

فصلنامه اقتصاد و الگوسازی
دانشگاه شهید بهشتی، تابستان ۱۳۹۷
Quarterly Journal of Economics and Modelling
Shahid Beheshti University

ثبات مالی و عملکرد اقتصادی: مطالعه موردی کشورهای عضو اوپک

مجید آقایی*، محمدامین کوهبر**، حسین احمدی نژاد***

تاریخ پذیرش

۱۳۹۷/۰۵/۲۷

تاریخ دریافت

۱۳۹۷/۰۲/۰۷

چکیده

با توجه به نقش سیستم مالی به عنوان مکمل بخش واقعی اقتصاد، کارکرد مناسب آن همواره مورد توجه سیاست‌گذاران اقتصادی بوده و ثبات سیستم مالی یکی از اهداف مهم اقتصادی محسوب می‌شود. نظر به اهمیت رابطه بین ثبات مالی و عملکرد اقتصادی، در این مطالعه به بررسی تجربی آن در کشورهای عضو اوپک طی دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶ پرداخته می‌شود. الگوسازی این رابطه با تکیه بر الگوهای داده‌های ترکیبی پویا صورت گرفته و برآورد رابطه مذکور در این مطالعه با استفاده از تخمین زن GMM سیستمی و پس از کنترل کردن سطح تعمیق مالی کشورها صورت گرفته است. شاخص‌های مختلف ثبات مالی (شاخص‌های نهادی، شاخص‌های خرد و کلان و شاخص ساخته شده توسط مطالعه) و عملکرد اقتصادی (رشد تولید ناخالص داخلی سرانه، رشد هزینه مصرفی سرانه خانوار و رشد تشکیل سرمایه ی ناخالص ثابت) به منظور بررسی جنبه‌های مختلف آن در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته‌اند. با توجه به نتایج حاصل از این مطالعه ثبات مالی تاثیر مثبت و معنادار بر عملکرد اقتصادی کشورهای عضو اوپک طی دوره مورد بررسی داشته است.

کلیدواژه‌ها: ثبات مالی، عملکرد اقتصادی، GMM سیستمی، تعمیق مالی.

طبقه بندی JEL: E44.C23، G2.

* استادیار گروه اقتصاد دانشکده علوم اقتصادی و اداری دانشگاه مازندران
Aminkuhbor@kmsu.ac.ir
** استادیار اقتصاد، دانشگاه علوم و فنون دریایی خرمشهر
*** کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشکده علوم اقتصادی و اداری دانشگاه مازندران
Hoseinahmadinejad1@gmail.com

۱. مقدمه

ثبات مالی یکی از موضوعات مهمی است که در دو دهه اخیر به طور فزاینده‌ای مورد توجه سیاستگذاران قرار گرفته است. اتخاذ تدابیر پیشگیرانه برای مقابله با ریسک در بخش مالی و ایجاد استحکام در مؤسسات مالی برای کاهش هزینه در هنگام بحران‌های مالی، عناصر اصلی سیاست‌گذاری ثبات مالی را تشکیل می‌دهند. تجربه بسیاری از کشورهای صنعتی نظیر آمریکا، انگلستان و ژاپن نشان می‌دهد که بازارهای سرمایه این کشورها همپای رشد و توسعه اقتصادی آنها تکامل و گسترش یافته است و این امر به نوبه خود بر روند رشد بلندمدت آنها اثرات مثبتی داشته است. در این کشورها بازارهای سرمایه در فرآیند تکامل و توسعه اقتصادی از ویژگی‌های معینی برخوردار بوده‌اند (افشاری و جعفری، ۱۳۸۸).

دیدگاه‌های مختلفی در مورد رابطه بین بخش مالی و عملکرد اقتصادی وجود دارد. برخی معتقدند اعتبارات مالی و توسعه مالی یکی از عوامل تعیین کننده فرآیند توسعه اقتصادی هستند و سیستم مالی در روند توسعه اقتصادی کشورها نقش بسزایی ایفا می‌کند. بر اساس دیدگاه شومپتری^۱، کارآفرینان به منظور توسعه نوآوری‌هایشان و رسیدن به اهداف کلان اقتصادی نیازمند اعتبارات مالی هستند که سیستم مالی و بویژه بانک‌ها نقش بسزایی به عنوان تسهیل کننده امور مالی در این زمینه ایفا می‌کنند (کریل^۲، ۲۰۱۴).

از سوی دیگر، برخی از اقتصاددانان معتقدند، با توجه به اینکه عمده متقاضیان بخش مالی، بنگاهها و خانوار هستند و در اثر رشد اقتصادی، تقاضا برای خدمات مالی توسط آنها افزایش می‌یابد، رشد و توسعه اقتصادی عامل توسعه سیستم مالی است. بر اساس دو دیدگاه، رابطه سیستم مالی و عملکرد اقتصادی تحت تاثیر عوامل تعیین کننده ساختاری

۱ Schumpeterian View

۲ Creel

نظیر سطح بدهی‌های موجود، محیط قانونی و سطح توسعه یافتگی کشورها قرار دارد. به طور کلی می‌توان گفت، دیدگاه‌های اقتصادی صاحب‌نظران در زمینه ارتباط بین بخش مالی و عملکرد اقتصادی در طول دهه‌های اخیر فراز و نشیب فراوانی را طی کرده است. به طوری که در ابتدا عقیده بر این بود که رشد اقتصادی زائیده تعمیق و توسعه مالی است، بعد از آن بر تقدم بخش واقعی اقتصاد بر بخش مالی تاکید شد. در برخی مواقع به عدم وجود رابطه بین این دو متغیر تاکید شده است. در سال‌های اخیر هم اذعان می‌شود که این ارتباط بسته به ساختار مالی و اقتصادی و سطح توسعه کشورها در بین کشورهای مختلف متفاوت است (کریل و همکاران، ۲۰۱۴).

رسیدن به رشد و توسعه اقتصادی و بهبود عملکرد اقتصادی یکی از اهداف عمده‌ای است که مدنظر سیاستگذاران اقتصادی کشورها بویژه کشورهای در حال توسعه قرار دارد. از طرف دیگر با توجه به شواهد تجربی در سال‌های اخیر و درهم تنیدگی سیستم مالی و توسعه اقتصادی کشورها، نمی‌توان رشد اقتصادی بالا را مدنظر داشت، ولی در بازارهای مالی موفق عمل نکرد. ادبیات نظری رشد اقتصادی و شواهد تجربی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه بیانگر این است که توسعه پایدار بدون دستیابی به توسعه مالی غیرممکن است. از طرفی یکی از عناصر کلیدی جهت رسیدن به توسعه مالی، ثبات مالی است و ثبات مالی جز مکمل توسعه مالی است (ویتاس^۱، ۲۰۰۴). با توجه به اهمیت و نقش ثبات مالی در بهبود عملکرد اقتصادی کشورها و فراتر از رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی که در ادبیات اقتصادی بسیار به آن پرداخته شده است، در این مطالعه به بررسی تاثیر ثبات مالی بر عملکرد اقتصادی کشورهای عضو اوپک پرداخته می‌شود. بررسی این رابطه در تعیین سیاست‌های مناسب مالی جهت تامین ثبات مالی این کشورها توسط سیاستگذاران بسیار حایز اهمیت خواهد بود. ارزیابی رابطه بین ثبات مالی و عملکرد

۱ Vittas

اقتصادی با استفاده از تخمین زن گشتاورهای تعمیم یافته سیستمی^۱ و در چارچوب مطالعه بک و لوین^۲ (۲۰۰۴) و با در نظر گرفتن شاخص‌های مختلف ثبات مالی و عملکرد اقتصادی انجام خواهد شد. در این مطالعه تاثیر شاخص‌های مختلف ثبات مالی بر عملکرد اقتصادی (تولید ناخالص داخلی، مصرف و سرمایه‌گذاری) طی دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶ مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

در راستای هدف پژوهش، این مطالعه به صورت زیر سازماندهی شده است. پس از مقدمه، بخش دوم به مرور مبانی نظری و مطالعات انجام شده قبلی می‌پردازد. ادامه پژوهش به معرفی الگو و روش پژوهش اختصاص دارد. پس از برآورد الگو و تحلیل نتایج نیز جمع‌بندی و پیشنهادات پژوهش ارائه خواهد شد.

۲. مبانی نظری پژوهش

۲-۱. ثبات مالی

توجه بیشتر به ثبات مالی در ادبیات اقتصادی و مجامع سیاست‌گذاری از نیمه دوم دهه ۱۹۹۰ و به دنبال ابعاد سیاسی، اجتماعی و اقتصادی بحران آسیای جنوب شرقی صورت گرفت. ثبات سیستم مالی را می‌توان به انسان سالمی تشبیه کرد که کل سیستم بدن او از همه نظر سالم و ایده آل است و هیچ بیماری او را تهدید نمی‌کند. ثبات مالی با جنبه‌های مختلف سیستم مالی در ارتباط است، در سطح خرد، ساختار بازار (درجه بالایی از وابستگی، سرایت پذیری ریسک از بانکی به بانک دیگر را افزایش می‌دهد) و موسسات مالی (باتوجه به الگوی تجاری و میزان ریسک‌پذیری آنها) تاثیر منفی بر ثبات مالی خواهند داشت. در سطح کلان، ثبات پولی و عملکرد سیستم پرداخت‌ها از مهمترین جنبه‌های ثبات مالی هستند. جنبه‌های مختلف ثبات مالی تحت نظارت و هماهنگی بانک مرکزی و

^۱ System GMM

^۲ Beck and Levine

سیاستگذاران سیستم مالی هر کشور قرار دارد. هر گونه شکست در انجام فعالیت‌های نظارتی توسط این دستگاهها یا در سیستم پرداختها منجر به بی ثباتی مالی خواهد شد. بنابراین با توجه به جنبه‌های مختلف ثبات مالی، ارائه تعریف مشخصی از آن کمی دشوار به نظر می‌رسد. ثبات مالی را از طریق روش‌های مختلف دستیابی به آن می‌توان تعریف کرد. دو پارادایم سیاست‌های احتیاطی خرد و سیاست‌های احتیاطی کلان^۱ را می‌توان به منظور طبقه بندی ثبات مالی در نظر گرفت (کریل و همکاران، ۲۰۱۴).

سیاست‌های احتیاطی خرد، مجموعه سیاست‌هایی هستند که منجر به محدود شدن احتمال ورشکستگی و شوک‌های خاص موسسات مالی می‌شوند. بی ثباتی مالی جز برونزای سیستم مالی است و ریسک‌های ناشی از آن باید مدیریت شود. این الگو رویکردی پائین به بالا است و هدف اصلی آن تضمین سرمایه‌گذاران و سپرده‌گذاران است و اثرات سرریز میان موسسات مالی دارای اهمیت نیست.

