

مطالعه نقش شاخص‌های هزینه‌ای ثبات بودجه‌ای بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران

علی رسولی‌زاده^۱

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

علیرضا دقیقی اصلی^۱

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

مرجان دامن‌کشیده

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

غلامرضا گرابی‌نژاد

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

مجید افشاری راد

دانشیار گروه اقتصاد امور عمومی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران

DOI: 10.22067/mfe.2021.70314.1069

نوع مقاله: پژوهشی

چکیده

توسعه سیستم مالی، پیش شرط رشد و توسعه اقتصادی است. در این میان عملکرد سیستم مالی در گرو برقراری ستون‌های توسعه مالی است و یکی از مهم‌ترین آن‌ها ثبات مالی است. ثبات مالی وضعیتی است که در آن، وقوع بحران‌های سیستمی نتواند ثبات اقتصاد کلان را از بین ببرد. برقراری ثبات مالی در گرو وجود یک دولت ضابطه‌مند با ساختار بودجه با ثبات است. با توجه به اهمیت این موضوع، در این مقاله اثرگذاری شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان (در بخش هزینه‌ها) بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی ایران طی دوره ۱۳۹۶-۱۳۵۷ با بهره‌گیری از آزمون علیت سه متغیره بر مبنای الگوی تصحیح خطای برداری (VECM) مورد بررسی قرار گرفته است. پیش از برآورد الگو، شاخص چند بعدی توسعه مالی که معرف ۷ شاخص توسعه مالی در بخش بانکی هستند با استفاده از تکنیک تجزیه مؤلفه‌های اصلی (PCA) محاسبه شده است. بر اساس نتایج حاصل از برآورد الگو، یک رابطه علی یک‌طرفه از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی وجود دارد. همچنین عملکرد دولت‌ها به‌جز در مورد شاخص‌های نسبت بدهی دولت و مخارج جاری دولت به GDP، موجب از بین رفتن ثبات مالی شده و بر هم زنده رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی، هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت بوده است.

کلیدواژه‌ها: توسعه مالی، رشد اقتصادی، شاخص‌های ثبات بودجه‌ای، الگوی علیت سه متغیره VECM.

^۱ نویسنده مسئول: daghighiasli@iauctb.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۱۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۱۳

صفحات: ۱۰۵-۱۳۶

۱- مقدمه

توسعه سیستم مالی در اقتصاد کشورها، از جمله موضوعات چالش برانگیز است که در دهه‌های مختلف از سوی اقتصاددانان مطرح شده است. بر اساس گزارش (2012 World Economic Forum)، منظور از توسعه مالی، عوامل، سیاست‌ها و نهادهایی است که به واسطه‌ها و بازارهای مالی کارآمد^۱ و دسترسی عمیق و وسیع به سرمایه و خدمات مالی منجر می‌شود. همچنین بر اساس جدیدترین گزارش این مجمع، ایجاد یک سیستم مالی بین‌المللی کارا، تاب‌آور^۲ و عادلانه می‌تواند موجب حمایت از مشتریان و فعال کردن پس‌انداز و سرمایه‌گذاری شود که خود می‌تواند موجب رشد اقتصادی به همراه خلق مشاغل و کسب و کارها در اقتصاد شود. در واقع سیستم مالی، سنگ بنای فعالیت‌های اقتصادی است که البته طی دهه گذشته، گام‌های مهمی برای توسعه آن برداشته شده است (World Economic Forum, 2019, p.22).

بر اساس نتایج مطالعات صورت گرفته، از هر کشوری که از سیستم مالی کاراتری برخوردار باشد، می‌توان انتظار نرخ رشد بالاتری را داشت (Dadgar & Nazari, 2009, p.2). با این حال، با وجود شواهد زیادی که مؤید اثرگذاری مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی هستند اما هنوز هم توافقی در رابطه با ارتباط میان این دو وجود ندارد. به‌طور کلی، دو مکتب فکری اصلی درباره این موضوع وجود دارد. طرفداران مکتب فکری اول این‌طور بحث می‌کنند که توسعه مالی برای رشد اقتصادی ضروری است (Goldsmith, 1969; Levine, 1997; McKinnon, 1973). در مقابل، طرفداران مکتب فکری دوم، که عمدتاً از نظریه-پردازان نئوکلاسیک هستند، بحث می‌کنند که بخش مالی محرک اصلی رشد نیست (Robinson, 1952; Wijnberg, 1983; Buffie, 1984; Lucas, 1988 & Shan, 2005). در این میان برخی محققان نظیر Patrick (1966)، به وجود رابطه علی دو طرفه و برخی دیگر مانند Singh, 1977; Andersen & Tarp, 2003; Ayadi et al., 2015 & Ductor & Grechyna, 2015 به وجود یک رابطه معکوس میان توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی پی برده‌اند.

در واقع، با وجود آنکه غالب مطالعات تجربی انجام شده در این حوزه مؤید اثرگذاری مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی هستند و وجود یک رابطه یک سویه از سوی توسعه بخش مالی را بر بخش حقیقی اقتصاد نشان می‌دهند، اما با مروری بر ادبیات موجود در این حوزه می‌توان ادعان داشت که رابطه میان این

^۱ . Financial Markets and Intermediaries

^۲ . Resilient

دو متغیر کلان اقتصادی قطعی نیست و مفروض دانستن یک رابطه علی یک‌طرفه از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی می‌تواند نتایج گمراه‌کننده‌ای را از ارتباط میان این دو متغیر ارائه دهد. به‌علاوه، بر اساس ادبیات موجود، به دست آمدن نتایج متفاوت در مورد رابطه علی میان این دو متغیر کلیدی تحت تأثیر ستون‌های توسعه مالی است و از میان ستون‌های توسعه مالی، ستون ثبات مالی از جمله کلیدی‌ترین پیش-شرط‌های حفظ رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی است.

منظور از ثبات مالی، شرایطی است که بحران‌های مالی و یا شوک‌های برون‌زا نتواند به‌طور کلی موجب اختلال در کارکردهای اصلی سیستم مالی شود. این امر مستلزم وجود یک دولت ضابطه‌مند با ساختار بودجه با ثبات است که بتواند موجب برقراری ثبات اقتصاد کلان و درنهایت فراهم کردن شرایط ثبات مالی در اقتصاد شود. لازم به ذکر است که موضوع اثرگذاری شاخص‌های ثبات بودجه‌ای به‌عنوان معیاری از ثبات مالی، بر رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی از جمله موضوعاتی است که تاکنون در مطالعات انجام شده در این حوزه، به آن پرداخته نشده است. در واقع علی‌رغم آنکه رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در مطالعات بیشماری مورد توجه قرار گرفته است، اما مطالعه نحوه تأثیرپذیری رابطه میان این دو متغیر کلان اقتصادی از شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان تاکنون مورد توجه قرار نگرفته است.

از این‌رو هدف از این مقاله، مطالعه نحوه اثرگذاری شاخص‌های ثبات بودجه‌ای در بخش هزینه‌ها بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی است. به این منظور، ابتدا با در نظر گرفتن توسعه مالی به‌عنوان یک شاخص چند بعدی و با در نظر گرفتن بانک محور بودن 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 مؤلفه‌های اصلی (PCA)، محاسبه شده است. سپس، 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. درنهایت، نحوه اثرگذاری شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان بر رابطه علی میان این دو متغیر با بهره‌گیری از آزمون علیت سه متغیره بر مبنای الگوی فوق‌الذکر مورد مطالعه قرار گرفته است.

بدین منظور در بخش بعدی، ادبیات تحقیق در ارتباط با رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی، اهمیت ثبات مالی در اقتصاد و همچنین نحوه اثرگذاری شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان بر ایجاد ثبات مالی در اقتصاد بررسی شده است. در بخش سوم، الگوی مورد نظر، متغیرهای مورد استفاده و

متدولوژی تحقیق به منظور بررسی فرضیات تحقیق معرفی شده است. بخش چهارم به ارائه نتایج حاصل از برآورد الگو بر اساس تکنیک علیت دو متغیره و سپس علیت سه متغیره بر اساس روش VECM اختصاص یافته است. در نهایت در بخش پنجم، نتایج حاصل از این مطالعه و پیشنهادهای سیاسی مرتبط با آن ارائه شده است.

۲- ادبیات تحقیق:

۲-۱- توسعه مالی و رشد اقتصادی

توسعه مالی، تاب آوری یک کشور^۱ را افزایش می دهد و می تواند موجب رشد اقتصادی شود. در واقع، توسعه هر اقتصادی نیازمند توسعه بخش مالی آن است و توسعه بخش مالی در فرآیند شکل گیری و رشد نهادها، ابزارها و بازارها که موجب سرمایه گذاری های وسیع و کاهش فقر می شود، اتفاق می افتد. به این ترتیب، توسعه مالی اطلاعات بهتری در مورد سرمایه گذاری های سودآور ممکن و چگونگی ارتقاء تخصیص بهینه سرمایه ارائه می دهد؛ به عبارت دیگر، ظهور نهادهای مالی به کاهش هزینه جمع آوری اطلاعات و به کارگیری مؤثر قراردادها و اجرای معاملات کمک می کند. همچنین، وسیع کردن دسترسی مالی (که یکی از شاخص های توسعه مالی است)، موجب ایجاد کارایی پویا در سیستم می شود که این کارایی از طریق تغییر ساختاری از مسیر نوآوری و رفاه در اقتصاد ایجاد می شود (Guru & Yadav, 2018, p.114).

