

فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی (سال سوم، شماره ۱ «پیاپی ۷»، زمستان ۱۳۸۷، صفحات ۱۵۴-۱۳۷)

## همگرایی توسعه مالی و تولید بخش صنعتی در ایران

دکتر غلامرضا عباسی\*

تاریخ دریافت: ۱۳۸۹/۰۵/۱۷

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۰۸/۱۰

### چکیده

ارتباط بین بازارهای مالی و رشد اقتصادی به عواملی مانند تعمیق مالی و سیاست‌های پولی و مالی بستگی دارد. هدف این مقاله بررسی ارتباط بلند مدت و همگرایی توسعه مالی و رشد بخش صنعتی (صنعت و معدن) در ایران با استفاده از روش ARDL, ECM در دوره ۱۳۸۶-۱۳۵۳ می باشد. نتایج نشان می دهد ارتباط بلندمدت بین توسعه مالی و رشد بخش صنعتی برقرار است. تایید این همگرایی ضرورت اتخاذ سیاست‌های مناسب اعطای اعتبارات و ایجاد فضای رقابتی در بازارهای مالی برای بهبود تخصیص منابع مالی بخش صنعتی را تایید می نماید.

طبقه‌بندی JEL : C22؛ E44؛ L60

کلید واژه‌ها: توسعه مالی؛ تولید صنعتی؛ همگرایی

---

\* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

## ۱- مقدمه

مطالعات کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نشان دهنده ی اثرگذاری بازارهای مالی بر رشد اقتصادی است. با توجه به ادبیات اقتصادی و مطالعات تجربی صورت گرفته در زمینه اثرگذاری بازارهای مالی و ماهیت ارتباط آن با رشد اقتصادی دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد. اگرچه در مورد نقش توسعه بازارهای مالی بر رشد اقتصادی مطالعات در سطوح کلان بصورت گسترده ای انجام گرفته اما اینگونه مطالعات در سطح خرد و بخشی به طور محدودتری انجام شده است. از مشخصه های اصلی بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه عدم تعمیق بازارهای مالی به دلیل غیر رقابتی بودن این بخش است. در کشورما نیز علاوه بر ویژگی فوق، ساختار بازار مالی به گونه ای است که سهم بازار پول در مقایسه با بازار سرمایه در گستره بازار مالی بیشتر است. وجود یک نظام مالی کارآمد در فعالیتهای اقتصادی به ویژه برای بخش صنعت، می تواند در روند توسعه بخش صنعت اثرگذار باشد. از سوی دیگر نبود یک بازار مالی توسعه یافته در خدمت رشد پایدار اقتصادی به ویژه برای تأمین مالی طرحهای صنعتی از مشکلات بخش تولیدی و صنعتی کشورما است. به طوری که هم اکنون یکی از چالشهای پیشروی بخش صنعت چگونگی تأمین مالی و نقدینگی مورد نیاز برای سرمایه گذاریهای ثابت و سرمایه در گردش این بخش است. این پژوهش به گسترش این گونه مطالعات در بعد دیگری از نقش بازارهای مالی به لحاظ ماهیت ارتباطی آن با رشد بخش صنعت به عنوان یک بخش پیشرو اقتصادی می پردازد. در واقع در این مقاله با توجه به جایگاه نظام مالی در تخصیص و کارایی منابع مالی مورد نیاز بخش صنعت، ماهیت ارتباطی و همگرایی توسعه بازار مالی با تولید بخش صنعتی در ایران بررسی می شود. یعنی به شناسایی و تعیین نوع رابطه بین بازارهای مالی به وسیله توسعه مالی و تولید صنعتی مبادرت می شود.

سوال اصلی این است: آیا بین توسعه مالی و تولید بخش صنعتی در ایران ارتباط و همگرایی بلندمدت وجود دارد؟

بر همین اساس فرضیه این پژوهش عبارتند از: ارتباط بین توسعه مالی و تولید بخش صنعتی دارای ماهیتی بلند مدت است. این پژوهش بر پایه مطالعات کتابخانه ای انجام شده است. براساس مطالعات تجربی الگوی پژوهش تدوین و به منظور تخمین

و آزمون فرضیه از روشهای اقتصادسنجی خود توضیح برداری و الگوی تصحیح خطا استفاده گردیده آمار و اطلاعات از سری زمانی در سطوح کلان و بخشی ایران طی سالهای ۱۳۸۶-۱۳۵۳ استفاده شده است .

در ابتدای مقاله مروری بر ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق، وضعیت بازارهای مالی و روند تولید صنعتی در ایران مطرح شده است. پس از معرفی و تصریح الگو، روشهای اقتصادسنجی (خود توضیح برداری و الگوی تصحیح خطا) تبیین و با استفاده از آنها الگو برآورد و نتایج آن تحلیل گردیده . در انتها نتیجه گیری و توصیه های سیاستی آمده است .

## ۲- مروری بر ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

شومپتر (۱۹۱۱) از بنیانگذاران اصلی دیدگاه اثر گذاری بازارهای مالی بر رشد اقتصادی بود . گلداسمیت (۱۹۶۹)<sup>۱</sup>، مک کینون و شاو (۱۹۷۳)<sup>۲</sup> مسیرهای جدیدی را برای تبیین ارتباط بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی ارائه نموده اند . مدل های مک کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) با بررسی اثرات سرکوب مالی به بیان اثر گذاری سیاست های آزاد سازی مالی بر انباشت سرمایه و رشد اقتصادی پرداخته اند . بحث اصلی در مدل مک کینون اثرات نرخ بهره واقعی بر سرمایه گذاری و رشد اقتصادی است و نهادهای مالی نقش واسطه گری مالی را بین سپرده گذاران و سرمایه گذاران بر عهده دارند. مک کینون در مدل خود ارتباط بین سرمایه مالی (پولی) و سرمایه فیزیکی را به عنوان دو عامل مکمل سرمایه گذاری نشان می دهد. مدل شاو تأکید بر نقش نهادهای مالی در تخصیص کارآمد منابع بین پس انداز کنندگان و سرمایه گذاران دارد . با آزاد سازی مالی و افزایش نرخ بهره واقعی به وسیله گسترش فعالیتهای واسطه های مالی و ایجاد شرایط توسعه مالی ، انگیزه پس انداز کنندگان در جهت ارتقاء پس اندازها افزایش می یابد. این افزایش موجب ارتقاء سرمایه گذاریها و کارایی در سرمایه گذاری و افزایش رشد اقتصادی می گردد . با وجود تفاوتی بین دو مدل مک کینون و شاو این دو مدل به عنوان دو مدل مکمل مطرح می شوند . الگوهای رشد درونزا نیز افق

