

تأثیر توسعه مالی بر رشد درآمدهای بنگاهها (مطالعه موردی بنگاههای منتخب بورس اوراق بهادار تهران)

دکتر غلامرضا عباسی*
وجیهه خاکپاش**

چکیده

در این پژوهش، اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی را در شرکت‌های منتخب بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۰ با استفاده از روش داده‌های تابلویی (panel data) مورد بررسی قرار داده ایم. فرضیه این مطالعه تأثیر توسعه مالی بر رشد درآمد است. بدین منظور نرخ رشد درآمد بنگاه‌های مورد بررسی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده و آثار شاخص‌های توسعه بازارهای مالی مانند نسبت تسهیلات اختصاص یافته به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی و نسبت معاملات انجام شده به تولید ناخالص داخلی همچنین نسبت ارزش جاری بازار به تولید ناخالص داخلی بر آن بررسی گردیده است. نتایج برآورد الگوها نشان‌دهنده اثر مثبت و معنادار توسعه مالی بر نرخ رشد بنگاه‌های منتخب در هر سه گروه منتخب پتروشیمی، سیمان و آهک و فرآورده‌های داروئی بوده است. این نتایج بیانگر نقش آثار توسعه مالی بر افزایش درآمدهای بنگاه‌های اقتصادی فعال در بازار بورس اوراق بهادار است.

واژگان کلیدی: توسعه مالی، رشد اقتصادی، بورس اوراق بهادار، داده‌های تلفیقی

طبقه بندی JEL: B26, C33, E44, F43, F63

E.Mail: , gabbasi955@gmail.com

* عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

E.Mail: vajihe.khakhpash@gmail.com

** کارشناس ارشد علوم اقتصادی،

www.SID.ir

مقدمه

در سالهای اخیر بازارهای مالی به نحو چشمگیری اقتصادهای جهانی را تحت تأثیر قرار داده است. وجود بازارهای مالی توسعه یافته برای رشد اقتصادی اجتناب ناپذیر است. مطالعات نظری و تجربی سیر تحول اقتصادی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نیز بر اثر گذاری بازار های مالی کارآمد بر رشد اقتصادی تأکید دارند. در برخی کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، بازارهای مالی محدود بوده و نقش قابل ملاحظه ای در تجهیز و هدایت وجوه ندارد. بدیهی است که هر چه امکان تجهیز و هدایت وجوه موجود و پس اندازهای خانوارها محدودتر باشد به همان نسبت امکان سرمایه گذاری کمتر خواهد بود و به تبع آن میزان تولید و رشد اقتصادی در سطح نازل تری قرار خواهد داشت. برای گسترش این فعالیت های مولد صنعتی ضروری است که وجوه موجود در جامعه و پس انداز های خانوارها به سوی سرمایه گذاری های مورد نظر هدایت گردند. چنین سیاست مهمی در بازارهای پول و سرمایه و گسترش آنها از طریق بازارهای مالی ممکن است.

گسترش ابزارهای مالی در سالهای پس از جنگ و در طی آزاد سازی اقتصادی از اوایل دهه ۱۳۷۰ در ایران آغاز گردید. از جمله اوراق مشارکت، سهام شرکتها و اوراق مشارکت ملی برای برطرف کردن نیازهای مالی پروژه های سرمایه گذاری خصوصی و دولتی، منجر به رشد بازارهای مالی (از قبیل بورس اوراق بهادار تهران و فعالیت های واسطه های مالی (بانکها) و شرکت های سرمایه گذاری تخصصی) گردید که آثاری بر روی ظرفیت تولیدی اقتصاد ایران داشته است.

این تحقیق به بررسی و شناسایی و تجزیه و تحلیل اثرات و ارتباط بین بازارهای مالی به وسیله توسعه مالی و رشد درآمد شرکت های منتخب عضو بورس اوراق بهادار می پردازد. فرضیه تحقیق تأثیر توسعه مالی بر رشد درآمدهای شرکتهای بورس در ایران است. در این مقاله ابتدا ادبیات موضوع و مطالعات تجربی، سپس الگوی تصریح و مورد برآورد قرار گرفته در انتها نتایج و پیشنهادات بیان گردیده است.

ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

پیرامون ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی نظریه های مختلفی توسط اقتصاددانان ارائه شده است. در قالب مدل های سنتی رشد، "سولو"^۱ (۱۹۵۶) توسعه مالی هم از طریق افزایش سطح انباشت سرمایه فیزیکی و هم از طریق افزایش کارایی سرمایه بر سطح تولید واقعی تأثیر می گذارد. اما در بلندمدت بر رشد اقتصادی تأثیری نخواهد داشت. اما از سوی دیگر مطالعاتی نظیر مطالعات گلداسمیت^۲ (۱۹۶۹) و مکینون^۳ (۱۹۷۳) بیانگر نوعی همبستگی مثبت میان توسعه مالی و رشد اقتصادی است. قدمهای اولیه در زمینه آثار توسعه مالی بر رشد اقتصادی از طرف گلد اسمیت (goldsmith 1969) انجام گرفته که ارزش دارائی های واسطه های مالی تقسیم

¹ Solow, R.M., 1956

² Goldsmith, R. W., 196

³ McKinnon, R.I., 1973

بر GNP را به عنوان شاخص توسعه مالی در نظر گرفته است. گلداسمیت بیان می‌کند "یکی از مهمترین مسائل در زمینه تأمین مالی، اثر ساختار و توسعه مالی بر رشد اقتصادی است" آیا تأمین مالی رابطه ای با رشد دارد یا اینکه ترکیبی از بازارها و واسطه های مالی که در یک اقتصاد فعال می‌باشد، بر رشد اقتصادی اثر می‌گذارد. گلداسمیت به دقت آمار ۳۵ کشور برای دوره ۱۸۶۰ تا ۱۹۶۳ در مورد ارزش دارایی های واسطه های مالی به عنوان سهمی از تولید اقتصادی را جمع آوری نمود. وی فرض نمود که با توجه به شروط خاص، اندازه بخش واسطه گری مالی همبستگی مثبت با ارائه و کیفیت وظایف بخش مالی به بقیه اقتصاد دارد.

برخی از محققان مانند "ناون سند"^۱ (۱۹۷۹) "دیاموند"^۲ (۱۹۸۴) بر تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی تأکید دارند. در حالیکه گروهی دیگر مانند "رابینسون"^۳ (۱۹۵۲) و "پاتریک"^۴ (۱۹۶۶) معتقدند که رشد اقتصادی سبب توسعه بازارهای مالی می‌شود. در دهه هشتاد برخی از اقتصاد دانان از جمله لوکاس^۵ (۱۹۸۸) بیان نمودند که توسعه اقتصادی دارای اثر قابل توجهی بر رشد اقتصادی نیست. حتی برخی دیگر به طور کلی توسعه مالی را جزئی از عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی نمی‌دانند.

با شکل گیری مدل‌های رشد درونزا، نشان داده شد که می‌توان رابطه ای علی از توسعه مالی بر رشد اقتصادی را توجیه کرد. بر اساس این مدلها مبانی نظری جدیدی برای اثر گذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی بوجود آمد که با تکیه بر آنها می‌توان نتیجه گرفت که توسعه مالی از طریق افزایش نرخ پس انداز و در نتیجه نرخ سرمایه گذاری، رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد در این راستا می‌توان به مطالعات "کینگ و لوین"^۶ (۱۹۹۳)، "بنسیوینگا و اسمیت"^۷ (۱۹۹۱) اشاره کرد. همچنین در مطالعات "روبین، سالی - مارتین"^۸ (۱۹۹۲) نوعی همبستگی منفی بین رشد اقتصادی و شاخص های توسعه مالی نتیجه گیری می‌شود.

در سال‌های اخیر، مطالعات زیادی در ارتباط با چگونگی تأثیر گذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی صورت گرفته است که به نتایج قابل قبولی بر پایه پیشرفتهای قابل ملاحظه در تکنیک‌های اقتصاد سنجی و نظریه های جدید اقتصاد سنجی انجامیده است. به عنوان مثال "لوین و رنلت"^۹ (۱۹۹۱) در کنار سایر متغیر های توضیحی نظیر نیروی انسانی و تجارت خارجی به بررسی چگونگی تأثیر گذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی پرداختند و به رابطه ای مثبت در این زمینه دست یافته‌اند.

