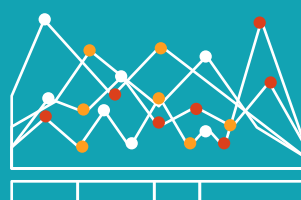
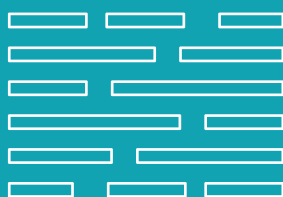
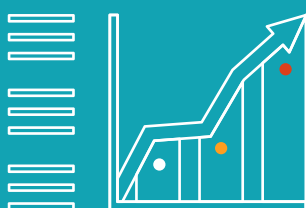
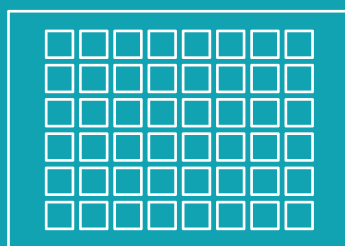
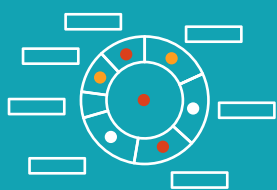




مرکز پژوهش‌های اتاق ایران

بررسی اثر ازدحام مالی (برون‌رانی) بر نحوه تامین مالی بخش خصوصی ایران



شهریور ۱۴۰۴

شناسنامه گزارش



مرکز پژوهش‌های اتاق ایران

عنوان:

بررسی اثر ازدحام مالی (برون‌رانی) بر نحوه تامین مالی بخش خصوصی ایران

مدیریت پژوهش‌های اقتصادی

تهیه‌کننده: صادق رضایی

ناظران: عیسی منصوری، شیما حاجی نوروژی، مونا امیری

تاریخ انتشار: شهریور ۱۴۰۴

واژه‌های کلیدی: ازدحام مالی، برون‌رانی، تامین مالی، سیستم بانکی، بودجه دولت، بخش خصوصی

نشانی: تهران، خیابان طالقانی، نبش خیابان شهید موسوی (فرصت)، پلاک ۱۷۵

فهرست مطالب

۵	خلاصه مدیریتی
۸	۱. مقدمه و بیان مسئله
۱۳	۲. اهمیت و ضرورت پژوهش
۱۸	۳. مبانی نظری
۳۳	۴. پیشینه پژوهش
۳۶	۵. اهمیت هزینه دولت در اقتصاد کلان ایران (بررسی روند متغیرهای تحقیق)
۴۶	۶. مدل و یافته‌های تحقیق
۹۰	۷. بحث و نتیجه گیری
۹۳	۸. پیشنهادات
۹۵	۹. توصیه‌های سیاستی
۹۸	۱۰. فهرست منابع و مآخذ علمی
۱۰۷	پیوست

خلاصه مدیریتی

یکی از مسائل بنیادین در اقتصاد ایران، پدیده «ازدحام مالی» یا برون‌رانی به‌شمار می‌رود که به‌واسطه افزایش فشار دولت بر منابع سیستم بانکی و کاهش ظرفیت تأمین مالی برای بخش خصوصی، شکل می‌گیرد. این پدیده در شرایطی که دولت با کسری بودجه مزمن مواجه باشد، شدت می‌گیرد و آثار نامطلوبی بر روند سرمایه‌گذاری، اشتغال و رشد اقتصادی وارد می‌سازد. این مطالعه با هدف بررسی پویایی ازدحام مالی در اقتصاد ایران و تحلیل شدت و تغییرات آن در گذر زمان، در بازه زمانی سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۴۰۱، طراحی شده است.

در این پژوهش، به منظور تحلیل اثر «ازدحام مالی» یا برون‌رانی در اقتصاد، روند متغیرهای اثرگذار بر کسری بودجه مورد بررسی قرار گرفته است. این متغیرها شامل مخارج دولت (اعم از سهم هزینه‌های جاری و عمرانی دولت)، منابع درآمدی و شیوه تأمین کسری می‌باشند. برآورد مدل با استفاده از داده‌های فصلی و به روش بردار خودرگرسیون با ضرایب زمانی متغیر (TVP-VAR) انجام می‌پذیرد. استفاده از مدل TVP-VAR امکان رهگیری پویایی روابط میان این متغیرها در دوره‌های مختلف زمانی را فراهم می‌سازد. در این پژوهش، چهار متغیر اصلی به‌کار گرفته می‌شود: کسری بودجه دولت به‌عنوان منشأ اولیه ازدحام مالی، نسبت بدهی دولت به سیستم بانکی نسبت به نقدینگی به‌عنوان شاخص استفاده دولت از منابع مالی، نسبت تسهیلات اعطایی به بخش غیردولتی نسبت به نقدینگی به‌عنوان شاخص دسترسی بخش خصوصی به منابع بانکی، و نسبت تشکیل سرمایه ثابت به تولید ناخالص داخلی به‌عنوان شاخص نهایی سرمایه‌گذاری.

یافته‌های کلیدی

✓ تحلیل داده‌های این پژوهش با استفاده از مدل TVP-VAR نشان می‌دهد که کسری بودجه دولت به‌طور مستقیم بر دسترسی بخش خصوصی به منابع بانکی اثر منفی دارد. در سال‌هایی که دولت برای جبران کسری بودجه به بانک‌ها متکی بوده است، سهم تسهیلات در اختیار بخش خصوصی کاهش یافته و این مسئله موجب شکل‌گیری پدیده ازدحام مالی شده است. پیامد این وضعیت کاهش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و افت رشد اقتصادی است.

✓ شدت ازدحام مالی در طول زمان نوسان دارد و در دوره‌هایی که دولت وابستگی خود به

بانک‌ها را کاهش داده، این پدیده کاهش یافته یا به‌طور کامل فروکش کرده است. به عنوان نمونه، در اوایل دهه ۱۳۸۰ و برخی سال‌های دهه ۱۳۹۰، زمانی که بدهی دولت به سیستم بانکی پایین بوده، منابع بیشتری در اختیار بخش خصوصی قرار گرفته و تزامم مالی کاهش یافته است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که ازدحام مالی ماهیتی ساختاری ندارد و با اتخاذ سیاست‌های مالی مناسب قابل کنترل است، اگرچه ریسک بازگشت آن همواره وجود دارد.

✓ تحلیل مسیر بدهی دولت به سیستم بانکی نشان می‌دهد که افزایش این بدهی در بلندمدت اثرات منفی ازدحام مالی را تشدید می‌کند. به عبارت دیگر، کسری بودجه تنها زمانی منجر به تزامم مالی می‌شود که از طریق بانک‌ها تأمین شود؛ در صورتی که منابع جایگزین مانند بازار بدهی یا درآمدهای مالیاتی مورد استفاده قرار گیرد، اثر منفی کاهش می‌یابد.

✓ همچنین بررسی رابطه میان رشد نقدینگی، تخصیص تسهیلات بانکی و بازده بازار سهام نشان می‌دهد که افزایش نقدینگی به‌صورت بالقوه اثر مثبتی بر بازار سرمایه دارد، اما این اثر مشروط به تخصیص بهینه منابع بانکی به بخش خصوصی است. تمرکز بانک‌ها بر تأمین کسری بودجه، این رابطه را تضعیف کرده و موجب می‌شود بازار سرمایه و نظام بانکی نتوانند به‌طور کامل نقش مکمل خود در تأمین مالی و رشد اقتصادی ایفا کنند.

✓ تحلیل با استفاده از روش MIDAS نیز نشان می‌دهد که افزایش تزامم مالی به‌طور منفی بر نرخ رشد اقتصادی سالانه اثر می‌گذارد. هرچه دسترسی بخش خصوصی به منابع بانکی محدودتر شود، ظرفیت تولیدی کاهش یافته و رشد اقتصادی افت می‌کند. این یافته‌ها تأکید می‌کنند که ازدحام مالی در ایران نه یک الزام ساختاری، بلکه نتیجه تصمیمات مالی دولت است و با اصلاح نحوه تأمین کسری بودجه می‌توان شدت آن را کاهش داد.

✓ از منظر نظری، این نتایج با تحلیل‌های نئوکلاسیک و پول‌گرایی هم‌راستا هستند. مطابق این دیدگاه‌ها، افزایش هزینه‌های دولت با جذب منابع موجود در بازار پول، منابع قابل تخصیص به بخش خصوصی را کاهش داده و رشد بلندمدت اقتصادی را محدود می‌کند. در ایران نیز با وجود غیررقابتی بودن بازار پول، شواهد نشان می‌دهد که نیاز دولت به منابع بانکی، به‌طور غیرمستقیم دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات تولیدی را محدود می‌سازد.

پیشنهادات و توصیه‌های سیاستی

✓ بر پایه نتایج این پژوهش، روشن است که ازدحام مالی یکی از عوامل اصلی کاهش رشد اقتصادی در ایران است و این پدیده نتیجه تصمیمات مالی دولت است و نه الزام ساختاری. برای مهار این مشکل، اصلاحات ساختاری در نظام مالی و بودجه دولت ضروری است. دولت می‌تواند با کاهش وابستگی به منابع ناپایدار و نفتی، اصلاح نظام مالیاتی، کنترل هزینه‌های جاری و هدفمند کردن یارانه‌ها، فشار بر سیستم بانکی را کاهش دهد و منابع بیشتری را به سمت بخش خصوصی هدایت کند. در کنار آن، طراحی برنامه‌های چندساله کاهش کسری بودجه با شفافیت کامل می‌تواند اعتماد بخش خصوصی را تقویت نماید.

✓ مهار انباشت بدهی دولت به بانک‌ها نیز اهمیت بالایی دارد. برای این منظور، اقدامات تدریجی مانند بازپرداخت بدهی‌ها، تهاتر با مطالبات قطعی دستگاه‌ها و بهره‌گیری هدفمند از اوراق بدهی می‌تواند نقش موثری داشته باشد، هرچند این اقدامات باید با سازوکارهای قانونی شفاف و قابل پیگیری همراه باشد تا اثرگذاری واقعی داشته باشند.

✓ همزمان، اصلاح ساختار تأمین مالی بانکی و افزایش سهم ابزارهای مشارکتی واقعی به جای ابزارهای کوتاه‌مدت و کم‌ریسک، می‌تواند منابع بانکی را به سمت تولید و سرمایه‌گذاری هدایت کرده و مأموریت اصلی بانک‌ها را احیا کند. تقویت فروش اقساطی، توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و گسترش بازار سرمایه نیز ظرفیت تأمین مالی بخش خصوصی را افزایش می‌دهد و ریسک وابستگی به منابع بانکی را کاهش می‌دهد.

✓ در بخش سرمایه‌گذاری کلان، هدایت منابع به پروژه‌های عمرانی و به‌کارگیری مدل‌های مشارکت عمومی-خصوصی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، امکان فعال‌سازی بخش خصوصی و کاهش بار مالی دولت را فراهم می‌آورد و همزمان به توسعه پایدار اقتصادی و بهبود فضای کسب‌وکار کمک می‌کند.

✓ در نهایت، برای کاهش ازدحام مالی و بهبود تخصیص منابع، لازم است که سیاست‌های مالی و پولی با یکدیگر هماهنگ شوند، شفافیت و نظارت بر بازار سرمایه افزایش یابد و بنگاه‌های کوچک و متوسط نیز برای ورود به بازار سرمایه حمایت شوند. اجرای این مجموعه اقدامات، ضمن کاهش فشار بر بانک‌ها، زمینه را برای رشد پایدار اقتصادی و ارتقای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی فراهم می‌کند.

۱. مقدمه و بیان مسئله

تحقیقات و تحلیل‌های نظری قابل توجهی وجود دارد که ثابت می‌کند چگونه هزینه‌های دولت با عملکرد بخش خصوصی مرتبط است. صحبت در مورد این مسائل حول دومفهوم کلیدی «اثر ازدحام»^۱ و «اثر جذب»^۲ می‌چرخد. اثر ازدحام به وضعیتی اشاره دارد که افزایش هزینه‌های دولت یا استقراض آن از منابع مالی موجود، منجر به کاهش دسترسی بخش خصوصی به این منابع و در نتیجه کاهش سرمایه‌گذاری خصوصی می‌شود. در مقابل، اثر جذب زمانی رخ می‌دهد که هزینه‌های دولتی، به‌ویژه در زیرساخت‌ها یا پروژه‌های مولد، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را تحریک کرده و آن را افزایش می‌دهد. در اقتصاد ایران، اثر ازدحام به دلیل وابستگی بالای دولت به منابع بانکی، غالب بوده و اثر جذب به دلیل کمبود پروژه‌های زیرساختی با بازده بالا، کمتر مشاهده می‌شود. بسیاری از محققان رابطه بین هزینه‌های دولتی و رفتار بخش خصوصی را بررسی کرده‌اند (آفونسو و سوزا،^۳ ۲۰۱۲؛ آرگیمون^۴ و همکاران، ۱۹۹۷؛ باکستر و کینگ^۵، ۱۹۹۳؛ بلانچارد و جانسون^۶، ۲۰۱۳؛ کریستیانو و آیکنبام^۷، ۱۹۹۲؛ کوئستاس^۸ و همکاران، ۲۰۲۰).

فهم این سازوکارها برای سیاست‌گذارانی که می‌خواهند در مسیر پیچیده سیاست‌های مالی حرکت کنند، به‌ویژه در زمان‌های ناپایداری یا احیای اقتصادی، ضروری است. پایه‌های نظری برای درک این دو اثر متضاد ناشی از تغییرات هزینه‌های دولتی، به نوشته‌های اقتصاددانان کلاسیک اولیه مانند آدام اسمیت و دیوید ریکاردو برمی‌گردد که تأثیر وام‌گیری دولت بر فعالیت‌های اقتصادی را مطالعه کردند (فورسری و سوسا^۹، ۲۰۱۹). اما این بحث در قرن بیستم، به‌ویژه در قالب نظریه‌های کینزی و نئوکلاسیک، گسترش چشمگیری یافت. هر یک از این مکاتب، دیدگاه‌های متفاوتی درباره تأثیر دخالت دولت بر بخش خصوصی ارائه می‌دهند؛

1- Crowding Out Effect

2- Crowding In Effect

3- Afonso & Sousa

4- Argimon

5- Baxter & King

6- Blanchard & Johnson

7- Christiano & Eichenbaum

8- Cuestas

9- Furceri & Sousa

کینزین‌ها عموماً بر فواید هزینه‌های دولتی در تقویت تقاضای کل در زمان رکود تأکید دارند، در حالی که نئوکلاسیک‌ها اغلب نسبت به خطرات وام‌گیری بیش‌ازحد دولت و احتمال جابجایی سرمایه‌گذاری خصوصی هشدار می‌دهند. در مرکز این بحث، موضوع تخصیص منابع و میزان هم‌افزایی یا تقابل هزینه‌های دولتی با فعالیت‌های بخش خصوصی قرار دارد. هنگامی که دولت منابع مالی را به اقتصاد وارد می‌کند؛ چه از طریق سرمایه‌گذاری مستقیم، طرح‌های زیرساختی و یا برنامه‌های حمایتی، می‌تواند فعالان اقتصادی را به شیوه‌های گوناگون تحت تأثیر قرار دهد. پرسش کلیدی این است که آیا این هزینه‌ها با افزایش تقاضا و ایجاد فرصت‌های تازه، به‌عنوان محرکی برای توسعه بخش خصوصی عمل می‌کنند یا با تسلط بر منابع مالی و بالا بردن هزینه‌های وام، سرمایه‌گذاری خصوصی را تضعیف می‌کنند.

منابع مالی هزینه‌های دولتی می‌تواند از راه‌های متفاوتی مانند مالیات، وام‌گیری یا خلق پول تأمین شود. هر یک از این روش‌ها اثرات خاص خود را بر پدیده ازدحام و جذب دارد. برای نمونه، اگر هزینه‌های دولتی با افزایش مالیات تأمین شود، ممکن است درآمد قابل استفاده خانوارها و بنگاه‌ها کاهش یابد و این امر به کاهش مصرف و سرمایه‌گذاری منجر شود. در مقابل، اگر این هزینه‌ها از طریق وام‌گیری تأمین شوند، تقاضای بیشتر برای منابع مالی قابل وام می‌تواند نرخ بهره را بالا ببرد و وام‌گیری و سرمایه‌گذاری را برای شرکت‌ها پرهزینه‌تر کند. این سازوکار، پایه فرضیه سستی ازدحام است که بیان می‌کند هزینه‌های دولتی با بالا بردن هزینه سرمایه، جای سرمایه‌گذاری خصوصی را می‌گیرد. اما اثر جذب، که معمولاً به اقتصاد کینزی نسبت داده می‌شود، این نگاه را با تأکید بر توانایی هزینه‌های دولتی در انگیزش فعالیت بخش خصوصی — به‌ویژه در زمان رکود یا استفاده ناکافی از منابع به چالش می‌کشد. در چنین موقعیت‌هایی که بنگاه‌ها به دلیل تقاضای پایین انگیزه‌ای برای سرمایه‌گذاری ندارند، هزینه‌های دولتی می‌تواند با تقویت تقاضای کل و فراهم کردن شرایط مناسب، به احیای فعالیت‌های اقتصادی کمک کند. این دیدگاه بر این پیش‌فرض استوار است که اقتصاد در ظرفیت کامل خود عمل نمی‌کند و منابع بلااستفاده (مانند نیروی کار بیکار یا سرمایه بدون استفاده) وجود دارد که دولت می‌تواند آن‌ها را فعال کند. در این حالت، هزینه‌های دولتی نه تنها رقیب بخش خصوصی نیست، بلکه با ایجاد بستر لازم، مکمل آن می‌شود. این موضوع، پیامدهای مهمی برای سیاست‌های مالی دارد، به‌ویژه در زمان‌های رکود یا بیکاری گسترده. برای مثال، در رکود بزرگ

دهه ۱۹۳۰، کینز تأکید کرد که دخالت دولت برای تقویت تقاضا و نجات اقتصاد از چرخه کاهش تورم ضروری است. نظریه او بنیان سیاست‌های محرک مالی امروزی را شکل داد که هدفشان تحریک سرمایه‌گذاری خصوصی از طریق هزینه‌های عمومی در زمان رکود است. اما منتقدان این رویکرد، به‌ویژه کسانی که به مکاتب نئوکلاسیک و پول‌گرایی وابسته‌اند، معتقدند که هزینه‌های بیش‌ازحد دولتی می‌تواند به ناکارآمدی، تورم و بدهی‌های ناپایدار منجر شود و در نهایت با ازدحام فعالیت‌های بخش خصوصی، به رشد اقتصادی درازمدت آسیب بزند.

مطالعات تجربی درباره تأثیر مخارج دولت بر فعالیت‌های بخش خصوصی گسترده بوده و نتایج متفاوتی ارائه می‌دهد که نشان‌دهنده پیچیدگی این موضوع است. پژوهش‌ها نشان داده‌اند که تأثیر هزینه‌های دولتی بر سرمایه‌گذاری و مصرف خصوصی بسته به شرایط اقتصادی، وضعیت بازارهای مالی، میزان بدهی عمومی و نوع هزینه‌های دولتی، به‌شدت متغیر است. به‌عنوان مثال، در دوره‌های رکود، زمانی که نرخ‌های بهره پایین بوده و ظرفیت‌های اقتصادی استفاده‌نشده زیادی وجود دارد، افزایش مخارج دولت می‌تواند به افزایش سرمایه‌گذاری خصوصی کمک کند. در مقابل، در دوره‌های رونق اقتصادی، که نرخ بهره بالا بوده و منابع به‌طور کامل به کار گرفته شده‌اند، مخارج دولت می‌تواند با افزایش هزینه‌های استقراض و رقابت بر سر منابع محدود، باعث کاهش سرمایه‌گذاری خصوصی شود.

این وابستگی شدید اثرات سیاست مالی به شرایط اقتصادی، اهمیت بررسی دقیق بسترهای اقتصادی در هنگام اجرای سیاست‌های مالی را برجسته می‌کند (آفونسو و سوسا، ۲۰۱۱، ۲۰۱۲؛ آندراده و دوارته^۱، ۲۰۱۴؛ آتابایف^۲ و همکاران، ۲۰۱۸؛ باهال^۳ و همکاران، ۲۰۱۸؛ فوناشیما و اوتسوکا^۴، ۲۰۱۹؛ وانگ^۵، ۲۰۲۱). سیاست‌گذاران باید مزایا و هزینه‌های افزایش مخارج عمومی را به دقت مورد ارزیابی قرار دهند و میان منافع کوتاه‌مدت آن در تحریک تقاضا و پیامدهای بلندمدت آن، همچون رشد بدهی و محدود شدن سرمایه‌گذاری خصوصی، توازن برقرار کنند.

1- Andrade & Duarte

2- Atabaev

3- Bahal

4- Funashima & Ohtsuka

5- Wang

بنابراین، بررسی اثرات متناقض مخارج دولت تنها یک بحث نظری نیست، بلکه مسئله‌ای حیاتی در تدوین سیاست‌های مالی پایدار و اثربخش محسوب می‌شود. در مجموع، ارتباط میان هزینه‌های دولت و فعالیت‌های اقتصادی بخش خصوصی پیچیده بوده و نقش اثر ازدحام در این فرآیند بسیار حائز اهمیت است. نظریه‌های اقتصادی از جمله کلاسیک، نئوکلاسیک و کینزی، چارچوب‌هایی تحلیلی برای درک چگونگی تأثیرگذاری مخارج دولت بر سرمایه‌گذاری خصوصی ارائه می‌دهند. با این حال، یافته‌های تجربی نشان می‌دهد که میزان اثرگذاری این مخارج، به شدت به شرایط اقتصادی و بسترهای سیاسی بستگی دارد. از این رو، درک این پویایی‌ها برای سیاست‌گذاری که در پی تدوین سیاست‌های مالی کارآمد با هدف رشد پایدار اقتصادی و اجتناب از انباشت بدهی و تخصیص نامناسب منابع هستند، امری ضروری خواهد بود.

افزایش هزینه‌های دولت می‌تواند به تغییر الگوهای مصرف و سرمایه‌گذاری در بخش خصوصی دامن بزند؛ به عبارتی، تأمین هزینه‌های دولتی از طریق جذب منابع از بانک‌ها و بازار سرمایه، امکان دارد منابع مورد نیاز بخش خصوصی را محدود کند. در این میان، یکی از نکات کلیدی، مکانیزم اثر ازدحام تأمین مالی از طریق کانال ترانزنامه بانکی است. به طوری که در زمان‌های اجرای سیاست‌های پولی انقباضی، بانک‌ها به دلیل تخلیه ذخایر، تمایل دارند کل عرضه وام‌های خود را کاهش دهند (برنانکه و بلایندر^۱، ۱۹۸۸). با این وجود، ممکن است برخی بانک‌ها در پاسخ به این کاهش ذخایر، از طریق افزایش بدهی‌های غیرقابل رزرو مانند سپرده‌های بیمه‌نشده تلاش کنند تا اثر انقباض را کاهش دهند؛ اما با توجه به هزینه‌های بالای این بدهی‌ها، انتظار می‌رود سیاست‌های پولی انقباضی همچنان منجر به کاهش خالص وجوه قابل استقراض گردد (رومر و همکاران^۲، ۱۹۹۰؛ استاین^۳، ۱۹۹۵).

اقتصاد ایران با چالش‌های متعددی در تأمین مالی بخش خصوصی مواجه است که عمدتاً ناشی از فشار مخارج دولت بر سیستم بانکی و اثر ازدحام است. مخارج دولت، به ویژه مخارج جاری مانند یارانه‌های غیرمولد و هزینه‌های اداری، با افزایش استقراض از بانک‌ها، منابع مالی محدود را از دسترس بخش خصوصی خارج می‌کند. این فشار بر سیستم بانکی، نرخ بهره را افزایش داده، دسترسی بنگاه‌های تولیدی به اعتبارات را محدود می‌کند

1- Bernanke and Blinder

2- Romer

3- Stein

و سرمایه‌گذاری خصوصی را تضعیف می‌نماید (شاگری، ۱۳۹۴). در مقابل، مخارج عمرانی دولت، مانند سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها، می‌توانند اثر جذب ایجاد کرده و با بهبود شرایط تولید، سرمایه‌گذاری خصوصی را تحریک کنند (محمودزاده و همکاران، ۱۳۹۰). با این حال، وابستگی شدید دولت به منابع بانکی، حتی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی، اغلب اثر ازدحام را غالب می‌کند. این پژوهش با تمرکز بر نقش سیستم بانکی در تشدید اثر ازدحام، به بررسی مکانیزم‌های اثرگذاری مخارج دولت بر تأمین مالی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌پردازد. هدف این مطالعه ارائه راهکارهای سیاستی عملی برای کاهش فشار بر سیستم بانکی، توسعه کانال‌های مالی بازارمحور، و تقویت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی است تا رشد اقتصادی پایدار در ایران محقق شود.

علاوه بر این، تحقیقات نشان می‌دهد که ویژگی‌های ترازنامه بانک‌ها در واکنش به تغییرات سیاست‌های پولی نقش مهمی ایفا می‌کند؛ به‌عنوان نمونه، کاشیاپ و استین^۱ (۲۰۰۰) با بررسی اندازه و نقدینگی بانک‌ها نشان دادند که بانک‌های کوچک با ترازنامه کمتر نقدینگی، نسبت به بانک‌های بزرگ حساسیت بیشتری در کاهش وام‌دهی در مواجهه با سیاست‌های انقباضی دارند. کانال ترازنامه همچنین پیش‌بینی می‌کند که در شرایط پولی فشرده، بانک‌ها وام‌های خود را از شرکت‌های کوچک به نفع شرکت‌های بزرگ تخصیص می‌دهند؛ وضعیتی که به عنوان «گریز به سمت کیفیت»^۲ شناخته می‌شود. برای مثال، لانگ و ناکامورا^۳ (۱۹۹۵) مشاهده کردند که در دوره‌های انقباض اعتباری، بانک‌ها تمایل بیشتری به اعطای وام‌های «مطمئن» دارند. برنانکه و گرتلر^۴ (۱۹۹۶) با داده‌های شرکت‌های تولیدی نشان دادند که شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ، دسترسی کمتری به اعتبار پیدا می‌کنند. به‌طور مشابه، مفاهیم مطرح شده در ادبیات سهمیه‌بندی اعتباری نیز نشان می‌دهد که افزایش نرخ‌های بهره می‌تواند ریسک اخلاقی را افزایش داده و بانک‌ها را وادار به تعیین سهمیه برای وام‌گیرندگان کند (استیگلitz و ویس^۵، ۱۹۸۱).

1- Kashyap, A.K. and J.C. Stein

2- Flight to Quality

3- Lang and Nakamura

4- Bernanke & Gertler

5- Stiglitz & Weiss

در اقتصاد ایران، مکانیزم ازدحام مالی عمدتاً از طریق جذب منابع بانکی توسط دولت (با اتکا به ریسک نکول پایین‌تر) و رفتار بانک‌ها تشدید می‌شود. بانک‌ها با انگیزه‌های سودآوری و مدیریت ریسک، منابع را به سمت خرید اوراق دولتی سوق داده و همزمان با استفاده از ابزارهای نقدینگی بانک مرکزی (مانند تنخواه‌گردان)، به تأمین هزینه‌های عمومی می‌پردازند. این رفتار دوگانه، همزمان از طریق «گریز به کیفیت» (انتقال منابع به دارایی‌های کم‌ریسک‌تر) و پشتیبانی نهادی بانک مرکزی، منجر به انحراف اعتبارات از بخش خصوصی شده و دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط را به منابع بانکی محدود می‌کند. افزون بر این، افزایش مداوم هزینه‌های دولتی ممکن است نگرانی‌هایی درباره کسری بودجه و مدیریت مالی ایجاد کرده و اعتماد سرمایه‌گذاران را کاهش دهد؛ اما در صورتی که این هزینه‌ها به سمت پروژه‌های زیرساختی و توسعه‌ای هدایت شود، امکان جذب سرمایه‌های جدید نیز فراهم می‌گردد. در نهایت، تبیین سازوکار تأمین مالی در بخش‌های دولتی و خصوصی و بررسی اثر ازدحام تأمین مالی در سیستم بانکی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، چرا که این عوامل می‌توانند تأثیر مستقیمی بر پویایی اقتصاد کلان ایران داشته باشند.

۲. اهمیت و ضرورت پژوهش

سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از متغیرهای حیاتی اقتصاد، به‌ویژه در کشورهای در حال توسعه، نقشی کلیدی در هم‌سوکردن طرف‌های تقاضا و عرضه و در نهایت رشد و توسعه اقتصادی ایفا می‌کند. از آنجایی که سرمایه‌گذاری جزء هزینه‌های بسیار نوسان‌پذیر و نسبتاً بی‌ثبات کل مخارج اقتصادی محسوب می‌شود، این امر می‌تواند به عنوان شاخصی از نوسانات اقتصادی و چرخه‌های تجاری مورد بررسی قرار گیرد؛ به طوری که برخی پژوهش‌ها معتقدند ردپای چرخه‌های تجاری را می‌توان در نوسانات سرمایه‌گذاری یافت (شاگری، ۱۳۹۴: ۷۳۵-۷۳۶). از این رو، همواره شناسایی عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری و بررسی ارتباط سیاست‌های اقتصادی با سرمایه‌گذاری خصوصی، موضوع مورد توجه اقتصاددانان و مسئولین اقتصادی بوده و مطالعات گسترده‌ای در این زمینه انجام شده است.

بر اساس ادبیات اقتصاد کلان، عوامل متعددی بر سرمایه‌گذاری خصوصی تأثیرگذار هستند که در میان آن‌ها، مخارج دولتی به عنوان یکی از متغیرهای اساسی مطرح می‌شود. شواهد تجربی نشان می‌دهد که رابطه میان سرمایه‌گذاری خصوصی و دولتی مبهم است؛ از یک سو، سرمایه‌گذاری

دولتی در امور زیربنایی می‌تواند با ایجاد زیرساخت‌های لازم، هزینه‌های بخش خصوصی را کاهش داده و زمینه را برای افزایش سرمایه‌گذاری خصوصی فراهم کند؛ و از سوی دیگر، به دلیل محدودیت امکانات و منابع مالی در کشورهای در حال توسعه، افزایش مخارج دولت ممکن است موجب جانشینی جبری بین سرمایه‌گذاری دولتی و خصوصی گردد؛ به گونه‌ای که با افزایش هزینه‌های دولت، نرخ بهره بازار و قیمت کالاهای سرمایه‌ای افزایش یافته و در نتیجه تقاضای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی کاهش یابد.

شواهد تجربی حاصل از مطالعات انجام‌شده در خصوص نحوه تأثیرگذارمخارج کلی دولت بر سرمایه‌گذاری خصوصی، چه در کشورهای در حال توسعه (از جمله ایران) و چه در کشورهای توسعه‌یافته، نتایج متفاوتی ارائه داده است. به عنوان مثال، برخی از مطالعات نشان داده‌اند که مخارج دولت اثر مکمل بر سرمایه‌گذاری خصوصی داشته است (همچون مطالعات حجتی و همکاران (۱۳۸۴)، صادقی و همکاران (۱۳۸۶)، محنت‌فر (۱۳۹۴)، کاشتپلی^۱ (۲۰۰۵) و جبرین^۲ و همکاران (۲۰۱۴))؛ در حالی که در سایر مطالعات، افزایش مخارج دولت به عنوان عاملی جانشین در سرمایه‌گذاری خصوصی تلقی شده است (مانند مطالعات مومنی و خضری (۱۳۹۴)، خلیلی عراقی و شریفی (۱۳۹۷)، باشار و تمارلنک^۳ (۲۰۰۷)، فورسری و سوسا^۴ (۲۰۱۱)، افونسو و سوسا^۵ (۲۰۱۲)، باهال^۶ و همکاران (۲۰۱۸) و نگوئن و ترینج^۷ (۲۰۱۸)). رابطه بین مخارج دولت و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در اقتصاد ایران به دلیل ساختار خاص بازار مالی و وابستگی بالای دولت به منابع بانکی، همواره موضوعی پیچیده و مبهم بوده است. در حالی که برخی مطالعات، افزایش مخارج دولت را به عنوان عاملی جانشین برای سرمایه‌گذاری خصوصی تلقی کرده‌اند، این رابطه به‌طور خاص از منظر «اثر ازدحام» کمتر مورد توجه قرار گرفته است. اثر ازدحام به وضعیتی اشاره دارد که افزایش مخارج دولت یا استقراض آن از منابع مالی موجود، منجر به کاهش دسترسی بخش خصوصی به این منابع و در نتیجه کاهش سرمایه‌گذاری

1- Kuştepeli

2- Jibrin

3- Başar & Temurlenk

4- Furceri & Sousa

5- Afonso & Sousa

6- Bahal

7- Nguyen

خصوصی می‌شود. این پدیده به‌ویژه در اقتصادهایی مانند ایران، که بازار پول غیررقابتی است و دولت نقش غالبی در جذب منابع بانکی دارد، از اهمیت بسزایی برخوردار است.

با این حال، ابهام در تأثیر مخارج دولت بر سرمایه‌گذاری خصوصی، ضرورت بررسی دقیق‌تر اثر ازدحام را در چارچوب نظری و تجربی برجسته می‌سازد. از منظر نظری، مکاتب نئوکلاسیک و پول‌گرایی تأکید دارند که افزایش مخارج دولت از طریق جذب منابع مالی محدود، می‌تواند به کاهش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و کندی رشد اقتصادی منجر شود. در مقابل، برخی دیدگاه‌ها، مانند اثر جذب استدلال می‌کنند که مخارج دولتی در پروژه‌های زیرساختی می‌تواند سرمایه‌گذاری خصوصی را تحریک کند. با این وجود، شواهد اولیه در اقتصاد ایران نشان‌دهنده غلبه اثر ازدحام بر اثر جذب است، به‌ویژه به دلیل کسری بودجه مزمن و وابستگی دولت به سیستم بانکی. این وضعیت، ضرورت این پژوهش را برای بررسی اثر ازدحام به‌عنوان یک پدیده کلیدی در نظام تأمین مالی بخش خصوصی و ارائه راهکارهای سیاستی برای مهار آن توجیه می‌کند. به عبارت دیگر، اثر ازدحام مالی در اقتصاد ایران نه یک ضرورت ساختاری، بلکه نتیجه تصمیمات مالی دولت تلقی می‌شود. از منظر نظری، نتایج این پژوهش با تحلیل‌های ارائه‌شده در چارچوب مکاتب نئوکلاسیک و پول‌گرایی هم‌راستاست. طبق این دیدگاه‌ها، افزایش هزینه‌های دولت از طریق جذب منابع مالی موجود در بازار پول، منجر به کاهش منابع قابل تخصیص به بخش خصوصی و در نهایت کاهش رشد بلندمدت می‌شود. در ایران نیز، با وجود غیررقابتی بودن بازار پول، شواهد نشان می‌دهد که افزایش نیاز دولت به منابع سیستم بانکی، به‌طور غیرمستقیم اعتبارات در دسترس برای تولید را محدود می‌سازد. از طرفی با توجه به شرایط خاص اقتصاد ایران در دوران حاضر (مانند وجود تحریم و محدودیت‌های مالی دولت)، نیاز به سرمایه‌گذاری خصوصی اهمیت دوچندان یافته است و هرگونه تلاش برای حفظ و گسترش سرمایه‌گذاری خصوصی می‌تواند نقش حیاتی در اقتصاد کشور داشته باشد. از این رو، شناخت دقیق عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری خصوصی می‌تواند به سیاست‌گذاران اقتصادی در برنامه‌ریزی‌های دقیق و دستیابی به اهداف کلان اقتصادی یاری رساند.

همچنین، بحث حضور دولت در اقتصاد که پس از رخداد رکود بزرگ جهانی در دهه ۳۰ میلادی با نظریه‌های کینزی مورد توجه قرار گرفت، پیامدهای متعددی را برای اقتصاد به همراه داشته است. در این راستا، دولت‌ها برای دستیابی به اهداف کلان اقتصادی از ابزارهای سیاست مالی

نظیر مخارج دولت بهره می‌برند و می‌توانند در تحقق اهدافی مانند توزیع عادلانه درآمد، کنترل بیکاری، رشد اقتصادی پایدار و مهار تورم نقش مؤثری ایفا کنند. از سوی دیگر، بر اساس ادبیات اقتصادی و شواهد تجربی، مخارج مالی دولت به عنوان یکی از عوامل مهم تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری خصوصی شناخته شده‌اند و افزایش آن می‌تواند به عنوان عاملی مکمل یا جانشین سرمایه‌گذاری خصوصی تلقی شود. بنابراین، با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری خصوصی در شرایط کنونی، لازم است سیاست‌های مالی (مخارج دولت) به گونه‌ای تنظیم شوند که علاوه بر تأمین نیازهای مالی دولتی، نقش مکمل و محرکی برای سرمایه‌گذاری خصوصی ایفا کنند؛ امری که تنها از طریق تحقیقات تجربی در خصوص عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری خصوصی و بررسی رابطه میان مخارج دولت و سرمایه‌گذاری خصوصی امکان‌پذیر خواهد بود.

در ایران، بر اساس اصل چهل و چهار و چهل و پنجم قانون اساسی، مالکیت گسترده‌ای در دست دولت قرار دارد. مطابق این اصول، منابع طبیعی و ثروت‌های عمومی در اختیار دولت اسلامی است تا به بهترین نحو در جهت منافع عمومی به کار گرفته شود (قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران). با توجه به این مالکیت گسترده، می‌توان استنباط کرد که دولت نقش اصلی را در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی کشور به عهده دارد. افزون بر این، سیاست مالی در ایران عمدتاً از طریق کانال مخارج دولت اجرا می‌شود. نظام تأمین مالی بخش خصوصی در ایران، به دلیل ساختار متمرکز و غیررقابتی بازار پول و وابستگی شدید دولت به منابع بانکی، با چالش‌های عمیقی مواجه است که رشد اقتصادی و توسعه بنگاه‌های تولیدی را محدود کرده است. اثر ازدحام مالی به‌عنوان پدیده‌ای که در آن افزایش مخارج یا استقراض دولت، منابع مالی محدود را از بخش خصوصی سلب کرده و سرمایه‌گذاری مولد را کاهش می‌دهد، یکی از موانع کلیدی در این زمینه است. با این حال، این مفهوم در مطالعات پیشین اقتصاد ایران کمتر به‌صورت صریح مورد بررسی قرار گرفته و اغلب تحت عنوان رابطه مبهم مخارج دولت و سرمایه‌گذاری خصوصی تحلیل شده است. این پژوهش با تمرکز بر اثر ازدحام به‌عنوان محور اصلی، به تحلیل عمیق مشکلات تأمین مالی بخش خصوصی و تأثیر سیاست‌های مالی دولت بر آن می‌پردازد.

تأمین مالی بخش خصوصی در ایران به دلیل فشار مخارج دولت بر سیستم بانکی و اثر ازدحام مالی با چالش‌های جدی مواجه است. مخارج جاری دولت، مانند حقوق و یارانه‌های

غیرهدفمند، با افزایش استقراض از بانک‌ها، منابع مالی را از بخش خصوصی سلب کرده، نرخ بهره را بالا می‌برد و دسترسی بنگاه‌های تولیدی به اعتبارات بانکی را محدود می‌کند (محمودزاده و همکاران، ۱۳۹۰). این فشار بر سیستم بانکی، که کانال اصلی تأمین مالی در ایران است، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را کاهش داده و رشد اقتصادی را تضعیف می‌کند (شاکری، ۱۳۹۴). در مقابل، مخارج عمرانی هدفمند، مانند سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های حمل‌ونقل و انرژی، می‌توانند اثر جذب ایجاد کرده و سرمایه‌گذاری خصوصی را تحریک کنند، اما این اثر به دلیل وابستگی به منابع بانکی اغلب کمرنگ است. ضرورت این پژوهش در تحلیل دقیق نقش سیستم بانکی در تشدید اثر ازدحام و تأثیر آن بر کانال‌های تأمین مالی بخش خصوصی (بانک‌ها و بازار سرمایه) است. این مطالعه با شناسایی مکانیزم‌های اثرگذاری مخارج دولت و ارائه راهکارهای سیاستی، مانند توسعه ابزارهای مالی بازارمحور و کاهش کسری بودجه، به تقویت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و رشد اقتصادی پایدار کمک می‌کند. این موضوع برای سیاست‌گذاران و فعالان اقتصادی اتاق بازرگانی، که به دنبال راه‌حل‌های عملی برای بهبود محیط کسب‌وکار هستند، حیاتی است.

از منظر نظری، مکاتب نئوکلاسیک و پول‌گرایی استدلال می‌کنند که افزایش مخارج دولت، با جذب منابع مالی محدود از بازار پول، دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات را کاهش داده و رشد اقتصادی بلندمدت را تضعیف می‌کند. در مقابل، اثر جذب زمانی رخ می‌دهد که مخارج دولتی، به‌ویژه در پروژه‌های زیرساختی با بازده بالا، سرمایه‌گذاری خصوصی را تحریک کند. در اقتصاد ایران، شواهد اولیه نشان‌دهنده غلبه اثر ازدحام است؛ کسری بودجه مزمن و استقراض گسترده دولت از نظام بانکی، منابع مالی موردنیاز بنگاه‌های تولیدی را محدود کرده و منجر به کاهش سرمایه‌گذاری، بهره‌وری پایین، و کندی رشد اقتصادی شده است. این وضعیت، به‌ویژه در بخش‌های صنعتی و تولیدی کوچک و متوسط، که به اعتبارات بانکی وابسته‌اند، چالش‌های جدی ایجاد کرده است. ضرورت این پژوهش از چند منظر قابل تبیین است. نخست، روشن‌سازی رابطه مبهم بین مخارج دولت و تأمین مالی بخش خصوصی، با تأکید بر اثر ازدحام به‌عنوان یک مانع ساختاری، می‌تواند به درک بهتر ناکارآمدی‌های سیاست‌گذاری مالی در ایران کمک کند. دوم، این مطالعه با تحلیل تجربی اثر ازدحام، به شناسایی مکانیزم‌هایی می‌پردازد که از طریق آن‌ها سیاست‌های مالی دولت، دسترسی بخش خصوصی به منابع مالی

را محدود می‌سازد. سوم، ارائه راهکارهای سیاستی عملی برای کاهش اثر ازدحام و تقویت اثر جذب، می‌تواند به اصلاح نظام تأمین مالی و توسعه اقتصادی پایدار منجر شود. این پژوهش نه تنها شکاف موجود در ادبیات اقتصادی ایران را پر می‌کند، بلکه با ارائه چارچوبی منسجم برای سیاست‌گذاران، به کاهش وابستگی دولت به منابع بانکی و تقویت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی کمک می‌کند. در نهایت، این مطالعه با تمرکز بر اثر ازدحام، زنگ خطری برای نظام تأمین مالی بخش خصوصی در ایران به صدا درمی‌آورد و ضرورت اصلاحات ساختاری در سیاست‌های مالی و پولی را برجسته می‌سازد. از این رو، با توجه به جایگاه مهم دولت در اقتصاد و لزوم استفاده از مخارج دولت در سیاست‌های مالی، همراه با اهمیت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، بررسی دقیق تأثیرات مخارج دولت بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است و ضرورت انجام مطالعه حاضر را بیش از پیش آشکار می‌سازد.

۳. مبانی نظری:

مطابق ادبیات اقتصادی، نظریه‌های مختلفی در رابطه با سرمایه‌گذاری مطرح شده است که در ادامه به اختصار مورد بررسی قرار می‌گیرند. رابطه بین مخارج دولت، نرخ بهره و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در اقتصاد ایران به دلیل اثر ازدحام مالی و محدودیت‌های تأمین مالی، از اهمیت بسزایی برخوردار است. نظریه‌های اقتصادی دیدگاه‌های متفاوتی در این زمینه ارائه می‌دهند که در ادامه به صورت خلاصه بررسی می‌شوند.

نظریه کینز بر نقش نرخ بهره در سرمایه‌گذاری تأکید دارد. طبق این دیدگاه، سرمایه‌گذاری زمانی سودآور است که بازده مورد انتظار پروژه از نرخ بهره (هزینه تأمین مالی) بیشتر باشد. افزایش نرخ بهره، که اغلب ناشی از استقراض دولتی است، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را کاهش می‌دهد. مطالعات پیشین (شاکری، ۱۳۹۴) نشان می‌دهند در اقتصاد ایران، افزایش مخارج دولت از طریق جذب منابع بانکی، دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات را محدود کرده و اثر ازدحام را تقویت می‌کند.

