



Semnan University

Journal of Econometric Modelling

Journal homepage: <https://jem.semnan.ac.ir/?lang=en>



Research Article

The Effect of Shadow Banking on Economic Growth in Selected Countries

Mohammad Ibrahim Akbary (Corresponding Author)

PHD Student of Economics, Faculty of Economics & Administrative Science, University of Mazandaran, Babolsar, Iran.

m.ebrahimakbary@gmail.com

Ahmad Jafari Samimi

Professor of economics, Faculty of Economics & Administrative Science, University of Mazandaran, Babolsar, Iran.

jafarisa@umz.ac.ir

Mahdieh Rezagholizadeh

Associate Professor of Economics, Faculty of Economics & Administrative Science, University of Mazandaran, Babolsar, Iran.

m.gholizadeh@umz.ac.ir

Yousef Eisazadeh Roshan

Associate Professor of Economics, Faculty of Economics & Administrative Science, University of Mazandaran, Babolsar, Iran.

y.eisazadeh@umz.ac.ir

PAPER INFO

Paper history:

Received: 15. 03. 2025

Revised: 13. 06. 2025

Accepted: 30. 09. 2025

JEL Classification:

G21, C32, P48.

Keywords:

Shadow banking, Economic growth, Developed countries, Developing countries, Generalized Method of Moments (GMM).

ABSTRACT

Shadow banking, as a part of the financial system operating outside the direct supervision of central banks and regulatory institutions, plays a significant role in financing and resource allocation. Given the expansion of shadow banking assets and its impact on macroeconomic variables especially economic growth—this study examines the effect of shadow banking on economic growth in two groups of selected countries (including developed and developing countries) over the period 2002 to 2023. To model the relationships among variables, the dynamic panel method is employed, and the model is estimated using the Generalized Method of Moments (GMM) technique. The estimation results for both groups of countries indicate that the expansion of shadow banking assets leads to an increase in economic growth, and this effect is further amplified through the channel of domestic credit to the private sector.

© 2025 Published by Semnan University Press. All rights reserved.

اثر بانکداری سایه بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب^۱

محمدابراهیم اکبری (نویسنده مسئول)

دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و علوم اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، مازندران، ایران.

m.ebrahimakbary@gmail.com

احمد جعفری صمیمی

استاد، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و علوم اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، مازندران، ایران.

jafarisa@umz.ac.ir

مهدیه رضاقلی‌زاده

دانشیار، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و علوم اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، مازندران، ایران.

m.gholizadeh@umz.ac.ir

یوسف عیسی‌زاده روشن

دانشیار، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و علوم اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، مازندران، ایران.

y.eisazadeh@umz.ac.ir

نوع مقاله: علمی - پژوهشی تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۱۲/۲۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۷/۰۸

چکیده:

بانکداری سایه به‌عنوان بخشی از سیستم مالی که خارج از نظارت مستقیم بانک‌های مرکزی و نهادهای تنظیم‌کننده فعالیت می‌کند، نقش مهمی در تامین مالی و تخصیص منابع دارد. با توجه به گسترش حجم دارایی‌های بانکداری سایه و اثرگذاری آن بر متغیرهای کلان اقتصادی به‌ویژه رشد اقتصادی، در این پژوهش اثر بانکداری سایه بر رشد اقتصادی در دو گروه از کشورهای منتخب (شامل کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه) طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۲۳ مورد بررسی قرار گرفته است. به‌منظور مدل‌سازی روابط میان متغیرها، از روش پانل پویا بهره گرفته شده و برآورد مدل با استفاده از تکنیک گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) انجام شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل در هر دو گروه از کشورها نشان می‌دهد که گسترش حجم دارایی‌های بانکداری سایه منجر به افزایش رشد اقتصادی شده و این اثر از کانال اعتبارات داخلی به بخش خصوصی نیز تشدید گردیده است.

طبقه‌بندی JEL: P48، C32، G21

کلیدواژه‌ها: بانکداری سایه، رشد اقتصادی، کشورهای توسعه‌یافته، کشورهای در حال توسعه، الگوی گشتاور تعمیم‌یافته (GMM)

^۱. این مقاله مستخرج از رساله دکتری می‌باشد که در گروه اقتصاد دانشگاه مازندران به انجام رسیده است.

۱. مقدمه

بانکداری سایه به مجموعه‌ای از فعالیت‌های مالی گفته می‌شود که مشابه عملیات بانکی انجام می‌شود، اما بدون این که تحت نظارت و قوانین سخت‌گیرانه نهادهای رسمی نظارتی قرار گیرد (دو^۱ و همکاران، ۲۰۱۷). در واقع، بانکداری سایه شامل موسساتی است که نقش تامین مالی و اعطای اعتبار را ایفا می‌کنند، ولی از چارچوب‌های قانونی و نظارتی که بر بانک‌های سنتی حاکم است، معاف هستند (برنانکی^۲، ۲۰۱۲). این موسسات می‌توانند شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه، موسسات تامین مالی و سایر نهادهای مالی غیر بانکی باشند (هیأت ثبات مالی^۳، ۲۰۱۳).

بانکداری سایه به عنوان بخشی از نظام مالی، شامل نهادها و فعالیت‌هایی است که عملکردی مشابه بانک‌های سنتی دارند اما تحت نظارت‌های رسمی بانکی قرار نمی‌گیرند. این سیستم با استفاده از ابزارهای مالی نظیر اوراق تجاری با پشتوانه دارایی، اوراق بهادارسازی دارایی‌ها، تعهدات بدهی وثیقه‌شده و قراردادهای بازخريد، منابع مالی را از پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاران منتقل می‌کند (پوزسار^۴ و همکاران، ۲۰۱۳). با وجود نقش کلیدی بانکداری سایه در تامین نقدینگی و تسهیل فرآیندهای سرمایه‌گذاری، عدم نظارت موثر بر این بخش می‌تواند منجر به افزایش آسیب‌پذیری‌های مالی و تشدید ریسک‌های سیستمی گردد. از این‌رو، ارزیابی اندازه و ساختار بانکداری سایه و تحلیل ریسک‌های بالقوه آن، برای حفظ ثبات مالی و کاهش احتمال بحران‌های مالی ضروری است (تانگ و وانگ^۵، ۲۰۱۵؛ پوزسار و همکاران، ۲۰۱۳).

از اوایل هزاره سوم، سیستم بانکداری سایه به عنوان یکی از بخش‌های مهم واسطه‌گری مالی، رشد قابل توجهی را در بسیاری از اقتصادهای پیشرفته و نوظهور تجربه کرده است. این روند به‌ویژه در کشورهایی مانند ایالات متحده آمریکا، اتحادیه اروپا، چین، برزیل، انگلستان و ژاپن مشهود بوده و منجر به گسترش ابزارهای مالی مرتبط با این بخش شده است. بر اساس گزارش هیأت ثبات مالی (۲۰۲۴)، حجم دارایی‌های مرتبط با بانکداری سایه در سال ۲۰۲۳ به حدود ۲۳۸/۸

1. Du

2. Bernanke

3. Financial Stability Board

4. Pozsar

5. Tang & Wang

تریلیون دلار برآورد شده است. این رقم در سال ۲۰۱۰ برابر با ۱۱۳ تریلیون دلار و در سال ۲۰۰۲ حدود ۵۰ تریلیون دلار بوده است. رشد چشمگیر این ارقام نشان‌دهنده‌ی گسترش فزاینده‌ی نهادهای مالی غیر بانکی و نقش روزافزون آن‌ها در نظام مالی جهانی طی دهه‌های اخیر است. در کل؛ بانکداری سایه به‌عنوان یک بخش مهم و درعین‌حال پرریسک در نظام مالی، می‌تواند نقش دوگانه‌ای در اقتصاد ایفا کند. از یک‌سو، با تامین مالی سریع و تسهیل دسترسی به اعتبارات، زمینه رشد اقتصادی را فراهم می‌کند و از سوی دیگر، در صورت فقدان چارچوب‌های نظارتی مناسب، ممکن است موجب افزایش ریسک‌های سیستمی و بی‌ثباتی مالی شود. از این‌رو، تدوین مقررات موثر و ارتقای شفافیت در این حوزه ضروری است. پژوهش حاضر با استفاده از الگوی گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) به بررسی تاثیر بانکداری سایه بر رشد اقتصادی در دو گروه از کشورهای منتخب (شامل کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه) طی دوره ۲۰۰۲ تا ۲۰۲۳ می‌پردازد. بر این اساس، فرضیه پژوهش به صورت زیر تدوین می‌گردد: بانکداری سایه دارای تاثیر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی در هر دو گروه از کشورها، شامل کشورهای توسعه یافته و کشورهای در حال توسعه می‌باشد.

پژوهش حاضر در پنج بخش سازماندهی شده است. در بخش دوم و سوم، مبانی نظری و مطالعات انجام شده در ارتباط با موضوع تحقیق ارائه می‌گردد. بخش چهارم به روش‌شناسی، ارائه مدل و معرفی متغیرها اختصاص دارد. در بخش پنجم نتایج برآورد مدل آورده شده و تفسیر می‌گردند. در نهایت نیز به نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها پرداخته می‌شود.

۲. مبانی نظری

۲-۱. بانکداری سایه

اصطلاح بانکداری سایه برای اولین بار توسط پول مک‌کالی^۱ در سال ۲۰۰۷ و در خلال بحران مالی جهانی مطرح شد. او این واژه را برای اشاره به مجموعه‌ای از موسسات مالی غیر بانکی که به طور مشابه بانک‌ها عمل می‌کنند، اما تحت نظارت‌های سخت‌گیرانه قرار ندارند، به کار برد. مک‌کالی بانکداری سایه را به عنوان یک سیستم مالی معرفی کرد که شامل موسساتی است که سپرده‌گذاری نمی‌کنند، اما به طور مشابه در فرآیند تامین مالی و خلق اعتبار در بازارهای مالی نقش دارند. او تاکید کرد که این موسسات به دلیل عدم نظارت، می‌توانند ریسک‌های سیستماتیک

^۱. Paul McCulley

جدی ایجاد کنند و در مواقع بحران، خطراتی برای ثبات مالی به وجود آورند (آلمو^۱ و همکاران، ۲۰۲۳؛ بثلندی و مرو^۲، ۲۰۲۲؛ بارگ^۳، ۲۰۱۷). طبق گفته پوزسار و همکاران (۲۰۱۰)، بانک‌های سایه شامل موسسات مالی هستند که اقدام به جذب منابع مالی، اعطای وام، خرید و فروش اوراق بهادار و سایر خدمات مشابه بانک‌ها می‌کنند، اما به دلیل فقدان نظارت دقیق، می‌توانند ریسک-هایی برای سیستم مالی ایجاد کنند. گارتون و ماتریک^۴ (۲۰۱۰)، بانکداری سایه را به عنوان مجموعه‌ای از فعالیت‌ها تعریف می‌کنند که ممکن است موجب بروز بحران‌های مالی و تهدیدات سیستماتیک شوند. هیئت ثبات مالی^۵ (۲۰۱۱) نیز بر این باور است که این موسسات بدون آنکه تحت نظارت بانکی قرار داشته باشند، همان خدمات مالی را ارائه می‌دهند و به دلیل عدم شفافیت، می‌توانند خطراتی برای استحکام نظام مالی ایجاد کنند. در نهایت، آدرین و اشکرافت^۶ (۲۰۱۲) بر لزوم توجه به این واقعیت تاکید دارند که این موسسات فعالیت‌های مشابه بانک‌ها را انجام می‌دهند، ولی فاقد قوانین و نظارت‌های بانکی هستند. در مجموع، این تعاریف بر تاثیرات احتمالی منفی بانکداری سایه بر ثبات اقتصادی و مالی تاکید دارند. در مقابل، بانکداری سایه از منظر برخی از کارشناسان و محققان می‌تواند مزایای قابل توجهی داشته باشد. این موسسات به دلیل انعطاف‌پذیری و عدم وابستگی به مقررات سخت‌گیرانه بانکی، قادرند به کسب و کارها و بخش‌های مختلف اقتصادی که ممکن است دسترسی محدودی به منابع مالی از طریق بانک‌های سنتی داشته باشند، خدمات مالی متنوع ارائه دهند. پوزسار و همکاران (۲۰۱۰) بیان می‌کنند که بانکداری سایه با تسهیل دسترسی به منابع مالی، به تامین مالی پروژه‌های مختلف و افزایش تنوع در سرمایه‌گذاری‌ها کمک می‌کند. علاوه بر این، آدرین و اشکرافت (۲۰۱۲) اشاره دارند که این موسسات می‌توانند با معرفی محصولات مالی نوآورانه و کاهش هزینه‌ها، رقابت در بازارهای مالی را افزایش دهند و شرایط بهتری برای مشتریان فراهم کنند. اما این فعالیت‌ها باید در قالب نظارت‌های مناسب و با شفافیت بیشتر انجام شود تا از ایجاد ریسک‌های غیر قابل کنترل و تهدید به سیستم مالی جلوگیری گردد. در غیر این صورت، بانکداری سایه می‌تواند به یکی از تهدیدهای