سیاست‌های احتیاطی کلان، مجموعه سیاست‌هایی هستند که منجر به محدود کردن بحران‌های مالی به منظور کاهش تاثیرات آنها بر رفاه اقتصادی می‌شوند. این سیاست‌ها بر کل سیستم اقتصادی تمرکز دارند و هدف آنها محدود کردن شوک‌های کلان اقتصادی و کاهش هزینه‌های اقتصادی ناشی از بی ثباتی مالی است. بر این اساس ریسک‌های ناشی از سیستم مالی و سرریز بین موسسات مالی بسیار مهم هستند. بنابراین می‌توان گفت ثبات مالی از طریق یک فرآیند بالا به پائین ایجاد شده و توسط فعالیت‌های موسسات عمده مالی تضمین می‌شود.

بلیر^۲ (۲۰۰۶)، از رشد چشم گیر در حجم واسطه‌های مالی و جهانی سازی صنعتی و مالی به عنوان دو دلیل عمده ایجاد بی ثباتی در بخش مالی یاد می‌کند. افزایش حجم واسطه‌های مالی و جهانی سازی صنعتی و مالی، تسهیل ادغام موسسات مالی را افزایش

^۱ Microprudential and Macroprudential

^۲ Blejer

و در نتیجه باعث افزایش پیچیدگی ابزارهای مالی و ریسک سیستماتیک می‌شوند. (باتو و همکاران^۱، ۲۰۱۶). پیچیدگی‌های تعریف ثبات مالی باعث وجود روش‌های مختلف اندازه‌گیری آن نیز شده است. برای مثال لویزا و رانسیر^۲ (۲۰۰۶)، شکنندگی مالی را به عنوان انحراف استاندارد نسبت اعتبارات خصوصی به تولید ناخالص داخلی طی یک دوره ۵ ساله، اندازه‌گیری می‌کنند. شاخص ترکیبی ریسک سیستماتیک^۳ (CISS) نیز که شاخصی کلان از ثبات مالی است، توسط بانک مرکزی اروپا برای کشورهای عضو اتحادیه اروپا از سال ۱۹۹۹ ساخته شده است (هالو و همکاران^۴، ۲۰۱۲). در سطح خرد نیز نویسندگان مختلف ثبات مالی را در بخش‌های مختلف سیستم مالی نظیر بانک‌ها با محاسبه شاخص Z مورد بررسی قرار دادند (فینگ و همکاران^۵، ۲۰۰۹؛ اوده و همیشوف^۶، ۲۰۰۹).

۲-۲. ثبات مالی و عملکرد اقتصادی

از اوایل قرن بیستم دیدگاه‌های متفاوتی در مورد رابطه بین عملکرد سیستم مالی و عملکرد اقتصادی در مباحث تجربی و نظری بوجود آمده است (آنگ^۷، ۲۰۰۸). اقتصاددانانی نظیر مک کینون^۸ (۱۹۷۳)، شاو^۹ (۱۹۷۳) و کینگ و لوین^{۱۰} (۱۹۹۳) معتقدند که توسعه مالی و سیستم مالی باثبات نقش بسیار مهمی در عملکرد اقتصادی

۱ Batuo et al.

۲ Loayza and Ranciere

۳ Composite Indicator of Systemic Stress

۴ Hollo et al.

۵ Fink et al.

۶ Uhde and Heimeshoff

۷ Ang

۸ McKinnon

۹ Shaw

۱۰ King and Levine

کشورها داشته و منجر به رشد اقتصادی می‌گردد. بر اساس این دیدگاه، توسعه مالی باعث تخصیص بهتر منابع، تجهیز بخش پس‌انداز، کاهش ریسک و تسهیل در انجام معاملات گردیده و سیستم مالی به عنوان یک تسهیل کننده در اقتصاد عمل می‌کند تا با تضمین وجود تخصیص مساوی و بهینه منابع، زمینه ظهور شرکت‌های نوآور و در نتیجه بهبود عملکرد اقتصاد حاصل گردد. محققانی چون مک کینون و شاو بر این باور هستند که سیستم مالی باثبات استراتژی و مقدمه‌ای برای رسیدن به رشد اقتصادی است. نگاهی متفاوت به ساختار پولی و مالی به عنوان عوامل تعیین کننده در توسعه اقتصادی، این دیدگاه را درباره نقش پول و سیاستهای مالی تغییر می‌دهد. مک کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳)، بر پایه مطالعات شومپیتر، نظریه آزادسازی مالی را مطرح کردند. در این نظریه آنها بیان داشتند که حذف محدودیتهای دولتی بر سیستم بانکی، باعث افزایش کمیت و کیفیت سرمایه‌گذاری می‌شود. آنها همچنین اعتقاد داشتند که آزادسازی از محدودیتهایی همچون سقف نرخ بهره، ذخیره قانونی بالا و برنامه‌های اعتبارات گزینشی، توسعه اقتصادی را تسهیل می‌نماید. این بدین دلیل است که وقتی نرخ بهره پایین تر از تعادل است، افزایش نرخ‌های بهره به سمت تعادل، پس‌انداز افراد در مؤسسات مالی را افزایش می‌دهد و در نتیجه به تخصیص کارآتر سرمایه منجر خواهد شد. در واقع نرخ بهره بالاتر در نتیجه آزادسازی مالی، خانواده‌ها را به افزایش پس‌انداز تشویق می‌نماید و میانجیگری مالی را به دنبال خواهد داشت، بنابراین عرضه اعتبارات به بخش خصوصی زیاد شده و این امر باعث افزایش سرمایه‌گذاری و بهبود عملکرد اقتصادی می‌شود. به علاوه نرخ‌های بهره حقیقی به تخصیص کارآتر اعتبارات می‌انجامد که اثر مضاعفی بر رشد دارند. فرضیه مک کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) تا حدود زیادی در مورد اقتصاد کشورهای در حال توسعه در دهه ۱۹۶۰ که با مداخله‌های دولتی مواجه بودند، صادق است.

دیدگاه دیگر در زمینه رابطه بین عملکرد سیستم مالی و عملکرد اقتصادی، معتقد است که در مورد ارتباط بین این دو متغیر اغراق شده است (رودریک و سوترامانیان^۱، ۲۰۰۹؛ استیگلیتز^۲، ۲۰۰۰). دی گرگوریو و گودوتی^۳ (۱۹۹۵)، نشان داده‌اند که این رابطه در کشورهای توسعه یافته بسیار ضعیف است و یا حتی موجود نیست و بیان می‌دارند که وقتی که این کشورها برای اولین بار به یک سطح معینی از ثروت اقتصادی دست یافتند، بخش مالی تنها بازدهی نهایی را که مربوط به کارآیی سرمایه‌گذاری باشد به خود اختصاص می‌دهد. این موضوع باعث دور شدن از نقش تسهیل کننده بخش مالی در عملکرد اقتصادی می‌گردد. بنابراین بانک‌ها و گروههای مالی در کشورهای در حال توسعه را که به اندازه کافی مستعد ورشکستگی هستند، قادر می‌سازد تا با اطمینان از همکاری و دخالت دولت متحمل ریسک‌های بزرگی تری شوند. ورشکستگی این نهادها به سرعت به سایر موسسات مالی و غیر مالی منتقل شده و عملکرد واقعی اقتصاد را تحت تاثیر قرار می‌دهد. بحران وام‌های بدون پشتوانه مثال خوبی از اهمیت همبستگی بین بازارهای مالی و سرایت‌پذیری این بازارها از یکدیگر است.

در هر دو دیدگاه مطرح شده در زمینه رابطه بین عملکرد مالی و عملکرد اقتصادی، بر ضرورت وجود سیستم مالی و اقتصادی باثبات تاکید شده است. ضرورت و اهمیت ثبات اقتصاد کلان پس از ارائه گزارشی توسط بانک جهانی در سال ۱۹۹۱ بسیار مورد توجه اقتصاددانان قرار گرفت. در نتیجه گزارشی که در دهه ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ میلادی انجام شد، مشخص گردید، کشورهایی که از ثبات اقتصادی بالایی برخوردار بوده و سیاست‌های دولت به صورت دقیق و هماهنگ با همه مولفه‌های اقتصادی در آنها به اجرا درآمده‌اند، از عملکرد بسیار خوبی نسبت به کشورهای بی ثبات برخوردار بوده‌اند.^۴ ثبات اقتصاد کلان از طریق

۱. Rodrik and Subramanian

۲ Stiglitz

۳ De Gregorio and Guidotti

۴ World Bank

کاهش قابل توجه نااطمینانی و پیشبرد برنامه ریزی بلند مدت، کمک زیادی به رشد واقعی اقتصاد می‌نماید در حالی که بی ثباتی سیستم مالی می‌تواند زمینه ساز بحران‌های مالی گردد. فیشر^۱ در تعریف و توصیف یک محیط اقتصاد کلان بر پنج شاخص، شامل نرخ تورم، نرخ ارز، نرخ بهره، وضعیت مالی دولت و وضعیت تراز پرداخت‌ها تاکید می‌نماید. او اعتقاد دارد، ثبات اقتصاد کلان، مبنای اساسی رشد پایدار اقتصادی است، زیرا پس‌انداز ملی و سرمایه‌گذاری خصوصی را افزایش می‌دهد و با تقویت رقابت پذیری صادرات، تراز پرداخت‌ها را بهبود می‌دهد. زمانیکه برای چند سال متوالی تولید ناخالص داخلی در حال کاهش باشد و در کنار آن نرخ بیکاری در طی این دوران در حال افزایش باشد، بحران اقتصادی اتفاق می‌افتد. بی ثباتی در اقتصاد به معنی فاصله گرفتن اساسی تولید واقعی از سطح تولید تعادلی همراه با اشتغال کامل است (محمدی رنانی و همکاران، ۱۳۹۲).

۳. مطالعات انجام شده قبلی

در دهه اخیر میلادی و بویژه پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸، اهمیت مساله ثبات مالی در اقتصاد بیش از پیش شده و مطالعات خارجی و داخلی زیادی نیز در این زمینه صورت پذیرفته است. برخی از مطالعات انجام شده در این زمینه در جدول (۱) خلاصه شده است.