توسعه مالی را می توان با ارتقاء اندازه، کارایی و ثبات بازارهای مالی در کنار افزایش دسترسی به بازارهای مالی که می تواند مزیت های آن را برای اقتصاد چند برابر کند تعریف کرد. به طور مثال، یک بازار مالی به خوبی توسعه یافته، پس اندازهای یک اقتصاد را به سمت سرمایه گذاری های سودده هدایت می کند (Stiglitz & Weiss, 1983, Diamond, 1984)، هزینه اطلاعات را کاهش می دهد و بنابراین منجر به تخصیص بهتر سرمایه می شود (Greenwood & Jovanovic, 1990) و همچنین هزینه حاکمیت شرکتی را کم می کند (Bencivenga & Smith, 1993). علاوه بر آن، واسطه های مالی به خوبی توسعه یافته، نوآوری را از طریق پاداش به کارآفرینان گسترش می دهند (King & Levine, 1993). همچنین، بر اساس مطالعه Levine (1997)، سیستم های مالی علاوه بر تسهیل مبادلات کالاها و خدمات، به تجارت، تنوع-

¹ . Country's Resilience

گرایی، ادغام و کاهش ریسک کمک می‌کنند. بر اساس مطالعه صورت گرفته توسط وی، مکانیسم اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی از مسیر انباشت سرمایه و نوآوری تکنولوژیکی رخ می‌دهد. در حقیقت، با مروری بر ادبیات موجود در این حوزه می‌توان ادعا کرد علی‌رغم اینکه پرداختن به موضوع توسعه بخش مالی به سال‌های خیلی دور برمی‌گردد، اما تشخیص اینکه تأمین مالی موجب ارتقاء دستاوردهای توسعه‌ای در یک کشور می‌شود به لحاظ تاریخی نسبتاً جدید است (Anderson et al., 2012, p.58). Levine (1997) بیان می‌کند که در سال‌های اول بعد از جنگ جهانی دوم، اقتصاددانان توسعه، درکی از اصلاحات بخش مالی داخلی به‌عنوان عامل کلیدی برای رشد نداشتند. در واقع در دهه-های ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ میلادی، که سال‌های اوج انقلاب کینزی بود، نقش کلیدی بخش مالی در رشد و توسعه به فراموشی سپرده شد. در این سال‌ها، تمرکز بر دخالت دولت در اقتصاد و به‌طور خاص در بخش بانکی بود که از طریق تعیین سقف نرخ بهره بانکی، هدایت اعتبار و وضع قوانین سخت اعمال می‌شد؛ اما اثر مخرب این سیاست‌ها که به آن‌ها سیاست‌های سرکوب مالی گفته می‌شود بعدها توسط (McKinnon, 1973) و (Shaw, 1973) مورد انتقاد قرار گرفت و آن‌ها اثر منفی سرکوب مالی دولت را بر حجم وجوه واسطه‌گری شده توسط سیستم مالی رسمی اثبات کردند.

در واقع ادبیات این حوزه از این سال‌ها به بعد، وارد فاز جدیدی از تمرکز بر نقش توسعه مالی در بخش حقیقی اقتصاد شد. در دهه ۱۹۹۰، مدل‌های رشد درون‌زای مالی^۱ ظهور پیدا کردند و شامل ساختارهای مالی درون‌زا^۲ و رشد درون‌زا بودند. این مدل‌ها، نشان می‌دادند که چگونه مطلوبیت عوامل اقتصادی به‌منظور شکل‌دهی ساختارهای واسطه‌ای مالی در حال توسعه پرتو^۳، بیشینه می‌شود. برای مثال، (Bencivenga & Smith 1991)، نشان می‌دهند که چگونه بانک‌ها می‌توانند یک اقتصاد را فعال می‌کنند تا از این طریق سهم پس‌اندازهایی که به شکل دارایی‌های نقدی ناکارآمد نگهداری می‌شوند، کاهش یابد. به این ترتیب بانک‌ها ترکیب پس‌اندازها را بهبود می‌بخشند که به نوبه خود نرخ رشد تعادلی را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

¹ . Financial Endogenous Growth (FEG)

² . Endogenous Financial Structures

³ . Pareto-Improving Financial Intermediary Structures

در مجموع باید گفت که مطالعات قابل توجهی در ارتباط با اهمیت توسعه سیستم مالی در کشورها و به خصوص کشورهای در حال توسعه صورت گرفته است و عمده این مطالعات اثرگذاری مثبت توسعه مالی را بر رشد و توسعه اقتصادی کشورهای مورد مطالعه خود تأیید کرده‌اند. با این وجود، بررسی رابطه میان این دو متغیر کلیدی نیازمند توجه به زیر ساختارهایی است که می‌تواند رابطه علی میان این دو متغیر کلیدی را تحت تأثیر قرار دهد. منظور از این زیر ساختارها، ستون‌های توسعه مالی است که می‌تواند مستقیماً عملکرد سیستم مالی را تحت تأثیر قرار دهند و یکی از مهم‌ترین این ستون‌ها، ثبات مالی است. از این رو، در ادامه به تعریف ثبات مالی و اهمیت آن در اقتصاد و نحوه اثرگذاری آن بر عملکرد واسطه‌های مالی در مواقع بحران‌های مالی پرداخته شده است.

۱-۱-۲- ثبات مالی و اهمیت آن در اقتصاد

ابتدا لازم است پیش از تعریف ثبات مالی در ارتباط با موضوع بحران‌های مالی و عوامل به وجود آورنده آن که می‌تواند تحت شرایطی بر هم زنده ثبات مالی در اقتصاد کلان باشد، تعریف شود. در واقع، هدف اصلی سیستم مالی که منطبق بر کارکرد اصلی آن است، انتقال وجوه به افراد و بنگاه‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری با بهره‌وری بالاتر است. به منظور تحقق این هدف، فعالان در بازارهای مالی می‌بایست توانایی ارزیابی و داوری صحیح فرصت‌های سرمایه‌گذاری را داشته باشند؛ اما در مسیر انجام یک ارزیابی صحیح از این فرصت‌ها، یک مانع جدی وجود دارد و آن، عدم تقارن اطلاعات است. منظور از عدم تقارن اطلاعات، وضعیتی است که در آن یکی از طرفین قرارداد، اطلاعات صحیح کمتری نسبت به طرف مقابل دارد.

مشکل عدم تقارن اطلاعات از دو بعد می‌تواند برای سیستم مالی و یا دیگر سیستم‌ها مشکل‌آفرین باشد: ۱- انتخاب معکوس^۱ و ۲- مخاطرات اخلاقی^۲. در حقیقت، با توجه به مشکلاتی که منتج از عدم تقارن اطلاعات در یک سیستم مالی رخ می‌دهد، (Mishkin 2001) بحران‌های مالی را فروپاشی بازارهای مالی تعریف می‌کند که در آن مشکل انتخاب معکوس و مخاطره‌های اخلاقی بسیار بدتر شده است. از دیدگاه وی، بحران‌های مالی زمانی رخ می‌دهند که بازارهای مالی قادر نیستند وجوه را به کسانی انتقال دهند که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ظرفیت بهره‌وری بالاتر هستند؛ بنابراین، بحران مالی نتیجه

^۱ . Adverse Selection

^۲ . Moral Hazard

ناتوانی بازارهای مالی برای عملکرد کارا بوده که موجب انقباض شدید فعالیت‌های اقتصادی و رکود می‌شود (Mishkin, 2001).

حال با توجه به تعریفی که از بحران‌های مالی ارائه شد، می‌توان به تبیین مفهوم ثبات مالی پرداخت. بر اساس گزارش توسعه مالی جهانی (2012 World Economic Forum)، توسعه مالی بر هفت ستون استوار است که عبارتند از: محیط نهادی^۱، محیط کسب و کار^۲، ثبات مالی^۳، خدمات مالی بانکی^۴، خدمات مالی غیر بانکی^۵، بازارهای مالی^۶ و دسترسی مالی^۷. بر اساس دیدگاه این مجمع، کیفیت بالای این ستون‌ها متضمن بهره‌مندی اقتصاد یک کشور از آثار مثبت توسعه مالی است. در میان این هفت ستون، ثبات مالی مرتبط با وضعیتی است که بحران‌های مالی سیستمی^۸، ثبات اقتصاد کلان را تهدید نمایند (Aboutorabi, 2014, p.42)؛ به عبارت دیگر، ثبات مالی وضعیتی است که نظام مالی قادر به مقابله با تکان‌های 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 تکان‌های وارده برخوردار باشد. بر اساس مطالعات انجام شده، کانال‌های اصلی که موجب ایجاد بی‌ثباتی در سیستم مالی می‌شوند عبارتند از:

۱- فشار ارزش‌گذاری بیش‌ازحد بالای^۹ دارایی‌ها که با قیمت‌داری‌ها که نسبت به بنیان‌های اقتصادی و هنجارهای مرتبط با گذشته، بالا است، خود را نشان می‌دهد و اغلب با افزایش ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود. به این ترتیب، فشار ارزش‌گذاری بالا، امکان سقوط قابل توجه قیمت‌داری‌ها را فراهم می‌کند.

1. Institutional Environment

2. Business Environment

3. Financial Stability

4. Banking Financial Services

5. Non-Banking Financial Services

6. Financial Markets

7. Financial Access

8. Systemic Financial Crisis

9. Excessive Valuation Pressures

۲- قرض‌گیری بیش‌ازاندازه صاحبان کسب‌وکار و خانوارها^۱ که در صورت کاهش درآمد یا کاهش ارزش دارایی‌شان آن‌ها را در معرض استرس عدم توانایی در بازپرداخت وام‌ها قرار می‌دهد و مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاران با زیان مواجه می‌شوند.