1. Goldsmith, 1969  
2. Mc kinnon, Shaw, 1973

وسیع برای مطالعات مربوط به اثرات بازارهای مالی بر رشد اقتصادی بنیان گذاشته اند. مدل‌های مانند کاپور (۱۹۷۶)<sup>۱</sup>، متیسون (۱۹۷۹)<sup>۲</sup>، فرای (۱۹۸۷)<sup>۳</sup>، الگوهای نئوشومپتری، نظرات رشد درونزای رومر (۱۹۹۰)<sup>۴</sup>، گروسمن و هلپمن (۱۹۹۱)<sup>۵</sup>، در این راستا مسیرهای گوناگونی را مطرح می‌نمایند. در مدل کاپور (۱۹۷۶) که برای یک کشور در حال توسعه، نظام بانکی تأمین‌کننده منابع مالی است. سرمایه در گردش نقشی اساسی در تعیین سطح تولید دارد و منابع بانکها بخشی از سرمایه در گردش بنگاههای اقتصادی را تأمین می‌کنند. در این مدل با افزایش واقعی عرضه اعتبارات بانکی، نرخ رشد اقتصادی نیز افزایش می‌یابد. مدل متیسون (۱۹۷۹) برای کشورهای در حال توسعه با فرض وجود نرخ واقعی سپرده منفی، با اتخاذ سیاست‌های آزاد سازی بخش مالی و حرکت نرخ بهره به سمت نرخ بهره تعادلی بازار موجب افزایش سرمایه گذاری و رشد اقتصادی می‌شود. مدل فرای (۱۹۸۶) در چارچوب یک مدل چرخه زندگی، یک اقتصاد باز و کوچک که سرمایه گذاری بوسیله پس اندازها تأمین مالی می‌گردد را مطرح می‌نماید. نرخ بهره بوسیله تأمین منابع مالی بر رشد کوتاه مدت تأثیر داشته و میزان اعتبارات به عنوان یک متغیر اثر بخش در بازارهای مالی اهمیت پیدا می‌کند. در این مدل با آزادسازی مالی و حرکت نرخ بهره به سمت نرخ بهره تعادلی بازار، منابع مالی افزایش یافته و در نتیجه آن باعث افزایش سرمایه گذاری و رشد اقتصادی می‌گردد. مدل نئوشومپتری نیز که بر پایه نظرات رشد درونزای رومر (۱۹۹۰)، گروسمن و هلپمن (۱۹۹۱) توسعه یافته، در این مدلها خدمات مالی کارا موجب گسترش نوآوری و خلاقیت و در نتیجه کارایی و رشد اقتصادی بیشتر می‌گردد.

بدین ترتیب با وجود آنکه مطالعات اولیه در مورد توسعه بازار مالی و رشد اقتصادی به وسیله مک کینون و شاو از طریق آزاد سازی مالی و اثر آن بر حجم پس اندازها و سرمایه گذاری بیانگر ارتباط مثبت و معناداری بین این متغیرها و رشد اقتصادی است، اما بر خلاف دیدگاه‌های مک کینون - شاو مبنی بر اثر مثبت آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی، نئوساختارگرایان در اواخر دهه ۸۰ میلادی بوسیله اقتصاددانانی

- 
1. Kapur, 1976
  2. Mathieson, 1979
  3. Fry, 1987
  4. Romer, 1990
  5. Grossman, Helpman, 1991

مانند تیلور (۱۹۸۳)<sup>۱</sup> و استیگلیتز (۱۹۹۴)<sup>۲</sup> با طرح موضوعاتی مانند بازار مالی غیر رسمی، شکست بازار، اطلاعات نامتقارن، به اثرات منفی آزاد سازی مالی بر رشد اقتصادی پرداخته اند. شواهد تجربی ارتباط بین توسعه بازار مالی و رشد اقتصادی نیز قطعی نیست. زیرا تبیین یک ارتباط علت و معلولی ساده و یک طرفه در مورد توسعه بازار مالی و رشد اقتصادی دشوار است. مطالعات تجربی صورت گرفته از دهه ۸۰ میلادی تاکنون در مورد بررسی اثرات بازارهای مالی و رشد اقتصادی عمدتاً به روابط علی و معلولی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی پرداخته و برخی نیز به جنبه های مختلف توسعه بازارهای مالی بر رشد اقتصادی در سطح کلان تأکید دارند. بعضی از مطالعات به ارتباط مثبت از توسعه بخش مالی بر رشد اقتصادی بر پایه نقش خدمات مالی تأکید دارند. در حالی که تعدادی دیگر معتقدند رشد اقتصادی موجب توسعه مالی است. برخی نیز رابطه ای دوسویه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را تعریف می کنند. زیرا معتقدند کارایی واسطه های مالی و بازار مالی موجب تخصیص مناسبتر منابع و ارتقاء کارایی گردیده که در نتیجه آن رشد اقتصادی افزایش می یابد. رشد اقتصادی نیز در یک دوره طولانی مدت می تواند موجب توسعه مالی و تعمیق مالی شود. خلاصه ای از مطالعات تجربی در این زمینه به شرح ذیل است:

کینگ و لوین (۱۹۹۳)<sup>۳</sup> در مطالعه ای به بررسی رابطه ی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی پرداخته اند. از اطلاعات ۸۰ کشور طی سالهای ۱۹۶۰-۱۹۸۹ استفاده نمودند. سؤال اصلی این بود: آیا سطح توسعه مالی می تواند رشد اقتصادی بلند مدت، رشد بهره وری و انباشت سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد؟ نتایج نشان می دهد که رابطه مثبت و با معنی بین شاخص های توسعه مالی و سه شاخص رشد اقتصادی، انباشت سرمایه و بهره وری وجود دارد.