۱. Fisher

جدول (۱). خلاصه‌ای از مطالعات انجام شده قبلی

نتایج اصلی	روش پژوهش و تکنیک برآورد و دوره زمانی	نام محقق و سال انتشار
ثبات بانکی و رقابت بانکی محرک اصلی رشد اقتصادی بوده است.	الگوی تصحیح خطا ^۲ (vecm) ۲۰۱۴-۱۹۹۶	جای کومار ^۱ و همکاران ۲۰۱۸
یک رابطه علی بلند مدت بین درجه بازبودن تجاری، عمق مالی و رشد اقتصادی وجود دارد	الگوی تصحیح خطا (VECM) ۲۰۱۲-۱۹۶۱	پرادهان ^۳ و همکاران ۲۰۱۷
توسعه ی مالی و آزاد سازی مالی اثر مثبت و معناداری بر بی ثباتی مالی داشته است. همچنین رشد اقتصادی باعث کاهش بی ثباتی مالی در این کشورها شده است.	الگوی گشتاورهای تعمیم یافته ^۵ (GMM) ۲۰۱۰-۱۹۸۵	باتو و همکاران ^۴ ۲۰۱۷
بی ثباتی مالی اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد	GMM Panel ۲۰۱۱-۱۹۸۸	کرپل و همکاران ^۶ ۲۰۱۶
علیت یک طرفه ای از رشد اقتصادی به عمق مالی وجود دارد	علیت گرنجر مکانیزم تصحیح خطا ۲۰۰۵-۱۹۶۹	ادهیامبو ^۷ ۲۰۱۶
ادغام مالی بین المللی اثر مثبتی به صورت غیر مستقیم بر روی رشد اقتصادی دارد	GMM Panel ۲۰۱۰-۱۹۷۶	عبداللهی ^۸ ۲۰۱۶
اعتبارات به بخش‌های مختلف تاثیر زیادی بر رشد اقتصادی ندارد	داده‌های تابلویی ۲۰۰۷-۱۹۹۷	کرشناکوتی ^۹ ۲۰۱۱

۱ Jayakumar

۲ Error Correction Model

۳ Pradhan

۴ Batuo et al.

۵ Generalized Method of Moments

۶ Creel et al

۷ Odhiambo

۸ Abdullahi

۹ Krishnankutty

نتایج اصلی	روش پژوهش و تکنیک برآورد و دوره زمانی	نام محقق و سال انتشار
اعتبارات بانکی و تورم اثر منفی و معناداری بر رشد اقتصادی دارند	روش گشتاور تعمیم یافته ۱۹۹۰-۲۰۱۰	لیتائو ^۱ ۲۰۱۲
رشد اقتصادی بالاتر منجر به خنثی کردن خطر ناشی از بی ثباتی مالی شده است.	روش گشتاور تعمیم یافته ۲۰۰۱-۲۰۰۷	سودارمانو ^۲ و همکاران ۲۰۱۱
میزان اعتبارات اعطایی به بخش بانکی و میزان اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی اثر منفی بر رشد اقتصادی بررسی داشته است. همچنین درجه باز بودن تجاری اثر مثبتی بر رشد اقتصادی داشته	Panel VAR ۲۰۰۸-۲۰۱۳	ورهرامی و همکاران ۱۳۹۵
بانک‌های تجاری به عنوان واسطه‌های مالی اثرات منفی بر روی ثبات اقتصادی ایران داشته است.	تصحیح خطای برداری ۱۳۶۰-۱۳۸۶	آقا محمدی رنایی و همکاران ۱۳۹۲
ثبات سیاسی و آزادی اقتصادی بر روی رشد اقتصادی در کشورها مورد نظر اثر مثبت و معناداری داشته است	Panel GMM ۱۹۹۶-۲۰۱۲	شاه آبادی ۱۳۹۲
همه بانک‌های ایران در این دوره دارای ثبات پایینی بوده‌اند.	روش حداقل مربعات معمولی ترکیبی ^۳ ۱۳۸۰-۱۳۸۷	شایگانی و همکاران ۱۳۹۰
گسترش بازار مالی در کوتاه مدت اثر منفی و در بلند مدت اثر مثبت بر رشد اقتصادی دارد.	خود رگرسیون با وقفه‌های توضیحی ^۴ (ARDL) ۱۳۴۵-۱۳۸۶	رضا اکبریان و همکاران ۱۳۸۸

منبع: گردآوری نویسندگان

همان طور که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، اغلب مطالعات انجام شده داخلی به بررسی رابطه بین رشد اقتصادی و توسعه مالی پرداخته‌اند و در هیچ مطالعه داخلی به بررسی رابطه بین ثبات مالی (با در نظر گرفتن شاخص‌های مختلف) و عملکرد اقتصادی

^۱ Leitao

^۲ Soedarmono

^۳ Pooled Ordinary Least Squares

^۴ Auto-Regressive Distributed Lag

با در نظر گرفتن شاخص‌های مختلف) پرداخته نشده است. همچنین، استفاده از یک شاخص ترکیبی از ثبات مالی بر اساس زیر شاخص‌های مختلف مالی در تخمین الگوی پژوهش از وجوه دیگر تمایز این تحقیق نسبت به مطالعات انجام شده داخلی است. بررسی همزمان تاثیر متغیرهای عمق مالی و ثبات مالی بر شاخص‌های مختلف عملکرد اقتصادی در کشورهای عضو اوپک نیز این تحقیق را نسبت به مطالعات دیگر داخلی متمایز می‌سازد.

۴. الگوی پژوهش و متغیرها

با توجه به مطالعات انجام شده قبلی نظیر بک و لوین (۲۰۰۴)، استیگلitz و همکاران^۱ (۲۰۰۹)، کريل و همکاران (۲۰۱۶) و بر اساس مبانی نظری پژوهش، الگوی پایه ای تحقیق به منظور بررسی رابطه بین ثبات مالی و عملکرد اقتصادی در کشورهای عضو اوپک به صورت زیر ارائه می‌شود:

$$EP_{it} = \alpha_1 EP_{it-1} + \alpha_2 OPEN + \alpha_3 INF_{it} + \alpha_4 H_{it} + \alpha_5 G_{it} + \beta FD_{it} + \eta_i + \lambda_t + U_t \quad (1)$$

که در معادله بالا EP ، متغیر وابسته پژوهش و نشاندهنده شاخص‌های مختلف عملکرد اقتصادی در کشورهای عضو اوپک است. در این پژوهش از متغیرهای رشد سرانه تولید ناخالص داخلی (درصد سالانه)، رشد هزینه مصرف نهایی سرانه خانوار (درصد سالانه) و تشکیل سرمایه ناخالص ثابت (به قیمت ثابت سال ۲۰۱۰ بر حسب دلار آمریکا) به عنوان شاخص عملکرد اقتصادی استفاده گردیده است. همچنین FD نشاندهنده شاخص‌های عمده تعمیق مالی بر اساس مطالعه بک و لوین (۲۰۰۴) است. این شاخص‌ها عبارت از ۱- کل اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی توسط بانک‌ها و موسسات مالی و ۲- ارزش کل سهام معامله شده هستند. $OPEN$ ، نشاندهنده درجه باز بودن تجاری و برابر با ارزش صادرات و واردات هر کشور بر حسب دلار آمریکا به قیمت ثابت سال ۲۰۱۰ به GDP

^۱ Stiglitz et al.

است. JNF نشاندهنده نرخ تورم، H ، بیانگر شاخص سرمایه انسانی الگو و عبارت از متوسط سال‌های تحصیل است. G ، بیانگر مخارج مصرفی دولت است.^۱ λ_t و η_i به ترتیب بیانگر اثرات ثابت فردی (مقطعی) و اثرات زمان (متغیر مجازی زمان) و U_t نیز جز اخلاص الگو است. در معادله (۱)، η_i جمله اثرات مقطعی (کشور) است که شامل متغیرهای مشاهده نشده و غیرقابل اندازه‌گیری اثرگذار بر عملکرد اقتصادی کشورها مانند، فرهنگ، نهادها، شرایط آب و هوایی، برخورداری از تکنولوژی و غیره است که بین کشورها متفاوت است.

در ادامه و به منظور بررسی تاثیر ثبات مالی بر عملکرد اقتصادی کشورهای عضو اوپک، شاخص‌های مختلف ثبات مالی به معادله (۱) اضافه می‌شوند. همانطور که بیان شد، با توجه به جنبه‌های مختلف ثبات مالی، شاخص‌های مختلفی جهت اندازه‌گیری آن ارائه شده است. (اسکی نازی^۲، ۲۰۰۴). از نظر مشکین^۳ (۱۹۹۹)، موسسات مالی نقش اصلی را در انتقال وجوه از سپرده گزاران به سرمایه‌گذاران بر عهده دارند. اگر چنانچه سیستم مالی نتواند این وظیفه را به خوبی انجام دهد، از کارایی سیستم اقتصادی کاسته خواهد شد و حتی روند رشد اقتصادی نیز دچار اختلال خواهد شد. همچنین اینکه این ناپایداری مالی در شرایطی بوجود خواهد آمد که شوک‌های وارد شده به سیستم مالی از طریق مداخله در جریان اطلاعات، باعث می‌شوند که سیستم مالی نتواند وظیفه خود که انتقال وجوه از سپرده گزاران به سرمایه‌داران است را به خوبی انجام دهد. در این پژوهش از چهار شاخص ثبات مالی به منظور نشان دادن جنبه‌های خرد و کلان ثبات مالی استفاده شده است. به منظور اندازه‌گیری جنبه‌های خرد ثبات مالی از شاخص‌های نوسانات شاخص

۱ تمام متغیرهای استفاده شده در این تحقیق به قیمت ثابت سال ۲۰۱۰ بر حسب دلار آمریکا هستند.

۲ Schinasi

۳ Mishkin

قیمت سهام^۱، شاخص Z بانکی^۲ و نسبت مطالبات معوق بانکها به کل وامها^۳ استفاده شده است. با توجه به مطالعات انجام شده قبلی، تجمیع پولی^۴ مانند اعتبارات داخلی به عنوان بهترین پیش بینی کننده بحرانها، رکود اقتصادی و یا عدم ثبات شناخته می‌شوند(لویزا و رانسر، ۲۰۰۶). در ادامه پژوهش بر اساس روش تجزیه و تحلیل مولفه‌های اصلی^۵ (PCA) و با استفاده از متغیرهایی نظیر نرخ بهره خالص نهایی بانکی^۶، نسبت وامهای معوقه به کل وامها، نسبت سرمایه بازار سهام به GDP و بازده دارایی بانکی، شاخص کلی تر از ثبات مالی ارائه می‌گردد. این شاخص ترکیبی خطی از متغیرهای مختلف نام برده است و از طریق ماکزیمم کردن واریانس مشترک بین آنها بدست می‌آید. جامعه آماری این پژوهش کشورهای عضو اوپک هستند.^۷ آمار و اطلاعات متغیرهای مورد نیاز در این پژوهش نیز با توجه به دوره زمانی و جامعه آماری پژوهش از پایگاه‌های

۱ اندازه‌گیری نوسانات شاخص قیمت سهام کشورهای مورد بررسی بر اساس انحراف استاندارد مقادیر سالانه شاخص کل قیمت سهام با توجه به میانگین متحرک پنج ساله شاخص کل قیمت سهام صورت گرفته است.
 ۲ این شاخص توسط سیهاک و هسی (Cihak and Hesse) در سال ۲۰۰۹ بر اساس نظریه ارزش، برای اندازه‌گیری ثبات مالی بانکها معرفی گردید. این شاخص در زمینه سلامت مالی یکی از مهم ترین شاخصها به شمار می رود. اهمیت این شاخص از آنجا ناشی می شود که این شاخص با احتمال ورشکستگی بانکها ارتباط معکوس دارد (خوشنودی و همکاران، ۱۳۹۱). هر چقدر میزان شاخص Z بالاتر باشد، احتمال ورشکستگی کمتر است و به صورت مستقیم سلامت سیستم بانکی را اندازه‌گیری می نماید (Beck, De Jonghe and Schepens, ۲۰۱۳). یکی از ویژگی‌های اصلی شاخص Z-score این می باشد که میزان ثبات بانکی را به طور مشخص و مورد استناد نشان می دهد. این شاخص نیز هم برای آن دسته از بانکهایی که از استراتژی ریسک بالا-بازده بالا و بانکهای که از ریسک پایین-بازده پائین استفاده می کنند نیز قابل استناد می باشد. مقادیر این شاخص برای کشورهای عضو اوپک از سایت سنت فدرال لوئیس (The Federal Reserve Bank of St. Louis) تهیه گردیده است
 ۳ این شاخص به عنوان معیاری هشدار دهنده جهت ورشکستگی کل سیستم بانکی مورد استفاده قرار می گیرد (سهاک و همکاران، ۲۰۱۰)

۴ Monetary Aggregates

۵ Principal Component Analysis

۶ Bank's Net Interest Margin

۱۳۷ کشور عضو اوپک در این تحقیق عبارتند از: ایران، کویت، ونزوئلا، نیجریه، اکوادور، گابن، قطر، اندونزی، لیبی، عراق، عربستان، امارات متحده عربی، الجزایر. کشور آنگولا چون از سال ۲۰۰۷ به عضویت سازمان اوپک درآمده است، بدلیل عدم دسترسی به داده‌ها طی دوره زمانی مورد بررسی در فرآیند تحلیل منظور نشده است.