۳- افزایش بیش‌ازاندازه نسبت بدهی به دارایی در بخش مالی^۲ که ریسک نهادهای مالی را در عدم توانایی جذب کوچک‌ترین زیان‌ها در زمانی که با شوک‌های منفی مواجه می‌شوند افزایش می‌دهد. در این شرایط، مؤسسات مالی مجبور به قطع وام‌دهی، فروش دارایی‌های خودشان یا در شرایط حاد، بستن مجموعه خود می‌شوند و دسترسی به اعتبار را برای خانوارها و صاحبان کسب‌وکار مختل کند.

۴- ریسک‌های تأمین مالی^۳، که سیستم مالی را در معرض این احتمال قرار می‌دهد که سرمایه‌گذاران وجوه خود را از یک مؤسسه یا بخش خاصی خارج خواهند کرد. نقدشوندگی سخت و سررسید بلندمدت این دارایی‌ها می‌تواند موجب ایجاد انگیزه برای سرمایه‌گذاران شود تا وجوه خود را از این مؤسسات طلب کنند. در این وضعیت، مؤسسات مالی ممکن است به فروش فوری دارایی‌های خود در قیمت‌های حراج احتیاج داشته باشند که در این صورت متحمل ضررهای قابل توجه می‌شوند و آن‌ها را در معرض ورشکستگی قرار می‌دهد که به وحشت مالی^۴ تعبیر می‌شود (International Monetary Fund, 2019, pp.3-4).

در مجموع با توجه به مواردی که بیان شد، می‌توان گفت که یک سیستم مالی با ثبات، از یک ساختار مستحکم به هنگام مواجهه با اثرات مخرب شوک‌های برون‌زا از طریق چهار کانال فوق‌برخوردار است. به‌علاوه کارکرد بسیار مهم این موضوع در آن است که توسعه سیستم مالی و رابطه آن با رشد اقتصادی که از اهداف اصلی این سیستم حیاتی است، به‌شدت تحت تأثیر وجود ثبات مالی در اقتصاد است و برقراری ثبات مالی نیز در گرو وجود ساختار بودجه باثبات است. از این‌رو در بخش بعد به اثرگذاری شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی پرداخته شده است.

۲-۲- پیوند میان شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان و رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی

1. Excessive Borrowing By Business And Households

2. Excessive Leverage Within The Financial Sector

3. Funding Risks

4. Financial Panics

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. این موضوع بیان‌کننده آن است که عملکرد بودجه‌ای دولت از مسیر ایجاد ثبات اقتصاد کلان می‌تواند موجب برقراری ثبات مالی شود و برقراری ثبات مالی نیز یکی از پیش‌شرط‌های کلیدی در بهره‌گیری مثبت از توسعه سیستم مالی بر رشد اقتصادی است. در واقع، مقامات مالی طی یکسری سیاست‌ها، شامل تضمین اعتبار از سوی دولت^۱، حمایت برای بازسازی وام‌ها^۲ و تشویق بانک‌ها برای استفاده از سپرده‌های سرمایه و نقدینگی^۳ برای پشتیبانی وام‌دهی به مردم از بازار حمایت می‌کنند (International Monetary Fund, 2020, p.4).

در حقیقت، نقش دولت را در ایجاد ثبات مالی می‌توان در سیاست‌های بودجه‌ای^۴ آن مشاهده کرد. سیاست بودجه‌ای با توجه به پیوندهای متقابل بی‌شمار آن با سیستم مالی و بخش حقیقی، دارای پتانسیل احتیاطی کلان‌گسترده^۵ است. مدیریت بدهی عمومی، سیاست‌های مالیاتی، شاخص‌های ساختاری و سایر معیارهای بودجه‌ای، هدفی جز دستیابی به رشد اقتصادی با ثبات، اشتغال بالاتر و دستیابی به اهداف اجتماعی ندارند. این معیارها، به صورت مستقیم و غیرمستقیم می‌توانند بر ریسک سیستمی به عنوان عامل ایجاد کننده بی‌ثباتی مالی اثرگذار باشند و ظرفیت سیستم را برای حذف شوک‌های احتمالی افزایش دهند (Dumicic, 2019, p.98).

با توجه به این توضیحات می‌توان این فرضیه را مطرح کرد که به طور متوسط عملکرد بانک‌ها و بازارهای مالی وابسته به تصمیمات سیاستی دولت‌ها است و این وابستگی از دریچه ثبات مالی خود را نشان می‌دهد. در ارتباط با مزایای سیاست‌های بودجه‌ای دولت در ایجاد ثبات مالی، (Van der Ploeg 2005) بیان می‌کند که توسعه‌های اخیر در مدل‌سازی‌های اقتصاد کلان و چالش‌های مرتبط با سیاست‌های سرکوب‌گرایانه^۶، این مجادله کلاسیک بر سرائری بخشی سیاست‌های مالی به عنوان ایزاری برای ثبات اقتصاد

1. Government Credit Guarantees

2. Restructing of Loans

3. Capital And Liquidity Buffers

4. Fiscal Policies

5. Immense Macro Prudential Potential

6. Pressing Policy

کلان را احیا کرده است. بر اساس مبانی تئوریک، توسعه سریع در مدل‌های تعادل عمومی با پایه خرد، به محققین این امکان را می‌دهد که مزایای ثبات مالی^۱ را در یک چارچوب تحلیلی منسجم ارزیابی کنند. این دسته از مطالعات این دانش متعارف را تأیید می‌کنند که واکنش خلاف چرخه‌ای به موقع سیاست بودجه‌ای دولت در مواجهه با شوک‌های تقاضا احتمالاً منجر به کاهش قابل توجه نوسانات در تولید و مصرف می‌شود (Kumhof & Laxton, 2009). هر چند که در مقابل، ممکن است سیاست‌های بودجه‌ای هدفمند به هنگام غلبه شوک‌ها از جانب عرضه، نامطلوب باشند (Blanchard, 2000). با این حال در مجموع، درآمدها و عملکرد دولت در تأمین مالی مخارج خود بر دستیابی به ثبات اقتصاد کلان و رشد اقتصادی اثرگذار است و از طرف دیگر بر اساس ادبیات موجود، توسعه سیستم مالی نیز بر رشد اقتصادی اثرگذار است. حال نحوه اثرگذاری توسعه سیستم مالی بر رشد اقتصادی که در ادبیات این حوزه جایگاه ویژه‌ای دارد، می‌تواند تحت تأثیر شاخص‌های بودجه‌ای دولت مرتبط با ترکیب هزینه‌ها و درآمدهای آن قرار گیرد؛ بنابراین چنانچه وضعیت بودجه‌ای دولت مطلوب‌تر باشد، آنگاه می‌تواند از طریق ایجاد ثبات مالی، از مواجهه سیستم مالی در بخش بانکی با ریسک‌های سیستمی جلوگیری کرده و شرایط را برای اثرگذاری مثبت توسعه سیستم مالی بر رشد اقتصادی فراهم کند.

۲-۳) مروری بر مطالعات پیشین

در این بخش ابتدا مروری بر مطالعات تجربی انجام شده در حوزه ارتباط توسعه مالی و رشد اقتصادی انجام شده است. سپس مطالعاتی که به عوامل اثرگذار بر رابطه میان این دو متغیر کلیدی متمرکز شده‌اند، به اختصار مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

(Ibrahim & Alagidede, 2018)، به بررسی ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در ۲۹ کشور صحرای آفریقای دوره زمانی ۲۰۱۴-۱۹۸۰ پرداخته‌اند. بر اساس یافته‌های آن‌ها توسعه مالی زمانی که بالاتر از حد آستانه است، دارای ارتباط مثبت و معناداری با رشد اقتصادی است؛ اما در مقابل زمانی که سطح توسعه یافتگی مالی کشور مورد نظر پایین‌تر از حد آستانه است، توسعه مالی تا حد زیادی نسبت به متغیر رشد اقتصادی حساس نیست.

(Ehigiamusoe & Lean, 2018)، در مطالعه‌ای به بررسی رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای غنا، نیجریه و آفریقای جنوبی طی دوره زمانی ۲۰۱۴-۱۹۸۰ پرداخته‌اند. بر اساس

^۱ . Fiscal Stabilization

نتایج این تحقیق، یک رابطه علی بلندمدت از سوی توسعه مالی به سمت رشد اقتصادی در این کشورها وجود دارد. به علاوه، در کوتاه‌مدت، رابطه علی از سوی رشد اقتصادی به توسعه مالی در غنا تأیید شده است.

(Durusu-Ciftci et al., 2017)، به مطالعه اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی با استفاده از روش داده‌های تابلویی برای ۴۰ کشور طی دوره ۲۰۱۱-۱۹۸۹، پرداخته‌اند. بر اساس نتایج این مطالعه به سیاست‌گذاران توصیه می‌شود که بر اجرای سیاست‌هایی که منجر به تعمیق بازارهای مالی می‌شوند (شامل اقدامات نهادی و قانونی برای تقویت حقوق اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران و اجرای قراردادهای) تمرکز کنند و با حمایت از توسعه بخش مالی، موجب افزایش رشد اقتصادی شوند.

Peia & Roszbach (2015)، در مطالعه‌ای به بررسی رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی برای ۲۲ کشور در حال توسعه می‌پردازند. آن‌ها با توجه به توسعه یافته بودن کشورهای مورد نظر خود، سیستم مالی را به دو بخش بانک و بازارهای مالی تقسیم می‌کنند. به عقیده آن‌ها الگوی علیت وابسته به این است که توسعه مالی در کشور مورد بررسی برآمده از بازار مالی است و یا بخش بانکی. آن‌ها نشان می‌دهند که توسعه بازار سهام، موجب توسعه اقتصادی می‌شود اما جهت علیت در مورد بخش بانکی متفاوت است؛ به این مفهوم که این رشد تولید است که می‌تواند موجب توسعه بخش بانکی شود.

