



بررسی رابطه بین مالی‌سازی و پس‌انداز ملی در ایران با استفاده از رویکرد داده‌ها با تواتر مختلف (میداس)

محمدحسن فطرس^۱

رضا معبودی^۲

زینب دره نظری^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۳/۰۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۱۲

چکیده

پژوهش حاضر با استفاده از رویکرد رگرسیونی داده‌ها با تواتر مختلف تاثیر مالی‌سازی بر پس‌انداز ملی را در ایران طی دوره زمانی ۱۳۶۷-۱۳۹۹ بررسی کرده است. نتایج نشان دادند مالی‌سازی تاثیر منفی و معنی‌داری بر پس‌انداز ملی دارد. همچنین رشد اقتصادی و نرخ بهره حقیقی تاثیر مثبت و معنی‌دار و نابرابری درآمد و بار تکفل تاثیر منفی و معنی‌داری بر پس‌انداز ملی دارند. واکاوی نتایج حاکی است در فرآیند مالی‌سازی همراه با فراهم شدن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و کسب عایدی در بازارهای مالی، مشارکت افراد و بنگاه‌های اقتصادی در بازارهای مالی افزایش می‌یابد. افزایش مشارکت در بازارهای مالی به دلیل انحراف سرمایه از بخش حقیقی به بخش مالی، کاهش سودآوری بخش حقیقی و به تبع آن کاهش درآمد بنگاه‌ها و افراد فعال در این بخش را در پی دارد. کاهش درآمد افراد و بنگاه‌های اقتصادی نیز پس‌انداز ملی را کاهش می‌دهد.

واژگان کلیدی: مالی‌سازی، پس‌انداز ملی، نابرابری درآمد، رشد اقتصادی، ایران.

Keywords: Financialization, National Saving, Income Inequality, Economic Growth, Iran.

JEL Classification: C30, E21, G10.

^۱. استاد گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه بوعلی سینا همدان

fotros@basu.ac.ir

^۲. استادیار گروه اقتصاد، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آیت‌الله‌العظمی بروجردی (ره) (نویسنده مسئول)

maaboudi@abru.ac.ir

^۳. کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آیت‌الله‌العظمی بروجردی (ره)

economic.nazari@gmail.com

۱- مقدمه

طی دهه‌های اخیر بازارها و نهادهای مالی در اقتصاد جهانی از موقعیت چشمگیری برخوردار شده‌اند؛ به نحوی که میزان سودآوری و درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری در بخش مالی نسبت به بخش غیر مالی افزایش پیدا کرده است. این در حالی است که با رونق و گسترش روز افزون بخش مالی، میزان بدهی کل در اقتصاد جهانی افزایش یافته است (فتحی و همکاران، ۲۰۱۳)^۱. در اقتصاد مالی از این پدیده تحت عنوان مالی‌سازی^۲ نام برده می‌شود. مالی‌سازی پدیده‌ای است که به رشد بخش مالی، افزایش عایدی بنگاه‌های غیر مالی در اثر فعالیت‌های مالی و مشارکت افراد در فعالیت‌های مالی با انگیزه کسب عایدی اشاره دارد. مالی‌سازی، بنگاه‌های بخش غیر مالی را تضعیف می‌نماید، رشد تقاضای کل را محدود می‌کند و توانایی دولت‌ها را در استفاده از ابزارهای سیاست‌گذاری برای ارتقاء اشتغال کامل، حمایت از رفاه و پیگیری توسعه اقتصادی کاهش می‌دهد (ایزوریتا و همکاران، ۲۰۱۸)^۳. از این روی، مالی‌سازی ارتباط تنگاتنگی با نقش بازارهای اعتباری و مالی در فرآیند رشد اقتصادی، نابرابری درآمد و بحران‌های بزرگ دارد و سبب افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری در بخش مالی می‌شود. افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری در بخش مالی نیز به افزایش سرمایه‌گذاری در این بخش منجر می‌گردد. از آن‌جا که سود حاصل از سرمایه‌گذاری مالی در فعالیت‌های تولیدی بنگاه‌ها یعنی در بخش حقیقی اقتصاد سرمایه‌گذاری نمی‌شود (دیویس و کیم، ۲۰۱۵)^۴، از یک سوی، به دلیل کاهش سرمایه‌گذاری در بخش حقیقی، تولید و رشد اقتصادی کاهش می‌یابد؛ از سوی دیگر با کاهش سودآوری بخش حقیقی دستمزد کاهش و نابرابری درآمد افزایش می‌یابد. شدت اثرگذاری مالی‌سازی بر توزیع درآمد به شرایط اقتصادی-اجتماعی، مقدار تولید بخش حقیقی و میزان سرمایه در بخش مالی وابسته است. بروز پدیده‌هایی مانند افزایش تورم و بیکاری، عدم ثبات اشتغال، کاهش امنیت شغلی و کاهش بیمه‌های اجتماعی باعث افزایش مشارکت در بازارهای مالی می‌شوند. از آن‌جا که پس‌انداز کل متأثر از رشد اقتصادی و میزان نابرابری درآمد است (اشمیت-هابل و سرون، ۲۰۰۰)^۵، پدیده مالی‌سازی از مجرای رشد اقتصادی و توزیع درآمد میزان پس‌انداز جامعه را تحت تاثیر قرار می‌دهد. اگرچه

1. Fathi (2013)

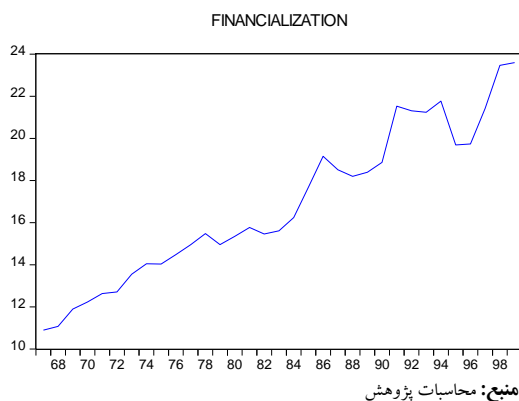
2. Financialization

3. Izurieta (2018)

4. Davis and Kim (2015)

5. Schmidt-Hebbel & Serven (2000)

تاثیر رشد اقتصادی بر پس انداز مثبت است؛ ولی تاثیر نابرابری درآمد بر پس انداز با توجه به ساختار اقتصادی، سطح درآمد و شرایط بازارهای مالی هر کشور متفاوت است (بوفینگر و شوئومایر، ۲۰۱۸)^۱. بنابراین تاثیر نهایی مالی سازی بر پس انداز نامشخص و به اثر خالص رشد اقتصادی و نابرابری درآمد بر پس انداز بستگی دارد. در این بین، بررسی وضعیت اقتصاد ایران نشان می دهد طی سال های اخیر نسبت ارزش افزوده بخش مالی به تولید ناخالص داخلی با رشد چشمگیری مواجه شده است. به نحوی که نسبت ارزش افزوده بخش مالی به تولید ناخالص داخلی از ۱۱/۰۷ درصد در سال ۱۳۶۸ به ۲۳/۴۷ درصد در سال ۱۳۹۸ رسیده و رشدی معادل با ۱۱۲/۰۱ درصد را تجربه کرده است.



نمودار ۱: نسبت ارزش افزوده بخش مالی به تولید ناخالص داخلی

با این وجود رشد پس انداز ملی از ۴۱/۵۱ درصد در سال ۱۳۶۸ به ۲/۴۵ درصد در سال ۱۳۹۸ رسیده و با کاهش شدیدی مواجه شده است. با توجه به افزایش شدید نسبت ارزش افزوده بخش مالی به تولید ناخالص داخلی و کاهش رشد پس انداز ملی، این پرسش مطرح می شود که آیا افزایش مشارکت افراد و بنگاه ها در بازارهای مالی به کاهش پس انداز ملی کشور منجر شده است؟ در ایران مطالعات اندکی در زمینه تاثیر مالی سازی بر متغیرهای اقتصادی در سطح خرد و کلان انجام شده است. علاوه بر این هیچ مطالعه ای در داخل و خارج از کشور به صورت تجربی تاثیر مالی سازی بر پس انداز را بررسی نکرده است. درک تاثیر مالی سازی بر پس انداز ملی به سیاست گذاران این امکان را می دهد که مزایا و معایب آزادسازی و گسترش بخش مالی در کشور را بررسی کنند و با اتخاذ راهکارهای مناسب جهت رفع نواقص بازارهای مالی، زمینه ارتقاء

^۱. Bofinger & Scheuermeyer (2018)

پس‌انداز ملی را فراهم نمایند. از این روی، بررسی تاثیر مالی‌سازی بر پس‌انداز ملی کشور مهم و ضروری است. با توجه به اهمیت موضوع، پژوهش حاضر به منظور پاسخ به پرسش فوق، با استفاده از رویکرد MIDAS^۱ تاثیر مالی‌سازی بر پس‌انداز ملی کشور را طی دوره زمانی ۱۳۶۷-۱۳۹۹ بررسی می‌کند.

در بخش دوم چارچوب نظری پژوهش در رابطه با مالی‌سازی و پس‌انداز بررسی می‌شود؛ روش‌شناسی پژوهش در بخش سوم معرفی می‌شود؛ بخش چهارم یافته‌های تجربی را تجزیه و تحلیل می‌کند؛ بخش پنجم نیز به نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات اختصاص دارد.

۲- چارچوب نظری پژوهش

مالی‌سازی مفهومی است که به افزایش نقش بازارها و نهادهای مالی در اقتصاد و نهادهای حاکم بر آن در سطح ملی و بین‌المللی اشاره دارد (اپستین، ۲۰۰۱)^۲. در بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته و نوظهور اقتصادی بروز بحران‌های مالی همراه با ایجاد حباب در بازار مسکن و بروز ورشکستگی‌های گسترده مالی ناشی از خلق مشتقات مالی باعث شد محققان در کنار شاخص‌های متعارف توسعه مالی از معیارهای جدیدتر مانند مالی‌سازی استفاده کنند (شین و لی، ۲۰۱۸)^۳. در نتیجه، بسیاری از محققان معتقدند مالی‌سازی ناشی از تغییرات در سیستم‌های پولی و مالی و فروپاشی سیستم برتون وودز^۴ است (براگا و همکاران، ۲۰۱۷)^۵. در این زمینه سوئیزی (۱۹۹۷)^۶ بیان می‌کند تناسب و تعاملات نظام سرمایه‌داری با کاهش نرخ رشد کل، گسترش جهانی شرکت‌های چندملیتی انحصاری و مالی‌سازی فرآیند انباشت سرمایه همراه گردید. با از بین رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران به منظور حفظ و گسترش سرمایه پولی خود به سفته‌بازی در دارایی‌های مختلف روی آوردند. موسسات مالی نیز به منظور برخورداری از این فرصت‌ها ابزارهای مالی جدید مانند انواع معاملات آتی و مشتقات را تهیه کردند که به تحول کیفی در نظام سرمایه‌داری منجر شد (فاستر، ۲۰۱۰)^۷.

1. Mixed Data Sampling (MIDAS)

2. Epstein (2001)

3. Shin & Lee (2018)

4. Bretton Woods

5. Braga (2017)

6. Sweezy (1997)

7. Foster (2010)

از این روی واژه مالی‌سازی برای اولین بار در دهه ۱۹۹۰ به صورت منظم مورد استفاده قرار گرفت. به طوری که فیلیپس (۱۹۹۴)^۱ مالی‌سازی را به عنوان شکاف طولانی بین واگرایی اقتصاد حقیقی و مالی تعریف کرد. در همان سال اریگی^۲ از مالی‌سازی برای تجزیه و تحلیل گذار مسلط بین‌المللی^۳ بهره برد (ورکلی، ۲۰۱۳)^۴.