نظریه شتاب (ساده و انعطاف‌پذیر) بیان می‌کند که سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به رشد تقاضا و درآمد ملی وابسته است. در ایران، به دلیل کسری بودجه و تخصیص غیرمولد منابع، این رابطه تضعیف شده و اثر ازدحام غالب است (صادقی و همکاران، ۱۳۸۶). نظریه نئوکلاسیک نیز

سرمایه‌گذاری را تابعی معکوس از هزینه استفاده از سرمایه (نرخ بهره و استهلاک) و تابعی مستقیم از رشد اقتصادی می‌داند. مطالعات نشان می‌دهند در اقتصاد ایران، افزایش هزینه‌های دولت، با بالا بردن نرخ بهره، سرمایه‌گذاری خصوصی را محدود می‌کند.

دیدگاه ساختارگرایان، که مغفول مانده، بر موانع ساختاری مانند بازار غیررقابتی پول و ضعف نهادهای مالی تأکید دارد. این دیدگاه استدلال می‌کند که محدودیت‌های نهادهای سیاست‌های مالی ناکارآمد، اثر ازدحام را تشدید کرده و مانع تأمین مالی بخش خصوصی می‌شوند. این پژوهش با تمرکز بر این چالش‌ها، به دنبال ارائه راهکارهای سیاستی برای کاهش اثر ازدحام و تقویت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی است.

جدول ۱- خلاصه دیدگاه‌های نظری و اثرات آنها

نظریه	محور اصلی	ارتباط با اثر ازدحام	اثر بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی
کینز	نرخ بهره و بازده سرمایه‌گذاری	استقراض دولت نرخ بهره را افزایش داده و سرمایه‌گذاری را محدود می‌کند	کاهش سرمایه‌گذاری با افزایش نرخ بهره
شتاب (ساده و انعطاف‌پذیر)	رشد تقاضا و درآمد ملی	کسری بودجه و جذب منابع بانکی اثر ازدحام را تقویت می‌کند	سرمایه‌گذاری با رشد اقتصادی افزایش می‌یابد
نئوکلاسیک	هزینه استفاده از سرمایه و رشد اقتصادی	مخارج دولت با بالا بردن نرخ بهره، اثر ازدحام را تشدید می‌کند	کاهش سرمایه‌گذاری با افزایش هزینه سرمایه
نهاد گرایان	موانع نهادی و بازار غیررقابتی	ضعف نهادهای مالی و سیاست‌های ناکارآمد اثر ازدحام را تشدید می‌کند	محدودیت‌های ساختاری سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد

انجام وظایف اجرایی در اکثر کشورها به عهده دولت گذاشته می‌شود و این امر مستلزم پرداخت هزینه‌هایی است که دولت برای تأمین آن‌ها به منابع درآمدی نیاز دارد. به همین دلیل، دولت‌ها به منظور برآورده ساختن یکی از وظایف اساسی خود یعنی تنظیم بودجه، اقدام به تدوین آن می‌کنند (حسین و چودری، ۱۳۸۲). بودجه دولت از دو بخش اصلی تشکیل شده است: دریافتی‌ها و پرداخت‌ها. دریافتی‌های دولت شامل منابعی مانند مالیات‌ها و واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای بوده و پرداخت‌ها نیز از قبیل انتقالات و هزینه‌های مصرفی دولت در نظر گرفته می‌شوند.

(رحمانی، ۱۳۹۳: ۱۳۱).

رابطه مخارج دولت و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در اقتصاد ایران، به دلیل اثر ازدحام مالی و محدودیت‌های تأمین مالی، از پیچیدگی خاصی برخوردار است. در دوران جنگ جهانی دوم، سیاست‌گذاران گسترش مخارج دولت را برای تحقق اهداف اقتصادی ضروری می‌دانستند. اما از دهه ۱۹۷۰، این دیدگاه مورد نقد قرار گرفت؛ زیرا تأمین منابع درآمدی کافی برای دولت دشوار شد و اثرات منفی تخصیص ناکارآمد منابع نمایان گردید. برخی اقتصاددانان، مانند بارو (۱۹۹۰)، معتقدند مخارج سرمایه‌ای دولت در زیرساخت‌ها و سرمایه انسانی، مانند آموزش، حمل‌ونقل، و بهداشت، می‌تواند رشد اقتصادی را تقویت کند، به‌ویژه زمانی که این مخارج به رفع ناکارآمدی‌های بازار، مانند انحصارها یا کمبود کالاهای عمومی، کمک کند (بارو، ۱۹۹۰). با این حال، تخصیص ناکارآمد منابع، به‌ویژه در هزینه‌های جاری غیرمولد، اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد، زیرا بخش دولتی معمولاً فاقد انگیزه سودآوری و رقابت‌پذیری بخش خصوصی است (رومر ۲۰۰۱). در ایران، مطالعات (شاگری، ۱۳۹۴) نشان می‌دهند که کسری بودجه مزمن و استقراض گسترده دولت از نظام بانکی، با محدود کردن دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات، اثر ازدحام را تشدید کرده و سرمایه‌گذاری مولد را کاهش داده است.

در مقابل، دیدگاه ساختارگرایان بر نقش دولت در توسعه تأکید دارد. ساختارگرایان قدیم، مانند روزنشتاین‌رودان (۱۹۴۳)، توسعه اقتصادی را نتیجه مداخلات دولتی و برنامه‌ریزی متمرکز می‌دانستند و معتقد بودند سرمایه‌گذاری دولتی می‌تواند محرک رشد باشد. اما ساختارگرایی جدید (لین، ۲۰۱۱) نقش بازار را نیز به رسمیت شناخته و بر تلفیق سیاست‌های دولتی و مکانیزم‌های بازار برای دستیابی به توسعه پایدار تأکید می‌کند. در کشورهای در حال توسعه، از جمله ایران، برخی سیاست‌گذاران سرمایه‌گذاری دولتی را محرک یا مکمل سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌دانند، اما شواهد تجربی (صادقی و همکاران، ۱۳۸۶) نشان‌دهنده غلبه اثر ازدحام در ایران است. این اثر به دلیل بازار غیررقابتی پول و ضعف نهادهای مالی، دسترسی بنگاه‌های تولیدی به منابع مالی را محدود کرده و مانع رشد اقتصادی شده است. این پژوهش با تحلیل این چالش‌ها، به دنبال ارائه راهکارهای سیاستی برای کاهش اثر ازدحام و تقویت سرمایه‌گذاری

1- Barro

2- Romer

3- Lin

بخش خصوصی است، با تأکید بر اصلاح تخصیص منابع و توسعه ابزارهای مالی بازارمحور. در میان سیاستمداران و طراحان اقتصادی کشورهای در حال توسعه، عقیده رایجی وجود دارد که سرمایه‌گذاری دولتی می‌تواند به عنوان محرکی برای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی عمل کند و از این رو ابزار مناسبی برای تحقق سیاست‌های رشد و ثبات اقتصادی به شمار می‌رود. اگرچه اثربخشی این ادعا به طور قطعی ثابت نشده است، اما به دلایل متعددی می‌توان انتظار داشت که سرمایه‌گذاری دولتی هم به عنوان محرک و هم به عنوان مکمل سرمایه‌گذاری خصوصی عمل کند. به عنوان مثال:

الف: سرمایه‌گذاری دولتی در حوزه‌های زیربنایی و ساختاری می‌تواند با کاهش هزینه‌های تولید و افزایش سودآوری، شرایط مطلوب‌تری برای سرمایه‌گذاری خصوصی ایجاد کند.

ب: از طریق افزایش تقاضای محصولات بخش خصوصی، مخارج دولتی می‌تواند به تحریک سرمایه‌گذاری در این بخش منجر شود.

ج: افزایش سرمایه‌گذاری دولتی موجب رشد درآمد ناخالص داخلی و به تبع آن افزایش پس‌انداز ملی می‌شود، که منابع لازم برای تأمین سرمایه‌گذاری خصوصی را فراهم می‌آورد.

با این حال، نباید نادیده گرفت که سرمایه‌گذاری دولتی می‌تواند اثرات منفی نیز داشته باشد؛ به گونه‌ای که رقابت بین دولت و بخش خصوصی برای تأمین منابع کمیاب، یا افزایش نرخ‌های بهره و سهمیه‌بندی اعتبارات بانکی، منابع در دسترس بخش خصوصی را کاهش داده و در نتیجه سرمایه‌گذاری خصوصی را تضعیف می‌کند. از این رو، تأثیر هزینه‌های جاری دولت بر سرمایه‌گذاری خصوصی از یک سو مبهم است و از سوی دیگر بستگی به نحوه تأمین مالی این هزینه‌ها دارد. اگر دولت هزینه‌های خود را از طریق افزایش مالیات تأمین کند، بخش خصوصی ناچار به کاهش مصرف و پس‌انداز خواهد شد. همچنین، در صورتی که مخارج جاری دولت از طریق انتشار اوراق مشارکت یا کسری بودجه تأمین شود، انتظار می‌رود که بخش خصوصی به دلیل انتظارات مبنی بر افزایش مالیات‌های آتی، رفتار احتیاطی در سرمایه‌گذاری اتخاذ کند. علاوه بر این، در صورتی که دولت دارای درآمد دیگری نظیر درآمد نفتی باشد، هزینه‌های مصرفی آن می‌تواند به صورت غیرمستقیم بر پس‌انداز و در نهایت سرمایه‌گذاری خصوصی تأثیرگذار باشد؛ به عبارت دیگر، افزایش هزینه‌های جاری دولت با تحریک تقاضا برای کالاها و خدمات

مصرفی، ممکن است بخش خصوصی را به افزایش تولید و سرمایه‌گذاری سوق دهد (هژبرکیانی و خدامردی، ۱۳۸۱: ۴۳-۴۴).

همچنین هزینه‌های عمرانی دولت، مانند سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها (جاده‌ها، بنادر، و انرژی) و سرمایه‌انسانی (آموزش و بهداشت)، می‌تواند اثر جذب ایجاد کرده و با بهبود شرایط تولید، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را تحریک کند. با این حال، اگر این هزینه‌ها از طریق استقراض بانکی تأمین شوند، رقابت بین دولت و بخش خصوصی بر سر منابع کمیاب مالی شدت گرفته و اثر ازدحام رخ می‌دهد. این رقابت می‌تواند نرخ بهره را افزایش دهد یا منجر به سهمیه‌بندی اعتبارات بانکی شود، که در نهایت منابع مالی در دسترس بخش خصوصی را کاهش داده و سرمایه‌گذاری خصوصی را تضعیف می‌کند.

در مباحث نظری نیز، دیدگاه‌های متفاوتی پیرامون تأثیر مخارج دولت بر سرمایه‌گذاری خصوصی مطرح شده است. در بین کینزی‌ها، تأکید اصلی بر روش‌های تأمین مالی مخارج دولت است. طبق این دیدگاه، اگر مخارج دولت عمده‌تأ از طریق قرض تأمین شود، رقابت بین بخش خصوصی و دولت برای تأمین سرمایه موجود سبب افزایش نرخ بهره در بازار مالی خواهد شد؛ که این افزایش نرخ بهره به نوبه خود سرمایه‌گذاری خصوصی را کاهش می‌دهد. افزایش نرخ بهره، هزینه سرمایه برای بخش خصوصی را بالا می‌برد و سرمایه‌گذاری خصوصی را کاهش می‌دهد. این پدیده که افزایش مخارج دولتی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری خصوصی می‌شود، فرضیه «ازدحام مالی» نامیده می‌شود.

در مخالفت با این نظریه، برخی نظریه‌ها مبتنی بر اصل شتاب استدلال می‌کنند که افزایش مخارج دولت باعث افزایش سطح درآمد می‌شود؛ به این ترتیب، افزایش درآمد منجر به افزایش پس‌اندازها شده و نهایتاً سرمایه‌گذاری خصوصی نیز رو به افزایش خواهد رفت. بر پایه انتظارات عقلانی، معتقد است تا زمانی که واحدهای خصوصی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، هزینه‌های تأمین مالی دولت از طریق بدهی را با افزایش مالیات‌های آتی تنزیل نکنند، این مخارج نمی‌تواند اثر جانشینی ایجاد کنند. به طور کلی، این دیدگاه بیان می‌کند که تصمیمات مالی دولت تأثیری بر سرمایه‌گذاری خصوصی و سطح تولید ندارند. از سوی دیگر، نئوکلاسیک‌ها بیشتر بر رابطه جانشینی و مکملی بین مخارج دولت و سرمایه‌گذاری خصوصی تأکید دارند؛ به گونه‌ای که در فرضیات اثر جانشینی، افزایش مخارج دولت در کالاهای سرمایه‌ای

باعث انباشت بیش از حد سرمایه از دیدگاه بخش خصوصی شده و در نتیجه سرمایه‌گذاری خصوصی کاهش می‌یابد، در حالی که فرضیات اثر مکملی استدلال می‌کنند که هزینه‌های دولت در حوزه‌های زیرساختی و سرمایه انسانی، کارایی نهایی سرمایه خصوصی را بهبود داده و آن را تشویق می‌کند (وانگ^۱، ۲۰۰۵: ۴۹۳-۴۹۴).

۱,۳ اثرات مخارج دولت بر سرمایه‌گذاری خصوصی

مخارج دولت در ایران، اعم از جاری و عمرانی، تأثیرات متفاوتی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دارند که برای سیاست‌گذاران و فعالان اقتصادی اتاق بازرگانی اهمیت ویژه‌ای دارد. اثر ازدحام و اثر جذب به همراه نحوه تأمین مالی و چالش‌های ساختاری اقتصاد ایران، این رابطه را پیچیده می‌کنند. این بخش با هدف ارائه تحلیل کاربردی و راهکارهای عملی برای تقویت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، به بررسی این اثرات در زیرتیرهای مشخص می‌پردازد و شواهد تجربی مرتبط را ارائه می‌دهد.

۲,۳ اثر ازدحام و شواهد تجربی

اثر ازدحام زمانی رخ می‌دهد که مخارج جاری دولت، مانند حقوق کارکنان، یارانه‌های غیرهدفمند، و هزینه‌های مصرفی، از طریق استقراض از نظام بانکی تأمین شود. این فرآیند دولت را در رقابت مستقیم با بخش خصوصی برای جذب منابع مالی محدود قرار می‌دهد، نرخ بهره را افزایش می‌دهد، و دسترسی بنگاه‌های تولیدی به اعتبارات را کاهش می‌دهد. طبق مدل رشد نئوکلاسیک (سولو، ۱۹۵۶)، این رقابت منابع مالی را از بخش خصوصی سلب کرده و رشد اقتصادی بلندمدت را تضعیف می‌کند. بارو (۱۹۷۴) در گزاره هم‌ارزی ریکاردی استدلال می‌کند که خانوارها، با پیش‌بینی مالیات‌های آتی ناشی از بدهی‌های دولتی، مصرف و سرمایه‌گذاری خود را کاهش می‌دهند، که تقاضای کل را پایین می‌آورد. فریدمن (۱۹۷۹) نیز در تحلیل دهه ۱۹۷۰ ایالات متحده نشان داد که کسری بودجه و استقراض دولتی، با ایجاد تورم و نرخ بهره بالا، سرمایه‌گذاری خصوصی را به شدت محدود کرد.

در ایران، این اثر به دلیل بازار غیررقابتی پول و وابستگی شدید دولت به منابع بانکی برجسته‌تر است. محمودزاده و همکاران (۱۳۹۰) در مطالعه‌ای تجربی تأیید کردند که افزایش مخارج جاری

دولت، با جذب منابع بانکی، اثر ازدحام ایجاد کرده و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، به‌ویژه در بنگاه‌های کوچک و متوسط، را کاهش می‌دهد. شاکری (۱۳۹۴) نیز نشان داد که کسری بودجه مزمن در ایران، با محدود کردن اعتبارات بانکی، مانع رشد بنگاه‌های تولیدی شده است. رامی (۲۰۱۱) در مطالعه‌ای جهانی گزارش کرد که در اقتصادهای با اشتغال کامل یا بازارهای مالی ضعیف، اثر ازدحام قوی‌تر است، زیرا منابع مالی محدود به‌سرعت توسط دولت جذب می‌شوند. ایلزتزکی و همکاران (۲۰۱۳) نیز در اقتصادهای نوظهور، مانند ایران، اثر ازدحام را به دلیل ریسک بالای عدم تعادل مالی و ضعف نهادهای مالی تأیید کردند. این شواهد نشان می‌دهند که مخارج جاری دولت در ایران، به‌ویژه زمانی که از طریق استقراض بانکی تأمین می‌شود، مانع اصلی تأمین مالی بخش خصوصی است و رشد اقتصادی را مختل می‌کند.

۳.۳ اثر جذب و شواهد تجربی

اثر جذب زمانی رخ می‌دهد که مخارج عمرانی دولت، مانند سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های حمل‌ونقل، انرژی، بنادر، و سرمایه انسانی (آموزش و بهداشت)، سودآوری بخش خصوصی را افزایش داده و سرمایه‌گذاری خصوصی را تحریک می‌کند. کینز (۱۹۳۶) در «تئوری عمومی اشتغال، بهره و پول» استدلال کرد که در دوره‌های رکود اقتصادی، زمانی که تقاضای بخش خصوصی برای حفظ اشتغال کامل کافی نیست، مخارج عمرانی دولت می‌تواند تقاضای کل را تقویت کرده و چرخه نزولی اقتصاد را معکوس کند. گالی و همکاران (۲۰۰۷) در مطالعه‌ای در منطقه یورو نشان دادند که در شرایط رکود یا نرخ بهره پایین، مخارج عمرانی دولت اثر جذب قوی‌تری ایجاد می‌کنند، زیرا تقاضا برای کالاها و خدمات را افزایش می‌دهند. شویر (۱۹۸۹) نیز تأکید کرد که سرمایه‌گذاری‌های مولد دولتی، مانند زیرساخت‌ها و تحقیق و توسعه، بهره‌وری بخش خصوصی را افزایش داده و سرمایه‌گذاری خصوصی را تشویق می‌کنند. در ایران، محمودزاده و همکاران (۱۳۹۰) تأیید کردند که مخارج عمرانی دولت در زیرساخت‌های اقتصادی، مانند بهبود شبکه‌های حمل‌ونقل یا تأمین انرژی پایدار، اثر جذب ایجاد کرده و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را تقویت می‌کند. به‌عنوان مثال، توسعه بنادر یا بهبود زیرساخت‌های لجستیکی، هزینه‌های تولید بنگاه‌ها را کاهش داده و سودآوری آن‌ها را افزایش می‌دهد. اسنایدر (۲۰۱۱) نیز نشان داد که در اقتصادهای با زیرساخت‌های ضعیف، مخارج عمرانی هدفمند می‌توانند سرمایه‌گذاری خصوصی را به‌طور قابل‌توجهی تحریک کنند. با این حال،

در ایران، تخصیص ناکارآمد منابع و وابستگی به استقراض بانکی، اثر جذب را محدود کرده و اغلب تحت‌الشعاع اثر ازدحام قرار می‌گیرد. کریستیانو و همکاران (۲۰۱۱) استدلال کردند که اثر جذب در شرایط نرخ بهره نزدیک به صفر یا رکود اقتصادی قوی‌تر است، اما در ایران، بازار مالی غیررقابتی و کسری بودجه این اثر را تضعیف می‌کند. این شواهد نشان می‌دهند که مخارج عمرانی، در صورت تخصیص کارآمد، می‌توانند برای فعالان اقتصادی فرصت‌های جدیدی ایجاد کنند.

۴,۳ تأثیر نحوه تأمین مالی مخارج دولت

نحوه تأمین مالی مخارج دولت، اعم از جاری و عمرانی، تأثیرات متفاوتی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دارد. تأمین مالی مخارج جاری از طریق افزایش مالیات، مصرف و پس‌انداز خانوارها و بنگاه‌های خصوصی را کاهش می‌دهد و توانایی آن‌ها برای سرمایه‌گذاری را محدود می‌کند (منکیو، ۲۰۲۲). برای مثال، مالیات‌های سنگین می‌توانند نقدینگی بنگاه‌های کوچک و متوسط را کاهش داده و مانع گسترش فعالیت‌های تولیدی شوند. تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مشارکت یا کسری بودجه نیز، با ایجاد انتظارات مالیات‌های آتی، رفتار احتیاطی در سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را تشدید می‌کند (بارو، ۱۹۷۴). شاکری (۱۳۹۴) نشان داد که در ایران، استقراض دولتی از نظام بانکی، با افزایش نرخ بهره و سهمیه‌بندی اعتبارات، اثر ازدحام را تقویت کرده و دسترسی بخش خصوصی به منابع مالی را محدود می‌کند. این موضوع برای فعالان اقتصادی، به‌ویژه در بخش‌های تولیدی، چالش‌های جدی ایجاد کرده است.

در مقابل، مخارج عمرانی اگر به‌صورت کارآمد تخصیص یابند، می‌توانند اثر جذب ایجاد کنند. شویر (۱۹۸۹) تأکید کرد که سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها، آموزش، و تحقیق و توسعه، با کاهش هزینه‌های تولید و افزایش سودآوری، سرمایه‌گذاری خصوصی را تشویق می‌کند. به‌عنوان مثال، بهبود زیرساخت‌های انرژی در ایران می‌تواند هزینه‌های تولید بنگاه‌های صنعتی را کاهش دهد. اما اگر این مخارج نیز از طریق استقراض بانکی تأمین شوند، رقابت برای منابع مالی اثر ازدحام را غالب می‌کند (ایلزتزکی و همکاران، ۲۰۱۳). محمودزاده و همکاران (۱۳۹۰) تأیید کردند که در ایران، حتی مخارج عمرانی در صورت تخصیص ناکارآمد یا تأمین مالی از طریق بانک‌ها، می‌توانند اثر ازدحام ایجاد کنند. این موضوع نشان‌دهنده نیاز به سیاست‌های مالی هوشمندانه برای حمایت از فعالان اقتصادی است.

۵.۳ اثر ازدحام و نقش سیستم بانکی

اثر ازدحام زمانی رخ می‌دهد که مخارج جاری دولت، مانند هزینه‌های اداری و یارانه‌های غیرمولد، از طریق استقراض بانکی تأمین شود. این امر فشار بر سیستم بانکی را افزایش داده، نرخ بهره را بالا می‌برد و منابع مالی را از دسترس بخش خصوصی خارج می‌کند (سولو، ۱۹۵۶). بارو (۱۹۷۴) در گزاره هم‌ارزی ریکاردی استدلال می‌کند که استقراض دولتی، با ایجاد انتظارات مالیات‌های آتی، رفتار احتیاطی در سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را تشدید می‌کند. فریدمن (۱۹۷۹) نیز نشان داد که در دهه ۱۹۷۰ ایالات متحده، استقراض دولتی با افزایش نرخ بهره، دسترسی بنگاه‌ها به وام‌های بانکی را محدود کرد. در ایران، محمودزاده و همکاران (۱۳۹۰) تأیید کردند که مخارج جاری دولت، با جذب منابع بانکی، اثر ازدحام ایجاد کرده و بنگاه‌های کوچک و متوسط را از دسترسی به اعتبارات محروم می‌کند. رامی (۲۰۱۱) و ایلزتزکی و همکاران (۲۰۱۳) نیز نشان دادند که در اقتصادهای با بازارهای مالی ضعیف، مانند ایران، اثر ازدحام به دلیل وابستگی به بانک‌ها قوی‌تر است (شاگری، ۱۳۹۴). این فشار بر سیستم بانکی، بنگاه‌ها را به سمت کانال‌های گران‌تر، مانند بازارهای غیررسمی، سوق می‌دهد.

۶.۳ اثر جذب و نقش سیستم بانکی

اثر جذب زمانی رخ می‌دهد که مخارج عمرانی دولت، مانند سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های حمل‌ونقل، انرژی، و آموزش، سودآوری بخش خصوصی را افزایش داده و سرمایه‌گذاری را تحریک می‌کند. کینز (۱۹۳۶) استدلال کرد که در دوره‌های رکود، مخارج عمرانی دولت تقاضای کل را تقویت کرده و فعالیت بخش خصوصی را تشویق می‌کند. گالی و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند که در شرایط رکود، این مخارج اثر جذب قوی‌تری دارند. شویر (۱۹۸۹) تأکید کرد که سرمایه‌گذاری‌های مولد دولتی، مانند زیرساخت‌ها، بهره‌وری بخش خصوصی را افزایش می‌دهند. با این حال، در ایران، حتی مخارج عمرانی اگر از طریق استقراض بانکی تأمین شوند، فشار بر سیستم بانکی را افزایش داده و اثر ازدحام را غالب می‌کنند (محمودزاده و همکاران، ۱۳۹۰). کریستیانو و همکاران (۲۰۱۱) استدلال کردند که اثر جذب در نرخ بهره پایین قوی‌تر است، اما در ایران، بازار غیررقابتی بانکی این اثر را محدود می‌کند (شاگری، ۱۳۹۴). توسعه بازار سرمایه می‌تواند این فشار را کاهش دهد.

۷,۳ نقش سیستم بانکی در کانال‌های تأمین مالی

سیستم بانکی در ایران به دلیل بازار غیررقابتی و ضعف بازار سرمایه، کانال اصلی تأمین مالی بخش خصوصی است. استقراض گسترده دولت از بانک‌ها، با افزایش نرخ بهره و سهمیه‌بندی اعتبارات، دسترسی بنگاه‌ها به وام‌ها را محدود می‌کند (منکیو، ۲۰۲۲). اسنایدر (۲۰۱۱) تأکید کرد که در اقتصادهای با زیرساخت مالی ضعیف، مانند ایران، اثر ازدحام به دلیل وابستگی به بانک‌ها تشدید می‌شود. ایلزتزکی و همکاران (۲۰۱۳) نیز نشان دادند که در اقتصادهای نوظهور، ضعف نهادهای مالی غیربانکی، مانند بازار اوراق بدهی، بنگاه‌ها را به بانک‌ها وابسته‌تر می‌کند. در ایران، این وابستگی اثر ازدحام را تقویت کرده و سرمایه‌گذاری خصوصی را کاهش می‌دهد (شاگری، ۱۳۹۴). توسعه ابزارهای مالی بازارمحور، مانند صکوک و اوراق بدهی، می‌تواند فشار بر سیستم بانکی را کاهش دهد.

۸,۳ چالش‌های ساختاری در اقتصاد ایران

اقتصاد ایران با چالش‌های ساختاری متعددی مواجه است که اثر ازدحام را تشدید و اثر جذب را محدود می‌کنند. بازار غیررقابتی پول، وابستگی شدید دولت به منابع بانکی و کسری بودجه مزمن، دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات را محدود کرده‌اند (شاگری، ۱۳۹۴). ایلزتزکی و همکاران (۲۰۱۳) نشان دادند که در اقتصادهای نوظهور با بازارهای مالی ضعیف، مانند ایران، اثر ازدحام به دلیل نبود نهادهای مالی کارآمد قوی‌تر است. ضعف زیرساخت‌های مالی، مانند کمبود صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی یا بازارهای اوراق بدهی توسعه‌یافته، بنگاه‌های تولیدی را به بانک‌ها وابسته کرده و رقابت با دولت را دشوارتر می‌کند. علاوه بر این، تخصیص ناکارآمد مخارج عمرانی، مانند پروژه‌های زیرساختی کم‌بازده، اثر جذب بالقوه را کاهش داده است (محمودزاده و همکاران، ۱۳۹۰). تورم بالا و نرخ بهره غیررقابتی نیز انگیزه سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را تضعیف می‌کنند (فریدمن، ۱۹۷۹). برای فعالان اقتصادی اتاق بازرگانی، این چالش‌ها نشان‌دهنده نیاز به اصلاحات ساختاری در نظام مالی و بودجه‌ریزی است تا سرمایه‌گذاری خصوصی تقویت شود.

۹,۳ نقش نهادهای مالی در کاهش اثر ازدحام

توسعه نهادهای مالی مستقل، مانند مؤسسات اعتباری غیربانکی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری

خصوصی، می‌تواند اثر ازدحام را کاهش داده و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را تقویت کند. اسنایدر (۲۰۱۱) تأکید کرد که نهادهای مالی کارآمد، با ارائه منابع مالی جایگزین، وابستگی بنگاه‌ها به بانک‌ها را کاهش می‌دهند. در ایران، ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر یا شرکت‌های لیزینگ می‌تواند دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط به منابع مالی را بهبود بخشد (محمودزاده و همکاران، ۱۳۹۰). منکیو (۲۰۲۲) پیشنهاد می‌دهد که توسعه بازارهای اوراق بدهی، با نظارت دقیق بانک مرکزی، می‌تواند فشار بر نظام بانکی را کاهش دهد. تقویت این نهادها، همراه با مشوق‌های مالیاتی و تسهیلات نظارتی، می‌تواند برای فعالان اقتصادی فرصت‌های جدیدی ایجاد کند و اثر جذب را تقویت نماید.

۱۰.۳ راهکارهای سیاستی برای فعالان اقتصادی و سیاست‌گذاران

برای کاهش اثر ازدحام و تقویت اثر جذب، سیاست‌گذاران و فعالان اقتصادی اتاقهای بازرگانی باید بر اصلاحات ساختاری تمرکز کنند. کاهش کسری بودجه از طریق تخصیص کارآمد مخارج عمرانی، مانند سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های کلیدی، اثر جذب را تقویت می‌کند (گالی و همکاران، ۲۰۰۷). توسعه ابزارهای مالی بازارمحور، مانند انتشار اوراق بدهی با نرخ‌های رقابتی و نظارت دقیق، وابستگی به استقراض بانکی را کاهش می‌دهد (منکیو، ۲۰۲۲). تقویت نهادهای مالی مستقل، مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، دسترسی بنگاه‌ها به منابع مالی را بهبود می‌بخشد (اسنایدر، ۲۰۱۱). همچنین، شفافیت در تخصیص منابع و نظارت بر اعتبارات بانکی، با استفاده از فناوری‌هایی مانند بلاکچین، می‌تواند از تخصیص غیرمولد منابع جلوگیری کند (شاکری، ۱۳۹۴). این پژوهش با تحلیل این اثرات، راهکارهای عملی برای کاهش اثر ازدحام و تقویت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی ارائه می‌دهد تا رشد اقتصادی پایدار در ایران محقق شود.

در مقابل، باید توجه داشت که خود پدیده ازدحام مالی می‌تواند به تضعیف نهادهای مالی و در نتیجه کاهش کارایی بازار سرمایه منجر شود. زمانی که دولت برای جبران کسری بودجه به استقراض گسترده از منابع بانکی و مالی متوسل می‌شود، نهادهای مالی استقلال و کارکرد اصلی خود را در تأمین مالی بخش خصوصی از دست می‌دهند و به واسطه‌های تأمین مالی دولت بدل می‌گردند. این وضعیت به تدریج موجب کاهش توان رقابتی نهادهای مالی، کاهش نوآوری در ابزارهای تأمین مالی و افزایش ریسک اعتباری می‌شود. به بیان دیگر، به جای آنکه بانک‌ها و

صندوق‌های سرمایه‌گذاری منابع خود را به سمت فعالیت‌های مولد هدایت کنند، ناچار می‌شوند در اوراق و بدهی‌های دولتی سرمایه‌گذاری نمایند که بازدهی کوتاه‌مدت و کم‌ریسک دارد اما اثر تضعیفی بلندمدت بر سرمایه‌گذاری و بازار سرمایه برجای می‌گذارد. علاوه بر این، با افزایش فشار بر منابع مالی، بنگاه‌های کوچک و متوسط از دسترسی به اعتبارات محروم می‌شوند و نهادهای مالی به‌جای تقویت، خود در معرض ضعف و شکنندگی قرار می‌گیرند. این چرخه منفی موجب کاهش اعتماد فعالان اقتصادی به بازار سرمایه و نهادهای مالی شده و زمینه‌ساز کاهش کارایی کل نظام مالی می‌گردد. بنابراین، ازدحام مالی نه تنها سرمایه‌گذاری خصوصی را محدود می‌کند بلکه با تضعیف نهادهای مالی، آثار منفی خود را بر کل ساختار بازار سرمایه تشدید می‌نماید.

۱۱.۳ رابطه سیاست پولی و مالی با بازار سرمایه

سیاست پولی یا تغییر در عرضه پول، یکی از موثرترین ابزارهای موجود بانک مرکزی کشورها در ارتباط با تاثیرگذاری بر فعالیت واقعی اقتصادی است (ماسکای ۲۰۰۷)^۱. بسیاری از صاحب‌نظران، مانند کران (۱۹۷۱)^۲، گوپتا (۱۹۷۴)^۳، پوآره (۲۰۰۰)^۴ عرضه پول را به عنوان ابزار سیاست پولی، مهم ترین عامل کلان اقتصادی موثر بر رفتار و توسعه قیمت سهام می‌دانند. ماسکای (۲۰۰۷) بازار سهام را شاخص اساسی شرایط و توسعه اقتصادی دانسته و معتقد است که بازار سهام به شدت بر توسعه تأثیر گذاشته و قبل از آن قرار می‌دهد (توسعه بازار سهام سبب توسعه اقتصاد می‌شود).

همچنین این صاحب‌نظران، عرضه پول را عامل تعیین کننده قوی بازار سهام، یعنی کل اقتصاد می‌دانند. عرضه پول می‌تواند مستقیماً بر قیمت سهام تأثیر بگذارد، زمانی که پول در اقتصادی بیشتر از آن چیزی که می‌توان از آن استفاده کرد، وجود داشته باشد، اضافه پول به سرمایه‌گذاری تخصیص خواهد یافت. به اعتقاد بیشتر محققین در بین متغیرهای کلان اقتصادی که بر بازار سرمایه تأثیر دارند، سیاست پولی مهمترین عامل بر اثرگذاری بر بازار سرمایه است. هکتار بیان می‌کند که ۵۹٪ از ارزش شاخص های سهام را می‌توان با استفاده از عرضه پول پیش بینی کرد. هدف از سیاست پولی، حفظ ثبات قیمت‌ها، رسیدن به اشتغال کامل، حداکثر رشد پایدار،

1- Maskay

2- Keran

3- Gupta

4- Poiré

نرخ بهره پایدار یا نرخ ارز ثابت است که در این راستا بانک‌های مرکزی برای دستیابی به اهداف خود در بازارهای مالی مداخله می‌کنند. از طریق بازارهای مالی است که سیاست پولی بر اقتصاد واقعی تأثیر می‌گذارد. به عبارت دیگر، بازارهای مالی حلقه اتصال مکانیزم انتقال بین سیاست پولی و اقتصاد واقعی هستند. این مطالعه بر بخش اول مکانیزم انتقال، یعنی انتقال از ابزار سیاست پولی به بازارهای مالی تمرکز خواهد کرد.

یکی از پرکاربردترین مدل‌ها برای توصیف ارزش گذاری دارایی‌ها، مدل تنزیل ارزش فعلی است. مدل ارزش فعلی، قیمت سهام (P_{t+1}) را به عنوان ارزش تنزیل شده فعلی جریان های نقدی مورد انتظار آتی (D_{t+j}) را بیان می‌کند. که در این راستا این مدل بصورت زیر تشریح می‌شود:

$$P_{t+1} = E_t \left[\sum_{j=1}^k \left(\frac{1}{1+R_t} \right)^j D_{t+j} \right] + E_t \left[\left(\frac{1}{1+R_t} \right)^k P_{t+k} \right] \quad (1)$$

که در آن E_t عملگر انتظارات مشروط بر اساس اطلاعات موجود برای فعالان بازار در زمان t است، R_t نرخ بازدهی است که توسط فعالان بازار برای تنزیل ارزش های آتی استفاده می‌شود، و K افق زمانی سرمایه گذار یا دوره نگهداری است. با بزرگ شدن K آخرین جمله در سمت راست ناپدید می‌شود و با تقسیم هر دو طرف بر P_t عبارتی برای بازده سهام به دست می‌دهد.

از معادله (۱) می‌توان دریافت که سیاست پولی می‌تواند به دو روش متمایز بر بازده سهام تأثیر بگذارد. اول، سیاست پولی می‌تواند جریان های نقدی مورد انتظار شرکت را تغییر دهد و در نتیجه بازده سهام شرکت را تغییر دهد. این کانال به طور کلی بر اثرات سیاست پولی بر کل اقتصاد متکی است. تسهیل پولی، کاهش نرخ بهره، سطح کلی فعالیت اقتصادی را افزایش خواهد داد. این به نوبه خود باعث افزایش درآمد شرکت‌ها در اقتصاد و افزایش قیمت سهام می‌شود. اثرات انقباض پولی باعث کاهش سود کلی مورد انتظار شرکت و بازده سهام خواهد شد. دومین موردی که سیاست بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد، تغییر نرخ تنزیل مورد استفاده توسط فعالان بازار است. اعتقاد بر این است که عوامل تنزیل مورد استفاده توسط فعالان بازار سهام به طور کلی با نرخ بهره بازار مرتبط است. بنابراین، توانایی فدرال رزرو برای تغییر نرخ های تنزیل با توانایی آن در تغییر سایر نرخ های بهره بازار مرتبط است (پاتلیس، ۱۹۹۷).^۱

همچنین، سیاست مالی می‌تواند از طریق سازوکارهای خاصی بر بازارهای مالی تأثیر بگذارد؛

اشنباخ و شوکنخت (۲۰۰۲)^۱ سه کانال انتقالی ممکن را نشان می‌دهند که در آن متغیرهای مالی می‌توانند بر قیمت دارایی تأثیر بگذارند: این عوامل عبارتند از مالیات و یا برنامه‌های سوبسید، سیاست‌های احتیاطی و کمک‌های مالی دولت. مالیات بر حجم معاملات می‌تواند منجر به تبدیل کم و بیش دارایی به نقدینگی در بازار شود که این امر می‌تواند قیمت آنها را تغییر دهد. متقابلاً برنامه‌های یارانه می‌تواند منجر به سود خالص و در نتیجه افزایش قیمت دارایی شود. به همین ترتیب دولت می‌تواند با استفاده از سیاست اختیاری بر قیمت دارایی تأثیر بگذارد. به عنوان مثال، سیاستی که امکان کسر مالیات بیشتر از سود وام را فراهم می‌کند، نرخ سود خالص را کاهش می‌دهد. کمک مالی دولت کانال دیگری است که بر قیمت دارایی تأثیر می‌گذارد. تاواریس و والکانوف (۲۰۰۱)^۲ دو کانال را مستقیم و غیرمستقیم در نظر می‌گیرند که در آن مالیات و هزینه‌های دولت می‌تواند بر قیمت سهام تأثیر بگذارد. وقتی درآمد مالی بدون تغییر در هزینه‌های دولت افزایش یابد، یک دولت می‌تواند میزان عرضه اوراق قرضه را کاهش دهد که در نتیجه چنین اقدامی قیمت آنها افزایش می‌یابد. سرمایه‌گذاران انگیزه کمتری برای سرمایه‌گذاری در بازار اوراق قرضه و تنظیم سبد سهام خود بر این اساس دارند. این منجر به بازده کمتری از دارایی‌ها می‌شود. در مورد کانال غیرمستقیم تاواریس و والکانوف (۲۰۰۱) استدلال می‌کنند که افزایش مالیات تأثیر منفی بر رشد اقتصادی دارد که به نوبه خود بر گردش پول شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و بنابراین منجر به کاهش فوری قیمت سهام می‌شود. هزینه‌های دولت نیز می‌تواند به همین ترتیب بر قیمت دارایی تأثیر بگذارد.

به طور کلی از دید سرمایه‌گذاران، کسری بودجه زیاد بر قیمت سهام و اوراق بهادار تأثیر منفی می‌گذارد. یکی از مهم‌ترین کانال‌هایی که پیوند میان سیاست مالی و بازار سهام را توضیح می‌دهد، اثر ازدحام بیرونی است. این نظریه نخستین بار به صورت نظام‌مند توسط پیلیم^۳ (۱۹۹۲) مطرح شد. اساس این نظریه بر این نکته استوار است که زمانی که دولت برای جبران کسری بودجه خود اقدام به استقراض از طریق انتشار اوراق قرضه و اسناد خزانه می‌کند، تقاضا برای منابع مالی در بازار افزایش می‌یابد. افزایش تقاضا در شرایطی که عرضه منابع مالی (پس‌انداز داخلی) محدود است، منجر به افزایش نرخ بهره می‌شود. رشد

1- Eschenbach, and Schuknecht.

2- Tavares and Valkanov

3- Pilbeam

نرخ بهره، جذابیت سرمایه‌گذاری در اوراق کم‌ریسک دولتی را در مقایسه با دارایی‌های ریسکی همچون سهام افزایش می‌دهد. در نتیجه، سرمایه‌گذاران بخشی از پرتفوی خود را از بازار سهام خارج کرده و به سمت اوراق دولتی سوق می‌دهند. این جابه‌جایی منابع مالی، موجب کاهش تقاضا برای سهام و در نهایت افت قیمت سهام و کاهش بازدهی آن می‌شود. به همین دلیل، گفته می‌شود که استقراض دولت باعث «ازدحام بیرونی» سرمایه‌گذاری‌های بخش خصوصی می‌شود. اثر ازدحام همچنین می‌تواند از طریق **کاهش سرمایه‌گذاری واقعی بنگاه‌ها** نیز عمل کند. به این معنا که افزایش نرخ بهره، هزینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را بالا برده و توان آن‌ها در تأمین مالی پروژه‌های بلندمدت را کاهش می‌دهد. کاهش سرمایه‌گذاری تولیدی، چشم‌انداز سودآوری شرکت‌ها را تضعیف کرده و در نتیجه ارزش بازاری آن‌ها در بورس کاهش می‌یابد. به طور خلاصه، بر اساس دیدگاه پیلیم (۱۹۹۲)، توازن بودجه دولت از طریق تغییر نرخ بهره، مسیر حرکت سرمایه بین بازار اوراق و بازار سهام را تعیین می‌کند. کسری بودجه و استقراض دولت معمولاً با **اثر منفی بر عملکرد بازار سهام** همراه است؛ مگر در شرایطی که دولت بتواند از منابع مالی غیرتورمی و کم‌هزینه استفاده کند یا سیاست‌های مکمل پولی از شدت این ازدحام بکاهند.

همان‌گونه که گفته شد، یکی از عوامل اساسی در تقویت بازارهای مالی، جریان نقدینگی پایدار و کارآمد است. جریان نقدینگی به معنای توانایی بازار در جذب و تخصیص منابع مالی به بخش‌های مولد اقتصاد و بازار سرمایه است، به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران بتوانند وجوه خود را به راحتی وارد بازار سهام کرده و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت انجام دهند. در شرایطی که دولت با کسری بودجه مواجه باشد و بخواهد آن را از طریق استفاده از منابع بانکی تأمین کند، بخش عمده‌ای از نقدینگی موجود در سیستم بانکی به سمت پوشش کسری بودجه جذب می‌شود. این امر موجب محدود شدن جریان نقدینگی به سمت بازار سهام شده و توان سرمایه‌گذاران برای خرید و سرمایه‌گذاری در سهام کاهش می‌یابد. کاهش نقدینگی در بازار سهام، علاوه بر افت تقاضا برای سهام، حجم معاملات و نقدشوندگی بازار را نیز محدود می‌کند و در نتیجه بازدهی سهام کاهش می‌یابد. افزون بر این، افزایش فشار بر منابع بانکی، هزینه تأمین مالی بنگاه‌ها را بالا برده و توان آن‌ها در سرمایه‌گذاری‌های تولیدی و توسعه‌ای کاهش می‌یابد؛ این امر چشم‌انداز سودآوری شرکت‌ها را تضعیف کرده و ارزش بازاری سهام را کاهش می‌دهد. بنابراین،

حتی اگر سیاست‌های مالی با اهداف رشد اقتصادی یا اشتغال طراحی شده باشند، در صورت استفاده ناصحیح از منابع بانکی، اثر آنها بر بازار سرمایه می‌تواند معکوس شود.

به بیان دیگر، نقدینگی جریان‌دهنده اصلی کارکرد بازار سرمایه است و محدود شدن آن به دلیل تخصیص منابع بانکی برای پوشش کسری بودجه، باعث تضعیف عملکرد بورس و کاهش بازدهی سرمایه‌گذاران خواهد شد. این نکته نشان می‌دهد که سیاست مالی و پولی باید به گونه‌ای طراحی شوند که جریان نقدینگی به سمت بازار سرمایه حفظ شده و اثر ازدحام مالی کاهش یابد.

۴. پیشینه پژوهش

در ادامه به بررسی پیشینه تحقیق این مطالعه پرداخته می‌شود.