اطلاعاتی بانک جهانی، فدرال رزرو سنت لوئیس^۱ و بانک مرکزی کشورهای مختلف عضو اوپک جمع آوری گردیده است.

۴-۱. روش برآورد الگو

بررسی تاثیر ثبات مالی بر عملکرد اقتصادی در کشورهای عضو اوپک در این مطالعه براساس مطالعه بک^۲ و لوین (۲۰۰۴) و با استفاده از برآوردگر گشتاورهای تعمیم یافته سیستمی (SGMM) ارائه شده توسط آرلانو و باند^۳ (۱۹۹۱) انجام می‌شود. از آنجا که در الگوی پژوهش (معادله ۱)، متغیر وابسته به صورت با وقفه در سمت راست معادله ظاهر شده است، با یک الگوی داده‌های ترکیبی پویا مواجه هستیم. هنگامی که در الگوی داده‌های ترکیبی، متغیر وابسته به صورت با وقفه در طرف راست ظاهر می‌شود، دیگر برآوردگر حداقل مربعات معمولی^۴ (OLS) سازگار نیست (آرلانو و باند^۵، ۱۹۹۱) و باید از روش‌های دیگر برآورد نظیر حداقل مربعات دو مرحله‌ای^۶ (2SLS) اندرسون و هسیائو^۷ (۱۹۸۱) یا گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) آرلانو و باند (۱۹۹۱) استفاده کرد. برآوردگر 2SLS نیز ممکن است به دلیل مشکل در انتخاب ابزارها، واریانس‌های بزرگ برای ضرایب به دست دهد و برآوردها از لحاظ آماری معنی‌دار نباشند لذا روش GMM دو مرحله‌ای توسط آرلانو و باند (۱۹۹۱) برای حل این مشکل پیشنهاد شده است.

۱ The Federal Reserve Bank of St. Louis

۲ Beck

۳ Arellano and Bond

۴. Ordinary Last Square

۵. Arellano and Bond

۶. Two Stage Least Squares

۷. Anderson and Hsiao

در روش GMM ارائه شده توسط آرانو و باند (۱۹۹۱)، از وقفه متغیر وابسته به عنوان ابزار استفاده می شود (GMM دیفرانسیلی)، اما بلوندل و باند^۱ (۱۹۹۸) نشان داده اند که وقفه متغیرها در سطح، ابزارهای ضعیفی برای معادله رگرسیونی در تفاضل هستند. برای رفع این مشکل، بلوندل و باند (۱۹۹۸) تخمین زن گشتاورهای تعمیم یافته سیستمی را پیشنهاد داده اند که در یک رگرسیون، رگرسیون در سطح را با رگرسیون در تفاضلها ترکیب می کند.

سازگاری تخمین زننده GMM بر اساس فروزی که بر پایه درستی آنها بنا شده است، به معنای بودن فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد که می تواند به وسیله دو آزمون تصریح شده توسط آرانو و باند (۱۹۹۱)، آرانو و بوور^۲ (۱۹۹۵) و بلوندل و باند (۱۹۹۸) آزمون شود. اولین، آزمون سارگان^۳ از محدودیت های از پیش تعیین شده است که معتبر بودن ابزارها را آزمون می کند. همچنین با استفاده از آزمون سارگان می توان مرتبه خودرگرسیونی جملات اخلاص را نیز آزمون کرد. چون در صورتی روش تفاضل گیری مرتبه اول برای حذف اثرات ثابت روش مناسبی است که مرتبه خودرگرسیونی جملات اخلاص از مرتبه دو نباشد. در آزمون سارگان، فرضیه صفر مبنی بر کافی بودن تعداد متغیرهای ابزاری موجود در الگو است و الگو نیاز به تعریف متغیر ابزاری جدید ندارد، در حالی که عدم پذیرش فرضیه صفر یعنی این که در این الگو متغیر ابزاری کافی نیست و باید برای الگو متغیر ابزاری مناسب تری تعریف نمود (بالتاجی^۴، ۲۰۰۵). دومین آزمون، آزمون همبستگی سریالی^۵ است که به وسیله آماره M_2 ، وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم یا AR(2) در جملات خطای تفاضلی مرتبه اول را بررسی می کند. در

-
۱. Blundell and Bond
 ۲. Arellano and Bover
 ۳. Sargan Test
 ۴. Baltaji
 ۵. Serial Correlation Test

این آزمون، تخمین‌زن GMM زمانی دارای سازگاری است که همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا از معادله تفاضلی مرتبه اول وجود نداشته باشد. عدم رد فرضیه صفر هر دو آزمون شواهدی را دال بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارها فراهم می‌کند. از آنجا که در روش GMM، تفاضل‌گیری از معادله اولیه، همبستگی غیرقابل چشم‌پوشی را بین وقفه متغیر وابسته و جزء خطای تبدیل‌شده، فراهم می‌آورد (باند، ۲۰۰۲) و با توجه به اینکه سازگاری این تخمین‌زننده بر اساس فرض عدم همبستگی جملات خطا استوار است، انجام آزمون AR(2) بسیار مهم است (آرلانو و باند، ۱۹۹۱).

۲-۴. تخمین الگو و تفسیر ضرایب

در این قسمت از پژوهش به تخمین و برآورد الگوی پژوهش با استفاده از روش GMM سیستمی پرداخته می‌شود. در انجام هر تخمین مجموعه‌ای از آزمون‌های قبل از برآورد^۲ و آزمون‌های بعد از برآورد^۳ لازم است. در ادامه این بخش تمام آزمون‌های تشخیصی قبل و بعد از تخمین الگو ارائه می‌گردد.

۲-۴-۱. آزمون وابستگی بین مقاطع

قبل از برآورد الگوی داده‌های ترکیبی، لازم است آزمون پایایی متغیرها انجام شود. اما قبل از انجام آزمون پایایی داده‌های ترکیبی، باید آزمون وابستگی بین مقاطع به منظور انتخاب آزمون ریشه واحد مناسب انجام شود. آزمون‌های مختلفی^۴ جهت بررسی پایایی متغیرهای داده‌های ترکیبی وجود دارد که انتخاب آزمون مناسب از بین آن‌ها در گام اول

۱. Bond

۲ Pre Estimation Test

۳ Post Estimation Test

۴ آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعمیم یافته (ADF)، لوین، لین و چو (LIC)، دیکی فولر تعمیم یافته فیشر (ADFF) و فیلیپس-پرون-فیشر (FPF)، ایم و پسران (IPS) و بریتانگ و هادری و پسران (۲۰۰۳) و آزمون ریشه واحد پسران

نیازمند بررسی وجود وابستگی مقطعی است (بالتاجی، ۲۰۰۵). به منظور بررسی وابستگی بین مقاطع از آزمون وابستگی بین مقاطع پسران (۲۰۱۵) که نسخه تکمیل شده آزمون پسران (۲۰۰۴) است، استفاده شده است. در صورت تایید وابستگی مقطعی در داده‌های ترکیبی، استفاده از روش‌های مرسوم ریشه واحد داده‌های ترکیبی نظیر آزمون لوین، لین و چو^۱ (LIC)، ایم، پسران و شین^۲ (IPS)، احتمال وقوع نتایج ریشه واحد کاذب را افزایش خواهد داد. برای رفع این مشکل آزمون‌های ریشه واحد داده‌های ترکیبی متعددی با وجود وابستگی مقطعی پیشنهاد شده است که آزمون ریشه واحد پسران (CIPS) از آن جمله است. نتایج آزمون وابستگی مقطعی پسران برای داده‌های مورد مطالعه در جدول (۳) نشان داده شده است.

جدول (۳). نتایج آزمون همبستگی بین مقاطع پسران

متغیر	آماره CD پسران	احتمال	نتیجه آزمون
رشد تولید ناخالص داخلی سرانه	۴/۳۸۳۷	* ۰/۰۰	وابستگی بین مقاطع
رشد هزینه مصرفی سرانه خانوار	۰/۶۴۶۷	۰/۵۱۷۸	عدم وابستگی بین مقاطع
رشد تشکیل سرمایه ناخالص ثابت	۵/۲۴۳	۰/۰۰۱	وابستگی بین مقاطع
کل اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی توسط بانک‌ها و موسسات مالی	۱۲/۵۴۶۱	* ۰/۰۰	وابستگی بین مقاطع
ارزش سهام معامله شده	۶/۵۲۹۹	* ۰/۰۰	وابستگی بین مقاطع
میانگین سال‌های تحصیلی	۲۲/۴۵۰۲	* ۰/۰۰	وابستگی بین مقاطع
هزینه مصرفی دولت	۴/۳۶۸۱	* ۰/۰۰	وابستگی بین مقاطع
درجه ی باز بودن اقتصادی	۲/۲۴۰۰	* ۰/۰۲۵۱	وابستگی بین مقاطع
نرخ تورم	۳/۳۲۳۸	* ۰/۰۰۰۹	وابستگی بین مقاطع
نسبت وام‌های معوقه به کل وام‌ها	۱۰/۴۵۰۸	* ۰/۰۰	وابستگی بین مقاطع
شاخص Z	۶/۹۴۷۹	* ۰/۰۰	وابستگی بین مقاطع
نوسانات قیمت سهام	۱/۹۸۴۷	* ۰/۰۴۷۲	وابستگی بین مقاطع
شاخص ثبات مالی (PCA)	۲/۵۶۴	۰/۰۱۳	وابستگی بین مقاطع

۱ Levin, Lin and Chu

۲ Im, Pesaran and Shin

(* معناداری در سطح ۵ درصد و ** معناداری در سطح ۱۰ درصد است).