ریشه مالی‌سازی به مطالعات اولیه اقتصاددانان سیاسی و نظریه‌پردازان مارکسیست بر می‌گردد. نظریه‌پردازان مارکسیست استدلال می‌کنند عدم وجود مکانیسم توزیع مجدد ثروت، تقاضای بازار را برای افزایش ظرفیت تولید بنگاه‌های انحصاری از بین می‌برد و سرمایه‌داری صنعتی پیشرفته با رکود طبیعی مواجه می‌شود. از آنجا که کاهش درآمد جمعیت، پاسخ‌گوی عرضه‌ی فزاینده تولیدات صنعتی نیست، طبقه رانت‌جو به طور فزاینده‌ای به فعالیت‌های مالی روی می‌آورد تا نرخ موجود انباشت ثروت را حفظ کنند. بنابراین سرمایه‌داری مالی به عنوان یک رژیم انباشت جایگزینی برای سرمایه‌داری صنعتی مطرح می‌شود (دیویس و کیم، ۲۰۱۵). نظریه‌های اقتصاد متعارف با بیان این که گسترش بازارهای مالی سبب افزایش کارایی اقتصادی و بهبود تخصیص منابع می‌شوند، نقش مهمی در ارتقا و گسترش مالی‌سازی دارند (پالی، ۲۰۰۷)^۵. بر پایه مدل‌های نئوکلاسیکی، مالی‌سازی از طریق تاثیر بر بهره‌وری کل عوامل تولید رشد اقتصادی را متاثر می‌سازد. در واقع بازارهای مالی از طریق انتخاب سرمایه‌گذاری‌های مولد به افزایش بهره‌وری کل عوامل تولید منجر می‌شود؛ افزایش بهره‌وری نیز با افزایش رشد اقتصادی همراه است (برنال، ۲۰۱۶)^۶. در الگوی کینزی با افزایش سود حاصل از سرمایه‌گذاری در بخش مالی از یک سوی مصرف افزایش می‌یابد و از سوی دیگر بخشی از سرمایه بخش حقیقی به بخش مالی منتقل می‌شود. در صورتی که میزان افزایش مصرف بیشتر از کاهش سرمایه‌گذاری باشد، رشد اقتصادی افزایش می‌یابد. در غیر این صورت رشد اقتصادی با کاهش مواجه می‌گردد (بهادوری، ۲۰۱۱)^۷. الگوهای پساکینزی با تکیه بر سود و بهره بخش مالی، به تاثیر مالی‌سازی بر اقتصاد تاکید دارند. افزایش سود و عایدی در بخش مالی به افزایش نابرابری درآمدی منجر می‌شود و با افزایش تفاوت

1. Phillips (1994)

2. Arrighi

3. Analysis of International Hegemonic Transition

4. Vercelli (2013)

5. Palley (2007)

6. Bernal (2016)

7. Bhaduri (2011)

عایدی در بخش مالی و بخش حقیقی اقتصاد، اگر سرمایه از بخش‌های مولد و تولیدی به بخش غیر مولد منتقل شود، مالی‌سازی اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد. در این حالت، مالی‌سازی با تضعیف کارکرد سرمایه‌گذاری به کاهش تولید منجر می‌شود. بنابراین، عملکرد ضعیف بخش حقیقی اقتصاد ناشی از گسترش بخش مالی است (لپاویتساس، ۲۰۱۱)^۱.

۲-۱- تاثیر مالی‌سازی بر نابرابری درآمد

مالی‌سازی به دلیل افزایش درآمد فعالان در بازار مالی و محروم شدن افرادی که خارج از این بازار قرار دارند، می‌تواند به بدتر شدن توزیع درآمد جامعه منجر می‌شود. مجراهای مختلفی برای اثرگذاری مالی‌سازی بر توزیع درآمد وجود دارد که تابعی از ویژگی‌ها و خصوصیات اقتصادی-اجتماعی هستند. بر مبنای مجرای اول، وجود انگیزه سفته‌بازی در بخش مالی باعث می‌شود بنگاه‌ها با تغییر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و تجاری میزان بکارگیری سرمایه در بخش حقیقی اقتصاد را کاهش دهند. در دوره‌های آتی کاهش مستمر سود در بخش حقیقی اقتصاد منجر به اثر برون‌رانی^۲ سرمایه‌گذاری از بخش حقیقی اقتصاد به بخش مالی می‌شود. پی‌آمد این استراتژی کاهش تولید و اشتغال در بخش حقیقی و در نهایت افزایش نابرابری درآمدی است (توماسکوویچ-دیوی و لین، ۲۰۱۳)^۳. مجرای دوم سود حاصل از سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های مالی را به عنوان یکی دیگر از عوامل اثرگذار بر نابرابری درآمد معرفی می‌کند؛ افرادی که برای سرمایه‌گذاری دارایی‌های مازاد دارند از بازده فزاینده‌ای برخوردارند؛ در مقابل افرادی که نمی‌توانند به این بازارها پیوندند از این بازدهی محروم می‌شوند (دیویس و کیم، ۲۰۱۵). بر اساس مجرای سوم مالی‌سازی از طریق گسترش حداکثرسازی ارزش سهامداران بر نابرابری درآمد اثرگذار است. از آن‌جا که ارزش سهامداران و قیمت سهام به کانون توجه مدیریت بنگاه‌ها تبدیل شده است، سهم زیادی از منابع سود به سهامداران و سهم اندکی از آن به نیروی کار اختصاص می‌یابد. از این رو توزیع درآمد جامعه بدتر می‌شود. مجرای چهارم افزایش اندازه بخش مالی در اقتصاد است. گسترش بخش مالی نسبت به سایر بخش‌ها به افزایش درآمد مدیران و نیروی کار شاغل در بخش مالی منجر می‌گردد و از این طریق نابرابری درآمد را افزایش می‌دهد (شین و لی، ۲۰۱۸). بر اساس مجرای پنجم رشد و توسعه بازار سهام نیز می‌تواند توزیع درآمد جامعه را تغییر دهد. ورود سرمایه‌گذاران با سرمایه

1. Lapavitsas (2011)

2. Crowding Out

3. Tomaskovic-Devey & Lin (2013)

بالا به بازار سهام در زمانی که بازار در ابتدای مرحله رشد قرار دارد سبب افزایش منافع در بازار سهام می‌شود. افراد با موجودی سرمایه پایین با وقفه رشد بازار سهام را مشاهده می‌کنند و زمانی وارد بازار سهام می‌شوند که بازار در مراحل انتهایی رشد است؛ در نتیجه این افراد با ضرر مالی مواجه می‌شوند. از این روی، نابرابری درآمدی به علت تفاوت زیاد درآمد بین افراد افزایش می‌یابد (کاس، ۲۰۱۲)^۱. در نهایت سیاست‌های تامین مالی دولت و همچنین گسترش و بسط بازارهای بین‌المللی از جمله مجراهایی هستند که بسته به شدت تغییرات سرمایه توزیع درآمد جامعه را تحت تاثیر قرار می‌دهند.

۲-۲- تاثیر مالی‌سازی بر رشد اقتصادی

تاثیر مالی‌سازی بر رشد اقتصادی به مجرای بستگی دارد که از طریق آن تولید تحت تاثیر قرار می‌گیرد. سرمایه‌گذاری یکی از مجراهای اثرگذاری مالی‌سازی بر رشد اقتصادی است. بازارهای مالی با کاهش هزینه معاملات، متنوع کردن سبد دارایی و کاهش ریسک می‌توانند نوسانات ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت را کاهش دهند و نقدینگی مورد نیاز سرمایه‌گذاران را فراهم کنند. بنابراین، بازارهای مالی به سرمایه‌گذاران و بنگاه‌ها این امکان را می‌دهند تا با تخصیص بهینه سرمایه رشد اقتصادی را ارتقا دهند (برنال، ۲۰۱۶).^۲ اما، بنگاه‌های اقتصادی می‌توانند منابع خود را در بخش حقیقی و مالی اقتصاد سرمایه‌گذاری کنند. اگر در فرآیند مالی‌سازی میزان سودآوری بخش مالی افزایش یابد، بازدهی سرمایه‌گذاری در بخش مالی بیشتر از بخش حقیقی خواهد بود؛ در نتیجه بنگاه‌ها بودجه بیشتری به سرمایه‌گذاری در بخش مالی اختصاص می‌دهند. با توجه به محدودیت منابع افزایش سرمایه‌گذاری در یک بخش با کاهش سرمایه‌گذاری در بخش دیگر همراه است. از این روی فرآیند مالی‌سازی به کاهش انباشت سرمایه در بخش حقیقی منجر می‌شود که به دنبال آن سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی نیز کاهش می‌یابد (احمدی حاجی‌آبادی، ۲۰۱۶)^۳. از سوی دیگر، مطابق الگوهای پساکینزی در فرآیند مالی‌سازی افزایش پرداخت‌های مالی از جمله بهره و سود سهام به سهامداران به کاهش وجوه برای پروژه‌های تولیدی بلندمدت منجر می‌شود و از طریق کاهش انباشت سرمایه رشد اقتصادی را کاهش می‌دهد (باراداس، ۲۰۱۷)^۳. نابرابری درآمدی مجرای دوم اثرگذاری مالی‌سازی بر رشد اقتصادی است. مالی‌سازی از طریق

1. Kus (2012)

2. Ahmadi Hajiabadi (2016)

3. Barradas (2016)

افزایش سود بخش مالی و همچنین، افزایش دستمزد مدیران به کاهش دستمزد نیروی کار و بدتر شدن توزیع درآمد منجر می‌شود. با فرض تفاوت در میل نهایی به مصرف گروه‌های مختلف اقتصادی، مالی‌سازی بدلیل توزیع مجدد درآمد با تاثیر بر مصرف، رشد اقتصادی را تحت تاثیر قرار می‌دهد (هین و وانتریک، ۲۰۰۷)^۱. در این فرآیند، اگر میزان افزایش در مصرف بدلیل افزایش عایدی و سود سهام (اثر ثروت) کاهش مصرف ناشی از نابرابری درآمد کارگران را جبران کند، رشد اقتصادی افزایش می‌یابد و بالعکس (هین و وانتریک، ۲۰۱۰).