ارگیمون و همکاران^۱ (۱۹۹۵) در مطالعه‌ای با استفاده از روش پانل دیتا برای ۱۴ کشور OECD در بازه زمانی ۱۹۷۹-۱۹۸۸، اثر مخارج دولت بر کانال‌های تأمین مالی بخش خصوصی را بررسی کردند. نتایج نشان داد که مخارج جاری دولت، مانند یارانه‌های غیرمولد، با افزایش استقراض از بانک‌ها، اثر ازدحام ایجاد کرده و دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات بانکی را محدود می‌کند. این مطالعه تأیید کرد که رقابت دولت برای جذب منابع بانکی، نرخ بهره را افزایش داده و بنگاه‌های خصوصی را به سمت کانال‌های گران‌تر تأمین مالی (مانند بازارهای غیررسمی) سوق می‌دهد. در مقابل، مخارج عمرانی دولت در زیرساخت‌ها، با بهبود شرایط تولید، دسترسی به بازار سرمایه را تسهیل کرد، اما این اثر در اقتصادهایی با بازارهای مالی توسعه‌نیافته، مانند ایران، محدود بود (شاکری، ۱۳۹۴). این یافته‌ها نشان می‌دهند که اثر ازدحام در کانال بانکی قوی‌تر از بازار سرمایه است، که برای سیاست‌گذاری در ایران اهمیت دارد.

پروتی^۲ (۲۰۰۴) با استفاده از مدل خودرگرسیون بردار ساختاری (SVAR) و داده‌های پنج اقتصاد توسعه‌یافته (استرالیا، کانادا، آلمان، بریتانیا، و ایالات متحده)، تأثیر سرمایه‌گذاری دولتی بر کانال‌های تأمین مالی بخش خصوصی را تحلیل کرد. نتایج نشان داد که افزایش سرمایه‌گذاری دولتی، به‌ویژه زمانی که از طریق استقراض بانکی تأمین می‌شود، اثر ازدحام ایجاد کرده و منابع مالی بانکی را از دسترس بخش خصوصی خارج می‌کند. این مطالعه تأکید کرد که در اقتصادهای

1- Argimón

2- Perotti

با نرخ بهره بالا، اثر ازدحام دسترسی بنگاه‌ها به وام‌های بانکی را کاهش داده و آن‌ها را وادار به استفاده از بازار سرمایه با هزینه‌های بالاتر می‌کند. در ایران، این مکانیزم به دلیل بازار غیررقابتی پول تشدید می‌شود، جایی که دولت بخش عمده اعتبارات بانکی را جذب می‌کند (محمودزاده و همکاران، ۱۳۹۰). این یافته‌ها برای فعالان اقتصادی نشان‌دهنده نیاز به توسعه بازارهای سرمایه برای کاهش وابستگی به بانک‌هاست.

وانگ (۲۰۰۵) با استفاده از مدل هم‌انباشتگی و ECM برای داده‌های سری زمانی کانادا (۱۹۶۱-۲۰۰۰)، تأثیر مخارج دولت بر کانال‌های تأمین مالی بخش خصوصی را بررسی کرد. این مطالعه مخارج دولت را به پنج دسته (آموزش، سلامت، زیرساخت، حفاظت، و خدمات اجتماعی) تقسیم کرد. نتایج نشان داد که مخارج جاری در حفاظت و خدمات اجتماعی، با افزایش استقراض بانکی، اثر ازدحام ایجاد کرده و دسترسی بنگاه‌های خصوصی به وام‌های بانکی را محدود می‌کند. در مقابل، مخارج عمرانی در آموزش و سلامت، با بهبود بهره‌وری، دسترسی به بازار سرمایه را از طریق جذب سرمایه‌گذاران خارجی تسهیل کرد. با این حال، مخارج زیرساختی دولت، زمانی که از بانک‌ها تأمین مالی شوند، اثر ازدحام ایجاد کرده و منابع بانکی را از بخش خصوصی سلب می‌کنند. این یافته‌ها با شرایط ایران هم‌خوانی دارد، جایی که استقراض دولتی از بانک‌ها مانع تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی می‌شود (شاکری، ۱۳۹۴). این مطالعه بر اهمیت توسعه ابزارهای مالی بازارمحور برای کاهش اثر ازدحام تأکید دارد.

کاشتلی (۲۰۰۵) با استفاده از روش هم‌انباشتگی یوهانسون و داده‌های سری زمانی ترکیه (۱۹۶۷-۲۰۰۳)، تأثیر سیاست‌های مالی بر کانال‌های تأمین مالی بخش خصوصی را بررسی کرد. نتایج نشان داد که افزایش کسری بودجه و استقراض بانکی دولت، اثر ازدحام ایجاد کرده و دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات بانکی را کاهش می‌دهد. این مطالعه مشخص کرد که اثر ازدحام در کانال بانکی قوی‌تر است، زیرا دولت منابع بانکی را جذب کرده و بنگاه‌ها را به سمت بازارهای سرمایه ناکارآمد سوق می‌دهد. در مقابل، مخارج عمرانی دولت در زیرساخت‌ها، در صورت تأمین مالی از طریق مالیات یا اوراق بدهی، اثر ازدحام را کاهش داده و دسترسی به بازار سرمایه را بهبود می‌بخشد. این یافته‌ها با اقتصاد ایران، که وابستگی شدیدی به بانک‌ها دارد، مرتبط است (محمودزاده و همکاران، ۱۳۹۰). کاشتلی تأکید کرد که توسعه بازارهای سرمایه و کاهش وابستگی به بانک‌ها، اثر ازدحام را کم می‌کند، که برای سیاست‌گذاران اتاق بازرگانی

راهگشاست.

لانچارد و همکاران (۲۰۱۰) در مطالعه‌ای با استفاده از داده‌های پانل ۲۰ کشور OECD در بازه زمانی ۱۹۹۰-۲۰۰۸، تأثیر مخارج دولت بر کانال‌های تأمین مالی بخش خصوصی را بررسی کردند. نتایج نشان داد که مخارج جاری دولت، مانند هزینه‌های مصرفی و یارانه‌های غیرمولد، با افزایش استقراض از بانک‌ها، اثر ازدحام ایجاد کرده و دسترسی بنگاه‌های خصوصی به اعتبارات بانکی را محدود می‌کند. این مطالعه مشخص کرد که رقابت دولت برای جذب منابع بانکی، نرخ بهره را افزایش داده و بنگاه‌ها را به سمت بازارهای سرمایه با هزینه‌های بالاتر یا منابع غیررسمی سوق می‌دهد. در اقتصادهایی با بازارهای مالی توسعه‌نیافته، این اثر قوی‌تر است، که با شرایط ایران هم‌خوانی دارد (شاکری، ۱۳۹۴). لانچارد و همکاران تأکید کردند که توسعه بازار اوراق بدهی می‌تواند وابستگی بخش خصوصی به بانک‌ها را کاهش داده و اثر ازدحام را کم کند، که برای سیاست‌گذاران ایرانی راهگشاست.

گومز و همکاران (۲۰۱۳) با استفاده از مدل خودرگرسیون بردار (VAR) و داده‌های سری زمانی برای کشورهای منطقه یورو (۲۰۰۰-۲۰۱۲)، اثر مخارج دولت بر ساختار تأمین مالی بخش خصوصی را تحلیل کردند. نتایج نشان داد که افزایش مخارج جاری دولت، به‌ویژه از طریق استقراض بانکی، اثر ازدحام ایجاد کرده و منابع مالی بانکی را از دسترس بنگاه‌های خصوصی خارج می‌کند. این مطالعه مشخص کرد که در شرایط کسری بودجه بالا، بانک‌ها اولویت را به وام‌دهی به دولت می‌دهند، که دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط به اعتبارات را محدود می‌کند. در ایران نیز، این مکانیزم به دلیل بازار غیررقابتی پول مشهود است (محمودزاده و همکاران، ۱۳۹۰). گومز و همکاران پیشنهاد کردند که تقویت بازارهای سرمایه، مانند انتشار اوراق شرکتی، می‌تواند اثر ازدحام را کاهش داده و برای فعالان اقتصادی فرصت‌های تأمین مالی جدیدی ایجاد کند.

خان و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی با استفاده از روش هم‌انباشتگی و داده‌های سری زمانی برای اقتصادهای نوظهور آسیایی (۱۹۸۰-۲۰۱۴)، تأثیر مخارج دولت بر کانال‌های تأمین مالی بخش خصوصی را بررسی کردند. نتایج نشان داد که مخارج جاری دولت، مانند هزینه‌های اداری، با افزایش استقراض از بانک‌ها، اثر ازدحام قوی ایجاد کرده و دسترسی بنگاه‌ها به وام‌های بانکی را کاهش می‌دهد. این مطالعه تأکید کرد که اثر ازدحام در کانال بانکی به دلیل جذب منابع توسط

دولت قوی‌تر است، در حالی که بازار سرمایه به دلیل توسعه‌نیافتگی، نقش محدودی در تأمین مالی دارد. این یافته‌ها با اقتصاد ایران، که وابستگی شدیدی به بانک‌ها دارد، هم‌خوانی دارد (شاکری، ۱۳۹۴). خان و همکاران پیشنهاد کردند که ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و بازارهای اوراق بدهی می‌تواند اثر ازدحام را کاهش دهد.

رودریگز و همکاران (۲۰۱۹) با استفاده از داده‌های سری زمانی و مدل ECM برای کشورهای آمریکای لاتین (۱۹۹۵-۲۰۱۷)، تأثیر سیاست‌های مالی دولت بر کانال‌های تأمین مالی بخش خصوصی را تحلیل کردند. نتایج نشان داد که افزایش کسری بودجه و استقراض بانکی برای تأمین مخارج جاری دولت، اثر ازدحام ایجاد کرده و دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات بانکی را به شدت محدود می‌کند. این مطالعه مشخص کرد که رقابت دولت برای منابع بانکی، بنگاه‌ها را به سمت بازارهای سرمایه ناکارآمد یا وام‌های با بهره بالا سوق می‌دهد، که هزینه‌های تولید را افزایش می‌دهد. در ایران نیز، ضعف بازار سرمایه این مشکل را تشدید می‌کند (محمودزاده و همکاران، ۱۳۹۰). رودریگز و همکاران پیشنهاد کردند که توسعه ابزارهای مالی بازارمحور، مانند صکوک و اوراق بدهی، می‌تواند وابستگی به بانک‌ها را کاهش داده و اثر ازدحام را کم کند، که برای سیاست‌گذاری در ایران کاربردی است.

محمودزاده و همکاران (۱۳۹۰) در مقاله خود با استفاده از دو روش خود توضیحی برداری با وقفه‌های توضیحی (ARDL) و مدل تصحیح خطا (ECM) در دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۵۰ به این نتایج دست یافتند که افزایش مخارج جاری دولت، اثر برون‌رانی و افزایش مخارج سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های اقتصادی، اثر درون‌رانی بر سرمایه‌گذاری خصوصی دارد. نتیجه کلی این مطالعه حاکی از آن است که اعمال انضباط مالی برای مخارج جاری و توسعه سرمایه‌گذاری عمومی، می‌تواند سرمایه‌گذاری خصوصی را تقویت کند.

۵. اهمیت هزینه دولت در اقتصاد کلان ایران (بررسی روند متغیرهای تحقیق)

در این بخش به منظور تحلیل اثر برون‌رانی در اقتصاد، ابتدا لازم است روند متغیرهای اثرگذار بر کسری بودجه مورد بررسی قرار گیرد. این متغیرها شامل سهم هزینه‌های جاری و سرمایه‌ای دولت، منابع درآمدی و شیوه تأمین کسری می‌شوند. بررسی تغییرات این متغیرها و نسبت‌های آن‌ها به کل بودجه، زمینه‌ای فراهم می‌آورد تا مکانیسم ایجاد فشار بر منابع مالی بخش

خصوصی و اثرات ناشی از جذب منابع توسط دولت به صورت علمی تبیین شود. ارائه روند این متغیرها، امکان شناسایی دوره‌هایی با فشار مالی بالا و شدت اثر برون‌رانی را فراهم می‌کند و چارچوبی برای تحلیل نقش کسری بودجه در ایجاد ازدحام مالی ارائه می‌دهد.

مخارج دولت در ایران، به‌ویژه از طریق فشار بر سیستم بانکی، تأثیرات قابل‌توجهی بر تأمین مالی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دارد. مخارج جاری دولت، مانند یارانه‌های غیرهدفمند و هزینه‌های اداری، با افزایش استقراض از بانک‌ها، منابع مالی را از بخش خصوصی سلب کرده و اثر ازدحام را تشدید می‌کند. این فشار، دسترسی بنگاه‌های تولیدی به اعتبارات بانکی را محدود کرده و آن‌ها را به سمت منابع مالی گران‌تر، مانند بازارهای غیررسمی، سوق می‌دهد (شاگری، ۱۳۹۴). محمودزاده و همکاران (۱۳۹۰) نشان دادند که استقراض گسترده دولت برای مخارج جاری، با افزایش نرخ بهره و سهمیه‌بندی اعتبارات بانکی، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را کاهش داده است. در مقابل، مخارج عمرانی، مانند سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های حمل‌ونقل و انرژی، می‌توانند اثر جذب ایجاد کنند و با بهبود شرایط تولید، سرمایه‌گذاری خصوصی را تحریک کنند.

با این حال، وابستگی این مخارج به منابع بانکی، اثر ازدحام را غالب کرده و مانع تحقق اثر جذب می‌شود (حسینی و همکاران، ۲۰۱۷). ضعف بازار سرمایه در ایران، که نقش محدودی در تأمین مالی بنگاه‌ها دارد، وابستگی به سیستم بانکی را تشدید کرده و اثر ازدحام را تقویت می‌کند (رحیمی و همکاران، ۲۰۱۹). این روندها ضرورت اصلاح سیاست‌های مالی را نشان می‌دهند. کاهش استقراض بانکی دولت، تخصیص کارآمد مخارج عمرانی، و توسعه ابزارهای مالی بازارمحور، مانند اوراق بدهی، می‌توانند فشار بر سیستم بانکی را کم کرده و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را تقویت کنند. این پژوهش با تحلیل این روندها، راهکارهای عملی برای بهبود محیط کسب‌وکار ارائه می‌دهد که برای فعالان اقتصادی اتاق بازرگانی حیاتی است (شاگری، ۱۳۹۴).

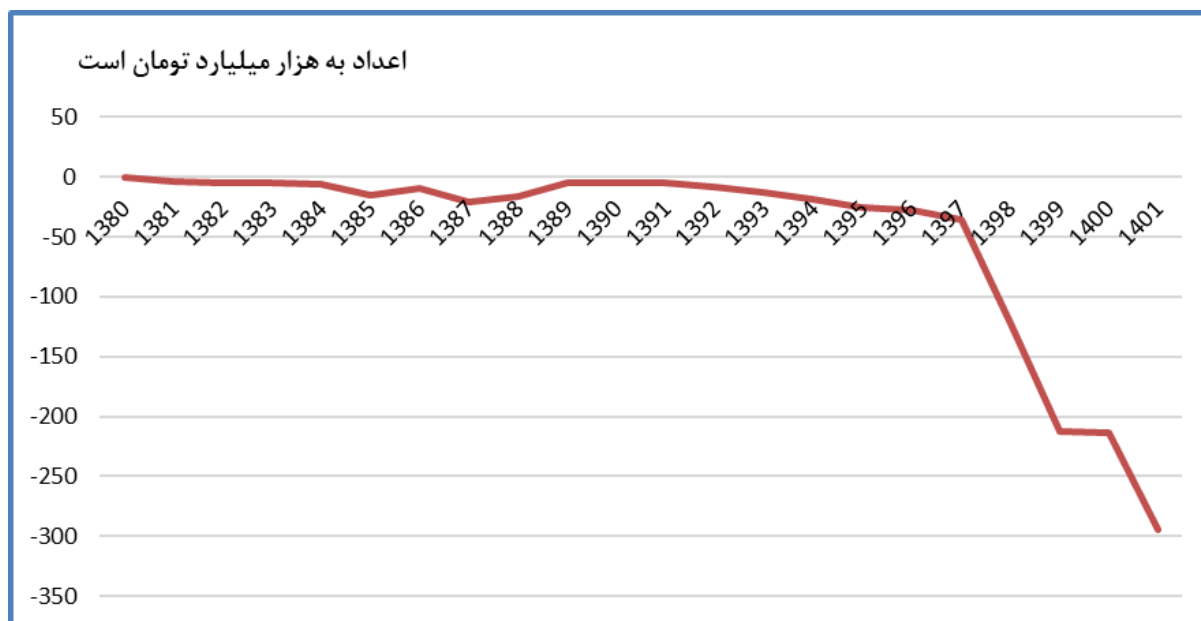
بودجه دولت در ایران نقش کلیدی در تأمین مالی بخش خصوصی ایفا می‌کند، اما تأثیر آن به نحوه مدیریت کسری بودجه و سیاست‌های مالی بستگی دارد. در صورت تراز بودن بودجه، دولت کمتر به استقراض از سیستم بانکی متوسل می‌شود، که فشار بر منابع مالی بخش خصوصی را کاهش داده و اثر ازدحام را کم می‌کند. اما کسری بودجه، که اغلب از مخارج جاری مانند یارانه‌های غیرهدفمند ناشی می‌شود، با افزایش استقراض بانکی، منابع را از بخش

خصوصی سلب کرده و اثر ازدحام را تشدید می‌کند (محمودزاده و همکاران، ۱۳۹۰). یارانه‌های غیرمولد، مانند یارانه‌های انرژی، نه تنها کسری بودجه را افزایش می‌دهند، بلکه با جذب منابع بانکی، دسترسی بنگاه‌های تولیدی به اعتبارات را محدود کرده و هزینه‌های تولید را بالا می‌برند (حسینی و همکاران، ۲۰۱۷).

در مقابل، مخارج عمرانی دولت، مانند سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های حمل‌ونقل، انرژی، و ارتباطات، می‌توانند اثر جذب ایجاد کرده و با کاهش هزینه‌های تولید، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را تحریک کنند. برای مثال، توسعه زیرساخت‌های بندری می‌تواند سودآوری بنگاه‌های لجستیکی را افزایش دهد (رحیمی و همکاران، ۲۰۱۹). با این حال، اگر این مخارج از طریق استقراض بانکی تأمین شوند، فشار بر سیستم بانکی اثر ازدحام را غالب می‌کند. مدل‌های مشارکت عمومی-خصوصی (PPP) راهکاری مؤثر برای کاهش این فشار هستند. در این مدل‌ها، دولت با جذب سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در پروژه‌های زیرساختی، بار مالی خود را کاهش داده و بدون افزایش کسری بودجه، اثر جذب را تقویت می‌کند (حسینی و همکاران، ۲۰۱۷).

سیاست‌های مالی دولت، مانند ارائه تسهیلات اعتباری از طریق بانک‌های توسعه‌ای و صندوق‌های حمایتی، می‌توانند تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط را تسهیل کنند. اما یارانه‌ها و معافیت‌های مالیاتی گسترده، با کاهش درآمدهای دولت، کسری بودجه را افزایش داده و به اثر ازدحام منجر می‌شوند. به جای معافیت‌های مالیاتی، اصلاح ساختار نظام مالیاتی و گسترش پایه‌های مالیاتی، مانند مالیات بر ارزش افزوده یا مالیات بر دارایی، می‌تواند درآمدهای پایدار دولت را افزایش داده و وابستگی به استقراض بانکی را کم کند. این اصلاحات، همراه با سیاست‌های پولی مناسب برای تنظیم نرخ بهره، دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات را بهبود می‌بخشد. در این بخش به بررسی این موضع پرداخته می‌شود که کدام یک از اجزای بودجه دولت باعث ایجاد کسری بودجه دولت می‌شود.

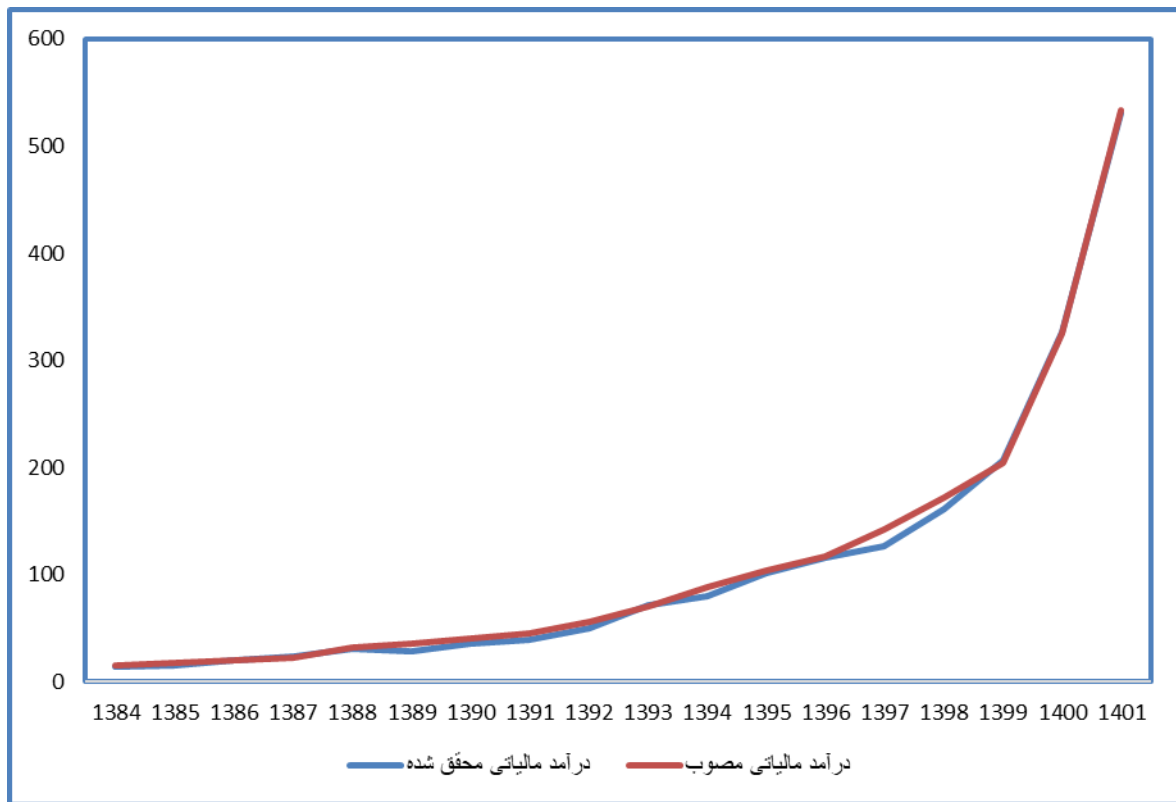
نمودار (۱) - وضعیت تراز بودجه دولت (به قیمت جاری)



مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

نمودار (۱) روند کلی کسری بودجه در ایران را ترسیم می‌نماید. طبق نمودار (۱) ملاحظه می‌شود که اقتصاد ایران از سال ۱۳۹۷ با کسری بودجه شدید روبرو بوده است. هر چند در اواسط دهه ۱۳۸۰ و اوایل دهه ۱۳۹۰ نیز کسری بودجه ملایمی قابل مشاهده است. وضعیت بودجه دولت با بیشتر متغیرهای کلان اقتصادی سازگاری بسیار بالایی دارد. به عنوان مثال تورم‌های شدید در سال‌های اخیر با کسری بودجه شدید کاملاً همسو است. اگر بودجه دولت به تفکیک بخش‌های درآمدی و هزینه‌ای مورد بررسی قرار گیرد، علت اصلی کسری بودجه دولت مشاهده خواهد شد. در ادامه ابتدا وضعیت درآمدهای دولت بررسی شده و در ادامه وضعیت هزینه مورد رصد قرار می‌گیرد تا علت کسری بودجه مشخص شود.

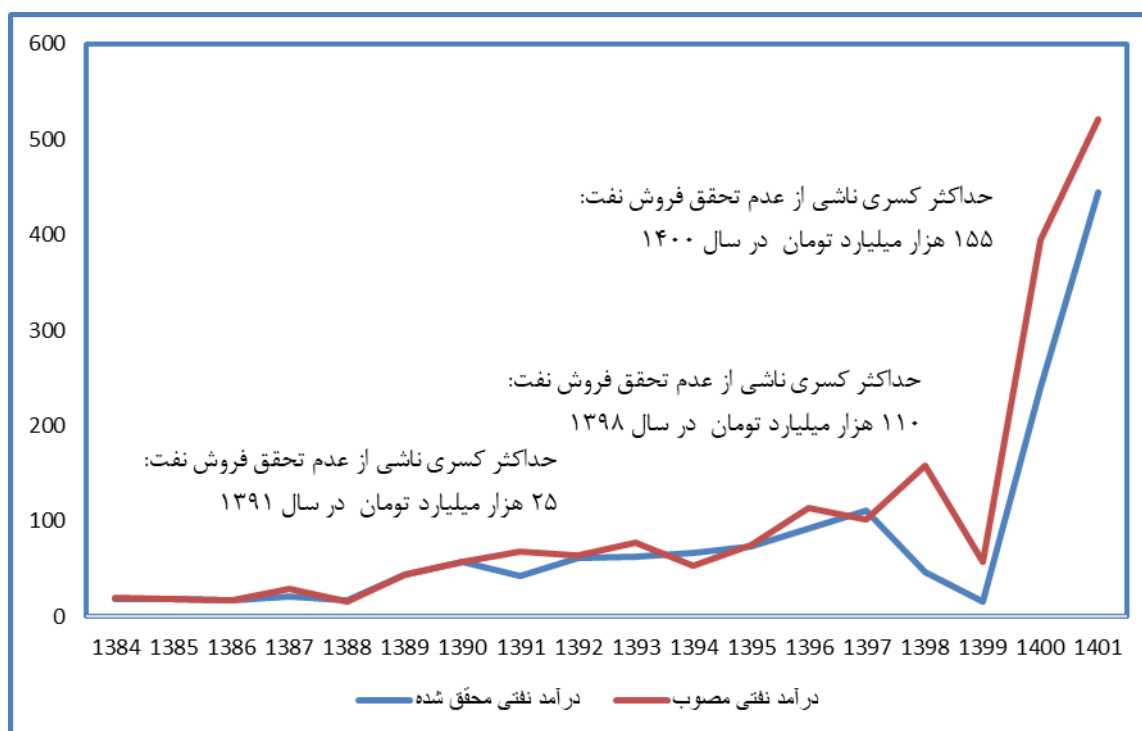
نمودار (۲): وضعیت درآمدهای مالیاتی از سال ۱۳۸۴-۱۴۰۱ (میلیارد تومان به قیمت جاری)



مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

اولین قسمت از درآمدهای دولت به درآمدهای مالیاتی اختصاص دارد. آمارهای لایحه بودجه برای درآمد مالیاتی و درآمد محقق شده نشان از آن دارد که تا سال ۵۹۳۱ قسمتی از مالیات مصوب شده، محقق نشده است. این امر نشان می‌دهد که عدم تحقق درآمد مالیاتی یکی از موارد کسری بودجه تا سال ۵۹۳۱ بوده است. با این حال، آمارهای ثبت شده از سال ۶۹۳۱ تا سال ۱۴۰۱ نشان می‌دهد که کسری از قبل مالیات بر دولت وارد نشده است و تمامی مالیات مصوب شده، محقق شده است. نمودار (۲) تایید کننده این امر است.

نمودار (۳): وضعیت درآمدهای نفتی از سال ۱۳۹۶-۱۴۰۱ (میلیارد تومان به قیمت جاری)



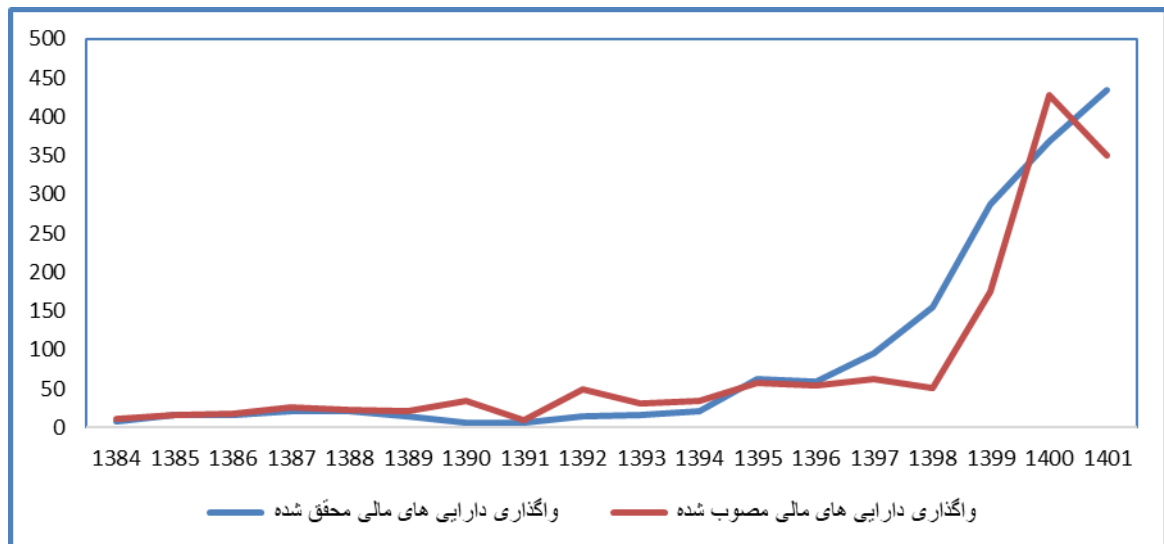
مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

دومین و مهمترین قسمت درآمد دولت به منابع درآمدی ناشی از نفت اختصاص دارد. نمودار (۳) نشان می‌دهد که در برخی سال‌ها درآمد نفتی مصوب شده با درآمد نفتی محقق شده متفاوت بوده است و همین امر منجر به ایجاد کسری بودجه شده است. به عنوان مثال عدم تحقق درآمد نفتی در سال ۱۳۹۱ منجر به ایجاد شکاف ۵۳۲ هزار میلیارد تومانی در درآمد دولت شده است. شکاف درآمدی دولتی از ناحیه درآمد نفتی از سال ۷۹۳۱ دچار شکاف شده است و همین امر وضعیت درآمدی دولتی را دچار بی‌ثباتی کرده است.

سومین قسمت از بخش درآمدی دولت به واگذاری دارایی‌های مالی اختصاص دارد. این قسمت از درآمدهای دولت به منابع صندوق توسعه ملی و فروش اوراق اختصاص دارد. بررسی روند درآمدی این بخش حاکی از آن است که همواره درآمد محقق شده بیشتر از درآمد مصوب شده است. بر خلاف درآمدهای نفتی که عدم تحقق آن به ضرر وضعیت بودجه دولت و اقتصاد کلان کشور است، تحقق این وضعیت نشانه‌ی خوبی برای دولت نبوده و نشان دهنده نیاز مبرم دولت به منابع مالی است. به عبارات بهتر، تحقق بیشتر درآمدهای حاصل از واگذاری دارایی‌های مالی (افزایش فروش اوراق بدهی یا برداشت بیشتر از صندوق توسعه ملی) در واقع به معنای افزایش

بدهی یا کاهش ذخایر ارزی و فشار بیشتر بر منابع مالی دولت است. نمودار (۴) وضعیت واگذاری دارایی‌های مالی را نشان می‌دهد.

نمودار (۴): وضعیت درآمدهای ناشی از واگذاری دارایی‌های مالی از سال ۱۳۸۴-۱۴۰۱ (میلیارد تومان به قیمت جاری)

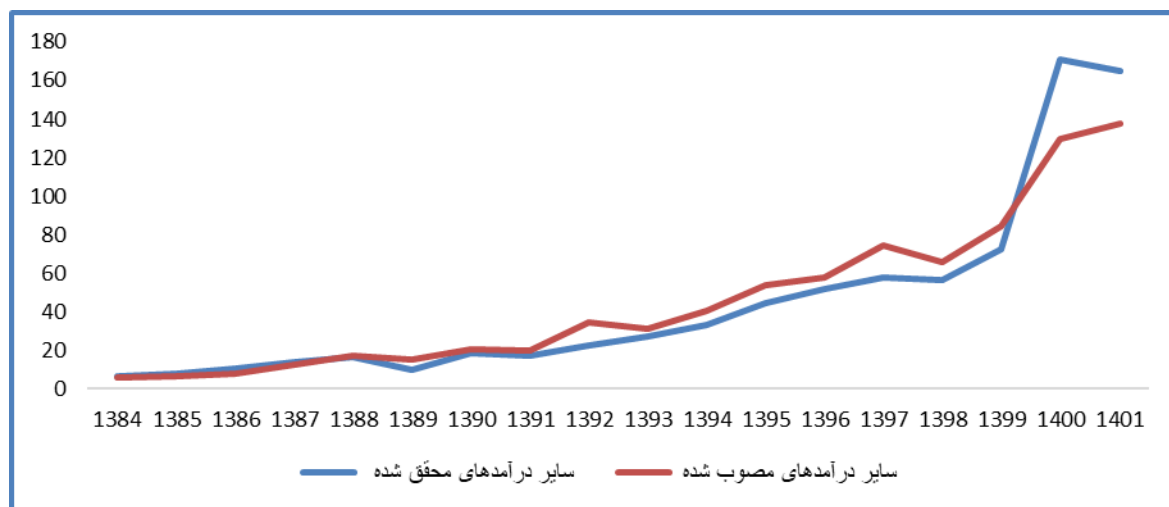


مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

قبل از تحریم ایران، همواره منابع پیش بینی شده برای واگذاری دارایی‌های مالی برابر یا کمتر از مقدار مصوب شده بوده است. بعد از تحریم ایران در سال ۱۳۹۸ مقدار محقق شده بسیار بیشتر از مقادیر پیش بینی شده است. به دلیل کسری بودجه شدید دولت منابع صندوق توسعه و اوراق قرضه که باید در خدمت تولید باشد با انحراف منابع به سمت هزینه‌های جاری دولت سبب مشکلات تورمی و سرمایه در گردش بخش تولید می‌شود.

آخرین قسمت از درآمدهای دولت به قسمت سایر درآمدهای دولت اختصاص دارد. بررسی آمار و روند این قسمت در نمودار (۵) نشان از آن دارد که آمار آن بسیار قابل توجه نبوده و همواره درآمدهای مصوب شده محقق شده است.

نمودار (۵): وضعیت درآمدهای ناشی از سایر درآمدهای دولت از سال ۱۳۸۴-۱۴۰۱ (میلیارد تومان به قیمت جاری)

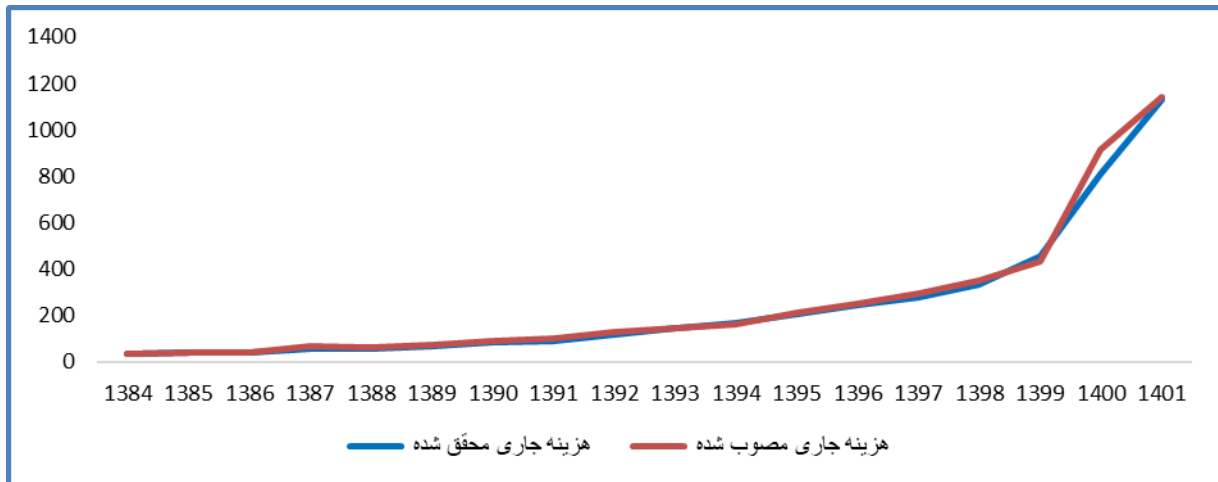


مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

با وجود اندک بودن این قسمت از درآمدهای دولت، شایان ذکر است که دولت بعد از سال ۱۳۹۷ به هر طریق ممکن سعی در افزایش درآمد دولت دارد. این در حالی است که قبل از سال ۱۳۹۷ همواره درآمدهای تصویب شده در لایحه بودجه محقق نشده بود. این امر نشان می‌دهد که دولت در دوران کسری بودجه شدید، به شدت دنبال افزایش و جمع آوری منابع مالی است و در چنین شرایطی به نظر می‌رسد که تامین مالی بخش خصوصی دچار چالش جدی باشد. بررسی آمار درآمدهای دولت نشان از آن دارد که عدم تحقق درآمدهای نفتی مهمترین چالش دولت برای کنترل کسری بودجه است. مقایسه آمارهای درآمدی با کسری بودجه دولت نشان دهنده نقش پررنگ درآمد نفتی در عدم تراز بودن بودجه است. نکته بسیار مهم آن است که دولت این درآمدها را در کدام بخش‌های اقتصادی هزینه می‌کند؟ در این بخش، قسمت هزینه‌های دولت مورد بررسی قرار می‌گیرد.

هزینه‌های دولت از دو قسمت هزینه‌های جاری و هزینه‌های عمرانی تشکیل شده است. مهمترین بخش از هزینه‌های دولت به بخش هزینه‌های جاری اختصاص دارد. بررسی آمارهای هزینه جاری دولت نشان می‌دهد که ارقام مصوب شده همواره محقق شده است.

نمودار (۶): وضعیت هزینه‌های جاری دولت سال ۱۳۸۴-۱۴۰۱ (هزارمیلیارد تومان به قیمت جاری)

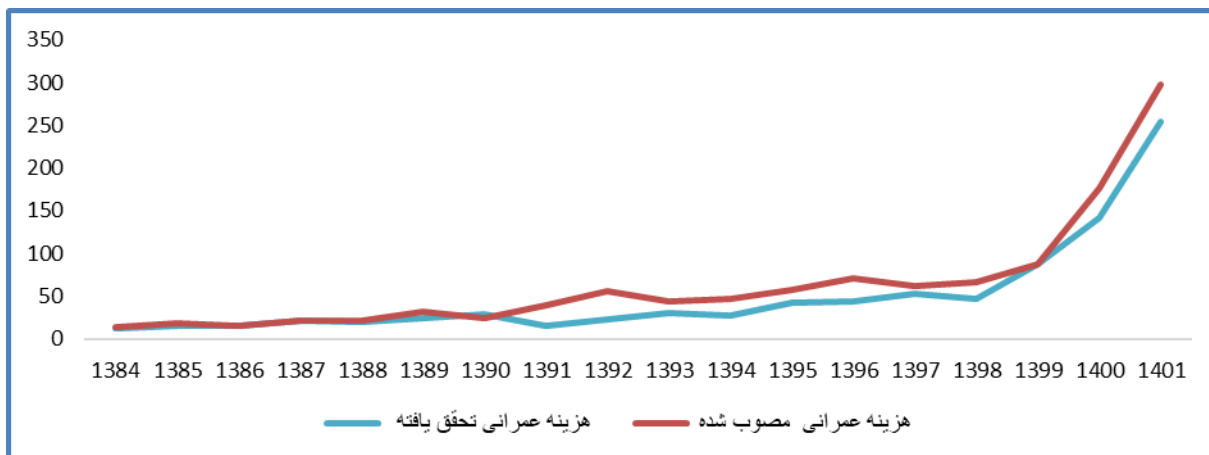


مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

هزینه جاری مصوب شده توسط دولت همواره محقق شده است و در اکثر سال‌ها تمایلی به کاهش هزینه جاری مشاهده نمی‌شود. تنها در یکسال هزینه مصوب شده بیشتر از هزینه محقق شده است. تحقق هزینه جاری به وضوح نشان می‌دهد که منابع ثروت زای کشور هدر می‌رود و دولت باید این بخش را به شدت کنترل نماید.

دومین بخش از هزینه‌های دولت به هزینه‌های عمرانی اختصاص دارد. بررسی آمارهای این بخش نشان می‌دهد که برخلاف هزینه جاری که تمایلی برای کاهش آن وجود ندارد، این بخش همواره با کاهش روبرو بوده است. نمودار (۷) نشان دهنده هزینه عمرانی مصوب شده و محقق شده دولت است.

نمودار (۷): وضعیت هزینه‌های عمرانی دولت سال ۱۳۸۴-۱۴۰۱ (هزارمیلیارد تومان به قیمت جاری)



مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

بررسی هزینه عمرانی نشان از آن دارد که هزینه‌های عمرانی تصویب شده در لایحه بودجه سال‌های گذشته، هیچ‌کدام محقق نشده است. عدم هزینه‌کرد در بخش‌های توسعه‌ای و عمرانی و به جای آن بزرگ کردن هزینه جاری دولت مانع جدی در تراز شدن بودجه کلان کشور است. نمودارهای ارائه‌شده نشان می‌دهند که کسری بودجه دولت، ناشی از عدم تحقق درآمدهای نفتی و مقاومت در کاهش مخارج جاری، اثر ازدحام را در ایران تشدید می‌کند که در ادامه بررسی می‌شود. طبق مبانی نظری، تخصیص منابع به سمت هزینه جاری و نه هزینه عمرانی می‌تواند اثر برون رانی را تشدید نماید و شواهد آماری از بودجه دولت این امر را تایید می‌کند.

تحت شرایطی که دولت امکان تحقق درآمدهای خود در مقابل هزینه‌های تعریف شده خود را نداشته باشد، دولت رقیب بخش خصوصی برای جمع‌آوری منابع مالی خواهد بود. دولت و بخش خصوصی هر دو برای تأمین مالی پروژه‌های خود به منابع مالی محدود در اقتصاد نیاز دارند. اگر دولت بخش عمده‌ای از این منابع را جذب کند، مقدار باقی‌مانده برای شرکت‌ها و کارآفرینان کاهش می‌یابد.

۶. مدل و یافته‌های تحقیق:

بردار متغیرهای درون‌زا مورد استفاده در این تحقیق به صورت زیر است:

$$Y_t = \begin{bmatrix} \text{budget}_t \\ g_t \\ p_t \\ k_t \end{bmatrix}$$

متغیرها به شرح زیراند

کسری بودجه (Budget): این متغیر به عنوان نسبت کسری بودجه به تولید ناخالص داخلی (GDP) بر اساس سال پایه ۱۴۰۱ تعریف می‌شود. کسری بودجه نشان‌دهنده میزان وابستگی دولت به منابع مالی، به ویژه استقراض بانکی، است که اثر ازدحام را تشدید می‌کند. انتخاب این متغیر به دلیل تأثیر مستقیم آن بر فشار سیستم بانکی و کاهش منابع مالی بخش خصوصی است. داده‌های این قسمت از بانک اطلاعات سری زمانی بانک مرکزی و قسمت تامین مالی دولت دریافت شده است. بازه زمانی پوشش اطلاعات این متغیر توسط بانک مرکزی ۱۳۶۹-۱۴۰۱ است که این مطالعه نیز دقیقاً طبق همین بازه زمانی مدل را تخمین زده است.

بدهی دولت به سیستم بانکی (g): این متغیر به عنوان نسبت بدهی دولت به بانک‌ها به نقدینگی تعریف شده است. دلیل این تعریف، سنجش فشار دولت بر سیستم بانکی در مقایسه با کل نقدینگی اقتصاد است، زیرا استقراض دولتی منابع بانکی را از بخش خصوصی سلب کرده و اثر ازدحام را تقویت می‌کند (محمودزاده و همکاران، ۱۳۹۰). نسبت به نقدینگی، معیاری دقیق‌تر از تأثیر بدهی دولت بر منابع مالی در دسترس بنگاه‌ها ارائه می‌دهد. داده‌های این متغیر در بازه زمانی ۱۳۶۹-۱۴۰۱ از بانک اطلاعات سری زمانی بانک مرکزی و قسمت پول و اعتبار دریافت شده است.

بدهی بخش غیردولتی به سیستم بانکی (p): این متغیر به عنوان نسبت بدهی بخش خصوصی به بانک‌ها به نقدینگی تعریف می‌شود. این متغیر نشان‌دهنده میزان دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات بانکی در رقابت با دولت است. انتخاب آن به دلیل نقش کلیدی سیستم بانکی به عنوان کانال اصلی تأمین مالی در ایران است، که تحت تأثیر استقراض دولتی محدود می‌شود (حسینی و همکاران، ۲۰۱۷). داده‌های این متغیر در بازه زمانی ۱۳۶۹-۱۴۰۱ از بانک اطلاعات سری زمانی بانک مرکزی و قسمت پول و اعتبار دریافت شده است.