منبع: یافته‌های پژوهش

همان طور که در جدول بالا نشان داده شده است، فرضیه صفر مبنی بر نبود وابستگی بین مقاطع در همه متغیرهای مورد بررسی به غیر از هزینه مصرفی سرانه خانوار رد می‌شود و بنابراین می‌توان نتیجه گرفت، به طور کلی در بین مقاطع مختلف موجود در داده‌های ترکیبی مورد بررسی، همبستگی مقطعی وجود دارد. از این رو، بر پایه روش پژوهش مورد نظر، آزمون ریشه واحد مناسب در این پژوهش، آزمون ریشه واحد پسران (۲۰۰۳) است.

۲-۴. آزمون ریشه واحد

گام بعدی در این پژوهش بررسی پایایی متغیرها است. از آنجایی که وابستگی مقطعی بین اغلب متغیرهای پژوهش تأیید می‌شود، برای آزمون پایایی این متغیرها از آزمون ریشه واحد ارائه شده توسط پسران (۲۰۰۳) که در آن وابستگی مقطعی در نظر گرفته شده است، استفاده می‌شود.

جدول (۴). نتایج آزمون ریشه واحد پسران

متغیر	آماره آزمون	احتمال	درجه پایایی
تولید ناخالص داخلی سرانه	۴۹/۱۶۰۸	۰/۰۰۴۰*	I(0)
هزینه مصرفی سرانه خانوار	۳۵/۸۷۹۵	۰/۰۰۷۳*	I(0)
رشد تشکیل سرمایه ناخالص ثابت	۴۰/۱۱۳۷	۰/۰۰۴۸*	I(1)
کل اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی توسط بانک‌ها و موسسات مالی	۴۷/۸۴۳۷	۰/۰۰۵۶*	I(1)
ارزش سهام معامله شده	۳۲/۵۰۲۶	۰/۰۰۸۶*	I(1)
میانگین سال‌های تحصیلی	۵۲/۵۹۴۳	۰/۰۰۱۵*	I(0)
هزینه ی مصرفی دولت	۵۶/۲۹۱۶	۰/۰۰۰۵*	I(1)
درجه ی باز بودن اقتصادی	۴۶/۳۵۳۸	۰/۰۰۸۳*	I(0)

I(0)	۰/۰۳۹۶*	۳۹/۹۳۴۸	تورم
I(0)	۰/۰۰۱۲*	۴۴/۶۰۶۱	نسبت وام‌های معوقه به کل وام‌ها
I(1)	۰/۰۰۱۰*	۵۱/۱۷۸۸	شاخص Z
I(1)	۰/۰۱۲۹*	۳۱/۱۵۴۵	نوسانات قیمت سهام
I(0)	۰/۰۰۳۴	۴۱/۲۱۸	شاخص ثبات مالی (PCA)

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از جدول (۴)، برخی از متغیرهای الگو در سطح و برخی دیگر با یک بار تفاضل‌گیری در سطح اطمینان بالای ۹۵ درصد پایا هستند. به دلیل این که برخی از متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش در سطح پایا نیستند، امکان وجود رگرسیون کاذب وجود دارد. بنابراین به منظور اطمینان از نتایج به دست آمده باید وجود ارتباط بلندمدت میان متغیرها بررسی شود. آزمون‌های مختلفی به منظور بررسی ارتباط بلندمدت و رابطه هم‌انباشتگی میان متغیرها در داده‌های ترکیبی نظیر آزمون پدرونی^۱ (۱۹۹۹ و ۲۰۰۴)، وسترلاند^۲ (۲۰۰۷)، کائو^۳ (۱۹۹۹) وجود دارد. اگر تعداد مشاهدات زمانی (سال‌های مورد بررسی پژوهش) از مقطع‌ها (کشورها) کمتر باشد، آزمون استقلال مقطعی پسران و اگر تعداد مشاهدات زمانی از مقطع‌ها بیشتر باشد، وابستگی مقطعی بروش و پاگان مناسب است (پسران، ۲۰۰۴). در این پژوهش به دلیل نامتوازن بودن داده‌های ترکیبی از آزمون کائو^۴ جهت بررسی وجود یا عدم وجود رابطه بلندمدت استفاده گردید. آزمون کائو بر اساس روش انگل-گرنجر دو مرحله‌ای^۵ است و همگنی اجزای داده‌های ترکیبی را در انجام آزمون هم‌انباشتگی در نظر می‌گیرد. فرضیه صفر در این آزمون که عبارتست از عدم وجود رابطه هم‌انباشتگی، با استفاده از آزمون

۱ Pedroni Cointegration test

۲ Westerlund Cointegration test

۳ Kao Cointegration test

۴ با توجه به این که در این تحقیق به دنبال تخمین رابطه بلندمدت نبوده و صرفاً اثبات وجود یا عدم وجود رابطه بلندمدت مدنظر است و داده‌های پانل نیز نامتوازن می‌باشند، از آزمون کائو استفاده شده است.

۵ Engle-Granger two-step procedure

ADF^1 بررسی می‌شود. بر اساس نتایج حاصل از آزمون کائو وجود رابطه بلندمدت بین متغیرها در تمام الگوهای برآوردی تأیید می‌گردد.

۲-۴. تفسیر نتایج پژوهش

بعد از اثبات وجود رابطه بلندمدت بین متغیرها در تمام الگوهای برآورد شده، بدون نگرانی از بروز رگرسیون کاذب، می‌توان به تخمین آنها و تفسیر نتایج پرداخت. نتایج آزمون‌های تشخیصی الگوهای پژوهش نیز در انتهای جداول نتایج ارائه شده است. بر اساس نتیجه آزمون والد که از توزیع کای دو، با درجه آزادی معادل تعداد متغیرهای توضیحی منهای جزء ثابت برخوردار است، فرضیه صفر مبنی بر صفر بودن تمام ضرایب در سطح معناداری یک درصد، در تمام الگوهای پژوهش رد شده و در نتیجه اعتبار ضرایب برآوردی متغیرها تأیید می‌شود. نتیجه آزمون سارگان نیز، با توجه به سطوح احتمال محاسبه شده، فرضیه صفر مبنی بر عدم همبسته بودن پسماندها با متغیرهای ابزاری را رد نمی‌کند و حاکی از سازگاری تخمین‌زننده GMM سیستمی است؛ بنابراین نتایج ضرایب برآورد شده، از نظر آماری تأیید شده و قابل تفسیر هستند.

وجود همبستگی سریالی در تفاضل مرتبه اول خطاها در مراتب بالاتر از یک، مانند $AR(2)$ بر این موضوع دلالت دارد که شرایط گشتاوری به‌منظور انجام آزمون خودهمبستگی معتبر نبوده است؛ زیرا روش تفاضل‌گیری مرتبه اول برای حذف اثرات ثابت در صورتی روش مناسبی است که مرتبه خودهمبستگی جملات اختلال از مرتبه دو نباشد. به این منظور، باید ضریب خودرگرسیون مرتبه اول، $AR(1)$ معنی‌دار باشد و ضریب خودرگرسیون مرتبه دوم، $AR(2)$ معنادار نباشد (گرین، ۲۰۱۲). با توجه به نتایج بدست آمده، فرضیه صفر، مبنی بر عدم خودهمبستگی درجه اول تفاضل مرتبه اول جملات اختلال را می‌توان رد کرد. اما فرضیه صفر مبنی بر عدم خودهمبستگی سریالی

^۱ Augmented Dickey-Fuller

درجه دوم تفاضل جملات اخلاص را نمی‌توان رد کرد. بنابراین اعتبار الگوهای پژوهش از این نظر نیز مورد تأیید قرار می‌گیرد.

تجزیه و تحلیل ثبات مالی بر عملکرد اقتصادی (با در نظر گرفتن متغیرهای رشد تشکیل سرمایه ناخالص ثابت، رشد هزینه مصرفی سرانه خانوار و رشد GDP سرانه به عنوان شاخص‌های عملکرد اقتصادی) در کشورهای عضو اوپک در این مطالعه طی دو مرحله انجام می‌شود. در مرحله اول و به منظور کنترل سطح تعمیق مالی ابتدا تاثیر شاخص‌های مختلف تعمیق مالی بر عملکرد اقتصادی مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس در ادامه با افزوده شدن شاخص‌های مختلف ثبات مالی به الگوی پایه، تاثیر ثبات مالی بر عملکرد اقتصادی برآورد می‌گردد.

همانطور که در ستون اول جدول (۵) مشاهده می‌شود، متغیرهای میانگین سال‌های تحصیل و درجه باز بودن اقتصاد تاثیر مثبت و معنادار بر رشد تولید ناخالص داخلی سرانه در کشورهای عضو اوپک داشته است در حالی که تورم و هزینه مصرفی دولت تاثیر منفی داشته‌اند. نتایج بدست آمده از الگوی اول با در نظر گرفتن سایر شاخص‌های عملکرد اقتصادی نیز تقریباً مشابه است. نتایج همچنین بیانگر این است که تاثیر هزینه‌های دولت بر شاخص‌های عملکرد اقتصادی به لحاظ آماری معنادار نیست. نکته حایز اهمیت در برآوردهای بدست آمده، تاثیر شاخص‌های تعمیق مالی بر عملکرد اقتصادی در کشورهای عضو اوپک طی دوره مورد بررسی است. در مورد رابطه بین تعمیق مالی و رشد اقتصادی با توجه به مطالعات تجربی قبلی، نظریات مختلفی مطرح شده است.

برخی از تحلیل‌گران اقتصادی مانند مک کینون (۱۹۷۳)، شاو (۱۹۷۳)، کینگ و لوین (۱۹۹۳) معتقدند که تعمیق مالی باعث افزایش سرعت رشد اقتصادی می‌شود، در حالی که برخی مانند رابینسون^۱ (۱۹۵۲)، جانگ^۲ (۱۹۸۶)، فریدمن و شوارتز^۳ با این دیدگاه

۱ Robinson

۲ Jang

۳ Friedman and Schwartz

مخالفت کرده و معتقدند که این رشد اقتصادی است که منجر به توسعه مالی می‌گردد. عده‌ای دیگر از محققان مانند گرینوود و اسمیت^۱ (۱۹۹۷)، لوینتل و خان^۲ (۱۹۹۹) و دمتریایس و حسین^۳ (۱۹۹۶)، بر این عقیده‌اند که رابطه علیت دو طرفه بین رشد اقتصادی و توسعه مالی وجود دارد. اقتصاددانانی مانند رم^۴ (۱۹۹۹)، داوسون^۵ (۲۰۰۳) و می‌یر و سیرز^۶ (۱۹۸۴) نیز معتقدند که هیچ رابطه‌ای بین توسعه مالی و رشد اقتصادی وجود ندارد (فلیحی و بخارائی، ۱۳۹۵).

