی نیز به عنوان یکی از ستون‌های کلیدی تضمین‌کننده اثرگذاری مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی دچار آسیب شده است.

با توجه به آسیب‌پذیری ثبات مالی از شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان و از جمله شاخص فوق‌الذکر، از بین رفتن رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی کاملاً منطبق با ادبیات اقتصاد کلان-مالی است. شواهد تجربی نیز گویای آن هستند که سهم درآمدهای نفتی از بودجه عمومی دولت طی دوره زمانی مورد مطالعه، به طور متوسط حدوداً ۵۰ درصد بوده است. این آمار بیان‌کننده آن است که حدود نیمی از بودجه دولت را درآمدهای نفتی به خود اختصاص داده است که با توجه به برنامه‌های توسعه کشور مبنی بر کاهش سهم درآمدهای نفتی از بودجه، این رقم قابل توجهی است. پس برای بهره‌مندی از اثرات مثبت توسعه سیستم مالی در مسیر افزایش رشد اقتصادی در کشور، می‌بایست شاخص فوق کاهش یافته و در مقابل سهم سایر اجزای درآمدی دولت که از پایداری نسبی برخوردار باشند، افزایش یابد.

## ۵.۴ نسبت مخارج عمرانی دولت به درآمدهای نفتی (CONOIL) و رابطه علی توسعه مالی-رشد اقتصادی

بر اساس نتایج حاصل از برآورد الگو بر مبنای الگوی VAR، تعداد وقفه بهینه برای انجام آزمون علیت بر اساس الگوی تصحیح خطای برداری با توجه به معیار شوارتز-بیزین برابر با ۲ می‌باشد.

جدول ۸ نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در حضور شاخص نسبت مخارج عمرانی به درآمدهای نفتی طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷ اعداد داخل پرانتز معناداری متغیرهای مورد آزمون را نشان می‌دهد. بنابراین چنانچه اعداد داخل پرانتز کم‌تر از (۰/۱۰) باشند، می‌توان معناداری ضرایب را پذیرفت.

منبع: محاسبات تحقیق

متغیرهای آزمون	متغیرهای تحت فرضیه صفر	آماره محاسباتی علیت کوتاه مدت	آماره محاسباتی علیت بلند مدت	نتیجه آزمون
FD & GROWTH & CONOIL	FD & CONOIL	۱/۵۱ (۰/۰۳)	-۹/۴۱ (۰/۰۰)	علیت بلندمدت و کوتاه‌مدت
FD & GROWTH & CONOIL	GROWTH & CONOIL	۰/۰۶ (۰/۲۴)	۰/۱۵ (۰/۸۴)	عدم علیت بلندمدت و کوتاه‌مدت

جدول (۸) نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص نسبت مخارج عمرانی به درآمدهای نفتی را در چهارچوب الگوی تصحیح خطای برداری ارائه می‌دهد. همان‌طور که در این جدول قابل ملاحظه است، رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور این شاخص هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت تقویت شده است. به این مفهوم که رابطه علی از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی تحت تأثیر شاخص نسبت مخارج عمرانی به درآمدهای نفتی تقویت شده است. این بدان مفهوم است که صرف درآمدهای عمرانی در تأمین مخارج عمرانی می‌تواند موجبات ثبات بودجه‌ای دولت را فراهم کرده و از این مسیر موجب تقویت ثبات مالی به عنوان ستون اثرگذار بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی شود.