نسبت تشکیل سرمایه ثابت به GDP (K): این متغیر به عنوان نسبت سرمایه گذاری ثابت به GDP (بر اساس سال پایه ۱۴۰۱) تعریف شده و نشان دهنده سطح سرمایه گذاری بخش خصوصی است. انتخاب این متغیر به دلیل ارتباط مستقیم آن با اثر ازدحام (کاهش سرمایه گذاری به دلیل فشار بانکی) و اثر جذب (افزایش سرمایه گذاری از طریق زیرساخت های دولتی) است. داده های این متغیر از قسمت حساب های ملی فصلی بانک مرکزی دریافت شده است و بازه زمانی مورد استفاده این متغیر در مدل ۱۳۶۹-۱۴۰۱ است.

۱,۶ تحلیل کلی از وضعیت ازدحام مالی در ایران

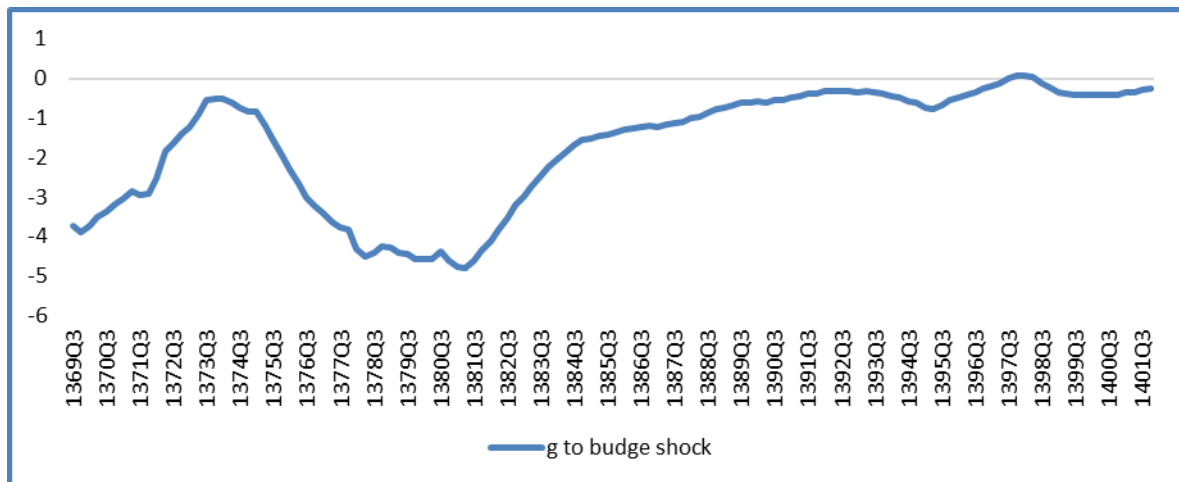
طبق شواهد آماری که در ادامه اشاره خواهد شد، اثر ازدحام مالی زمانی رخ می دهد که دولت برای پوشش کسری بودجه خود، منابع بانکی را جذب می کند و این کار مانع دسترسی بخش خصوصی به اعتبار می شود. در این شرایط، وقتی کسری بودجه افزایش می یابد، بانک ها منابع خود را به سمت دولت هدایت می کنند و شرکت ها و بنگاه های خصوصی به سختی می توانند وام دریافت کنند. این کاهش دسترسی به اعتبارات، سرمایه گذاری خصوصی را محدود کرده و رشد اقتصادی را تحت فشار قرار می دهد.

تحلیل داده های زمانی نشان می دهد که افزایش کسری بودجه، ابتدا بدهی دولت به سیستم بانکی را بالا می برد و همزمان بدهی بخش خصوصی کاهش می یابد. کاهش اعتبار بخش خصوصی باعث افت تشکیل سرمایه می شود، زیرا بنگاه ها توان مالی لازم برای سرمایه گذاری در پروژه ها و توسعه فعالیت های خود را ندارند. اثر این روند در دوره های بحرانی اقتصادی تشدید می شود، یعنی هرچه فشار مالی دولت بیشتر باشد، محدودیت منابع برای بخش خصوصی شدیدتر می شود. همچنین، افزایش مستقیم بدهی دولت به بانک ها نیز مشابه اثر دارد اما اثر آن بر سرمایه گذاری خصوصی کمتر و غیرمستقیم است. در مقابل، وقتی بخش خصوصی بتواند به منابع بانکی دسترسی بیشتری پیدا کند، سرمایه گذاری افزایش می یابد، اما این اثر به دلیل محدودیت های ساختاری و ناپایداری سیاست های اقتصادی ایران پایدار نیست. در مجموع، این تحلیل نشان می دهد که کسری بودجه و استفاده دولت از منابع بانکی باعث «ازدحام مالی» می شود و بخش خصوصی را از سرمایه گذاری محروم می کند، که لزوم بازنگری در سیاست های مالی و تقویت اعتباردهی به بخش خصوصی را برجسته می کند.

۲.۶ واکنش بدهی دولت (به سیستم بانکی) به کسری بودجه دولت

نمودار (۸) نشان می‌دهد که واکنش بدهی دولت (به سیستم بانکی) نسبت به افزایش کسری بودجه دولت در اکثر فصل‌های سال منفی است و تنها شدت آن در برخی سال‌ها تغییر پیدا می‌کند:

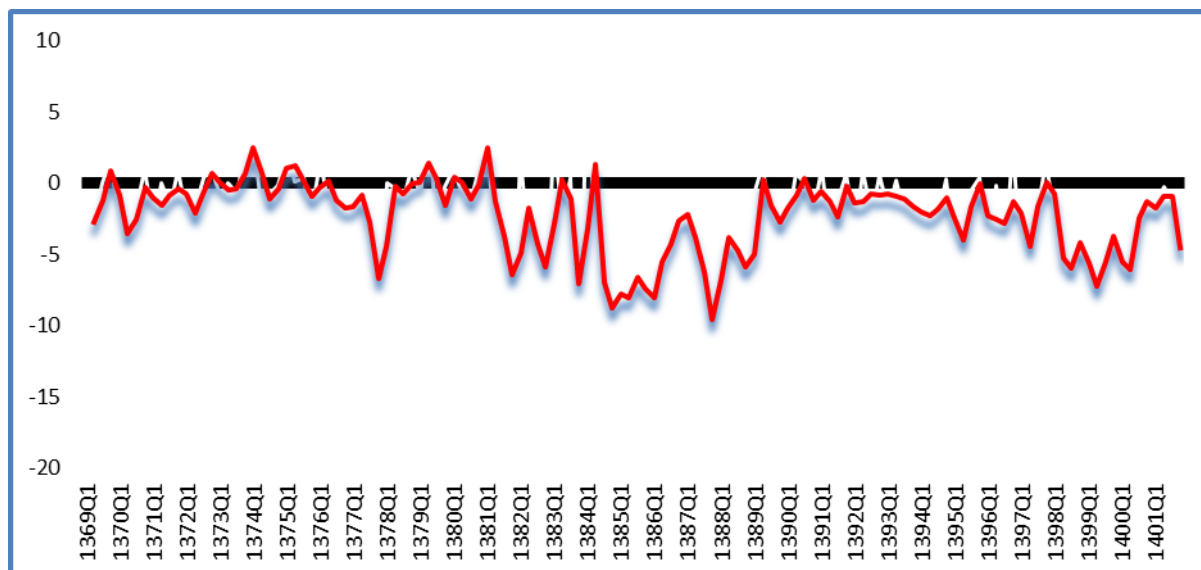
نمودار (۸): واکنش آنی بدهی دولت (به سیستم بانکی) به کسری بودجه



مأخذ: محاسبات محقق

در بازه زمانی ۱۳۶۹-۱۳۸۴ بیشترین واکنش منفی رخ داده است. هر چند در فصل‌های سال ۱۳۷۳-۱۳۷۴ و ۱۳۷۵ این واکنش منفی به شدت کاهش پیدا کرده ولی در حالت کلی تا سال ۱۳۸۴ عمدتاً واکنش منفی شدیدی از سمت بدهی دولت به کسری بودجه دولت مشاهده شده است. بیشترین واکنش منفی در سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۸۱ رخ داده است. در مقابل، از سال ۱۳۸۴ تا الان هر فصل از واکنش بدهی دولت به کسری بودجه کاسته شده و در برخی فصول نیز مانند فصل اول سال ۱۳۹۸ مثبت شده است. در جهت تفسیر این فرآیند لازم است داده‌های ثبت شده برای کسری بودجه و بدهی دولت با واکنش آنی مطابقت داده شده و بر اساس آن تحلیل و تفسیر انجام بگیرد.

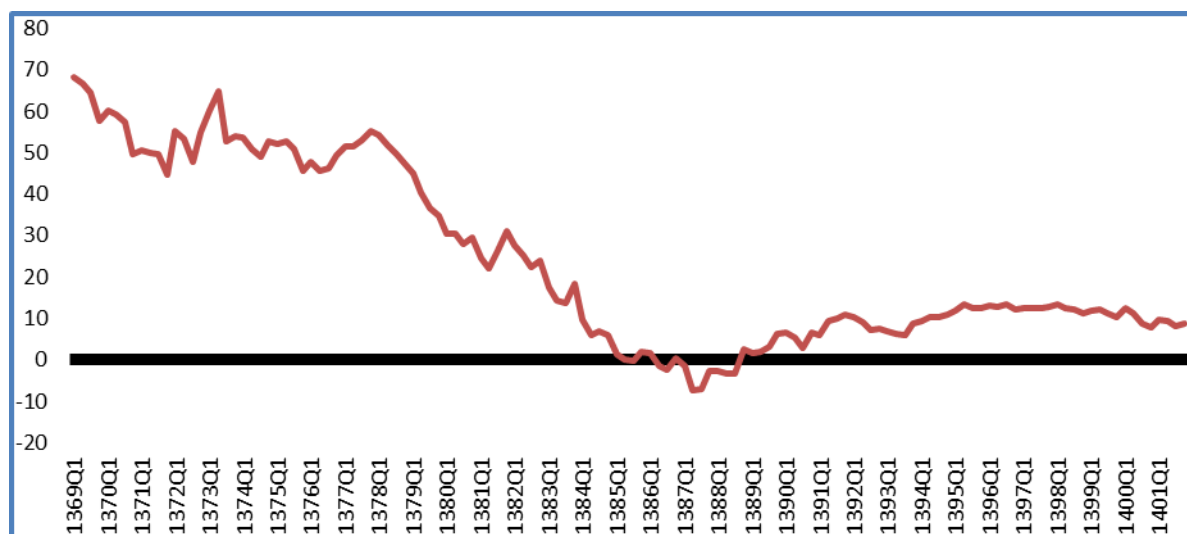
نمودار (۹): روند تراز بودجه نسبت به تولید ناخالص داخلی در بازه زمانی ۱۳۶۹-۱۴۰۱



مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

نمودار (۹) نشان می‌دهد که با تراز شدن بودجه دولت، واکنش بدهی دولت به سیستم بانکی واکنش منفی نشان می‌دهد ولی با منفی شدن تراز بودجه دولت، میزان واکنش بدهی دولت به سیستم بانکی افزایش پیدا می‌کند. نمودار (۱۰) که نشان دهنده مقدار بدهی دولت به سیستم بانکی نسبت به نقدینگی است، با افزایش کسری بودجه روند افزایشی داشته و با کاهش کسری بودجه روند کاهشی داشته است.

نمودار (۱۰): مقدار بدهی دولت به سیستم بانکی نسبت به نقدینگی کل کشور



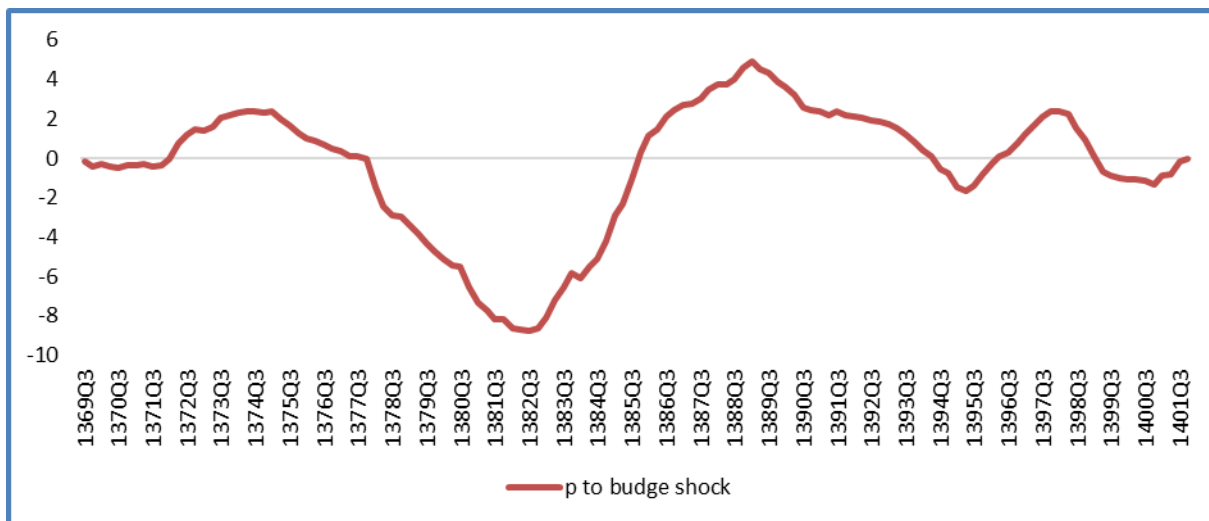
مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

مقایسه نمودارهای ۸، ۹ و ۱۰ نشان می‌دهد که بالا بودن نسبت بدهی دولت به سیستم بانکی (نسبت به نقدینگی) در بازه ۱۳۶۹-۱۳۸۴ ناشی از کسری بودجه و استقراض بانکی برای مخارج جاری است. اما کاهش آن می‌تواند به معنای بازپرداخت بدهی‌ها یا کاهش وابستگی به استقراض جدید باشد. در این بازه، دولت احتمالاً از مازاد بودجه برای تسویه بخشی از بدهی‌های قدیمی استفاده کرده است. به عبارتی، در این دوره، دولت به جای افزایش بدهی، از منابع خود برای مدیریت مالی و کاهش بدهی استفاده کرده است. این نشان‌دهنده عدم استفاده مستقیم از منابع بانکی برای پوشش کسری است، زیرا کسری وجود نداشته، اما بدهی‌های قبلی همچنان فشار بر سیستم بانکی وارد می‌کرده است. در مقابل، در بازه زمانی ۱۳۸۴-۱۴۰۱ که تراز بودجه منفی است، هزینه‌ها از درآمدها بیشتر بوده و دولت نیاز به تأمین مالی برای جبران کسری داشته است. با توجه به تراز شدن بودجه دولت در دوره قبلی و کاهش مقدار بدهی دولت به سیستم بانکی، اما افزایش تدریجی آن نشان‌دهنده استقراض جدید از سیستم بانکی برای پوشش کسری بودجه است. در این دوره، دولت به دلیل کسری بودجه، به منابع بانکی روی آورده و بدهی به سیستم بانکی (نسبت به نقدینگی) افزایش یافته است. این الگو به‌وضوح نشان‌دهنده استفاده از منابع بانکی برای پوشش کسری بودجه است، زیرا دولت با کمبود منابع مالی مواجه بوده و از استقراض برای تأمین مالی استفاده کرده است.

۳,۶ واکنش بدهی بخش غیردولتی به سیستم بانکی (مانده تسهیلات بخش غیر دولتی به بخش بانکی)

در این قسمت شوک کسری بودجه و واکنش آنی بدهی بخش غیر دولتی به سیستم بانکی (نسبت به نقدینگی) مورد بررسی قرار می‌گیرد.

نمودار (۱۱): واکنش بدهی بخش غیر دولتی (به سیستم بانکی) به کسری بودجه

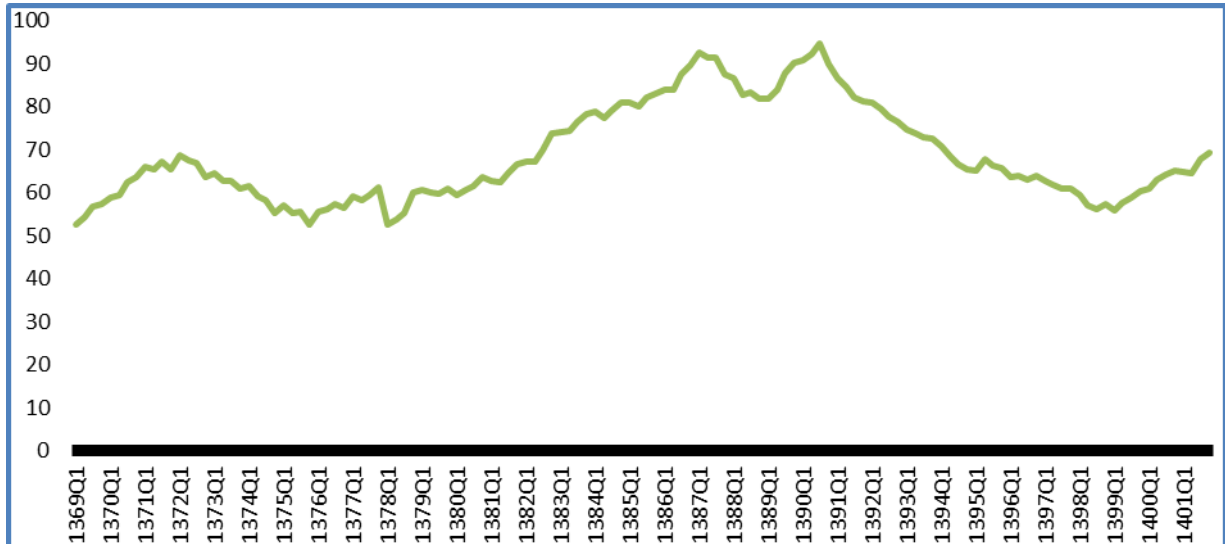


مأخذ: محاسبات محقق

واکنش منفی بدهی بخش غیر دولتی نسبت به افزایش کسری بودجه در بازه زمانی ۱۳۶۹-۱۳۸۴ نشان‌دهنده این است که تراز بودجه دولت به حدی نبوده است که با کاهش بدهی دولت به سیستم بانکی منجر به افزایش تسهیلات دهی به بخش غیر دولتی شود و همین امر منجر به کاهش دسترسی بخش خصوصی به اعتبار شده است. این الگو با اثر برون رانی مالی (crowding-out) مرتبط است، جایی که منابع مالی به سمت دولت هدایت می‌شوند و بخش خصوصی از اعتبار محروم می‌شود. به عبارتی، واکنش منفی بدهی بخش غیر دولتی به تراز بودجه مثبت می‌تواند به این دلیل باشد که دولت با حفظ تراز بودجه، منابع بانکی را برای بازپرداخت بدهی‌های گذشته (کاهش بدهی دولت به سیستم بانکی) تخصیص داده و از اعطای وام جدید به بخش خصوصی خودداری کرده است. این می‌تواند به معنای اولویت‌بندی مالی دولت بر ثبات خود به جای حمایت از بخش خصوصی باشد. در مقابل، از سال ۱۳۸۵ تا سال ۱۴۰۱ واکنش بدهی بخش غیر دولتی به بخش خصوصی مثبت بوده است. هر چند در برخی فصل‌ها واکنش منفی اندکی نشان داده است ولی روند کلی آن مثبت بوده است. سال ۱۳۸۹ سالی است که نقطه اوج واکنش مثبت بدهی بخش غیر دولتی به تراز بودجه دولت مشاهده می‌شود. اگر به نمودارهای ۹ و ۱۰ دقت شود ملاحظه خواهد شد که با تراز شدن بودجه دولت و کاهش شدید در بدهی دولت به سیستم بانکی، شرایط برای تسهیلات دهی به بخش غیر دولتی فراهم شده است و به همین جهت واکنش مثبتی به بودجه نشان داده است. این یافته با آمارهای ثبت

شده برای نسبت بدهی بخش غیر دولتی به سیستم بانکی کاملاً سازگار است.

نمودار (۱۲): روند بدهی بخش غیر دولتی به سیستم بانکی (نسبت به نقدینگی) در بازه زمانی ۱۳۶۹-۱۴۰۱



مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

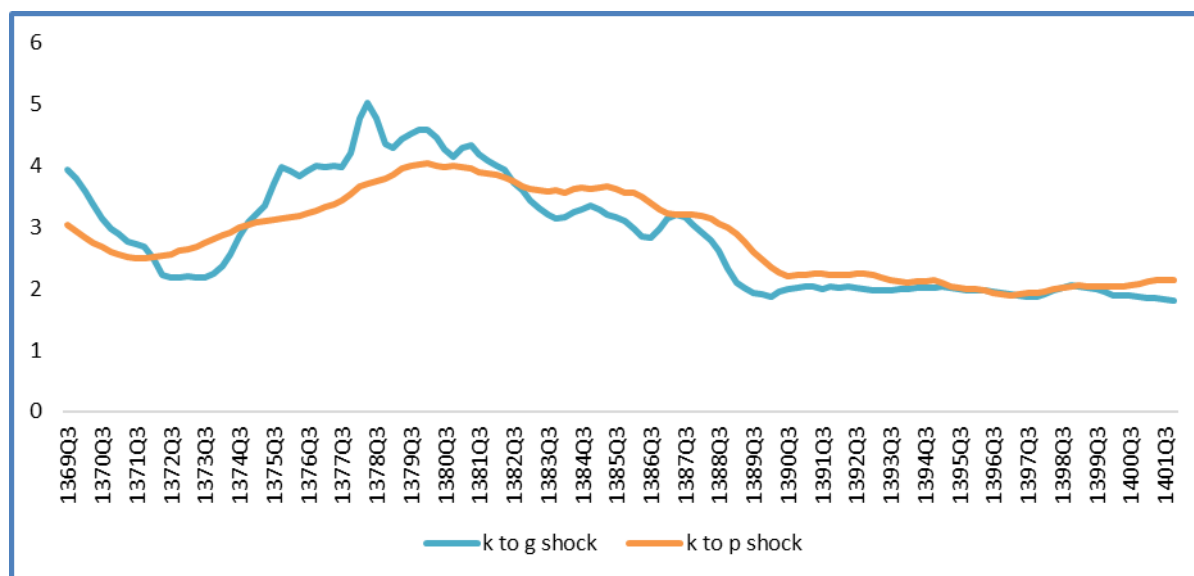
از سال ۱۳۹۰، کسری بودجه نشان‌دهنده عدم تعادل بین درآمدها و هزینه‌های دولت است. در تئوری ازدحام مالی، این کسری دولت را وادار می‌کند برای تأمین مالی به استقراض روی بیاورد، که عمدتاً از طریق سیستم بانکی انجام می‌شود. افزایش بدهی بخش دولتی (g) از ۱۳۹۰ به بعد این موضوع را تأیید می‌کند، زیرا دولت برای جبران کسری، منابع بانکی را جذب کرده است. این رفتار با شرایط اقتصادی ایران در این بازه، از جمله تشدید تحریم‌ها، کاهش درآمدهای نفتی، و فشارهای مالی، همخوانی دارد و مستقیماً با مکانیزم ازدحام مالی سازگار است، جایی که تقاضای دولت برای منابع مالی، عرضه اعتبار برای بخش خصوصی را محدود می‌کند. کاهش بدهی بخش غیر دولتی (p) در این بازه نتیجه مستقیم این فشار است. با افزایش g، منابع بانکی به سمت دولت هدایت شده و بخش خصوصی از دسترسی به وام محروم شده است. این الگو در تئوری ازدحام مالی به عنوان رقابت دولت با بخش خصوصی برای منابع مالی تعریف می‌شود، که منجر به کاهش سرمایه‌گذاری و فعالیت اقتصادی بخش غیر دولتی می‌شود. این روند نزولی نشان‌دهنده تشدید اثر ازدحام مالی است. دلیل این امر همانطور که گفته شد با افزایش کسری بودجه ابتدا فشاری به بدهی دولت به بخش بانکی وارد نمی‌شود ولی به مرور زمان و با انباشت بدهی، سهم بخش غیر دولتی کاهش یافته و به مرور زمان واکنش منفی نسبت به کسری بودجه نشان می‌دهد. در ابتدا (۱۳۹۰-۱۳۹۶)، واکنش مثبت p به بودجه

ممکن است به دلیل سیاست‌های موقت تسهیل‌کننده یا تزریق نقدینگی باشد که دسترسی بخش خصوصی را به‌طور نسبی حفظ کرده است. با این حال، با افزایش کسری بودجه و g ، این اثر مثبت کاهش یافته و به روند نزولی تبدیل شده است. از سال ۱۳۹۷ به بعد، منفی شدن واکنش p نشان‌دهنده غالب شدن کامل ازدحام مالی است، زیرا منابع بانکی به‌طور کامل در خدمت تأمین مالی کسری دولت قرار گرفته و بخش خصوصی به شدت از اعتبار محروم شده است. این تغییر در پویایی زمانی با مدل TVP-VAR سازگار است، که ضرایب روابط را در طول زمان متغیر می‌داند و تشدید فشارهای اقتصادی (مثل تحریم‌ها) را منعکس می‌کند. از منظر اقتصادی، این الگو با شرایط ایران در این بازه کاملاً همخوان است. کاهش درآمدهای نفتی و افزایش هزینه‌ها (به‌ویژه در دوره تحریم‌ها) کسری بودجه را تشدید کرده و دولت را به استقراض بیشتر از سیستم بانکی وادار کرده است. افزایش بدهی بخش دولتی، منابع را از بخش خصوصی سلب کرده و کاهش بدهی بخش غیردولتی را به همراه داشته است. واکنش منفی p از سال ۱۳۹۷ به بعد نشان‌دهنده نقطه عطفی است که در آن اثر ازدحام مالی به حداکثر خود رسیده و دسترسی بخش خصوصی به اعتبار به‌طور قابل‌توجهی محدود شده است.

با توجه به چارچوب تئوری ازدحام مالی، می‌توان تحلیل کرد که تراز شدن بودجه دولت و عدم وجود بدهی قابل‌توجه دولت به سیستم بانکی می‌تواند احتمال افزایش سهم بخش غیر دولتی از منابع بانکی را نسبت به شرایطی که کسری بودجه و بدهی بالای دولت وجود دارد، به‌طور قابل‌توجهی افزایش دهد. این تحلیل بر پایه مکانیزم‌های پویای عرضه و تقاضای منابع مالی در سیستم بانکی استوار است. تراز شدن بودجه، به معنای برابری درآمدها و هزینه‌های دولت یا وجود مازاد، فشار مالی دولت بر سیستم بانکی را کاهش می‌دهد. در چنین حالتی، دولت نیازی به استقراض برای جبران کسری ندارد، که به آزادسازی منابع بانکی منجر می‌شود. از سوی دیگر، عدم وجود بدهی قابل‌توجه دولت به سیستم بانکی، رقابت دولت با بخش غیر دولتی برای دسترسی به این منابع را به حداقل می‌رساند. این شرایط امکان تخصیص بیشتر منابع بانکی به بخش غیر دولتی را فراهم می‌کند، که می‌تواند به افزایش بدهی بخش غیر دولتی و در نتیجه تقویت فعالیت‌های اقتصادی آن منجر شود. در مقابل، شرایطی که کسری بودجه و بدهی بالای دولت وجود دارد، با مکانیزم ازدحام مالی سازگار است. کسری بودجه دولت را وادار به جذب منابع بانکی برای تأمین مالی می‌کند، که منجر به افزایش بدهی دولت

می‌شود. این افزایش تقاضا، عرضه اعتبار برای بخش غیر دولتی را محدود کرده و دسترسی آن به وام را کاهش می‌دهد، که به نوبه خود فعالیت اقتصادی بخش غیر دولتی را تضعیف می‌کند. این الگو با پویایی‌هایی که در آن افزایش بدهی دولت با کاهش بدهی بخش غیر دولتی همراه است، همخوانی دارد و نشان‌دهنده غالب شدن اثر ازدحام مالی است. شواهد تجربی از این تحلیل پشتیبانی می‌کنند، جایی که بهبود تراز بودجه و کاهش بدهی دولت با افزایش دسترسی بخش غیر دولتی به منابع بانکی همراه بوده است. این نشان می‌دهد که در غیاب فشار مالی دولت، سیستم بانکی می‌تواند نقش بیشتری در حمایت از بخش غیر دولتی ایفا کند. با این حال، این تأثیر به عوامل مکمل، از جمله سیاست‌های پولی و شرایط کلان اقتصادی، بستگی دارد، زیرا حتی با تراز بودجه و بدهی اندک، محدودیت‌های ساختاری یا اولویت‌های سیاستی می‌توانند مانع افزایش سهم بخش غیر دولتی شوند. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که تراز شدن بودجه دولت و عدم وجود بدهی قابل توجه به سیستم بانکی، احتمال افزایش سهم بخش غیر دولتی از منابع بانکی را نسبت به شرایطی که کسری بودجه و بدهی بالای دولت وجود دارد، به‌طور قابل توجهی افزایش می‌دهد. این شرایط، اثر ازدحام مالی را کاهش داده و منابع را برای بخش غیر دولتی آزاد می‌کند، اما موفقیت آن به اجرای سیاست‌های مکمل و مدیریت صحیح منابع بستگی دارد. با توجه به موارد اشاره شده، در این بخش به بررسی واکنش سرمایه‌گذاری به کسری بودجه، بدهی دولت به سیستم بانکی و بدهی بخش غیر دولتی به سیستم بانکی اشاره می‌شود. نمودار (۱۳) نشان‌دهنده واکنش سرمایه‌گذاری نسبت به بدهی بخش دولتی و غیر دولتی است.

نمودار (۱۳): واکنش آنی تشکیل سرمایه گذاری نسبت به بدهی بخش دولتی و غیر دولتی



مأخذ: محاسبات محقق

طبق نمودار (۱۳) در بازه زمانی سال‌های ۱۳۶۹-۱۳۸۴، بودجه دولت تراز است^۱ و کسری قابل توجهی وجود ندارد که نشان‌دهنده عدم نیاز دولت به استقراض برای جبران کسری است. در این شرایط، افزایش بدهی دولت به سیستم بانکی (g) که در تحلیل‌های قبلی نیز به آن اشاره شد (با روند کاهشی کلی اما مقطعی افزایشی)، می‌تواند به سرمایه‌گذاری‌های دولتی (مثل پروژه‌های زیرساختی) اختصاص یافته باشد^۲. این موضوع با واکنش مثبت اولیه k به g در نمودار (حدود ۴ واحد در فصول ابتدایی) همخوانی دارد، که نشان می‌دهد افزایش g در این بازه به‌طور غیرمستقیم سرمایه‌گذاری را تحریک کرده است، احتمالاً از طریق تزریق نقدینگی یا پروژه‌های دولتی که تقاضا را افزایش داده‌اند. به همین ترتیب، افزایش بدهی بخش غیر دولتی (p) نیز در این بازه، همان‌طور که در نمودار با واکنش مثبت k به p (حدود ۳ واحد) دیده می‌شود، مستقیماً به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری کمک کرده است، زیرا بخش خصوصی از این منابع برای تولید و سرمایه‌گذاری استفاده می‌کند. بنابراین، در این بازه، هر دو بخش دولتی و غیر دولتی با افزایش بدهی خود به تقویت تشکیل سرمایه‌گذاری کمک کرده‌اند، که با نبود

۱- لازم به ذکر است که سهم درآمدهای نفتی - به‌عنوان یکی از ارکان اصلی درآمد دولت - در محاسبات مربوطه لحاظ شده است.

۲- در دهه ۸۰ شمسی، کشور با وفور درآمدهای نفتی مواجه بود که سهم قابل توجهی در توسعه و تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی ایفا کرد. این امر باعث شد بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاری‌های دولتی از محل درآمدهای نفتی تأمین شود و نقش استقراض بانکی در این دوره نسبتاً محدود باشد. در مقابل، در دهه ۷۰ و به ویژه پس از پایان جنگ تحمیلی، کسری بودجه عمدتاً ناشی از هزینه‌های سنگین جنگ و فرایند بازسازی‌های گسترده بود که فشار مالی زیادی بر دولت وارد می‌کرد. لازم به ذکر است که، دلیل کسری بودجه چه نفت باشد و چه جنگ آثار آن بصورت ازدحام مالی بوده است و محققین نیز در ادامه به این نتیجه دست یافته‌اند.

کسری بودجه و فشار مالی دولت سازگار است.

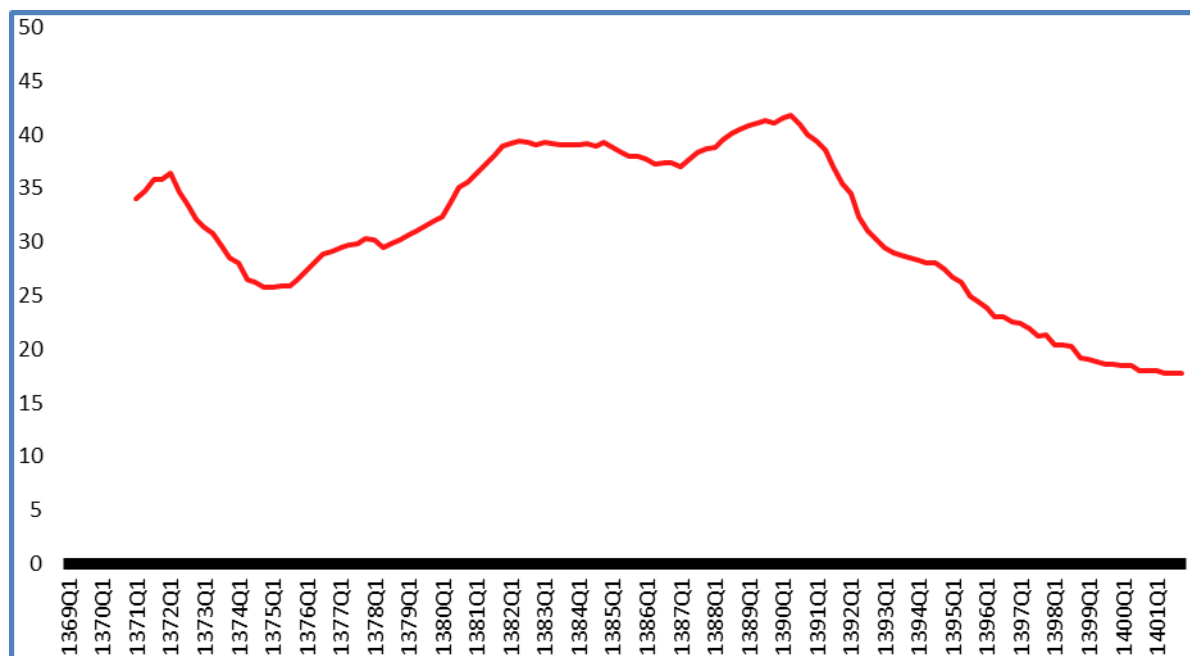
اما در بازه ۱۳۸۴-۱۴۰۱، شرایط تغییر می‌کند. بودجه دولت منفی می‌شود و کسری مداوم ایجاد می‌گردد، در این بازه کسری بودجه مداوم دولت ناشی از تشدید تحریم‌های بین‌المللی در دهه ۹۰، کاهش شدید درآمدهای نفتی، و شوک‌های خارجی مانند بیماری کووید بود که هزینه‌های جاری، از جمله یارانه‌های غیرهدفمند و حمایت‌های اجتماعی، را افزایش داد. این شرایط، با محدود کردن منابع مالی دولت، استقراض از سیستم بانکی را تشدید کرد و اثر ازدحام را تقویت نمود، که دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات را کاهش داد و سرمایه‌گذاری را محدود کرد که با تحلیل‌های قبلی (مثلاً از سال ۱۳۹۰ به بعد) همخوانی دارد.

این کسری بودجه، دولت را وادار به افزایش استقراض از سیستم بانکی می‌کند، که منجر به افزایش g می‌شود. نمودار فوق نشان می‌دهد که واکنش k به g در فصول میانی و انتهایی (که معادل بازه‌ی زمانی سال‌های ۱۳۸۴-۱۴۰۱ است) کاهش می‌یابد (از ۴ واحد به حدود ۱-۲ واحد) و به صفر همگرا می‌شود. این کاهش واکنش مثبت بیانگر این است که منابع مالی دولت، به دلیل کسری بودجه، به سمت سرمایه‌گذاری هدایت نشده‌اند، بلکه صرف تأمین مالی کسری شده‌اند.

در این شرایط، اثر ازدحام مالی غالب می‌شود، زیرا افزایش بدهی دولت به سیستم بانکی، منابع بانکی را به سمت دولت جذب کرده و دسترسی بخش غیر دولتی (p) را محدود می‌کند. این موضوع با کاهش منابع مالی به بخش غیر دولتی در این بازه (طبق تحلیل‌های قبلی) و تضعیف سرمایه‌گذاری (k) همخوانی دارد. همزمان، واکنش سرمایه‌گذاری به بدهی بخش غیر دولتی به سیستم بانکی (تسهیلات اعطایی به بخش غیر دولتی) نیز در این بازه کاهش می‌یابد (از ۳ واحد به حدود ۲ واحد و همگرایی به صفر)، که نشان‌دهنده تضعیف اثر مثبت بخش غیر دولتی بر سرمایه‌گذاری است. این کاهش به دلیل محدودیت منابع بانکی است که با افزایش g و کسری بودجه ایجاد شده و ازدحام مالی را تشدید کرده است. در نتیجه، در بازه ۱۳۸۴-۱۴۰۱، واکنش مثبت اولیه k به هر دو بخش کاهش یافته و سرمایه‌گذاری تضعیف شده است، زیرا منابع به جای هدایت به سرمایه‌گذاری، صرف جبران کسری بودجه شده‌اند. در غیاب تراز بودجه یا وجود بدهی بالای دولت، تأمین مالی بخش غیر دولتی و در نتیجه سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه می‌شود. در بازه ۱۳۶۹-۱۳۸۴، تراز بودجه این امکان را فراهم کرد که افزایش

g به سرمایه‌گذاری منجر شود، اما در بازه ۱۳۸۴-۱۴۰۱، کسری بودجه و افزایش g منابع را از بخش غیر دولتی سلب کرد و ازدحام مالی مانع سرمایه‌گذاری شد. این الگو با نمودار و تئوری ازدحام مالی سازگار است، که نشان می‌دهد کسری بودجه و بدهی بالا اثر منفی بر سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در بازه ۱۳۶۹-۱۳۸۴، تراز بودجه به دولت اجازه داد با افزایش بدهی از سیستم بانکی به سرمایه‌گذاری پردازد و هر دو بخش دولتی و غیر دولتی به تقویت سرمایه‌گذاری کمک کردند. اما در بازه ۱۳۸۴-۱۴۰۱، منفی شدن تراز بودجه باعث شد منابع مالی به جای سرمایه‌گذاری، صرف جبران کسری شود که با ازدحام مالی مانع سرمایه‌گذاری شد و واکنش مثبت k به هر دو بخش کاهش یافت. برای افزایش پایدار سرمایه‌گذاری، تراز بودجه و بدهی اندک دولت ضروری است، زیرا در غیر این صورت، تأمین مالی بخش غیر دولتی مختل شده و تشکیل سرمایه تضعیف می‌شود. نمودار (۱۴) تعیین‌کننده نتایج حاصل از تخمین است.

نمودار (۱۴): روند تشکیل سرمایه در بازه زمانی ۱۳۶۹-۱۴۰۱



منبع: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

بررسی پویایی‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران و در چارچوب تئوری ازدحام مالی^۱ نشان می‌دهد که نحوه مدیریت تراز بودجه دولت، بدهی بخش دولتی و بدهی بخش غیردولتی

تأثیر تعیین‌کننده‌ای بر تشکیل سرمایه (k) دارد. در این راستا، تحلیل دوره‌های ۱۳۶۹-۱۳۸۴ و ۱۳۸۴-۱۴۰۱ نشان می‌دهد که اثرگذاری این متغیرها بر k از الگوی ثابتی تبعیت نمی‌کند و بسته به شرایط ساختاری و سیاستی کشور، ممکن است این اثر مثبت، منفی یا خنثی باشد. از این‌رو، ارائه راهکارهایی علمی، منسجم و عملیاتی برای ارتقای سطح سرمایه‌گذاری در کشور، مستلزم درک عمیق از روابط علی میان متغیرهای یادشده است. نخستین و بنیادی‌ترین اقدام برای تقویت سرمایه‌گذاری، تلاش برای تراز کردن بودجه دولت است. تراز بودن بودجه به معنای برابری درآمدها و هزینه‌ها (یا وجود مازاد) است که در چنین حالتی، فشار دولت برای تأمین مالی از سیستم بانکی کاهش یافته و اثر ازدحام مالی به حداقل می‌رسد.

همان‌گونه که در بازه زمانی ۱۳۶۹ تا ۱۳۸۴ مشاهده شد، دولت توانست هم‌زمان با تراز کردن نسبی بودجه و کاهش فشار بر بانک‌ها، سطح بدهی به سیستم بانکی (g) را کاهش داده و از ظرفیت‌های موجود برای سرمایه‌گذاری استفاده کند. در مقابل، در بازه ۱۳۸۴ تا ۱۴۰۱، با تشدید کسری بودجه، نه تنها منابع به‌سمت تأمین هزینه‌های جاری دولت سوق یافت، بلکه زمینه برای تراحم مالی و کاهش سرمایه‌گذاری مهیا شد. بنابراین، افزایش درآمدهای پایدار دولت به‌ویژه از محل پایه‌های مالیاتی کارآمد، اصلاح ساختار هزینه‌ها با تأکید بر حذف مصارف غیرضرور، و هدفمند کردن مخارج عمرانی و سرمایه‌ای از مهم‌ترین راهکارهای کاهش کسری بودجه هستند.

دومین راهبرد، مدیریت فعال بدهی دولت به سیستم بانکی (g) است. در شرایطی که دولت برای جبران کسری بودجه به‌طور فزاینده‌ای از منابع بانکی بهره می‌گیرد، رقابت بر سر منابع محدود بانکی تشدید شده و بخش خصوصی با کمبود اعتبار مواجه می‌شود. در بازه ۱۳۸۴ تا ۱۴۰۱، و مخصوصاً از سال ۱۳۹۷ به بعد، افزایش نسبت g به نقدینگی، به کاهش سرمایه‌گذاری (k) منجر شد، در حالی که در دوره پیشین، کاهش g هم‌راستا با تراز بودجه، به تحریک سرمایه‌گذاری کمک کرده بود. راهکار مناسب در این زمینه، استفاده از مازادهای بودجه‌ای برای بازپرداخت تدریجی بدهی‌های گذشته، فروش یا واگذاری دارایی‌های مازاد دولت و هدایت استقراض جدید صرفاً به پروژه‌های زیرساختی با بازده اقتصادی بلندمدت است. به بیان دیگر، بدهی دولتی در صورتی توجیه‌پذیر است که منجر به افزایش ظرفیت‌های تولیدی اقتصاد شود و نه صرفاً ابزاری برای تأمین هزینه‌های جاری و غیرمولد،

تنوع‌بخشی به منابع تأمین مالی علاوه بر استقراض بانکی، شفافیت و نظارت دقیق بر نحوه استفاده از منابع استقراضی. در گام سوم، حمایت از بدهی بخش غیردولتی (p) به‌عنوان محرک اصلی سرمایه‌گذاری باید در دستور کار قرار گیرد. یافته‌های مدل نشان می‌دهد افزایش p تأثیر مثبتی بر k داشته است، چرا که بخش خصوصی با دسترسی به اعتبار، اقدام به سرمایه‌گذاری مولد کرده است. از این‌رو، لازم است هدایت نظام بانکی به‌سمت تخصیص هدفمند منابع به بنگاه‌های خصوصی در دستور کار قرار گیرد. اجرای این سیاست‌ها نیز مستلزم کاهش فشار دولت بر منابع بانکی است تا سهم بیشتری از اعتبار در اختیار بخش خصوصی قرار گیرد.

راهبرد کلیدی دیگر، هماهنگی میان سیاست‌های پولی و مالی است. در بسیاری از موارد، ناهماهنگی میان این دو حوزه منجر به بروز آثار متناقض در اقتصاد می‌شود؛ برای مثال، در حالی که سیاست‌های پولی انقباضی با هدف کنترل تورم اجرا می‌شود، سیاست مالی انبساطی با افزایش کسری بودجه، آثار خنثی‌کننده بر سیاست پولی ایجاد می‌کند. بررسی بازه ۱۳۸۴-۱۴۰۱ نیز نشان می‌دهد که این ناهماهنگی، ازدحام مالی را تشدید و فضا را برای سرمایه‌گذاری بخش غیردولتی تنگ کرده است. از این‌رو، ضروری است که شورای هماهنگی اقتصادی دولت و بانک مرکزی، با هدف‌گذاری مشترک و تعریف قواعد مالی-پولی پایدار (مانند سقف مجاز برای رشد بدهی یا نرخ رشد پایه پولی) به همگرایی سیاستی دست یابند. لازم به ذکر است که در عمل تحقق هماهنگی سیاستی با محدودیت‌های نهادی، استقلال بانک مرکزی و ملاحظات سیاسی مواجه است و لذا به این مهم باید توجه شود.