1. Olmo

2. Bethlendi & Mero

3. Borg

4. Gorton & Metrick

5. Financial Stability Board

6. Adrian & Ashcraft

بزرگ برای ثبات اقتصادی تبدیل شود. در مجموع، بانکداری سایه به عنوان یک ابزار مالی می‌تواند موجب رشد اقتصادی، تسهیل در تامین مالی و ارتقای نوآوری در بازارهای مالی شود. یکی از چالش‌های عمده‌ای که بانکداری سایه با آن روبرو است، عدم نظارت بر فعالیت‌های این موسسات مالی است. در حالی که بانک‌های سنتی تحت نظارت دقیق نهادهای مالی و بانکی قرار دارند، موسسات بانکداری سایه به طور مستقیم تحت نظارت مشابه قرار نمی‌گیرند. این امر می‌تواند منجر به بروز ریسک‌های سیستماتیک در بازارهای مالی شود (چانگ^۱ و همکاران، ۲۰۱۶؛ آبرت^۲ و همکاران، ۲۰۱۶). بانکداری سایه به‌ویژه در مواقع بحران‌های اقتصادی می‌تواند خطراتی برای پایداری سیستم مالی ایجاد کند، چرا که این موسسات مالی ممکن است بدهی‌های غیر شفاف و پر ریسکی را به گردش درآورند یا وارد معاملات پیچیده‌ای شوند که در کوتاه‌مدت سودآور به نظر می‌رسند، اما در بلندمدت می‌توانند مشکلاتی برای اقتصاد جهانی ایجاد کنند (روبیو^۳، ۲۰۱۷؛ ترنر^۴، ۲۰۱۶). همچنین، بسیاری از موسسات بانکداری سایه در ارائه اطلاعات مالی شفاف کوتاهی می‌کنند و این عدم شفافیت می‌تواند باعث پیچیدگی در ارزیابی ریسک‌ها و پایداری مالی این موسسات مالی شود. به این ترتیب، مشکلاتی نظیر ورشکستگی یا عدم توانایی در بازپرداخت بدهی‌ها در این موسسات مالی می‌تواند به بحران مالی گسترده‌تری منتهی شود (فن و پن^۵، ۲۰۲۰؛ شوارتز^۶، ۲۰۱۲). برای مقابله با این خطرات، نیاز به نظارت و تنظیم‌گری بیشتر بر فعالیت‌های موسسات بانکداری سایه احساس می‌شود. در این زمینه، نهادهایی مانند هیئت ثبات مالی در تلاش اند تا با طراحی و پیاده‌سازی مقررات جدید، از گسترش ریسک‌های ناشی از بانکداری سایه جلوگیری کنند.

۲-۲. پیامدهای منفی بانکداری سایه

بانکداری سایه، علی‌رغم نقش تکمیلی خود در افزایش تامین مالی و توسعه دسترسی به منابع اعتباری، به دلیل فعالیت در بسترهای غیررسمی و خارج از دایره نظارت مستقیم بانک مرکزی، بار سنگینی از مخاطرات مالی و تهدیدات ساختاری را بر نظام مالی و اقتصاد کلان تحمیل می‌کند. مهم‌ترین پیامد منفی این نظام، تشدید ریسک‌های سیستماتیک است. به سبب بهره‌گیری

^۱. Chang

^۲. Aubert

^۳. Rubio

^۴. Turner

^۵. Fan & Pan

^۶. Schwercz

گسترده از اهرم‌های مالی سنگین، شفافیت محدود در ترکیب دارایی‌ها و تعهدات و ارتباط پیچیده با نهادهای مالی رسمی، بانکداری سایه بستری برای تسریع انتقال شوک‌های مالی به تمامی بخش‌های اقتصادی فراهم می‌آورد. فقدان چارچوب‌های نظارتی موثر و قوانین جامع، موجب انباشت پنهان مخاطرات می‌شود که در زمان بحران به شکل شوک‌های فراگیر و خارج از کنترل نمود پیدا می‌کند (دونگ^۱، ۲۰۲۵؛ فن و پن^۲، ۲۰۲۰). رویداد بحران مالی جهانی ۲۰۰۸ نمونه بارزی است که نشان می‌دهد چگونه بانکداری سایه می‌تواند به کانال اصلی گسترش بحران تبدیل شود و ثبات کل سیستم مالی را به مخاطره اندازد.

گسترش فعالیت‌های بانکداری سایه همچنین به نوسانات شدید نقدینگی و تضعیف اعتماد عمومی منجر می‌شود که خود منشأ بی‌ثباتی‌های مالی است. واسطه‌های مالی غیر بانکی به دلیل اتکا به تامین مالی کوتاه‌مدت، فقدان بیمه سپرده و تضمین‌های رسمی، در برابر فشارهای مالی آسیب‌پذیرند و این آسیب‌پذیری به شکل انقباض ناگهانی اعتباردهی و خروج سریع سرمایه خود را نشان می‌دهد؛ فرآیندی که بحران‌های نقدینگی و سقوط ارزش دارایی‌ها را تشدید می‌کند. پیامد این شرایط، سرایت اثرات منفی به بانک‌های رسمی و بازارهای مالی و تخریب اعتماد عمومی به نظام مالی است. این نوع بی‌ثباتی، علاوه بر کاهش کارایی تخصیص منابع، رشد اقتصادی را به طور جدی محدود می‌سازد (میرجلیلی^۳ و همکاران، ۲۰۲۱).

نهایتاً، بانکداری سایه به شدت ابزارهای سیاست پولی بانک مرکزی را تضعیف می‌کند. گسترش این بخش غیررسمی باعث می‌شود فرایند خلق اعتبار و عرضه پول تا حد زیادی از کنترل مستقیم بانک مرکزی خارج گردد. در نتیجه، نرخ بهره، عملیات بازار باز و سایر ابزارهای سیاستی بانک مرکزی از کارآمدی لازم برای مدیریت نقدینگی و هدایت اقتصاد کلان برخوردار نیستند. این ضعف سیاست‌های پولی در دوره‌های رونق به تشدید انبساط اعتباری بدون پشتوانه و شکل‌گیری حباب‌های دارایی می‌انجامد و در دوره‌های رکود، بحران‌های نقدینگی را تعمیق می‌بخشد و رکود را تشدید می‌کند. در این وضعیت، بانک مرکزی در ایفای نقش کلیدی خود در حفظ ثبات قیمت‌ها و حمایت از رشد اقتصادی ناتوان می‌شود (گانگ^۴ و همکاران، ۲۰۲۰؛ یزدی‌فر^۵، ۲۰۱۵).

^۱. Dong

^۲. Fan & Pan

^۳. Mirjalili

^۴. Gong

^۵. Yazdifar

در مجموع، بانکداری سایه نه تنها ریسک‌های کلان مالی و اقتصادی را افزایش می‌دهد، بلکه منجر به فرسایش اعتماد عمومی و کاهش اثربخشی سیاست‌های کلان اقتصادی می‌گردد. مواجهه با این چالش مستلزم ایجاد نظام‌های نظارتی جامع و شفاف، تقویت همکاری میان نهادهای رسمی و غیررسمی، و توسعه ابزارهای نوین نظارتی است که ضمن حفظ مزایای بانکداری سایه، بتواند مخاطرات آن را به حداقل رسانده و سلامت و پایداری نظام مالی را تضمین کند.

۲-۳. تاثیر بانکداری سایه بر رشد اقتصادی

بانکداری سایه تأثیرات قابل توجهی بر رشد اقتصادی دارد که در صورت نظارت و مدیریت مناسب، می‌تواند فرصت‌های مثبتی را به همراه داشته باشد، اما در صورتی که به درستی کنترل نشود، می‌تواند مشکلات مالی و اقتصادی جدی ایجاد کند. از نظر تامین منابع مالی، بانکداری سایه می‌تواند برای بنگاه‌های کوچک و متوسط و بخش‌های اقتصادی که معمولاً دسترسی محدودی به خدمات بانکی رسمی دارند، فرصت‌های جدیدی را فراهم آورد (کلسنز^۱ و همکاران، ۲۰۱۲). این بنگاه‌ها به دلیل ریسک بالای فعالیت‌هایشان معمولاً قادر به استفاده از تسهیلات بانکی سنتی نیستند. در این راستا، بانکداری سایه با ارائه منابع مالی غیر رسمی به این بنگاه‌ها کمک می‌کند تا از ظرفیت‌های تجاری خود بهره‌برداری کنند و به رشد اشتغال و تولید ناخالص داخلی کمک نمایند (ژو و تواری^۲، ۲۰۲۰؛ لاون^۳ و همکاران، ۲۰۱۵). علاوه بر این، موسسات فعال در بانکداری سایه می‌توانند دسترسی به منابع مالی را برای کارآفرینان و استارت‌آپ‌ها تسهیل کرده و از این طریق به افزایش نوآوری و رشد اقتصادی کمک کنند (لیانگ و ریچارت^۴، ۲۰۱۲؛ اسلام و عثمان^۵، ۲۰۱۱). در شرایطی که سیستم بانکی رسمی قادر به تامین نیازهای خاص مالی نباشد، بانکداری سایه می‌تواند نقش مهمی در تامین نقدینگی ایفا کرده و از این طریق به جلوگیری از رکود اقتصادی کمک نماید (ماریرا و ساواف^۶، ۲۰۱۴). در نتیجه، اگر بانکداری سایه تحت نظارت و مدیریت دقیق قرار گیرد، می‌تواند به عنوان یک ابزار موثر در تحریک رشد اقتصادی و توسعه منابع مالی در بازارهای مختلف عمل کند.