هیوسن و دیمیتراید (۱۹۹۶)<sup>۴</sup> به بررسی رابطه علی بین رشد اقتصادی و توسعه مالی برای ۱۶ کشور بوسیله آزمونهای ریشه واحد و هم انباشتگی می پردازند. آزمون

---

1. Taylor, 1983  
2. Stiglitz, 1994  
3. Levin, King, 1993  
4. Demetriades & Hussien, 1996

یوهانسون رابطه بین حداقل یکی از شاخص‌های توسعه مالی و رشد اقتصادی را بین ۱۳ کشور از ۱۶ کشور نشان می‌دهد. همچنین آزمون علیت گرانجر برای تعدادی از کشورهای مورد مطالعه رابطه علی دو طرفه را بیان کرده در حالی که برای بعضی از کشورها نیز با یکی از شاخص‌های توسعه مالی هیچگونه رابطه علی مشاهده نمی‌گردد. لوین (۲۰۰۰) در مطالعه‌ی تحت عنوان کدامیک از سیستم‌های مالی بانک محور یا بازار محور بهتر هستند به بررسی ساختارهای مالی بانک محور، بازار محور، خدمات مالی و دیدگاه قوانین و تأمین مالی بر رشد اقتصادی می‌پردازد. از اطلاعات ۴۸ کشور طی سالهای ۱۹۸۰-۱۹۹۵ استفاده شده و کشورها بر اساس پنج شاخص ساختاری شامل: ساختار فعالیت، اندازه ساختار، کارایی ساختار، کل ساختار و تنظیم ساختار طبقه بندی شدند. نتایج نشان می‌دهد دیدگاه تقابل بانک محور و بازار محور مورد تأیید نمی‌باشد. ارزیابی کشورها بوسیله ساختارهای مالی در مطالعات مقطعی-کشوری نمی‌تواند تفاوت در عملکرد رشد بلند مدت کشورها را توضیح دهد. ارزیابی کشورها بوسیله توسعه مالی به توضیح تفاوت‌های مقطعی-کشوری در رشد اقتصادی کمک می‌کند. بطوری که کشورهای با درجه توسعه مالی بالاتر از نرخهای رشد اقتصادی بالاتر و پایداری برخوردار هستند. راگورامگ، راجان و لوئیجی زینگالس (۲۰۰۲)<sup>۱</sup> در مطالعه خود تحت عنوان سیستم‌های مالی، ساختار صنعتی و رشد به چگونگی اثر گذاری توسعه بخش مالی بر رشد صنعتی به صورت تحلیلی می‌پردازند. توسعه مالی چه اثری بر ترکیب صنعتی و اندازه توزیع شرکتها دارد؟ اهمیت نسبی نهادهای مالی چیست و چه ارتباطی با وضعیت رشد اقتصادی دارند؟ نتایج نشان می‌دهد بازارهای مالی کمتر توسعه یافته و نهادهای متعلق به آن، مانعی در واکنش سریع به نیازهای بخش صنعتی است که در نتیجه آن رشد را کند خواهد کرد.

رویجا و والو (۲۰۰۳)<sup>۲</sup> در مطالعه‌ی تحت عنوان تأمین مالی و منابع رشد در وضعیت‌های متفاوت توسعه اقتصادی، به بررسی ارتباط توسعه مالی و رشد اقتصادی بین ۷۴ کشور در حال توسعه و توسعه یافته (صنعتی) طی سالهای ۱۹۶۱-۱۹۹۵ می‌پردازد.

1. Raghuramg Rajan & Luigi Zingale, 2002  
2. Rioja, valev, 2003

پردازند. کشورها بر حسب درآمد به سه گروه با درآمد بالا، متوسط و پایین تفکیک شده اند. نتایج نشان می دهند که اثر توسعه بخش مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه متفاوت بوده، بطوری که در کشورهای در حال توسعه، توسعه مالی بوسیله اثر گذاری بر انباشت سرمایه موجب رشد اقتصادی گردیده، در حالی که در کشورهای توسعه یافته، توسعه مالی از طریق ارتقاء بهره وری، نوآوری و ابداعات موجب رشد اقتصادی شده است.

لیو و هسا (۲۰۰۶)<sup>۱</sup> به طور ویژه بر نقش توسعه مالی و ساختار مالی شامل بازارهای بانکی و سهام، سیاست های پولی و مالی و درجه تحرک بین المللی سرمایه در فرایند رشد اقتصادی تأکید می نماید. مدل یک تابع تولید کل یک بخشی به شکل استاندارد نئوکلاسیکی طی سالهای ۲۰۰۱-۱۹۸۱ که توسعه مالی به عنوان یک نهاد در تابع وارد شده است. روش اقتصادسنجی مورد استفاده است، نتایج نشان می دهند: سرمایه گذاری های بیشتر، رشد اقتصادی در ژاپن را شتاب داده است در حالی که نسبت بالاتر سرمایه گذاری به GDP الزاماً منجر به عملکرد بهتر رشد اقتصادی نشده است.

افزایش نرخ رشد صادرات واقعی به کشورهای کره و تایوان در جهت رشد اقتصادی بالاتر کمک کرده است.

توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی کشور تایوان اثر مثبت داشته است. همچنین اقتصاد تایوان کمتر از بقیه از بحران مالی آسیا صدمه دیده است.

دیدا (۲۰۰۶)<sup>۲</sup> به بررسی یک مدل مالی با فرض اینکه مصرف منابع واقعی اقتصاد به وسیله بخش مالی صورت می گیرد، می پردازد. این مدل بر مبنای توضیح رفتار خانوار و بنگاه اقتصادی تعریف شده و نهادهای مالی نقش واسطه را بین آنها برعهده دارند. نتایج نشان می دهد که توسعه مالی بصورت درونزا هنگامی اتفاق می افتد که توسعه اقتصادی به سطح حساس خود برسد. استقلال مالی، تخصیص پس اندازها بوسیله واسطه های مالی، کاهش خالص هزینه های عملیات نهادهای مالی، منجر به

1. Liu & Hs, 2006  
2. Deidda, 2006

بهره‌وری بیشتر سرمایه‌گذاری‌ها می‌گردد. هنگامی که تکنولوژی در نتیجه فعالیت‌های مالی مستقل بوسیله واسطه‌های مالی به سمت سرمایه‌اندوزی بیشتر می‌شود، اثر رشد توسعه مالی مبهم است و هنگامی که توسعه مالی پایدار باشد، بازارهای اعتباری رقابتی‌تر شده و همزمان با آن کارایی افزایش می‌یابد و این موضوع می‌تواند به رشد اقتصادی کمک نماید.