۲-۳- تاثیر مالی‌سازی بر پس‌انداز

پژوهش‌های مختلفی به تاثیر مالی‌سازی بر پس‌انداز اشاره کرده‌اند. هین و وانتریک (۲۰۰۷) با استفاده از مدل رشد و توزیع درآمد پسا‌کینزی نشان می‌دهند در فرآیند مالی‌سازی بخشی از سود بنگاه به عنوان سود انباشته پس‌انداز و بخش دیگری از آن به عنوان بهره و سود تقسیمی به خانوارها پرداخت می‌شود. افزایش نرخ بهره و سود تقسیمی، بخشی از درآمد بنگاه‌ها را به خانوارها انتقال می‌دهد. از آن‌جا که میل نهایی به پس‌انداز خانوارها کمتر از میل نهایی به پس‌انداز بنگاه‌ها است، با انتقال درآمد از بنگاه‌ها به خانوارها پس‌انداز کل کاهش می‌یابد. اسکات و ریو (۲۰۰۷)^۲ با بررسی فرآیند مالی‌سازی نشان می‌دهند مالی‌سازی با افزایش نرخ بهره، افزایش سود سهام و کاهش در نرخ انتشار سهام جدید همراه است. با توجه به مدل رشد هارودی افزایش سود سهام، افزایش نرخ بهره و کاهش در نرخ انتشار سهام جدید به کاهش پس‌انداز منجر می‌شوند. در نتیجه مالی‌سازی تاثیر منفی بر پس‌انداز کل دارد. انگک (۲۰۱۰)^۳ بیان می‌کند مقررات‌زدایی مالی از طریق کاهش محدودیت‌های اعتباری، انگیزه فعالان اقتصادی برای پس‌انداز را کاهش می‌دهد. بهادوری (۲۰۱۱) به منظور بررسی فرآیند مالی‌سازی با استفاده از نظریه کینزی بیان می‌کند مصرف کل تابعی از درآمد، سود سرمایه و بدهی است. درآمد و سود سرمایه تاثیر مثبت و بدهی تاثیر منفی بر مصرف دارند. در نتیجه فرآیند مالی‌سازی با افزایش سود سرمایه، مصرف را افزایش می‌دهد. از آن‌جا که درآمد کل به دو قسمت مصرف و پس‌انداز تقسیم می‌شود، با افزایش مصرف، پس‌انداز کل کاهش می‌یابد. همچنین با توجه به تعادل سرمایه‌گذاری و پس‌انداز سود حاصل از فرآیند مالی‌سازی از طریق تاثیر بر مجرای q -تویین به انحراف سرمایه‌گذاری از بخش

1. Hein & Van Treeck (2007)

2. Skott & Ryo (2007)

3. Ang (2010)

حقیقی به بخش مالی منجر می‌شود و سرمایه‌گذاری و به تبع آن پس انداز را کاهش می‌دهد. گانگور و همکاران (۲۰۱۴)^۱ معتقد هستند محدودیت استقراض برای خانوارها و بنگاه‌ها باعث می‌شود خانوارها بخشی از درآمد خود را از طریق کاهش سطح مصرف جاری، پس انداز نمایند. اما، سیستم‌های مالی با کاهش محدودیت‌های اعطای اعتبار توسط بانک‌ها و سایر واسطه‌گری‌های مالی، به کاهش محدودیت استقراض خانوار و بنگاه‌ها منجر می‌گردند. کاهش محدودیت استقراض و افزایش دسترسی به اعتبار با کاهش پس انداز همراه است. دیتزر (۲۰۱۶)^۲ بر اساس نظریه کینزی بیان می‌کند در فرآیند مالی سازی تغییر توزیع درآمد به نفع ثروتمندان منجر به افزایش درآمد آن‌ها و کاهش درآمد افراد کم درآمد می‌شود. افزایش درآمد ثروتمندان با میل نهایی به پس انداز بالا مصرف را کاهش و پس انداز را افزایش می‌دهد. با این وجود با کاهش درآمد خانوارهای کم درآمد پس انداز به منظور حفظ سطح فعلی مصرف کاهش می‌یابد. در نتیجه تاثیر مالی سازی بر پس انداز به برآیند نیروهای فوق بستگی دارد. بوگدان و لوماکویچ (۲۰۲۱)^۳ معتقدند در فرآیند مالی سازی به دلیل انباشت سرمایه مالی تحریف شده در سراسر جهان، بی‌ثباتی سیستم مالی تشدید و پس انداز و سرمایه‌گذاری مختل شده است. بنابراین، مالی سازی در میان مدت و بلندمدت با افزایش نااطمینانی در بازارهای مالی، ظهور سیکل‌های رونق و رکود در بازارهای مالی و استفاده نامولد بخشی از پس انداز جامعه با کاهش سرمایه‌گذاری در بخش حقیقی اقتصاد همراه است.

در پژوهش حاضر به منظور بررسی تاثیر مالی سازی بر پس انداز از الگوی اناران و همکاران (۲۰۱۱)^۴ استفاده می‌شود که مبتنی بر مدل پسا کینزی است. در الگوی اناران و همکاران (۲۰۱۱) تنها تاثیر مالی سازی بر تقاضای کل در نظر گرفته می‌شود؛ اما، در پژوهش حاضر الگوی اناران و همکاران (۲۰۱۱) با لحاظ تاثیر مالی سازی بر پس انداز بسط می‌یابد. برای بررسی این موضوع تابع مصرف (۱) را در نظر بگیرید که از سه جزء شامل مصرف مستقل، مصرف به علت درآمد و مصرف به علت سود حاصل از سرمایه‌گذاری در بازار مالی تشکیل شده است.

$$C = c_0 + c_w Y + (c_\pi - c_w) \pi Y \quad (1)$$

1. Gungor (2014)

2. Detzer (2016)

3. Bogdan & Lomakovych (2021)

4. Onaran (2011)

در معادله (۱) C تابع مصرف، c_0 مصرف مستقل، c_w میل نهایی به مصرف بواسطه دستمزد، c_π میل نهایی به مصرف در اثر سود و Y درآمد را نشان می‌دهند. R سود حاصل از سرمایه‌گذاری در بازار مالی و π نسبت سود به درآمد است که به صورت $\pi = \frac{R}{Y}$ تعریف می‌شود. از آنجا که c_w بزرگتر از c_π است، تاثیر سود بر مصرف منفی است. به بیان دیگر تولید کل به صورت دستمزد و سود بین سرمایه و نیروی کار تقسیم می‌شود. در فرآیند مالی‌سازی، افزایش سهم سود از تولید باعث می‌شود سهم دستمزد از تولید کاهش یابد. از آنجا که میل نهایی به مصرف بواسطه دستمزد بیشتر از میل نهایی به مصرف در اثر سود است، با کاهش دستمزد، مصرف کاهش می‌یابد. بنابراین، اولین تاثیر مالی‌سازی بر مصرف از طریق توزیع مجدد درآمد ایجاد می‌شود. پارامتر π_r سهم درآمد حاصل از فعالیت مالی را به صورت نسبتی از تولید ناخالص داخلی نشان می‌دهد. اثر دوم مالی‌سازی بر مصرف از طریق اثر ثروت^۱ ایجاد می‌شود. سود به دو بخش سود حاصل از مشارکت در بخش مالی و سود حاصل از مشارکت در بخش غیر مالی تقسیم می‌شود. اگر π_{nr} سهم سود حاصل از بخش غیر مالی، $c_{\pi nr}$ میل نهایی به مصرف ناشی از درآمد بخش غیر مالی، $c_{\pi nr}$ میل نهایی به مصرف به واسطه درآمد حاصل از بخش مالی، FW ثروت مالی خالص، و HW ثروت ناخالص مسکن خانوارها (افزایش ثروت خانوار به دلیل افزایش قیمت مسکن) باشد، با فرض $c_{\pi r} > c_{\pi nr}$ فرم گسترش یافته تابع مصرف به صورت معادله (۲) قابل بازنویسی است.

$$C = c_0 + c_w Y + (c_{\pi r} - c_w) \pi_r Y + (c_{\pi nr} - c_w) \pi_{nr} Y + c_{FW} FW + c_{HW} HW \quad (2)$$

در معادله (۲) سود به دو بخش سود بخش مالی و بخش غیر مالی تفکیک شده است. c_{HW} میل نهایی به مصرف بواسطه ثروت مالی خالص و c_{FW} میل نهایی به مصرف در اثر ثروت ناخالص مسکن خانوار را نشان می‌دهد. با افزایش FW و HW مصرف کل افزایش می‌یابد. اما با توجه به اثر ثروت انتظار می‌رود $c_{HW} > c_{FW}$. معادله مهم دوم سرمایه‌گذاری است که از سه جزء مستقل (ثابت)، القایی و سرمایه‌گذاری به علت سود فعالیت مالی تشکیل می‌شود. ضرایب در معادله (۳) همگی مثبت هستند.

$$I = i_A + i_Y Y + i_\pi \pi \quad (3)$$

^۱ اثر ثروت به افزایش مصرف ناشی از افزایش ارزش دارایی‌های مالی در زمان رونق بازار مالی اشاره دارد.

اگر سود به دو قسمت یعنی سود حاصل از فعالیت مالی و غیر مالی تفکیک شود، تابع سرمایه گذاری به صورت رابطه (۴) بازنویسی می‌شود.

$$I = i_A + i_Y Y + i_{\pi nr} \pi_{nr} + i_{\pi r} \pi_r \quad (۴)$$

$i_{\pi nr}$ مثبت و $i_{\pi r}$ منفی است. همچنین فرض بر این است ضریب π_{nr} بیشترین تاثیر را بر π دارد. در نهایت تاثیر تغییرات سهم سود بر تقاضای کل خصوصی به سه عامل مصرف، سرمایه گذاری و خالص صادرات بستگی دارد. اگر از تابع تقاضای خصوصی نسبت به سود مشتق گرفته شود تاثیر تغییرات درآمد نسبت به تغییرات سود محاسبه می‌شود که توسط معادله (۵) نشان داده می‌شود.

$$\frac{\partial Y}{\partial \pi} = (c_{\pi nr} - c_w) \frac{\pi_{nr}}{\pi} + (c_{\pi r} - c_w) \frac{\pi_r}{\pi} + i_{\pi nr} \frac{\pi_{nr}}{\pi} + i_{\pi r} \frac{\pi_r}{\pi} + \frac{\partial NX}{\partial \pi} \quad (۵)$$

میزان مازاد تقاضای خصوصی است و تابعی از تغییرات سه جزء مصرف، سرمایه گذاری و خالص صادرات است. در واقع، $(c_{\pi nr} - c_w) \frac{\pi_{nr}}{\pi} + (c_{\pi r} - c_w) \frac{\pi_r}{\pi} < 0$ ، $i_{\pi nr} \frac{\pi_{nr}}{\pi} > 0$ ، علامت مشتق فوق نامشخص است. در صورتی که $i_{\pi r} \frac{\pi_r}{\pi} < 0$ و $\frac{\partial NX}{\partial \pi} > 0$ است. از این رو، علامت مشتق فوق نامشخص است. در صورتی که علامت مشتق فوق مثبت باشد از آن تحت عنوان رژیم تقاضای ناشی از سود و در صورتی که منفی باشد رژیم تقاضای ناشی از دستمزد نام برده می‌شود. تاثیر توزیع مجدد درآمد به نفع سود حاصل از فعالیت‌های مالی در رابطه (۶) نشان داده می‌شود:

$$\left. \frac{\partial Y}{\partial \left(\frac{\pi_r}{\pi} \right)} \right|_{\bar{\pi}} = -(c_{\pi nr} - c_w) \frac{\pi_{nr}}{\pi} + (c_{\pi r} - c_w) \frac{\pi_r}{\pi} + i_{\pi nr} \frac{\pi_{nr}}{\pi} + i_{\pi r} \frac{\pi_r}{\pi} \quad (۶)$$

با توجه به رابطه (۶) تاثیر توزیع مجدد درآمد حاصل از فرآیند مالی سازی بر سرمایه گذاری منفی است. در صورتی که $\left| (c_{\pi r} - c_w) \frac{\pi_r}{\pi} \right| > (c_{\pi nr} - c_w) \frac{\pi_{nr}}{\pi}$ تاثیر توزیع مجدد بر مصرف مثبت است. چنانچه تاثیر مثبت توزیع مجدد درآمد بر مصرف بیشتر از تاثیر منفی بر سرمایه گذاری باشد، تقاضای کل افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر تاثیر توزیع مجدد درآمد بر تقاضا انبساطی می‌شود.

اگر $\left| (c_{\pi r} - c_w) \frac{\pi_r}{\pi} + i_{\pi nr} \frac{\pi_{nr}}{\pi} + i_{\pi r} \frac{\pi_r}{\pi} \right| < (c_{\pi nr} - c_w) \frac{\pi_{nr}}{\pi}$ توزیع مجدد درآمد به نفع سود حاصل از فعالیت‌های مالی تقاضای خصوصی را کاهش می‌دهد. به بیان دیگر توزیع

مجدد درآمد تاثیر انقباضی بر تقاضا دارد. از آن‌جا که پس‌انداز تابعی مستقیم از درآمد قابل تصرف است، تغییرات پس‌انداز نیز تابعی از تغییرات درآمد کل خصوصی است. از این رو، مالی‌سازی از طریق اجزای تقاضای کل به تغییر پس‌انداز منجر می‌شود.