1. Claessens

2. Zhou & Tewari

3. Laeven

4. Liang & Reichert

5. Islam & Osman

6. Moreira & Savov

یکی از جنبه‌های مثبت دیگر بانکداری سایه بر رشد اقتصادی، نقش آن در افزایش رقابت‌پذیری بازارهای مالی است. به‌ویژه در کشورهایی که سیستم بانکی رسمی با محدودیت‌های شدید در تامین اعتبار مواجه است، بانکداری سایه می‌تواند با ارائه گزینه‌های تامین مالی غیر رسمی، فضای رقابتی را در بازارهای مالی ایجاد کند. این رقابت می‌تواند موجب کاهش هزینه‌های مالی برای کسب‌وکارها و مصرف‌کنندگان شده و در نتیجه به تقویت رشد اقتصادی کمک کند (ژو و تواری^۱، ۲۰۲۰). موسسات بانکداری سایه معمولاً خدمات و محصولات مالی خود را با توجه به نیازهای خاص مشتریان ارائه می‌دهند، که این امر در بسیاری از موارد برای بانک‌های رسمی به دلیل محدودیت‌های نظارتی امکان‌پذیر نیست. این انعطاف‌پذیری در ارائه خدمات مالی می‌تواند دسترسی به منابع مالی را برای افراد و بنگاه‌های کوچک و متوسط بهبود بخشد و در نهایت باعث رشد بخش خصوصی و افزایش اشتغال شود (تائو^۲ و همکاران، ۲۰۲۲). علاوه بر این، بانکداری سایه می‌تواند در مناطقی که دسترسی به سیستم بانکی رسمی دشوار است، مانند مناطق دورافتاده یا کشورهای در حال توسعه، نقش مهمی در انتقال منابع مالی ایفا کند. در این راستا، بانکداری سایه به عنوان یک ابزار موثر در ارتقای رقابت و افزایش دسترسی به منابع مالی، می‌تواند سهم قابل توجهی در رشد اقتصادی ایفا کند (چنگ و دگریس^۳، ۲۰۱۰).

بانکداری سایه در صورتی که تحت نظارت مناسب قرار نگیرد، می‌تواند پیامدهای منفی عمده‌ای برای رشد اقتصادی به همراه داشته باشد. یکی از مهم‌ترین چالش‌های این نوع سیستم‌های مالی، عدم شفافیت و نظارت موثر بر فعالیت‌هایشان است. موسسات مالی غیر بانکی که از قوانین سخت‌گیرانه و نظارت مستقیم بانک مرکزی معاف هستند و ممکن است در معرض ریسک‌های بالایی قرار گیرند که در صورت بروز، می‌تواند بحران‌های مالی ایجاد کند. این بحران نه تنها موجب از دست رفتن سرمایه‌های مالی و اجتماعی می‌شود، بلکه می‌تواند نوسانات اقتصادی را تشدید کرده و منجر به کاهش رشد اقتصادی و ایجاد بی‌ثباتی در بازارهای مالی گردد (راتیوا و آزیکپونا^۴، ۲۰۱۷؛ آدرین و اشکرافت^۵، ۲۰۱۶). در چنین شرایطی، اگر این موسسات بدون رعایت اصول مالی و مدیریتی صحیح عمل کنند، می‌توانند خسارات جبران‌ناپذیری به بخش‌های مختلف

1. Zhou & Tewari

2. Tao

3. Cheng & Degryse

4. Rateiwa & Aziakpona

5. Adrian & Ashcraft

اقتصادی وارد آورند که در دوران رکود یا بحران‌های اقتصادی اثرات آن به مراتب شدیدتر خواهد بود. افزون بر این، زمانی که حجم زیادی از منابع مالی تحت کنترل این موسسات مالی قرار گیرد، احتمال اختلال در تعادل اقتصادی و شکل‌گیری حباب‌های مالی بیشتر می‌شود که تهدیدی برای رشد پایدار در بلندمدت به حساب می‌آید (ژو و توارى^۱، ۲۰۱۹؛ بنگتسون^۲، ۲۰۱۶).

در نهایت، بانکداری سایه می‌تواند اثرات پیچیده‌ای بر رشد اقتصادی به‌جا بگذارد. از یک سو، این مدل بانکداری با افزایش دسترسی به منابع مالی برای بنگاه‌های اقتصادی، می‌تواند به تسریع گردش سرمایه و بهبود فعالیت‌های اقتصادی کمک کند. این امر موجب می‌شود که سرمایه به راحتی جابجا شوند و پروژه‌های جدید با سرعت بیشتری تامین مالی شوند. اما از سوی دیگر، ممکن است این فعالیت‌ها فشارهایی را به سیستم بانکی رسمی وارد کرده و کارایی نهادهای مالی دولتی و بانک‌های مرکزی را کاهش دهند. به‌ویژه زمانی که موسسات بانکداری سایه به عنوان رقیب بانک‌های رسمی عمل می‌کنند، ممکن است سپرده‌ها و منابع مالی به این موسسات مالی غیر رسمی منتقل شده و در نتیجه بانک‌های مرکزی توان کمتری در اجرای سیاست‌های پولی و کنترل نرخ بهره پیدا کنند. چنین وضعیتی می‌تواند اثرات منفی بر کارایی سیاست‌های اقتصادی در سطح کلان بگذارد و به‌مرور زمان، روند رشد اقتصادی پایدار را با چالش مواجه سازد. بنا بر این، برای استفاده بهینه از مزایای بانکداری سایه، ضروری است که چارچوب‌های نظارتی و قانونی مناسبی برای نظارت بر این بخش از اقتصاد ایجاد شود تا از بروز بحران‌های مالی و تضعیف رشد اقتصادی جلوگیری به‌عمل آید.

۲-۴. سایر عوامل موثر بر رشد اقتصادی

یکی از مهم‌ترین کانال‌هایی که از طریق آن بانکداری سایه می‌تواند بر رشد اقتصادی تاثیر بگذارد، تورم است. در شرایطی که این بخش مالی به‌صورت کنترل‌نشده رشد کند، حجم نقدینگی در اقتصاد افزایش می‌یابد و ممکن است موجب فشارهای تورمی شود. افزایش فعالیت‌های بانکداری سایه می‌تواند از یک‌سو موجب تسهیل تامین مالی و افزایش تقاضا برای کالاها و خدمات شود و از سوی دیگر، با تضعیف سیاست‌های پولی بانک مرکزی، کنترل تورم را دشوار کند (جناولی^۳ و همکاران، ۲۰۱۳). در اقتصادهای نوظهور که نظام مالی آن‌ها به اندازه کافی توسعه‌یافته نیست، افزایش بانکداری سایه معمولاً با رشد نقدینگی و تورم همراه است که در بلندمدت می‌تواند بر

^۱. Zhou & Tewari

^۲. Bengtsson

^۳. Gennaioli

رشد اقتصادی اثر منفی بگذارد (آچاریا^۱ و همکاران، ۲۰۱۳). با این حال، در برخی اقتصادهای توسعه یافته، بانکداری سایه به دلیل افزایش کارایی تخصیص منابع مالی، می تواند رشد اقتصادی را تسهیل کند. اگر نهادهای نظارتی بتوانند تعادل مناسبی میان فعالیتهای این بخش و کنترل های تورمی برقرار کنند، بانکداری سایه می تواند به عنوان یک عامل تکمیلی برای سیستم بانکی رسمی عمل کند و اثرات مثبتی بر رشد اقتصادی داشته باشد (بوچک^۲ و همکاران، ۲۰۱۸). اما در غیاب مقررات کافی، بحران های مالی مانند بحران ۲۰۰۸، نشان داده اند که توسعه بیش از حد بانکداری سایه می تواند بی ثباتی مالی ایجاد کند، تورم را افزایش دهد و در نهایت رشد اقتصادی را کاهش دهد (پوزسار^۳ و همکاران، ۲۰۱۲). بنابراین، تاثیر بانکداری سایه بر رشد اقتصادی از طریق تورم، بستگی به ساختار نظام مالی، کیفیت سیاست های نظارتی و توانایی بانک های مرکزی در مدیریت نقدینگی دارد.

همچنین، بانکداری سایه از طریق تاثیرگذاری بر حجم نقدینگی می تواند نقش مهمی در رشد اقتصادی ایفا کند. افزایش فعالیتهای بانکداری سایه منجر به گسترش عرضه اعتبار و ایجاد ابزارهای مالی جدید می شود که حجم نقدینگی را در اقتصاد افزایش می دهد. این افزایش نقدینگی، در کوتاه مدت می تواند سرمایه گذاری و تولید را تقویت کرده و رشد اقتصادی را تحریک کند. با این حال، در صورت عدم وجود نظارت مناسب، افزایش بیش از حد نقدینگی می تواند منجر به ناپایداری مالی، ایجاد تورم و کاهش اثربخشی سیاست های پولی شود (جنائولی^۴ و همکاران، ۲۰۱۳). بنابراین، میزان تاثیر بانکداری سایه بر رشد اقتصادی از طریق حجم نقدینگی، به عوامل نهادی، سطح توسعه یافتگی بازارهای مالی، و کارآمدی سیاست های نظارتی و پولی بستگی دارد. علاوه بر این، بانکداری سایه از طریق تاثیرگذاری بر اعتبارات داخلی به بخش خصوصی، می تواند نقش مهمی در رشد اقتصادی ایفا کند. این بخش از نظام مالی، با ایجاد ابزارهای تامین مالی نوین و کاهش محدودیت های دسترسی به اعتبار، می تواند تامین مالی بنگاه های اقتصادی، به ویژه شرکت های کوچک و متوسط را تسهیل کند (کلاسنس^۵ و همکاران، ۲۰۱۲). افزایش اعتبارات داخلی به بخش خصوصی موجب افزایش سرمایه گذاری، تولید و اشتغال شده و در نتیجه رشد

1. Acharya

2. Buchak

3. Pozsar

4. Gennaioli

5. Claessens

اقتصادی را تقویت می‌کند. با این حال، تاثیر بانکداری سایه بر رشد اقتصادی از طریق این کانال به میزان نظارت و تنظیم‌گری بر این بخش بستگی دارد. در شرایطی که بانکداری سایه تحت کنترل‌های نظارتی مناسبی قرار نگیرد، رشد سریع آن می‌تواند منجر به افزایش بیش‌ازحد اعتبارات، تخصیص نامناسب منابع و بروز بحران‌های مالی شود (ژو و توارى^۱، ۲۰۲۰).

یکی دیگر از عوامل تاثیرگذار بر رشد اقتصادی اندازه دولت می‌باشد. اندازه دولت به عنوان یک عامل کلیدی در رشد اقتصادی، تاثیرات متفاوتی بر فرآیندهای اقتصادی دارد. از یک سو، دولت-های بزرگ می‌توانند با سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها، بهبود خدمات عمومی، آموزش و بهداشت، و همچنین ایجاد ثبات اقتصادی، به رشد اقتصادی کمک کنند. این نوع فعالیت‌های دولتی می‌توانند به بهبود بهره‌وری و ایجاد محیطی مناسب برای سرمایه‌گذاری منجر شوند (نیرولا و ساھو^۲، ۲۰۱۹). با این حال، در برخی موارد، گسترش بیش از حد دولت می‌تواند مشکلاتی را نیز ایجاد کند. یکی از این مشکلات، بارمالیاتی سنگین است که ممکن است بر انگیزه‌های کارآفرینی و نوآوری تاثیر منفی بگذارد (صلح‌خواه و همکاران، ۱۴۰۲). همچنین، در صورتی که دولت‌ها منابع را به درستی مدیریت نکرده و خدمات را به طور ناکارآمد ارائه دهند، این امر می‌تواند رشد اقتصادی را مختل کنند (آقازاده بکتاش و دیزجی، ۱۳۹۶). در نهایت، موفقیت یا شکست اندازه دولت در ارتقا رشد اقتصادی به کیفیت حکمرانی، سیاست‌های دولت و نحوه مدیریت منابع بستگی دارد. دولت‌ها باید به گونه‌ای عمل کنند که ضمن تامین خدمات عمومی، انگیزه‌های بخش خصوصی برای نوآوری و توسعه حفظ شود و رشد اقتصادی به طور پایدار به جلو حرکت کند.