هرناندو و کوراسکال (۲۰۰۷)<sup>۱</sup> در مطالعه‌ی اثر متغیرهای مالی بر تصمیمات واقعی شرکتها: برای اسپانیا و براساس اطلاعات در سطح شرکت، به ارزیابی اثر متغیرهای مالی بر تصمیمات واقعی شرکتها می‌پردازند. اطلاعات مربوط به شرکت‌های بزرگ طی سالهای ۲۰۰۱-۱۹۸۵ می‌باشد. این مطالعه تحلیل رفتار سرمایه‌گذاری ثابت و اشتغال بعنوان مهمترین جنبه‌های تعدیل‌شدنی به وسیله شرکت‌ها در واکنش به تغییر شرایط مالی، متمرکز می‌باشد. با روش‌های اقتصادسنجی GMM مدل‌های سرمایه‌گذاری ثابت و اشتغال برآورد گردیده‌اند. نتایج نشان می‌دهند وضعیت مالی توضیح‌دهنده قوی و مهمی در تصمیمات شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری ثابت و اشتغال می‌باشد و شواهدی را در مورد ارتباط غیرخطی بین شرایط مالی و فعالیت‌های واقعی آشکار می‌نماید.

ختایی (۱۳۷۸) در مطالعه‌ی براساس الگوی نئو شومپتری به بررسی رابطه بین گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی پرداخته است. اثر شاخص‌های مالی و رشد اقتصادی را برای دوره ۱۳۳۸-۱۳۷۳ بوسیله روش اقتصادسنجی 2SLS مورد مطالعه قرار داده است. نتایج مطالعه ارتباط بین نرخ رشد GDP سرانه واقعی و شاخص‌های مالی نشان می‌دهند.

نیلی و راستاد (۱۳۸۲) در مطالعه‌ی مقایسه‌ای اثر توسعه مالی بر رشد در کشورهای صادرکننده نفت و کشورهای آسیای جنوب شرقی در طی سالهای ۱۹۷۴-۱۹۹۹ پرداخته‌اند. با استفاده از تکنیک پانل نتایج نشان می‌دهند که توسعه مالی در گروه کشورهای صادرکننده نفت به میزان معنی داری از کشورهای منتخب آسیای جنوب شرقی ضعیف‌تر است. اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در هر دو گروه از کشورها

1. Hernando & Co rascal, 2007



معنی دار است؛ اما در کشورهای نفتی ضعیف تر از کشورهای جنوب شرق آسیا می باشد.

احسانی (۱۳۸۳) به بررسی اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی ایران در طی دوره ۱۳۸۰-۱۳۲۹ پرداخته است. با بررسی مبانی نظری توسعه مالی و رشد اقتصادی، اثر سیاست سرکوب مالی بر رشد اقتصادی نیز تحلیل گردید. در این پژوهش وجود یک رابطه مثبت بین متغیرهای توسعه مالی و رشد اقتصادی تأیید شده است.

نظیفی (۱۳۸۳) به مطالعه تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی بوسیله شاخص نسبت اعتبارات بانکی بخش خصوصی به GDP طی دوره ۱۳۸۱-۱۳۳۸ پرداخته است. نتایج نشان دهنده ارتباط منفی بین توسعه واسطه های مالی و رشد اقتصادی است. این ارتباط منفی به دلیل شیوه نامناسب آزاد سازی مالی و عدم اثر گذاری آن بر کارایی تخصیص سرمایه گذاری بیان شده یعنی به دلیل ضعف در هدایت و مدیریت گسترش بازارهای مالی، کارایی در تخصیص سرمایه گذاری کاهش یافته و در نتیجه ی این امر رشد اقتصادی نیز تحت تأثیر منفی قرار گرفته است.

سیفی پور (۱۳۸۵) با استفاده از مدل کاپور و بر اساس اطلاعات کلان اثرات عمق مالی و نرخ تورم بر تولید ناخالص داخلی ایران گردیده است. با برآورد دو مدل بر پایه روش معادلات همزمان اثرات دو ابزار پولی نرخ سود سپرده و نرخ رشد نقدینگی بر نرخ رشد اقتصادی تحقیق شده است. در مدل اول با توجه به معنی دار نبودن شاخص عمق مالی بر تولید، در مدل دوم از متغیر انباشت سرمایه استفاده شده است. نتایج نشان می دهد که افزایش نرخ تورم اثر منفی بر تولید داشته و سیاست افزایش نرخ سود سپرده بر رشد اقتصادی مؤثر است.

پور رستمی (۱۳۸۷) به بررسی نقش نهادهای عمومی (قانونی) و مالی در توسعه مالی و رشد اقتصادی پرداخته است. در این تحقیق با استفاده از اطلاعات ۹۲ کشور توسعه یافته، کمتر توسعه یافته و نوظهور طی سالهای ۲۰۰۵-۱۹۸۵ شاخص سرکوب مالی با توجه به مقدار نرخ بهره حقیقی تعریف شده است. نرخ بهره حقیقی تأثیر منفی و معنادار بر رشد اقتصادی داشته است. سپس اثر آزادسازی مالی بر توسعه مالی با توجه به وضعیت نهادهای عمومی و مالی بررسی گردید. نتایج نشان می دهد آزاد

سازی مالی در کشورهای کمتر توسعه یافته باعث کاهش توسعه مالی در این گونه از کشورها گردیده، در حالی که تأثیر این سیاست‌ها در کشورهای نوظهور مثبت بوده از سوی دیگر رابطه مثبت بین شاخص‌های نهادهای مالی و شاخص‌های توسعه مالی تأیید می‌گردد.