۲-۴- پیشینه پژوهش

پژوهش‌های مختلفی در زمینه تاثیر مالی‌سازی بر متغیرهای اقتصادی صورت گرفته‌اند که در سه گروه قابل بررسی هستند. گروه اول شامل پژوهش‌هایی است که تاثیر مالی‌سازی بر نابرابری درآمد را بررسی کرده‌اند. در این راستا کاس (۲۰۱۲) رابطه بین مالی‌سازی و نابرابری درآمد در ۲۰ کشور توسعه‌یافته را طی دوره زمانی ۱۹۹۵-۲۰۰۷ بررسی کرد. وی دریافت در فرآیند مالی‌سازی عدم موفقیت اتحادیه‌های کارگری در حمایت از کارگران به افزایش نابرابری درآمد منجر شده است. علاوه بر این تاثیر مالی‌سازی بر نابرابری درآمد در کشورهای با تراکم پایین اتحادیه‌ها بیشتر از سایر کشورها است. توماسکوویچ-دیوی و لین (۲۰۱۳) ارتباط بین مالی‌سازی و نابرابری درآمد را در ایالات متحده طی دوره زمانی ۲۰۰۸-۱۹۷۰ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها نشان می‌دهند افزایش وابستگی به درآمد حاصل از مجراهای مالی از طریق کاهش قدرت چانه‌زنی کارگران، با کاهش سهم دستمزد کارگران از درآمد و افزایش پاداش مدیران همراه است. گودچوت (۲۰۱۶)^۱ با تعریف مالی‌سازی به عنوان یک پدیده بازسازی، تاثیر انواع مختلف مالی‌سازی شامل رشد بخش مالی و رشد زیرمجموعه‌های بخش مالی از جمله رشد بازارهای مالی، مالی‌سازی شرکت‌های غیر مالی و مالی‌سازی خانوار بر توزیع درآمد در ۱۸ کشور توسعه‌یافته طی دوره زمانی ۲۰۱۱-۱۹۷۰ را بررسی کرد. وی ابتدا نشان می‌دهد سهم بخش مالی از تولید ناخالص داخلی مهم‌ترین عامل افزایش نابرابری جهانی است. سپس با تجزیه مالی‌سازی به بخش‌های مختلف بیان می‌کند مهم‌ترین عامل افزایش نابرابری نسبت تعداد سهام معامله شده در بورس‌های ملی و تعداد سهام نگهداری شده در دارایی‌های بانکی است و مالی‌سازی بنگاه‌های غیر مالی تاثیری بر نابرابری ندارد. گلبیوسکی و همکاران (۲۰۱۶)^۲ ضمن بررسی تاثیر مالی‌سازی بر نابرابری درآمد، تفاوت بین وقوع پدیده مالی‌سازی را در ۷ کشور مختلف اروپایی طی دوره زمانی ۲۰۱۳-۲۰۰۴ بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد نابرابری درآمد عمدتاً تحت تاثیر عوامل خاص هر کشور است. مهم‌ترین نکته در این پژوهش بکارگیری یک شاخص مصنوعی برای اندازه‌گیری

1. Godechot (2016)

2. Golebiowski (2016)

مالی‌سازی است که نشان می‌دهد سطح مالی‌سازی در کشورهای اروپایی عضو G7 بیشتر از کشورهای اروپای شرقی و مرکزی است. هاید و همکاران (۲۰۱۷)^۱ با بررسی تاثیر هم‌زمان مالی‌سازی و جهانی‌شدن بر نابرابری درآمد، تفکیک مالی‌سازی به سه بعد اشتغال در امور مالی، بیمه املاک و مستغلات، گسترش اعتباری و بحران‌های مالی و تفکیک نابرابری درآمد به سه بخش نابرابری درآمد ناشی از بازار، توزیع مجدد و دخالت دولت محدودیت‌های پژوهش‌های قبلی را رفع می‌کنند. آن‌ها نشان می‌دهند مالی‌سازی نابرابری ناشی از بازار و دخالت دولت را افزایش می‌دهد. نتایج برای نابرابری ناشی از توزیع مجدد متفاوت است. به طوری که نابرابری ناشی از توزیع مجدد به وسیله گسترش اعتباری کاهش و با بحران مالی افزایش می‌یابد. شین و لی (۲۰۱۹) تاثیر مالی‌سازی و توسعه مالی بر نابرابری درآمد در کشورهای پیشرفته طی دوره زمانی ۲۰۱۴-۱۹۷۱ را بررسی کردند. بر اساس نتایج حاصل از پژوهش تنها سهم درآمد توزیع شده بنگاه‌ها منجر به افزایش نابرابری درآمد می‌شود. به بیان دیگر عامل افزایش مالی‌سازی تمایل به کسب سود توسط بنگاه‌های غیر مالی است. اما توسعه مالی تاثیری بر نابرابری درآمد ندارد. ازدمیر (۲۰۲۰)^۲ با بررسی تاثیر مالی‌سازی بر نابرابری درآمد در ۹۷ کشور طی دوره زمانی ۲۰۱۴-۱۹۹۱ بیان می‌کند افزایش روابط و معاملات مالی عوامل مهم در افزایش نابرابری محسوب می‌شوند. ویتا و لیو (۲۰۲۰)^۳ در راستای بررسی تاثیر مالی‌سازی بر نابرابری درآمد در ۳۳ کشور طی دوره زمانی ۲۰۱۵-۱۹۹۶، مالی‌سازی را به سه بخش مالی‌سازی بخش مالی، مالی‌سازی بخش غیر مالی و مالی‌سازی خانوار تقسیم می‌کنند. آن‌ها نشان می‌دهند از بین سه بعد مالی‌سازی تنها مالی‌سازی خانوار تاثیر مثبت و معنی‌داری بر نابرابری درآمد دارد. به بیان دیگر پیوند بین مالی‌سازی و نابرابری درآمد ناشی از بدهی خانوار است. علی‌رغم فراگیر بودن مالی‌سازی هزینه‌های مالی‌سازی تنها بر افراد عادی و به ویژه خانوارهای کم‌درآمد تحمیل می‌شود. فرناندز و پانزو (۲۰۲۰)^۴ مالی‌سازی را به عنوان فرآیندی دو وجهی معرفی می‌کنند که از یک سوی به افزایش سهم بخش مالی در ترکیب تولید اشاره دارد؛ از سوی دیگر به افزایش اهمیت دارایی‌های مالی در ترکیب ثروت مربوط می‌شود. علاوه بر این آن‌ها با بررسی رابطه بین مالی‌سازی و نابرابری درآمد در ایالات متحده طی دوره زمانی ۲۰۱۳-۱۹۴۷ بیان می‌کنند افزایش سهم اشتغال در بخش مالی به

1. Hyde (2017)

2. Ozdemir (2020)

3. Vita & Luo (2020)

4. Fernandez & Punzo (2020)

اشتغال کل باعث افزایش نابرابری درآمد می‌شود. داود و همکاران (۲۰۲۰)^۱ با بررسی تاثیر فناوری دیجیتال بر رابطه بین مالی‌سازی و نابرابری درآمد در ۵۴ کشور طی دوره زمانی ۲۰۱۰-۲۰۱۵ بیان می‌کنند مالی‌سازی و فناوری دیجیتال شکاف نابرابری درآمد را افزایش می‌دهد. الکسیوا و همکاران (۲۰۲۱)^۲ به منظور بررسی تاثیر مالی‌سازی بر نابرابری درآمد، نابرابری درآمد را به نابرابری بر پایه درآمد قابل تصرف خانوار، نابرابری بر پایه درآمد خانوار از بازار و نابرابری ناشی از دستمزد (پرداخت‌های تولیدی) تقسیم می‌کنند. آن‌ها بیان می‌کنند تشدید انعطاف‌پذیری نیروی کار و از بین رفتن قدرت اتحادیه‌ها به تضعیف نهادهای بازار کار منجر شده است. به همین دلیل مالی‌سازی تاثیر مثبتی بر نابرابری درآمد دارد. احمدی حاجی‌آبادی (۲۰۱۶) رابطه علی بین نابرابری درآمد و مالی‌سازی در ایران را طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۸۰ بررسی کرد و نشان داد رابطه بلندمدت یک طرفه از سمت شاخص‌های مالی‌سازی به سمت نابرابری درآمدی وجود داشته است.

گروه دوم به پژوهش‌هایی اختصاص دارد که تاثیر مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار داده‌اند. در این زمینه سو و همکاران (۲۰۱۲)^۳ تاثیر مالی‌سازی را بر سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه بنگاه‌های غیر مالی کره جنوبی طی دوره زمانی ۲۰۰۹-۱۹۹۴ بررسی کردند. آن‌ها دریافتند مالی‌سازی از طریق کاهش بودجه داخلی و افزایش فرصت‌های سودآوری مالی، سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه را کاهش می‌دهد. باراداس و لاگوا (۲۰۱۷)^۴ با بررسی ارتباط بین مالی‌سازی و سرمایه‌گذاری حقیقی بنگاه‌های غیر مالی در کشور پرتغال طی دوره زمانی ۲۰۱۳-۱۹۷۹ نشان می‌دهند فشار حاصل از پرداخت‌های مالی (پرداخت بهره و درآمد توزیع شده بنگاه‌های غیر مالی تقسیم بر ارزش افزوده ناخالص این بنگاه‌ها) به کاهش بودجه برای سرمایه‌گذاری حقیقی منجر می‌شود. توری و اناران (۲۰۲۰)^۵ علاوه بر مالی‌سازی تاثیر توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری فیزیکی را مورد ارزیابی قرار دادند. آن‌ها بیان می‌کنند مالی‌سازی تاثیر منفی بر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت دارد. همچنین رابطه کوهانی شکل بین توسعه مالی و سرمایه‌گذاری در بنگاه‌ها وجود دارد. فتحی و همکاران (۲۰۱۳) با مطالعه تاثیر مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری ثابت شرکت‌های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۷-۱۳۸۱ نشان می‌دهند از آن‌جا که نرخ

1. Daud (2020)

2. Alexioua (2021)

3. Seo (2012)

4. Barradas & Lagoa

5. Tori & Onaran

بالای هزینه‌های مالی بیان‌گر سودآوری و توانایی پرداخت بدهی شرکت است، قابلیت دسترسی به اعتبار و به تبع آن توانایی جذب منابع مالی شرکت افزایش می‌یابد. لذا افزایش هزینه‌های مالی به افزایش سرمایه‌گذاری واقعی در شرکت‌ها منجر شده است.