در نهایت، نرخ ارز نیز یکی از متغیرهای دیگری است که می‌تواند تاثیرات قابل توجهی را بر رشد اقتصادی کشورها وارد کند. از یک طرف، کاهش ارزش پول ملی می‌تواند رقابت‌پذیری صادرات را افزایش دهد، زیرا کالاهای تولیدی داخلی برای مصرف‌کنندگان خارجی ارزان‌تر خواهند شد. این امر می‌تواند تقاضای خارجی برای محصولات کشور را بالا برده و به افزایش صادرات کمک کند که در نتیجه موجب رشد اقتصادی و توسعه بخش‌های تولیدی خواهد شد. همچنین، کاهش نرخ ارز می‌تواند از ورود کالاهای وارداتی ارزان‌تر جلوگیری کرده و از صنایع داخلی در برابر رقابت خارجی حمایت کند. در نتیجه، این شرایط می‌تواند به تقویت تولیدات داخلی و بهبود تعادل تجاری کشور کمک کند (منافی انور، ۱۴۰۲؛ شهبازی و نجارقال، ۱۳۹۶). از سوی دیگر، افزایش

1. Zhou & Tewari

2. Nirola & Sahu

نرخ ارز و تضعیف پول ملی ممکن است هزینه واردات را بالا برده و به خصوص در مواردی که وابستگی به واردات مواد اولیه و تجهیزات صنعتی وجود دارد، هزینه‌های تولید را افزایش دهد. این امر می‌تواند موجب افزایش قیمت کالاهای داخلی و در پی آن تورم شود که بر قدرت خرید مصرف‌کنندگان تاثیر منفی می‌گذارد و تقاضا برای کالاهای داخلی را کاهش می‌دهد. بنا بر این، تاثیرات نرخ ارز بر رشد اقتصادی به ساختار اقتصادی کشور، میزان وابستگی به واردات، و نحوه مدیریت سیاست‌های اقتصادی بستگی دارد. در صورتی که تغییرات نرخ ارز به طور معقول و در راستای سیاست‌های اقتصادی کشور صورت گیرد، می‌تواند به بهبود توازن تجاری و رشد پایدار اقتصادی منجر شود.

۳. پیشینه پژوهش

۳-۱. پیشینه پژوهش خارجی

مگ کانیس^۱ و همکاران (۲۰۲۲) با استفاده از یک مدل تعادل عمومی تصادفی پویا، تاثیر بانکداری سایه بر اقتصاد آمریکا را بررسی کرده‌اند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که بین بهره‌وری کل عوامل تولید و توسعه بانکداری سایه، رابطه‌ای منفی وجود دارد. همچنین، توسعه بانکداری سایه باعث تضعیف خدمات مالی و کاهش کیفیت فناوری شده که این امر کاهش بهره‌وری کل عوامل تولید را به دنبال دارد. ژو و تواری^۲ (۲۰۲۰) در مطالعه‌ای، تاثیر بانکداری سایه را بر رشد اقتصادی ۲۷ کشور توسعه‌یافته و در حال توسعه بررسی کرده‌اند. آن‌ها از داده‌های تابلویی و روش GLS برای دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۸ استفاده نموده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که در بلندمدت، بانکداری سایه تاثیر مثبتی بر رشد اقتصادی دارد. همچنین، آزمون علیت گرنجر حاکی از وجود رابطه دوسویه بین بانکداری سایه و رشد اقتصادی است. علاوه بر این، رابطه مثبت و معناداری بین اعتبار بانکی و توسعه بازار سهام با بانکداری سایه مشاهده شده است. کجوفسکی^۳ و همکاران (۲۰۲۰) با استفاده از روش گشتاور تعمیم‌یافته (GMM)، عوامل کلان اقتصادی موثر بر بانکداری سایه را در ۱۱ کشور عضو اتحادیه اروپا طی سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۸ تحلیل کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که تحولات بخش مالی، به‌ویژه صندوق‌های بازنشستگی و بیمه، مهم‌ترین عوامل تاثیرگذار

^۱. Magkonis

^۲. Zhou & Tewari

^۳. Kjosevski

بر رشد اقتصادی این کشورها هستند. همچنین، بحران مالی تأثیر منفی بر رشد بانکداری سایه داشته است. علاوه بر این، بانک‌های سنتی، صندوق‌های بازنشستگی و بیمه، نقش مکملی برای بانکداری سایه ایفا می‌کنند. حسین و باو^۱ (۲۰۱۹) با استفاده از داده‌های تابلویی ۱۴ کشور و مدل خطی تعمیم‌یافته، اثر بانکداری سایه را بر اقتصاد بررسی کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که اندازه بانکداری سایه تأثیر بیشتری بر تولید ناخالص داخلی اسمی نسبت به تولید ناخالص داخلی حقیقی دارد، به این معنا که شاخص‌های اسمی اقتصاد بیش از شاخص‌های حقیقی تحت تأثیر قرار گرفته‌اند. کوموروسکی و پارسی^۲ (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان "بانکداری سایه و کارایی اقتصاد کلان"، داده‌های تابلویی ۲۶ کشور را بررسی کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که بانکداری سایه پس از بحران مالی، تأثیر منفی بر بیکاری، رشد اقتصادی، نقدینگی، نرخ بهره و تورم داشته است. با این حال، همراهی بانکداری سایه با بانک‌های تجاری باعث تأثیر مثبت بر شاخص‌های پولی شده است. همچنین، اثر علی بین اندازه بانکداری سایه و نرخ بیکاری در کشورهای در حال توسعه مشاهده شده است، در حالی که اثر بانکداری سایه بر نرخ بهره ضعیف ارزیابی شده است. یانگ^۳ و همکاران (۲۰۱۹) تأثیر بانکداری سایه بر فعالیت اقتصادی چین را با استفاده از یک مدل تعادل عمومی تصادفی پویا تحلیل کرده‌اند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که شوک‌های نظارتی، عامل اصلی رشد بانکداری سایه چین از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۶ بوده است. همچنین، اصطکاک مالی در بانکداری سایه، مکانیزم شتاب مالی دوگانه را ایجاد کرده و بر اثربخشی سیاست‌های احتیاطی کلان تأثیر منفی گذاشته است. راتیوا و آزیکیپونا^۴ (۲۰۱۷) در پژوهشی، رابطه تعادلی بلندمدت میان رشد اقتصادی و توسعه مؤسسات مالی غیربانکی را در مصر، نیجریه و آفریقای جنوبی بررسی کرده‌اند. آن‌ها با استفاده از داده‌های تابلویی طی سال‌های ۱۹۷۱ تا ۲۰۱۳ و آزمون‌های تصحیح خطای برداری و یوهانسن، نشان داده‌اند که رابطه‌ای مثبت و دوسویه بین توسعه مؤسسات مالی غیربانکی و رشد اقتصادی در مصر و آفریقای جنوبی وجود دارد، اما این رابطه در نیجریه ضعیف‌تر است. چو^۵ و همکاران (۲۰۱۷) تأثیر بانکداری سایه را بر تولید واقعی در چین، در کوتاه‌مدت و بلندمدت بررسی کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که در بلندمدت، توسعه بانکداری سایه موجب افزایش شکاف دستمزدی میان کارگران ماهر و غیرماهر و کاهش تولید

1. Hussain & Bao

2. Komorowski & Parisi

3. Yang

4. Rateiwa & Aziakpono

5. Chao

واقعی می‌شود، اما در کوتاه‌مدت، می‌تواند موجب افزایش رفاه اقتصادی گردد. ربیو^۱ (۲۰۱۷) با استفاده از مدل تعادل عمومی پویا، اثر بانکداری سایه را بر میزان وام‌دهی بررسی کرده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که بانکداری سایه از یک سو باعث افزایش وام‌دهی و از سوی دیگر موجب افزایش مصرف وام‌گیرندگان می‌شود. باربو و سیواکا^۲ (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای روی ۱۵ کشور اتحادیه اروپا، تاثیر عوامل کلان اقتصادی بر تغییرات دارایی‌های بانکداری سایه را تحلیل کرده‌اند. یافته‌ها نشان می‌دهد که رشد تولید ناخالص داخلی، نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی و نرخ بهره کوتاه‌مدت تاثیر منفی بر تغییرات بانکداری سایه داشته‌اند، در حالی که شاخص سهام و نرخ بهره بلندمدت، تاثیر مثبتی داشته‌اند. اتا و گانگ^۳ (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای توصیفی در هلند، رابطه میان اوراق بهادارسازی، ثبات مالی و اقتصاد کلان را بررسی کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که رشد منفی اقتصاد این کشور تا حد زیادی ناشی از اوراق بهادارسازی بوده است. لیانگ و ریچارت^۴ (۲۰۱۲) با استفاده از داده‌های تابلویی کشورهای توسعه‌یافته و نوظهور، استدلال کرده‌اند که در صورت عدم تنظیم صحیح مؤسسات مالی غیربانکی، احتمال افزایش ریسک‌پذیری بیش از حد و بروز بحران‌های مالی وجود دارد. این مطالعه نشان داده است که رشد مؤسسات مالی غیربانکی تاثیر منفی و معناداری بر رشد اقتصادی دارد.

۳-۲. پیشینه پژوهش فارسی

مکی‌پور و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی به بررسی تاثیر بانکداری سایه بر اثربخشی سیاست پولی پرداخته‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که گسترش بانکداری سایه می‌تواند منجر به کاهش اثربخشی سیاست‌های پولی شده و از این طریق تاثیر منفی بر رشد اقتصادی بگذارد. علی‌زاده و همکاران (۱۴۰۰) تاثیر بانکداری سایه بر مطالبات معوق شبکه بانکی را با استفاده از الگوی تغییر رژیم مارکوف در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۷ بررسی کرده‌اند. یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که در صورتی که مطالبات معوق شبکه بانکی در رژیم پایین قرار داشته باشد، تاثیر مثبتی بر رشد اقتصادی خواهد داشت. در مقابل، اگر مطالبات معوق در رژیم بالا باشد، اثرگذاری آن بر رشد اقتصادی منفی خواهد بود. عظیمی (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی تاثیر سیستم بانکداری سایه بر سیاست پولی پرداخته است. در این مطالعه، با استفاده از داده‌های فصلی اقتصاد ایران

^۱. Rubio

^۲. Barbu & Cioaca

^۳. Ata & Gong

^۴. Liang & Reichert

طی دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ و بهره‌گیری از روش خودرگرسیون برداری ساختاری (SVAR)، تاثیر بانکداری سایه بر سیاست پولی و رشد اقتصادی مورد تحلیل قرار گرفته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که گسترش حجم فعالیت‌های بانکداری سایه، تاثیر منفی بر رشد اقتصادی دارد. جمشیدی و همکاران (۱۳۹۵) با استفاده از الگوی رشد اقتصادی فرانک رمزی (۱۹۲۸)، تاثیر اوراق بهادارسازی در نظام بانکداری اسلامی داخلی را بررسی کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که اوراق بهادارسازی به عنوان ابزاری برای تامین منابع مالی بانک‌ها، تاثیر منفی و معناداری بر متغیرهای کلان اقتصادی دارد. به عبارت دیگر، این فرایند موجب کاهش رشد اقتصادی و اشتغال شده و در عین حال، نرخ تورم را افزایش می‌دهد. فراهانی فرد و همکاران (۱۳۹۴) در مطالعه‌ای، اثر توسعه مالی غیر بانکی بر رشد اقتصادی ایران را بررسی کرده‌اند. این پژوهش با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) و داده‌های سری‌زمانی در بازه ۱۳۷۸ تا ۱۳۹۲ انجام شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که توسعه موسسات مالی غیر بانکی تاثیر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد. همچنین، اشتغال و درآمد سرانه نیز دارای اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی هستند. در مطالعه دیگری، فراهانی فرد و همکاران (۱۳۹۴) با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) و داده‌های سری‌زمانی (۱۳۷۸-۱۳۹۲)، تاثیر فعالیت‌های موسسات مالی بانکی و غیربانکی اسلامی بر رشد اقتصادی ایران را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای مورد مطالعه دارای اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی هستند. همچنین، تاثیر مؤسسات مالی بانکی بیشتر از مؤسسات مالی غیر بانکی بر رشد اقتصادی بوده است.