### ۳- بازار مالی و روند تولید صنعتی در ایران

با توجه به نیاز بخش صنعتی به تأمین منابع مالی برای بلند مدت، بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه می‌تواند نقش اساسی برای افزایش تولیدات صنعتی برعهده داشته باشد. مالکیت بخش دولتی و گستره ی فعالیتهای این بخش موضوع مهم اثرگذار بر بازارهای مالی ایران و شکل‌گیری بخش صنعتی است. منابع سرمایه‌گذاری بخش صنعتی ارتباط مستقیمی با بازارهای مالی تأمین‌کننده وجوه مورد نیاز سرمایه‌گذاری دارد. ارتباط بین بخش صنعت و بازارهای مالی شامل ارتباط متقابل محیط مالی و بخش صنعت است. محیط مالی اثرگذاری متغیرهای کلان مالی را نشان می‌دهد که علاوه بر اثرپذیری از متغیرهای کلان اقتصادی مانند نرخ تورم، نرخ ارز، سیاست‌های پولی و مالی تحت تأثیر خط مشی عمومی، قوانین و مقررات مربوط به تأمین مالی کشور است. همچنین مسیرهای ارتباطی بخش مالی و بخش صنعتی را می‌توان به وسیله خدمات واسطه‌ها و نهادهای مالی، سیاست‌های اعتباری و بازار سرمایه تبیین نمود. طی دهه‌های گذشته همواره بانک‌ها در راستای سیاست‌های دولت، بخشی از سپرده‌های جذب شده خود را در قالب تبصره‌های تکلیفی ارائه می‌کردند که بر تخصیص منابع مالی در بخش صنعتی اثر داشته است. تجمع در تسهیلات تکلیفی علاوه بر شفاف سازی چگونگی توزیع اعتبارات فوق، سبب گردید که در برنامه سوم توسعه به طور متوسط سالانه مانده این تسهیلات نسبت به ارقام مصوب ۱۳۷۸ سالانه ۱۰٪ کاهش، و در برنامه چهارم نیز مانده تسهیلات فوق نسبت به ارقام مصوب سال ۱۳۸۳ به طور متوسط سالانه ۲۰٪ کاهش یابد. از شیوه‌های دیگر هدایت اعتبارات به سوی بخشهای مختلف اقتصادی تعیین نرخ سود تسهیلات برای این بخشها بوده است. این نرخها بر چگونگی تخصیص منابع مالی و متغیرهای کلان اقتصادی اثرگذار است. به

طوری که پایین تر بودن نرخ سود واقعی سپرده های نسبت به نرخ تورم بر کاهش انگیزه سپرده گذاران اثر می گذارد و می تواند از جانب دریافت کنندگان تسهیلات به دلیل پایین بودن نرخ تسهیلات نسبت به نرخ تورم موجب تشدید تقاضا برای وجوه شود. طی سالهای ۱۳۸۶-۱۳۶۹ نرخ سود واقعی تسهیلات اعطایی نظام بانکی به بخشهای مختلف اقتصادی به دلیل بالا بودن نرخهای تورم منفی بوده زیرا در اکثر سالها نرخ تورم بیشتر از نرخ سود تسهیلات اعطایی به بخشهای اقتصادی بوده است. بررسی روند تغییرات نرخ سود تسهیلات در بخش صنعت و معدن نشان می دهد به جز بخش کشاورزی این نرخ از سایر بخشهای مانند ساختمان، بازرگانی و صادرات پایین تر بوده است. همچنین اعتبارات تخصیصی به بخش صنعت و معدن و سهم آن از اعتبارات اعطایی نظام بانکی در طی سالهای ۱۳۸۶-۱۳۵۳ روندی افزایشی داشته است. از زنجیرهای دیگر ارتباطی بین بازار سرمایه و بخش صنعتی در چارچوب فعالیت های بازار بورس قابل تبیین است. تعداد شرکت های پذیرفته شده در سال ۸۶ به ۴۱۵ شرکت رسید که از این تعداد ۳۵۸ شرکت مستقیماً در قالب فعالیت های تولیدی و صنعتی قرار داشته اند. شاخص کل صنعت ۲/۸٪ رشد داشته در حالی که نرخ تورم معادل ۱۸/۴٪ در این سال بوده است. روند تغییرات نرخ رشد ارزش معاملات نیز طی سالهای ۸۶-۸۰ نشان می دهد در اوایل دهه ۸۰ ارزش معاملات بازار بورس رشد قابل ملاحظه ای را تجربه نمود. این افزایش تا سال ۸۳ به میزان ۵۵٪ افزایش یافت. سپس در سالهای ۸۴ و ۸۵ این رشد کاهش یافته به طوری که بیشترین کاهش مربوط به سال ۸۴ معادل ۴۵٪ - بوده است. از سوی دیگر در سال ۸۶ مجدداً ارزش معاملات افزایش یافته که این تغییرات مربوط به صنایع معدنی بوده است. بررسی سهم ارزش افزوده بخش صنعت از تولید ناخالص داخلی به قیمت های ثابت سال ۱۳۷۶ در طی سالهای ۱۳۸۶-۱۳۵۳ روند افزایشی داشته است. به طوری که در سال ۸۶ با سهمی معادل ۲۰٪ بیشترین مقدار را دارد. شاخص نرخ رشد ارزش افزوده صنعت نیز طی همین دوره روند با ثباتی را نشان نمی دهد، بیشترین کاهش در نرخ رشد مربوط به سال ۱۳۵۹ با رقمی معادل ۱۳/۲٪ - بوده است. طی سالهای برنامه سوم ۱۳۸۳-۱۳۷۹ همواره عملکرد ارزش افزوده بخش صنعت و معدن بیش از برنامه بوده و بیشترین عملکرد مربوط به سالهای ۸۰ و ۸۳ به ترتیب معادل ۱۲/۱٪ و ۱۱/۸٪ بوده است. عملکرد سهم ارزش

افزوده بخش صنعت و معدن از GNP نیز در طی سالهای برنامه سوم روندی افزایشی داشته است. به طوریکه از ۱۵/۲٪ در سال ۱۳۷۹ به ۱۸/۸٪ در سال ۸۳ تغییر کرده است. همچنین مهمترین سیاستهای بخش صنعت و معدن در برنامه چهارم نیز عبارتند از: گسترش فعالیتهای بخش خصوصی، تقویت مزیت‌های رقابتی و توسعه صنایع، تأمین منابع مالی، تقویت مزیت‌های رقابتی و توسعه صنایع کوچک، پشتیبانی از کارآفرینی گسترش صنایع تبدیلی و صنایع پایین دستی در صنایع نفت، گاز و پتروشیمی است. بر اساس قانون برنامه چهارم رشد متوسط سالانه بخش صنعت در طی سالهای ۱۳۸۸-۱۳۸۴ معادل ۱۱/۲٪ تعیین گردیده است، درحالی که عملکرد نرخ رشد صنعت در سالهای ۱۳۸۴، ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ به ترتیب معادل ۷ درصد، ۹٫۵٪ و ۸٫۲٪ بوده که کمتر از رشد برنامه چهارم توسعه می باشد.