گروه سوم شامل پژوهش‌های انجام شده در راستای تاثیر مالی‌سازی بر رشد اقتصادی است. توماسکوویچ-دیوی و همکاران (۲۰۱۵) ارتباط بین مالی‌سازی و ارزش افزوده در ایالات متحده را طی دوره زمانی ۲۰۰۸-۱۹۷۰ مورد بررسی قرار دادند. بر اساس یافته‌های پژوهش تغییر سرمایه‌گذاری بنگاه‌های غیر مالی به سمت ابزارهای مالی به کاهش ارزش افزوده بخش غیر مالی منجر می‌شود. سویلوکوس و بورین (۲۰۱۷)^۱ در پژوهش خود تاثیر مالی‌سازی بر صنعت‌زدایی در اتحادیه اروپا طی دوره زمانی ۲۰۱۵-۱۹۹۵ را بررسی کردند. بر اساس یافته‌های پژوهش در فرآیند صنعت‌زدایی فعالیت‌های خدماتی جایگزین فعالیت‌های صنعتی می‌شوند. از آن‌جا که بخش مالی قادر به جذب مازاد عرضه نیروی کار و جبران کاهش تولید بخش صنعت نیست، اشتغال و رشد اقتصادی کاهش می‌یابد. یافته‌های تجربی نیز تاثیر منفی مالی‌سازی بر ارزش افزوده و اشتغال در بخش صنعت را تایید می‌کند. کریل و همکاران (۲۰۱۷)^۲ تاثیر مالی‌سازی بر نرخ رشد تولید ناخالص داخلی سرانه، مصرف سرانه، سرمایه‌گذاری و نابرابری درآمد در اتحادیه اروپا را طی دوره زمانی ۲۰۱۴-۱۹۹۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد نسبت اعتبارات به تولید ناخالص داخلی تاثیری بر عملکرد اقتصادی ندارد. با این وجود نسبت اعتبار به سپرده‌ها منجر به کاهش تولید ناخالص داخلی و افزایش نابرابری درآمد می‌شود. علاوه بر این نسبت سرمایه به دارایی تاثیر منفی بر سرمایه‌گذاری و به تبع آن اثر منفی بر تولید ناخالص داخلی دارد. اشکولنیک و همکاران (۲۰۱۹)^۳ علاوه بر مالی‌سازی تاثیر اشتغال، صادرات کالا و خدمات، ارزش افزوده بخش صنعت و نابرابری درآمد را بر رشد اقتصادی بین کشوری طی دوره زمانی ۲۰۱۷-۲۰۰۷ بررسی کردند. یافته‌ها نشان می‌دهد تاثیر مالی‌سازی، اشتغال، صادرات کالا و خدمات، ارزش افزوده بخش صنعت و نابرابری درآمد بر رشد اقتصادی مثبت است. ابوذری و همکاران (۲۰۱۸)^۴ با بررسی وقوع پدیده مالی‌سازی در کشور طی سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۸۰ نشان می‌دهند رشد بازار سرمایه از فصل اول سال ۱۳۸۰ تا فصل دوم سال ۱۳۹۲ اثر مثبت و معنی‌دار و از فصل دوم سال

1. Svilokos & Burin (2017)

2. Creel (2017)

3. Shkolnyk (2019)

4. Abuzary (2018)

۱۳۹۲ تا فصل سوم سال ۱۳۹۳ اثر منفی و معنی‌داری بر رشد اقتصادی کشور دارد. از این رو آن‌ها معتقدند طی بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۳ اقتصاد ایران با پدیده مالی‌سازی مواجه شده است. بررسی پیشینه پژوهش نشان می‌دهد مالی‌سازی به افزایش نابرابری درآمد و کاهش سرمایه فیزیکی و رشد اقتصادی منجر می‌گردد. از آنجا که در هیچ یک از پژوهش‌های صورت گرفته تاثیر مالی‌سازی بر پس‌انداز ملی بررسی نشده است، هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر مالی‌سازی بر پس‌انداز ملی است.

۳- روش‌شناسی پژوهش

۳-۱- تصریح الگو و معرفی داده‌ها

هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر مالی‌سازی بر پس‌انداز ملی ایران است. در هیچ یک از پژوهش‌های داخلی و خارجی تاثیر مالی‌سازی بر پس‌انداز ملی بررسی نشده است. اما، در برخی از پژوهش‌های صورت گرفته تاثیر توسعه مالی بر پس‌انداز بررسی شده است. در این راستا بهرامی و اصلانی (۲۰۰۵)^۱، پس‌انداز خصوصی را به عنوان تابعی از درآمد قابل تصرف، هزینه تامین اجتماعی، نرخ بیکاری، نرخ بهره، نرخ تورم، ضریب جینی و توسعه بازارهای مالی در نظر گرفتند. در پژوهش ابریشمی و رحیم زاده نامور (۲۰۰۶)^۲ پس‌انداز به عنوان تابعی از توسعه مالی، درآمد ناخالص قابل تصرف و نسبت کسری بودجه دولت به تولید ناخالص داخلی در نظر گرفته شد. گانگور و همکاران (۲۰۱۴) پس‌انداز خصوصی را به عنوان تابعی از توسعه مالی، درآمد قابل تصرف، کسری بودجه دولت، نرخ بهره حقیقی و نرخ تورم در نظر گرفتند. در پژوهش اشमित-هابل و سرون (۲۰۰۰) نیز پس‌انداز کل به صورت تابعی از درآمد، نابرابری درآمد، نسبت وابستگی جمعیت و نسبت جوانی جمعیت در نظر گرفته شد. در این پژوهش برای بررسی تاثیر مالی‌سازی بر پس‌انداز ملی با توجه به ادبیات موضوع و به پیروی از الگوی اشमित-هابل و سرون (۲۰۰۰) و گانگور و همکاران (۲۰۱۴) عوامل موثر بر پس‌انداز ملی بر اساس رابطه (۷) معرفی می‌شوند.

$$ls_t = f(fin_t, ly_t, gin_t, r_t, u_t, dum_t) \quad (7)$$

1. Bahrami & Aslani (2005)

2. Abrishami & Rahimzadeh Namvar (2006)

که در آن ls_t لگاریتم پس انداز ملی، fin_t لگاریتم مالی سازی، ly_t لگاریتم تولید ناخالص داخلی، gin_t نابرابری درآمد، r_t نرخ بهره حقیقی، u_t بار تکفل و dum_t متغیر مجازی را نشان می‌دهند. به منظور اندازه‌گیری مالی سازی به پیروی از مطالعه وان آرنوم و ناپلس (۲۰۱۳)^۱ از شاخص لگاریتم ارزش افزوده بخش مالی، بیمه و املاک و مستغلات بهره برده می‌شود؛ برای اندازه‌گیری نابرابری درآمدی و بار تکفل به ترتیب از ضریب جینی و نسبت جمعیت کل منهای نیروی فعال تقسیم بر نیروی فعال استفاده می‌گردد. برای اندازه‌گیری نرخ بهره حقیقی از میانگین وزنی نرخ بهره سپرده‌های یکساله، دوساله ... تا پنج ساله منهای تورم استفاده می‌شود (پدram و همکاران، ۲۰۱۷)^۲. همچنین متغیر مجازی برای وضعیتی که شوک پس انداز ملی مثبت است عدد ۱ و برای وضعیتی که شوک پس انداز ملی منفی است صفر در نظر گرفته می‌شود. برای حقیقی کردن داده‌ها از شاخص قیمتی مصرف‌کننده به سال پایه ۱۳۸۳ استفاده می‌گردد. ماخذ داده‌ها بانک مرکزی جمهوری اسلامی و مرکز آمار ایران است و بازه زمانی ۱۳۶۷-۱۳۹۹ را در بر می‌گیرد. از آن‌جا که در این پژوهش متغیرهای تولید ناخالص داخلی و مالی سازی تواتر فصلی و سایر متغیرها تواتر سالانه دارند، برای بررسی تاثیر مالی سازی بر پس انداز ملی از رویکرد MIDAS استفاده می‌شود.

۳-۲- روش‌شناسی MIDAS

بر اساس روش‌های سنتی اقتصاد سنجی، در یک الگوی رگرسیونی سری زمانی تمام متغیرها از تواتر یکسانی برخوردار هستند. به نحوی که اگر یک الگوی رگرسیونی شامل متغیرهایی با تواتر مختلف باشد، امکان برآورد ضرایب با روش‌های سنتی اقتصاد سنجی وجود ندارد. اما اخیراً برای رفع این محدودیت تکنیکی به نام MIDAS معرفی می‌شود که به وسیله‌ی آن می‌توان ضرایب یک رگرسیون با متغیرهای دارای تواتر مختلف را برآورد کرد. برای بررسی الگوی MIDAS فرض می‌شود متغیر وابسته $\{y_t\}_t$ و متغیر مستقل $\{x_T\}_T$ دو متغیر مانا با تواتر مختلف هستند. t بیان‌گر واحد زمان برای متغیر کم‌تواتر و T نشان‌دهنده واحد زمان برای متغیر دارای تواتر بالا است. به منظور برقراری ارتباط بین متغیر وابسته و توضیحی دارای تواتر مختلف t و T از ضریب s استفاده می‌شود. ضریب s کسری از فاصله بین t و $t-1$ است، به نحوی که $m = \frac{1}{s}$ نشان می‌دهد متغیرهای سری زمانی پرتواتر x_T چند بار در فاصله زمانی مورد مشاهده واقع شده‌اند. یعنی $t =$

1. Van Arnum & Naples (2013)

2. Pedram (2017)

Tm است و متغیر x_T ، m بار بیشتر از متغیر y_t در مدل ظاهر می‌شود (نوفرستی و همکاران، ۲۰۱۸).^۱ رگرسیون ساده الگوی داده‌ها با تواتر متفاوت که توسط گیزلز و همکاران (۲۰۰۷)^۲ معرفی می‌شود، بر اساس متغیر پرتواتر و وقفه‌های آن به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$y_{t+1} = c_0 + \sum_{j=0}^{n_m-1} \beta w_{n_m-j}(\theta^m) x_{n_m-j,t}^m + u_{t+1} \quad (۸)$$

در رابطه (۸) w_{n_m-j} تابع وزن‌دهی، بیان‌گر یک چند جمله‌ای به منظور اعمال وزن‌هایی خاص به وقفه‌های گسترده متغیر x_T است. گیزلز و همکاران (۲۰۱۴) ضمن معرفی تابع وزن‌دهی آلمون، آلمون‌نمایی و بتا به عنوان توابع وزن‌دهی میداس، فرم کلی توابع وزن‌دهی را به صورت زیر معرفی می‌کنند (نوفرستی و همکاران، ۲۰۱۸):

$$w(j; \theta) = \frac{\varphi(j; \theta)}{\sum_{j=1}^{n_m-1} \varphi(j; \theta)} = \quad (۹)$$

که در آن j و θ به ترتیب تعداد وقفه‌ها و بردار حاوی یک تا چند θ است. با توجه به نوع تابع $\varphi(j; \theta)$ و حداکثر تعداد وقفه‌ها، تابع وزن‌دهی می‌تواند از تواتری به تواتر دیگر و از متغیری به متغیر دیگر، متفاوت باشد. تابع وزن‌دهی که بر اساس j و θ شکل می‌گیرد، وزن‌های غیر منفی ایجاد می‌کند. برای تعیین مقدار ضریب پرتواتر و وقفه‌هایش، فرض می‌شود مجموع وزن‌های ایجاد شده توسط تابع وزن‌دهی برابر با یک است.

$$\sum_{j=0}^{n_m-1} \beta w_{n_m-j} = 1 \quad (۱۰)$$

یکی از توابع وزن‌دهی در الگوی میداس تابع آلمون است که در آن ضریب β و w به صورت پارامتر مشترک βw_{n_m-j} برآورد می‌گردند. تابع وزن‌دهی آلمون عبارت است از:

$$\beta w_{n_m-j} = \sum_{j=0}^{n_m-1} \sum_{p=1}^p \theta_p j^p \quad (۱۱)$$

۱. Nofaresti (2018)

۲. Ghysels (2007)

در رابطه (۱۱)، p مرتبه چند جمله‌ای آلمون را نشان می‌دهد. در تابع وزن‌دهی آلمون با توجه به مقایر مختلف پارامترهای θ و p ، ضرایب متفاوتی ایجاد می‌شود. یکی دیگر از تابع‌های مورد استفاده جهت وزن‌دهی، تابع آلمون نمایی است. تابع آلمون نمایی به صورت زیر ارائه می‌گردد:

$$w(j; \theta) = \frac{\exp(j.\theta + j^2.\theta)}{\sum_{j=1}^{jMax} \exp(j.\theta + j^2.\theta)} = \quad (12)$$

در آلمون دو پارامتری اگر $\theta_1 = \theta_2 = 0$ باشد، وزن‌هایی برابر و رویه تجمیع زمانی متوسط‌گیری ساده‌ای حاصل می‌شود (خیابانی و رجبی، ۲۰۱۹)^۱. تابع وزن‌دهی آلمون نمایی انعطاف‌پذیری بالایی دارد و می‌تواند شکلی صعودی، نزولی و یا کوهانی شکل برای وزن‌ها ایجاد کند. با توجه به مرتبه انباشتگی متغیرها، برای تبیین رابطه بین متغیرهای توضیحی و پس انداز ملی از الگوی ADL – MIDAS استفاده می‌شود.