در مجموع، نتایج مطالعات پیشین حاکی از آن است که بانکداری سایه در برخی کشورها و شرایط موجب تقویت رشد اقتصادی، تسهیل تامین مالی و بهبود شاخص‌های پولی شده، اما در بسیاری از موارد دیگر، پیامدهای منفی آن از جمله کاهش بهره‌وری، تضعیف اثربخشی سیاست‌های پولی، گسترش نابرابری و افزایش بی‌ثباتی مالی مورد تاکید قرار گرفته است. با این حال، اکثر این پژوهش‌ها یا به بررسی کشورهای منفرد پرداخته‌اند، یا صرفاً از متغیرهای کلان سطح اول بهره گرفته‌اند و از تحلیل اثرات تعاملی غافل مانده‌اند. پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های تابلویی کشورهای منتخب و روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM)، نه تنها تاثیر مستقیم بانکداری سایه بر رشد اقتصادی را ارزیابی می‌کند، بلکه از طریق وارد کردن متغیرهای تعاملی نظیر تعامل بانکداری سایه با نقدینگی، تورم و اعتبار اعطایی به بخش خصوصی، به تحلیل اثرات ترکیبی و

چندبعدی آن می‌پردازد؛ نوآوری‌ای که خلا مهمی در ادبیات موجود را پوشش می‌دهد و دیدگاه جامع‌تری نسبت به نقش پنهان و پیچیده بانکداری سایه در پویایی رشد اقتصادی فراهم می‌آورد.

۴. روش‌شناسی پژوهش و معرفی الگو

در این پژوهش، تاثیر بانکداری سایه بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب (شامل دو گروه از کشورهای توسعه یافته^۱ و در حال توسعه^۲) با استفاده از داده‌های تابلویی طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۲۳ مورد بررسی قرار می‌گیرد. به‌منظور تجزیه و تحلیل این رابطه، از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) بهره گرفته شده است. این روش، به دلیل کارایی بالای آن در تحلیل مدل‌های دینامیک مبتنی بر داده‌های تابلویی، به‌ویژه در شرایطی که متغیرهای توضیحی درون‌زا هستند و داده‌ها ممکن است دارای خودهمبستگی یا ناهمسانی واریانس باشند، انتخاب شده است. به‌منظور بررسی رابطه مذکور، مدل اقتصادسنجی پژوهش به‌صورت زیر تصریح می‌شود:

$$GDP_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{it-1} + \beta_2 SH_{it} + \beta_3 SH_{it}^2 + \beta_4 CPI_{it} * SH_{it} + \beta_5 M_{2it} * SH_{it} + \beta_6 DC_{it} * SH_{it} + \beta_7 SHB_{it} + \beta_8 G_{it} + \beta_9 EX_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

که در آن:

i و t به ترتیب نشان‌دهنده کشورها و دوره زمانی هستند.

SH: شاخص بانکداری سایه است. مطابق با مطالعه کموروسکی و پارسی (۲۰۱۹)، اندازه بانکداری سایه از دارایی سایر واسطه‌های مالی^۳ استخراج شده است. داده‌های این متغیر از گزارش‌های سالانه هیئت ثبات مالی^۴ جمع‌آوری شده است.

SH²: توان دوم حجم بانکداری سایه

SHB: نسبت حجم بانکداری سایه به حجم بانکداری سنتی

CPI: نرخ تورم، که داده‌های آن از پایگاه اطلاعاتی بانک جهانی استخراج شده است.

^۱ . کشورهای توسعه‌یافته شامل کشورهای ایالات متحده آمریکا، کانادا، استرالیا، ایتالیا، ژاپن، آلمان، فرانسه، هلند، سوئیس، هانگ‌کانگ، بلژیک، لوکزامبورگ، سنگاپور، اسپانیا، ایرلند، انگلستان.

^۲ . کشورهای در حال توسعه شامل کشورهای چین، هند، برزیل، مکزیک، روسیه، اندونزی، آفریقای جنوبی، ترکیه، آرژانتین، شیلی، عربستان سعودی.

^۳ . Other Financial Intermediaries

^۴ . Financial Stability Board

GDP: تولید ناخالص داخلی واقعی که داده‌های آن از پایگاه اطلاعاتی بانک جهانی جمع‌آوری شده است.

G: اندازه دولت، که بر اساس مخارج کل دولت تعریف شده و داده‌های آن از پایگاه اطلاعاتی بانک جهانی استخراج شده است.

EX: نرخ ارز واقعی، که داده‌های آن از پایگاه اطلاعاتی بانک جهانی جمع‌آوری شده است.
DC: اعتبارات داخلی به بخش خصوصی درصد از تولید ناخالص داخلی، که داده‌های آن از پایگاه اطلاعاتی بانک جهانی گردآوری شده است.

M2: حجم نقدینگی، که به صورت نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی محاسبه شده و داده‌های آن از پایگاه اطلاعاتی صندوق بین‌المللی پول جمع‌آوری شده است.
CPI * SH: متغیر تعاملی نرخ تورم با بانکداری سایه که برای بررسی اثرات متقابل این دو متغیر در مدل لحاظ شده است.

M2 * SH: متغیر تعاملی نقدینگی با بانکداری سایه که نشان‌دهنده اثرات ترکیبی این دو متغیر بر رشد اقتصادی است.

DC * SH: متغیر تعاملی اعتبارات داخلی به بخش خصوصی با بانکداری سایه که نشان‌دهنده اثرات ترکیبی این دو متغیر بر رشد اقتصادی است.

ε: جمله خطای تصادفی مشاهده‌نشده است. لازم به ذکر است که تمامی متغیرها به صورت لگاریتمی در مدل وارد شده‌اند.

رابطه (۱) به دلیل ماهیت پویای خود، با استفاده از تخمین‌زن گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) که نخستین بار توسط آرانو و باند^۱ (۱۹۹۱) معرفی و سپس توسط آرانو و باور^۲ (۱۹۹۵) و بلاندل و باند^۳ (۱۹۹۸) توسعه یافته است، برآورد می‌شود.

همچنین، با فرض آنکه ε_{it} از فرآیند جملات اخلاص یک‌طرفه پیروی می‌کند، بدین معنا که تفاوت‌های مقطعی صرفاً ناشی از اثرات ثابت هستند، رابطه (۲) تصریح می‌شود که در آن، مقاطع مختلف به صورت مستقل از یکدیگر در نظر گرفته شده‌اند.

$$\varepsilon_{it} = \varepsilon_i + V_{it} \quad (2)$$

در رابطه (۲)، فرض بر این است که $V_{it} \approx \text{IID}(0, \sigma_V^2) \approx \text{IID}(0, \sigma_\varepsilon^2)$ است. در این شرایط،

^۱. Arellano & Bond

^۲. Arellano & Bover

^۳. Blundell & Bond

مسئله خودهمبستگی به دلیل دو عامل، حضور متغیر وابسته وقفه‌دار در میان متغیرهای مستقل و اثرات مقطعی نامتجانس میان واحدهای مورد بررسی آشکار می‌شود. از آنجایی که ε_{it} تابعی از ε_i است؛ متغیر وابسته وقفه‌دار در مدل با جمله ε_{it} همبستگی دارد. این موضوع موجب تورش و ناسازگاری تخمین‌زن حداقل مربعات معمولی (OLS) شده و استفاده از روش‌های جایگزین، نظیر تخمین‌زن گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM)، را ضروری می‌سازد. آرانو و باند (۱۹۹۱) روشی برای برآورد مدل‌های پانل پویا مبتنی بر برآوردگر گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) ارائه کردند که نسبت به تخمین‌زن‌های پیشین کارایی بیشتری دارد. در این روش، برای تخمین مدل‌های مذکور از برآوردگر GMM توسعه‌یافته توسط آرانو و باند استفاده می‌شود. یکی از چالش‌های اصلی در این مدل‌ها، همبستگی متغیر وابسته با وقفه‌های آن و سایر متغیرهای مستقل است که برای رفع آن از ماتریس ابزارها بهره گرفته می‌شود. روش آرانو و باند (۱۹۹۱) شامل برآوردگر GMM در دو مرحله است. در این روش، برای بررسی اعتبار ابزارهای مورد استفاده، از آزمون سارگان بهره گرفته می‌شود. در این آزمون، فرضیه صفر بیانگر عدم همبستگی بین ابزارها و اجزای اخلاص مدل است. رد شدن این فرضیه نشان‌دهنده نامعتبر بودن ابزارها و احتمال بروز مشکل در تخمین مدل خواهد بود.

۵. برآورد الگو و یافته‌ها

۵-۱. آزمون وابستگی بین مقاطع

به منظور بررسی پایایی متغیرها، در ابتدا لازم است آزمون وابستگی مقطعی انجام شود تا انتخاب آزمون مناسب برای ریشه واحد تسهیل گردد. در این پژوهش، وابستگی مقطعی میان مقاطع مختلف داده‌های ترکیبی با استفاده از آزمون پسران (۲۰۱۵)، که نسخه توسعه‌یافته آزمون پسران (۲۰۰۴) است، مورد ارزیابی قرار گرفته است. در این آزمون، فرضیه صفر بیانگر عدم وجود وابستگی مقطعی میان واحدهای مقطعی است. نتایج حاصل از این آزمون، که در جدول (۱) ارائه شده است، نشان می‌دهد که فرضیه صفر برای تمامی متغیرهای مدل رد شده است. این یافته حاکی از آن است که بین مقاطع مختلف موجود در داده‌های ترکیبی بررسی شده، همبستگی مقطعی وجود دارد.