راهکار دیگر، سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها و بهبود محیط کسب‌وکار است. در تحلیل واکنش k به g مشاهده شد که در مراحل اولیه، سرمایه‌گذاری دولت اثر محرکی بر k داشت؛ اما در بلندمدت، به‌دلیل محدودیت منابع و رقابت با بخش خصوصی، این اثر تعدیل یا خنثی شد. از این‌رو، سرمایه‌گذاری دولتی باید به‌سمت پروژه‌هایی هدایت شود که نقش مکمل سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دارند، نه جانشین آن. یکی از ابزارهای مؤثر در این زمینه، استفاده از مشارکت عمومی-خصوصی (PPP) است. چنین مشارکت‌هایی ضمن کاهش بار مالی دولت، انگیزه‌های بخش خصوصی را برای سرمایه‌گذاری تقویت می‌کنند. بهبود محیط نهادی، کاهش بوروکراسی، شفاف‌سازی قوانین و ثبات مقررات نیز از الزامات جذب سرمایه‌گذاری خصوصی است. البته، در ایران اجرای این نوع مشارکت با محدودیت‌های متعددی مواجه است. پراکندگی

قوانین، ضعف نهادی، ریسک‌های سیاسی و نبود مدل‌های قراردادی استاندارد می‌توانند منجر به طولانی شدن فرآیند اجرا، افزایش هزینه‌ها و کاهش جذابیت PPP برای بخش خصوصی می‌شوند.

در نهایت، لازم است دولت مدیریت منابع را با رویکرد بلندمدت دنبال کند. تحلیل‌های انجام‌شده نشان می‌دهد که در فصول انتهایی دوره مورد بررسی ۱۳۶۹-۱۴۰۱، واکنش k به g و p به سمت صفر میل کرده است، که کاهش اثربخشی سیاست‌های مالی و پولی در تحریک سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. این وضعیت ناشی از خواب منابع، نبود ذخایر احتیاطی و عدم وجود نهادهای تثبیت‌گر مالی در اقتصاد ایران است. برداشت‌های بی‌رویه دولت از منابع صندوق‌ها برای جبران کسری بودجه، نمونه‌ای عملی و واضح از ازدحام مالی است:

آمارها نشان می‌دهد که از زمان تأسیس صندوق توسعه ملی تا سال ۱۴۰۳، بیش از ۸۰ درصد درآمد صندوق مصرف شده و بخش عمده وام‌ها به دولت و نهادهای عمومی تعلق داشته است، در حالی که کمتر از ۱۰ درصد منابع به بخش خصوصی اختصاص یافته و بخش قابل توجهی از وام‌ها بازپرداخت نشده است (مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۴۰۴). این الگو نشان می‌دهد که صندوق‌ها نتوانسته‌اند نقش تثبیت‌گر و توسعه‌ای خود را ایفا کنند و در عمل منابع مالی از بخش خصوصی به سمت دولت رانده شده‌اند، که همان اثر ازدحام مالی است. برای مقابله با این مشکل، پیشنهاد می‌شود صندوق‌های توسعه و تثبیت اقتصادی با سازوکارهای شفاف و نظارت قوی ایجاد و تقویت شوند تا منابع به شکل مؤثر به فعالیت‌های مولد و بخش خصوصی هدایت شود و اثرات منفی ازدحام مالی کاهش یابد. منابع این صندوق‌ها می‌تواند از مازاد درآمدهای نفتی، مالیات‌های تورمی یا واگذاری دارایی‌های مازاد دولت تأمین شود. در دوره‌های رونق، منابع ذخیره شده و در زمان رکود یا کسری بودجه، برای تداوم سرمایه‌گذاری عمومی یا تسهیل اعتباردهی به بخش خصوصی استفاده می‌شوند.

به‌طور کلی، تحلیل مبتنی بر تئوری ازدحام مالی و شواهد تجربی حاصل از مدل **TVP-VAR** نشان می‌دهد که برای افزایش سرمایه‌گذاری، باید تعامل و توازن بین سه محور اصلی برقرار شود: (۱) انضباط مالی دولت از طریق تراز بودجه و کاهش بدهی‌های غیرمولد، (۲) تقویت نقش بخش خصوصی از طریق تسهیل دسترسی به منابع و (۳) طراحی سیاست‌های منسجم و هماهنگ بین نهادهای اقتصادی.

علاوه بر این، تجربه عملکرد صندوق‌ها نشان می‌دهد که تمرکز منابع بر بخش‌های محدودی مانند انرژی و نفت، که با ریسک‌های بالای قیمتی و تحریمی مواجه هستند، می‌تواند ریسک کل سبد سرمایه‌گذاری را افزایش داده و اثرگذاری صندوق‌ها را کاهش دهد. بنابراین، برای افزایش اثربخشی صندوق‌ها و کاهش آثار ازدحام مالی، تخصیص منابع باید متنوع و به حوزه‌هایی با بازده بلندمدت و ریسک کمتر انجام شود. غفلت از هر یک از این اجزاء، به‌ویژه در شرایط ناپایداری مالی، می‌تواند منجر به تشدید ازدحام مالی، کاهش انگیزه و توان سرمایه‌گذاری و در نهایت تضعیف رشد اقتصادی شود. در مقابل، اجرای هوشمندانه و تدریجی این سیاست‌ها می‌تواند با کاهش اثر ازدحام مالی، منابع را به سمت استفاده کارآمد و پایدار سوق دهد و مسیر رشد سرمایه‌گذاری را هموار کند. در ادامه این گزارش مضامینی از عدم حمایت از بخش خصوصی و تسهیلات دهی که منجر به عدم تشکیل سرمایه گذاری شده است ارائه می‌شود.

۴,۶ مصادیق ازدحام مالی در سال‌های اخیر:

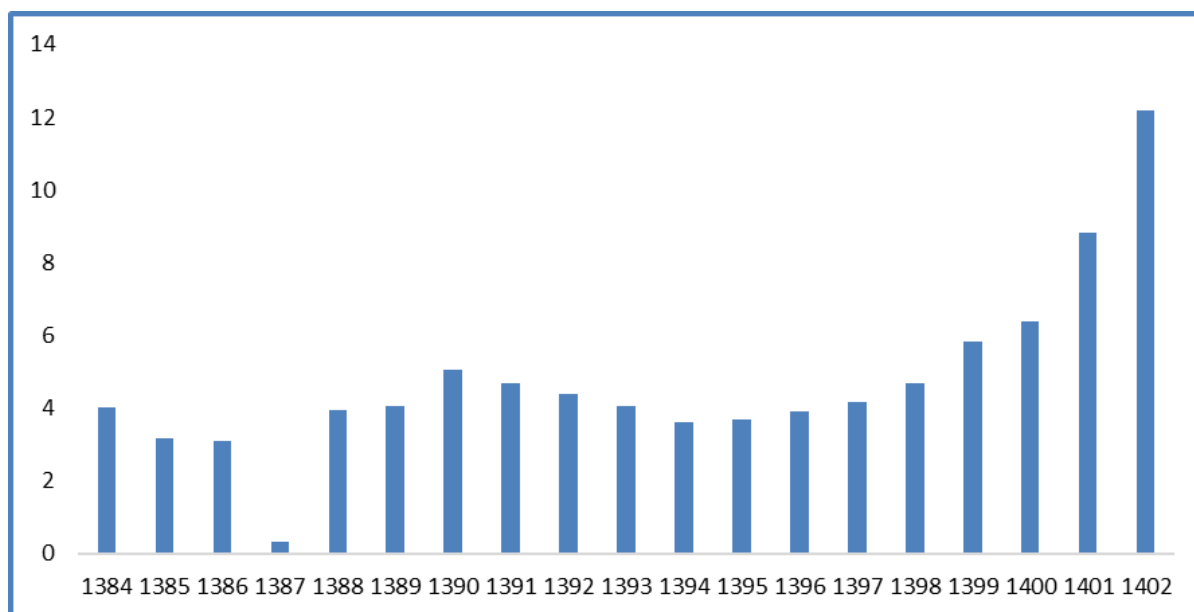
در این بخش کل تسهیلات اعطا شده بر اساس عقود اسلامی که از سال ۱۳۸۴ توسط بانک مرکزی منتظر شده است مورد بررسی قرار می‌گیرد. در اقتصاد ایران، یکی از چالش‌های ساختاری نظام بانکی، افزایش سهم تسهیلات تکلیفی و وام‌های قرض‌الحسنه در ترکیب منابع اعتباری بانک‌هاست که به‌طور مستقیم پدیده «ازدحام مالی» را تشدید می‌کند. تسهیلات تکلیفی به وام‌هایی اطلاق می‌شود که دولت یا نهادهای بالادستی مانند مجلس و بانک مرکزی، بانک‌ها را موظف به پرداخت آن‌ها به گروه‌های خاصی از جامعه می‌کنند. این وام‌ها اغلب با نرخ بهره پایین یا در قالب قرض‌الحسنه و با بازپرداخت‌های بلندمدت ارائه می‌شوند. از جمله مصادیق آن می‌توان به وام ازدواج، فرزندآوری، ساخت مسکن روستایی، یا اشتغال‌زایی در قالب تبصره‌های بودجه‌ای اشاره کرد. هرچند هدف از این تسهیلات، حمایت اجتماعی و عدالت اقتصادی است، اما در عمل فشار سنگینی بر منابع بانک‌ها وارد می‌کند، چرا که بانک‌ها موظف‌اند منابع خود را به سمت طرح‌هایی هدایت کنند که بازده اقتصادی مشخصی ندارند یا بازگشت سرمایه در آن‌ها بسیار کند است.

۱,۴,۶ قرض الحسنه

آمارهای بانک مرکزی نشان می‌دهد که وام‌های قرض‌الحسنه بخش قابل توجهی از منابع بانکی

را به خود اختصاص داده‌اند و در عین حال، ظرفیت بانک‌ها برای تأمین مالی بخش‌های مولد اقتصاد محدود شده است. این وام‌ها که عمدتاً برای اهداف اجتماعی مانند ازدواج، درمان یا اشتغال خرد پرداخت می‌شوند، از سپرده‌های قرض‌الحسنه مردمی تأمین می‌شوند و سهم کمی از کل منابع بانکی دارند. با افزایش فشار دولت برای اعطای این وام‌ها، بانک‌ها ناچار به برداشت از سایر منابع می‌شوند که باعث کاهش منابع قابل تخصیص به بنگاه‌های کوچک و متوسط می‌گردد. این وضعیت مصداقی از ازدحام مالی است، جایی که منابع محدود بانکی به جای تأمین سرمایه برای فعالیت‌های تولیدی، به اهداف اجتماعی و تکالیف دولت هدایت می‌شود. نمودارها نشان می‌دهند که تسهیلات قرض‌الحسنه از ۳۰۷ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۸۴ به تقریباً ۹۶۰ هزار میلیارد تومان در سال ۱۴۰۲ افزایش یافته و نسبت آن به نقدینگی نیز از سال ۱۳۹۹ شتاب بیشتری گرفته است. این روند، فشار بر منابع بانک‌ها و کاهش توان سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را برجسته می‌کند. برای کاهش اثرات منفی، ضروری است منابع مربوط به تسهیلات اجتماعی از بودجه عمومی یا صندوق‌های حمایتی مستقل تأمین شوند تا بانک‌ها بتوانند منابع خود را به پروژه‌های تولیدی و اشتغال‌زا اختصاص دهند و نقش خود را در توسعه اقتصادی به درستی ایفا کنند.

نمودار (۱۵): نسبت تسهیلات قرض‌الحسنه به نقدینگی

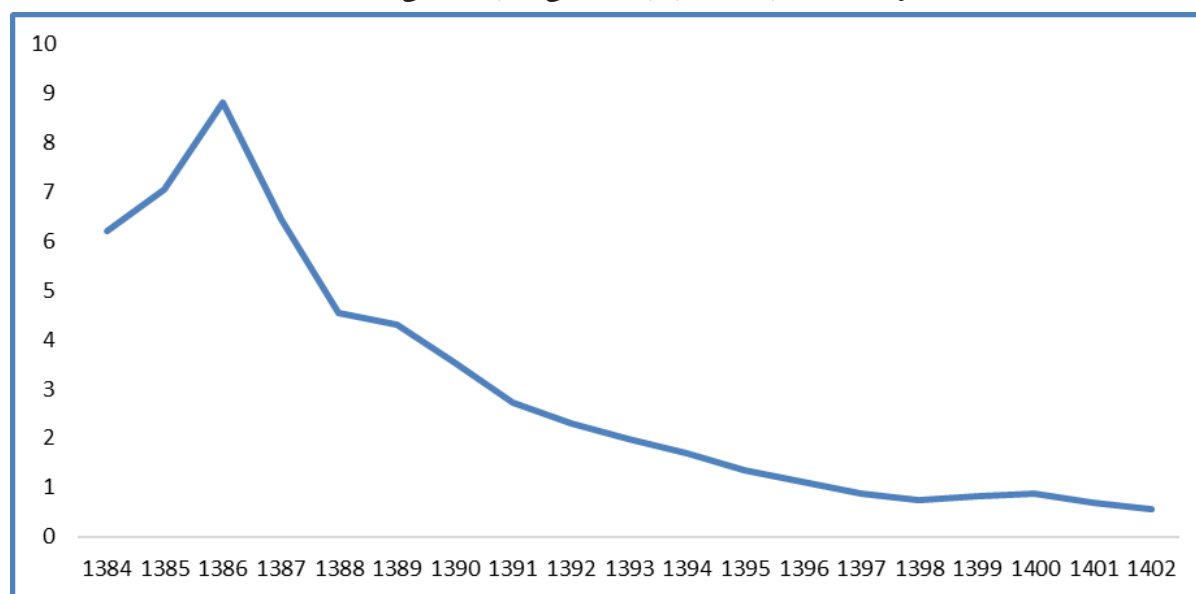


مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

۲,۴,۶ مضاربه:

وام‌های مضاربه، ابزار مالی اسلامی مبتنی بر مشارکت در سود و زیان، امکان توزیع ریسک بین سرمایه‌گذار و کارآفرین را فراهم می‌کند و با اصول شریعت سازگار است. تحلیل روند این ابزار نشان می‌دهد که نسبت مضاربه به نقدینگی از ۷٪ در ۱۳۸۵ به ۰.۵٪ در ۱۴۰۲ کاهش یافته است. این کاهش هم‌زمان با افزایش شدید تسهیلات قرض‌الحسنه (از ۳.۷ هزار میلیارد تومان در ۱۳۸۴ به ۹۵۹.۹۹ هزار میلیارد تومان در ۱۴۰۲) و افزایش کسری بودجه، بیانگر فشار دولت بر منابع بانکی است. در نتیجه، منابع مالی بانک‌ها به جای تخصیص به پروژه‌های مشارکتی، به اهداف تکلیفی و اجتماعی هدایت شده و ازدحام مالی ایجاد شده است. کاهش استفاده از مضاربه باعث محرومیت بخش خصوصی، به‌ویژه بنگاه‌های تولیدی، از دسترسی به اعتبار لازم شده و توان بانک‌ها در حمایت از پروژه‌های تولیدی و مشارکتی را محدود کرده است. این روند، نمونه‌ای روشن از اثر ازدحام مالی در اقتصاد ایران است.

نمودار (۱۶): نسبت مضاربه به نقدینگی در بازه زمانی ۱۳۸۴-۱۴۰۲



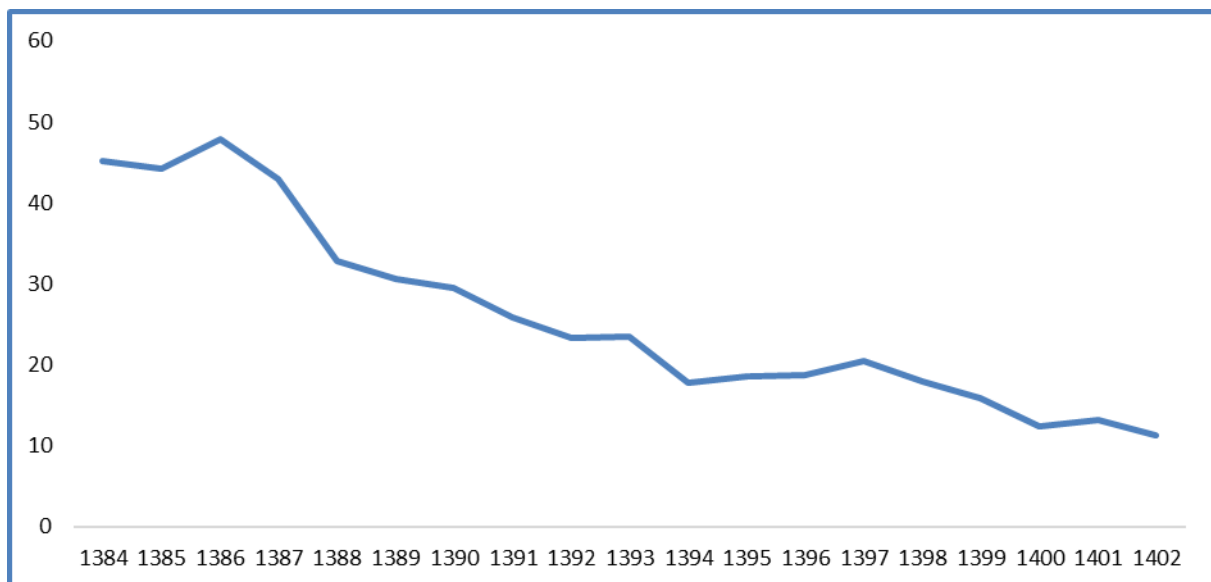
مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

۳,۴,۶ فروش اقساطی:

تسهیلات «فروش اقساطی» یکی از ابزارهای مهم تأمین مالی در نظام بانکی ایران است که بر اساس عقود اسلامی و قانون عملیات بانکی بدون ربا طراحی شده و امکان خرید کالا و دارایی به‌صورت

قسطی را فراهم می‌کند. این ابزار برای خانوارها در خرید وسایل بادوام و برای بنگاه‌های تولیدی در تأمین ماشین‌آلات و مواد اولیه کاربرد دارد. نسبت فروش اقساطی به نقدینگی از ۴۶ درصد در سال ۱۳۸۴ به ۱۱ درصد در سال ۱۴۰۲ کاهش یافته است و این کاهش، محروم شدن بخش خصوصی از منابع بانکی برای سرمایه‌گذاری و تأمین تجهیزات را نشان می‌دهد. همزمان، فشار دولت برای تسهیلات قرض‌الحسنه منابع را به اهداف غیرتولیدی هدایت کرده و ازدحام مالی را تشدید کرده است. به نظر می‌رسد که اخیراً و در چنین شرایطی از وضعیت بانکی، معاملات صوری و فاکتورسازی در قراردادهای فروش اقساطی افزایش یافته و منابع عملاً صرف مصرف شده‌اند، که اثر منفی بر کارایی نظام بانکی و تخصیص منابع به بخش واقعی اقتصاد دارد.

نمودار (۱۷): نسبت فروش اقساطی به نقدینگی



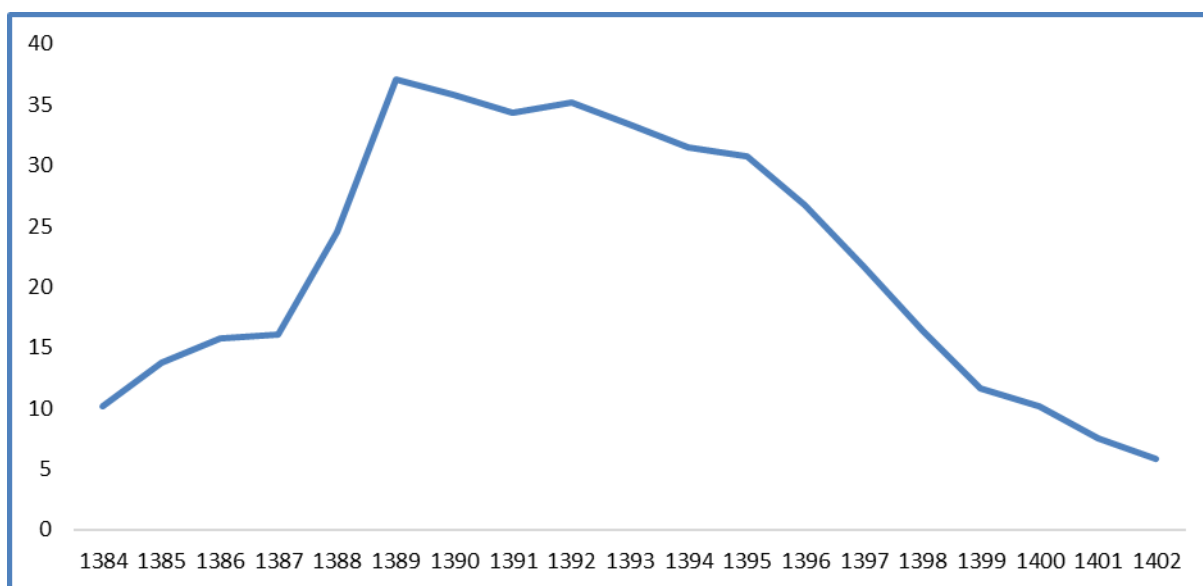
مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

۴،۴،۶ مشارکت مدنی:

تسهیلات مشارکت مدنی یکی از ابزارهای مهم تأمین مالی در نظام بانکداری بدون ربا ایران است که بر پایه سرمایه‌گذاری مشترک بانک و مشتری طراحی شده و سود و زیان بر اساس عملکرد واقعی پروژه تقسیم می‌شود. این نوع تسهیلات برخلاف وام‌های ربوی یا فروش اقساطی، بر فعالیت‌های تولیدی، خدماتی و بازرگانی تمرکز دارد و منابع بانکی را به پروژه‌های مولد هدایت می‌کند. بانک‌ها از مشارکت مدنی برای تأمین مالی طرح‌های صنعتی، ساختمانی، پیمانکاری و خدماتی استفاده می‌کنند و نقش مؤثری در تحریک سرمایه‌گذاری، ایجاد اشتغال و

افزایش بهره‌وری دارند. با این حال، چالش‌هایی وجود دارد؛ بخشی از قراردادها به صورت صوری یا با سود ثابت اجرا می‌شوند که ماهیت واقعی مشارکت را مخدوش می‌کند. همچنین، افزایش مشارکت حقوقی در پروژه‌های کم‌بازده و پرریسک می‌تواند سلامت مالی بانک‌ها را در بلندمدت تهدید کند. بررسی نسبت مشارکت مدنی به نقدینگی نشان می‌دهد که این سهم از ۳۷ درصد در سال ۱۳۸۹ به حدود ۵.۸ درصد در سال ۱۴۰۲ کاهش یافته است، همزمان با افزایش کسری بودجه دولت. این روند نشان‌دهنده هدایت منابع بانکی به نیازهای دولتی و ابزارهای تکلیفی است و مصداق ازدحام مالی محسوب می‌شود، که فشار بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و رشد اقتصادی را تشدید می‌کند.

نمودار (۱۸): نسبت مشارکت مدنی به نقدینگی



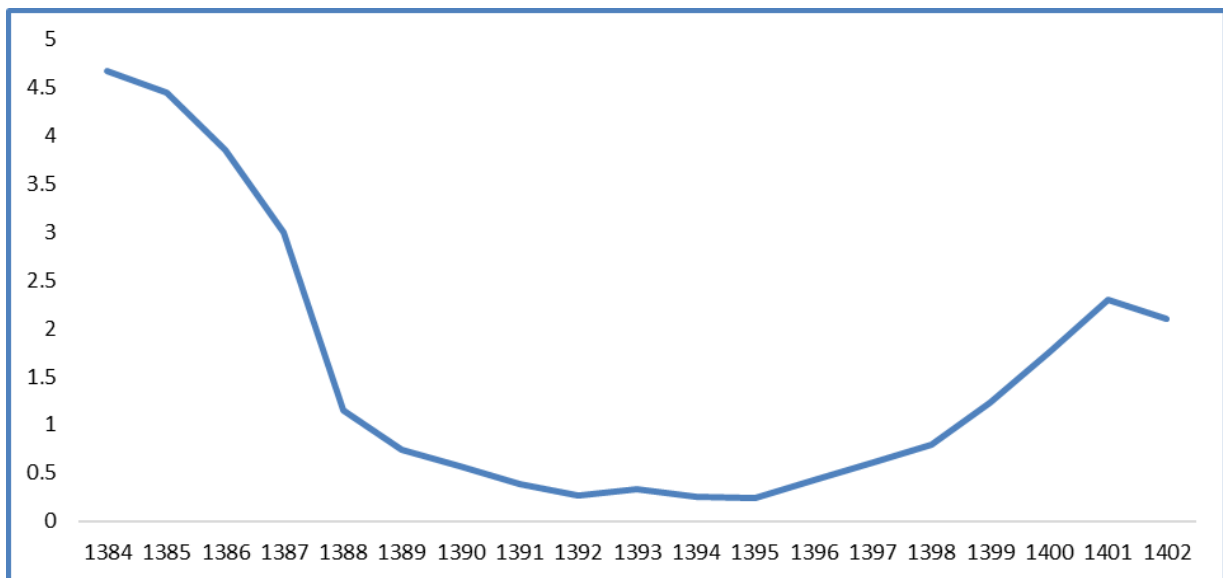
مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

۵.۴.۶ سلف:

تسهیلات سلف یکی از ابزارهای مهم تأمین مالی در بانکداری بدون ربا ایران است که عمدتاً در حوزه‌های کشاورزی، صنایع غذایی و کالاهای اساسی کاربرد دارد. در این قرارداد، بانک یا مؤسسه اعتباری بهای کالایی را نقداً پرداخت می‌کند و تولیدکننده موظف است کالا را در آینده تحویل دهد. هدف اصلی، تأمین نقدینگی تولیدکننده پیش از عرضه کالا به بازار و کاهش نیاز به وام‌های با بهره بالا است. این نوع تسهیلات می‌تواند به کنترل قیمت‌ها، جلوگیری از احتکار و تثبیت بازار کمک کند و امکان مشارکت مستقیم بانک در زنجیره تولید را فراهم آورد. با این

حال، ریسک‌های قابل توجهی نیز وجود دارد؛ از جمله احتمال عدم تحویل کالا، تحویل کالای بی‌کیفیت، یا کاهش تمایل تولیدکننده به تحویل در شرایط تورمی. روند تخصیص سلف همسو با کسری بودجه و شرایط تورمی تغییر کرده است؛ در سال‌های ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۲، افزایش این نوع تسهیلات عمده‌تاً برای تأمین نیازهای دولت و مدیریت بازار کالاهای اساسی بوده است. این وضعیت نمونه‌ای از «ازدحام مالی» است؛ منابع بانکی به جای تأمین مالی تولید، به اهداف دولتی اختصاص یافته و دسترسی بخش خصوصی به اعتبار کاهش یافته است، که رشد تولید و بهره‌وری سرمایه را محدود می‌کند.

نمودار (۱۹): روند نسبت سلف به نقدینگی



مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

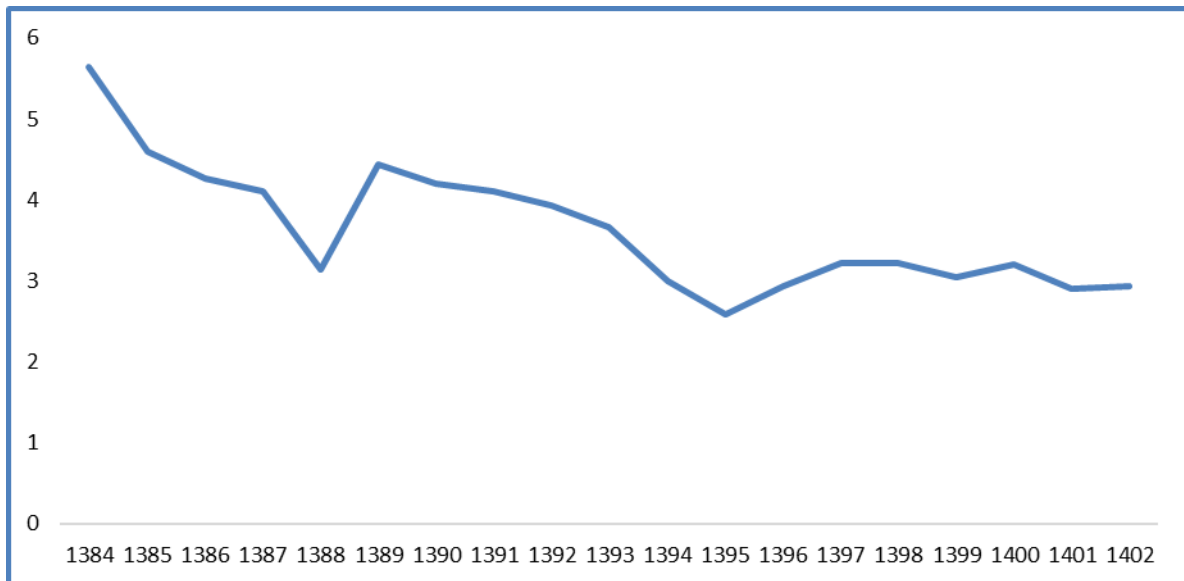
در مجموع، تحلیل داده‌های موجود به‌خوبی نشان می‌دهد که کسری بودجه دولت آثار گسترده‌ای بر عملکرد سیستم بانکی و تخصیص منابع آن دارد. وقتی دولت نتواند منابع کافی برای پوشش هزینه‌های خود فراهم کند، ناگزیر به افزایش بدهی به بانک‌ها متوسل می‌شود. علاوه بر این، دولت با استفاده از ابزارهای قانونی و سیاستی، بانک‌ها را ملزم می‌کند که منابع خود را به سمت اهداف معیشتی و اجتماعی، مانند پیش‌خرید کالاهای اساسی، پرداخت تسهیلات حمایتی یا تأمین نقدینگی پروژه‌های اجتماعی هدایت کنند. این تخصیص دستوری منابع باعث می‌شود بانک‌ها نتوانند آزادانه و بهینه منابع خود را به پروژه‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری‌های تولیدی اختصاص دهند. در مجموع، کسری بودجه نه تنها بدهی دولت به سیستم بانکی را افزایش

می‌دهد، بلکه با هدایت اجباری منابع بانک‌ها به اهداف کوتاه‌مدت و غیرمولد، موجب ایجاد ازدحام مالی می‌شود. این فرآیند توان بانک‌ها برای حمایت از رشد اقتصادی و بخش خصوصی را کاهش داده و در بلندمدت آثار منفی بر سرمایه‌گذاری و بهره‌وری کل اقتصاد برجای می‌گذارد.

۶,۴,۶ جعاله:

تسهیلات جعاله یکی از ابزارهای مهم تأمین مالی در نظام بانکداری بدون ربا ایران است که برای انجام خدمات، تعمیرات، نوسازی و تکمیل پروژه‌ها کاربرد دارد. در این عقد، بانک به عنوان جاعل متعهد می‌شود در صورت انجام عمل مشخص توسط مشتری یا پیمانکار، مبلغ معینی پرداخت کند، بدون آنکه در مالکیت دارایی یا سود و زیان پروژه شریک شود. کاربرد جعاله در بخش مسکن، صنایع کوچک و کشاورزی متداول است و امکان اجرای پروژه‌های کوچک و متوسط را با بازپرداخت اقساط فراهم می‌کند. این ابزار با فروش اقساطی و مشارکت مدنی تفاوت دارد؛ بانک در جعاله ریسک سود و زیان را نمی‌پذیرد و پرداخت صرفاً مشروط به انجام عمل است. بر اساس داده‌های ۱۳۸۴ تا ۱۴۰۲، نسبت جعاله به نقدینگی روند نزولی داشته و از حدود ۴-۵.۶ درصد در سال‌های اولیه به کمتر از ۳ درصد در سال‌های اخیر رسیده است. این کاهش با افزایش کسری بودجه و فشارهای مالی دولت هم‌راستا است، چرا که منابع بانکی به سمت عقود کوتاه‌مدت و کم‌ریسک هدایت شده‌اند. نتیجه آن، کاهش دسترسی بخش خصوصی به ابزارهای تأمین مالی تخصصی و کاهش نقش جعاله در حمایت از تولید و خدمات کوچک است.

نمودار (۲۰): روند نسبت جعاله به نقدینگی در بازه زمانی ۱۳۸۴-۱۴۰۲

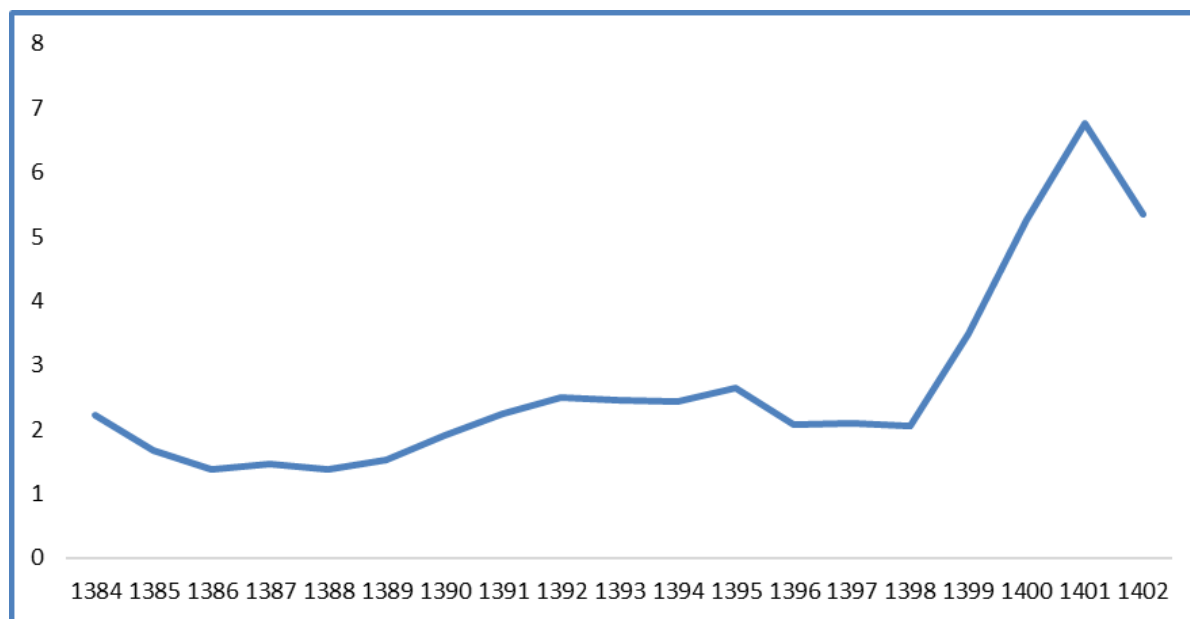


مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

۷,۴,۶ تسهیلات اعطایی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری در قالب مشارکت حقوقی

تسهیلات مشارکت حقوقی، ابزار بانکی مهمی برای تأمین سرمایه شرکت‌های سهامی تولیدی، بازرگانی و خدماتی در ایران است که بانک‌ها با خرید سهام یا سرمایه‌گذاری مستقیم در این شرکت‌ها، بخشی از نیاز مالی بلندمدت آن‌ها را تأمین می‌کنند. طبق ماده ۲۳ آیین‌نامه تسهیلات بانکی، این مشارکت منوط به تایید بانک مرکزی و محدود به شرکت‌های سهامی است. داده‌های ۱۳۸۴ تا ۱۴۰۲ نشان می‌دهد نسبت مشارکت حقوقی به نقدینگی در اغلب سال‌ها کمتر از ۳ درصد بوده، اما از سال ۱۳۹۷ به بعد شتاب صعودی یافته و در سال ۱۴۰۱ به ۶.۷۷ درصد رسیده است. این روند با کسری‌های مزمن بودجه، تحریم‌ها، کاهش درآمدهای ارزی و فشارهای دولت همزمان بوده و نشان‌دهنده هدایت منابع بانکی به پروژه‌ها و شرکت‌هایی است که ریسک پایین و حمایت ضمنی دولتی دارند. در عمل، این تخصیص هدفمند منابع بانکی، نمونه‌ای از «ازدحام مالی» است؛ یعنی منابع محدود به سمت بنگاه‌های بزرگ یا شبه‌دولتی سوق یافته و بخش خصوصی واقعی، به ویژه صنایع کوچک و متوسط، از دسترسی به اعتبارات محروم شده است. این روند موجب کاهش بهره‌وری سرمایه، محدود شدن رشد بخش خصوصی و افزایش ریسک مالی دولت و نهادهای وابسته می‌شود و تعادل اقتصادی و تخصیص بهینه منابع را به چالش می‌کشد.

نمودار (۲۱): روند نسبت مشارکت حقوقی به نقدینگی



مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

از منظر پولی، تغییر در ترکیب اعتبارات بانکی می‌تواند به رشد بی‌رویه نقدینگی و تورم ساختاری منجر شود. هنگامی که بانک‌ها منابع خود را در قالب مشارکت حقوقی به پروژه‌های بزرگ و کم‌بازده اختصاص می‌دهند، سرعت گردش پول کاهش یافته و بهره‌وری اعتبارات تنزل می‌یابد. نتیجه این روند، اختلال در تأمین مالی بخش خصوصی، کاهش نسبت تسهیلات مؤثر به نقدینگی و تشدید فشار تورمی است. داده‌های آماری نشان می‌دهد که از سال ۱۳۹۷ به بعد، منابع بانکی از اهداف تولیدی بخش خصوصی به سمت پروژه‌های عمومی یا شبه‌دولتی هدایت شده است؛ این انحراف، هم‌راستا با کسری بودجه، تورم و تنگنای منابع ارزی، مصداق برجسته‌ای از ازدحام مالی در اقتصاد ایران است. برای مهار این روند، علاوه بر تقویت بازار بدهی دولت و اصلاح چارچوب تخصیص منابع، بهبود نظام اعتبارسنجی متقاضیان، افزایش شفافیت قراردادهای و نظارت دقیق بر اجرای پروژه‌های مشارکت حقوقی ضروری است. این اقدامات، هم امکان ارزیابی بهتر ریسک و بازده پروژه‌ها را فراهم می‌کند و هم تضمین می‌کند که منابع بانکی به سمت پروژه‌های مولد بخش خصوصی و بنگاه‌های کوچک و متوسط هدایت شود، نه پروژه‌های رانتی و شبه‌دولتی.

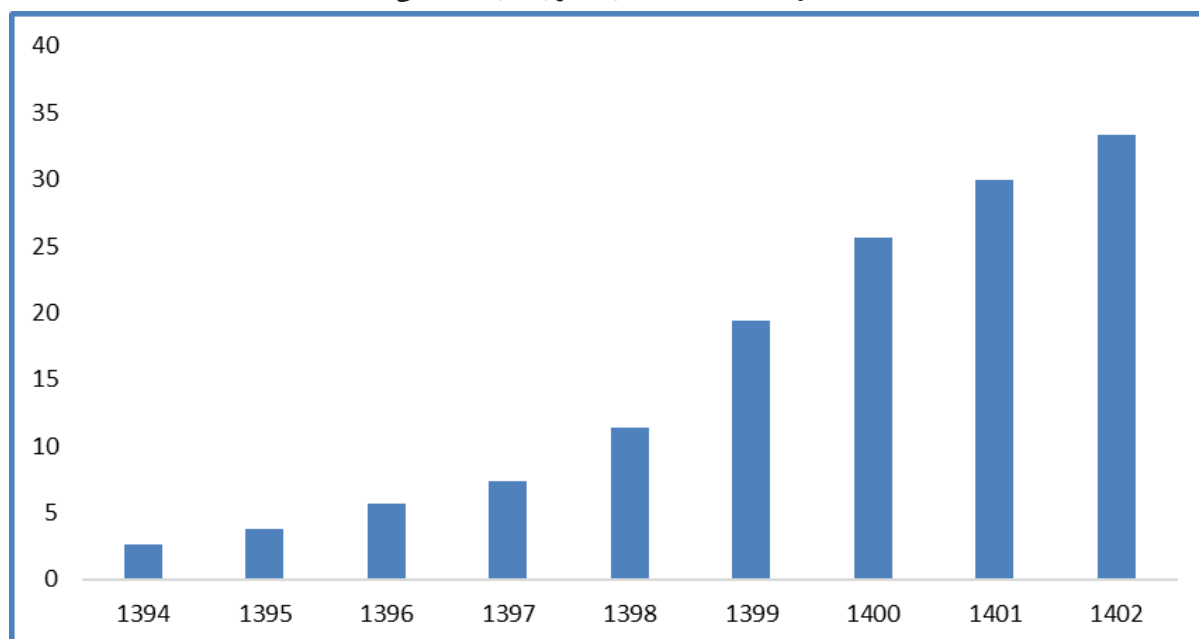
۸،۴،۶ مباحثه:

مباحثه یکی از پرکاربردترین ابزارهای تأمین مالی در نظام بانکداری اسلامی است که به ویژه در ایران نقش محوری در تخصیص منابع دارد. در این قرارداد، بانک ابتدا دارایی یا کالایی را خریداری کرده و سپس با سود مشخص و شفاف آن را به مشتری واگذار می‌کند؛ معامله می‌تواند نقد یا اقساطی باشد. ماهیت مباحثه بر اصل فقهی «بیع بالتراضی» و تملک واقعی دارایی توسط بانک پیش از انتقال بنا شده و آن را از معاملات ربوی و سایر عقود اعتباری متمایز می‌کند. این قرارداد در بنگاه‌های تولیدی برای خرید مواد اولیه، قطعات و تجهیزات کاربرد دارد و مزایای کلان اقتصادی آن شامل کاهش عدم تقارن اطلاعات، کاهش ریسک اعتباری بانک‌ها و امکان نظارت دقیق‌تر است. گسترش مباحثه می‌تواند توسعه بازار بدهی اسلامی را تسهیل کرده و وابستگی بنگاه‌ها به بودجه عمومی را کاهش دهد.

با این حال، اجرای مباحثه با چالش‌هایی همراه است. مهم‌ترین آن «تملک صوری» است؛ در بسیاری از موارد بانک‌ها به جای تملک واقعی دارایی، صرفاً اسناد یا فاکتور صوری مبادله می‌کنند. نکته مهم این است که این چالش صرفاً مختص مباحثه نیست و در سایر عقود مبادله‌ای مانند فروش اقساطی، بیع‌المنفعه و بیع‌الاستفاده نیز مشاهده می‌شود. تملک صوری یک مشکل ساختاری است که ناشی از پیچیدگی‌های عملی، فشارهای اقتصادی و ضعف نظارت است و مشروعیت شرعی و حقوقی قراردادها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

تحلیل روند نسبت مباحثه به نقدینگی نشان می‌دهد که از ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۷ رشد نسبتاً ملایم (۲.۶٪) به ۷.۳٪ داشته و از ۱۳۹۸ رشد جهشی آغاز شده و نسبت مباحثه به نقدینگی تا ۱۴۰۲ به حدود یک‌سوم رسیده است. این افزایش هم‌راستا با سیاست‌های تشویقی دولت و بانک مرکزی برای استفاده از عقود اسلامی و استانداردسازی تسهیلات بانکی بوده و اهمیت مباحثه در تأمین مالی بخش تولید و کنترل ریسک اعتباری بانک‌ها را برجسته می‌کند.

نمودار (۲۲): روند نسبت مباحه به نقدینگی



مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

۵,۶ اثر برون رانی و روند ترکیب عقود اسلامی بانکی

بررسی روند ترکیب عقود اسلامی بانکی در ایران نشان می‌دهد که تخصیص اعتبارات بانکی به شدت تحت تأثیر کسری بودجه و فشارهای مالی دولت قرار گرفته است. تحلیل تطبیقی نسبت مباحه به نقدینگی، سهم عقود مشارکت مدنی و فروش اقساطی در سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۲، شواهدی روشن از جابجایی ساختاری در نظام تأمین مالی ارائه می‌دهد. در دوره ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۷، اقتصاد نسبتاً باثبات بود، کسری بودجه محدود و سهم مباحه از نقدینگی پایین بود، در حالی که عقود مشارکتی و فروش اقساطی نقش مهمی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بخش خصوصی داشتند. از سال ۱۳۹۸، با افزایش شدید کسری بودجه، نسبت مباحه به نقدینگی پرشتاب افزایش یافت و سهم عقود مشارکتی کاهش یافت. این جابجایی تنها ناشی از فشار بودجه‌ای دولت نیست؛ ضعف بازار سرمایه، محدودیت‌های فقهی و اجرایی در عقود مشارکتی و نیاز به نظارت و تحلیل دقیق پروژه‌ها نیز عامل محدودکننده است.