۳-۲-۱- مدل ADL – MIDAS

مدل خودتوضیح با وقفه‌های توزیعی مدلی است که در آن متغیر وابسته علاوه بر متغیرهای توضیحی تابعی از وقفه‌های خود نیز باشد. یک مدل ساده $ADL(1,1)$ عبارت است از:

$$y_{t+1} = c_0 + \mu y_t + \beta x_t + u_{t+1} \quad (13)$$

که در آن μ و β پارامتر و u_{t+1} جمله اخلاص را نشان می‌دهند. با توجه به رابطه (۱۳)، مدل $ADL - MIDAS(p_y, p_x)$ به صورت زیر معرفی می‌شود:

$$y_{t+1} = c_0 + \sum_{j=0}^{p_y-1} \mu_{j+1} y_{t-j} + \beta \sum_{j=0}^{p_x-1} \sum_{i=0}^{n_m-1} w_{n_m-i+j*m} (\theta^m) x_{n_m-i,t-j}^m + u_{t+1} \quad (14)$$

در مدل $ADL - MIDAS(p_y, p_x)$ نیز مانند مدل MIDAS، وقفه‌های متغیر با تواتر بالا مضربی از وقفه‌های متغیر کم تواتر می‌باشند. علاوه بر این $\sum_{j=0}^{p_x-1} \sum_{i=0}^{n_m-1} w_{n_m-i+j*m} = 1$ امکان برآورد شیب ضریب β در مدل $ADL - MIDAS$ را فراهم می‌کند.

^۱. Khiabani & Rajabi (2019)

۴- یافته‌ها

۴-۱- آمار توصیفی متغیرها

در این بخش، ابتدا آمار توصیفی متغیرها ارائه می‌گردد. جدول (۱) آمار توصیفی متغیرها از جمله، میانگین، میانه، حداکثر و حداقل مقدار هر متغیر را به اختصار گزارش می‌کند.

جدول ۱: آماره توصیفی متغیرها

نام متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
لگاریتم پس‌انداز ملی	۳۳/۸۸	۳۴/۰۹	۳۴/۶۳	۳۲/۳۵	۰/۵۷
لگاریتم مالی‌سازی	۳۱/۸۲	۳۱/۷۶	۳۳/۵۱	۳۰/۶۱	۰/۶۸
لگاریتم تولید ناخالص داخلی	۳۳/۶۴	۳۳/۶	۳۵/۲	۳۲/۸	۰/۵
نابرابری درآمد	۰/۳۹۹	۰/۳۹۹۹۶	۰/۴۱۹	۰/۳۷۵	۰/۰۰۹
نرخ بهره حقیقی	-۰/۰۹۹	۰/۰۰۵	۰/۶۹۳	-۱/۰۶	۰/۴۶
بار تکفل	۲/۳۴	۲/۲۴۵	۲/۸۱	۱/۹۸	۰/۲۷۴

منبع: محاسبات پژوهش

همان‌گونه که مشاهده می‌شود مقدار میانگین و میانه متغیرها به یکدیگر نزدیک هستند که نشان می‌دهد داده‌ها پراکندگی کمی دارند. اندازه انحراف معیار نیز موکد این موضوع است.

۴-۲- آزمون ریشه واحد

برای جلوگیری از رگرسیون کاذب و مشکلات ناشی از آن، نخست مانایی داده‌ها آزمون می‌شود. برای این منظور از دو آزمون فیلیپس-پرون و زیوت و آندریوز استفاده می‌شود. نتایج آزمون فیلیپس-پرون حاکی است تمام متغیرها با یکبار تفاضل‌گیری مانا می‌شوند. نتایج حاصل از آزمون مانایی زیوت و آندریوز نیز نتایج مشابهی را در حالت در نظر گرفتن شکست ساختاری ارایه می‌کند. جدول (۲) نتایج آزمون زیوت آندریوز را در سه حالت، تغییرات زمان و مانایی در سطح (A)، تغییرات زمان و مانایی در شیب تابع روند (B) و تغییرات زمان و مانایی در سطح و شیب تابع روند (C) گزارش می‌کند.

نتایج آزمون‌های ریشه واحد نشان می‌دهد تمام متغیرها با یکبار تفاضل‌گیری مانا می‌شوند. از این رو، با توجه به هر دو آزمون مانایی درجه انباشتگی متغیرها یک می‌باشد.

جدول ۲: آزمون ریشه واحد زیوت-آندریوز

(C)			(B)			(A)			نام متغیر
شکست	آماره بحرانی	آماره آزمون	شکست	آماره بحرانی	آماره آزمون	شکست	آماره بحرانی	آماره آزمون	
۱۳۸۷	-۵/۵۷	-۶/۸۳	۱۳۷۷	-۴/۸	-۵/۹۱	۱۳۸۰	-۵/۳۴	-۶/۳۹	$D(ls_t)$
۱۳۹۲:Q1	-۵/۵۷	-۱۱/۴۲	۱۳۹۳:Q2	-۴/۸	-۱۱/۰۳	۱۳۹۴:Q4	-۵/۳۴	-۹/۸۸	$D(ftn_t)$
۱۳۹۱:Q1	-۵/۵۷	-۲۸/۱۹	۱۳۹۳:Q2	-۴/۸	-۲۷/۰۳	۱۳۹۴:Q4	-۵/۳۴	-۲۳/۴۷	$D(ly_t)$
۱۳۸۳	-۵/۵۷	-۹/۱۵۵	۱۳۷۴	-۴/۸	-۸/۲۲	۱۳۸۳	-۵/۳۴	-۹/۲۸	$D(gin_t)$
۱۳۷۷	-۵/۵۷	-۵/۵۳	۱۳۸۰	-۴/۸	-۵/۲۹	۱۳۷۷	-۵/۳۴	-۵/۵۲	r_t
۱۳۹۳	-۵/۰۸	-۵/۳۹	۱۳۷۷	-۴/۴۲	-۴/۵۴	۱۳۸۴	-۴/۵۸	-۴/۷۴	$D(u_t)$

منبع: محاسبات پژوهش

۳-۴- نتایج برآورد الگوی پژوهش

هدف پژوهش حاضر بررسی و تبیین تاثیر مالی سازی بر پس انداز ملی است. جدول (۳) نتایج حاصل از برآورد الگوی پژوهش را به روش MIDAS گزارش می کند.

جدول ۳: نتایج حاصل از برآورد ضرایب الگوی MIDAS با تابع وزن دهی آلمون

نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال
عرض از مبدا	۱۲/۹۵	۲/۶۴	۰/۰۱۸
ls_{t-1}	۰/۵۵	۱۱/۵۳	۰/۰۰۰
fin_1	-۰/۲۱	-۲/۶۶	۰/۰۱۸
fin_2	-۰/۰۸۹	-۴/۶۶	۰/۰۰۰
fin_3	-۰/۰۰۵	-۵/۹۲	۰/۰۰۰
ly_1	۰/۴۵	۴/۵۴	۰/۰۰۰
ly_2	-۰/۲۱	-۶/۰	۰/۰۰۰
ly_3	۰/۰۱۵	۶/۶۹	۰/۰۰۰
gin_t	-۰/۰۶	-۵/۸۵	۰/۰۰۰
r_t	۰/۱۵	۶/۰۷	۰/۰۰۰
u_t	-۰/۲۶۶	-۳/۵۱	۰/۰۰۳
dum_t	۰/۲۵	۱۴/۳۹	۰/۰۰۰
D.W = ۲/۸۹		R ² = ۰/۹۲۸	
Jarque-Bera = ۲/۲۰۹ prob. (۰/۳۳۱)			

منبع: محاسبات پژوهش

آماره ضریب تعیین نشان می دهد الگوی برآورد شده بیش از ۹۲ درصد از واقعیات تجربی بین متغیر وابسته و متغیرهای توضیحی را نشان می دهد. از سوی دیگر، آماره جارک- برا نیز بر نرمال بودن توزیع جملات اخلاص دلالت دارد. آماره دورین واتسون برابر ۲/۸۹ است و بررسی آزمون

خودهمبستگی نشان می‌دهد جملات اخلاص از لحاظ خودهمبستگی مشکلی ندارد. یافته‌های برآورد الگو برای دوره زمانی ۱۳۹۹-۱۳۶۷ نشان می‌دهد:

۱. ضریب وقفه مرتبه اول لگاریتم پس‌انداز ملی ۰/۵۵ است و در سطح خطای یک درصد معنادار می‌باشد؛ بنابراین لگاریتم پس‌انداز ملی از وقفه مرتبه اول خود تاثیر مثبت می‌پذیرد.

۲. ضریب وقفه مرتبه اول لگاریتم مالی‌سازی ۰/۲۱- است و در سطح خطای پنج درصد معنادار می‌باشد. ضرایب وقفه مرتبه دوم و مرتبه سوم لگاریتم مالی‌سازی به ترتیب برابر ۰/۰۸۹- و ۰/۰۰۵- می‌باشد که هر دو در سطح خطای یک درصد معنادار هستند. از این رو، لگاریتم مالی‌سازی بر لگاریتم پس‌انداز ملی تاثیر منفی و معناداری دارد.

۳. وقفه مرتبه اول، مرتبه دوم و مرتبه سوم لگاریتم تولید ناخالص داخلی به ترتیب برابر ۰/۴۵، ۰/۲۱- و ۰/۰۱۵ می‌باشد که هر سه ضریب در سطح خطای یک درصد معنادار هستند. مطابق نتایج، افزایش وقفه اول و وقفه سوم لگاریتم تولید ناخالص داخلی به افزایش لگاریتم پس‌انداز ملی منجر می‌شود.

۴. ضریب متغیر ضریب جینی ۰/۰۶- است و در سطح خطای یک درصد معنادار می‌باشد. بنابراین بدتر شدن توزیع درآمد در اقتصاد ایران به کاهش لگاریتم پس‌انداز ملی می‌انجامد.

۵. ضریب نرخ بهره حقیقی برابر ۰/۱۵ است و در سطح خطای یک درصد معنادار می‌باشد. مطابق یافته‌ها رابطه مثبتی بین نرخ بهره حقیقی و لگاریتم پس‌انداز ملی وجود دارد. افزایش نرخ بهره حقیقی به معنای افزایش عایدی سرمایه‌گذاری است و میزان مصرف فعلی را کاهش و پس‌انداز را افزایش می‌دهد.

۶. ضریب بار تکفل ۰/۲۶۶- است و در سطح خطای یک درصد معنادار می‌باشد. از این رو، افزایش بار تکفل همچون عاملی منفی در جهت کاهش پس‌انداز ملی عمل می‌کند.

۷. ضریب متغیر دامی ۰/۲۵ است و در سطح خطای یک درصد معنادار می‌باشد. بروز تکانه‌های مثبت لگاریتم پس‌انداز ملی به افزایش پس‌انداز ملی منجر می‌شود.