(Adeniyi et al., 2015)، ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی را در کشور نیجریه در دوره زمانی ۲۰۱۰-۱۹۶۰ با استفاده از تکنیک حد آستانه مورد ارزیابی قرار داده‌اند. بر اساس نتایج این تحقیق، توسعه مالی دارای اثرگذاری منفی بر رشد بوده است اما با در نظر گرفتن اثر حد آستانه برای شاخص توسعه مالی، این اثر منفی، معکوس شده است. این نتیجه نشان دهنده وجود نقاط عطف در رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی است.

(Polat et al., 2014)، اثر توسعه مالی را بر رشد اقتصادی در کشور آفریقای جنوبی طی دوره زمانی ۲۰۱۱-۱۹۷۰ مورد مطالعه قرار داده‌اند. بر اساس نتایج حاصل از این مطالعه، توسعه مالی موجب رشد اقتصادی در این کشور می‌شود. بر این اساس محققین پیشنهاد می‌کنند که دولت باید با تغییر جهت سیاست‌های تجاری موجب بهره‌مندی بهینه از توسعه مالی برای رشد اقتصادی در بلندمدت شود.

(Arcand et al., 2012)، به این موضوع می‌پردازند که آیا حد آستانه‌ای برای توسعه مالی وجود دارد که در آن اثر منفی بر رشد اقتصادی بگذارد؟ همچنین با مطرح کردن "تأمین مالی بیش از اندازه"^۱ به این موضوع می‌پردازند و این‌طور بحث می‌کنند که زمانی که سهم اعتبار داده شده توسط سیستم مالی به بخش خصوصی به بالای ۱۰۰ درصد از تولید ناخالص داخلی می‌رسد، توسعه مالی دارای اثرگذاری منفی بر رشد اقتصادی خواهد بود. آن‌ها به این اثر، اثر ناپدید^۲ توسعه مالی می‌گویند.

در ارتباط با رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی سایر محققین نظیر (Yildirim et al., 2020)، (Erdogan et al., 2020)، (Panizza, 2012)، (Hassan et al., 2011) و (Calderon & Liu, 2003) به تحقیق پرداخته‌اند و به نتایج متناقضی در مورد رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی دست پیدا کرده‌اند. همچنین در مطالعات داخلی نیز به بررسی رابطه میان این دو در کشورهای مختلف پرداخته شده است؛ نظیر (Makiyan & Izadi, 2015)، (Bafandeh Imandoust et al., 2015)، (Aboutorabi, 2013)، (Hosseini et al., 2011)؛ اما یکی از علل دستیابی به نتایج متفاوت در مورد رابطه میان این دو متغیر کلان اقتصادی، عدم توجه به زیر ساختارهایی است که بر رابطه میان آن‌ها اثرگذار هستند. البته مطالعات بسیار اندکی بر زیرساختارهای مؤثر بر این رابطه تمرکز کرده‌اند؛ مانند (Mallick et al., 2018)، (Shahbaz et al., 2017)، (Kahouli, 2017)، (Aboutorabi, 2014)، (Ding et al., 2013)، (Cheng & Degryse, 2010)، که هر کدام از زوایای دیگری به زیرساختارهای اثرگذار بر رابطه میان آن‌ها پرداخته‌اند. با این وجود، تاکنون پرداختن به نقش کلیدی شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان بر رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در ادبیات موجود مورد غفلت قرار گرفته است.

۳- روش تحقیق

در این مطالعه، پیش از بررسی فرضیات مورد نظر و به کارگیری آزمون علیت بر مبنای الگوی تصحیح خطای برداری، در رابطه میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران و اثرات شاخص‌های بودجه‌ای بر آن، نحوه محاسبه شاخص چند بعدی توسعه مالی که بر مبنای تکنیک PCA انجام شده به همراه معرفی شاخص‌های مورد استفاده ارائه شده است.

¹ . Too Much Finance

² . Vanishing Effect

۳-۱- تکنیک تجزیه مؤلفه‌های اصلی (PCA)

تجزیه مؤلفه‌های اصلی، اولین بار توسط (1091 Pearson) معرفی شد و از آن زمان برای تحلیل‌های چند متغیره مورد استفاده قرار گرفته است. در واقع، هدف اصلی این روش، کاهش ساختار ابعادی داده‌ها با انتقال آن‌ها به مجموعه جدیدی از متغیرهای غیر همبسته است (Yorulmaz, 2018). در تکنیک PCA به هر کدام از متغیرهای ورودی یک وزن اختصاص داده می‌شود و با این کار، متغیر چند بعدی نهایی تعیین می‌شود. وزن‌های به دست آمده میزان همبستگی یک متغیر ورودی با شاخص حاصله را نشان می‌دهند (Radovanovic et al., 2018). بر این اساس، می‌توان تعیین کرد کدام متغیرها نقش مهمی در توضیح شاخص حاصله دارند (Le et al., 2019). کاربرد PCA از سوی بسیاری از اقتصاددانان پذیرفته شده است (Le et al., 2019)، (Adu et al., 2013)، (Muhammad Adnan Hye, 2011)، (Ang & McKibbin, 2010) و (Jolliffe, 2000).

در مقاله حاضر با توجه به وجود مشابهت میان داده‌های ورودی مرتبط با شاخص توسعه مالی، تکنیک PCA بر مبنای مقادیر ویژه ماتریس کواریانس مورد استفاده قرار گرفته است. در واقع در تکنیک تجزیه مؤلفه‌های اصلی مبتنی بر ماتریس کواریانس، هدف پیدا کردن ترکیبات خطی از متغیرهای ورودی بر مبنای ماتریس کواریانس است. 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 هر شاخصی که در بازه زمانی مورد مطالعه، واریانس (تغییرات) بیشتری داشته باشد، وزن بالاتری در توضیح آن مفهوم به خود اختصاص خواهد داد (Ahmadian Yazdi, 2017, p.102).

شاخص‌های مورد استفاده در این تحقیق، جهت محاسبه شاخص چند بعدی توسعه مالی (FD)، شاخص‌های استاندارد بانک جهانی در بخش بانکی هستند که طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷ برای کشور ایران ارائه شده‌اند و عبارتند از:

- ۱- نسبت اعتبارات اعطایی بانک‌های سپرده‌پذیر و سایر مؤسسات مالی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی،
- ۲- نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به کل دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر و بانک مرکزی،
- ۳- نسبت دارایی‌های بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی،
- ۴- نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به تولید ناخالص داخلی،
- ۵- نسبت بدهی‌های نقدی به تولید ناخالص داخلی،

۶- نسبت سپرده‌های سیستم مالی به تولید ناخالص داخلی،

۷- نسبت اعتبارات بانکی به سپرده‌های بانکی.

۲-۳- آزمون روابط علی^۱

علیت یکی از مسائل اساسی در بررسی رابطه میان متغیرهای اقتصادی است و تعیین جهت علیت برای متغیرهایی مورد استفاده قرار می‌گیرد که مبانی نظری صریحی در مورد آن‌ها وجود ندارد. روش مرسوم برای بررسی علیت، معروف به آزمون گرنجر است اما مشکل روش علیت گرنجر این است که رابطه علیت 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. همچنین از دیگر مشکلات روش گرنجر این است که نتایج آن به تعداد وقفه بهینه حساس است. به علاوه، روش ارائه شده توسط وی در صورتی که متغیرها پایا نباشند، ممکن است به درستی عمل نکند (Bafandeh Imandoust et al، 2015). لذا با توجه به ایرادات فوق نسبت به روش علیت گرنجر، در مقاله حاضر از آزمون علیت میان متغیرهای الگو بر مبنای الگوهای تصحیح خطای برداری بهره گرفته شده است.

۱-۲-۳- آزمون علیت با استفاده از الگوی تصحیح خطای برداری

در مقاله حاضر به منظور بررسی روابط علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران از الگوی تصحیح خطای برداری (VECM²)، (با و بدون حضور شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان)، استفاده شده است. این الگو در آزمون علیت دو متغیره و بدون حضور شاخص‌های بودجه‌ای اثرگذار بر رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی، به صورت زیر تصریح می‌شود:

$$\begin{cases} \Delta lFD_t = \alpha_{10} + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta lFD_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} \Delta lGDP_{t-i} + \lambda_1 ECM_{t-1} + \varepsilon_{1t} \\ \Delta lGDP_t = \alpha_{20} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta lFD_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{2i} \Delta lGDP_{t-i} + \lambda_2 ECM_{t-1} + \varepsilon_{2t} \end{cases}$$

به طوری در معادله اول،

¹. Testing Causal Relationship

². Vector Error Correction Model

(۱) اگر تمامی γ_{1i} ها همزمان برابر با صفر نباشند، رشد اقتصادی علت کوتاه‌مدت توسعه مالی است؛

(۲) اگر $\lambda_1 \neq 0$ ، رشد اقتصادی علت بلندمدت توسعه مالی است؛

(۳) اگر تمامی γ_{1i} ها و λ_1 همزمان برابر با صفر نباشند، رشد اقتصادی علت قوی توسعه مالی است؛

(۴) اگر هیچ کدام از موارد فوق برقرار نباشد، رشد اقتصادی علت توسعه مالی نیست.