در مقابل، مباحه به دلیل سادگی ساختار، امکان تنظیم صوری قرارداد، و عدم نیاز به ارزیابی پیچیده طرح، ابزار مطلوبی برای تأمین مالی غیرمستقیم دولت شد. در عمل، بانک‌ها به جای حمایت از بخش خصوصی، بخشی از بار مالی دولت را بر دوش می‌کشند و منابع بانکی به

سمت شرکت‌های دولتی، نهادهای عمومی یا پیمانکاران بزرگ سوق داده می‌شود. آثار کلان این تغییر ساختاری شامل کاهش کارایی نظام بانکی، تمرکز منابع در دست نهادهای بزرگ، تضعیف سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و افزایش ریسک سیستمی است. استفاده صوری از مرابحه و سایر ابزارهای اسلامی بدون دارایی پایه واقعی مشروعیت بانکداری اسلامی را نیز به چالش می‌کشد.

علاوه بر این، رشد نقدینگی و اثرات تورمی ناشی از هدایت منابع به ابزارهای سریع و کم‌ریسک، روند خلق پول بی‌پشتوانه را تشدید می‌کند. به بیان دیگر، کاهش سهم مشارکت مدنی و فروش اقساطی و افزایش سریع مرابحه هم‌زمان با کسری بودجه، نشان‌دهنده تأثیر فشارهای مالی دولت بر ساختار تأمین مالی و جابجایی منابع از تولید مولد به تأمین مالی غیرمولد است.

جدول (۲): مصادیق ازدحام مالی در ایران

نوع تأمین مالی	مصدق	سهم ابزار از نقدینگی (آخرین وضعیت)	عملکرد ابزار در شرایط کسری بودجه
قرض الحسنه	ازدحام مالی	۱۲.۱۸٪	افزایش سهم نسبت به کل نقدینگی
مضاربه	جذب مالی	۰.۵۶٪	کاهش سهم نسبت به کل نقدینگی
سلف	ازدحام مالی	۲٪	افزایش سهم نسبت به کل نقدینگی
مشارکت مدنی	جذب مالی	۵.۸۵٪	کاهش سهم نسبت به کل نقدینگی
جعاله	جذب مالی	۲.۹۲٪	کاهش سهم نسبت به کل نقدینگی
فروش اقساطی	جذب مالی	۱۱.۲۰٪	کاهش سهم نسبت به کل نقدینگی
مرابحه	ازدحام مالی	۳۳٪	افزایش سهم نسبت به کل نقدینگی
مشارکت حقوقی	ازدحام مالی	۵.۳۵٪	افزایش سهم نسبت به کل نقدینگی

مأخذ: تحلیل محقق

در سال‌های اخیر، ساختار تأمین مالی در نظام بانکی ایران دچار تحولات معناداری شده که بیش از هر چیز، بازتاب‌دهنده شدت یافتن پدیده «ازدحام مالی» است. ازدحام مالی در ادبیات اقتصادی به شرایطی گفته می‌شود که دولت، به‌ویژه در دوران کسری بودجه، با جذب منابع

بانکی و مالی محدود، فضای تأمین مالی را برای بخش خصوصی محدود می‌کند. بررسی روند استفاده از ابزارهای تأمین مالی اسلامی در ایران گویای آن است که در سال‌هایی که کسری بودجه شدید بوده، تمایل دولت به بهره‌گیری از برخی ابزارهای خاص تأمین مالی افزایش یافته و در مقابل، استفاده از ابزارهای مبتنی بر مشارکت واقعی با بخش خصوصی کاهش یافته است.

ابزارهایی نظیر مرابحه، قرض الحسنه، سلف و مشارکت حقوقی، عملاً به‌عنوان ابزاری برای تأمین مالی کسری بودجه دولت به کار گرفته شده‌اند به‌طور خاص، مرابحه به ابزاری فراگیر برای تأمین مالی خریدهای خرد، مصرفی یا حتی پوشش نیازهای جاری دولت تبدیل شده و سهم آن در نظام بانکی به‌صورت چشمگیری افزایش یافته است. قرض الحسنه نیز، که در تئوری برای حمایت از اقشار کم‌درآمد یا فعالیت‌های کوچک طراحی شده، عمدتاً در قالب تسهیلات تکلیفی مانند وام ازدواج و فرزندآوری پرداخت شده که دولت منابع آن را به بانک‌ها تحمیل کرده است. هرچند این اقدامات می‌توانند آثار اجتماعی مثبتی داشته باشند، اما واقعیت این است که چنین تخصیص‌هایی، منابع قابل استفاده برای بخش خصوصی مولد را محدود کرده‌اند. در همین راستا، افزایش سهم ابزار سلف نیز ناشی از فشار دولت برای تأمین مالی خرید تضمینی محصولات کشاورزی بوده است. اگرچه سلف می‌تواند به نفع کشاورزان باشد، اما جهت‌گیری آن بیشتر در راستای پوشش کسری بودجه دولت در حوزه تأمین کالاهای اساسی بوده تا تأمین مالی هدفمند تولید. مشارکت حقوقی نیز به جای آن‌که به سرمایه‌گذاری مشترک بانک‌ها با بنگاه‌های خصوصی بیانجامد، عمدتاً برای خرید یا تثبیت سهام شرکت‌های دولتی و شبه‌دولتی به کار رفته که شکل دیگری از مداخله دولت در نظام مالی است.

در نقطه مقابل، ابزارهایی مانند مضاربه، مشارکت مدنی، جعاله و فروش اقساطی، که ظرفیت بالایی برای تأمین مالی پروژه‌های خصوصی دارند، در دوران کسری بودجه با کاهش سهم مواجه شده‌اند. این کاهش بیانگر آن است که در فضای پرریسک، نامطمئن و سیاست‌زده تأمین مالی، بانک‌ها تمایل کمتری به ورود در روابط مبتنی بر مشارکت واقعی با بخش خصوصی دارند. بنابراین، به‌جای ایفای نقش فعال در توسعه اقتصادی، منابع بانکی به سمت تأمین نیازهای کوتاه‌مدت دولت سوق یافته‌اند. در مجموع، ترکیب کنونی ابزارهای تأمین مالی اسلامی در ایران بازتاب‌دهنده یک الگوی معیوب تخصیص منابع است؛ الگویی که در آن، دولت با استفاده گسترده از ابزارهای خاص، عملاً منابع بانک‌ها را از دسترس بخش خصوصی خارج

کرده و باعث کاهش اثربخشی سیاست‌های مالی و پولی شده است. اصلاح این وضعیت مستلزم بازنگری در سیاست‌های تکلیفی، تقویت نهادهای نظارتی و بازگرداندن بانک‌ها به مأموریت اصلی‌شان در خدمت تولید و سرمایه‌گذاری خصوصی است.

۶.۶ ازدحام و بازار مالی

در نظریه توسعه شومپتر، امور مالی و مؤسسات مالی کارآمد برای رشد اقتصادی پایدار بسیار مهم هستند، با این فرض که اعتبار، پول و امور مالی بر فرآیندهای نوآوری تأثیر می‌گذارند (کنل، ۲۰۱۵).^۱ به دنبال نظریه شومپتر سایر محققان مالی از جمله گلداسمیت^۲ (۱۹۶۹)، گرین وود و جوانوویچ^۳ (۱۹۹۰)، گرلی و شاو^۴ (۱۹۵۵) از کارایی مالی برای تضمین جریان روان سرمایه دفاع کردند. سیستم مالی علاوه بر تضمین سرمایه، نوآوری مالی فرصت‌هایی را برای رشد در بخش مالی فراهم می‌کند (ناپیر، ۲۰۱۴)، بنابراین رشد اقتصادی را تقویت می‌کند. نوآوری مالی با امکان بسیج سرمایه، واسطه‌گری مالی کارآمد، انباشت سرمایه و افزایش کارایی کلی در مؤسسات مالی به رشد اقتصادی کمک می‌کند. به همین دلیل است که نوآوری مالی به عنوان یک کاتالیزور اصلی برای توسعه مالی در نظر گرفته می‌شود (لاون^۵ و همکاران، ۲۰۱۵).

رشد اقتصادی به عنوان افزایش مداوم در فعالیتهای اقتصادی یک کشور تلقی می‌شود که با تولید ناخالص داخلی (GDP) اندازه‌گیری می‌شود. گفته می‌شود که یک اقتصاد در حال رشد زمانی توسعه را تجربه می‌کند که عواملی که باعث رشد اقتصادی می‌شوند شناسایی شوند. یکی از این عوامل اقتصادی، وجود منابع مالی برای سرمایه‌گذاری خصوصی است. اگرچه انتظار می‌رود بخش پول و به‌ویژه بانک‌های تجاری وجوه مورد نیاز را برای سرمایه‌گذاران خصوصی فراهم کنند، اما بانک این کار را فقط برای دوره‌های کوتاه‌مدت انجام می‌دهند، در نتیجه سرمایه‌گذاران به موسسه‌ی مالی نیاز دارند که برای دوره‌های طولانی‌تر وجوه ارائه کند، که بانک برای آن مناسب نیستند.

1- Knell

2- Goldsmith

3- Greenwood and Jovanovic

4- Gurley and Shaw

5- Napier

6- Laeven

مفهوم این امر این است که سرمایه‌گذاری خصوصی، جزء مهم تولید ناخالص داخلی، با مشکل مواجه خواهد شد و این به نوبه خود ممکن است رشد را کاهش دهد. طبق ادبیات بازار سرمایه، همواره با بسیج منابع مالی برای سرمایه‌گذاری خصوصی بلندمدت، تلاش‌های بخش بانکی را تکمیل می‌کند. به گفته دمیرگوج کونت و لوین^۱ (۱۹۹۶)، بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های سودآور، نیازمند سرمایه بلندمدت هستند و از آنجایی که سرمایه‌گذاران تمایلی به کنار گذاشتن کنترل پس‌انداز خود برای دوره‌های طولانی ندارند، از این جهت، بانک‌ها برای تأمین مالی رشد اقتصادی مناسب نخواهد بود. اگر رشد اقتصادی متکی بر فعالیت‌های بازار سرمایه باشد، توسعه بازار سرمایه باید مقدم بر رشد اقتصادی باشد. هیکس^۲ (۱۹۶۹) بیان می‌کند که نوآوری زمانی در اقتصاد منعکس خواهد شد که سرمایه مالی در دسترس باشد. به عبارت دیگر سرمایه مالی توسعه پروژه‌هایی را که نیاز به هزینه‌های مالی زیادی داشته و مدت زمانی زیادی برای رسیدن به سود دارند را آسان می‌کند.

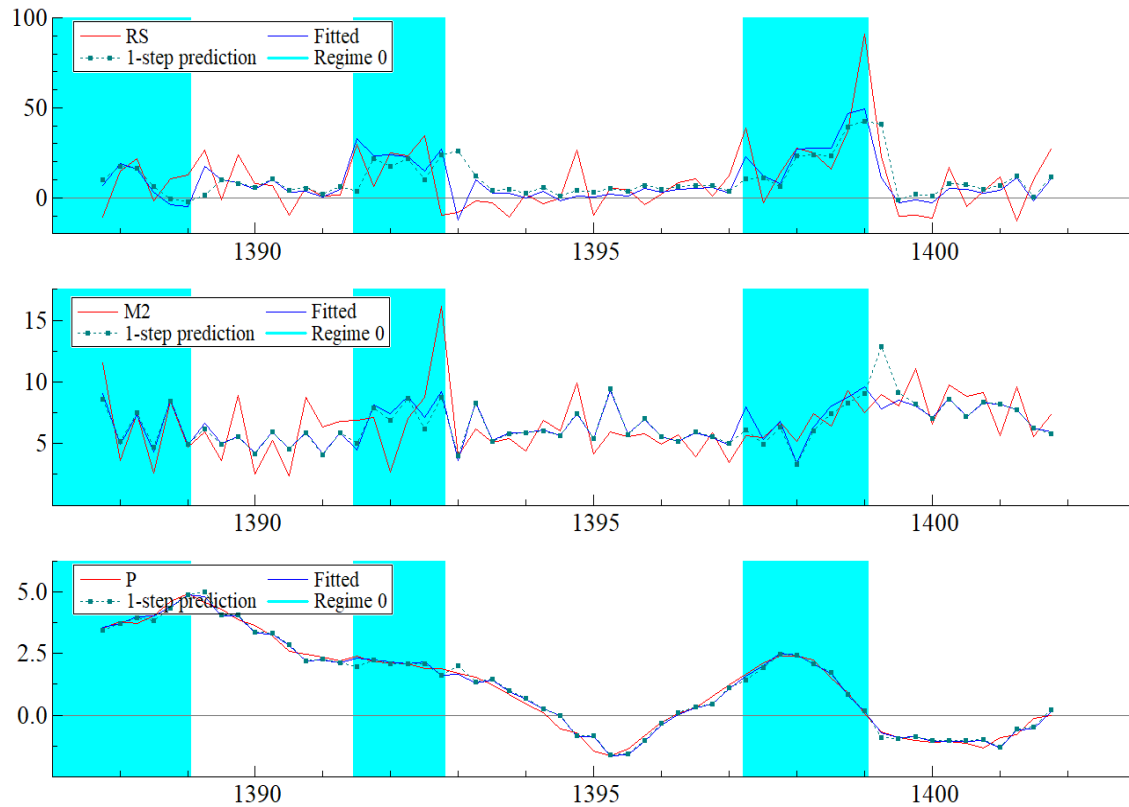
در قسمت مبانی نظری اشاره گردید که جریان نقدینگی مهمترین عامل موثر بر بازده بازار سهام است. با این حال در قسمت بعدی اثبات گردید ازدحام مالی سبب شده است تا سیستم بانکی نتواند بخش خصوصی را به نحو مطلوب تأمین مالی نماید. در این راستا، در این بخش، **تأثیر ازدحام مالی بر بازده بازار سهام** مورد بررسی قرار می‌گیرد تا نشان داده شود که آیا ازدحام مالی در تغییرات بازده این بازار اثرگذار است یا نه؟ و در صورتی که اثرگذار نباشد، توصیه‌های سیاستی لازم برای استفاده بخش خصوصی از بستر بازار سرمایه فراهم شده و از این طریق تأمین مالی صورت پذیرد.

اگر آمارهای بازده بازار سهام (rs) با رشد نقدینگی (m2) و واکنش تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی به بخش خصوصی نسبت به افزایش کسری بودجه ترسیم شود، ملاحظه خواهد شد، در شرایطی که بازار سهام بازده مثبتی را تجربه کرده است مقدار نقدینگی به شدت بالا بوده و ازدحام مالی رخ نداده است. نمودار (۲۳) نشان می‌دهد ازدحام مالی هر چقدر بیشتر باشد، حتی با وجود رشد نقدینگی مثبت، احتمال رکود در بازار سرمایه بیشتر است. در مقابل، اگر ازدحام مالی اندک باشد و رشد نقدینگی بیشتر باشد، بازده بازار سهام به شدت بالا خواهد بود.

1- Demirguc-Kunt and Levine

2- Hicks

نمودار (۲۳): ازدحام مالی و بازار سرمایه



مأخذ: یافته‌های تحقیق

جدول (۳): اثر رشد نقدینگی بر بازده بازار سهام

ارزش احتمال	آزمون t	انحراف معیار	ضریب	متغیرها
۰/۰۳	۲/۲۴	۰/۲۱	۰/۴۷	تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی
۰/۰۰	۶/۱۹	۰/۳۷	۲/۲۸	رشد نقدینگی
	۱۱/۵۰	Mean dependent var	۰/۹۹	R-squared
	۱/۶۳۵	S/D/ dependent var	۰/۹۹	Adjusted R-squared
	-۰/۷۶	Akaike info criterion	۰/۱۶	S/E/ of regression
	-۰/۵۸۷	Schwarz criterion	۱/۳۶	Sum squared resid
	-۰/۶۹۴۵۸	Hannan-Quinn criter/	۲۷/۵۲	Log likelihood
	۱/۷۶۳۸۹	Durbin-Watson stat	۱۵۲۶/۹۳	F-statistic
			۰/۰۰	Prob(F-statistic)

مأخذ: یافته‌های تحقیق

یافته‌های حاصل از برآورد مدل نشان می‌دهد که رشد نقدینگی اثری مثبت، بزرگ و معنادار بر بازده بازار سهام دارد. این نتیجه بیانگر آن است که هرگاه حجم نقدینگی در اقتصاد افزایش یافته، به‌طور متوسط فرصت‌های بیشتری برای رشد و رونق بازار سهام فراهم شده است. چنین اثری حاکی از آن است که پول اضافی ایجادشده در سیستم بانکی در نهایت می‌تواند مسیر خود را به سوی دارایی‌های مالی و به‌ویژه سهام پیدا کند. با این حال، بررسی دقیق‌تر نتایج نشان می‌دهد که این رابطه ساده و یک‌سویه نیست و مشروط به شرایط نهادی و ساختاری نظام مالی کشور است.

یکی از مهم‌ترین متغیرهایی که نقش تعیین‌کننده‌ای در این رابطه ایفا می‌کند، شاخص مرتبط با تخصیص تسهیلات بانکی به بخش خصوصی در مقایسه با کسری بودجه دولت است. این شاخص اثری مثبت و معنادار بر بازده بازار سهام نشان داده است. بدین معنا که هرگاه بانک‌ها سهم بیشتری از منابع خود را به بخش خصوصی اختصاص داده‌اند، تأثیر رشد نقدینگی بر بازار سهام تقویت شده و سرمایه‌گذاران توانسته‌اند از نقدینگی موجود بهره بیشتری ببرند. در مقابل، در دوره‌هایی که فشار کسری بودجه دولت موجب شده بانک‌ها منابع خود را عمدتاً صرف تأمین مالی دولت کنند، اثر مثبت نقدینگی بر بازار سهام تضعیف شده و حتی در برخی موارد به شکل غیرمستقیم به کاهش کارایی بازار منجر گردیده است.

این یافته‌ها در تطابق کامل با شواهد تصویری و نمودارهای تحلیلی است. مقاطع زمانی مشخصی وجود دارد که در آن‌ها اگرچه نقدینگی در حال رشد بوده، اما به دلیل تمرکز منابع بانکی بر تأمین مالی دولت، بازار سهام با افت بازده یا نوسان‌های شدید مواجه شده است. این وضعیت که می‌توان آن را «ازدحام مالی» نامید، مانع اصلی تبدیل رشد نقدینگی به رشد پایدار در بازار سهام بوده است. به عبارت دیگر، افزایش نقدینگی زمانی به‌طور کامل به رونق بازار سهام ترجمه می‌شود که بانک‌ها امکان و تمایل داشته باشند بخش قابل‌توجهی از منابع خود را به فعالیت‌های مولد خصوصی اختصاص دهند.

از دیدگاه آماری، نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد که اثر رشد نقدینگی نه تنها مثبت و بزرگ است، بلکه از نظر سطح اطمینان نیز به‌گونه‌ای است که می‌توان با اطمینان بالایی از معناداری آن سخن گفت. در مقابل، اثر شاخص تخصیص تسهیلات بانکی به بخش خصوصی اگرچه از نظر اندازه نسبت به نقدینگی کوچک‌تر است، اما همچنان مثبت و معنادار گزارش شده و

اهمیت آن در تعدیل رابطه نقدینگی و بازار سهام غیرقابل انکار است. این تمایز در اندازه اثرها به ما می‌گوید که نقدینگی عامل اصلی تحریک بازار سهام است، اما نقش واسطه‌ای و تعدیل‌گر تخصیص منابع بانکی نیز به همان اندازه حیاتی است.

تفسیر نظری این یافته‌ها را می‌توان در چارچوب ادبیات مربوط به کانال‌های انتقال سیاست پولی و همچنین نظریه ازدحام مالی توضیح داد. زمانی که دولت با کسری بودجه مزمن روبه‌روست و برای تأمین مالی خود از منابع بانکی استفاده می‌کند، بانک‌ها ظرفیت کمتری برای اعطای تسهیلات به بخش خصوصی دارند. در چنین شرایطی، افزایش نقدینگی به جای آن‌که به سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و رشد بازار سهام منجر شود، عمدتاً صرف پوشش مخارج دولت می‌شود. این وضعیت نه تنها بازار سهام را محروم می‌سازد، بلکه می‌تواند موجب افزایش ریسک‌های کلان اقتصادی، تشدید تورم و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران شود.

در مقابل، در شرایطی که دولت وابستگی کمتری به منابع بانکی دارد و بانک‌ها قادرند بخش قابل توجهی از نقدینگی را در اختیار بنگاه‌های خصوصی قرار دهند، همان نقدینگی اضافی به موتور محرک فعالیت‌های اقتصادی و بازار سهام تبدیل می‌شود. در این حالت، بازده بازار سهام افزایش یافته و سرمایه‌گذاران انگیزه بیشتری برای ورود منابع خود به بورس پیدا می‌کنند. این چرخه مثبت هم به نفع بنگاه‌هاست و هم به نفع دولت که از طریق افزایش مالیات‌ها و رشد اقتصادی منتفع می‌شود.

بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که سیاست‌های پولی بدون هماهنگی با سیاست‌های مالی و بودجه‌ای نمی‌توانند به تنهایی موجب رونق پایدار بازار سهام شوند. اگرچه رشد نقدینگی از نظر آماری اثر مثبت و معناداری دارد، اما نبود اصلاحات ساختاری در بودجه دولت و تداوم وابستگی آن به شبکه بانکی می‌تواند این اثر مثبت را تا حد زیادی خنثی سازد. به بیان دیگر، سیاست پولی و سیاست مالی باید در کنار هم عمل کنند تا نقدینگی خلق‌شده در اقتصاد مسیر صحیحی به سوی فعالیت‌های مولد و بازار سرمایه پیدا کند.

از منظر محدودیت‌های پژوهش، باید توجه داشت که برآوردهای به‌دست‌آمده بر اساس یک چارچوب مشخص و داده‌های در دسترس انجام شده‌اند. هرچند اثر نقدینگی و شاخص تخصیص تسهیلات بانکی هر دو معنادار گزارش شده‌اند، اما امکان وجود متغیرهای دیگری که در این

رابطه نقش ایفا کنند، کاملاً محتمل است. عواملی همچون نرخ بهره واقعی، تورم، نوسانات نرخ ارز، رشد تولید ناخالص داخلی و قیمت جهانی نفت می‌توانند بر بازار سهام اثرگذار باشند و در صورتی که در مدل وارد نشوند، ممکن است بخشی از نتایج تحت‌تأثیر آن‌ها قرار گیرد. همچنین هم‌زمانی تغییرات متغیرها و احتمال وجود علیت معکوس از جمله محدودیت‌هایی است که باید در تحلیل نهایی در نظر گرفته شود.

برای تقویت اعتبار یافته‌ها، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های تکمیلی از رویکردهای تعاملی یا آستانه‌ای استفاده شود. به‌ویژه، افزودن جمله‌های تعاملی میان رشد نقدینگی و شاخص تخصیص تسهیلات بانکی می‌تواند نشان دهد که اثر نقدینگی دقیقاً چگونه با سطح دسترسی بخش خصوصی به منابع مالی تغییر می‌کند. اگر اثر تعاملی مثبت و معنادار باشد، به‌طور رسمی تأیید خواهد شد که رشد نقدینگی در حضور تسهیلات بانکی مناسب اثر بیشتری بر بازار سهام دارد. علاوه بر این، به‌کارگیری مدل‌های غیرخطی یا آستانه‌ای می‌تواند به‌خوبی وضعیت‌های «ازدحام مالی» و «غیرازدحام» را از هم تفکیک کند و تصویر دقیق‌تری از سازوکار اثرگذاری متغیرها ارائه دهد.

از منظر سیاستی، نتایج این بخش از پژوهش چند پیام کلیدی برای سیاست‌گذاران به همراه

دارد. نخست آن‌که رشد نقدینگی به‌تنهایی نمی‌تواند تضمینی برای رونق بازار سهام باشد. اگر نقدینگی جدید عمدتاً صرف جبران کسری بودجه دولت شود، نه‌تنها به بازار سرمایه کمک نخواهد کرد، بلکه می‌تواند موجب ایجاد بی‌ثباتی‌های کلان و حتی کاهش اعتماد عمومی به بازار شود. دوم آن‌که اصلاح ساختار بودجه و کاهش وابستگی دولت به منابع بانکی یک پیش‌شرط ضروری برای بهره‌مندی بازار سهام از اثرات مثبت نقدینگی است. سوم آن‌که تقویت نهادهای مالی و بازار سرمایه به‌گونه‌ای که بتوانند نقدینگی را به سمت فعالیت‌های مولد هدایت کنند، اهمیت حیاتی دارد. در این چارچوب، توسعه ابزارهای مالی متنوع، گسترش بازار بدهی، افزایش شفافیت اطلاعاتی و بهبود نظارت می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای ایفا کند.

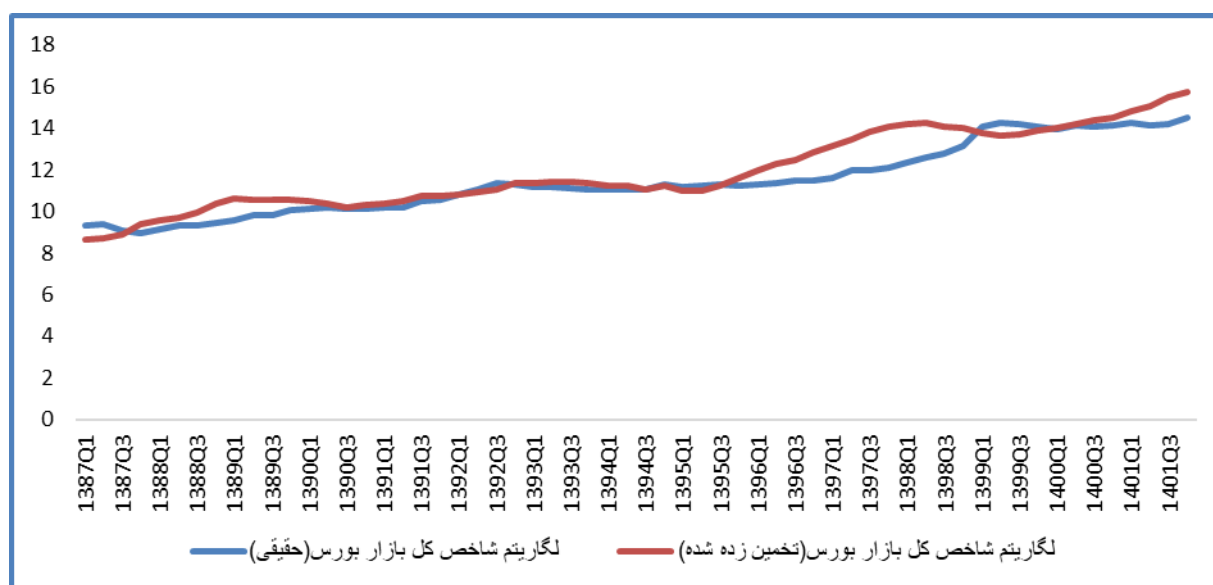
در نهایت، یافته‌های این پژوهش بیانگر آن است که ارتباط میان نقدینگی و بازار سهام در اقتصاد ایران (یا هر اقتصاد مشابه) رابطه‌ای پیچیده و مشروط است. از یک سو، رشد نقدینگی پتانسیل بالایی برای تقویت بازار سهام دارد و از سوی دیگر، سازوکارهای نهادی و سیاست‌های مالی می‌توانند این پتانسیل را تضعیف یا تقویت کنند. ازاین‌رو، در طراحی سیاست‌های کلان اقتصادی

لازم است رویکردی هماهنگ و چندبُعدی اتخاذ شود که نه تنها بر کنترل کمیت نقدینگی تمرکز کند، بلکه بر جهت‌گیری آن و نحوه تخصیص منابع بانکی نیز توجه کافی داشته باشد. تنها در چنین شرایطی می‌توان امیدوار بود که افزایش نقدینگی به جای دامن زدن به تورم و بی‌ثباتی، به رشد پایدار و افزایش بازده بازار سهام منجر گردد.

بازار سرمایه و نظام بانکی دو رکن کلیدی در تأمین مالی بخش خصوصی و هدایت منابع مالی به فعالیت‌های مولد اقتصادی هستند. شواهد نشان می‌دهد که این دو بازار در کنار یکدیگر مکمل عمل می‌کنند و نه رقیب. بانک‌ها با ارائه تسهیلات و اعتبار لازم، امکان تأمین مالی کوتاه‌مدت و میان‌مدت واحدهای تولیدی را فراهم می‌کنند و جریان نقدینگی مورد نیاز برای سرمایه در گردش و پروژه‌های توسعه‌ای را تأمین می‌نمایند. در مقابل، بازار سرمایه با ابزارهای مالی بلندمدت و منعطف، امکان جذب سرمایه برای پروژه‌های بزرگ و توسعه‌ای را فراهم می‌آورد. هماهنگی عملکرد این دو کانال، ظرفیت مالی بیشتری ایجاد می‌کند و رشد و پایداری اقتصادی را تقویت می‌نماید. با این حال، تحلیل داده‌های تجربی نشان می‌دهد که هرگاه اختلال در تخصیص منابع بانکی ایجاد شود، بازده بازار سرمایه و کارایی بانک‌ها به طور همزمان کاهش می‌یابد. کاهش توان اعطای تسهیلات بانکی به بخش خصوصی باعث می‌شود که نقدینگی موجود در اقتصاد به طور مؤثر هدایت نشود و بخش سرمایه‌گذاری با محدودیت منابع مواجه شود. این امر بازده بازار سرمایه را تحت فشار قرار داده و توان آن در جذب و استفاده از نقدینگی را کاهش می‌دهد. به بیان دیگر، هر دو کانال تأمین مالی دچار اختلال می‌شوند و ظرفیت لازم برای سرمایه‌گذاری و رشد تولید فراهم نمی‌گردد. تحلیل آماری اثر تسهیلات بانکی و رشد نقدینگی بر بازده بازار سهام نشان می‌دهد که در شرایط عادی، افزایش حجم تسهیلات و نقدینگی همزمان، بازده بازار سرمایه را تقویت کرده و جریان مالی را به سمت بخش خصوصی هدایت می‌کند. اما در شرایطی که منابع بانکی محدود می‌شوند و تخصیص بهینه انجام نمی‌شود، حتی رشد نقدینگی نیز نمی‌تواند اثر مثبت قابل توجهی بر بازار سرمایه داشته باشد. این یافته‌ها تأکید می‌کنند که عملکرد بانک‌ها و بازار سرمایه به یکدیگر وابسته است و اختلال در یکی، دیگری را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین، برای ارتقای کارایی سیستم مالی، لازم است ظرفیت هر دو بازار حفظ و تقویت شود. توسعه ابزارهای مالی نوین در بازار سرمایه، افزایش شفافیت، تسهیل ورود سرمایه‌گذاران و ارائه فرصت‌های متنوع سرمایه‌گذاری، می‌تواند خلأ ناشی از محدودیت

منابع بانکی را جبران نماید. همزمان، مدیریت بهینه منابع بانک‌ها و هدایت تسهیلات به بخش خصوصی، امکان رشد سرمایه‌گذاری و تأمین مالی تولید را فراهم می‌کند. نتیجه‌گیری نهایی این است که بازار سرمایه و بانک‌ها مکمل یکدیگر هستند و رقیب یکدیگر به شمار نمی‌روند. هرگونه اختلال در تخصیص منابع بانکی یا کاهش توان بازدهی بازار سرمایه، ظرفیت کل سیستم مالی را کاهش داده و توان تولید را محدود می‌کند. تنها از طریق هماهنگی و استفاده همزمان از ظرفیت هر دو کانال، امکان رشد پایدار، رونق تولید و کارایی بالای سیستم مالی فراهم می‌شود. این پیام نشان می‌دهد که برای بهبود عملکرد اقتصادی، سیاست‌گذاران باید مسیرهای تقویت و هماهنگی بازار سرمایه و بانک‌ها را در اولویت قرار دهند.

نمودار (۲۴): بررسی تطبیقی مدل تخمین زده شده برای بازار بورس با وضعیت واقعی آن



مأخذ: یافته‌های تحقیق

مقایسه دو نمودار نشان می‌دهد که مدل تخمین زده شده برای بازار بورس برآزش مناسبی دارد. نکته قابل توجه این است که برآزش مدل در دوره‌هایی که بازار بورس بازده مثبت دارد، به‌طور ویژه‌ای دقیق است. این موضوع نشان می‌دهد که گردش نقدینگی مثبت و کاهش ازدحام مالی نقش تعیین‌کننده‌ای در تقویت بازار سرمایه دارند و توانایی مدل در بازتولید رفتار بازار در چنین شرایطی تأییدی بر اهمیت این عوامل است.

۷.۶ آثار ازدحام مالی بر تولید ناخالص داخلی ایران:

تأمین مالی بخش خصوصی، یکی از ارکان اساسی توسعه اقتصادی در هر کشور محسوب می‌شود. کارکرد بهینه نظام بانکی و سایر بازارهای مالی در تخصیص منابع به بنگاه‌های اقتصادی، موتور محرکه تولید، اشتغال و رشد اقتصادی است. در اقتصادهایی با بازار سرمایه ضعیف مانند ایران، بانک‌ها به عنوان مهم‌ترین کانال تأمین مالی عمل می‌کنند و دسترسی بنگاه‌ها، به ویژه شرکت‌های کوچک و متوسط، به تسهیلات بانکی، عامل کلیدی توسعه ظرفیت‌های تولیدی و افزایش ارزش افزوده است. اختلال در جریان اعتبارات بانکی به بخش خصوصی پیامدهای منفی متعددی به همراه دارد. برای مثال، محدودیت دسترسی به اعتبار باعث می‌شود بسیاری از شرکت‌های کوچک و متوسط نتوانند پروژه‌های توسعه‌ای یا خرید تجهیزات خود را اجرا کنند. بحران‌های بانکی و افزایش مطالبات معوق نیز بانک‌ها را از اعطای تسهیلات باز می‌دارد. تسهیلات قرض‌الحسنه، که عمدتاً برای حمایت‌های مصرفی و معیشتی تخصیص می‌یابند، در دوره‌های کسری بودجه و فشار مالی دولت رشد می‌کنند، اما نقش مؤثر آن‌ها در توسعه تولید محدود است و می‌تواند منابع بانکی را از پروژه‌های مولد بخش خصوصی منحرف کند. نمونه‌های کاربردی دیگری نیز وجود دارد: بانک‌ها در شرایط فشار بودجه، منابع خود را به سمت پروژه‌های دولتی یا شبه‌دولتی هدایت می‌کنند و ابزارهایی مانند مباحثه یا مشارکت حقوقی به عنوان مسیر سریع و کم‌ریسک مورد استفاده قرار می‌گیرند، در حالی که عقود مشارکتی یا فروش اقساطی که نیازمند بررسی دقیق و نظارت مستمر هستند، سهم کمتری از تسهیلات دریافت می‌کنند. این تغییر مسیر منابع، هم بهره‌وری اعتبارات را کاهش می‌دهد و هم نابرابری دسترسی به منابع مالی را تشدید می‌کند. در مجموع، جریان ناکارآمد تأمین مالی بانک‌ها به بخش خصوصی نه تنها باعث کاهش رشد اقتصادی می‌شود، بلکه می‌تواند موجب افزایش ریسک سیستمی، تمرکز منابع در بنگاه‌های بزرگ و رانتی، و تضعیف اصول بانکداری توسعه‌ای شود.

در ادبیات اقتصادی، تأمین مالی بخش خصوصی نه تنها به عنوان یک متغیر مستقل در تصمیمات سرمایه‌گذاری، بلکه به عنوان واسطه‌ای کلیدی میان سیاست‌های مالی دولت و تحولات اقتصادی در نظر گرفته می‌شود. دولت‌ها برای جبران کسری بودجه معمولاً به منابع مالی در دسترس، به ویژه از طریق نظام بانکی، اتکا می‌کنند. این امر ممکن است موجب رقابت برای منابع میان دولت و بخش خصوصی شده و ظرفیت تسهیلات‌دهی بانک‌ها به فعالان اقتصادی را کاهش

دهد. از این منظر، واکنش تسهیلات اختصاص یافته به بخش خصوصی نسبت به تغییرات کسری بودجه دولت، شاخص مهمی برای سنجش پویایی نظام تأمین مالی در پاسخ به سیاست‌های مالی تلقی می‌شود.

در فاز اول این مطالعه، با استفاده از مدل خودرگرسیون برداری با ضرایب متغیر در زمان (TVP- VAR)، واکنش تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی نسبت به شوک‌های کسری بودجه دولت در طول زمان تخمین زده شده است. روش TVP- VAR این امکان را فراهم می‌آورد که پویایی روابط میان متغیرها در طول زمان ردیابی شود، به‌ویژه در اقتصادهایی که دستخوش تغییرات ساختاری، سیاستی یا نهادی‌اند. خروجی این تحلیل نشان می‌دهد که در بسیاری از دوره‌ها، افزایش کسری بودجه دولت با کاهش هم‌زمان یا با تأخیر در میزان تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی همراه بوده است. این یافته‌ها مؤید این نکته‌اند که منابع اعتباری در واکنش به فشارهای مالی دولت دستخوش جابه‌جایی شده و دسترسی بخش خصوصی به منابع مالی محدود می‌شود.

با این حال، دانستن اینکه تسهیلات به بخش خصوصی چگونه نسبت به کسری بودجه واکنش نشان می‌دهند، تنها بخشی از پاسخ به مسأله کلیدی این پژوهش است. پرسش مهم‌تر آن است که این تغییرات در تأمین مالی، چگونه بر عملکرد واقعی اقتصاد و به‌ویژه بر تولید ناخالص داخلی اثر می‌گذارند. بررسی این پیوند، مستلزم آن است که داده‌های مربوط به تسهیلات اعطایی، که معمولاً با فرکانس ماهانه یا فصلی در دسترس‌اند، به‌گونه‌ای به متغیرهای تولیدی که معمولاً با فرکانس پایین‌تر (فصلی یا سالانه) گزارش می‌شوند، مرتبط شوند. در اینجا، روش‌های اقتصادسنجی سنتی نظیر VAR یا $ARDL$ با محدودیت‌هایی مواجه‌اند، چرا که در ساختار آن‌ها فرض بر همسان بودن فرکانس داده‌هاست.

برای رفع این محدودیت، در فاز دوم مطالعه، از مدل‌های نمونه‌برداری ترکیبی داده‌ها یا MIDAS (Mixed Data Sampling) استفاده شده است. این مدل‌ها، امکان بهره‌گیری هم‌زمان از داده‌هایی با فرکانس‌های متفاوت را فراهم می‌کنند. به بیان دیگر، به جای آنکه داده‌های با فرکانس بالا به‌صورت مصنوعی تجمیع شوند و اطلاعات زمانی آن‌ها از بین برود، مدل MIDAS به پژوهشگر اجازه می‌دهد که اثرگذاری متغیرهای با فرکانس بالا را به صورت جزئی و دقیق در مدل لحاظ کند. از این طریق می‌توان بررسی کرد که واکنش‌های مشاهده‌شده

در تسهیلات بخش خصوصی، که از مدل TVP-VAR به دست آمده‌اند، چه تأثیری در سطوح مختلف بر تولید ناخالص داخلی می‌گذارند. مطالعات متعددی کارایی MIDAS را در پیش‌بینی و تحلیل پدیده‌هایی مشابه ازدحام نشان داده‌اند برای مثال فورونی و همکاران^۱ (۲۰۱۵) با معرفی نسخه U-MIDAS نشان دادند که این مدل نسبت به روش‌های سنتی، در پیش‌بینی رشد سرمایه‌گذاری خصوصی با استفاده از شاخص‌های مالی فرکانس بالا دقت بیشتری دارد. کلمنت و گلاو^۲ (۲۰۰۸) نیز در قالب مدل AR-MIDAS نشان دادند که اثرات کوتاه‌مدت استقراض دولت بر سرمایه‌گذاری خصوصی معمولاً قوی‌تر از اثرات بلندمدت است.

• مزیت کلیدی استفاده از روش MIDAS در اینجا، حفظ محتوای اطلاعاتی داده‌های فصلی و پرهیز از از بین رفتن نوسانات درون‌دوره‌ای است. برای مثال، فرض کنید تولید ناخالص داخلی تنها سالانه گزارش شود اما تسهیلات بانکی فصلی در دسترس باشند. استفاده از مدل‌های سنتی مستلزم میانگین‌گیری از داده‌های فصلی است که ممکن است اطلاعات مهم درباره اثرات کوتاه‌مدت یا فصلی را حذف کند. MIDAS به جای این کار، اجازه می‌دهد که از توزیع دقیق اثرات متغیرهای فصلی (یا حتی ماهانه) بر متغیرهای سالانه استفاده شود. این ویژگی برای تحلیل‌هایی نظیر بررسی اثر تأمین مالی بر تولید، که حساس به زمان‌بندی و ساختارهای زمانی است، بسیار حیاتی است. با وجود این مزایا، باید به محدودیت‌های مدل MIDAS نیز توجه داشت. این مدل‌ها معمولاً از توابع وزنی پارامتریک مانند **چندجمله‌ای آلمونز** یا **تابع بتا** برای ترکیب داده‌های پرفرکانس استفاده می‌کنند. اگر تابع وزنی به‌درستی انتخاب نشود یا ساختار واقعی الگوهای زمانی داده‌ها را منعکس نکند، ممکن است بخشی از پویایی‌های مهم نادیده گرفته شده یا سوگیری در برآوردها ایجاد شود. بنابراین، در تحلیل اثر ازدحام با استفاده از MIDAS، انتخاب صحیح شکل تابع وزنی و آزمون‌های تشخیصی مرتبط اهمیت بالایی دارد. برخلاف روش MIDAS، در MIDAS-VAR توابع وزنی مبتنی بر U-MIDAS و بیزین است که این پژوهش از **U-MIDAS استفاده کرده است**. این رویکرد، با حذف نیاز به فرض تابع وزنی پارامتریک، انعطاف‌پذیری بیشتری در مدل‌سازی اثرات پرفرکانس فراهم می‌کند و

1- Foroni, C& et al

2- Clements, M. P., & Galvão, A. B

از طریق پیشین‌های انقباضی بیزین، دقت برآوردها را در حضور داده‌های با فرکانس مختلط افزایش می‌دهد.

• رشد و مدل‌های آن

مدل‌های رشد اقتصادی چارچوب‌های نظری هستند که به تبیین چگونگی افزایش تولید ناخالص داخلی (GDP) در بلندمدت می‌پردازند. این مدل‌ها با شناسایی عوامل کلیدی رشد، توضیح می‌دهند چرا برخی اقتصادها سریع‌تر رشد می‌کنند و چگونه می‌توان رشد پایدار را محقق کرد.

مدل‌های کلاسیک، که ریشه در آثار آدام اسمیت، دیوید ریکاردو، و توماس مالتوس دارند، رشد اقتصادی را نتیجه انباشت سرمایه و افزایش نیروی کار می‌دانند. این مدل‌ها بر نقش بازار آزاد در تخصیص بهینه منابع تأکید دارند. با این حال، محدودیت منابع طبیعی و بازده نزولی سرمایه باعث می‌شود اقتصاد در بلندمدت به حالت ایستا برسد و رشد متوقف شود. این دیدگاه برای اقتصادهای در حال توسعه، مانند ایران، که با محدودیت منابع مواجه‌اند، چالش‌هایی را مطرح می‌کند.

مدل‌های نئوکلاسیک، به‌ویژه مدل سولو، بر نقش سه عامل کلیدی تولید (سرمایه، نیروی کار، و فناوری) تمرکز دارند. در این مدل، بازده سرمایه نزولی است، به این معنا که هر واحد اضافی سرمایه تولید کمتری نسبت به واحد قبلی ایجاد می‌کند. بدون پیشرفت فناوری، رشد اقتصادی پایدار ممکن نیست، زیرا انباشت سرمایه به‌تنهایی نمی‌تواند تولید را به‌طور دائم افزایش دهد. فناوری در این مدل به‌صورت برون‌زا فرض می‌شود، یعنی مستقل از تصمیمات اقتصادی وارد اقتصاد می‌شود.