۵- نتیجه‌گیری

طی دهه‌های اخیر اقتصاد ایران تغییرات گسترده‌ای را در بخش‌های مالی و حقیقی تجربه کرد؛ به نحوی که همراه با افزایش تورم و بروز رکود در بخش تولید، مشارکت افراد و بنگاه‌های اقتصادی در بازارهای مالی به منظور کسب درآمد افزایش یافت. از این رو، بخش مالی نسبت به بخش حقیقی از گسترش قابل توجهی برخوردار شد و اقتصاد کشور با پدیده مالی‌سازی مواجه شد.

مالی‌سازی فرآیندی است که در آن اهمیت سود حاصل از مشارکت در فعالیت‌های مالی نسبت به سود حاصل از فعالیت‌های تولیدی افزایش می‌یابد. با توجه به استقبال عوامل اقتصادی از سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی با انگیزه سفته‌بازی، هدف پژوهش حاضر پاسخ به این پرسش است که مالی‌سازی چه تاثیری بر پس‌انداز ملی کشور دارد. بر این اساس، تاثیر مالی‌سازی بر پس‌انداز ملی با استفاده از داده‌های سری زمانی مربوط به بازه ۱۳۹۹-۱۳۶۷ و رویکرد MIDAS بررسی شد. نتایج نشان داد مالی‌سازی تاثیر منفی و معنی‌داری بر پس‌انداز ملی دارد. وجود مشکلات اقتصادی ناشی از تحریم‌های سیاسی اقتصادی، افزایش تورم و گسترش رکود اقتصادی باعث شدند عوامل اقتصادی با هدف کسب سود و حفظ ارزش پولی، به طور فزاینده‌ای به سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی روی آورند. علی‌رغم افزایش مشارکت افراد در بازارهای مالی، ناکارآمدی سیستم مالی در کشور مانع تخصیص بهینه سرمایه به سمت فعالیت‌های مولد شد؛ به نحوی که به انحراف منابع از فعالیت‌های مولد به سمت فعالیت‌های نامولد تورم‌زا منجر گردید. از این رو، فرآیند مالی‌سازی همراه با تمایل به مصرف کالاهای وارداتی و به تبع آن کاهش تقاضا برای محصولات داخلی، تحریم‌های اقتصادی و بحران‌های ارزی به کاهش تولید در بخش حقیقی کشور منجر شد. بنگاه‌های بخش حقیقی نیز به منظور جلوگیری از ورشکستگی ناشی از کاهش تولید و حفظ ارزش سرمایه خود در مقابله با تورم ناچار شدند بخشی از سرمایه خود را برای جبران سود از دست رفته در بخش مالی سرمایه‌گذاری کنند و برای کاهش هزینه‌های تولید به کاهش دستمزد و تعدیل نیروی کار اقدام نمایند. با گذشت زمان و افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری در بخش مالی، بنگاه‌های بخش حقیقی همچنان به فعالیت خود در بخش مالی ادامه دادند. از این رو، تولید و اشتغال در بخش حقیقی کاهش یافت و باعث شد همراه با افزایش تورم، درآمد حقیقی افراد و بنگاه‌های اقتصادی فعال در آن شدیدتر کاهش یابد. از سوی دیگر، بخشی از سود حاصل از فعالیت و سرمایه‌گذاری در بخش مالی به خرید کالاهای لوکس وارداتی و در برخی سال‌ها سرمایه‌گذاری در خارج از کشور اختصاص یافت که در مجموع به خروج سرمایه از کشور منجر گردید. بنابراین، مالی‌سازی با کاهش اشتغال، کاهش درآمد حقیقی و افزایش مصرف کالاهای لوکس وارداتی، پس‌انداز ملی در کشور را کاهش داد. در پژوهش هین و واتریک (۲۰۰۷) و اسکات و ریو (۲۰۰۷) تاثیر منفی مالی‌سازی بر پس‌انداز تایید می‌شود. همچنین یافته‌های حاصل از برآورد الگوی پژوهش نشان می‌دهد رشد اقتصادی تاثیر مثبت و معنی‌داری بر پس‌انداز ملی دارد. رشد اقتصادی یکی از مهم‌ترین عوامل موثر بر پس‌انداز است. تداوم و افزایش رشد اقتصادی با

افزایش اشتغال و درآمد افراد و بنگاه‌های اقتصادی همراه است که به نوبه خود میزان پس‌انداز کشور را افزایش می‌دهد. در این زمینه نتایج پژوهش با مطالعه گانگور و همکاران (۲۰۱۴) همخوانی دارد. نابرابری درآمد تاثیر منفی و معنی‌داری بر پس‌انداز ملی دارد. افزایش نابرابری درآمد به معنی افزایش درآمد ثروتمندان و کاهش درآمد فقرا است. با کاهش درآمد، افراد ترجیح می‌دهند میزان پس‌انداز خود را کاهش و سطح فعلی مصرف خود را حفظ کنند. هرچه تعداد افراد فقیر در کشوری بیشتر باشد، میل نهایی به پس‌انداز در آن کشور پایین‌تر است. با توجه به این که تعداد افراد فقیر کشور بیشتر از ثروتمندان است، تاثیر نهایی کاهش پس‌انداز افراد فقیر بیشتر از اثر افزایش پس‌انداز افراد ثروتمند است. در نتیجه با افزایش نابرابری درآمد پس‌انداز کاهش می‌یابد. نتایج پژوهش بهرامی و اصلانی (۲۰۰۵) تاثیر منفی نابرابری درآمد بر پس‌انداز را تایید می‌کند. بار تکفل تاثیر منفی و معنی‌داری بر پس‌انداز ملی دارد. افزایش بار تکفل به عنوان یکی از موانع افزایش پس‌انداز در نظر گرفته می‌شود. بار تکفل بیان‌گر تعداد افرادی است که یک فرد شاغل ملزم به تامین نیازهای آن‌ها می‌باشد. افزایش بار تکفل در یک کشور نشان می‌دهد یک فرد شاغل باید نیازها و مخارج مصرفی افراد بیشتری را تامین نماید که به نوبه‌ی خود توانایی پس‌انداز افراد را کاهش می‌دهد. یافته‌های پژوهش مجتهد و کرمی (۲۰۰۳)^۱ تاثیر منفی بار تکفل بر پس‌انداز را تایید می‌کند. نرخ بهره حقیقی تاثیر مثبت و معنی‌داری بر پس‌انداز ملی دارد. افزایش نرخ بهره به معنی افزایش درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری است. لذا با افزایش نرخ بهره فعالان اقتصادی از سطح مصرف جاری خود کاسته و بخش بیشتری از درآمد را به پس‌انداز اختصاص می‌دهند. نتایج پژوهش گانگور و همکاران (۲۰۱۴) نیز رابطه مثبت بین نرخ بهره حقیقی و پس‌انداز را تایید می‌کند.

با توجه به تاثیر منفی مالی‌سازی بر پس‌انداز ملی پیشنهاد می‌شود با اتخاذ سیاست‌هایی مانند افزایش نظارت بر عملکرد واسطه‌های مالی، افزایش مالیات بر سود حاصل از فعالیت‌های سفته‌بازی و کاهش هزینه تامین مالی بنگاه‌های بخش حقیقی، بسترهای لازم برای هدایت سرمایه به بخش حقیقی اقتصاد و فعالیت‌های مولد مهیا گردد و میزان سرمایه‌گذاری افزایش یابد. افزایش سرمایه‌گذاری، به افزایش تولید و سطح اشتغال کشور منجر می‌شود که به نوبه خود افزایش درآمد و پس‌انداز ملی را در پی دارد.

^۱ Mojtahed & Karami (2003)

References

- Abrishami, H. & Rahimzadeh Namvar, M. (2006). "The Assessment of the Effect of Financial Markets on the Rate of Private Saving in Iran". Tahghighat-E-Eghtesadi **23**: 1-35.
- Abuzary, A. Shahiki Tash, M. & Korani, A. (2018). "The Investigation of Financialization Phenomenon in Iran's Economy". Journal of the Marco and Strategic Policies **6**(22): 68-85.
- Ahmadi Hajiabadi, S. (2016). "Investigating Finance-Growth Relationship by Considering Financialization Phenomenon: the Case of USA". International Economics Studies **46**(2): 51-68.
- Ahmadi Hajiabadi, S. (2020). "A Survey on the Cointegration Relationship and Causality between Financialization and Income Inequality in Iran: ARDL Bounds and Toda-Yamamoto Approaches". Quarterly Journal of Applied Economics Studies, Iran (AESI) **9**(33): 253-271.
- Alexiou, C. Trachanas, E. & Vogiazas, S. (2021). "Income Inequality and Financialization: a not so Straightforward Relationship". Journal of Economic Studies, Available online 1 January.
- Ang, J. (2010). "Savings Mobilization, Financial Development and Liberalization: The Case of Malaysia". MPRA Paper 21718, from https://mpra.ub.uni-muenchen.de/21718/1/MPRA_paper_21718.pdf.
- Bahrami, J. & Aslani, P. (2005). "Determinants of Private Sector's Saving in Iran". Iranian Economic Research **7**(23): 119-145.
- Barradas, R. & Lagoa, S. (2017). "Financialization and the Portuguese Real Investment: A Supportive or Disruptive Relationship?". Journal of Post Keynesian Economics **40**(3): 413-439.
- Barradas, R. (2017). "Financialisation and Real Investment in the European Union: Beneficial or Prejudicial Effects?". Review of Political Economy **29**(3): 376-413.
- Bernal, J. S. (2016). *Financialization of Latin America: Growth, Development and Crises*, Master thesis, Faculteit Governance and Global Affairs.
- Bhaduri, A. (2011). "Financialization in the Light of Keynesian Theory". PSL Quarterly Review **64**(256): 7-21.
- Bofinger, P. & Scheuermeyer, P. (2018). "Income Distribution and Aggregate Saving: a Non-Monotonic Relationship". Review of Income and Wealth **65**(4): 872-907.
- Bogdan, T. and Lomakovych, V. (2021). "Financialization of the Global Economy: Macroeconomic Implications and Policy Challenges for Ukraine". Investment Management and Financial Innovations **18**(1): 151-164.
- Braga, J. C. Oliveira, G. C. D. Wolf, P. J.W. Palludeto, A. W. A. & Deos, S. S. (2017). "For a Political Economy of Financialization Theory and Evidence". Economia e Sociedade, Campinas **26**: 829-856.