به‌طور مشابه و با در نظر گرفتن معادله دوم، می‌توان همین آزمون‌ها را جهت بررسی رابطه علیت از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی انجام داد.

الگوی تصحیح خطای برداری در آزمون علیت سه متغیره و در حضور شاخص‌های بودجه‌ای اثرگذار بر این رابطه و نحوه تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی، نیز به‌صورت زیر تصریح می‌شود:

$$\left\{ \begin{array}{l} \Delta lFD_t = \alpha_{10} + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta lFD_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} \Delta lGDP_{t-i} + \sum_{i=1}^p \delta_{1i} \Delta lBudg_{t-i} + \lambda_1 ECM_{t-1} + \varepsilon_{1t} \\ \Delta lGDP_t = \alpha_{20} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta lFD_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{2i} \Delta lGDP_{t-i} + \sum_{i=1}^p \delta_{2i} \Delta lBudg_{t-i} + \lambda_2 ECM_{t-1} + \varepsilon_{2t} \\ \Delta lBudg_t = \alpha_{30} + \sum_{i=1}^p \beta_{3i} \Delta lFD_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{3i} \Delta lGDP_{t-i} + \sum_{i=1}^p \delta_{3i} \Delta lBudg_{t-i} + \lambda_3 ECM_{t-1} + \varepsilon_{3t} \end{array} \right. \quad (2)$$

به‌طوری که در معادله اول،

(۱) اگر تمامی γ_{1i} ها و δ_{1i} ها همزمان برابر صفر نباشند، رشد اقتصادی در حضور شاخص‌های بودجه‌ای مورد نظر، علت کوتاه‌مدت توسعه مالی است؛

(۲) اگر $\lambda_1 \neq 0$ ، رشد اقتصادی در حضور شاخص‌های بودجه‌ای مورد نظر، علت بلندمدت توسعه مالی است؛

۳) اگر تمامی γ_{1i} ها و δ_{1i} ها و λ_1 همزمان برابر صفر نباشند، رشد اقتصادی در حضور شاخص‌های بودجه‌ای مورد نظر، علت قوی توسعه مالی است؛

۴) اگر هیچ کدام از موارد فوق بر قرار نباشد، رشد اقتصادی در حضور شاخص‌های بودجه‌ای مورد نظر، علت توسعه مالی نیست.

به طریق مشابه و با در نظر گرفتن معادله دوم، می‌توان همین آزمون‌ها را جهت بررسی رابطه علیت از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی در حضور شاخص‌های بودجه‌ای مورد نظر که در مدل لحاظ شده‌اند، انجام داد.

در حقیقت در این مطالعه، بر خلاف مطالعاتی که تاکنون انجام شده‌اند، وجود یک رابطه علی یک طرفه از سوی توسعه مالی بر رشد اقتصادی به عنوان پیش فرض مد نظر نیست زیرا این ساده‌سازی می‌تواند به دلیل عدم کنترل درون‌زایی بالقوه و دستیابی به برآوردکننده‌های تورش دار و ناسازگار، مشکلات مفهومی ایجاد کند (Aboutorabi, 2014, p.116). از این رو در این مقاله، ابتدا جهت علیت میان این دو متغیر کلیدی بر اساس آزمون علیت فوق‌الذکر، تشریح می‌شود و سپس نحوه اثرگذاری هر کدام از شاخص‌های بودجه‌ای به صورت جداگانه بر اساس الگوی طراحی شده در بالا مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرد.

۳-۳- معرفی شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان

در این مقاله به منظور انجام آزمون علیت سه متغیره بر مبنای آزمون علیت مبتنی بر الگوی تصحیح خطای برداری، از شاخص‌های ثبات بودجه‌ای در بخش هزینه استفاده شده است که به ترتیب زیر می‌باشند:

۱- نسبت بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی به GDP (GCENTCURGDPOILCUR)

۲- نسبت بدهی بخش دولتی به بانک‌ها و مؤسسات مالی غیر بانکی به GDP (GFSCURGDPOILCUR)

۳- نسبت کسری بودجه دولت به تولید ناخالص داخلی (BGDPOILCUR)

۴- نسبت اعتبارات هزینه‌ای (هزینه‌های جاری) به کل هزینه‌های دولت (CUREX)

۵- نسبت اعتبارات تملک دارایی‌های سرمایه‌ای (هزینه‌های عمرانی) به کل هزینه‌های دولت (CONEX)

۶- نسبت اعتبارات تملک دارایی‌های سرمایه‌ای (هزینه‌های عمرانی) به GDP (CONGDPOILCUR)

۷- نسبت اعتبارات هزینه‌ای (هزینه‌های جاری) به GDP (CUGDPOILCUR) در مطالعه حاضر اثرگذاری شاخص‌های بودجه‌ای فوق که معرف ستون ثابت مالی و نحوه عملکرد دولت در بخش هزینه‌ها می‌باشند، بر رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی مورد آزمون قرار گرفته است. در واقع تقویت ثابت مالی در اقتصاد می‌تواند از طریق بالا بردن ظرفیت جذب شوک‌ها در سیستم مالی، موجب تقویت رابطه مثبت توسعه مالی و رشد شود.

۴- نتایج حاصل از برآورد الگو

در این مطالعه، ابتدا به منظور بررسی پایایی متغیرهای الگو، از آماره الویت-روتنبرگ-استاک^۱ برای انجام آزمون دیکی فولر بر مبنای حداقل مربعات تعمیم یافته (DF-GLS) استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون با در نظر گرفتن عرض از مبدأ در جدول (۱) گزارش شده است.

جدول (۱): نتایج آزمون پایایی بر اساس روش DF-GLS (با عرض از مبدأ)

متغیر	آماره DF-GLS محاسباتی	مقدار بحرانی در سطح معنی‌داری ۱۰ درصد	نتیجه آزمون پایایی
BGDPOILCUR	-۲/۹۳ ^o	-۲/۸۹	پایا
CONEX	-۱/۷۹	-۱/۶۱	پایا
CONGDPOILCUR	-۲/۶۳	-۱/۶۱	پایا
CUGDPOILCUR	-۳/۵۹ ^{**}	-۲/۶۰	پایا
CUREX	-۱/۷۹	-۱/۶۱	پایا
GFSCURGDPOILCUR	-۱/۸۴	-۱/۶۱	پایا
GCENTCURGDPOILCUR	-۴/۰۱	-۲/۸۹	پایا
FD	-۱/۷۰	-۱/۶۱	پایا
GROWTH	-۳/۷۷۴ ^o	-۲/۸۹	پایا

منبع: محاسبات تحقیقی

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

** برای انجام آزمون پایایی این متغیر، از آماره ADF تعمیم یافته در سطح معناداری ۱۰ درصد استفاده شده است.

^۱ . Elliott-Rothenberg-Stock

لازم به ذکر است که منظور از GROWTH، متغیر رشد اقتصادی بر اساس قیمت‌های جاری است. بر اساس نتایج به دست آمده از این آزمون، کلیه متغیرهای مورد نظر در این مطالعه، در سطح پایا شده‌اند. در ادامه، به منظور انجام آزمون علیت دو متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی، وقفه بهینه بر اساس آزمون VAR تعیین شده است. بر اساس معیار شوارتز-بیزین، وقفه بهینه برای انجام آزمون مورد نظر، برابر با ۲ است. 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 $ECM(-1)$ و سپس رابطه علی کوتاه‌مدت بر اساس معناداری سایر متغیرها مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

جدول (۲): نتایج آزمون علیت دو متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران طی دوره زمانی ۱۳۵۷-۱۳۹۶

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

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

جدول (۲) نتایج آزمون علیت دو متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد GDP 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 می‌توان این‌طور نتیجه‌گیری کرد که یک رابطه علی قوی از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی در ایران طی دوره زمانی ۱۳۵۷-۱۳۹۶ برقرار است. این در حالی است که بر اساس معناداری ضرایب حاصل از برآورد الگو که در جدول (۲) قابل مشاهده است، وجود رابطه علی از سمت رشد اقتصادی به توسعه مالی هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت تأیید نمی‌شود. بر مبنای این نتیجه می‌توان گفت که بدون حضور

شاخص‌های بودجه‌ای، 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 هزینه‌ای، بر رابطه علی میان این دو متغیر کلیدی اقتصاد کلان به تفکیک مورد بحث و بررسی قرار گرفته است.

۱- شاخص نسبت بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی (GCENTCURGDPOILCUR) و رابطه علی توسعه مالی-رشد اقتصادی

همان‌طور که در جدول (۳) مشاهده می‌شود، وجود رابطه علی دو طرفه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی هم در کوتاه-مدت و هم در بلندمدت تأیید می‌شود.