از این بخش می‌توان اینطور نتیجه‌گیری کرد که اهتمام دولت‌ها برای هزینه‌کرد درآمدهای نفتی در بخش عمرانی یکی از راه‌کارهای اساسی برای دستیابی به ثبات مالی در اقتصاد کشور است و چنانچه این مهم تحقق یابد، آنگاه می‌توان در مزیای توسعه

سیستم مالی برای رشد اقتصادی بالاتر استفاده کرد. بنابراین یکی از شاخصه‌های ثبات بودجه‌ای، افزایش تأمین مالی مخارج عمرانی دولت که به عنوان مخارج مولد از آن‌ها یاد می‌شود، از مسیر این درآمدها است. شواهد تجربی از اقتصاد ایران طی دوره زمانی مورد مطالعه نیز گویای آن است که سهم درآمدهای نفتی در تأمین مخارج عمرانی دولت‌ها به‌طور متوسط حدوداً ۶۰ درصد بوده است. با این حال اگر سرمایه‌گذاری‌های عمرانی دولت بر اساس نیاز جامعه و با افق زمانی بلندمدت صورت گیرند می‌توان ثبات مالی قابل توجهی را در اقتصاد کشور از مسیر رشد تولید ایجاد کرد. لازم به ذکر است که نتایج این بخش، گویای آن است که شاخص بودجه‌ای فوق‌الذکر دارای اثر معناداری بر رابطه علی معکوس میان توسعه مالی و رشد اقتصادی نبوده است.

## ۵. نتیجه‌گیری

توسعه سیستم مالی در اقتصاد کشورها، از جمله موضوعات چالش برانگیز است که در دهه‌های مختلف از سوی اقتصاددانان مورد توجه بوده است. در واقع بر اساس مطالعات انجام شده توسعه مالی یکی از شروط لازم برای رشد و توسعه کشورها است. با این حال، لازم به ذکر است که با وجود شواهد زیادی که مؤید اثرگذاری مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی هستند اما هنوز هم توافقی در رابطه با ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی وجود ندارد و یکی از مجادلات موجود در ادبیات اقتصاد مالی، در ارتباط با رابطه میان این دو متغیر کلیدی است. با این حال وجود نتایج متناقض در ارتباط با رابطه علی میان این دو متغیر کلیدی می‌تواند ناشی از زیرساختارهایی باشد که به عنوان ستون‌های توسعه مالی بر رابطه میان این دو اثرگذار هستند. یکی از این ستون‌ها، ثبات مالی است که می‌تواند تأثیر معناداری بر رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی داشته باشد.

در این مقاله با توجه به اهمیت این موضوع، ابتدا رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در اقتصاد ایران مورد مطالعه قرار گرفته و سپس به اثرگذاری شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصادی کلان در بخش درآمدی بر رابطه علی میان این دو متغیر پرداخته شده است. به این منظور ابتدا شاخص چند بعدی توسعه مالی که معرف ۷ شاخص توسعه مالی در بخش بانکی هستند بر اساس تکنیک PCA استخراج شده است و سپس

روابط علی فوق بر اساس الگوی VECM مورد بررسی قرار گرفته است. بر اساس نتایج حاصل از برآورد آزمون علیت دو متغیره، وجود یک رابطه علی مستقیم از سوی توسعه مالی به رشد اقتصادی تأیید شده است. همچنین نتایج گویای آن هستند که هیچ رابطه علی از سمت رشد اقتصادی به توسعه بخش مالی وجود ندارد. با این حال، نتایج این آزمون با حضور شاخص‌های بودجه‌ای نیز بر اساس الگوی تصحیح خطای برداری مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج آزمون علیت سه متغیره با حضور شاخص‌های بودجه‌ای گویای آن است که تغییرات شاخص‌هایی که بر اساس ادبیات اقتصادی منجر به از بین رفتن ثبات اقتصاد کلان می‌شوند، با بر هم زدن ثبات مالی موجب از بین رفتن رابطه علی از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی می‌شوند. هر چند که برخی از آن‌ها توانسته‌اند اثر معناداری بر رابطه علی معکوس میان توسعه مالی و رشد اقتصادی بگذارند.