- Creel, J. Hubert, P. & Labondance, F. (2017). "Financialisation Risks and Economic Performance". Sciences po ofce Working Paper No. 21, <https://core.ac.uk/download/pdf/132625902.pdf>.
- Daud, S. N. M. Ahmad, A. H. & Ngah, W. A. S. W. (2020). "Financialization, Digital Technology and Income Inequality". Applied Economics Letters, Published online: 16 Aug, from <https://doi.org/10.1080/13504851.2020.1808165>.
- Davis, G. F. & Kim, S. (2015). "Financialization of the Economy". Annual Review of Sociology **41**: 203-221.
- Detzer, D. (2016). "Financialisation, Debt and Inequality: Scenarios Based on a Stock Flow Consistent Model". IPE Working Papers NO. 64/2016, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/130196/1/856602825.pdf>.
- Epstein, G. (2001). *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy* manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, Dec, Retrieved from https://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_Epstein.pdf.
- Fathi, S. Azerbayjani, K. Taghavizadeh, I. & Asgarnezhad Nouri, B. (2013). "Analyzing the Effect of Financialization on Real Investment of Non-financial Corporations Listed in the Tehran Stock Exchange". Journal of Financial Accounting Research **5**(1): 66-51.
- Fernandez, M. J. D. & Punzo, L. F. (2020). "Some New Insights on Financialization and Income Inequality: Evidence for the US Economy, 1947–2013". International Review of Applied Economics DOI: 10.1080/02692171.2020.1853684.
- Foster, J. B. (2010). "The Age of Monopoly-Finance Capital". Monthly Review **61**(9): 1-13.
- Ghysels, E. Kvedaras, V. & Zemlys, V. (2014). "Mixed Frequency Data Sampling Regression Models: the R Package MIDASr". Journal of Statistical Software **74**(24): 1-35.
- Ghysels, E. Sinko, A. & Valkanov, R. (2007). "MIDAS Regressions: Further Results and New Directions". Econometric Reviews **26**(1): 53–90.
- Godechot, O. (2016). "Financialization is Marketization! A Study of the Respective Impact of Various Dimensions of Financialization on the Increase in Global Inequality". Sociological Science **3**:495-519.
- Golebiowski, G. Szczepankowski, P. & Wisniewska, D. (2016). "Financialization, and Income Inequality in Selected European Countries, 2002-2013". E-Finanse **12**(4): 20-32.
- Gungor, H. Çiftçiöğlü, S. & Balçılar, M. (2014). "Does Financial Development Increase Private Savings? The Case of Turkey". International Journal of Business and Social Science **5**(2): 47-36.
- Hein, E. & Van Treeck, T. (2007). "Financialisation in Kaleckian/Post-Kaleckian Models of Distribution and Growth". Macroeconomic Policy Institute (IMK) Hans Boeckler Foundation, Working Paper NO. 7/2007,

- https://www.econstor.eu/bitstream/10419/105890/1/imk-wp_2007-07.pdf.
- Hein, E. & Van Treeck, T. (2010). "Financialisation and Rising Shareholder Power in Kaleckian/Post-Kaleckian Models of Distribution and Growth". Review of Political Economy **22**(10): 205-233.
- Hyde, A. Vachon, T. & Wallace, M. (2017). "Financialization, Income Inequality, and Redistribution in 18 Affluent Democracies, 1981-20011". Social Currents **5**(2): 193-211.
- Izurietta, A. Kohler, P. & Pizarro, J. (2018). "Financialization, Trade, and Investment Agreements: Through the Looking Glass or Through the Realities of Income Distribution and Government Policy?" Global Development and Environment Institute working paper NO. 18-02, http://www.bu.edu/eci/files/2020/01/18-02_IzuriettaKohlerPizarro_FinancializationTradeInvestmentAgreements.pdf.
- Khiabani, N. & Rajabi, F. (2019). "Modeling with Mixed Frequency Variables: A Review of Recently Extended Methods in Time Series Econometrics" Journal of Planning and Budgeting **24**(2): 3-30.
- Kus, B. (2012). "Financialization and Income Inequality in OECD Countries: 1995-2007". The Economic and Social Review **43**(4): 477-495.
- Lapavitsas, C. (2011). "Theorizing Financialization". Work, Employment and Society **25**(4): 611-626.
- Lin, K. H. & Tomaskovic-Devey, D. (2013). "Financialization and U.S. Income Inequality, 1970-2008". American Journal of Sociology **118**(5): 1284-1329.
- Mojtahed, A. & Karami, A. (2003). "Evaluation of Effective Variables on Behavior of National Saving in Iranian Economy". Iranian Journal of Trade Studies (IJTS) **7**(27): 1-28.
- Noferesti, M. Varahrami, V. & Dashtban Farooji, S. (2018). "Effect of Changes in Age Structure of the Population on Government Consumption Expenditure: An Approach of Mixed Frequency Data Sampling (MIDAS)". Journal of Sustainable Growth and Development (the Economic Research) **18**(3): 103-123.
- Onaran, O. Stockhammer, E. & Grafl, L. (2011). "Financialization, Income Distribution, and Aggregate Demand in the USA". Cambridge Journal of Economics **35**(4): 637-661.
- Ozdemir, O. (2020). "The Multidimensional Effects of Financialization on the Growth of Income Inequality: New Empirical Evidence for 97 Countries". Istanbul Gelisim University Journal of Social Sciences **7**(2): 213-237.
- Palley, T. I. (2007). "Financialization: What It Is and Why It Matters". Levy Economics Institute Working Paper NO. 525,

- http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf.
- Pedram, M. Mousavi, M. H. & Abbasi, S. H. (2017). "The Asymmetric Effect of Interest Rate on Stock Price in Iran". Quarterly Journal of Management and Accounting **4**(2): 162-171.
- Schmidt-Hebbel, K. & Serven, L. (2000). "Does Income Inequality Raise Aggregate Saving?" Journal of Development Economics **61**(2): 417-446.
- Seo, H. J. Kim, H. S. & Kim, Y. C. (2012). "Financialization and the Slowdown in Korean Firms R&D investment". Asian Economic Papers **11**(3): 35-49.
- Shin, H. & Lee, K. (2019). "Impact of Financialization and Financial Development on Inequality: Panel Cointegration Results using OECD Data". Asian Economic papers **18**(1): 69-90.
- Shkolnyk, I. Kozmenko, S. Kozmenko, O. & Mershchii, O. (2019). "The Impact of the Economy Financialization on the Level of Economic Development of the Associate EU Member States". Economics and Sociology **12**(4): 43-58.
- Skott, P. & Ryoo, S. (2007). "Macroeconomic Implications of Financialization". Economics Department Working paper Series NO. 41, https://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1035&context=econ_workingpaper.
- Svilokos, T. & Burin, I. (2017). "Financialization and Its Impact on Process of Deindustrialization in the EU". Zbornik Radova Ekonomskog Fakultet au Rijeci **35**(2): 583-610.
- Tomaskovic-Devey, D. & Lin, K. H. (2013). "Financialization: Causes, Inequality Consequences, and Policy Implications". North Carolina Banking Institute **18**(1): 167-194.
- Tomaskovic-Devey, D. Lin, K. H. & Meyers, N. (2015). "Did Financialization Reduce Economic Growth?". Socio- Economic Review **13**(3): 1-24.
- Tori, D. & Onaran, O. (2020). "Financialization, Financial Development and Investment. Evidence from European Non-Financial Corporations". Socio-Economic Review **18**(3): 681-718.
- Van Arnum, B. M. & Naples, M. I. (2013). "Financialization, and Income Inequality in the United States, 1967-2010". American Journal of Economics and Sociology **72**(5): 1158-1182.
- Vercelli, A. (2013). "Financialization in a Long-Run Perspective an Evolutionary Approach". International Journal of Political Economy **42**(4): 19-46
- Vita, G. D. & Luo, Y. (2020). "Financialization, Household Debt and Income Inequality: Empirical evidence". International Journal of Finance & Economics (In-Press): 1-21.

Original Research Article

Examination of the relationship between financialization and national savings in Iran using the mixed frequency data sampling (MIDAS) approach

Mohammad Hassan Fotros¹
Reza Maaboudi^{2*}
Zeynab Dare Nazari³

Received: 25-05-2021

Accepted: 03-12-2021

Introduction: In recent decades, the increase in the financial sector, compared to the real sector of the economy, and the rising inflation have made individuals and firms invest part of their resources in the financial markets to earn money and maintain their purchasing power. Therefore, the financial sector has expanded significantly compared to the real sector and beset Iran's economy with the financialization phenomenon. Financialization is a process in which the increase in the income of non-financial firms due to their activities in the financial sector and the rise in the participation of individuals in financial activities motivated by profit leads to a significant expansion of the financial sector. The rising returns of the financial sector increase the attractiveness of investment and, hence, the financial sector income. The widening income gap between the financial and real sectors of the economy worsens the income distribution. Moreover, if investment in the financial sector leads to a reduction in investment in productive activities, economic growth in the real sector will decline. Therefore, there is a close relationship between financial sector performance, economic growth, and income inequality in the financialization process. Because the total savings is affected by economic growth and income inequality (Schmidt-Hubble and Seron, 2000), financialization affects the society's savings through economic growth and income inequality. The impact of economic growth is positive on savings; however, the influence of income inequality on savings varies

1. Professor, Department of Economics, Faculty of Economic and Social Sciences, Bu-Ali Sina University, Hamedan, Iran

2. Assistant Professor and Faculty Member of the Department of Economics, Faculty of Humanities, Ayatollah Ozma Borujerdi University, Lorestan, Iran
Email: maaboudi@abru.ac.ir

3. M.A. Student, Department of Economics, Faculty of Humanities, Ayatollah Ozma Borujerdi University, Lorestan, Iran

according to the economic structure, income level, and financial market conditions of each country (Bofinger and Scheuermeyer, 2018). Consequently, the final impact of financialization on savings is ambiguous and depends on the net effect of economic growth and income inequality on savings.

Therefore, understanding the impact of financialization on national savings allows policymakers to improve the national savings by adopting appropriate strategies to address the deficiencies of financial markets.

Methodology: To analyze the relationships among the variables, following the work of Schmidt-Hubble and Seron (2000) and Gangor et al. (2014), national savings are considered as a function of the logarithm of financialization, logarithm of GDP, income inequality, real interest rate, and dependency burden logarithm. The ratio of the financial sector value-added to GDP is used to measure financialization following Van Arnum and Naples (2013). To convert the nominal data into real data, the consumer price index is used for the base year of 2004. The source of data is the Statistics Center and the Central Bank of Iran and includes the data of 1988-2020. In this study, the variables of GDP and financialization have a seasonal frequency, and the other variables have an annual frequency. Hence, the MIDAS approach is applied to examine the effect of financialization on national savings. Using the MIDAS approach, it is possible to estimate the coefficients of the variables with different frequencies (Noferesti et al., 2018).

Results and Discussion: The findings showed that the logarithm of financialization has a negative and significant effect on national savings in Iran. In other words, the expansion of the financial sector has led to a reduction in national savings. Also, the logarithm of GDP has a positive and significant effect on the national savings logarithm. Economic growth is considered a principal factor affecting savings. Increasing economic growth leads to an increase in national savings by raising the income of economic factors. The Gini coefficient leaves a negative and significant impact on the national savings logarithm. A rise in income inequality means an increase and a decline in the income of the rich and the poor, respectively. As income falls, people prefer to reduce their savings and maintain their current level of consumption. Since the number of the poor is more than the rich, in a country, the final effect of reducing the poor individuals' savings is greater than the effect of raising the rich individuals' savings. The real interest rate has a positive and significant impact on the national savings logarithm. With interest rates rising due to the enhanced attraction of investment, most of the income is allocated to saving. Finally, the burden of dependency has a negative and significant effect on the national savings logarithm. Increasing the dependency burden reduces the national savings due to increased consumption expenditures.

Conclusion: In Iran, the economic problems, rising inflation, and the expansion of the recession led investors and firms to increasingly invest their capital in financial markets to keep the power purchase and make a profit. Thus, the financial sector grew and expanded significantly compared to the real sector. The inefficiency of the financial system in the country led to the diversion of resources from productive activities to unproductive inflationary activities, despite the increase in firms and individual participation in financial markets. Therefore, along with the demand reduction of domestic products, financialization caused a decrease in the real sector production of the country. Firms of the real sector were forced to invest part of their capital in the financial section to prevent bankruptcy due to declining production and maintain the value of their capital in the face of inflation. Also firms reduced the production costs by decreasing wages and employment. Thus, a decline in the number of workers and economic growth with rising inflation resulted in a reduction in the real income of individuals and firms. As a result, the progress and expansion of financialization brings about a reduction in economic growth and national savings.

Keywords: Financialization, National savings, Income inequality, Economic growth, Iran.

JEL Classification: C₃₀, E₂₁, G₁₀.