مدل‌های رشد درون‌زا، مانند مدل‌های رومر و لوکاس، این محدودیت را برطرف کردند. در این مدل‌ها، پیشرفت فناوری نتیجه تصمیمات اقتصادی، مانند سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه، آموزش، و نوآوری است. برای مثال، سرمایه‌گذاری در آموزش نیروی انسانی یا توسعه فناوری‌های جدید می‌تواند بهره‌وری را به‌طور دائم افزایش دهد. این مدل‌ها به سیاست‌گذاران امکان می‌دهند با طراحی سیاست‌های هدفمند، مانند مشوق‌های نوآوری، رشد اقتصادی را تقویت کنند. این دیدگاه برای اقتصاد ایران، که به سیاست‌های فعال برای افزایش بهره‌وری نیاز

دارد، بسیار مرتبط است.

مدل‌های نهادی و ساختاری بر اهمیت کیفیت نهاده‌ها، مانند ثبات سیاسی، شفافیت در قوانین، و مبارزه با فساد، در رشد اقتصادی تأکید دارند. در اقتصادهای در حال توسعه، مانند ایران، که با چالش‌هایی مانند بی‌ثباتی سیاسی و ضعف نظام حکمرانی مواجه‌اند، این مدل‌ها نشان می‌دهند که نهادهای قوی پیش‌شرط رشد پایدار هستند. برای مثال، بهبود زیرساخت‌های قانونی می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران خصوصی را افزایش دهد.

مدل سولو به دلیل سادگی و قابلیت استفاده با داده‌های در دسترس (سرمایه، نیروی کار، و بهره‌وری) پرکاربردترین مدل رشد است. این مدل با تفکیک سهم هر عامل تولید، به تحلیل رشد اقتصادی کمک می‌کند. برای نمونه، می‌توان نشان داد که چه میزان از رشد تولید به افزایش نیروی کار، سرمایه‌گذاری، یا بهره‌وری کل عوامل مربوط است. این ویژگی برای تحلیل اثر سیاست‌های مالی، مانند تأثیر کسری بودجه بر سرمایه‌گذاری خصوصی، مفید است.

با این حال، مدل سولو محدودیت‌هایی دارد. فرض بازده نزولی سرمایه، فناوری برونزا، و بازارهای کامل با واقعیت‌های اقتصاد ایران، که با شوک‌های مالی، بازارهای ناکامل، و ناپایداری سیاستی مواجه است، کاملاً سازگار نیست. فرض فناوری برونزا نمی‌تواند اثر سیاست‌های نوآوری یا آموزش را توضیح دهد، و فرض بازارهای کامل با شرایط اقتصادهای در حال توسعه هم‌خوانی ندارد. این پژوهش با استفاده از روش TVP-VAR، که روابط پویا و متغیر با زمان را در نظر می‌گیرد، این محدودیت‌ها را تعدیل کرده است. این روش امکان تحلیل اثرات شوک‌های مالی، مانند افزایش کسری بودجه یا بدهی دولت به بانک‌ها، را در بستر ناپایداری‌های اقتصاد ایران فراهم می‌کند، که برای سیاست‌گذاری در راستای کاهش اثر ازدحام و تقویت سرمایه‌گذاری خصوصی حیاتی است. طبق این مدل:

$$Y = A.F(K, L) \quad (۲)$$

که در آن:

✓ Y تولید کل اقتصاد است.

✓ A بهره‌وری کل عوامل است (که به صورت تصادفی یا به طور معین رشد می‌کند).

✓ K موجودی سرمایه است.

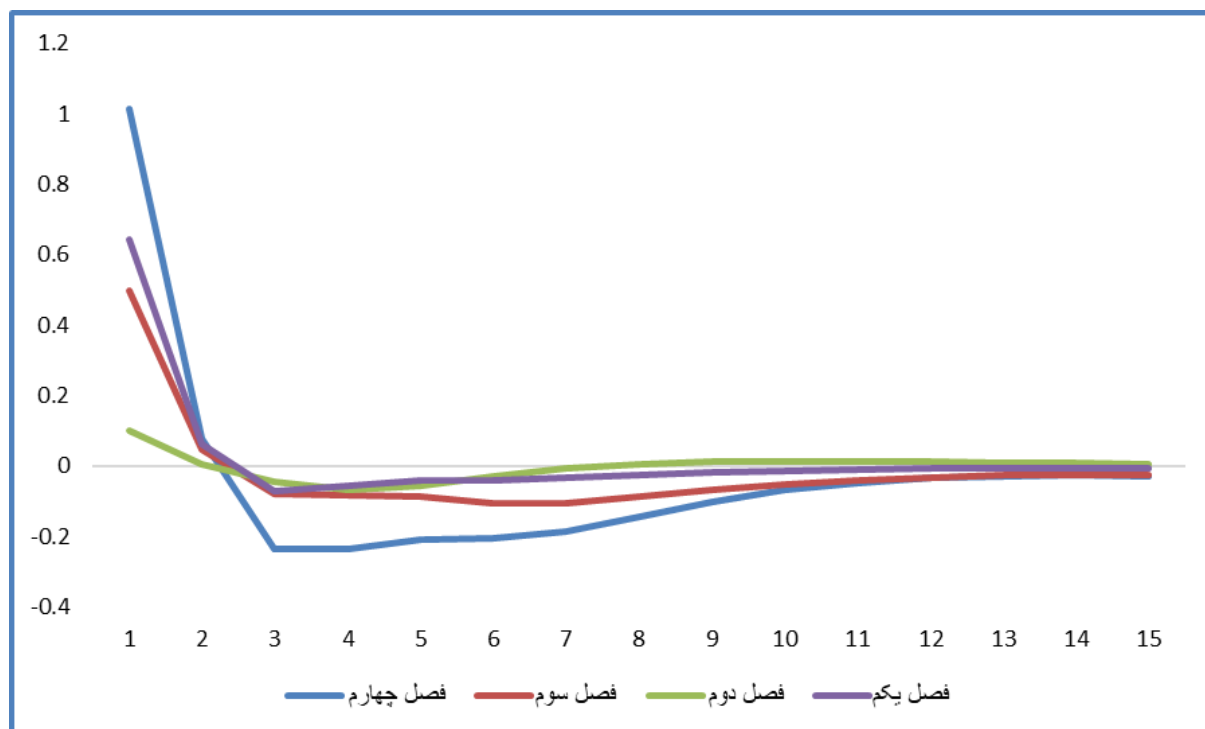
✓ L نیروی کار است.

بنابراین، با تکیه بر منطق مدل سولو که تولید را تابعی از سرمایه، نیروی کار و بهره‌وری می‌داند، به بررسی یک عامل نهادی و مالی مهم یعنی ازدحام مالی (واکنش p به کسری بودجه) و تأثیر آن بر تولید پرداخته می‌شود. به عبارت بهتر، به صورت سیستم معادلات همزمان و با استفاده از روش MIDAS-VAR اثرات فصلی ازدحام مالی بر تولید ناخالص داخلی سالانه، با در نظر گرفتن متغیر موجودی سرمایه و نیروی کار به عنوان متغیر کنترلی، تخمین زده می‌شود. در همین راستا، معادله‌ای که توسط روش MIDAS-VAR برآورد می‌شود بصورت زیر است:

$$\ln Y_t = c + \alpha_t \ln k_t + \beta_t \ln l_t + \gamma_{m,t} \sum_{m=1}^{M-1} \omega_m p + \varepsilon_t \quad (2)$$

نتایج تخمین میداس به شکل زیر است:

نمودار (۲۵): واکنش آنی رشد اقتصادی سالانه به تسهیلات بخش خصوصی فصلی



مأخذ: محاسبات محقق

نمودار (۲۵) واکنش آنی رشد تولید ناخالص داخلی نسبت به تسهیلات اعطاشده به بخش

خصوصی، که از مدل MIDAS به دست آمده، نکات مهمی درباره نقش تأمین مالی در تحریک تولید ارائه می‌دهد.^۱

در گام نخست پس از شوک تسهیلاتی، واکنش تولید در تمام فصول مثبت و قابل توجه است. این اثر در فصل چهارم از همه بیشتر است و به حدود یک واحد می‌رسد، که نشان‌دهنده واکنش سریع و قوی تولید به تأمین مالی در این دوره زمانی است. فصل‌های سوم و اول نیز واکنش مثبت ولی ملایم‌تری نشان می‌دهند. این یافته بیانگر آن است که تخصیص اعتبار به بخش خصوصی، در کوتاه‌مدت و به‌ویژه در فصول خاصی از سال، می‌تواند اثر تحریکی قابل توجهی بر تولید داشته باشد. با این حال، در دوره‌های بعدی بلافاصله پس از شوک، شاهد افت شدید این واکنش هستیم. واکنش تولید در گام دوم و سوم نه تنها کاهش می‌یابد بلکه در برخی فصول مانند فصل چهارم وارد ناحیه منفی می‌شود و در همان سطح منفی باقی می‌ماند. این رفتار نشان می‌دهد که اثر مثبت اولیه اعتبارات بر رشد تولید، پایدار نبوده و به سرعت تخلیه می‌شود. احتمال دارد بخشی از این پدیده ناشی از آن باشد که اعتبارات اعطاشده بیشتر صرف هزینه‌های جاری و کوتاه‌مدت می‌شود و نه سرمایه‌گذاری‌های مولد. همچنین ممکن است با افزایش اعتبارات، فشار بر منابع یا تشدید انتظارات تورمی ایجاد شده و منجر به اثرات بازدارنده در ادامه مسیر شود. از دوره سوم به بعد، واکنش‌ها در اغلب فصول به سمت صفر میل کرده و تقریباً تثبیت می‌شوند. در این مقطع، اثر تسهیلات بر تولید به‌طور کامل تخلیه شده و نشانی از اثرگذاری میان‌مدت یا بلندمدت مشاهده نمی‌شود. این ویژگی رفتاری تأکیدی بر این واقعیت است که در نبود سازوکارهای مؤثر جذب و بهره‌برداری از منابع مالی، تأمین مالی هرچند در کوتاه‌مدت محرک رشد باشد، اما در بلندمدت نمی‌تواند رشد پایدار را تضمین کند.

بررسی تفاوت‌های فصلی نیز حاوی نکات مهمی است. فصل چهارم بالاترین واکنش‌انی و در

۱- تابع واکنش‌انی یا IRF ابزاری اقتصادسنجی است که نشان می‌دهد یک شوک واحد به یک متغیر چگونه در طول زمان بر متغیرهای دیگر یا همان متغیر اثر می‌گذارد و مسیر دینامیک اثر شوک‌ها را مشخص می‌کند. در مدل MIDAS که برای تلفیق داده‌های با فرکانس‌های مختلف طراحی شده، اثر متغیرهای با فرکانس بالا بر متغیرهای با فرکانس پایین به صورت مستقیم تخمین زده می‌شود و IRF مسیر زمانی این اثر را نشان می‌دهد. MIDAS با استفاده از وزن‌دهی‌های تأخیر مشخص، امکان مدل‌سازی تأثیر کوتاه‌مدت و بلندمدت را فراهم می‌کند و IRF به ما اجازه می‌دهد شدت، جهت و مدت اثر شوک را در طول زمان تحلیل کنیم. نتایج تخمین MIDAS شامل ضرایب و وزن‌های تأخیر هستند که به تنهایی اطلاعات کامل درباره دینامیک اثرات ارائه نمی‌دهند، اما با محاسبه IRF از این ضرایب می‌توان مسیر اثر یک شوک واحد را روی متغیر هدف در طول دوره‌های زمانی مختلف مشاهده کرد. بنابراین IRF نشان می‌دهد که شوک یک متغیر فرکانس بالا مثلاً قیمت نفت یا اعتبار بانکی، چگونه و با چه شدت و پایداری بر تولید ناخالص داخلی یا سرمایه‌گذاری بخش خصوصی اثر می‌گذارد و به سیاست‌گذاران و تحلیل‌گران کمک می‌کند اثر کوتاه‌مدت و بلندمدت شوک‌ها را ارزیابی کرده و تصمیمات بهینه در مدیریت منابع مالی، سیاست‌های پولی و سرمایه‌گذاری اتخاذ نمایند و مسیر پایداری اقتصادی و تخصیص منابع را بهتر تحلیل کنند و همچنین کمک می‌کند نتایج مدل MIDAS از حالت صرفاً آماری به تحلیل کاربردی و سیاستی تبدیل شود.

عین حال ناپایدارترین مسیر را دارد، به‌طوری که از رشد بالا به سطوح منفی می‌رسد. فصل دوم برعکس، واکنش بسیار ملایمی دارد اما رفتاری باثبات‌تر را نشان می‌دهد. فصل‌های اول و سوم میان این دو قرار می‌گیرند. این تفاوت‌های فصلی ممکن است ناشی از الگوهای زمانی پرداخت تسهیلات، رفتار فصلی تولیدکنندگان، و یا چرخه‌های خاص در عرضه و تقاضای کالاها و خدمات باشد. آنچه در این میان تحلیل را غنی‌تر می‌کند، ترکیب نتایج به‌دست‌آمده از دو رویکرد مکمل است.^۱

در گام نخست، با استفاده از مدل TVP-VAR واکنش آنی تسهیلات تخصیص‌یافته به بخش خصوصی نسبت به کسری بودجه دولت استخراج شد. نتایج نشان می‌دهد که در همه فصول، کسری بودجه اثر منفی بر تأمین مالی بخش خصوصی دارد. این اثر در فصل دوم از همه شدیدتر است، به‌طوری که به‌طور میانگین هر واحد افزایش کسری بودجه منجر به ۰٫۴۶ واحد کاهش در تسهیلات بخش خصوصی شده است. فصل سوم با واکنش ۰٫۴۳- و فصل اول با ۰٫۴۲- نیز اثرات نسبتاً مشابهی دارند. فصل چهارم با ۰٫۳۶- کمترین اثر منفی را دارد. این یافته نشان می‌دهد که در فصل‌هایی که دولت بیشترین نیاز به تأمین مالی دارد، به‌ویژه در اواسط سال مالی، فشار بیشتری بر منابع بانکی وارد شده و بخش خصوصی با محدودیت اعتباری شدیدتری مواجه می‌شود. وقتی این نتایج با تحلیل MIDAS ترکیب شود، تصویر روشنی از زنجیره اثر سیاست‌های مالی دولت به‌دست می‌آید: کسری بودجه از طریق کاهش توان بانک‌ها در اعطای تسهیلات به بخش خصوصی، اثر منفی غیرمستقیم اما قابل توجهی بر رشد تولید می‌گذارد. برای نمونه، اگر در فصل دوم، کسری بودجه شدیدتر باشد، تسهیلات کمتری در آن فصل به بخش خصوصی اختصاص یافته و مطابق نتایج MIDAS، اثر آن در فصل بعدی به شکل تضعیف رشد تولید بروز می‌یابد.

این تحلیل به‌خوبی نشان می‌دهد که اثر ازدحام مالی فقط در محدودسازی اعتبارات

۱- لازم به ذکر است که پرداخت تسهیلات بانکی می‌تواند تحت تأثیر سیاست‌های مالی و نیز چرخه‌های فصلی قرار گیرد. در این تحقیق، دقیقاً همین نکته به‌عنوان مبنای طراحی پژوهش در نظر گرفته شده است. داده‌های رشد اقتصادی به‌صورت سالانه در دسترس بوده، در حالی که متغیرهای تسهیلات بانکی، سرمایه و نیروی کار به شکل فصلی گردآوری شده‌اند. هدف اصلی آن بوده است که نشان داده شود تغییرات فصلی در پرداخت تسهیلات - که خود واکنشی به کسری بودجه دولت و شرایط مالی است - چگونه در نهایت بر رشد اقتصادی سالانه اثر می‌گذارد. بنابراین، تفاوت بسامد داده‌ها امکان ردیابی تأثیر چرخه‌های فصلی بر روندهای بلندمدت‌تر را فراهم می‌سازد. به‌علاوه، متغیر کلیدی مورد استفاده در پژوهش، واکنش فصلی تسهیلات اعطایی بخش خصوصی به افزایش کسری بودجه بوده است؛ از این رو، پیوند میان سیاست مالی و رفتار اعتباری بانک‌ها مستقیماً در مدل لحاظ گردیده و نتایج دقیقاً بازتاب‌دهنده همین اثر هستند.

نیست، بلکه در قالب افت رشد تولید ناخالص داخلی سالانه نیز تجلی می‌یابد^۱. استفاده از مدل MIDAS در این پژوهش اهمیت زیادی دارد، چرا که به ما امکان می‌دهد تأثیر داده‌های فصلی مانند تسهیلات بر متغیرهای با فرکانس پایین‌تر مانند تولید سالانه را به صورت دقیق مدل‌سازی کنیم. این ویژگی به‌ویژه در اقتصادهایی مانند ایران که در آن داده‌های با فرکانس بالا برای بسیاری از متغیرها موجود است اما تولید ناخالص داخلی اغلب فقط به صورت سالانه گزارش می‌شود، بسیار حیاتی است.

در مجموع این رویکرد ترکیبی، تصویری دقیق، پویایی و فصلی از اثر سیاست‌های مالی دولت بر تأمین مالی بخش خصوصی و در نهایت بر رشد اقتصادی ارائه می‌دهد (نیروی کار و سرمایه به عنوان عوامل موثر بر تولید ناخالص داخلی در مدل حضور دارند). نتایج به وضوح نشان می‌دهند که بدون اصلاح رویه‌های بودجه‌ریزی دولت و ارتقای نظام بانکی برای حمایت هدفمند از بخش خصوصی، دستیابی به رشد پایدار اقتصادی در هاله‌ای از ابهام باقی خواهد ماند.

جدول (۴): میانگین واکنش p به کسری بودجه در بازه زمانی ۱۳۶۹-۱۴۰۱

فصل یکم	فصل دوم	فصل سوم	فصل چهارم
-۰,۴۱۷۵۳	-۰,۴۶۰۰۶	-۰,۴۳۲۳۱	-۰,۳۶۶۶۶

مآخذ: محاسبات محقق

۷. بحث و نتیجه گیری:

یکی از چالش‌های اساسی در اقتصادهای در حال توسعه، تعامل پیچیده میان دولت و بخش خصوصی در بهره‌برداری از منابع مالی محدود است. گسترش مخارج دولت، به‌ویژه در شرایط کسری بودجه، می‌تواند منابع موجود در اقتصاد را به گونه‌ای تغییر جهت دهد که آثار نامطلوبی بر سرمایه‌گذاری و تولید بخش خصوصی ایجاد کند. این پدیده، که در ادبیات اقتصادی با عنوان «ازدحام مالی» (Financial Crowding-Out) شناخته می‌شود، زمانی رخ می‌دهد که استفاده فزاینده دولت از منابع مالی، به‌ویژه منابع بانکی، سهم بخش خصوصی از تأمین مالی را کاهش

۱- در این تحقیق داده‌های تولید ناخالص داخلی به صورت سالانه مورد استفاده قرار گرفته است و بنابراین تمرکز اصلی تحلیل بر بررسی اثرات عوامل فصلی (مانند تغییرات تسهیلات بانکی، سرمایه و نیروی کار) بر نتایج رشد سالانه اقتصاد است، نه صرفاً نوسانات کوتاه‌مدت. بدین ترتیب، هدف پژوهش آن بوده که نشان دهد چگونه شوک‌ها و تغییرات فصلی در نهایت بر روند بلندمدت‌تر رشد اقتصادی سالانه منعکس می‌شوند. به عبارت دیگر، نتایج این مطالعه بیشتر بر تبیین نقش چرخه‌های مالی و فصلی در شکل‌دهی به رشد سالانه متمرکز است و نه بر ارائه یک مدل کامل از رشد پایدار بلندمدت. بررسی ابعاد ساختاری و ظرفیت‌های بلندمدت می‌تواند به عنوان مسیر پژوهشی آینده مورد توجه قرار گیرد.

داده و فعالیت‌های مولد را با محدودیت مواجه سازد.

در ساختار اقتصادی ایران، این پدیده به دلایل متعددی از جمله وابستگی بالای بودجه به درآمدهای ناپایدار، سلطه دولت بر نظام بانکی، ضعف بازار سرمایه و ناکارآمدی در تخصیص منابع، از شدت بیشتری برخوردار است. زمانی که دولت برای جبران کسری‌های فزاینده خود به منابع سیستم بانکی متوسل می‌شود، نه تنها ظرفیت اعطای تسهیلات به بخش خصوصی کاهش می‌یابد، بلکه با ایجاد فشار بر پایه پولی، زمینه افزایش تورم و بی‌ثباتی‌های اقتصاد کلان نیز فراهم می‌شود. این وضعیت، به‌ویژه در شرایطی که بخش خصوصی با محدودیت‌های ناشی از تحریم، نوسانات ارزی و رکود اقتصادی دست‌وپنجه نرم می‌کند، به مانعی جدی در مسیر رشد پایدار تبدیل می‌شود.

مطالعات تجربی خارجی نشان داده‌اند که ازدحام مالی اثر منفی قابل توجهی بر رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری دارد. برای مثال، Claessens و همکاران (2012)، Schularick & Taylor (2012)، و Reinhart & Rogoff (2010) نشان داده‌اند که انباشت بدهی‌های دولت و بخش غیردولتی، از طریق کاهش دسترسی بخش خصوصی به منابع مالی، سرمایه‌گذاری را محدود کرده و رشد اقتصادی را کند می‌کند. همچنین، پژوهش‌های خارجی متعددی نقش نوسانات زمانی و ساختاری در شدت و ماهیت اثرات ازدحام مالی را برجسته کرده‌اند؛ چرا که عوامل اقتصادی، مالی و سیاست‌گذاری در دوره‌های مختلف، اثر متفاوتی بر اقتصاد دارند.

تحلیل روند متغیرهای کلان اقتصادی ایران نشان می‌دهد که در سال‌های ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰، اثرات ازدحام مالی کاهش چشمگیری یافت و فرصت‌های بهبود رشد اقتصادی فراهم شد. علت این کاهش، مدیریت کارآمد بدهی دولت نبود، بلکه اجرای هدفمندی یارانه‌ها و افزایش بی‌سابقه درآمدهای نفتی در سال ۱۳۸۹ باعث شد کسری بودجه کاهش یابد و بدهی دولت به بانک‌ها تقریباً به صفر برسد. این شرایط منابع بانکی را آزاد کرد و امکان افزایش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی فراهم شد. این تجربه می‌تواند به عنوان یک درس مهم برای سیاست‌گذاران اقتصادی ایران مبنای اتخاذ سیاست‌های مالی و پولی کارآمد در آینده باشد.

با این حال، اثرات مثبت تأمین مالی بخش خصوصی در این دوره بسیار زودگذر بودند. دلایل اصلی این کوتاه‌مدت بودن شامل نبود زیرساخت‌های مؤثر جذب منابع، محدودیت ظرفیت

بانک‌ها برای ارائه تسهیلات پایدار و عدم وجود بازارهای مالی تکامل یافته است. به عبارت دیگر، حتی در صورت تزریق منابع مالی، اثرات آن‌ها به سرعت تخلیه می‌شود و تغییرات فصلی در اعتباردهی و فشارهای مالی دولت، این اثرات کوتاه‌مدت را تشدید می‌کند.

تحلیل نوع تأمین مالی اسلامی در ایران نشان می‌دهد که ابزارهایی مانند مرابحه، قرض الحسنه، سلف و مشارکت حقوقی، با فشار کسری بودجه دولت افزایش یافته‌اند، در حالی که ابزارهای مشارکت مدنی، مضاربه، جعاله و فروش اقساطی که ظرفیت بالاتری برای تأمین مالی بخش خصوصی دارند، کاهش سهم داشته‌اند. این تغییرات نشان‌دهنده جابجایی منابع بانکی به سمت نیازهای دولت و ابزارهای کم‌ریسک، به زیان سرمایه‌گذاری بخش خصوصی است.

از طرفی رشد اقتصادی، که با تولید ناخالص داخلی (GDP) سنجیده می‌شود، به شدت به منابع مالی برای سرمایه‌گذاری خصوصی وابسته است. این پژوهش نشان داد که رشد نقدینگی تأثیر مثبت و معناداری بر بازده بازار سهام دارد، اما این اثر به شدت تحت تأثیر ازدحام مالی قرار می‌گیرد. ازدحام مالی، که از تمرکز منابع بانکی بر تأمین کسری بودجه دولت ناشی می‌شود، مانع اصلی هدایت نقدینگی به بخش خصوصی و بازار سهام است. در شرایط عدم ازدحام، افزایش نقدینگی بازده بازار را به‌طور قابل توجهی تقویت می‌کند، در حالی که در دوره‌های ازدحام، حتی رشد نقدینگی مثبت نیز به رکود بازار منجر می‌شود. تخصیص ناکارآمد تسهیلات بانکی به بخش خصوصی، به‌عنوان نتیجه ازدحام، این رابطه را تضعیف کرده و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را محدود می‌کند. از منظر نظری، این یافته‌ها با نظریه ازدحام مالی و کانال‌های انتقال سیاست پولی هم‌راستا است، جایی که وابستگی دولت به بانک‌ها، ظرفیت تأمین مالی بلندمدت را کاهش می‌دهد. بازار سرمایه، به‌عنوان مکمل نظام بانکی، می‌تواند نقدینگی را به پروژه‌های سودآور هدایت کند، اما ازدحام مالی این پتانسیل را مختل می‌کند. شواهد آماری تأیید می‌کنند که اثر نقدینگی مشروط به شرایط نهادی است و در غیاب اصلاحات، ازدحام مالی رشد پایدار را تهدید می‌کند. محدودیت‌های پژوهش، از جمله تأثیر متغیرهایی مثل نرخ بهره یا تورم، نشان می‌دهد که تحلیل‌های تکمیلی با مدل‌های تعاملی می‌تواند دقت را افزایش دهد. نهایتاً، کاهش ازدحام مالی از طریق اصلاح بودجه و تقویت بازار سرمایه، کلید دستیابی به رشد اقتصادی پایدار است.

استفاده از مدل‌های TVP-VAR و MIDAS در این پژوهش، امکان تحلیل دقیق‌تر روابط بین

کسری بودجه، بدهی دولت و دسترسی بخش خصوصی به منابع مالی را فراهم کرده است. مدل TVP-VAR تغییرات و روابط متغیرهای کلان اقتصادی را در طول زمان بررسی کرده و تغییرات ساختاری در واکنش‌ها به کسری بودجه و بدهی دولت را نشان می‌دهد. مدل MIDAS نیز اثرات کوتاه‌مدت و میان‌مدت اعتبارات بانکی بر تولید ناخالص داخلی را با دقت بالاتر، با توجه به فرکانس متفاوت داده‌ها، شناسایی کرده است. یافته‌ها نشان داد که تأمین مالی بخش خصوصی در فصول خاص اثر آنی و مثبتی بر رشد تولید دارد، اما در غیاب زیرساخت‌های جذب منابع، این اثرات سریعاً خنثی می‌شوند.

تحلیل روند تاریخی نیز نشان می‌دهد که دوره پس از سال ۱۳۹۰ با افزایش کسری بودجه و بدهی دولت به بانک‌ها همراه شد و اثر ازدحام مالی تقویت گردید. منابع بانکی که باید در خدمت بخش خصوصی مولد باشند، به سمت تأمین مالی شرکت‌ها و نهادهای دولتی هدایت شدند. این جابجایی ساختاری موجب کاهش کارایی نظام بانکی، افزایش نابرابری در دسترسی به منابع و گسترش ریسک سیستمیک شد.

در مجموع، یافته‌ها تأکید می‌کنند که دستیابی به رشد پایدار نیازمند مدیریت کسری بودجه، کنترل بدهی دولت به بانک‌ها، اصلاح ساختار بودجه‌ریزی، تقویت زیرساخت‌های جذب منابع و بازگرداندن بانک‌ها به مأموریت اصلی خود در حمایت از بخش خصوصی است. تجربه سال‌های ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰ نمونه‌ای برجسته از رابطه معنادار بین سیاست‌های مالی و نتایج اقتصادی است و نشان می‌دهد که بدون این اقدامات، حتی تزریق منابع مالی نیز نمی‌تواند اثرات مثبت بلندمدت بر رشد اقتصادی داشته باشد.

۸. پیشنهادات:

برای کاهش مشکل ازدحام مالی و بهبود دسترسی بخش خصوصی به منابع، چند اقدام اصلی باید در دستور کار قرار گیرد. نخست، لازم است نهادهای مالی غیربانکی و مستقل مثل صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، شرکت‌های لیزینگ و صندوق‌های خطرپذیر توسعه یابند. این نهادها می‌توانند مسیر تازه‌ای برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط ایجاد کنند و وابستگی شدید آن‌ها به بانک‌ها را کاهش دهند. همچنین گسترش بازار اوراق بدهی، با نظارت بانک مرکزی، و ارائه مشوق‌های مالیاتی می‌تواند فشار از نظام بانکی را کم کرده و سرمایه‌های سرگردان را به

سمت فعالیت‌های مولد هدایت کند.

دوم، اصلاح سیاست‌های مالی دولت ضروری است. کاهش کسری بودجه باید از طریق حذف هزینه‌های غیرضروری، افزایش درآمدهای پایدار (به‌ویژه از محل مالیات‌های کارآمد) و هدایت منابع عمومی به سمت پروژه‌های زیربنایی دنبال شود. اصلاح نظام مالیاتی و گسترش پایه‌های جدید مانند مالیات بر دارایی و ارزش افزوده، علاوه بر افزایش درآمدهای پایدار، می‌تواند نیاز به استقراض بانکی را کاهش دهد.

سوم، مدیریت بدهی دولت به بانک‌ها اهمیت زیادی دارد. بخشی از مازاد بودجه باید صرف بازپرداخت بدهی‌های گذشته شود و استقراض جدید تنها باید به پروژه‌های بزرگ و زیرساختی اختصاص یابد که بازده اقتصادی دارند. بدهی دولت زمانی قابل قبول است که به توسعه ظرفیت تولیدی کشور کمک کند، نه اینکه صرف هزینه‌های جاری شود.

چهارم، منابع بانکی باید بیشتر در اختیار بخش خصوصی قرار گیرد. برای این کار، دولت باید فشار خود بر منابع بانکی را کاهش دهد و هم‌زمان هماهنگی میان سیاست‌های مالی و پولی ایجاد شود. تجربه نشان داده که ناهماهنگی این دو حوزه، اثرات متناقضی به‌جا گذاشته و ازدحام مالی را تشدید کرده است. تعیین سقف مشخص برای رشد بدهی دولت یا پایه پولی می‌تواند به ایجاد ثبات و هماهنگی کمک کند.

پنجم، سرمایه‌گذاری دولت باید مکمل سرمایه‌گذاری بخش خصوصی باشد نه جایگزین آن. مشارکت عمومی-خصوصی (PPP) می‌تواند ابزار مؤثری باشد که هم بار مالی دولت را کاهش دهد و هم انگیزه بخش خصوصی برای ورود به پروژه‌های اقتصادی را افزایش دهد. علاوه بر این، بهبود محیط کسب‌وکار، کاهش بوروکراسی و ثبات قوانین از پیش‌شرط‌های جذب سرمایه‌گذاری هستند.

در نهایت، اقتصاد ایران نیازمند مدیریت بلندمدت منابع است. کاهش اثربخشی سیاست‌های مالی و پولی در سال‌های اخیر نشان می‌دهد که نبود نهادهای تثبیت‌گر مالی و برداشت‌های بی‌رویه از صندوق‌ها آسیب جدی به کارایی نظام اقتصادی وارد کرده است. بنابراین برای افزایش سرمایه‌گذاری و رشد پایدار، سه محور باید هم‌زمان دنبال شود: انضباط مالی دولت، تقویت دسترسی بخش خصوصی به منابع، و هماهنگی نهادی میان سیاست‌گذاران.

۹. توصیه‌های سیاستی:

۱. کنترل کسری بودجه و اصلاح ساختار مالی دولت (نقش بازار سرمایه و ابزارهای

مالی نوین به‌عنوان مکمل کاهش فشار بر سیستم بانکی): کسری بودجه ناشی از ناترازی درآمدها و هزینه‌های دولت معمولاً از مسیر استقراض از سیستم بانکی تأمین می‌شود. این روش، علاوه بر افزایش پایه پولی و تورم، موجب بروز پدیده «ازدحام مالی» می‌شود و فضای تأمین مالی بخش خصوصی را محدود می‌کند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد در سال‌هایی که دولت برای جبران کسری بودجه به بانک‌ها متوسل شده، نسبت تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی کاهش یافته و سرمایه‌گذاری مولد افت کرده است. با توجه به کاهش درآمدهای نفتی و محدودیت منابع قابل اتکا به دلیل تحریم‌ها، اصلاح ساختار مالی دولت ضروری است. این اصلاحات باید هم در سمت درآمدی (کاهش وابستگی به منابع ناپایدار، اصلاح نظام مالیاتی) و هم در سمت هزینه‌ای (کنترل هزینه‌های جاری، هدفمند کردن یارانه‌ها) دنبال شوند. تدوین برنامه چندساله برای کاهش کسری بودجه، همراه با شفافیت و گزارش‌دهی عمومی از وضعیت بدهی‌ها و منابع مالی، از بروز ازدحام مالی جلوگیری کرده و اعتماد بخش خصوصی را تقویت می‌کند. همچنین، توسعه بازار سرمایه و ابزارهای مالی نوین به‌عنوان مکمل سیستم بانکی می‌تواند فشار بر بانک‌ها را کاهش دهد. انتشار اوراق بدهی، ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک میان بانک‌ها و بخش خصوصی و جذب سرمایه از طریق بازار سرمایه، ظرفیت تأمین مالی بخش خصوصی را افزایش می‌دهد و ریسک وابستگی به منابع بانکی را کاهش می‌دهد.

۲. مهار بدهی دولت به بانک‌ها: انباشت بدهی دولت به سیستم بانکی یکی از عوامل

اصلی تشدید ازدحام مالی است. این بدهی‌ها، به ویژه در نتیجه تأمین مالی کسری بودجه از منابع بانکی، باعث کاهش توان بانک‌ها برای اعطای تسهیلات به بخش خصوصی شده و کیفیت ترازنامه بانک‌ها را کاهش می‌دهد. برای مهار این بدهی‌ها، تدوین برنامه‌ای شفاف و عملیاتی برای توقف رشد بدهی‌ها و بازپرداخت تدریجی آن ضروری است. راهکارهایی مانند تهاتر بدهی‌ها با مطالبات قطعی دستگاه‌ها، واگذاری دارایی‌های مازاد دولتی به بانک‌ها و استفاده محدود و هدفمند از اوراق بدهی می‌تواند در این مسیر مفید

باشد. با این حال، باید محدودیت‌ها و چالش‌های عملی این راهکارها در نظر گرفته شود: مطالبات دستگاه‌ها ممکن است نقدشوندگی و ارزش متفاوتی داشته باشند و تهاثر پیچیدگی‌های حسابداری ایجاد کند. واگذاری دارایی‌ها نیز با موانع اجرایی، ساختاری و نهادی مواجه است. بنابراین، طراحی سازوکارهای قانونی، شفاف و قابل پیگیری برای این اقدامات ضروری است تا اثرگذاری واقعی داشته باشند.

۳. اصلاح ساختار تأمین مالی بانکی و استفاده از ابزارهای مشارکتی واقعی: در دوره‌های

کسری بودجه، سهم ابزارهای مصرفی و تکلیفی مانند مرابحه، قرض‌الحسنه، سلف و مشارکت حقوقی افزایش یافته و منابع بخش خصوصی محدود شده است. این روند صرفاً ناشی از فشار دولت نیست، بلکه به ساختار انگیزشی و مقرراتی نظام بانکی، ریسک‌گریزی بانک‌ها، محدودیت‌های قانونی و پیچیدگی‌های حقوقی قراردادهای مشارکتی واقعی نیز برمی‌گردد. نگرانی بانک‌ها از بازگشت سرمایه در پروژه‌های تولیدی، باعث ترجیح ابزارهای کوتاه‌مدت و کم‌ریسک می‌شود. توصیه می‌شود سهم ابزارهای مشارکتی واقعی مانند مضاربه، مشارکت مدنی و جعاله افزایش یابد و استفاده از ابزارهای مصرفی و تکلیفی کاهش یابد. همچنین فروش اقساطی که نقش مؤثری در تأمین مالی بخش خصوصی دارد، باید تقویت شود. تقویت بازار سرمایه و ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک میان بانک‌ها و بخش خصوصی می‌تواند به تأمین مالی پروژه‌های مولد کمک کند و ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. این رویکردها منابع بانکی را به سمت حمایت از تولید و سرمایه‌گذاری سوق داده و مأموریت اصلی بانک‌ها را احیا می‌کنند.

۴. افزایش اثربخشی سرمایه‌گذاری کلان و مشارکت بخش خصوصی: در دوره‌هایی

که کسری بودجه کنترل شده، دولت توانسته منابع مالی مناسبی به پروژه‌های عمرانی تخصیص دهد و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی افزایش یابد. در مقابل، کسری بودجه، منابع مالی را از پروژه‌های توسعه‌ای به سمت تأمین نیازهای جاری دولت سوق داده و رشد اقتصادی را کاهش می‌دهد. توصیه می‌شود دولت با اعمال سیاست‌های مالی انضباطی، کنترل کسری بودجه و تخصیص هدفمند منابع به پروژه‌های عمرانی، ظرفیت سرمایه‌گذاری کلان را افزایش دهد. استفاده از مدل‌های مشارکت عمومی-خصوصی

(PPP) و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نیز می‌تواند بخش خصوصی را فعال کرده و بار مالی دولت را کاهش دهد. این اقدامات ضمن حفظ توازن مالی، به بهبود فضای کسب‌وکار و توسعه پایدار اقتصادی کمک می‌کنند.

۵. **ازدحام مالی و بازار مالی:** برای بهره‌مندی از پتانسیل رشد نقدینگی در رونق بازار سهام و رشد اقتصادی و رفع چالش ازدحام مالی، سیاست‌گذاران باید اصلاحات ساختاری را در اولویت قرار دهند. نخست، کاهش وابستگی دولت به منابع بانکی برای جبران کسری بودجه ضروری است. این امر از طریق اصلاح ساختار بودجه، افزایش درآمدهای پایدار و مدیریت کارآمد هزینه‌ها امکان‌پذیر است تا فشار از نظام بانکی برداشته شود و منابع به بخش خصوصی اختصاص یابد. دوم، توسعه بازار سرمایه با ایجاد ابزارهای مالی متنوع، از جمله اوراق بدهی بلندمدت و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، باید تسریع شود. این ابزارها می‌توانند نقدینگی را به پروژه‌های مولد هدایت کرده و نیاز به منابع بانکی را کاهش دهند. سوم، افزایش شفافیت اطلاعاتی در بازار سرمایه و بهبود نظارت بر فعالیت‌ها، اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کرده و مشارکت آن‌ها را تقویت می‌کند. چهارم، سیاست‌های تشویقی برای بانک‌ها، مانند کاهش نرخ ذخیره قانونی یا ارائه تسهیلات ارزان‌قیمت، می‌تواند آن‌ها را به سمت اعطای وام به بخش خصوصی سوق دهد. پنجم، هماهنگی بین سیاست پولی و مالی حیاتی است؛ بانک مرکزی باید با همکاری دولت، رشد نقدینگی را با تخصیص بهینه منابع هم‌راستا کند. همچنین، ایجاد یک شاخص نظارت بر ازدحام مالی می‌تواند به شناسایی به‌موقع مشکلات کمک کند. در نهایت، آموزش و حمایت از بنگاه‌های کوچک و متوسط برای ورود به بازار سرمایه، ظرفیت جذب نقدینگی را افزایش می‌دهد. این رویکردها نه تنها بازده بازار سهام را بهبود می‌بخشند، بلکه رشد پایدار اقتصادی را تضمین می‌کنند. اجرای این سیاست‌ها نیازمند همکاری بین‌سازمانی و تعهد بلندمدت است تا از بی‌ثباتی‌های کلان و تورم ناشی از نقدینگی بدون جهت‌گیری جلوگیری شود.

۱۰. فهرست منابع و مآخذ علمی

اصغری‌پور، حسین و جامه‌شورانی، زینب. (۱۳۹۴)، تحلیل اثر رهیافت پولی بر تراز پرداخت‌ها در ایران، فصلنامه علمی تخصصی اقتصاد توسعه و برنامه‌ریزی، سال چهارم، شماره اول، صص ۶۷-۸۱.

اقبال، علیرضا؛ حلاقی، حمید رضا و گسگری، ریحانه. (۱۳۸۳)، بررسی رابطه میان مخارج دولتی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی (مطالعه موردی ایران)، پژوهشنامه اقتصادی، دوره ۴، شماره ۱، صص ۱۳۷-۱۶۸.

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. (۱۴۰۴). آمار و داده‌ها. بانک اطلاعات سری‌های زمانی اقتصادی. <https://tsd.cbi.ir/Display/Content.aspx>

برانسون، ویلیام اچ. (۱۳۷۶)، تئوری و سیاست‌های اقتصاد کلان، ترجمه عباس شاکری، نشر نی، تهران.

پایتختی اسکویی، سید علی؛ طاهری، حسن و ابقائی، فلور. (۱۳۹۱)، مدیریت عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی ایران. مدیریت بهره‌وری، دوره ۶، شماره ۲۳، صص ۱۴۹-۱۶۹.

حجتی، زیبا؛ اقبالی، علیرضا؛ حلاقی، حمیدرضا و کسگری، ریحانه. (۱۳۸۳)، پیامدهای سیاست مالی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی (مطالعه موردی ایران)، پژوهش‌های اقتصادی ایران، دوره ۷، شماره ۲، صص ۱۵۵-۱۳۳.

خلیلی عراقی، منصور، و شریفی، حسن. (۱۳۹۷). تاثیر هزینه‌های دولت بر مصرف و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در قالب مدل VAR و FAVAR. مدل‌سازی اقتصادی، ۱۲(۲) (پیاپی ۴۲)، ۹۹-۱۱۷.

رحمانی، تیمور. (۱۳۹۳)، اقتصاد کلان، تهران، انتشارات برادران.

رئیزی گاوگانی، زهرا سادات؛ محمدی، تیمور؛ غفاری، فرهاد و معمار نژاد، عباس. (۱۳۹۷)، اثر نامتقارن تکانه‌های سیاست مالی بر اقتصاد ایران: الگوی DSGE با تقریب مرتبه دوم، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، سال ۲۳، شماره ۷۷، زمستان، صص ۷۲-۳۷.

زارعی، ژاله، ابراهیمی، ایلناز، و همتی، مریم. (۱۳۹۸). اثرات مخارج جاری و عمرانی دولت بر مخارج مصرفی بخش خصوصی در چرخه های تجاری. اقتصاد مقداری (بررسیهای اقتصادی)، ۱۶(۳)، ۱-۳۱.

شاگری، عباس. (۱۳۹۴). نظریه‌ها و سیاست‌های اقتصاد کلان، تهران، انتشارات رافع.

صادقی، حسین؛ اصغری‌پور، حسین و اسلامی نژاد، علی حسین. (۱۳۸۶)، تاثیر مخارج دولتی بر سرمایه گذاری بخش خصوصی در ایران با استفاده از تکنیک ARDL، فصل نامه علوم اقتصاد، سال اول، پیش شماره اول، صص ۱۳۸-۱۰۹.

فرزین وش، اسدا ... و اصغری‌پور، حسین. (۱۳۸۶)، بررسی اثرات نامتقارن نرخ ارز بر تولید و قیمت در ایران، علوم اقتصاد، سال اول، پیش شماره اول، پاییز، صص ۱۶۴-۱۳۹.

کازرونی، علیرضا و ابقائی، فلور. (۱۳۸۷)، بررسی تاثیر مخارج مصرفی دولت و سرمایه ای دولت بر سرمایه گذاری بخش خصوصی در ایران، پژوهش های اقتصادی، دوره ۸، شماره ۱، صص ۲۰-۱.

کاظمی، ابوطالب، و عربی، زهرا. (۱۳۹۳). تاثیر هزینه های دولتی بر سرمایه گذاری خصوصی در ایران طی دوره ۸۹-۱۳۴۱. مطالعات اقتصادی کاربردی ایران (مطالعات اقتصادی کاربردی)، ۳(۹)، ۲۲۳-۲۴۵.

کیامقدم، محمد. (۱۳۹۲)، اثر مخارج دولت بر نرخ بهره واقعی در ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران.

محمود زاده، محمود؛ صادقی، ثریا و صادقی، سمیه. (۱۳۹۰)، اثر مخارج مالی بر سرمایه گذاری خصوصی در ایران) آزمون C.O.E)، برنامه ریزی و بودجه، سال شانزدهم، شماره ۲، صص ۱۴۶-۱۳۱.

محنت فر، یوسف. (۱۳۹۴)، بررسی اثر مخارج دولت بر سرمایه گذاری خصوصی در ایران، نظریه های کاربردی اقتصاد، دوره ۲، شماره ۱، صص ۱۶۲-۱۴۳.

مومنی، زهرا و خضری، محمد. (۱۳۹۴)، اثر سرمایه گذاری دولتی بر سرمایه گذاری خصوصی، پژوهشنامه اقتصاد کسب و کار، سال ششم، شماره ۱۰، صص ۱۱-۱.