جدول (۱): آزمون وابستگی بین مقاطع پسران

کشورهای توسعه یافته		کشورهای در حال توسعه		
CD پسران	احتمال	CD پسران	احتمال	
۴۲/۶۸۴۹۵	۰/۰۰۰۰	۳۲/۹۴۲۵۸	۰/۰۰۰۰	LGDP
۴۲/۶۸۷۵۴	۰/۰۰۰۰	۲۷/۰۷۰۸۴	۰/۰۰۰۰	LSH
۴۳/۷۲۸۷۴	۰/۰۰۰۰	۳۵/۹۸۴۵۷	۰/۰۰۰۰	SH^2
۲۷/۴۷۴۹۸	۰/۰۰۰۰	۲۸/۳۸۵۹۱	۰/۰۰۰۰	SHB
۴۸/۱۸۴۴۳	۰/۰۰۰۰	۳۳/۰۷۵۹۵	۰/۰۰۰۰	LCPI
۳۷/۴۶۴۷۶	۰/۰۰۰۰	۳۲/۲۰۱۲۵	۰/۰۰۰۰	LG
۲۶/۴۶۸۴۰	۰/۰۰۰۰	۱۸/۲۲۰۶۴	۰/۰۰۰۰	LM2
۲۱/۰۹۸۴۵	۰/۰۰۰۰	۱۸/۰۶۰۰۵	۰/۰۰۰۰	LEX
۳/۸۷۶۸۱۹	۰/۰۰۰۰	۲۲/۵۳۰۹۲	۰/۰۰۰۰	LDC

منبع: یافته‌های پژوهش

۵-۲. آزمون ریشه واحد

با توجه به نتایج برآورد شده در آزمون وابستگی مقطعی، مشخص گردید که بین مقاطع مختلف در داده‌های ترکیبی همبستگی وجود دارد. این وابستگی مقطعی می‌تواند اعتبار آزمون‌های رایج ریشه واحد در داده‌های تابلویی، نظیر آزمون‌های لوین، لین و چو^۱ و ایم، پسران و شین^۲ و ... را تحت تاثیر قرار داده و احتمال بروز ریشه واحد کاذب را افزایش دهد. در چنین شرایطی، به‌منظور کنترل این وابستگی و بهبود دقت برآوردها، از آزمون ریشه واحد پسران (CIPS) استفاده می‌شود که توانایی تشخیص پایایی متغیرها در حضور وابستگی مقطعی را دارد. نتایج آزمون پایایی متغیرها با استفاده از این روش، در شرایط وجود وابستگی بین مقاطع، در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): نتایج آزمون ریشه واحد پسران در صورت وابستگی بین مقاطع

کشورهای توسعه یافته		کشورهای در حال توسعه		
مقدار آماره CPIS	درجه همگرایی	مقدار آماره CPIS	درجه همگرایی	متغیرها
-۲/۶۴۱۳۳	I(1)	-۳/۰۰۶۹۶	I(1)	LGDP
-۲/۹۵۳۴۹	I(0)	-۳/۶۶۸۷۱	I(1)	LSH
-۳/۹۴۸۲۵	I(0)	-۴/۳۷۰۷۶	I(1)	SH^2
-۲/۴۱۸۴۶	I(1)	-۲/۴۷۲۹۱	I(0)	SHB

1. Levin, Lin & Chu

2. Im, Pesaran & Shin

I(1)	-۲/۴۵۲۹۵	I(1)	-۲/۶۴۱۶۳	LCPI
I(0)	-۲/۳۵۳۷۶	I(1)	-۲/۳۹۹۲۶	LG
I(1)	-۳/۴۵۱۶۱	I(1)	-۴/۱۳۱۷۶	LM2
I(0)	-۳/۳۲۵۷۹	I(0)	-۳/۳۵۷۸۲	LEX
I(1)	-۲/۶۱۰۴۱	I(1)	-۳/۲۱۸۱۴	LDC

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نتایج جدول، برخی از متغیرهای مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد ایستا نیستند، اما تفاضل مرتبه اول آن‌ها ایستا است.

در ادامه، به منظور ارزیابی هم‌خطی احتمالی میان متغیرهای توضیحی مدل، از آزمون عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است.

جدول (۳). نتایج آزمون عامل تورم واریانس (VIF)

کشورهای توسعه یافته		کشورهای در حال توسعه	
متغیرها	مقدار VIF	متغیرها	مقدار VIF
LSH	۳/۱۲	LSH	۲/۵۴
SH^2	۲/۰۱	SH^2	۱/۹۷
SHB	۳/۸۷	SHB	۲/۶۳
LCPI * SH	۱/۲۱	LCPI * SH	۱/۳۵
LM2 * SH	۳/۶۳	LM2 * SH	۲/۸۷
LDC * SH	۲/۲۳	LDC * SH	۱/۴۲
LG	۴/۶۶	LG	۳/۹۶
LEX	۱/۱۳	LEX	۱/۶۱

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نتایج حاصل در جدول (۳)، مقادیر شاخص آزمون عامل تورم واریانس برای تمامی متغیرهای توضیحی کمتر از سطح آستانه بوده است: از این رو می‌توان نتیجه گرفت که هم‌خطی چندگانه میان متغیرهای توضیحی مدل وجود ندارد و مدل از این منظر با مشکلی مواجه نیست.

۵-۳. نتایج برآورد مدل

نتایج حاصل از برآورد مدل با استفاده از تخمین‌زن GMM دو مرحله‌ای به منظور بررسی تاثیر بانکداری سایه و سایر متغیرهای توضیحی بر رشد اقتصادی در دو گروه از کشورهای منتخب در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول (۴): نتایج برآورد مدل با استفاده از روش GMM

متغیرها	کشورهای توسعه یافته		کشورهای در حال توسعه	
	ضریب	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری
LGDP(-1)	۰/۴۵۲۳۱۶۲	۰/۰۰۰	۰/۲۶۱۲۳۶۱	۰/۱۳۸
LSH	۰/۸۳۲۶۴۴۵	۰/۰۰۳	۰/۳۹۱۵۳۶۷	۰/۰۰۴
SH ²	۰/۸۴۶۷۲۵۱	۰/۱۲۴	-۰/۵۸۴۵۳۷۹	۰/۰۰۱
SHB	۰/۶۴۸۲۱۵۳	۰/۰۰۲	-۰/۴۷۲۹۴۶۲	۰/۰۰۰
LCPI * SH	۰/۵۴۶۳۵۰۵	۰/۰۰۰	-۰/۱۰۵۴۱۴	۰/۳۶۲
LM2 * SH	۰/۱۸۹۰۴۷۷	۰/۱۵۹	-۰/۵۲۵۱۱۷	۰/۰۰۷
LDC * SH	۰/۲۲۶۵۷۳۲	۰/۰۲۶	۰/۲۵۰۵۱۷	۰/۰۴۸
LG	۰/۱۰۱۴۲۱۵	۰/۰۰۰	۰/۳۶۱۲۰۳۳	۰/۰۱۰
LEX	-۰/۲۱۱۰۵۶۴	۰/۰۰۰	۰/۱۲۸۸۹۱	۰/۰۶۸
C	۵/۲۰۳۲۶	۰/۰۵۸	۰/۷۱۰۲۳۷	۰/۰۶۳

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج ارائه شده در جدول (۴) نشان می‌دهد که ضریب برآورد شده برای متغیر رشد اقتصادی با وقفه در هر دو گروه از کشورها دارای مقدار مثبت است. با این حال، از نظر آماری، این اثر تنها در گروه کشورهای توسعه یافته معنادار ارزیابی شده است. این یافته بدین معناست که در این کشورها، نرخ رشد اقتصادی دوره قبل تاثیر مثبت و معناداری بر نرخ رشد اقتصادی دوره جاری دارد. این نتیجه حاکی از آن است که در کشورهای توسعه یافته، وجود ساختارهای اقتصادی منسجم و نهادهای کارآمد، زمینه ساز پایداری در روند رشد اقتصادی است؛ به گونه ای که عملکرد مثبت در دوره های پیشین، از طریق افزایش اعتماد فعالان اقتصادی، تقویت سرمایه گذاری مولد و بهبود بهره‌وری، به طور معناداری بر رشد اقتصادی دوره جاری تاثیرگذار می‌شود.

ضرایب برآورد شده برای متغیر حجم دارایی بانکداری سایه در هر دو گروه از کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه مثبت و معنادار است. این یافته، که با مبانی نظری موجود همخوانی دارد و نتایج ژو و تواری^۱ (۲۰۲۰) را تایید می‌کند، نشان می‌دهد که گسترش دارایی‌های بانکداری سایه در این کشورها موجب افزایش رشد اقتصادی می‌شود. این نتیجه حاکی از آن است که بانکداری سایه می‌تواند با تسهیل دسترسی بنگاه‌های اقتصادی به منابع مالی، به‌ویژه در

1. Zhou & Tewari

کشورهایی با نظام بانکی رسمی کمتر توسعه یافته یا دارای مقررات سخت گیرانه، به بهبود رشد اقتصادی کمک کند.

ضریب برآورد شده برای متغیر توان دوم حجم بانکداری سایه در کشورهای توسعه یافته مثبت بوده، ولی از نگاه آماری معنادار نیست. این یافته نشان می دهد که رابطه غیر خطی میان بانکداری سایه و رشد اقتصادی در این گروه از کشورها تایید نمی شود. با این وجود، ضریب خطی بانکداری سایه در همین کشورها، مثبت و معنادار به دست آمده است، که دلالت بر آن دارد که گسترش بانکداری سایه، در سطوح پایین تر و در محدوده ای کنترل شده، می تواند اثر تقویت کننده ای بر رشد اقتصادی داشته باشد. در مقابل، ضریب برآورد شده برای متغیر توان دوم حجم بانکداری سایه در کشورهای در حال توسعه منفی و معنادار است، به این معنا که پس از یک آستانه مشخص، افزایش بیشتر بانکداری سایه اثر منفی بر رشد اقتصادی در این گروه از کشورها دارد. ضریب برآورد شده برای متغیر نسبت بانکداری سایه به بانکداری رسمی در کشورهای توسعه یافته مثبت و معنادار است، به گونه ای که گسترش نهادهای مالی غیر بانکی در کنار بانک های رسمی به تعمیق مالی، افزایش رقابت، کاهش هزینه های واسطه گری مالی و ارتقای نوآوری در ابزارهای تامین مالی منجر شده و از این طریق موجب تسریع رشد اقتصادی می شود. در مقابل، این نسبت در کشورهای در حال توسعه با اثر منفی و معنادار همراه است، چرا که گسترش بانکداری سایه در بستر ضعف نظارتی و نهادی، به تضعیف عملکرد بانک های رسمی و افزایش ناپایداری مالی منجر می شود.

نتایج حاصل از بررسی اثرات تعاملی تورم و بانکداری سایه بر رشد اقتصادی نشان می دهد که ضریب متغیر تعاملی تورم در کشورهای توسعه یافته مثبت و معنادار است، که بیانگر تاثیر تقویت کننده گسترش دارایی های بانکداری سایه بر رشد اقتصادی از طریق کانال تورم است. این یافته با نتایج مطالعه کاسیدی و مواکانملا^۱ (۲۰۱۵) همخوانی دارد. با توجه به مثبت بودن ضرایب متغیر بانکداری سایه و متغیر تعاملی تورم، می توان نتیجه گرفت که اثرگذاری مثبت بانکداری سایه بر رشد اقتصادی در این کشورها از طریق کانال تورم تشدید شده است. در مقابل، ضریب متغیر تعاملی تورم و بانکداری سایه در کشورهای در حال توسعه منفی بوده، اما از نظر آماری معنادار نیست. این بدین معنی است که در کشورهای در حال توسعه، اگرچه بانکداری سایه

1. Kasidi & Mwakanemela

می‌تواند به تنهایی رشد اقتصادی را تقویت کند، اما تعامل آن با تورم به دلیل بی‌ثباتی قیمتی، ضعف نهادی و نبود ظرفیت جذب تولیدی، نه تنها به رشد منجر نمی‌شود، بلکه مسیر انتقال نقدینگی را مختل می‌سازد. ضریب منفی و غیرمعنادار این تعامل، بازتاب ناکارآمدی تورم به عنوان کانال تقویتی در اقتصادهای فاقد ثبات ساختاری است.

ضرایب برآورد شده برای متغیر تعاملی نقدینگی و بانکداری سایه در کشورهای توسعه‌یافته مثبت اما از نظر آماری معنادار نیست. در مقابل، ضرایب این متغیر در کشورهای در حال توسعه منفی و معنادار است. این یافته با نتایج مطالعات نتزی‌مانا و مولیونگی^۱ (۲۰۲۰) همخوانی دارد که نشان می‌دهند افزایش عرضه پول لزوماً به رشد اقتصادی منجر نمی‌شود. با توجه به مثبت بودن ضریب متغیر بانکداری سایه و منفی بودن ضریب متغیر تعاملی نقدینگی در کشورهای در حال توسعه، می‌توان نتیجه گرفت که بخشی از اثر مثبت بانکداری سایه بر رشد اقتصادی در این کشورها از طریق تاثیر آن بر نقدینگی خنثی شده و در نتیجه، میزان این اثر کاهش یافته است.