#### ۴- تصریح مدل

در این پژوهش براساس مبانی نظری و مطالعات تجربی و بر پایه مطالعات اودیدوکوم (۱۹۹۶)<sup>۱</sup>، ون-چان لیو چن-مین هسو (۲۰۰۶)<sup>۲</sup> و ندیبیو (۲۰۰۴)<sup>۳</sup>، رابطه تبعی به شرح ذیل تعریف می گردد.

$$y = Af(K, L) \quad (1)$$

در این تابع  $k, L$  به ترتیب نیرو، کار و سرمایه،  $A$  بهره وری یا کارایی است. باتوجه به نقش سرمایه انسانی ( $H$ ) این عامل نیز در الگوی آمده است یعنی:

$$y = Af(K, L, H) \quad (2)$$

سپس الگوی بصورت تابع تولید سرانه بخش صنعتی تبیین شده:

$$Y_L = AF(K_L, H_L) \quad (3)$$

$$A = A_0 e^{\alpha FIM} \quad (4)$$

$Y_L$  = تولید سرانه بخش صنعتی؛

$K_L$  = سرمایه سرانه بخش صنعتی؛

1. Odedokum, 1996  
2. Wan-Chun Liu, Chen-Min Hsus, 2006  
3. Ndebbio, 2004

$H_L$  = شاخص سرمایه انسانی (متوسط سالهای تحصیل شاغلین بخش صنعتی)؛  
 (FIM) = این متغیر اثر شاخصهای مالی بر تولید است. که در این تحقیق از  
 FD (عمق مالی) به عنوان جایگزین آن استفاده شده است.

الگوی جبری نهایی زیر معرفی گردیده است:

$$Y_L = A_0 e^{\alpha FIM} K_L^\beta H_L^\delta \quad (5)$$

برای بررسی همگرایی توسعه مالی و تولید صنعتی این الگو به شکل تابع تولید سرانه بخش صنعتی (صنعت و معدن) به کار گرفته شده است. عامل سرمایه از اطلاعات تشکیل سرمایه ثابت ناخالص صنعت و معدن به قیمت‌های ثابت ۱۳۷۶، متغیر وابسته ( $Y_L$ ) ارزش افزوده سرانه بخش صنعتی به قیمت های ثابت سال ۱۳۷۶ و شاخص توسعه (FIM)، عمق مالی (FD) برابر با نسبت  $M_2$  به GDP بدون نفت، متغیر مجازی مربوط به سالهای جنگ و قانون عملیات بانکی بدون ربا (DU) نیز در الگو وارد شده است.

یکی از متغیرهایی که در بررسی اثرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی به کار گرفته می شود حجم پول است. بر پایه نظریه مک کینون-شاو گسترش حجم پول در اقتصاد از سویی نشان دهنده پولی شدن اقتصاد و توسعه بازار سرمایه است و از سوی دیگر با رشد اقتصادی ارتباط دارد. از همین رو یکی از شاخص‌های بیانگر توسعه مالی در ادبیات مرتبط با این موضوع عمق یا ژرفای مالی است. عمق مالی به وسیله تعریف وسیع حجم پول یعنی نقدینگی به GDP تعریف می گردد. همچنین در مطالعات مختلفی مانند ریموند و لاو (۲۰۰۳) از شاخص‌هایی مانند عمق مالی برای بیان گسترش نهادها و خدمات مالی استفاده گردیده در این دیدگاه گسترش فعالیت های واسطه های مالی موجب عرضه بیشتر خدمات مالی می گردد. کینگ و لوین (۱۹۹۳) برای نشان دادن شاخص توسعه مالی به جای  $M_2$  از  $M_3$  استفاده نموده اند. در این گونه مطالعات از شاخص فوق به عنوان توسعه مالی استفاده می گردد در صورت عدم دسترسی به  $M_3$  می توان در بعضی کشورها مانند کشورمان از  $M_2$  استفاده نمود. از همین رو می توان در مبحث اثرگذاری پول بر رشد شاخصی را بکار گرفت که نشان دهنده انباشت کمتر پول باشد و به کارگیری نسبت  $M_3$  به GDP می تواند این موضوع

را محقق نماید. توسعه مالی و تعمیق بخش مالی در اقتصاد می‌بایست ناشی از ایجاد فضایی رقابتی در بازارهای مالی باشد. با لگاریتم گیری از طرفین رابطه (۵) الگوی نهایی به شرح ذیل معرفی می‌شود (رابطه ۶). در الگوی فوق  $\alpha$  اثر تغییر یک واحد در شاخصهای بازارهای مالی (عمق مالی) بر لگاریتم تولید سرانه بخش صنعتی،  $\beta$  و  $\delta$  به ترتیب کشش تولید سرانه نسبت به سرمایه سرانه و شاخص سرمایه انسانی را نشان می‌دهند. برای بررسی ارتباط بلند مدت و همگرایی بین توسعه مالی و رشد بخش صنعتی از روش خود توضیح برداری استفاده می‌نماییم.

$$L_n Y_L = L_n A_0 + \alpha FIM + \beta L_n K_L + \delta L_n H_L \quad (6)$$

#### ۵- نتایج تجربی

برای بررسی ارتباط بلند مدت توسعه مالی و تولید بخش صنعتی از شاخص عمق مالی (FD) بعنوان شاخص توسعه مالی استفاده شده بر پایه معیار شوارتز - بیزین آماره t را محاسبه و فرضیه به شرح ذیل را آزمون کرده ایم.

$H_0$ : عدم رابطه بلند مدت در الگو

$H_1$ : وجود رابطه بلند مدت در الگو

همان‌طوری که اولین مرحله برآورد الگو به روش ARDL نشان می‌دهد بر اساس ضریب و انحراف معیار متغیر وابسته یعنی تولید سرانه با یک وقفه، t محاسباتی الگو معادل با:

$$ARDL(1,1,0,1): L_n Y_L = 0.3 L_n Y_L(-1) + 0.83 L_n K_L - 0.43 L_n K_L(-1) + 0.3 L_n H_L - 0.19 FD + 0.63 FD(-1) - 0.14 DU1 + 0.13 DU2$$

$$t = (0.30474 - 1) / 0.16124 = -4.31$$

با توجه به اینکه t جدول بنرجی، دولادو و مستر در سطح احتمال ۹۵٪ برابر

۰/۰۵- می باشد به دلیل اینکه قدر مطلق آماره  $t$  محاسباتی بزرگتر (یعنی ۴/۳۱) از  $t$  جدول می باشد ارتباط بلند مدت بین متغیرهای مدل تأیید می شود. یعنی فرضیه  $H_0$  رد می شود. همچنین آماره های برآوردی مربوط به خود همبستگی و ناهمسانی واریانس نشان دهنده عدم خود همبستگی و ناهمسانی واریانس است (جداول برآورد به پیوست می باشد).  
با تأیید رابطه بلند مدت الگو، مرحله دوم برآورد ضرایب بلند مدت به شرح ذیل می باشند.