مهرگان، نادر و سپه‌بان قره بابا، اصغر. (۱۳۹۲)، اثرات کوتاه مدت و بلند مدت مخارج دولت و

تورم بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ایران، برنامه ریزی و بودجه، سال هیجدهم، شماره ۲، صص ۲۲-۳.

هژبرکیانی، کامبیز و خدامردی، مریم. (۱۳۸۱)، رابطه سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و دولتی در ایران، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، شماره ۱۰، صص ۶۵-۴۱.

یارمحمدیان، ناصر؛ صادقی، بهروز و معینی، شهرام. (۱۳۹۳)، تخمین اثر جایگزینی جبری و حمایتی در اقتصاد ایران با استفاده از الگوی خودتوضیحی با وقفه‌های گسترده ARDL، اقتصاد توسعه و برنامه ریزی، سال سوم، شماره ۲، صص ۷۸-۶۱.

Afonso, A., & Aubyn, M. S. (2019). Economic growth, public, and private investment returns in 17 OECD economies. *Portuguese Economic Journal*, 18(1), 47-65.

Afonso, A., & Sousa, R. M. (2011). The macroeconomic effects of fiscal policy in Portugal: a Bayesian SVAR analysis. *Portuguese Economic Journal*, 10(1), 61-82.

Afonso, A., & Sousa, R. M. (2012). The macroeconomic effects of fiscal policy. *Applied Economics*, 44(34), 4439-4454.

Afonso, A., & St. Aubyn, M. (2010). Public and private investment rates of return: evidence for industrialized countries. *Applied economics letters*, 17(9), 839-843.

Andrade, J. S., & Duarte, A. P. (2014). Crowding-in and crowding-out effect of public and private investments in the Portuguese economy. *Contemp. Trends Prospects Econ. Recovery*, 352.

Argimón, I., González-Páramo, J. M., & Alegre, J. M. R. (1997). Evidence of public spending crowding-out from a panel of OECD countries, *Applied Economics*, 29(8), 1001-1010

Aschauer, D. A. (1989). Is public expenditure productive? **Journal of Monetary Economics**, 23(2), 177-200.

Atabaev, N., Ganiev, J., & Alymkulova, N. (2018). Crowding-out (or-in) effect in transition economies: Kyrgyzstan case. *International Journal of Development Issues*, 17 (1), 102-113.

- Atukeren, E. (2005). Interactions between public and private investment: Evidence from developing countries. *Kyklos*, 58(3), 307-330.
- Auerbach, A. J., & Gorodnichenko, Y. (2012). Fiscal multipliers in recession and expansion. In *Fiscal Policy after the Financial Crisis* (pp. 63-98). University of Chicago Press.
- Bahal, G., Raissi, M., & Tulin, V. (2018). Crowding-out or crowding-in? Public and private investment in India. *World Development*, 109, 323–333.
- Baltagi, H. B. (2008). *Econometrics*. Berlin: Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
- Barik, A., & Mohanty, A. (2019). New evidence on the relationship between public and private investment in India. *Economics Bulletin*, 39(3), 1989-2001.
- Barro, R. J. (1974). Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy**, 82(6), 1095-1117.
- Başar, S., & Temurlenk, M. S. (2007). Investigating crowding-out effect of government spending for Turkey: A structural var approach. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 21(2), 95-104.
- Baxter, M., & King, R. G. (1993). Fiscal policy in general equilibrium. *The American Economic Review*, 315–334.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic perspectives*, 9(4), 27-48.
- Bernanke, B.S. and Blinder, A.S., 1988. Credit, money, and aggregate demand.
- Blanchard, O. (2019). Public debt and low interest rates. *American Economic Review**, 109(4), 1197-1229.
- Blanchard, O., & Johnson, D. R. (2013). *Macroeconomics* (6th ed.). Pearson.
- Christiano, L. J., & Eichenbaum, M. (1992). Current real-business-cycle theories and aggregate labor-market fluctuations. *The American Economic Review*, 430–450.
- Christiano, L., Eichenbaum, M., & Rebelo, S. (2011). When is the government spending multiplier large? *Journal of Political Economy*, 119(1), 78-121.

- Clements, M. P., & Galvão, A. B. (2006). Macroeconomic Forecasting with mixed Frequency Data: Forecasting US output growth and inflation. Available at SSRN 878445.
- Cuestas, J. C., Monfort, M., & Ordóñez, J. (2020). Is government consumption really crowding out investment? Evidence from the EU28 (No. 2020/05).
- Dermurgue-kunt and Levine (1996) "Stock Market Development and the Financing Choices of Firms," World Bank Economic Review. 10: 341-369.
- Dreger, C., & Reimers, H. E. (2016). Does public investment stimulate private investment? Evidence for the euro area. *Economic Modelling*, 58, 154-158.
- Elmendorf, D. W., & Mankiw, N. G. (1999). Government debt. In *Handbook of Macroeconomics* (Vol. 1, pp. 1615-1669). Elsevier.
- Erden, L., & Holcombe, R. G. (2005). The effects of public investment on private investment in developing economies. *Public Finance Review*, 33(5), 575-602.
- Eschenbach, F., & Schuknecht, L. (2002). Asset prices and fiscal balances (No. 141). ECB Working paper.
- Foroni, C., Marcellino, M., & Schumacher, C. (2015). Unrestricted mixed data sampling (MIDAS): MIDAS regressions with unrestricted lag polynomials. *Journal of the Royal Statistical Society Series A: Statistics in Society*, 178(1), 57-82.
- Friedman, M. (1979). Theoretical foundations of the Phillips curve: A framework for monetary analysis. University of Chicago Press.
- Funashima, Y., & Ohtsuka, Y. (2019). Spatial crowding-out and crowding-in effects of government spending on the private sector in Japan. *Regional Science and Urban Economics*, 75, 35-48.
- Furceri, D., & Sousa, R. M. (2011). The impact of government spending on the private sector: Crowding-out versus crowding-in effects. *Kyklos*, 64(4), 516-533.
- Gali, J., Lopez-Salido, D., & Valles, J. (2007). Understanding the effects of government spending on consumption. *Journal of the European Economic Association*, 5(1), 227-270.

Gjini, A., & Kukeli, A. (2012). Crowding-out effect of public investment on private investment: An empirical investigation. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 10(5), 269-276.

Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development* (Yale University Press. New Haven, CT).

Greenwood J, Jovanovic B (1990) Financial development, growth, and the distribution of income. *J Polit Econ* 98:1076–1107.

Gupta, M. C. (1974). Money Supply and Stock Prices: A Probabilistic Approach. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(1), 57-68.

Gurley J, Shaw E (1955) Financial aspects of economic development. *Am Econ Rev* 45:516–537

Hicks, John. (1969). *A Theory of Economic History*. Oxford, U.K.: Clarendon Press.

Ilzetzki, E., Mendoza, E. G., & Vegh, C. A. (2013). How big (small?) are fiscal multipliers? *Journal of Monetary Economics*, 60(2), 239-254.

Jibrin, M. S., Blessing, S. E., & Danjuma, I. (2014). The Effects of Public Expenditure on Private Investment and Economic Growth in Nigeria. *Journal of Empirical Economics*, 3(2), 90-97.

Keran, M. W. (1971). Expectations, money, and the stock market (pp. 16-31). Research Department [of the] Federal Reserve Bank.

Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Palgrave Macmillan.

Knell, M. (2015). Schumpeter, Minsky and the financial instability hypothesis. *Journal of evolutionary Economics*, 25, 293-310.

Kuştepelı, Y. (2005). Effectiveness of Fiscal Spending: Crowding-Out and/or Crowding-In? *Yönetim ve ekonomi*, 2(1), 185-192.

Laeven L, Levine R, Michalopoulos S (2015) Financial innovation and endogenous growth.

J Financ Intermed 24, 24(1)

Lang, W.W. and Nakamura, L.I., 1995. 'Flight to quality' in banking and economic activity. *Journal of Monetary Economics*, 36(1), pp.145-164.

Mahmoudzadeh, M., Sadeghi, S., & Sadeghi, S. (2017). Fiscal spending and crowding out effect: a comparison between developed and developing countries. *Institutions and Economies*, 31-40.

Makuyana, G., & M Odhiambo, N. (2019). Public and private investment and economic growth in Malawi: an ARDL-bounds testing approach. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 32(1), 673-689.

Makuyana, G., & Odhiambo, N. M. (2018). Public and private investment and economic growth: An empirical investigation. *Studia Universitatis Babes-Bolyai*, 63(2), 87-106.

Mankiw, N. G. (2022). Government debt and capital accumulation in an era of low interest rates. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2022(1), 219-231.

Maskay, B. (2007). Analyzing the effect of change in Money supply on stock prices. *The park place economist*, 15(1), 72-79.

Mitra, P. (2006). Has government investment crowded out private investment in India?. *American Economic Review*, 96(2), 337-341.

Mountford, A., & Uhlig, H. (2009). What are the effects of fiscal policy shocks? *Journal of Applied Econometrics*, 24(6), 960–992.

Muthu, S. (2017). Does public investment crowd-out private investment in India. *Journal of Financial Economic Policy*, 9(1), 1-26.

Napier M (2014) Real money, new Frontiers: case studies of financial innovation in Africa. *Financial Innova Stud* 10:1–10

Neusser, K. (2016). *Time series econometrics*. Berlin: Springer.

Nguyen, C. T., & Trinh, L. T. (2018). The impacts of public investment on private investment and economic growth: Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Business and Economic*

Studies, 25(1), 15-32.

Omitogun, O. (2018). Investigating the Crowding Out Effect of Government Expenditure on Private Investment. *Journal of Competitiveness*, 10(4), 136-150.

Ouédraogo, R., Sawadogo, H., & Sawadogo, R. (2019). Impact of Public Investment on Private Investment in Sub-Saharan Africa: Crowding In or Crowding Out?. *African Development Review*, 31(3), 318-334.

Park, J. K., & Meng, X. (2024). Crowding out or crowding in? Reevaluating the effect of government spending on private economic activities. *International Review of Economics & Finance*, 89, 102-117.

Patelis, A.D., 1997. Stock return predictability and the role of monetary policy. *the Journal of Finance*, 52(5), pp.1951-1972.

Percival, D. B., & Walden, A. T. (2000). Wavelet methods for time series analysis. In *Of cambridge series in statistical and probabilistic mathematics* (Vol. 4).

Perotti, R. (2004). Public investment: Another (different) look. Working Paper.

Pesaran, M. H., & Shin, Y. (1996). Cointegration and speed of convergence to equilibrium. *Journal of econometrics*, 71(1-2), 117-143.

Pilbeam, Keith (1992), "Policy Initiatives in the Global Recession: What Did Forecasters Expect?" *International Finance*, London: Macmillan

Poiré, N. P. (2000). The money effect. *Barron's business and financial weekly magazine*: August.

Poiré, N.P., 2000. The money effect. *Barron's business and financial weekly magazine*: August.

Ramey, V. A. (2011). Can government purchases stimulate the economy? *Journal of Economic Literature*, 49(3), 673-685.

Romer, C.D., Romer, D.H., Goldfeld, S.M. and Friedman, B.M., 1990. New evidence on the monetary transmission mechanism. *Brookings papers on economic activity*, 1990(1),

pp.149-213.

Şen, H., & Kaya, A. (2014). Crowding-out or crowding-in? Analyzing the effects of government spending on private investment in Turkey. *Panoeconomicus*, 61(6), 631-651.

Shin, Y., Yu, B., & Greenwood-Nimmo, M. (2014). Modelling asymmetric cointegration and dynamic multipliers in a nonlinear ARDL framework. In *Festschrift in honor of Peter Schmidt* (pp. 281-314): Springer.

Snyder, T. C. (2011). Do federal budget deficits cause crowding out?. *Research in Business and Economics Journal*, 4, 1.

Stein, J.C., 1995. An adverse selection model of bank asset and liability management with implications for the transmission of monetary policy.

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.

Tavares, J., & Valkanov, R. (2001). Fiscal policy and asset returns. *Wall Street Journal*.

Wang, B. (2005). Effects of government expenditure on private investment: Canadian empirical evidence. *Empirical Economics*, 30(2), 493-504.

Wang, S. L. (2021). Fiscal stimulus in a high-debt economy? A DSGE analysis. *Eco Afonso, A., & Jalles, J. T. (2011). Linking investment and fiscal policies. Technical University of Lisbon–ISEG, Working Paper(16).*

Xu, X., & Yan, Y. (2014). Does government investment crowd out private investment in China? *Journal of Economic Policy Reform*, 17(1), 1-12.

Yan, Z., Yuan, Y., & Xue, Y. (2024). Crowding-in or Crowding-out: How Infrastructure Investment Affects Household Consumption. *China Finance and Economic Review*, 13(1), 43-66.

پیوست:

مدل TVP-VAR به عنوان یکی از روش‌های پیشرفته اقتصادسنجی دینامیکی، امکان بررسی روابط غیرخطی و تغییرات زمانی در ساختار دینامیک متغیرهای اقتصادی را فراهم می‌کند. این ویژگی به ویژه در اقتصادهای در حال توسعه مانند ایران که با نوسانات شدید و تغییرات ساختاری مواجه هستند، اهمیت بسیاری دارد. مدل TVP-VAR قادر است ضرایب خودرگرسیونی را در طول زمان به صورت پویا برآورد کند و از این طریق تحولات و تغییرات ساختاری در اقتصاد کلان را به خوبی رصد نماید. همچنین به کمک رویکرد بیزی، عدم قطعیت‌های مربوط به پارامترها به شکلی منسجم مدل‌سازی شده و برآوردها پایدارتر و دقیق‌تر می‌شوند. در مدل TVP-VAR با مرتبه p فرم کلی مدل به شکل زیر است:

$$Y_t = A_{1,t} Y_{t-1} + u_t, \quad u_t \sim N(0, \Sigma_t)$$

در راستای استفاده از روش TVP-VAR لازم است هر ϵ بردار تخمین زده شوند که این ϵ بردار به شرح زیر تخمین زده می‌شوند:

معادله (۱): کسری بودجه:

$$\text{budget}_t = a_{11,t} \cdot \text{budget}_{t-1} + a_{12,t} \cdot g_{t-1} + a_{13,t} \cdot p_{t-1} + a_{14,t} \cdot k_{t-1} + u_{1,t}$$

معادله (۲): بدهی دولت به سیستم بانکی:

$$g_t = a_{21,t} \cdot \text{budget}_{t-1} + a_{22,t} \cdot g_{t-1} + a_{23,t} \cdot p_{t-1} + a_{24,t} \cdot k_{t-1} + u_{2,t}$$

معادله (۳): بدهی بخش غیر دولتی به سیستم بانکی:

$$p_t = a_{31,t} \cdot \text{budget}_{t-1} + a_{32,t} \cdot g_{t-1} + a_{33,t} \cdot p_{t-1} + a_{34,t} \cdot k_{t-1} + u_{3,t}$$

معادله (۴): تشکیل سرمایه گذاری:

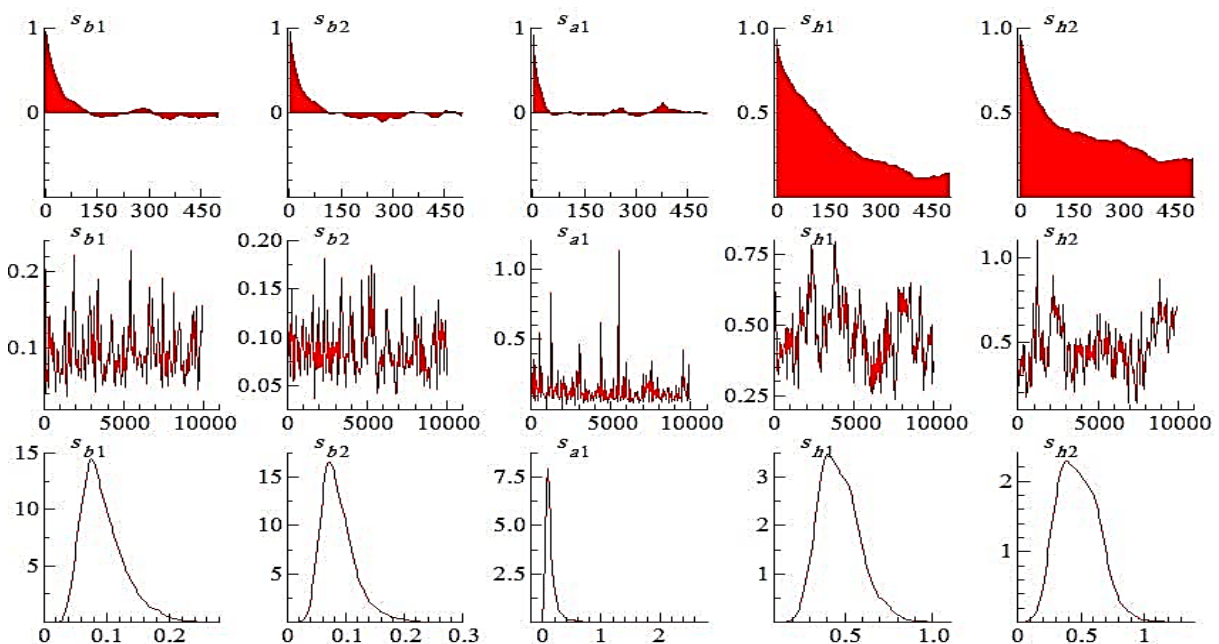
$$k_t = a_{41,t} \cdot \text{budget}_{t-1} + a_{42,t} \cdot g_{t-1} + a_{43,t} \cdot p_{t-1} + a_{44,t} \cdot k_{t-1} + u_{4,t}$$

توزیع‌های پسین (posterior distributions) در مدل TVP-VAR ابزاری کلیدی برای تحلیل پارامترهای مدل و اطمینان از دقت و پایداری نتایج هستند.

در این بخش، یافته‌های تحقیق پیرامون اثر ازدحام مالی در اقتصاد کلان ایران با مدل بردار خودرگرسیون با ضرایب زمانی (Time-Varying Parameter Vector TVP-VAR (Autoregression) ارائه می‌شود.

در این پژوهش، با استفاده از روش TVP-VAR، بردارهای متغیرهای Budget، g ، p و k تخمین زده شده‌اند تا روابط پویا بین آن‌ها بررسی شود. توزیع‌های پسین پارامترها، که در نمودار (۱۰) ارائه شده‌اند، نقش مهمی در تأیید روابط بین این متغیرها و ارزیابی قابلیت اعتماد مدل ایفا می‌کنند. این تحلیل نشان می‌دهد که کسری بودجه و بدهی دولت به بانک‌ها، با کاهش دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات، سرمایه‌گذاری را محدود می‌کنند (محمودزاده و همکاران، ۱۳۹۰). توزیع‌های پسین پارامترها نقش مهمی در تأیید روابط بین متغیرها و ارزیابی قابلیت اعتماد مدل ایفا می‌کنند. در ادامه، جزئیات توزیع‌های پسین در نمودار ذیل ارائه شده و تحلیل می‌شود.

نمودار (پ-۱): توزیع‌های پسین (posterior distributions) پارامترهای مدل TVP-VAR



مأخذ: محاسبات محقق

- تحلیل نمودارهای توزیع پسین:

۱. پارامترهای b

این پارامترها معمولاً به ضرایب متغیرها در معادلات VAR اشاره دارند و نشان‌دهنده شدت رابطه بین متغیرها در طول زمان هستند. (دو نمودار بالایی سمت چپ) بسیار متمرکز و نزدیک به صفر هستند (حدود ۰ تا ۰,۲). این نشان‌دهنده آن است که تغییرات ضرایب در طول زمان (که در TVP-VAR متغیر هستند) خیلی شدید نیستند. به عبارتی، روابط بین متغیرها (مثل تأثیر budget روی g یا p) نسبتاً پایدار بوده ولی با اندکی نوسان همراه هستند. نمودارهای میانی سمت چپ به واریانس ضرایب اشاره داشته و نشان‌دهنده پراکندگی زیادی (بین ۰ تا ۱۵۰۰۰) است. پراکندگی زیاد واریانس ضرایب به معنای وجود دوره‌هایی با تغییرات شدید در شدت روابط است که می‌تواند ناشی از شوک‌های اقتصادی، تغییر سیاست‌ها یا بحران‌ها باشد. این نکته با شرایط اقتصاد ایران که نوسانات و تغییرات ساختاری زیادی دارد، همخوانی دارد.

۲. پارامترهای a

این پارامترها معمولاً به واریانس‌های خطا در معادلات VAR اشاره دارند. پارامترهای توزیع پسین در ستون وسط نمودارهای (پ-۱) به واریانس‌های خطا در معادلات TVP-VAR اشاره دارند. ستون‌های میانی نمودارها متمرکز و نزدیک به صفر (بین ۰ تا ۱) هستند، که نشان‌دهنده واریانس پایین خطاها و پایداری آماری مدل در اکثر دوره‌هاست. با این حال، برخی نمودارهای ستون چپ نمودار (پ-۱) پراکندگی بالایی را نشان می‌دهند، که حاکی از ناهمسانی واریانس در دوره‌های خاصی است. این ناهمسانی با تغییرات شدید در اقتصاد کلان ایران، مانند شوک‌های مالی (نوسانات نرخ ارز و تحریم‌ها) و سیاست‌های پولی مرتبط است. در اقتصادهای ناپایدار مانند ایران، که به دلیل وابستگی به درآمدهای نفتی و کسری بودجه مزمن با شوک‌های مکرر مواجه است، پراکندگی زیاد در واریانس خطاها قابل انتظار است. این شوک‌ها، مانند کاهش درآمدهای نفتی یا افزایش استقراض دولتی از بانک‌ها، باعث بی‌ثباتی در متغیرهای کلان مانند کسری بودجه و سرمایه‌گذاری خصوصی می‌شوند.

۳. پارامترهای h

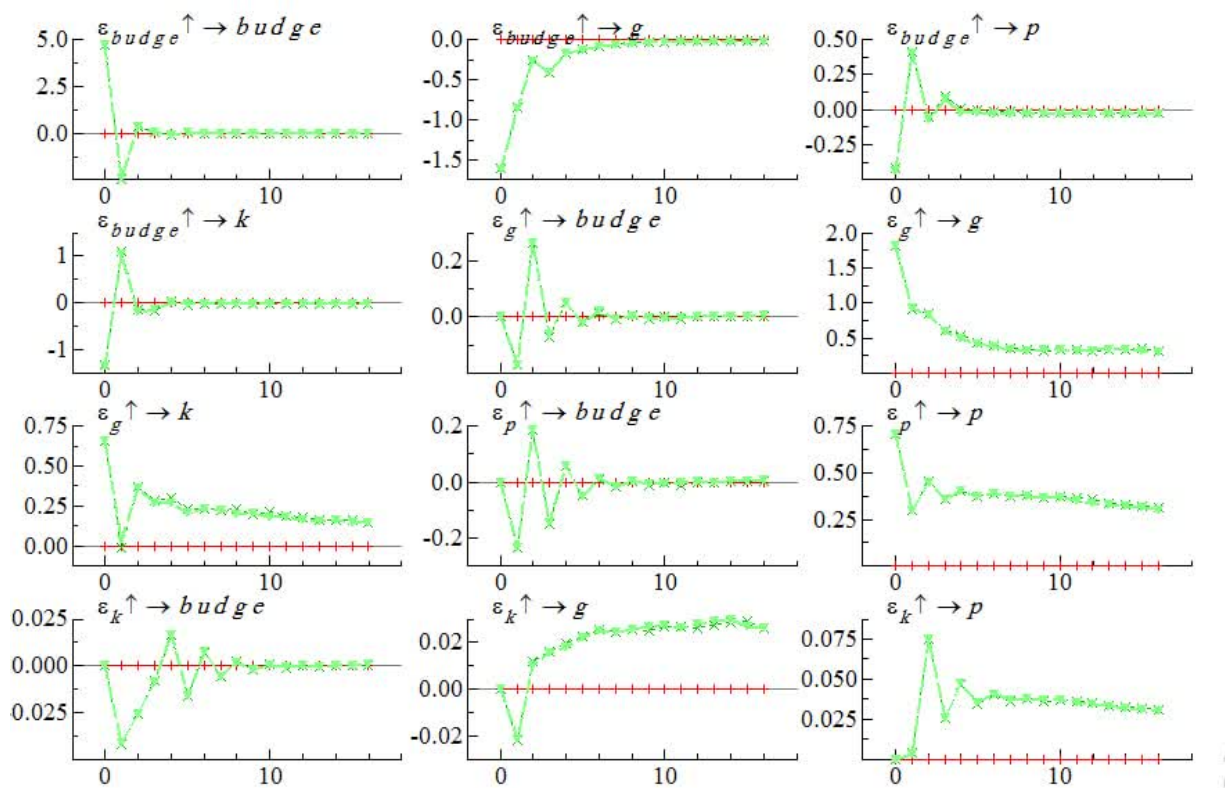
این پارامترها به واریانس‌های زمانی شوک‌ها (time-varying variances) اشاره دارند.

نمودارهای بالایی سمت راست متمرکز و نزدیک به صفر هستند (حدود ۰ تا ۰,۵)، که نشان می‌دهد تغییرات واریانس شوک‌ها در طول زمان محدود بوده و مدل از نظر پیش‌بینی قابل اعتماد است. نمودارهای میانی سمت راست پراکندگی زیادی دارند (بین ۰ تا ۱۰۰۰۰)، که باز هم ناهمسانی و تغییرات شدید در واریانس‌ها رو نشون می‌دهد. توزیع‌های اصلی پارامترها (نمودارهای پایینی) نیز بسیار متمرکز هستند که نشان‌دهنده معناداری آماری و دقت بالای مدل در تخمین روابط است. این تمرکز، اعتماد به نتایج توابع واکنش آنی (IRF) را تقویت می‌کند که در ادامه به بررسی واکنش آنی پرداخته می‌شود.

- تحلیل نتایج شوک‌های آنی:

قبل از ارائه شوک‌های آنی و بررسی روابط بین متغیرها لازم است همگرایی شوک‌ها مورد بررسی و آنالیز قرار بگیرد. همگرایی شوک‌های آنی (impulse responses) در تحلیل روش TVP-VAR از اهمیت بالایی برخوردار است، زیرا نشان‌دهنده پایداری و قابلیت اعتماد نتایج مدل در بررسی روابط دینامیک بین متغیرها، به‌ویژه در مطالعاتی مثل اثر ازدحام مالی در اقتصاد کلان ایران، است. همگرایی شوک‌های آنی (همگرایی شوک‌های آنی، که به بازگشت واکنش‌ها به صفر یا یک سطح پایدار در بلندمدت اشاره دارد، نشان‌دهنده ثبات روابط بین متغیرهای کسری بودجه، بدهی دولت به سیستم بانکی، بدهی بخش غیردولتی، و سرمایه‌گذاری خصوصی در اقتصاد ایران است. برای بررسی همگرایی شوک‌های آنی در این پژوهش، از تابع واکنش ضربه‌ای (Impulse Response Function - IRF) در مدل TVP-VAR استفاده شده است) نشان می‌دهد که مدل TVP-VAR به‌درستی تخمین زده شده و متغیرها (مثل g ، p ، k و budget) در یک سیستم پایدار قرار دارند. عدم همگرایی می‌تواند نشانه‌ای از مشکلات ساختاری مدل، مثل انتخاب نادرست متغیرها یا نادیده گرفتن روابط بلندمدت (مثل هم‌انباشتگی) باشد. در تحلیل ازدحام مالی، همگرایی واکنش‌ها (مثلاً کاهش p و k پس از شوک به budget و بازگشت تدریجی به حالت اولیه) نشان‌دهنده موقتی بودن اثر شوک‌ها و سازگاری با واقعیت‌های اقتصادی ایران است. اگر واکنش‌ها همگرا نباشند (مثلاً به‌طور مداوم افزایش یا کاهش پیدا کنند)، تفسیر اقتصادی نتایج (مثل شدت و مدت اثر ازدحام مالی) غیرواقعی و غیرقابل اعتماد خواهد بود. نمودار (پ-۲) همگرایی واکنش‌ها را نشان می‌دهد.

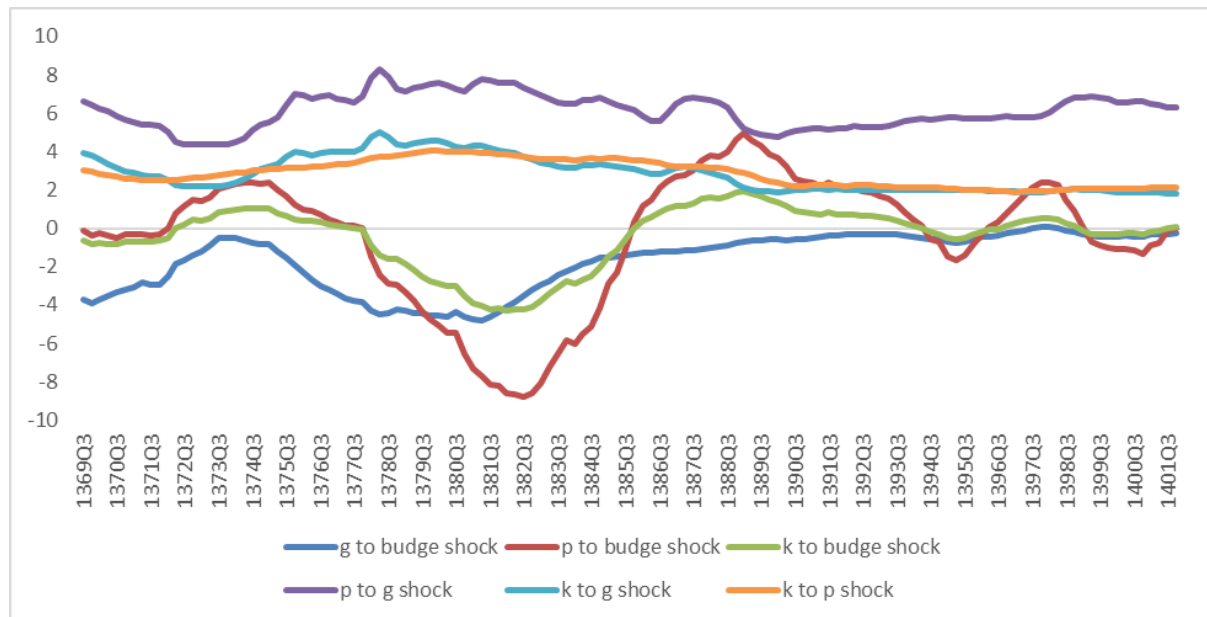
نمودار (پ-۲): بررسی همگرایی واکنش‌های آنی مدل تخمینی



مأخذ: محاسبات محقق

همگرایی به این معناست که واکنش متغیرها به شوک‌های مختلف در طول ۱۶ دوره به صفر یا یک سطح پایدار بازمی‌گردند، که نشان‌دهنده پایداری دینامیک‌های مدل و موقتی بودن اثرات شوک‌هاست. در تحلیل این نمودارها، همه واکنش‌ها به شوک‌های خودشان و سایر متغیرها همگرا هستند. بعد از تایید همگرایی به بررسی روابط بین متغیرها پرداخته می‌شود. در این مرحله ابتدا یک تصویر کلی از نتایج ارائه شده و سپس به بطور دقیق روابط بین متغیرها بصورت کامل و با جزئیات فراوان مورد تحلیل قرار می‌گیرد. نمودار (پ-۳) واکنش متغیرها به یکدیگر در طول دوره مورد بررسی یعنی فصل اول ۱۳۶۹ تا فصل چهارم ۱۴۰۱ مورد بررسی قرار گرفته است (برای نشان دادن واکنش متغیرها در هر فصل، مجموع واکنش در ۱۶ دوره محاسبه شده است).

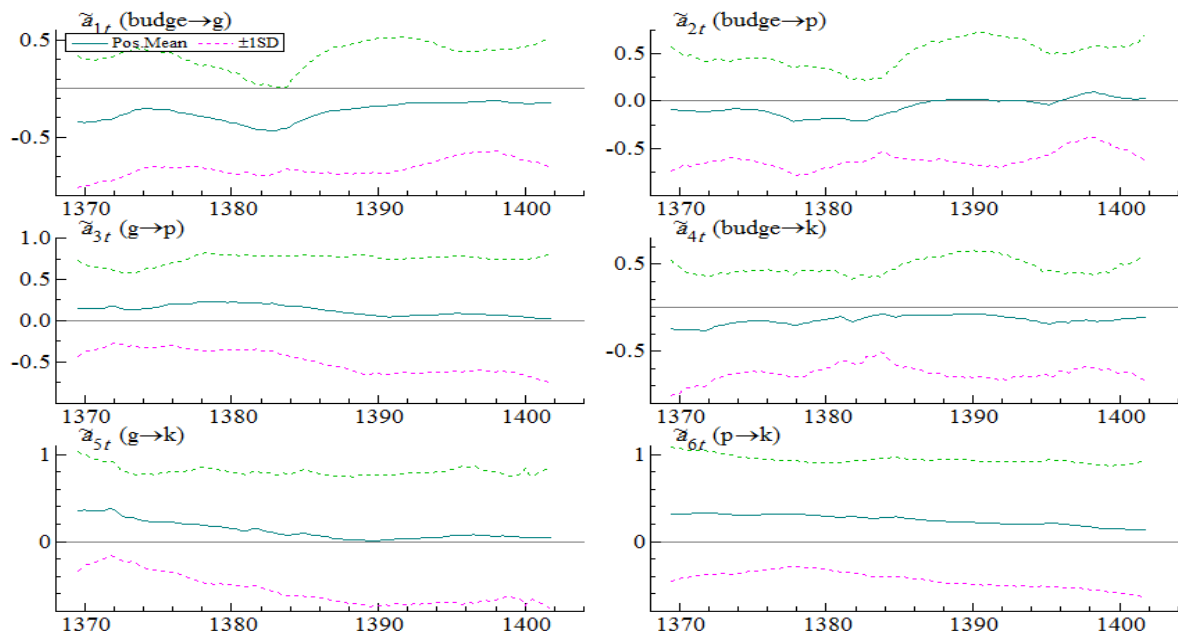
نمودار (پ-۳): واکنش آنی متغیرها در دوره ۱۳۶۹-۱۴۰۱

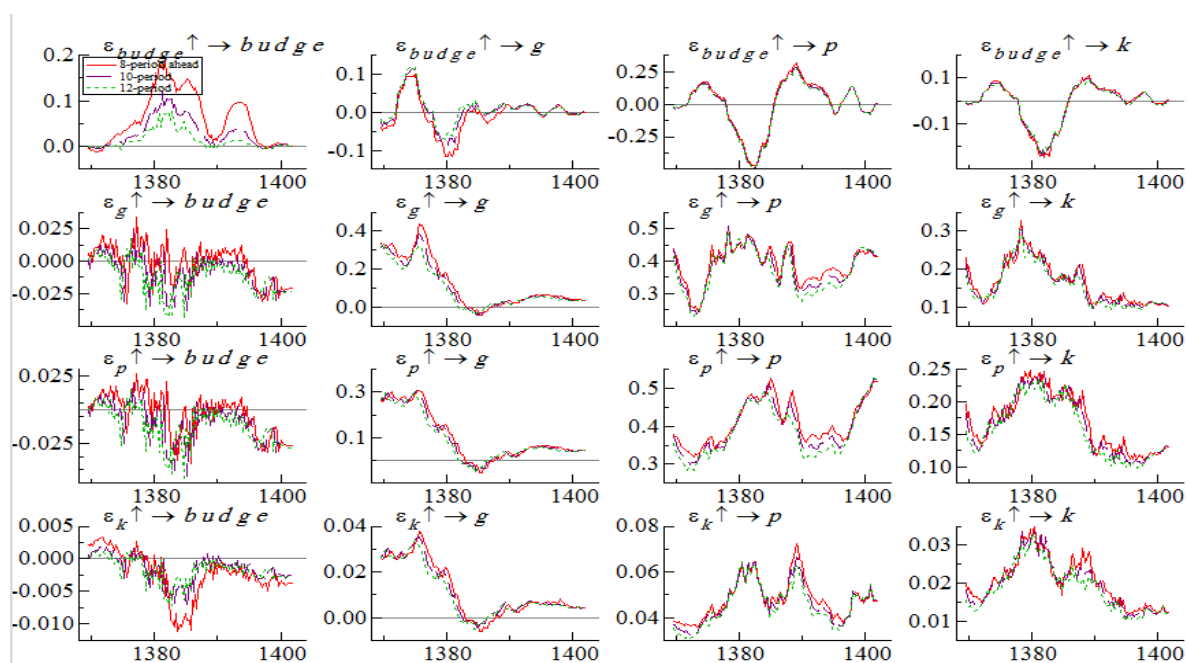
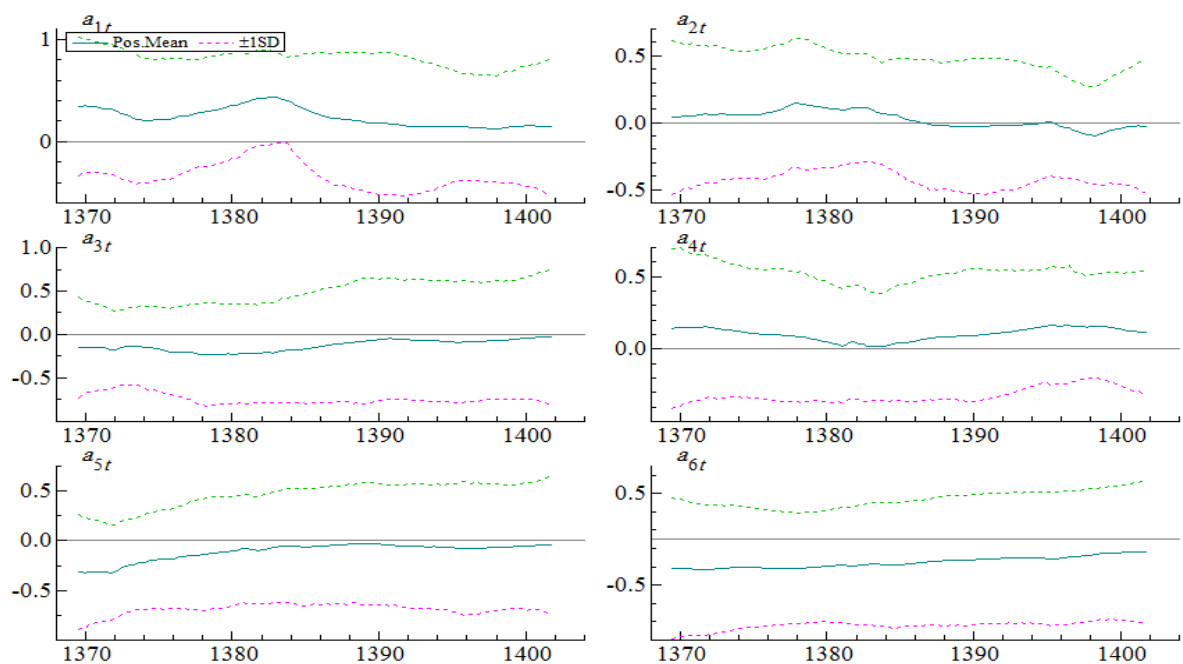


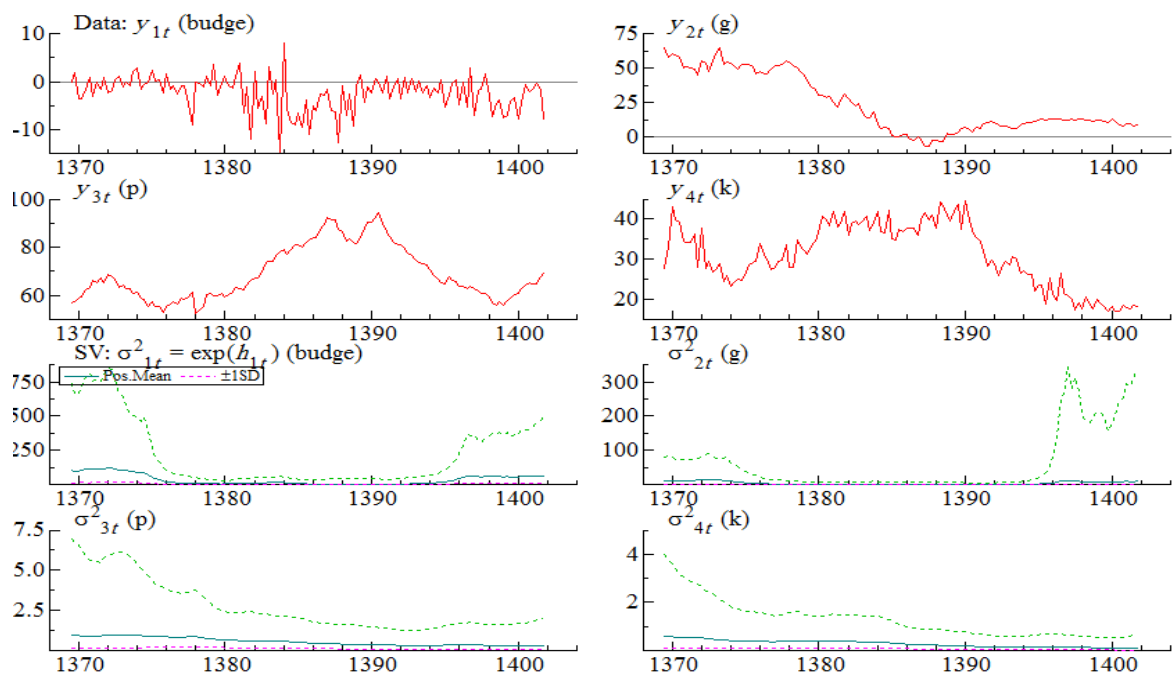
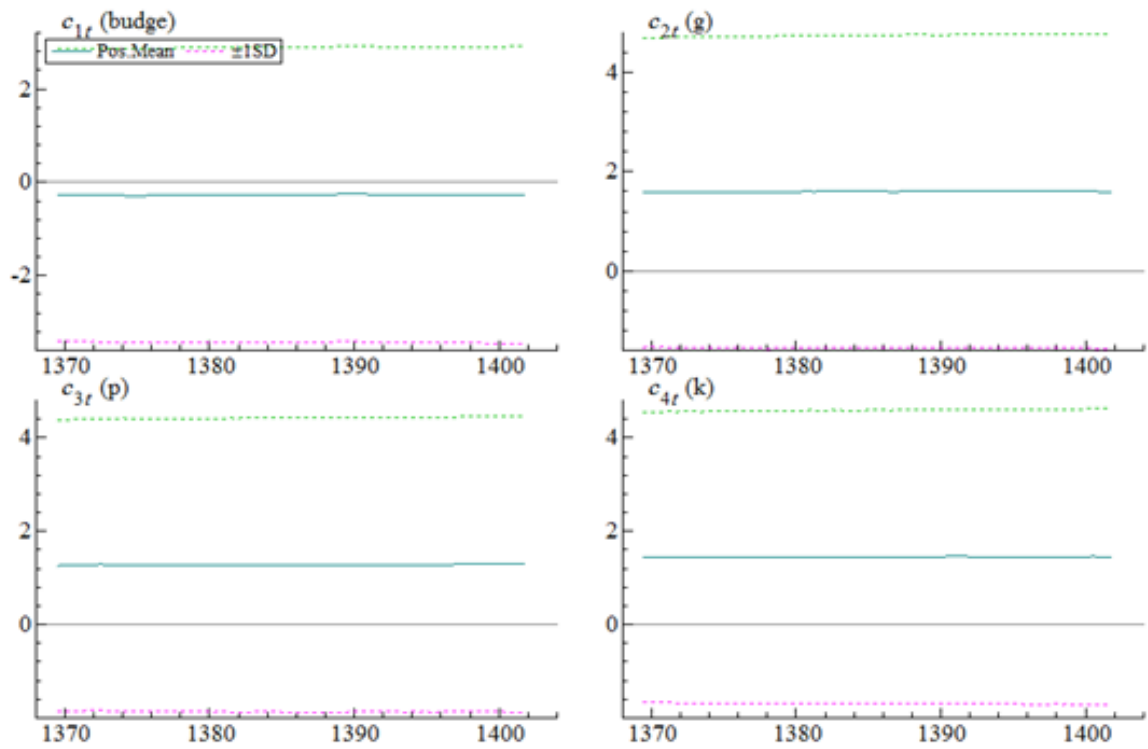
مأخذ: محاسبات محقق

در ادامه، خروجی‌های مربوط به تخمین مدل tvp-var نشان داده می‌شوند:

نمودار (پ-۴): خروجی‌های مربوط به تخمین tvp-var







مأخذ: محاسبات محقق