ضرایب برآورد شده برای متغیر تعاملی اعتبارات داخلی به بخش خصوصی و بانکداری سایه در هر دو گروه از کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه مثبت و معنادار است. این یافته با مبانی نظری موجود و نتایج مطالعات محرابیان و شفائی (۱۳۸۹) همخوانی دارد که نشان می‌دهند اعتبارات داخلی به بخش خصوصی موجب رشد اقتصادی می‌شود. با توجه به مثبت بودن ضرایب متغیر بانکداری سایه و متغیر تعاملی اعتبارات داخلی به بخش خصوصی در هر دو گروه، می‌توان نتیجه گرفت که اثر مثبت بانکداری سایه بر رشد اقتصادی از طریق افزایش اعتبارات داخلی به بخش خصوصی تقویت شده است. این نتیجه تایید می‌کند که بهبود دسترسی بنگاه‌ها و خانوارها به منابع مالی می‌تواند سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی را تسریع کند.

نتایج برآورد مدل‌ها نشان می‌دهد که اثرگذاری متغیر اندازه دولت بر رشد اقتصادی در هر دو گروه از کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه مثبت و معنادار است. این یافته با مبانی نظری مرتبط با تاثیر اندازه دولت بر رشد اقتصادی سازگار بوده و با نتایج مطالعه نارتیا و هرناندز^۲ (۲۰۲۰) همخوانی دارد که نشان می‌دهد افزایش مخارج دولت موجب رشد اقتصادی شده است. در نهایت، ضریب برآورد شده برای متغیر نرخ ارز در گروه از کشورهای توسعه‌یافته منفی می‌باشد. این نتیجه مطابق با مبانی نظری موجود در رابطه با اثرگذاری نرخ ارز بر رشد اقتصادی بوده و با نتایج مطالعاتی حسن‌زاده و همکاران (۱۴۰۰) همخوانی دارد. این نحوه اثرگذاری نرخ ارز بر رشد

1. Ntezimana & Mulyungi

2. Nartea & Hernandez

اقتصادی بدین معناست که افزایش نرخ ارز در این گروه از کشورها، منجر به کاهش رشد اقتصادی شده است. در مقابل، ضریب برآورد شده برای متغیر نرخ ارز در گروه از کشورهای در حال توسعه مثبت بوده و از نگاه آماری معنادار می‌باشد.

در این بخش، آزمون‌های تشخیصی مدل نیز اجرا شده و نتایج آن در ادامه ارائه شده است:

جدول (۵): آزمون والد

کشورها	آماره	سطح معناداری
کشورهای توسعه یافته	۵۶۶۹۴/۲۱	۰/۰۰۰۰
کشورهای در حال توسعه	۲۲۴۳۲/۳۱	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج آزمون والد، که برای بررسی معناداری کلی رگرسیون اجرا شده است، در جدول (۵) ارائه شده و نشان‌دهنده معناداری کلی رگرسیون برآورد شده در مدل‌ها است. همچنین، نتایج آزمون سارگان، که برای ارزیابی اعتبار متغیرهای ابزاری مورد استفاده در مدل به کار می‌رود، در جدول (۶) ارائه شده است:

جدول (۶): آزمون سارگان

کشورها	آماره	سطح معناداری
کشورهای توسعه یافته	۲۵۹/۴۳	۰/۳۷
کشورهای در حال توسعه	۱۹۴/۸۹	۰/۱۹

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از این آزمون نشان‌دهنده آن است که در مدل‌های برآورد شده، متغیرهای ابزاری با اجزای باقیمانده مدل همبستگی ندارند، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که این متغیرها به درستی انتخاب شده‌اند و نتایج مدل از این حیث قابل اعتماد هستند.

آزمون دیگر، آزمون همبستگی سریالی در جملات خطای تفاضلی مرتبه اول با استفاده از آماره M است. همبستگی سریالی با یک مرتبه مشخص به این معناست که پسماندها از یک فرآیند میانگین متحرک با مرتبه مشابه پیروی می‌کنند. نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی بین جملات اخلاص در جدول (۷) نشان داده شده است:

جدول (۷): آزمون خودهمبستگی سریالی

کشورها	مرتبه	آماره	سطح معناداری
کشورهای توسعه یافته	مرتبه اول	-۲/۶۳	۰/۰۴
	مرتبه دوم	-۰/۷۹	۰/۳۶
کشورهای در حال توسعه	مرتبه اول	-۲/۶۲	۰/۰۲
	مرتبه دوم	-۰/۶۳	۰/۲۷

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج ارائه شده در جدول (۷) نشان می‌دهد که در سطح خطای ۵ درصد، خود همبستگی مرتبه دوم وجود ندارد و تخمین‌زنده‌ها دارای ویژگی سازگاری هستند.

۵. بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به اهمیت تاثیرگذاری بانکداری سایه بر رشد اقتصادی در کشورها، در پژوهش حاضر، تاثیر بانکداری سایه بر رشد اقتصادی در دو گروه از کشورهای منتخب شامل کشورهای توسعه‌یافته و کشورهای در حال توسعه طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۲۳ و با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (Panel GMM) مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل از برآورد مدل‌ها به شرح زیر است:

- نتایج برآورد شده برای متغیر اندازه حجم دارایی بانکداری سایه در دو گروه کشورهای توسعه‌یافته و کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد که گسترش حجم دارایی بانکداری سایه در این کشورها منجر به رشد اقتصادی شده است.

- نتایج برآورد شده برای متغیر توان دوم اندازه حجم دارایی بانکداری سایه در گروه از کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد که گسترش حجم دارایی بانکداری سایه پس از یک آستانه مشخص منجر به کاهش رشد اقتصادی شده است. در مقابل، ضریب متغیر توان دوم حجم بانکداری سایه در کشورهای توسعه‌یافته مثبت بوده، اما از نظر آماری معنادار نیست.

- نتایج برآورد شده برای متغیر نسبت بانکداری سایه به بانکداری رسمی در کشورهای توسعه‌یافته نشان می‌دهد که گسترش حجم بانکداری سایه در کنار بانک‌های سنتی موجب رشد اقتصادی شده است. در مقابل، ضریب برآورد شده برای متغیر نسبت بانکداری سایه به بانکداری سنتی در گروه از کشورهای در حال توسعه منفی و معنادار بوده اند.

- نتایج حاصل از بررسی اثرات تعاملی تورم و بانکداری سایه بر رشد اقتصادی در گروه کشورهای توسعه‌یافته نشان می‌دهد که گسترش بانکداری سایه منجر به افزایش رشد اقتصادی از طریق کانال تورم شده است. در مقابل، ضریب متغیر تعاملی تورم و بانکداری سایه در کشورهای در حال توسعه منفی بوده، اما از نظر آماری معنادار نیست.

- نتایج حاصل از بررسی اثرات تعاملی نقدینگی و بانکداری سایه بر رشد اقتصادی در گروه کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد که بخشی از اثرگذاری مثبت بانکداری سایه بر رشد اقتصادی از طریق کانال اثرگذاری بانکداری سایه بر نقدینگی خنثی شده است. در مقابل، ضرایب برآورد شده برای متغیر تعاملی نقدینگی و بانکداری سایه در کشورهای توسعه‌یافته مثبت بوده، اما از نظر آماری معنادار نیست.

- نتایج حاصل از بررسی اثرات تعاملی اعتبارات داخلی به بخش خصوصی و بانکداری سایه بر رشد اقتصادی در هر دو گروه کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه نشان می‌دهد که اثرگذاری مثبت بانکداری سایه بر رشد اقتصادی از طریق کانال اثرگذاری بانکداری سایه بر اعتبارات داخلی به بخش خصوصی تشدید شده است.

- نتایج به دست آمده برای متغیر اندازه دولت نشان می‌دهد که بزرگ شدن اندازه دولت در هر دو گروه کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه منجر به رشد اقتصادی شده است.

- نتایج به دست آمده برای متغیر نرخ ارز نشان می‌دهد که افزایش نرخ ارز در گروه کشورهای در حال توسعه منجر به رشد اقتصادی شده است، اما برعکس، افزایش نرخ ارز در گروه کشورهای توسعه‌یافته منجر به رشد اقتصادی نشده است.

- با توجه به نتایج به دست آمده از پژوهش حاضر مبنی بر تاثیر مثبت بانکداری سایه بر رشد اقتصادی، توصیه می‌شود که سیاست‌گذاران اقتصادی در این دو گروه کشورها به منظور بهره‌برداری از مزایای بانکداری سایه، چارچوب‌های قانونی و نظارتی مناسبی برای نظارت بر این بخش ایجاد کنند. این نظارت باید به گونه‌ای باشد که هم از کارایی آن در تسهیل تامین مالی برای بخش‌های مختلف اقتصادی حمایت کند و هم ریسک‌های احتمالی ناشی از فعالیت‌های بدون نظارت را کنترل نماید. علاوه بر این، تقویت هم‌افزایی میان بانکداری رسمی و سایه می‌تواند موجب تقویت رشد اقتصادی پایدار در این کشورها شود.

- با توجه به اینکه نتایج این مطالعه نشان دهنده تاثیر مثبت بانکداری سایه بر رشد اقتصادی است، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، اثر غیر خطی بانکداری سایه نیز مورد بررسی قرار

گیرد. به‌ویژه، ورود توان دوم متغیر بانکداری سایه به مدل می‌تواند به شناسایی سطوحی از فعالیت‌های این بخش منجر شود که از آن نقطه به بعد، اثرات منفی نظیر ریسک‌های سیستمی و بی‌ثباتی مالی نمایان می‌شوند. همچنین، استفاده از مدل‌های آستانه‌ای یا ساختارهای رگرسیون انتقال ملایم (مانند STR) نیز می‌تواند در تحلیل دقیق‌تر این رابطه کمک‌کننده باشد.

– لازم به تذکر است که اگر چه نتایج این پژوهش بیانگر اثر مثبت بانکداری سایه بر رشد اقتصادی در کشورهای مورد بررسی است، اما این پدیده مالی هم‌زمان می‌تواند پیامدهای منفی قابل توجهی نیز به همراه داشته باشد. در شرایط فقدان نظارت موثر و شفافیت اطلاعاتی، گسترش بی‌رویه بانکداری سایه می‌تواند منجر به افزایش ریسک‌های سیستمی، بروز بحران‌های نقدینگی، تضعیف اثربخشی سیاست‌های پولی و بی‌ثباتی در بازارهای مالی شود. از این‌رو، بهره‌گیری از ظرفیت‌های بانکداری سایه باید در چارچوب نظارت دقیق، تنظیم‌گری مناسب و هماهنگی با نظام بانکی رسمی صورت گیرد تا ضمن استفاده از مزایای آن در رشد اقتصادی، از بروز تهدیدات ساختاری برای ثبات مالی جلوگیری شود.