همان طور که مشاهده می‌شود، تاثیر متغیرهای کل اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی توسط بانک‌ها و موسسات مالی و ارزش کل سهام معامله شده به عنوان شاخص‌های تعمیق مالی بر عملکرد اقتصادی در کشورهای عضو اوپک با در نظر گرفتن شاخص‌های مختلف عملکرد اقتصادی مثبت و منفی^۷ است، ولی ضرایب به دست آمده به

۱ Greenwood and Smith

۲ Lewintel and Khan

۳ Demetrius and Hussein

۴ Rome

۵ Dawson

۶ Meyer and Sears

۷. نتیجه بدست آمده در مورد رابطه منفی بین تعمیق مالی و عملکرد اقتصادی هم راستا با نتایج مطالعات آرکاند و همکاران (Arcand et al., 2012) و سچتی و خاروبی (Cecchetti and Kharroubi, 2012) و با نظریه‌های موجود مبنی بر تاثیر منفی توسعه و تعمیق مالی بر عملکرد اقتصادی، سازگار است. برخی از اقتصاددانان معتقدند، این احتمال وجود دارد که بازارهای سهام اثر مثبتی بر رشد اقتصادی نداشته باشند و حتی ممکن است به رشد اقتصادی نیز آسیب برسانند. این گروه از اقتصاددانان استدلال می‌کنند که نقدینگی در بازار سهام می‌تواند به عنوان نقطه ضعفی در رشد اقتصادی تبدیل شود. عوامل مختلف ممکن است پس‌انداز در انباشت سرمایه را کاهش دهند، یعنی بخشی از پس‌انداز مردم به صورت دارایی‌های غیر مولد گردیده و به سرمایه تبدیل نشوند. از طرفی دیگر پراکندگی مالکیت نیز اثر منفی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بازارهای سهام را داشته و مانع رشد بازارهای سهام می‌شود (Stiglitz, ۱۹۸۵ و ۱۹۹۴، Schlieffer and Vichne, ۱۹۸۶، Bentonga and Smith, ۱۹۹۱ و Bhide, ۱۹۹۳). سینگ (Singh, 1977) نیز تاثیر منفی توسعه مالی بر رشد اقتصادی را ناشی از عواملی همچون ۱- تخصیص ناکارای سرمایه‌گذاری به دلیل نوسان و ناپایداری ذاتی در فرآیند قیمت‌گذاری سهام در کشورهای درحال توسعه، ۲- بی‌ثباتی اقتصاد کلان و کاهش رشد اقتصادی بلندمدت در اثر تکان‌های ناشی از بازار پول و بازار سهام و ۳- تضعیف سیستم بانکی در کشورهای در حال توسعه به دلیل توسعه بازار سهام، می‌داند.

لحاظ آماری معنادار نیستند. در ادامه به منظور بررسی تاثیر آستانه‌ای تعمیق مالی بر عملکرد اقتصادی و بررسی وجود رابطه غیر خطی بین آنها، برآورد الگوهای پژوهش با اضافه کردن متغیرهای مجذور رشد GDP سرانه و مجذور کل اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی توسط بانک‌ها و موسسات مالی به الگوی پایه انجام گردید (کریل و همکاران، ۲۰۱۴). همان‌طور که مشاهده می‌شود مجذور متغیرهای اضافه شده به الگو به لحاظ آماری معنادار نیستند و ورود این متغیرهای نیز بر کلیت نتایج قبلی تأثیری ندارد.

در ادامه پژوهش تأثیر شاخص‌های مختلف ثبات مالی بر عملکرد اقتصادی با کنترل کردن تاثیر شاخص‌های مختلف تعمیق مالی مورد بررسی قرار گرفته است. همان‌طور که بیان شد، شاخص‌های مختلفی در سطح خرد و کلان به منظور سنجش ثبات مالی در این پژوهش در نظر گرفته شده است. با توجه به نتایج ارائه شده در جدول (۶)، با اضافه شدن شاخص‌های ثبات مالی به الگوی پایه، تغییری در تاثیر شاخص‌های تعمیق مالی بر عملکرد اقتصادی ایجاد نمی‌شود. از بین شاخص‌های مختلف ثبات مالی تاثیر نوسانات قیمت سهام بر عملکرد اقتصادی منفی است، در حالی که تاثیر نسبت مطالبات معوق بانک‌ها به کل وام‌ها و معیار Z مثبت است. نوسانات بازار سهام اثر منفی و معناداری بر رشد هزینه مصرفی سرانه خانوار و رشد GDP سرانه دارد، در حالی که اثر این شاخص بر تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به لحاظ آماری معنادار نیست.

تاثیر شاخص ثبات مالی (که با استفاده از روش مولفه‌های اصلی ساخته شده بود) بر عملکرد اقتصادی با توجه به هر سه شاخص عملکرد اقتصادی مثبت و معنادار است و بیانگر این است که با افزایش ثبات مالی، عملکرد اقتصادی طی دوره مورد بررسی بهبود می‌یابد. به طور کلی می‌توان گفت با توجه به ماهیت شاخص‌های ثبات مالی استفاده شده در الگو، افزایش بی‌ثباتی مالی تاثیر منفی و ثبات مالی تاثیر مثبت بر عملکرد اقتصادی

ثبات مالی و عملکرد اقتصادی: مطالعه موردی کشورهای عضو اوپک ۵۳

کشورهای عضو اوپک طی دوره مورد بررسی داشته است. این نتیجه به دست آمده با نتیجه حاصل از مطالعه لویزا و رانسیر^۱ (۲۰۰۶) نیز سازگار است.

^۱ Loayza and Ranciere

جدول (۵). تعمیق مالی و عملکرد اقتصادی (الگوی پایه)

متغیرها	رشد GDP سرانه			رشد هزینه مصرفی سرانه خانوار			رشد تشکیل سرمایه ناخالص ثابت		
	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)	(۷)	(۸)	(۹)
عملکرد اقتصادی با وقفه	-۰/۰۲	-۰/۰۴	-۰/۰۴	-۰/۵۳	-۰/۶۱	-۰/۵۵	۰/۰۴	۰/۰۴	۰/۰۷
اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی	-۰/۳۳	-۰/۲۸	-۰/۱۸	-۰/۳۱	۰/۱۲	-۰/۳۳	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
ارزش سهام معامله شده	-۰/۰۲	-۰/۰۲	-۰/۰۱	-۰/۰۱	-۰/۰۵	-۰/۰۲	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
میانگین سال‌های تحصیلی	۰/۹۳*	۰/۹۸	۰/۶۹**	۰/۱۵*	۰/۱۸***	۰/۱۳**	۰/۰۳	۰/۰۳	۰/۰۵***
هزینه‌ی مصرفی دولت	-۰/۰۶	-۰/۰۴	-۰/۰۴	۰/۱۹	۰/۱۹	۰/۱۸	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
درجه‌ی باز بودن اقتصادی	۰/۲۳***	۰/۱۸***	۰/۲۲***	۰/۰۱	۰/۱۵	۰/۰۱	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
تورم	-۰/۳۵***	-۰/۳۳***	-۰/۳۶***	-۰/۰۹	-۰/۱۵	-۰/۰۹	-۰/۰۷	-۰/۰۷	-۰/۰۵***
مجذور رشد GDP سرانه		-۰/۰۲		۰/۰۰				۰/۰۰	
مجذور اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی			-۰/۰۰۶			-۰/۰۴			۱/۹۱
ضریب ثابت	-۱۲/۰۱	-۵/۷۶	-۲۰/۷۷*	۶۳/۷۸***	۵۹/۳۱**	۶۴/۶۲***	۰/۰۶	۰/۰۶	۰/۳۲*
آماره والد	۵۰/۴۴۱***	۹۸/۸۷***	۷۸/۰۴***	۶۵/۶۳***	۴۶/۶۹***	۱۱/۰۹***	۲۴/۸۴***	۹۱/۳۶***	۳۰/۳۱***
Ar(1)	-۲/۳۶	-۲/۴۳	-۲/۴۸	-۱/۷۷	-۱/۶۳	-۱/۷۸	-۲/۲۱	-۲/۱۸	-۱/۸۲
	[۰/۰۱]	[۰/۰۳۰]	[۰/۰۳]	[۰/۰۰]	[۰/۰۳]	[۰/۰۰]	[۰/۰۰۳]	[۰/۰۰۹]	[۰/۰۳۳]

ثبات مالی و عملکرد اقتصادی: مطالعه موردی کشورهای عضو اوپک ۵۵

رشد تشکیل سرمایه ناخالص ثابت			رشد هزینه مصرفی سرانه خانوار			رشد GDP سرانه			متغیرها
(۹)	(۸)	(۷)	(۶)	(۵)	(۴)	(۳)	(۲)	(۱)	
-۱/۳۵	-۱	-۰/۸۹	۰/۳۲	۰/۴۱	۰/۳۷	-۱/۹۱	-۱/۸۸	-۲/۱۸	Ar(2)
[۰/۹۷]	[۰/۳۲]	[۰/۹۸]	[۰/۶۸]	[۰/۸۸]	[۰/۵۴]	[۰/۹۸]	[۰/۷۷]	[۰/۶۸]	
۹۸/۹۹	۱۱۲/۷	۱۱۲/۹	۱۱۶/۸	۱۱۹/۹	۱۱۸/۸	۱۱۱/۱۳	۱۱۲/۸	۱۱۰/۹	آماره سالگان
[۰/۷۴]	[۰/۶۹]	[۰/۸۹]	[۰/۸۸]	[۰/۵۸]	[۰/۶۹]	[۰/۹۲]	[۰/۶۱]	[۰/۶۷]	

(* p<.1; ** p<.05; *** p<.01)

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۶). ثبات مالی و عملکرد اقتصادی

متغیرها	رشد GDP سرانه				رشد هزینه مصرفی سرانه خانوار				رشد تشکیل سرمایه ناخالص ثابت			
	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)	(۷)	(۸)	(۹)	(۱۰)	(۱۱)	(۱۲)
عملکرد اقتصادی با یک وقفه	۰/۰۵	-۰/۰۴	۰/۰۶	۰/۰۷	-۰/۴۹	-۰/۵۷	-۰/۶۸	-۰/۷۲	۰/۰۷	۰/۰۹	-۰/۰۷	۰/۰۶
اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی	-۰/۳۷	-۰/۳۹	۰/۲۵	-۰/۲۵	-۰/۴۹	-۰/۱۹	-۰/۰۲	۰/۰۱	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
ارزش سهام معامله شده	-۰/۰۲	-۰/۰۲	-۰/۰۳	۰/۰۳	-۰/۱۵	-۰/۰۴	-۰/۰۴	-۰/۰۹	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
میلگین سال‌های تحصیلی	۱/۷۲	۱ ^{**}	۱/۳۷	۱/۵۹	۳/۴۷	۶/۵۷ ^{**}	۵/۴۴	-۷/۵۵ ^{**}	۰/۰۱	۰/۱۳۹	۰/۰۸۹	۰/۰۳۶
هزینه مصرفی دولت	-۰/۰۲	۰/۰۰	-۰/۳۴ ^{**}	-۰/۱۳	۰/۰۸	۰/۱۰	-۰/۴۰	-۰/۱۰	۰/۰۰	۰/۰۰	-۰/۰۰۳	-۰/۰۰۲
درجه‌ی باز بودن اقتصادی	۰/۳۳ ^{***}	۰/۳۴ ^{***}	۰/۱۷ ^{***}	۰/۲۱ ^{***}	۰/۱۸	۰/۰۰	۰/۰۴	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
تورم	-۰/۳۵ ^{***}	-۰/۴۳ ^{***}	-۰/۳۵ ^{***}	-۰/۴۳ ^{***}	-۰/۱۴	-۰/۱۲	-۰/۲۶ ^{***}	-۰/۲۸ ^{**}	-۰/۰۱	-۰/۰۱ ^{**}	-۰/۰۱	-۰/۰۱
نسبت وام‌های معوقه به کل وام‌ها	۰/۰۷				۰/۷۹ ^{***}				۰/۰۰ ^{**}			
شاخص Z		۰/۰۲ ^{**}				۰/۰۶ ^{**}				۰/۰۰		