بر اساس نتایج به دست آمده، نتایج آزمون علیت با حضور شاخص نسبت بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی، شاخص نسبت بدهی بخش دولتی به بانک‌ها و مؤسسات مالی غیر بانکی به تولید ناخالص داخلی و نسبت اعتبارات هزینه‌ای (هزینه‌های جاری) به تولید ناخالص داخلی در چارچوب علیت سه متغیره، گویای اثر معنادار این شاخص‌ها بر رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی است. این بدان مفهوم است که رابطه علی از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی در حضور شاخص‌های بودجه‌ای فوق‌الذکر باز هم برقرار است. این نتایج نشان دهنده آن است که به صورت کلی تغییرات سهم بدهی دولت از تولید ناخالص داخلی طی دوره زمانی مورد مطالعه، به نحوی بوده است که از طریق تقویت ثبات اقتصاد کلان و در نهایت تقویت ثبات مالی در اقتصاد موجب برقراری رابطه علی از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی در کشور شده است. سهم هزینه‌های جاری از تولید ناخالص نیز طی سال‌های مورد مطالعه در این تحقیق به گونه‌ای بوده است که به علت حفظ یک نسبت ثابت طی دوره زمانی مذکور، توانسته موجب تقویت ثبات مالی از مسیر برقراری ثبات اقتصاد کلان شود که در نهایت رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور این شاخص بودجه‌ای حفظ شده است. در واقع درست است که هزینه‌های جاری جزء هزینه‌های غیر مولد دولت‌ها هستند اما نکته بسیار مهمی که در این ارتباط وجود دارد، حفظ سهم این شاخص از تولید ناخالص داخلی در یک سطح بهینه است که چنانچه این سهم در این سطح، حفظ شود می‌توان یکی از عوامل برقرار کننده ثبات اقتصاد کلان و تقویت ستون ثبات مالی به عنوان عامل اصلی

اثرگذار بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی شود. نتایج در مورد شاخص نسبت مخارج عمرانی دولت به درآمدهای نفتی نیز گویای آن است که تغییرات این شاخص می‌تواند موجب برقراری رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی شود. از این رو، چنانچه دولت‌ها اهتمام ویژه‌ای در به کارگیری درآمدهای نفتی در بخش‌های عمرانی داشته باشند، این موضوع می‌تواند موجب ثبات اقتصاد کلان، برقراری ثبات مالی و در نهایت اثرگذاری مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی شود.

اما در مقابل، نتایج آزمون علیت میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص‌های نسبت کسری بودجه دولت به تولید ناخالص داخلی، نسبت اعتبارات هزینه‌ای (هزینه‌های جاری) به کل هزینه‌های دولت، نسبت اعتبارات تملک دارایی‌های سرمایه‌ای (هزینه‌های عمرانی) به کل هزینه‌های دولت، نسبت اعتبارات تملک دارایی‌های سرمایه‌ای (هزینه‌های عمرانی) به تولید ناخالص داخلی، نسبت درآمدهای مالیاتی به تولید ناخالص داخلی، نسبت درآمدهای مالیاتی به اعتبارات هزینه‌ای (هزینه‌های جاری)، نسبت درآمدهای نفتی به درآمدهای مالیاتی و سهم درآمدهای نفتی از منابع عمومی دولت، بیان‌کننده آن است که تغییرات این شاخص‌های بودجه‌ای طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۵۷ به نحوی بوده که مانع از برقراری ثبات اقتصاد کلان شده است. از این رو بخشی از سیاست‌های مالی دولت که در این دسته از شاخص‌ها بروز و ظهور پیدا کرده‌اند، به نحوی اجرا شده‌اند که از مسیر برهم‌زدن ثبات اقتصاد کلان، مانع از برقراری ثبات مالی شده‌اند. همین امر نیز موجب شده تا رابطه علی میان توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی طی دوره زمانی مورد مطالعه از بین برود و اقتصاد کشور نتواند از مواهب توسعه سیستم مالی در بخش بانکی برای دستیابی به رشد اقتصادی بالاتر استفاده کند.