$$L_n Y_L = -3.67 + 0.58 L_n K_L + 0.43 L_n H_L + 0.63 FD - 0.2 DU1 + 1.19 DU2$$

SE :	0.549	0.136	0.103	0.231	0.067	0.073
T :	-6.676	4.290	4.189	2.756	-3.062	2.625
Prob :	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.01)
F =	122					
R <sup>2</sup> =		0.96				
ECM(-1) =			-0.695			

بر اساس ضرایب برآوردی اثر شاخص توسعه مالی (عمق مالی) بر تولید بخش صنعتی معادل ۰/۶۳ می باشد که نشانگر ارتباط مثبت بین عمق مالی و تولید صنعتی است. این ضریب نشان دهنده نقش توسعه واسطه گریهای مالی بر افزایش تولید بخش صنعت می باشد، ضریب بلند مدت عمق مالی بیان می کند که یک واحد افزایش در نسبت  $M_2$  به GDP (عمق مالی) موجب ۰/۶۳٪ افزایش در تولید صنعتی می گردد. این نتیجه گیری با ادبیات موجود اثر عمق مالی بر رشد سازگار است. همچنین ارتباط مثبت و همگرایی بین توسعه مالی و تولید بخش صنعتی تأیید می شود. علاوه بر معنی دار بودن ارتباط عمق مالی و رشد بخش صنعتی، این ارتباط نیز مثبت است. همچنین ضریب سرمایه سرانه معادل ۰/۵۳ است این ضریب کشش تولید سرانه صنعتی را نسبت به سرمایه سرانه نشان می دهد. به عبارت دیگر ۱٪ افزایش در سرمایه سرانه موجب افزایشی معادل با ۰/۵۸٪ در تولید سرانه می گردد. اثر متوسط سالهای تحصیل شاغلین بخش صنعتی نیز به عنوان شاخصی از سرمایه انسانی بر تولید سرانه مثبت و معنی دار است به طوری که کشش تولید سرانه نسبت به این شاخص معادل با ۰/۴۳ بوده یعنی ۱٪ افزایش در متوسط سالهای تحصیل شاغلین، تولید سرانه را معادل با ۰/۴۳٪ افزایش می دهد. متغیر مجازی مربوط به سالهای جنگ نیز مطابق انتظار اثر منفی و معنی دار

بر متغیر وابسته دارد. برآورد الگو بر مبنای تصحیح خطا (ECM) نشان دهنده ارتباط بین پویایی های کوتاه مدت و بلند مدت در الگو است. این پارامتر معنی دار و برابر با ۰/۶۹۵- است که مطابق با انتظار منفی می باشد. مقدار این پارامتر نشان می دهد که در هر سال حدود ۰,۷ از عدم تعادل در تولید سرانه بخش صنعتی در دوره بعد تعدیل می شود. که نشان دهنده ی تعدیل نسبتاً پر شتابی به سمت تعادل بلند مدت است.

### ۶- نتیجه گیری و توصیه های سیاستی

بررسی رابطه توسعه بازار مالی بر تولید صنعتی در ایران نشان دهنده ارتباط و همگرایی بلند مدت بین این دو مولفه مهم اقتصادی است. این یافته هم چنان که در مطالعات تجربی بیان گردید تاییدی بر ارتباط بازاری مالی و رشد اقتصادی بویژه در سطح بخش صنعتی در ایران می باشد. این رابطه از یکسو نشانگر نقش بازارهای مالی، توسعه مالی و ارائه خدمات مالی کاراتر بر رشد تولیدات بخش صنعتی است و سوی دیگر جایگاه محیط مالی در فعالیتهای صنعتی را نشان می دهد. تایید ارتباط بین پویایی های کوتاه مدت و بلند مدت بیانگر وجود ماهیت ارتباطی بلند مدت بین متغیرهای کلان مالی و تولیدات در سطح بخش صنعتی است. نتیجه گیری فوق اهمیت و نقش بخش مالی بر رشد بخش صنعتی را در ایران نشان می دهد. به عبارت دیگر دستیابی به توسعه صنعتی و آثار اقتصادی و اجتماعی آن مستلزم توسعه بخش مالی است که در این پژوهش مورد تاکید میباشد. با توجه به نقش متغیرهای بازار مالی مانند اعتبارات در انتقال منابع پولی به بخش تولیدات صنعتی لزوم وجود شرایط رقابتی در بازارهای مالی و سیاستهای اعتباری برای ارتقاء رشد صنعتی توصیه می گردد. همچنین تایید همگرایی بخش مالی و واقعی، شناسایی راههای اثرگذار بر متغیرهای پولی و مالی برای ایجاد ثبات محیط مالی مانند مهار تورم، و کیفیت تخصیص منابع مالی (مانند ایجاد نهادهای خدمات مالی و صنعتی) در راستای رشد تولیدات صنعتی در ایران را ضروری می نماید.

### فهرست منابع

- احسانی، محمدعلی، (۱۳۸۳): "واسطه های مالی و رشد اقتصادی در ایران"، انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی.
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی، گزارش های اقتصادی و ترازنامه های بانک مرکزی، سالهای مختلف.