ثبات مالی و عملکرد اقتصادی: مطالعه موردی کشورهای عضو اوپک ۵۷

متغیرها	رشد GDP سرانه				رشد هزینه مصرفی سرانه خانوار				رشد تشکیل سرمایه ناخالص ثابت			
	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)	(۷)	(۸)	(۹)	(۱۰)	(۱۱)	(۱۲)
نوسانات قیمت سهام			*-۰/۰۳								-۰/۰۰۲	
شاخص ثبات مالی (PCA)				۱/۰۶*				**۱/۰۶				**۰/۰۰
ضریب ثبات	-۱۰/۳۶	-۵/۶۸	-۱/۵۵	-۸/۴۴	۵/۲۷	۷/۳۳**	۶/۵۵	۶/۰۷**	۰/۰۵	۰/۸	۰/۳	۰/۰۴
آماره والد	**۸۷/۱۵۰	**۱۸۶/۸	**۵۸۳/۴	**۳۵۷/۲	**۱۲۷/۸	**۷۹/۴	**۵۲/۸۸	**۴۲/۰۳	**۳۲/۵۸	**۳۰/۴۸	**۱۹/۴۳	**۲۰/۳۴
Ar(1)	-۲/۴۴	-۲/۶۶	-۲/۸۲	-۱/۹۵	-۰/۹۲	-۱/۸۳	-۱/۷۳	-۱/۶۱	-۲/۱۸	-۲/۳۳	-۱/۸۴	-۱/۷۸
	]۰/۰۰[	]۰/۰۰[	]۰/۰۱[	]۰/۰۱[	]۰/۰۳[	]۰/۰۲[	]۰/۰۲[	]۰/۰۳[	]۰/۰۲[	]۰/۰۲[	]۰/۰۳[	]۰/۰۱[
Ar(2)	-۱/۸۷	-۱/۸۲	-۲/۱۸	-۲/۴۵	-۱/۶۹	۰/۳۵	-۱/۳۷	-۱/۳۱	-۱/۳۹	-۰/۸۹	-۱/۰۷	-۱/۰۷
	]۰/۰۷۹[	]۰/۰۸۲[	]۰/۰۵۵[	]۰/۰۳۳[	]۰/۰۵۸[	]۰/۰۸۶[	]۰/۰۸۷[	]۰/۰۸۶[	]۰/۰۵۸[	]۰/۰۹۸[	]۰/۰۹۲[	]۰/۰۴۶[
آماره سرلگن	۱۱۴/۹	۱۱۵/۹	۱۰۸/۲۷	۱۱۰/۹	۱۱۵/۳	۱۰۶/۹	۱۱۷/۶	۱۱۸/۷	۱۰۰/۶۶	۱۰۵/۸	۱۰۴/۳۲	۹۹/۸۱
	]۰/۶۵[	]۰/۶۸[	]۰/۸۲[	]۰/۷۹[	]۰/۴۴[	]۰/۳۲[	]۰/۹۳[	]۰/۵۲[	]۰/۶۹[	]۰/۸۴[	]۰/۶۳[	]۰/۷۸[

(* p<.1; ** p<.05; *** p<.01)

منبع: یافته‌های پژوهش

فصلنامه اقتصاد و الگوسازی
در اغلب مطالعات انجام شده قبلی بازارهای سهام، رویکرد اقتصادشناسانه داشته
است. از جمله این مطالعات می‌توان به میشکین و ایکس (۲۰۱۱) *Quarterly Journal of Economics and Modelling* اشاره نمود که
اعتقاد دارند بازار سهام شرایطی را فراهم می‌نماید تا سرمایه‌گذار بتواند اطلاعات مورد نیاز
خود را برای انجام سرمایه‌گذاری بدست آورد. در این الگو نیز در صورت ورود شاخص
ثبات مالی (PCA) به عنوان یک شاخص ترکیبی به الگو در ستون (۴)، متغیر ارزش سهام
معامله شده بر رشد GDP سرانه اثر مثبتی دارد. وونگ و زو^۲ (۲۰۱۱)، معتقدند، توسعه
بازار سهام یک محرک کلیدی و مهم در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته به شمار
می‌رود چرا که تاثیرات مثبت بر گردش سهام، تنوع ریسک سرمایه‌گذاری و انباشت
ذخیره برای پروژه‌های صنعتی بلند مدت و فراهم سازی نقدینگی را دارد.

تاثیر مقادیر با وقفه شاخص‌های عملکرد اقتصادی با توجه به شاخص‌های مختلف و
الگوهای برآورد شده متفاوت است، ولی ضرایب به دست آمده به لحاظ آماری معنادار
نیستند. تاثیر میانگین سال‌های تحصیل به عنوان شاخص سرمایه انسانی بر تمام
شاخص‌های عملکرد اقتصادی مثبت و معنادار است و حاکی از نقش مثبت سرمایه انسانی
در بهبود عملکرد اقتصادی کشورهای عضو اوپک است. تاثیر متغیر درجه باز بودن تجاری
بر عملکرد اقتصادی در تمام الگوهای برآورد شده مثبت و در معادله ای که GDP سرانه
به عنوان شاخص عملکرد اقتصادی در نظر گرفته شده است، به لحاظ آماری نیز معنادار
است. این نتیجه به دست آمده نیز بیانگر آنست که افزایش میزان تجارت کشورهای عضو
اوپک با سایر کشورها می‌تواند در بهبود عملکرد اقتصادی آنها موثر باشد.

تاثیر تورم بر تمام شاخص‌های عملکرد اقتصادی در کشورهای عضو اوپک طی دوره
مورد بررسی منفی و اغلب ضرایب به دست آمده نیز به لحاظ آماری معنادار هستند. با
توجه به این نتیجه به دست آمده، انطباق مالی و اعمال سیاست‌های پولی و مالی مناسب

۱ Mishkin and Eakins

۲ Wang and Zhu

جهت کاهش سطح عمومی قیمت‌ها و بهبود عملکرد اقتصادی در کشورهای عضو اوپک ضروری به نظر می‌رسد. زیرا با توجه به ساختار اقتصاد تک محصولی اغلب کشورهای عضو اوپک، افزایش تورم از طریق تاثیر بر نرخ بهره سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی و قیمت‌های نسبی این کشورها را نسبت به شوک‌های خارجی بویژه در کوتاه مدت حساس‌تر می‌کند و بر عملکرد اقتصادی در این کشورها تاثیر منفی خواهد گذاشت.

تاثیر شاخص‌های تعمیق مالی بر عملکرد اقتصادی در الگوی نهایی نیز با توجه به نوع شاخص عملکرد اقتصادی متفاوت است و به لحاظ آماری نیز معنادار نیست. تعمیق مالی و چگونگی اثرگذاری آن بر رشد اقتصادی در شرایط مختلف اقتصادی می‌تواند متفاوت باشد. به نظر می‌رسد طی دوره مورد بررسی در این مطالعه، تعمیق مالی بیشتر نتوانسته است ارتباط کارایی بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران برقرار کند و در نتیجه تعمیق مالی طی این دوره از طریق پیامدهای احتمالی نظیر افزایش محدودیت‌های وام دهی، کاهش پوشش ریسک، عملکرد نامناسب سیستم بانکی، نوسانی بودن عرضه و تقاضا، دسترسی نابرابر به فرصت‌های سرمایه‌گذاری، افزایش ریسک پذیری بانک‌ها و موسسات مالی و کاهش متنوع سازی دارایی‌ها، تاثیر منفی بر عملکرد اقتصادی در این کشورها داشته است. این نتیجه به دست آمده با نتیجه مطالعه نوریس و همکاران^۱ (۲۰۱۳)، شلیفر^۲ (۲۰۱۰)، بوید، لوین و اسمیت^۳ (۲۰۰۱) و دگرکوریر و کدوتی^۴ (۱۹۹۵) در خارج از کشور و همچنین مطالعه حسینی و همکاران (۱۳۹۰) و وره‌رامی و همکاران (۱۳۹۵) در داخل کشور نیز سازگار است.

با توجه به نتایج حاصل از الگوی نهایی که در جدول (۶) ارائه شده است، تاثیر مثبت مالی بر عملکرد اقتصادی به طور کلی مثبت و معنادار است. ثبات مالی با کارکردهایی

۱. Norris et al.

۲. Shliefer

۳. Boyd, Levin and Smith

۴. Gregorior and Guidotti

چون تعمیق و گسترش نظام مالی به منظور افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جذب سرمایه‌های خارجی، گسترش نظام مالی بانکی و بنگاه‌های مالی غیر بانکی، افزایش امنیت نظام مالی و ثبات اقتصادی شهروندان (توسعه بیمه و مبارزه با پولشویی)، افزایش سرعت و امنیت و کارایی جریان مالی (بهبود و توسعه نظام پرداخت‌ها) می‌تواند موجب توسعه صنایع بزرگ و متوسط گردیده و در نتیجه با افزایش اشتغال و در نتیجه افزایش صادرات موجب بهبود عملکرد اقتصادی گردد.