## پی‌نوشت‌ها

۱. برای مطالعه بیشتر به احمدیان یزدی (۱۳۹۶) مراجعه شود.

## کتابنامه

- ابوترابی، م.ع. (۱۳۹۳). مطالعه زیرساخت‌های تعیین‌کننده اثربخشی توسعه مالی بر رشد اقتصادی در ایران، پایان‌نامه جهت دریافت درجه دکتری، دانشگاه فردوسی مشهد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی.
- احمدیان یزدی، ف. (۱۳۹۶). مطالعه نقش توسعه مالی بر نحوه اثرگذاری رانت منابع طبیعی بر انباشت سرمایه‌های ملموس و ناملموس در ایران، پایان‌نامه جهت دریافت درجه دکتری، دانشگاه فردوسی مشهد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی.
- بابایی، ن. و جلالی‌فر، ب. (۱۳۹۶). ارزیابی ثبات مالی در اقتصاد ایران و بررسی اثر درآمدهای نفتی و مالیاتی روی آن، مجموعه مقالات بیست و هفتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، صص ۱۶-۳.
- بافنده ایمان دوست، ص؛ قائمی اصل، م. و الیاس پور، ب. (۱۳۹۵). ارزیابی علیت سه متغیره میان آزادی اقتصادی، توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران (دوره: ۱۹۷۳-۲۰۱۰)، نظریه‌های اقتصاد مالی، ۵، ۱۰۶-۷۵.
- درگاهی، ح. و هادیان، م. (۱۳۹۶). نقش سیاست‌های احتیاطی کلان در ثبات مالی اقتصاد ایران: رویکرد DSGE، فصلنامه پژوهش‌های پولی-بانکی، ۱۰، صص ۵۹۰-۵۵۹.
- زارعی، ژ. (۱۳۹۴). رفتار چرخه‌ای سیاست مالی و عموال مؤثر بر آن با تأکید بر نقش قواعد مالی، فصل‌نامه پژوهش‌های پولی-بانکی، ۵۶۹-۵۴۳.
- سوری، ع. و مهرگان، ن. (۱۳۹۲). اقتصادسنجی پیشرفته همراه با کاربرد 8 Eviews و 12 Stata، چاپ اول، جلد دوم، نشر فرهنگ شناسی، تهران.
- گجراتی، د. (۱۳۸۳). مبانی اقتصادسنجی، ترجمه حمید ابریشمی، چاپ سوم، جلد دوم انتشارات دانشگاه تهران، تهران.

- Afonso, A. and Arana, C.B. (2018). Financial Development and Economic Growth: A Study for OECD Countries in the Context of Crisis, REM Working Paper, No.046-2018.
- Al-Yousif, Y.K. (2002). Financial development and economic growth: another look at the evidence from developing countries, Review of Financial Economics, 11, 131-150.
- Ang, J. B. (2008). Financial Development and the FDI-Growth Nexus: The Malaysian Experience, Applied Economics, 41: 1595-1601.
- Arcand, J-L.; Berkes, E. and Panizza, U. (2012). Too Much Finance?, International Monetary Fund, Working Paper, 1-50.