جدول (۳): نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در حضور شاخص نسبت بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی طی دوره زمانی ۱۳۵۷-۱۳۹۶

نتیجه آزمون	آماره محاسباتی علیت بلندمدت	آماره محاسباتی علیت کوتاه‌مدت	متغیر تحت فرضیه صفر	متغیرهای آزمون
وجود علیت در بلندمدت و کوتاه- مدت	-۴۱/۷۴ (۰/۰۰)	۱/۷۳ (۰/۰۲)	FD	FD & GROWTH
وجود علیت در بلندمدت و کوتاه- مدت	-۶/۰۱ (۰/۰۵)	۰/۱۲ (۰/۰۲)	GROWTH	

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

این شاخص، بیان‌کننده آن است که دولت تا چه اندازه برای تأمین مخارج خود از منابع بانک مرکزی استفاده کرده است. شواهد تجربی نیز مؤید این موضوع هستند که چنانچه افزایش ناگهانی و غیر بهینه در این نسبت اتفاق نیفتد، می‌توان با به‌کارگیری منابع بانک مرکزی در فعالیت‌های اقتصادی مولد توسط دولت، موجب افزایش رشد اقتصادی و ایجاد ثبات مالی شد. بر اساس مطالعات انجام شده، چنانچه

دولت بتواند سهم بهینه بدهی خود به بانک مرکزی از GDP (حدوداً بین ۳۰ تا ۳۲ درصد در اقتصاد ایران^۱) را حفظ کند می‌تواند از مواهب برخورداری از توسعه سیستم مالی برای ایجاد رشد اقتصادی استفاده کند. علاوه بر این موضوع، برقراری علیت دوسویه با حضور این شاخص بودجه‌ای، نشان‌دهنده آن است که به واسطه رشد اقتصادی در کشور، سیستم مالی در بخش بانکی هم در بلندمدت و هم در کوتاه‌مدت نیز به سمت توسعه‌یافتگی حرکت می‌کند.

۲- شاخص نسبت بدهی بخش دولتی به بانک‌ها و مؤسسات مالی غیر بانکی به تولید ناخالص داخلی (GFSCURGDPOILCUR) و رابطه علی توسعه مالی-رشد اقتصادی

جدول (۴) نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص نسبت بدهی دولت به بانک‌ها و مؤسسات مالی غیر بانکی به تولید ناخالص داخلی را در چارچوب الگوی تصحیح خطای برداری ارائه می‌دهد.

جدول (۴): نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در حضور شاخص نسبت بدهی بخش دولتی به بانک‌ها و مؤسسات مالی غیر بانکی به تولید ناخالص داخلی طی

دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷

نتیجه آزمون	آماره محاسباتی علیت بلندمدت	آماره محاسباتی علیت کوتاه‌مدت	متغیر تحت فرضیه صفر	متغیرهای آزمون
وجود علیت در بلندمدت و عدم وجود علیت در کوتاه‌مدت	-۱۳۳/۵۷ (۰/۰۰)	-۰/۰۴ (۰/۹۲)	FD	FD & GROWTH
عدم وجود علیت در بلندمدت و کوتاه‌مدت	۷/۱۲ (۰/۵۱)	۰/۰۳ (۰/۳۶)	GROWTH	

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

^۱. بر اساس مطالعه تجربی انجام شده توسط (Mousavinik & Bageripormehr (2019) این نسبت بهینه برای بدهی دولت به بانک مرکزی به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی تعیین شده است.

بر اساس نتایج به دست آمده، تغییرات این شاخص دارای اثرگذاری معناداری بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران بوده است. این بدان مفهوم است که این شاخص بودجه‌ای توانسته است در به فعلیت رسیدن آثار بالقوه توسعه مالی در تشویق رشد اقتصادی در بلندمدت مؤثر واقع شود؛ اما از طرف دیگر تغییرات این شاخص، بر رابطه علی معکوس میان توسعه مالی و رشد اقتصادی اثرگذاری معناداری نداشته است. لازم به ذکر است که مدیریت بدهی دولت به بانک مرکزی و یا مؤسسات مالی غیر بانکی می‌تواند موجب پایداری تورم و از علل مهم ایجاد ثبات مالی در کشور باشد و از این رو این شاخص می‌تواند تقویت‌کننده رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی باشد.

۳- نسبت کسری بودجه دولت به تولید ناخالص داخلی (BGDPOILCUR) و رابطه علی توسعه مالی-رشد اقتصادی

جدول (۵) نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص نسبت کسری بودجه دولت به GDP را در چارچوب الگوی تصحیح خطای برداری ارائه می‌دهد.

جدول (۵): نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در حضور شاخص نسبت کسری بودجه دولت به تولید ناخالص داخلی طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷

نتیجه آزمون	آماره محاسباتی علیت بلندمدت	آماره محاسباتی علیت کوتاه‌مدت	متغیر تحت فرضیه صفر	متغیره‌های آزمون
وجود علیت بلندمدت غیر قابل اتکا ^۱ و عدم وجود علیت در کوتاه‌مدت	۱۱۱/۲۷ (۰/۰۱)	-۰/۳۰ (۰/۵۱)	FD	FD & GROWTH
عدم وجود علیت در بلندمدت و کوتاه‌مدت	۰/۰۳ (۰/۴۱)	۴/۲۲ (۰/۶۹)	GROWTH	

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

منبع: محاسبات تحقیق

^۱ باید توجه داشت که آماره محاسباتی برای آزمون علیت در بلندمدت مربوط به ضریب ECM می‌باشد. از آنجا که ضریب ECM میزان همگرایی الگو به سمت تعادل بلندمدت را نشان می‌دهد، می‌بایست عددی منفی باشد. به این مفهوم که در هر دوره چه میزان از عدم تعادل کوتاه‌مدت برای رسیدن به تعادل بلندمدت از بین می‌رود؛ بنابراین چنانچه این عدد، مثبت باشد به این مفهوم است که عدم تعادل کوتاه‌مدت در طی زمان تعدیل نمی‌شود و واگرایی وجود دارد. از این رو، ضرایب ECM مثبت، قابل اتکا نیستند.

همان‌طور که در این جدول ملاحظه می‌شود، رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص نسبت کسری بودجه دولت به GDP از بین می‌رود و بنابراین با افزایش کسری بودجه دولت در اقتصاد کشور، توسعه مالی نمی‌تواند موجب رشد اقتصادی شود. نتایج این بخش گویای آن است که شاخص بودجه‌ای فوق موجب از بین رفتن ثبات اقتصاد کلان و در نهایت ثبات مالی طی دوره زمانی مورد مطالعه شده به طوری که با بر هم زدن ثبات مالی مانع از اثرگذاری مثبت توسعه سیستم مالی در بخش بانکی بر رشد اقتصادی در کشور شده است. همچنین نتایج حاصل از برآورد در مورد این شاخص بودجه‌ای گویای آن است که تغییرات این شاخص اثر معناداری بر رابطه علی معکوس میان توسعه مالی و رشد اقتصادی ندارد.

۴- نسبت اعتبارات هزینه‌ای (هزینه‌های جاری) به کل هزینه‌های دولت (CUREX) و رابطه علی توسعه مالی-رشد اقتصادی

جدول (۶) نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص نسبت هزینه‌های جاری به کل هزینه‌های دولت را در چارچوب الگوی تصحیح خطای برداری ارائه می‌دهد.

جدول (۶): نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در حضور شاخص نسبت هزینه‌های جاری به کل هزینه‌های دولت طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷

نتیجه آزمون	آماره محاسباتی علیت بلندمدت	آماره محاسباتی علیت کوتاه‌مدت	متغیر تحت فرضیه صفر	متغیرهای آزمون
عدم وجود علیت در بلندمدت و در کوتاه‌مدت	-۵۹/۴۵ (۰/۱۰)	۱/۱۳ (۰/۱۱)	FD	FD & GROWTH
عدم وجود علیت در بلندمدت و در کوتاه‌مدت	۲/۲۵ (۰/۷۹)	۰/۰۵ (۰/۴۰)	GROWTH	

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

نتایج حاصل از برآورد الگو، مؤید آن است که سیاست‌های مرتبط با هزینه‌های جاری طی سال-های مورد مطالعه به گونه‌ای بوده است که موجب از بین رفتن ثبات مالی در اقتصاد کشور و در نتیجه بر هم زدن تأثیرپذیری رشد اقتصادی کشور از توسعه مالی در بخش بانکی شده است. در حقیقت، هزینه‌های جاری به علت ماهیت غیر مولد بودن آن‌ها نمی‌توانند اثرگذاری مثبتی بر رشد اقتصادی داشته باشند و از طرف دیگر با بر هم زدن ثبات بودجه و ثبات مالی، می‌توانند از اثرگذاری مثبت توسعه مالی بر بخش حقیقی اقتصاد نیز جلوگیری کنند. همچنین رابطه علی معکوس میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور این شاخص بودجه‌ای برقرار نیست.

۵- نسبت اعتبارات تملک دارایی‌های سرمایه‌ای (هزینه‌های عمرانی) به کل هزینه‌های دولت (CONEX) و رابطه علی توسعه مالی-رشد اقتصادی

جدول (۷) نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص نسبت هزینه‌های عمرانی به کل هزینه‌های دولت را در چارچوب الگوی تصحیح خطای برداری ارائه می‌دهد.

جدول (۷): نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در حضور شاخص نسبت هزینه‌های عمرانی به کل هزینه‌های دولت طی دوره زمانی ۱۳۵۷-۱۳۹۶

نتیجه آزمون	آماره محاسباتی علیت بلندمدت	آماره محاسباتی علیت کوتاه‌مدت	متغیر تحت فرضیه صفر	متغیرهای آزمون
عدم وجود علیت در بلندمدت و در کوتاه‌مدت	۳۰/۶۱ (۰/۴۴)	-۰/۲۲ (۰/۶۶)	FD	FD & GROWTH
عدم وجود علیت در بلندمدت و در کوتاه‌مدت	-۸/۸۹ (۰/۳۴)	۰/۰۱ (۰/۷۹)	GROWTH	

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

بر اساس نتایج به دست آمده، تغییرات شاخص هزینه‌های عمرانی به کل هزینه‌های دولت طی دوره زمانی مورد نظر به نحوی بوده است که موجب از بین رفتن علیت میان توسعه مالی و رشد اقتصادی شده است؛ به طوری که در حضور این شاخص، توسعه مالی علت رشد اقتصادی نیست. چنانچه دولت در بخش هزینه‌های عمرانی با افق بلندمدت تر رفتار کند، می‌تواند با برقراری ثبات بودجه و ثبات مالی، موجب تقویت اثرگذاری توسعه مالی بر افزایش رشد اقتصادی و تداوم آن در بلندمدت شود. لذا انجام اصلاحات جدی در بخش بانکی برای هدایت صحیح منابع به سرمایه‌گذاری‌های عمرانی مولد دولت (که بخش خصوصی تمایلی برای ورود به آن‌ها ندارد) به منظور ایجاد ثبات اقتصادی و فراهم کردن شرایط ثبات مالی در اقتصاد ضروری است. در واقع به میزانی که بودجه دولت در بخش‌های عمرانی پربازده هزینه شود، ثبات در بودجه ایجاد می‌شود که می‌تواند به دولت در ایجاد ثبات مالی کمک کند.