۵. خلاصه و نتیجه گیری

در مطالعه حاضر به بررسی رابطه بین عملکرد اقتصادی و ثبات مالی در کشورهای عضو اوپک طی دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶ پرداخته شد. تجزیه و تحلیل رابطه بین ثبات مالی و عملکرد اقتصادی در این مطالعه در چارچوب مطالعه بک و لوین (۲۰۰۴) و با استفاده از الگوهای داده‌های ترکیبی پویا و تخمین زن GMM سیستمی صورت گرفت. در این مطالعه از شاخص‌های مختلف ثبات مالی که بیانگر جنبه‌های خرد و کلان ثبات مالی است، استفاده گردید تا تاثیر ثبات مالی بر عملکرد اقتصادی از زوایای مختلفی همچون عملکرد سیستم بانکی، عملکرد بازارهای مالی و عملکرد مجموعه سیستم مالی مورد بررسی قرار گیرد. با توجه به نتایج به دست آمده در بیشتر موارد بی ثباتی مالی تاثیر منفی بر عملکرد اقتصادی در کشورهای عضو اوپک طی دوره مورد بررسی داشته است و اضافه کردن شاخص‌های ثبات مالی تاثیری در رابطه بین تعمیق مالی و عملکرد اقتصادی نداشته است و بی ثباتی مالی به صورت مستقل از تعمیق و توسعه مالی تاثیری منفی بر عملکرد اقتصادی در این کشورها داشته است. با توجه به نتایج به دست آمده در این پژوهش تعمیق مالی با در نظر گرفتن شاخص‌هایی چون حجم اعتبارات اعطایی بانک‌ها و موسسات مالی به بخش خصوصی و میزان سهام مبادله شده تاثیر مثبتی بر عملکرد اقتصادی کشورهای عضو اوپک طی دوره مورد بررسی نداشته است و بدین معنی است

که سطح تعمیق مالی و توسعه مالی در این کشورها به گونه ای است که دیگر تاثیر مثبتی بر عملکرد اقتصادی در این کشورها ندارد. به عبارت دیگر می‌توان گفت توسعه سیستم مالی در این کشورها و تعمیق بیشتر مالی منجر به بروز مشکلاتی از قبیل ناکارایی سیستم مالی گردیده است و دیگر تاثیر مثبتی بر عملکرد اقتصادی این کشورها ندارد. با توجه به نتایج حاصل از پژوهش و لزوم داشتن ثبات مالی و در نتیجه ثبات اقتصادی مداوم و پایدار و همچنین بدلیل هزینه‌های و تاثیرات سوء ناشی از بحرانی‌های مالی در یک کشور، لازم است تا سیاست‌گذاران اقدامات هوشمندانه‌ای را به منظور ایجاد ثبات مالی و جلوگیری از ایجاد بحران انجام دهند (به عنوان مثال: قوانین و مقررات مالی به منظور توسعه فضای رشد و ثبات سیاست‌های اقتصادی بر محور توسعه طراحی گردد). به همین منظور و جهت اتخاذ سیاست‌های پیشگیرانه در سطح اقتصاد کلان، ضروری است تا ریسک‌های سیستماتیک و منظم موجود در بخش مالی شناسایی گردند تا سیاست‌های مناسب (طراحی برنامه‌ای جامع) و به موقع جهت پیش‌بینی و دفع آنها اتخاذ شود.

منابع:

- Afshari, Z., & Jafari, H., (2009) . The Relationship between Financial Growth and Economic Growth in South west region of Asia countries, *Financial Analysis of Science (Financial Studies)*, 4, 63-88 (In Persian).
- Aghamohammadi Renani, S., & Barzani, M., V. & Dallali Esfahani, R., & Ghasseml, M. R., (2012). Investigating Effect of Valuation of Intermediate Product of Commercial Banks on Economic Instability in Iran Between Years (1982-2007). *Quarterly Journal of Economic Research*, period 13(2), 107-128 (In Persian).
- Aghion, P., Howitt, P., & Mayer-Foulkes, D. (2005). The effect of financial development on convergence: Theory and evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 173-222.
- Ahmed, A. D. (2013). Effects Of Financial Liberalization On Financial Market Development And Economic Performance Of the SSA Region: An empirical Assessment. *Economic Modelling*, 30, 261-273.

-
- Ahmed, A.D. (2016). Integration of financial markets, Financial Development and Growth: Is Africa Different? *Journal Of International Financial Markets, Institutions And Money*, 42, 43-59.
 - Akbaryan, R., & Heidaripour, S. M. (2009), Investigating Effect of Financial Market Development on Economic Growth in Iran Between (1967-2009). *Quarterly Journal of Economic Research*, 3, 43-63 (In Persian).
 - Arellano, M. & Bond, S. (1991), Some Test of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
 - Arellano, M. & Bover, O. (1995), Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error Component Models. *Journal of Econometrics*, 68, 29-51.
 - Bain, K., & Howells, P. (2005). *The Economics of Money, Banking and Finance: A European Text*. Pearson Education.
 - Baltagi. B., (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, Third ed., John Wiley & Sons Ltd, London.
 - Batuo, M., Mlambo, K., & Asongu, S. (2018). Linkages between financial development, financial instability, financial liberalisation and economic growth in Africa. *Research in International Business and Finance* , 45, 168-179.
 - Beck, T., & Levine, R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance*, 28(3), 423-442.
 - Beck, T., De Jonghe, O., & Schepens, G. (2013). Bank competition and stability: cross-country heterogeneity. *Journal of financial Intermediation*, 22(2), 218-244.
 - Blundell, R. & Bond, S. (1998), Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
 - Bond, R. (2002), *Dynamic Panel Data Model: A Guide to Micro Data Methods and Practice*, the Institute for Fiscal Studies. *Portuguese economic journal*, 1(2), 141-162.
 - Boyd, J. H., & Prescott, E. C. (1986). Financial intermediary-coalitions. *Journal of Economic Theory*, 38(2), 211-232.
 - Cecchetti, S., Kharroubi, E. (2012). Reassessing the impact of finance on growth. BIS Working Paper 381.
 - Chang, C. C. (1999). The nonparametric risk-adjusted efficiency measurement: an application to Taiwan's major rural financial intermediaries. *American Journal of Agricultural Economics*, 81(4), 902-913.

- Cihak, M., Schaeck, K., 2010. How well do aggregate prudential ratios identify banking system problems? *Journal of Financial Stability*, 6, 130–144.
- Creel, J., Hubert, P., & Labondance, F. (2015). Financial stability and economic performance. *Economic Modelling*, 48, 25-40.
- Dabla-Norris, M. E., & Srivisal, M. N. (2013). *Revisiting the Link between finance and Macroeconomic Volatility*. International Monetary Fund.
- Falihi, F., & Baharaii, R., (2015). Investigating Effect of Financial Depth on Economic Growth in Iran. *Quarterly Journal of Financial Economics*, 38, 77-98 (in Persian).
- Georgian, Ibrahim and Madani, Shima (2003). Investigating the Role of Economic Stability on Iran's Economic Growth Performance by Simultaneous Equation System. *Quarterly Journal of Business Research*, 28, 1-24 (In Persian).
- Hollo, D., Kremer, M., Lo Duca, M., 2012. CISS a composite indicator of systemic stress in the financial system. ECB Working Paper 1426.
- Hosseini, S. M., & Ashrafi, Y., & Sayami Iraqi I., (2011). Investigating the Relationship between Financial Development and Economic Growth in Iran by Introducing New Variables. *Quarterly Journal of Economic Research and Policy*, 60, 19-34 (in Persian).
- HU, J. L., Li, Y., & CHIU, Y. H. (2004). Ownership and nonperforming loans: Evidence from Taiwan's banks. *The Developing Economies*, 42(3), 405-420.
- Im, K.S., Pesaran, M.H. & Shin, Y. (2003), Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, 115, 53-74.
- Jayakumar, M., Pradhan, R. P., Dash, S., Maradana, R. P., & Gaurav, K. (2018). Banking competition, banking stability, and economic growth: Are feedback effects at work?. *Journal of Economics and Business*, 96, 15-41.
- Kao, C. (1999), Spurious Regression and Residual-Based Tests for Co integration in Panel Data. *Journal of Econometrics*, 90(1), 1- 44.
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The quarterly journal of economics*, 108(3), 717-737.
- Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Journal of international money and finance*, 27(6), 861-875.

-
- Krishnankutty, R. (2011). Role of Banks Credit in Economic Growth: a Study with Special Reference to North East India. *The Economic Research Guardian*, 1(2), 60-71.
 - Leitão, N. C. (2012). Bank credit and economic growth. MPRA 1-9. 42664, posted 18.
 - Lensink, R. (2000). Does financial development mitigate negative effects of policy uncertainty on economic growth (No. 00/1). CREDIT Research Paper.
 - Loayza, N. V., & Ranciere, R. (2006). Financial development, financial fragility, and growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38 (4), 1051-1076.
 - Marozva, G. (2015). Liquidity and bank performance. *The International Business & Economics Research Journal (Online)*, 14(3), 453-462.
 - Mehrara, M., & Rezai, A. A. (2010). The quality of institutions and effects of commercial liberalization in selected developing countries. *Quarterly Journal of Business Research*. 56, 1-32 (In Persian).
 - Odhiambo, N. M. (2008). Financial Depth, Savings And Economic Growth In Kenya: A Dynamic Causal Linkage. *Economic Modelling*, 25(4), 704-713.
 - Pedroni, P. (2004), Panel Co integration, Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis. *Econometric Theory*, 3, 597-625
 - Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Hall, J. H., & Norman, N. R. (2017). ASEAN economic growth, trade openness and banking-sector depth: The nexus. *Economia*, 18(3), 359-379.
 - Shahabadi, A., & Bahari, Z. (2012). The Effect of Political Stability and Economic liberalization on Economic Growth in Selected Developed and Developing Countries. *Quarterly Journal of Growth Research and Economic Development*, 16, 53-72 (In Persian).
 - Shaygani, B., & Abdollahi Arani, M. (2011). Investigating Financial Stability in Iran's Banking Sector. *Quarterly Journal of Economic Queries*, 16, 147-167 (In Persian).
 - Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2012). Neglected risks, financial innovation, and financial fragility, *ournal of Financial Economics*, 104(3), 452-468.
 - Singh, A. (1997). Financial liberalisation, stockmarkets and economic development. *The Economic Journal*, 107(442), 771-782.

- Siregar, M. (1992). Financial Liberalization, Investment, and Debt Allocation. Unpublished Pd. D. Dissertation, Boston University.
- Soedarmono, W., Machrouh, F., & Tarazi, A. (2011). Bank Market power, Economic Growth And Financial stability: Evidence from Asian banks. *Journal Of Asian Economics*, 22(6), 460-470.
- Stiglitz, J., Sen, A., Fitoussi, J.-P. (2009). Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress.
- Tabak, B. M., Fazio, D. M., & Cajueiro, D. O. (2013). Systemically Important Banks and Financial Stability: The Case Of Latin America. *Journal Of Banking & Finance*, 37(10), 3855-3866.
- Tabak, B. M., Fazio, D. M., Karine, C. D. O., & Cajueiro, D. O. (2016). Financial Stability And Bank Supervision. *Finance Research Letters*, 18, 322-327.
- Taghavi, M., & Amiri, H., & Mohammadian, A. (2010). Financial Development and Economic Growth in MENA Countries with Using of Dynamic Combined Data Model (GMM). *Journal of Financial Knowledge of worthy papers Analysis*, 10, 63-82 (In Persian).
- Vorahami, V., & Jahavandi, S., & Dashtbar Farooja, S. (2015). Investigating the relationship between economic growth, banking sector development and macroeconomic variables using panel VAR method, The Case study of group of D8 countries. *Quantitative economics quarterly*, 12, 39-65 (In Persian).