- Arena, M. (2008). Bank failures and bank fundamentals: a comparative analysis of Latin America and East Asia during the nineties using bank-level data. *Journal of Banking and Finance* 32, 299–310.
- Asif, M.; Khan, K.B.; Anser, M.K.; Nassani, A.A.; Qazi Abro, M.M. and Zaman, K. (2020). Dynamic Interaction between Financial Development and Natural Resources: Evaluating the 'Resource Curse' Hypothesis, *Resources Policy*, 65, 101566.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*, New York: Hyperion Press.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., and Levine, R. (2003). Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?, *Journal of Comparative Economics*, 31, 653-675.
- Bikas, E., and Žaltauskaite, S. (2014). The Role of Fiscal Policy in Ensuring Financial Stability in Lithuania, 8th International Scientific Conference "Business and Management 2014", 199-206.
- Bist, P.J. (2018). Financial Development and Economic Growth: Evidence from a Panel of 16 African and non-African Low-Income Countries, *Cogent Economics & Finance*, 6, 1-17.
- Buffie, E. (1984). Financial repression, the new structuralists, and stabilization policy in semi-industrialized economies, *Journal of Development Economics*, 14, 305-322.
- Calderon, C. and Liu, L. (2003). The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth, *Journal of Development Economics*, 72, 321-334.
- Calomiris, C.W., Mason, J.R. (2001). Causes of U.S. Bank Distress during the Depression, *Federal Reserve Bank of Chicago*, 530–554.
- Clark, A. and Large, A. (2011). *Macro prudential Policy: Addressing the Things We don't Know*, Occasional Paper, No.83, Washington, D.C.
- Cukierman, A. (2011). Reflections on the crisis and on its lessons for regulatory reform and for central bank policies, *Journal of Financial Stability*, 7, 26–37.
- Demirguc-Kunt, A. (2006). Finance and Economic Development: Policy Choices or Developing Countries, *World Bank Policy Research Working Paper*, No.3955.
- Dumicic, M. (2019). Linkages between Fiscal Policy and Financial (In) Stability, *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 1, 97-109.
- Durusu-Ciftci, D.; Ispir, M.S. and Yetkiner, H. (2017). Financial Development and Economic Growth: Some Theory and More Evidence, *Journal of Policy Modelling*, 39, 290-306.
- Estrada, G.; Park, D. and Ramayandi, A. (2010). Financial Development and Economic Growth in Developing Asia, *ADB Economics Working Paper Series*, No.233, pp. 1-63.
- Gerschenkron, A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Harvard University Press: Cambridge, MA.
- Goldsmith, R.W. (1969). *Financial structure and development*. Yale University Press, New Haven.
- Greenwood, J. and Jovanovic, B. (1990). Financial Development, Growth, and the Distribution of Income, *Journal of Political Economy*, 98, pp.1076-1107.

- Gupta, K.S.K. and Rao, R.P. (2018). The Causal Relationship between Financial Development and Economic Growth: an Experience with BRICS Economies, *Journal of social and economic development*, 20, pp.308-326.
- Gurley, J. G. and Shaw, E. S. (1955). Financial Aspects of Economic Development, *American Economic Review*, 45, 515-538.
- Guru, B.K. and Yadav, I.S. (2019). Financial Development and Economic Growth: Panel Evidence from BRICS, *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 24, 113-126.
- Hamilton, J. D. (1983). Oil and the Macro economy since World War II, *Journal of Political Economy*, 91, 228-248.
- Handa, J. and Khan, S.R. (2008). Financial development and economic growth: A symbiotic relationship, *Applied Financial Economics*, 18, pp. 1033-1049.
- Hassan, M.K.; Sanchez, B. and Yu, J.S. (2011). Financial Development and Economic Growth: New Evidence from Panel Data, 51, pp.88-104.
- International Monetary Fund. (2019). Financial Stability Report, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- International Monetary Fund. (2020). Global Financial Stability Update, pp. 1-8.
- Jalilian, H. and Kirkpatrick, C. (2005). Does Financial Development Contribute to Poverty Reduction?, *Journal of Development Studies*, 41, 636-656.
- Jolliffe, L.T. (2002). *Principal Component Analysis*, Second Edition, Springer Publication.
- King, R. G. and Levine, R. (1993). Finance and Economic Growth: Schumpeter Might Be Right, *Quarterly Journal of Economics*, 108, 717-737.
- Komal, R. and Abbas, F. (2015). Linking Financial Development, Economic Growth and Energy Consumption in Pakistan, *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 44, 211-220.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, 35, 668-725.
- McKinnon, R. I. (1973). *Money, Capital and Economic Development*, The Brookings Institution: Washington, DC.
- Mishkin, F. S. (1992). Anatomy of a Financial Crisis, *Journal of Evolutionary Economics*, 2, 115-130.
- Nieuwerburgh, S., Buelens, F. and Cuyvers, L. (2006), Stock Market Development and Economic Growth in Belgium, *Explorations in Economic History*, 43, 13-38.
- North, D. and Weingast, B.R. (1989). Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England, *The Journal of Economic History*, 49, 803-832.
- Nuroglu, E. and Kunst, R.M. (2018). Kuznets and Environmental Kuznets Curves for Developing Countries, *Industrial Policy and Sustainable Growth*, part of the Sustainable Development book series, 175-188.