References

- Acharya, V. V., Philippon, T., Richardson, M., & Roubini, N. (2013). The financial crisis of 2007-2009: Causes and remedies. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 18(2), 89-137.
- Adrian, T., & Ashcraft, A.B. (2016). *Shadow banking: A review of the literature*. In G. Jones (Ed.), *Banking Crises*, pp. 282–315. London: Palgrave Macmillan.
- Adrian, T., & Ashcraft, A. (2012). *Shadow Banking: A Review of the Literature* (Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 580).
- Ata C. B., & Gong, D. (2014). *Securitization, Financial Stability and Macroeconomy: Evidence from an international*. Tilburg University.
- Grillet-Aubert, L., Haquin, J. B., Jackson, C., Killeen, N., & Weistroffer, C. (2016). *Assessing shadow banking–non-bank financial intermediation in Europe* (No. 10). ESRB Occasional Paper Series.
- Aghazadeh Baktash, F., & Dizaji, M. (2017). The impact of cost efficiency and government size on economic growth in selected countries worldwide. *Quarterly Journal of Growth and Economic Development Research*, 7(27), 123–140. (In Persian)

- Azimi, A. (2020). *Investigating the impact of the shadow banking system on monetary policy in Iran*. Master's Thesis, Department of Economics, University of Mazandaran. (In Persian)
- Alizadeh, S., Amiri, H., Kakaei, H., & Norouzi Amoghini, F. (2021). The impact of shadow banking on non-performing loans in the banking network: Evidence from Markov regime-switching models. *Monetary and Banking Research*, 14(48), 291–325. (In Persian)
- Barbu, T. C., Boitan, I. A., & Cioaca, S. I. (2016). Macroeconomic determinants of shadow banking: Evidence from EU Countries. *Review of Economic and Business Studies*, 9(2), 111 – 129.
- Bengtsson, E. (2016). Investment funds, shadow banking, and systemic risk. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 24, 60–73.
- Bernanke, B. S. (2012). Some Reflections on the Crisis and the Policy Response: a speech at the Russell Sage Foundation and The Century Foundation Conference on "Rethinking Finance," New York, New York, April 13, 2012 (No. 639).
- Bernanke, B. S. (2012). *Some Reflections on the Crisis and the Policy Response: a speech at the Russell Sage Foundation and The Century Foundation Conference on "Rethinking Finance," New York, New York, April 13, 2012 (No. 639)*.
- Bethlendi, A., & Mero, K. (2022). Measuring shadow banking in Central and Eastern European countries: A new dataset (2004 – 2019). *Regional Statistics*, 12(4), 112 – 131. DOI: 10.15196/RS120405
- Borg, S. (2017). *Shadow banking: is there a case for regulation?* Master's thesis, University of Malta.
- Buchak, G., Matvos, G., Piskorski, T., & Seru, A. (2018). Fintech, regulatory arbitrage, and the rise of shadow banks. *Journal of Financial Economics*, 130(3), 453-483.
- Chang, B. Y., Januska, M., Kumar, G., & Usche, A. (2016). Monitoring Shadow Banking in Canada: A Hybrid Approach, Bank of Canada. *Financial System Review*, 23 – 37.
- Chao, C. C., Ee, M. S., & Zhang, J. (2017). Shadow banking and economic development in developing Countries: evidence from China. *European Financial Management Association*.
- Cheng, X., & Degryse, H. (2010). The impact of bank and non-bank financial institutions on local economic growth in China. *Journal of Financial Services Research*, 37, 179–199.

- Claessens, S., Pozsar, Z., Ratnovski, L., & Singh, M. (2012). *Shadow Banking: Economics and Policy*, IMF Staff Discussion Note.
- Dong, R. (2025). The Impact of Shadow Banking Risk on Systemic Financial Risk in China. *Lecture Notes in Education Psychology and Public Media*, 88(1), 31 – 36.
- Du, J., Li, C. & Wang, Y. (2017). A Comparative Study of Shadow Banking Activities of Non-Financial Firms in Transition Economies. *China Economic Review*, 46, S35 – S49.
- Fan, H., & Pan, H. (2020). The effect of shadow banking on the systemic risk in a dynamic complex interbank network system. *Complexity*, 2020(1), 3951892.
- FSB. (2011). *Global Financial Stability Report. Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*.
- FSB. (2013). *Global Financial Stability Report. Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*.
- FSB. (2024). *Global Financial Stability Report. Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*.
- Farahani Fard, S., Feshari, M., & Khanzadeh, Y. (2015). The impact of the development of non-bank financial institutions on Iran's GDP: A case study of Islamic contracts. *Quarterly Journal of Economic Modeling Research*, (20), 131–158. (In Persian)
- Farahani Fard, S., Feshari, M., & Khanzadeh, Y. (2015). The impact of Islamic banking and non-banking financial institutions on Iran's economic growth (GMM approach). *Quarterly Journal of Economic Modeling*, 9(3), 21–41. (In Persian)
- Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2013). A model of shadow banking. *Journal of Finance*, 68(4), 1331-1363.
- Gong, Z. L., Xiong, X., Zhang, W. (2020). Shadow banking, monetary policy and systemic risk. *Applied Economics*, 53(14), 1 – 22.
- Gorton, G., & Metrick, A. (2010). *Regulating the Shadow Banking System*. Brookings Papers on Economic Activity, 261-312.
- Hussain, A., & Bao, J. (2019). The impacts of Shadow banking system on economy: An empirical analysis. *Journal of Applied Finance and Banking*, 9(3), 1-11.
- Hassanzadeh, A., Heidari, H., Shahbazi, K., & Mohseni Zonouzi, S. J. (2021). A multidimensional analysis of exchange rate and its uncertainty in Iran's economic growth dynamics. *Economic Research*, 56(2), 291–323. (In Persian)
- Islam, M. A., & Osman, J.B. (2011). Development impact of non-bank financial intermediaries on economic growth in Malaysia: An empirical investigation. *International Journal of Business and Social Science*, 2(14), 187–198.

- Jamshidi, N., Vaezi Barzani, M., & Toghiani Dolatabadi, M. (2016). *Macroeconomic effects of securitization in domestic Islamic banking*. Master's Thesis, Faculty of Administrative and Economic Sciences, University of Isfahan. (In Persian)
- Kasidi, F., & Mwakanemela, K. (2013). Impact of inflation on economic growth: a case study of Tanzania. *Asian Journal of Empirical Research*, 3(4), 363 – 380.
- Kjosevski, J., Petkovski, M., & Stojkov, A. (2020). The impact of macroeconomic and financial factors on shadow banking in the new EU member states. *Zbornik Radova Ekonomskog Fakulteta Rijeka*, 38(2), 407-427.
- Komorowski, V., & Parisi, D. (2019). Shadow Banking and Macroeconomic Efficiency. *Cand. Merc. Finance and Strategic Management, Copenhagen Business School*.
- Laeven, L., Levine, R., & Michalopoulos, S. (2015). Financial innovation and endogenous growth. *Journal of Financial Intermediation*, 24, 1–24.
- Liang, H. Y., & Reichert, A. (2012). The impact of banks and non-bank financial institutions on economic growth. *The Service Industries Journal*, 32(5), 699-717.
- Magkonis, G., Oh, E. Y., & Zhang, S. (2022). *On the Macroeconomic Effects of Shadow Banking Development* (No. 2022-06). University of Portsmouth, Portsmouth Business School, Economics and Finance Subject Group.
- Mirjalili, S. H., Esfandiary, M., & Zarei, M. (2021). The Impact of Shadow Banking on the Financial Stability: Evidence from G20 Countries. *Journal of Money and Economy*, 6(2), 237 – 252.
- Moreira, A. and A Savov (2014), The Macroeconomics of Shadow Banking. *Working paper*.
- Manafianvar, V. (2023). Factors affecting national currency value fluctuations and their impact on Iran's economic competitiveness index (1979–2018). *Quarterly Journal of Financial Economics Theories*, 4(1). (In Persian)
- Mehrabian, A., & Shafaei, B. (2010). The impact of bank credit facilities on economic growth in Iran. *Quarterly Journal of Economic Sciences*, 3(10), 53–70. (In Persian)
- Maki Pour, A., Salah Manesh, A., Anvari, E., & Bahraminia, E. (2023). Analysis of the effects of monetary policy in Iran's economy considering shadow banking: A stochastic dynamic general equilibrium (DSGE) approach. *Stable Economy*, 4(2), 174–206. (In Persian)

- Nartea, G., & Hernandez, J. (2020). Government size, the composition of public spending and economic growth in Netherland. *Journal of Accounting, Business and Finance Research*, 9(2), 82–89.
- Nirola, N., & Sahu, S. (2019). The interactive impact of government size and quality of institutions on economic growth- evidence from the states of India. *Heliyon*, 5(3), e01352.
- Ntezimana, J., & Mulyungi, P. (2020). The effect of money supply on economic growth in Rwanda. *International Journal of Innovative Research and Development*, 9(4), 128 – 132.
- Olmo, F. D., Airis, D., Rojas, F., & Mota, A. (2023). Shadow banking: A distortion of the banking business, *Funces SEF*, 12(2), 27 – 37.
- Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A., & Boesky, H. (2010). Federal Reserve Bank of New York Staff Reports on Shadow Banking.
- Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A., & Boesky, H. (2012). Federal Reserve Bank of New York Staff Reports on Shadow Banking.
- Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A., & Boesky, H. (2013). Federal Reserve Bank of New York Staff Reports on Shadow Banking.
- Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcroft, A., & Boesky, H. (2013). Shadow Banking. *FRBNY Economic Policy Review*, 19(2), 1 - 16.
- Rateiwa, R., & Aziakpono, M. J. (2017). Non-bank financial institutions and economic Growth: Evidence from Africa's three largest economies, South African. *Journal of Economic and Management*, 20(1). 1 -11.
- Rubio, M. (2017). *Macprudential Regulation and Financial Stability*, Shadow Banking. University of Nottingham, 1 – 28.
- Schwarcz, S. L. (2012). Regulating Shadow Banking. *Review of Banking & Financial Law*, 31, 619-642.
- Shahbazi, K., & Najjar Ghabel, S. (2017). The nonlinear impact of national currency depreciation on Iran's economic growth: Application of Smooth Transition Autoregressive (STAR) models. *Quarterly Journal of Applied Economics Studies in Iran*, 6(21), 123–147.(In Persian)
- Solkhah, N., Panahi, H., Mohammadzadeh, P., & Behboudi, D. (2023). The impact of tax policies, corruption, and government size on necessity-driven and opportunity-driven entrepreneurship. *Tax Research Journal*, 108, 101–131.(In Persian)
- Samadi, A. H. (1999). Financial repression and economic growth in Iran: Evaluation of the McKinnon-Shaw model. *Planning and Budgeting Journal*, (43 & 44), 103–132. (In Persian)

- Tang, J. & Wang, Y. (2015). Effects of shadow banking on return Empirical study based on Chinese commercial banks. *International Journal of Financial Research*, 7, 207.
- Tao, S., Lu, Z., Li, H., & Liu, X. (2022). The impact of shadow banking on small and medium enterprise in China – Based on trust company statistics. *Advances in Economic, Business and Managament Research*, 211, 1108 – 1115.
- Turner, A. (2016). Between Debt and the Devil: Money, Credit and Fixing Global Finance. *In Between Debt and the Devil*. Princeton University Press.
- Yang, L., Van Wijnbergen, S., Qi, X., & Yi, Y. (2019). Chinese Shadow Banking, Financial regulation and effectiveness of monetary policy. *Pacific-Basin Financial Journal*, 57, 101 – 169.
- Yazdifar, H. (2015). Impact of the shadow banking system on monetary policy in China. *ICTACT Journal on Management Studies*, 1(1), 1 – 12.
- Zhau, S., & Tewari Dev, D. (2020). The Impact of Shadow Banking on Economic Growth: Evidence from Cross Country Data (2006–2018). *Journal of International Commerce, Economics and Policy (JICEP)*, 11(03), 1 – 19.
- Zhou, S., & Tewari, D.D. (2019). Shadow banking, risk taking and monetary policy in emerging countries: A panel cointegration approach. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1636508.
- Zolghadr, H., Asgharpour, H., & Pour Abadalehan, M. (2019). The impact of bank credit facilities on economic growth considering the income level of provinces. *Journal of Economic Policy-making*, 11(21), 125–150. (In Persian)