۶- نسبت اعتبارات تملک دارایی‌های سرمایه‌ای (هزینه‌های عمرانی) به تولید ناخالص داخلی (CONGDPOILCUR) و رابطه علی توسعه مالی-رشد اقتصادی

جدول (۸) نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص نسبت هزینه‌های عمرانی به GDP را در چارچوب الگوی تصحیح خطای برداری ارائه می‌دهد.

جدول (۸): نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در حضور شاخص نسبت هزینه‌های عمرانی به تولید ناخالص داخلی طی دوره زمانی ۱۳۵۷-۱۳۹۶

نتیجه آزمون	آماره محاسباتی علیت بلندمدت	آماره محاسباتی علیت کوتاه‌مدت	متغیر تحت فرضیه صفر	متغیرهای آزمون
عدم وجود علیت در بلندمدت و در کوتاه‌مدت	۴۳/۵۸ (۰/۶۸)	-۰/۱۸ (۰/۷۶)	FD	FD & GROWTH
عدم وجود علیت در بلندمدت و در کوتاه‌مدت	-۳۲/۸۵ (۰/۱۷)	۰/۰۲ (۰/۵۷)	GROWTH	

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

همان‌طور که در این جدول ملاحظه می‌شود، هزینه‌های عمرانی مانع از اثرگذاری توسعه بخش مالی بر رشد اقتصادی در کشور طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷ شده است. در واقع بر اساس آمار بانک مرکزی، متوسط سهم هزینه‌های عمرانی دولت از GDP طی سال‌های مورد مطالعه زیر ۵ درصد بوده است، و به همین دلیل نتوانسته موجب ایجاد ثبات مالی به‌عنوان ستون تقویت‌کننده رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی شود. در واقع کم بودن سهم این شکل از سرمایه از GDP کشور در کنار نیمه‌تمام ماندن بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های عمرانی دولت‌ها خود گواه بر کم بودن سهم مخارج عمرانی دولت از کل مخارج است که مانع از ایجاد ثبات مالی به‌عنوان عامل تقویت‌کننده رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی شده است.

۷- نسبت اعتبارات هزینه‌ای (هزینه‌های جاری) به تولید ناخالص داخلی (CUGDPOILCUR) و رابطه علی توسعه مالی-رشد اقتصادی

جدول (۹)، نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص چند بعدی توسعه مالی و رشد اقتصادی در حضور شاخص نسبت هزینه‌های جاری به GDP را در چارچوب الگوی تصحیح خطای برداری ارائه می‌دهد.

جدول (۹): نتایج آزمون علیت سه متغیره میان شاخص توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در حضور شاخص نسبت هزینه‌های جاری به تولید ناخالص داخلی طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۵۷

نتیجه آزمون	آماره محاسباتی علیت بلندمدت	آماره محاسباتی علیت کوتاه‌مدت	متغیر تحت فرضیه صفر	متغیرهای آزمون
وجود علیت در بلندمدت و در کوتاه‌مدت	-۱۴۵/۳۹ (۰/۰۵)	-۰/۹۵ (۰/۰۸)	FD	FD & GROWTH
وجود علیت در بلندمدت و در کوتاه‌مدت	-۲۹/۵۱ (۰/۰۸)	۰/۰۷ (۰/۰۵)	GROWTH	

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

بر اساس نتایج به دست آمده، تغییرات سهم هزینه‌های جاری دولت از GDP طی دوره زمانی مورد مطالعه به نحوی بوده است که موجب تقویت اثرپذیری رشد اقتصادی از توسعه بخش مالی کشور

شده است. بر اساس آمار بانک مرکزی، متوسط سهم هزینه‌های جاری دولت از GDP طی دوره زمانی ۱۳۵۷-۱۳۹۶، حدوداً ۱۵ درصد بوده است و این شاخص روند باثباتی را طی سال‌های مذکور تجربه کرده است که خود یکی از عوامل ایجاد کننده ثبات مالی در اقتصاد کشور است. از این رو، نتایج این بخش گویای آن است که تغییرات این شاخص موجب تقویت ستون ثبات مالی از طریق افزایش ثبات اقتصاد کلان شده است که در نهایت موجبات تقویت اثرگذاری توسعه سیستم مالی در بخش بانکی را بر رشد اقتصادی فراهم کرده است. علاوه بر آن، این شاخص بودجه‌ای دارای اثرگذاری معناداری بر رابطه علی معکوس میان توسعه مالی و رشد اقتصادی بوده است و موجب تأثیرپذیری توسعه مالی از رشد اقتصادی طی دوره زمانی مورد مطالعه هم در بلندمدت و هم در کوتاه مدت شده است؛ بنابراین در مجموع، حفظ ثبات در سهم هزینه‌های جاری دولت از GDP می‌تواند محرک رابطه علی دوسویه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی شود و این موضوع می‌بایست مورد توجه سیاست‌گذاران قرار گیرد.

۵- بحث و نتیجه

بر اساس مطالعات انجام شده، توسعه سیستم مالی می‌تواند محرک رشد اقتصادی در کشورها باشد؛ با این وجود ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی هنوز هم از موضوعات چالش برانگیز میان اقتصاددانان این حوزه است. در هر حال یکی از دلایل وجود نتایج متناقض در مورد رابطه میان این دو متغیر کلیدی اقتصاد کلان، وجود زیرساخت‌هایی است که می‌تواند بر این رابطه اثرگذار باشد و یکی از این زیرساخت‌ها که به عنوان ستون توسعه مالی مطرح می‌شود، ثبات مالی است. بر اساس ادبیات موجود، ثبات مالی در گرو وجود ثبات اقتصاد کلان است، زیرا ثبات اقتصاد کلان می‌تواند از طریق اثرگذاری بر متغیرهای حقیقی و ایجاد یک محیط امن اقتصادی، کمک بسیار زیادی در مدیریت کارآمد اقتصادی و موفقیت برنامه‌های سیاستی دولت‌ها و حرکت به سمت یک دولت و جامعه مطلوب کند. ایجاد چنین محیط باثبات اقتصادی در کشورهایی که نقش دولت در اقتصاد بسیار پررنگ‌تر از بخش خصوصی است عمدتاً به عهده دولت است و مهم‌ترین ابزار دولت برای تحقق هدف فوق، سیاست‌های بودجه‌ای است. از این رو، اصلی‌ترین شاخص‌هایی که می‌توانند نمایان‌کننده نقش مثبت این نهاد در ایجاد یک محیط باثبات اقتصادی باشد، شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان هستند.

با توجه به اهمیت این موضوع، در این مقاله به مطالعه نحوه اثرگذاری شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان در بخش هزینه‌ها، بر رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران طی دوره زمانی ۱۳۵۷-۱۳۹۶ پرداخته شده است. به این منظور ابتدا شاخص توسعه مالی به عنوان یک شاخص چند بعدی

که نماینده ابعاد مختلف سیستم مالی در بخش بانکی است، با استفاده از تکنیک تجزیه مؤلفه‌های اصلی (PCA) محاسبه شده است. سپس با به‌کارگیری آزمون علیت دو متغیره مبتنی بر الگوی تصحیح خطای برداری (VECM)، نخست ارتباط علی میان شاخص چند بعدی توسعه مالی در بخش بانکی و رشد اقتصادی طی دوره زمانی مذکور مورد بررسی قرار گرفته است. سپس با استفاده از آزمون علیت سه متغیره مبتنی بر تکنیک فوق، به مطالعه و بررسی اثرگذاری شاخص‌های بودجه‌ای در بخش هزینه‌ها، بر رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی پرداخته شده است.

نتایج حاصل از برآورد الگو نشان دهنده رابطه علی یک‌طرفه از سمت توسعه مالی به رشد اقتصادی است. همچنین یافته‌های مقاله حاضر گویای تحت تأثیر واقع شدن رابطه علی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی از شاخص‌های بودجه‌ای ثبات اقتصاد کلان است. هر چند که شاخص‌های نسبت بدهی دولت به بانک مرکزی، نسبت بدهی دولت به بانک‌ها و مؤسسات مالی غیر بانکی و نسبت هزینه‌های جاری به GDP، توانسته‌اند این رابطه علی مستقیم را حفظ کنند اما در سایر موارد اثرگذاری معنادار و منفی این شاخص‌ها بر رابطه علی میان این دو متغیر مورد تأیید قرار گرفته است. به بیان دیگر، عمده نتایج این تحقیق گویای آن هستند که عملکرد بودجه‌ای دولت در بخش هزینه‌ای (به جز ۳ مورد از این شاخص‌ها) موجب منفعل شدن بخش مالی در برابر بخش حقیقی اقتصاد شده است. از جمله علل مهم به وجود آورنده چنین نتایجی می‌توان به کوتاه‌مدت بودن افق زمانی دولت‌ها، عدم اهتمام جدی به کم کردن وابستگی به درآمدهای نفتی به دلیل وجود رانت‌های سرشار برای برخی ذینفعان و عدم استفاده از روش‌های نوین تأمین مالی کسری بودجه اشاره کرد. از این رو با توجه به نتایج مستخرج از این مقاله می‌توان لزوم توجه هر چه بیشتر به عملکرد بودجه در بخش هزینه‌ای (اعم از هزینه‌های جاری و عمرانی) و تمرکز بر تأمین این هزینه‌ها از منابع درآمدی پایدار را پیشنهاد کرد. در واقع، در چنین شرایطی توسعه سیستم مالی در بخش بانکی می‌تواند عامل محرکی در جهت اثرگذاری مثبت بر رشد اقتصادی کشور در بلندمدت باشد.