- Obstfeld, M. (2013). On Keeping Your Powder Dry: Fiscal Foundations of Financial and Price Stability, University of California, Berkley, Cepr and NBER, June.
- Ouyang, Y. and Li, P. (2018). On the Nexus of Financial Development, Economic Growth, and Energy Consumption in China: New Perspective from a GMM Panel VAR Approach, *Energy Economics*, 71, 238-252.
- Panopoulou, E. (2009). Financial variables and Euro area growth: a non-parametric causality analysis, *Economic Modelling*, 26, pp.1414–1419.
- Papadavid, P., Rewilak, J., and Brighty, N. (2017). Financial Barriers to Economic Growth in Low-Income Countries, *Research in Context, Growth Research Program*, Retrieved from <http://degrp.squarespace.com/reflections/2017/4/28/>.
- Paramati S.R., Gupta R. (2011). An empirical analysis of stock market performance and economic growth: evidence from India, *International Research Journal of Finance and Economics*, 73, 13–149.
- Patrick, H. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries, *Economic Development and Cultural Change*, 12, 174-189.
- Peia, O. and Roszbach, K. (2015). Finance and Growth: Time Series Evidence on Casuality, *Journal of Financial Stability*, 19, pp. 105-118.
- Pradhan, R.P.; Arvin, M.B.; Bahmani, S.; Hall, J.H. and Norman, N.R. (2017). Finance and Growth: Evidence from the ARF Countries, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 66, 136-148.
- Robinson, J. (1952). *The Generalization of the General Theory*, Macmillan: London.
- Shan, J. (2005). Does financial development 'lead' economic growth? A vector autoregression appraisal, *Applied Economics*, 37, 1353-1367.
- Shahbaz, M.; Naeem, M. and; Ahad, M. and Tahir, I. (2018). Is Natural Resource Abundance a Stimulus for Financial Development in the USA?, *Resources Policy*, 55, 223-232.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press: New York.
- Schumpeter, J. A. (1912) 1934. *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Singh, A. (1997). Stock Markets, Financial Liberalization and Economic Development, *Economic Journal*, 107, 771-782.
- Sohn, W. (2010). Market response to bank relationships: evidence from South Korea bank reform, *Journal of Banking and Finance* 34, 2042–2055.
- Stylianios, K. and Virmantas, K. (2016). *Financial Development and Economic Growth: A European Perspective*, JRC Science for Policy Report, European Commission.
- Tiwari, S.; Cottarelli, C.; Blanchard, O.; Antoinette, M.S. and Vinals, J. (2012). *Macroeconomic Policy Frameworks for Resource-Rich Developing Countries*, International Monetary Fund.

Wijnberg, S.V. (1983). Interest rate management in LDCs, Journal of Monetary Economics, 12, 433-452.

[www.WorldBank.org](http://www.WorldBank.org)

World Economic Forum. (2012). Financial Development Report, USA Inc: New York, USA.

World Economic Forum. (2019). Financial Development Report, USA Inc: New York, USA.

Yildirim, S.; Gedikli, A.; Erdogan, S. and Yildirim, D.C. (2020). Natural Resource Rents-Financial Development Nexus: Evidence from Sixteen Developing Countries, Resources Policy, 68, 101705.