- پور رستمی، ناهید، (۱۳۸۷): "نقش نهادهای عمومی (قانونی) و مالی در توسعه و رشد اقتصادی" رساله دکتری، دانشگاه تهران.
- تشکینی، احمد، (۱۳۸۴): "اقتصاد سنجی کاربردی به کمک Microfit" نشر اینترگران تهران.
- تقوی، مهدی و علی اصغر لطفی، (۱۳۸۵): "بررسی اثرات سیاست پولی بر حجم سپرده ها، تسهیلات اعطایی و نقدینگی نظام بانکی کشور (۱۳۸۲-۱۳۷۴)" پژوهشنامه اقتصادی.
- ختایی، محمود و رویا سیفی پور، (۱۳۸۴): "بازارهای مالی دو بخش و اثر آن بر سرمایه گذاری در اقتصاد ایران" فصلنامه پژوهشهای اقتصادی ایران، شماره ۸۴ پاییز ۱۳۸۴، صفحات ۷۶-۷۳.
- سازمان مدیریت و برنامه ریزی دفتر اقتصاد کلان آمار سری زمانی آمارهای اقتصادی بازار کار ۱۳۵۳ تا ۱۳۸۵.
- صمدی، سعید و دیگران، (۱۳۸۶): "بررسی رابطه توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی" فصلنامه پژوهشهای اقتصادی پاییز ۱۳۸۶.
- کمیجانی، اکبر و رویا سیفی پور (۱۳۸۵): "بررسی اثرات سرکوب مالی بر رشد اقتصادی در ایران" فصلنامه پژوهشهای اقتصادی.
- گزارش عملکرد نظام بانکی کشور در سال ۱۳۸۴، هفدهمین همایش بانکداری اسلامی، ۱۳۸۵.
- مؤسسه تحقیقاتی تدبیر اقتصاد: "آسیب شناسی نحوه ارائه اعتبارات بانکی" ۱۳۸۶.
- محمد نوفرستی: «ریشه واحد و همجمعی در اقتصاد» مؤسسه خدمات فرهنگی رسا، چاپ اول ۱۳۷۸.
- نادری، مرتضی، (۱۳۸۶): "توسعه مالی، بحرانهای مالی و رشد اقتصادی (مقایسه تطبیقی و صنعت ایران در یک مطالعه جهانی)" انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی.
- نیلی، مسعود و مهدی راستاد، (۱۳۸۲): "توسعه مالی و رشد اقتصادی (مقایسه کشورهای صادر کننده نفت آسیای شرقی)" برنامه و توسعه.
- نظیفی، فاطمه، (۱۳۸۳): "توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران" فصلنامه پژوهشهای اقتصادی، سال چهارم، شماره ۳.
- هادی زنونز، بهروز، (۱۳۸۲): "تجربه سیاستهای صنعتی در ایران" مرکز پژوهشهای مجلس شورای اسلامی.
- Beck, T., Levin, King, Loayza (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", Journal of Monetary Economic, Vol.46, PP.31-773
- Beck, T., Levine, R., Loayza, N. (2000). Finance and the Sources of Growth, Journal of Financial Economics, 58, 261-300.
- Beck, T & Levine, R. (2002). Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market-or Bank-base System Matter? Journal of Financial Economics, 64, 147-180.
- Christopoulos, D.K & Tsionas, E.G. (2004). Financial Development from Panel Unit root and Cointegration Tests. Journal of Development Economics, 73, 55-74.
- Deidda, L. (2006). Interaction Between Economic and Financial Development. Journal of Monetary Economics, 53, 233-248.
- Demetriades, Panicoso, & Hussien Khaled A. (1996). Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence From 16

- Countries", *Journal of Development Economic* , vol.51,387-411
- Fry, Maxwell, J. (1978), "Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?" *Journal of Money, Credit and Banking*, 10(4, Worembor), 464-475
  - Goldsmith, R. W. (1969), *Financial Structure and Development* , Yell University, New Haven Ct.
  - H Ao, C. (2006). *Development of Financial Intermediation and Economic Growth : The Chinese Experience*. *China Economic Review* , 17, 347-362.
  - King, Robert & Levine Ross. (1993a), "Finance, Entrepreneurship and Growth" , *Journal of Monetary Economics*, vol.32, 513-542.
  - King, R & Leviene, R (1993b), "Finance, Entrepreneurship and Growth", *Journal of Monetary Economics*, vol.32, 1-30.
  - John E. Udo Ndebbio (2004) *Financial Deepening , Economic Growth and development: Evidence from Selected Sub-Saharan African Countries* AERC Reseach Paper 142-August.
  - James , B Ang, Warwick, J. Mckibbin. (2007). *Financial Liberalization , Financial Sector Development and Growth : Evidence From Malaysia*. *Journal of DEVELOPMENT Economics*.
  - Levine, R, Loayza, N and T, Beck (2000) *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes* , *J. Mon. Econ*, vol.46, PP.31-77.
  - Levine, Ross (1997), "Financial Development and Economic Growth : The Views and Agenda" , *Journal of Economic Literature*, vol. xxxv, 688-726.
  - Levine, R., and Renelt , David. "A Sensitively Analysis of Cross-Country Growth Regressions", *Amer. Econ. Rev.* Sept. 1992, 82(4), PP. 942-63.
  - Loayza Norman V. and Romain Ranciere (2006), *Financial Development Fragiliti and Growth*, *Journal of Money, Credit and Banking* ,(38), 1051-76.
  - Levine , R. (2002). *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?* *Journal of Financial Intermediation*, 11, 398-428.
  - Liu, W, C, H, C. (2006). *The Role of Financial Development in Economic Growth : The Experiences of Taiwan, Korea , Tapan*. *Tournal of Asian Economics* , 17, 667-690.
  - Mackinnon, R. (1973), *Money and Capital in Economic Development* , Washington, DC: Brooking Institution .
  - Odedokun, M. O (1998), *Financial Intermediation and Economic Growth in Developing Countries*. *Journal of Economic Studies*, Vol. 25. No. 3, 203-224.
  - Raghuramg, R & Luigi, z (2002). *Financial system industrial structure and growth* , *Oxford review of Economic Policy*, Vol 17, No 4
  - Rioja , F. and valev, N. (2003), "Finance and the Sources of Growth of Various Stages of Economic Development" , *Economic Inquiry*.
  - Romer , P. M. (1986). *Increasing Return and Long Run Growth* , *Journal of Political Economy* , 94, 1002-37.
  - Rousseau , P. Wachtel , P. (2000). *Equity Mankets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes , 1980-1995*. *Journal of Banking & Financial* , 24, 1933-1957.
  - Schumpeter, J. a. (1911), *Theory Economic Development*, Translated by Redvers opie, Cambridge, Harvard University Press, 1934.
  - Shaw, e. (1973), *Financial Deeping in Economic Development* , New York, Oxford University prees.
  - Taylor, Lance (1983), *Structuralist Macroeconomic: Applicable Models for the Third World* , New York : Basic Books.
  - Wurgler, J. (2000). *Financial Markets and the Allocation of Capital*. *Journal of Financial Economics* , 58, 187-214.