References

- Aboutorabi, M. A. (2014). *The Study of Infra-Structures Determinants of the Effectiveness of Financial Development on Economic Growth in Iran*, Ph.D Thesis, Ferdowsi University of Mashhad, Iran. (In Persian)
- Adeniyi, O.; Oyinlola, A.; Omisakin, O. & Egwaikhide, F. O. (2015). Financial development and economic growth in Nigeria: evidence from threshold modelling, *Economic Analysis and Policy*, 47, 11-21.
- Ahmadian Yazdi, F. (2017). *Study the role of financial development on the impact of natural resources rent on accumulation of tangible and intangible capitals in Iran*, Ph.D Thesis, Ferdowsi University of Mashhad, Iran. (In Persian)
- Andersen, T. B. & Tarp, F. (2003). Financial liberalization, financial development and economic growth in LDCs, *Journal of International Development*, 15, 189-209.
- Anderson, T. B.; Jones, S. & Trap, F. (2012). The finance-growth thesis: a skeptical assessment, *Journal of African Economies*, 21, i57-i88.
- Ang, J. B. & McKibbin, W. J. (2007). Financial liberalization, financial sector development and growth: evidence from Malaysia, *Journal of Development Economics*, 84, 215-233.
- Ang, J. B. (2008). Financial development and the fdi-growth nexus: the Malaysian experience, *Applied Economics*, 41, 1595-1601.
- Arcand, J-L.; Berkes, E. & Panizza, U. (2012). Too much finance?, *International Monetary Fund*, Working Paper, 1-50.
- Ayadi, R.; Arbak, E.; Ben Naceur, S. & De Groen, W.P. (2015). *Financial development, bank efficiency, and economic growth across the mediterranean*, In R. Ayadi, M. Dobrowski, & L. De Wulf (eds.), *Economic and social development of the southern and eastern mediterranean countries* (pp.219-233). Cham: Springer.
- Bafandeh Imandoust, S.; Ghaemiasl M. & Elyaspour B. (2016), Assessment of three variables causality among economic freedom, financial development and economic growth in Iran (period: 1973-2010), *Theories of Financial Economics*, 1, 75-106. (In Persian)
- Bencivenga, V. R. & Smith, B. D. (1991). Financial intermediaion and endogenous growth, *Review of Economic Studies*, 58, 195-209.
- Blanchard, O. (2000). Commentary on the automatic fiscal stabilizers: quietly doing their thing, *FRBNY Economic Policy Review*, 69-74.

Buffie, E. (1984). Financial repression, the new structuralists, and stabilization policy in semi-industrialized economies, *Journal of Development Economics*, 14, 305-322.

Calderon, C. & Liu, L. (2003). The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth, *Journal of Development Economics*, 72, 321-334.

Cheng, X. & Degryse, H. (2010). The impact of bank and non-bank financial institutions on local economic growth in China, *Journal of Financial Services Research*, 37, 179-199.

Diamond, D.W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring, *The Review of Economic Studies*, 51, 393-414.

Ding, C. G., Wu, C-H. & Chang, P. L. (2013). The influence of government intervention on the trajectory of bank performance during the global financial crisis: a comparative study among Asian economies, *Journal of Financial Stability*, 9, 556-564.

Ductor, L. & Grechyna, D. (2015). Financial development, real sector, and economic growth, *International Review of Economics & Finance*, 37, 393-405.

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. & Yetkiner, H. (2017). Financial development and economic growth: some theory and more evidence, *Journal of Policy Modelling*, 39, 290-306.

Ehigiamusoe, K. & Lean, H.H. (2018). Tripartite analysis of financial development, trade openness and economic growth: evidence from Ghana, Nigeria and South Africa, *Contemporary Economics*, 12, 189-206.

Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development: study in comparative economies*, Yale University Press: New Haven, CT.

Greenwood, J. & Jovanovic, B. (1990). Financial development growth and the distribution of income, *Journal of Political Economy*, 98, 1076-1107.

Guru, B. K. & Yadav, I. S. (2019). Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS, *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 24, 113-126.

Hassan, M. K.; Sanchez, B. & Yu, J. S. (2011). Financial development and economic growth: new evidence from panel data, *The Quarterly Review of Economics & Finance*, 51, 88-104.

Hosseini S. M., Ashrafi Y. & Siamiaraghi E. (2011). The review Of relationship between financial development and economic growth with

introducing new variables, *Journal Of Economic Research and Policies*, 19, 19-34. (In Persian)

Ibrahim, M. & Alagidede, P. (2018). Nonlinearities in financial development-economic growth nexus: evidence from sub-saharan Africa, *Research in International Business and Finance*, 46, 95-104.

International Monetary Fund. (2019). *Financial stability report*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

International Monetary Fund. (2020). *Global financial stability update*, 1-8.

Jolliffe, L. T. (2002). *Principal component analysis*, Second edition, Springer Publication.

Kahouli, B. (2017). The short and long run causality relationship among economic growth, energy consumption and financial development: evidence from south mediterranean countries, *Energy Economics*, 68, 19-30.

King, R. G. & Levine, R. (1993b). Finance and economic growth: Schumpeter might be right, *Quarterly Journal of Economics*, 108, 717-737.

Kumhof, M. & Laxton, D. (2009). Chile's structural surplus rule: a model-based evaluation, *IMF Working Paper*, No.88.

Le, T.H.; Kim, J. & Lee, M. (2016). Institutional quality, trade openness, and financial sector development in Asia: an empirical investigation, *Emerging Markets Finance and Trade*, 52, 1047-1059.

Le, T-H., Chuc, A. T. & Taghizadeh-Hesary, F. (2019). Financial inclusion and its impact on financial efficiency and sustainability: empirical evidence from Asia, *Borsa Istanbul Review*, 19, 310-322.

Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda, *Journal of Economic Literature*, 35, 668-725.

Lucas, R. (1988). On the mechanics of economic development, *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.

Makiyan S. N. & Izadi M. R. (2015). Financial development and economic growth, *Iranian Economic Research*, 20, 139-162. (In Persian)

Mallick, H., Mahalik, M. K. & Sahoo, M. (2018). Is crude oil price detrimental to domestic private investment for an emerging economy? the role of public sector investment and financial sector development in an era of globalization, *Energy Economics*, 69, 307-324.

McKinnon, R. I. (1973). *Money, capital and economic development*, The Brookings Institution: Washington, DC.

Mishkin, S. F. (2001). Financial policies and the prevention of financial crisis in emerging market countries, *NBER, Working Paper*, No. 8087.

Mousavinik S.H. & Bageripormehr S., (2019). Constructing government time series debts and estimating of the optimal ratio of government debt to gross domestic product and financial space in Iran economy, *Journal Of Sustainable Growth And Development (The Economic Research)*, 19, 29-52. (In Persian)

Muhammad Adnan Hye, Q. (2011). Financial development index and economic growth: empirical evidence from India, *Journal of Risk Finance*, 12, 98-111.

Panizza, U. (2012). Finance and economic development, international development policy: aid, *Emerging Economies and Global Policies*, 3, 141-160.

Patrick, H. (1966). Financial development and economic growth in underdeveloped countries, *Economic Development and Cultural Change*, 12, 174-189.

Pearson, K. (1901). *On lines and plans of closest fit to systems of points in space*, University College, London.

Peia, O. & Roszbach, K. (2015). Finance and growth: time series evidence on causality, *Journal of Financial Stability*, 19, 105-118.

Polat, A.; Shahbaz, M.; Rehman, I. U. & Satti, S. L. (2015). Revisiting linkages between financial development, trade openness and economic growth in South Africa: fresh evidence from combined cointegration test, *Quality and Quantity*, 49, 785-803.

Radovanović M., Filipović S. and Golušin V. (2018). Geo-economic approach to energy security measurement – principal component analysis, *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 82, 1691-1700.

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.

Shaw, E. S. (1973). *Financial deepening in economic development*, Oxford University Press: New York.

Singh, A. (1997). Stock markets, financial liberalization and economic development, *Economic Journal*, 107, 771-782.

Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1983). Incentive effects of terminations: applications to the credit and labor markets, *American Economic Review*, 73, 912-927.

Van der Ploeg, R. (2005). Back to Keynes?, *CESifo Working Paper*, No.1424.

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

World Economic Forum. (2012). *Financial development report*, USA Inc: New York, USA.

www.WorldBank.org

Yildirim, S.; Gedikli, A.; Erdogan, S. & Yildirim, D.C. (2020). Natural resource rents-financial development nexus: evidence from sixteen developing countries, *Resources Policy*, 68, 101705.

Yorulmaz, R. (2018). An analysis of constructing global financial inclusion indices, *Borsa Istanbul Review*, 18, 248-258.