بحث نظری آثار توسعه مالی بر رشد اقتصادی بر این پایه استوار است که چنانچه سیستم مالی بتواند به

¹ Townsend, R.M, 1979

² Diamond, D.W, 1984

³ Robinson, J. 1952

⁴ Patrick, H. 1966

⁵ Lucas, R.E. 1988

⁶ King, R.G. and R. Levine, 1993

⁷ Bencivenga, V.R. and B.D. Smith, 1991

⁸ Sala-i-Martin, X. 1992

⁹ Levine, R. and D. Renelt, 1991

وظایف اصلی خود در مورد کاهش هزینه اطلاع رسانی و تسهیل مبادلات و بررسی دقیقتر هزینه ها عمل نماید منجر به افزایش رشد اقتصادی خواهد شد. به عبارت دیگر چگونگی تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی به نقش واسطه‌های مالی در ارزیابی و برآورد توان کارفرمایان و بنگاه‌هایی که اقدام به نوآوری می‌کنند، بستگی مستقیم دارد. تجهیز منابع جهت برآوردن نیازهای مالی طرح‌های نوآورانه، ایجاد مدیریت ریسک و نقش واسطه‌های مالی در تنوع بخشیدن دارائی‌ها، کاهش ریسک و بالاخره پیش بینی سود انتظاری که صنعت، در اثر بهره‌گیری از تکنولوژی جدید حاصل از فعالیتهای نوآورانه به دست می‌آورد، تمامی این عوامل، می‌تواند زمینه‌های مناسب جهت افزایش رشد اقتصادی را فراهم آورد.

به طور کلی مطالعات تحقیقی صورت گرفته در این راستا حکایت از آن دارد که در ارتباط با تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی نمی‌توان به نوعی جمع‌بندی یکسانی دست یافت؛ بلکه با توجه به اینکه توسعه مالی چگونه صورت گرفته است و شاخص‌های انتخابی برای توسعه مالی چه بوده و اینکه کشور مورد مطالعه در ردیف کشورهای در حال توسعه است یا کشورهای پیشرفته صنعتی؛ به نتایج مختلفی منجر شده است. لذا این موضوعی است که می‌بایست برای اقتصاد ایران مورد آزمون قرار گیرد و بررسی شود که آیا توسعه مالی منجر به افزایش رشد اقتصادی می‌شود؟ در این مطالعه نرخ رشد درآمد بنگاه‌های منتخب پذیرفته در بورس اوراق بهادار به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده و اثر نسبت تسهیلات اختصاص یافته به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی و نسبت معاملات انجام شده به تولید ناخالص داخلی همچنین نسبت ارزش جاری بازار به تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص توسعه مالی بر آن بررسی می‌گردد.

کینگ و لووین (۱۹۹۳ king and Levine) کار گلد اسمیت را توسعه دادند آنان ۷۷ کشور را برای دوره ۱۹۸۹_۱۹۶۰ با کنترل سیستماتیک برای سایر عوامل اثر گذار بر رشد بلند مدت و بررسی کانالهای انباشت سرمایه و رشد بهروری و تحلیل اینکه آیا سطح توسعه مالی می‌تواند رشد بلند مدت را پیش بینی کند را مورد مطالعه قرار دادند. شاخص‌های مورد استفاده آن‌ها، عمق مالی که برابر با بدهی‌های تقدشونده نظام مالی تقسیم بر تولید ناخالص داخلی و شاخص BANK که نسبت اعتبارات بانکی تقسیم بر اعتبارات بانکی به اضافه دارائیهای داخلی بانک مرکزی می‌باشد همچنین شاخص PRIVATE که نسبت اعتبارات اختصاص داده شده به بخش خصوصی به کل اعتبارات داخلی و بالاخره چهارمین شاخص متغیر RRIVY، که برابر با نسبت اعتبارات ارائه شده به موسسات خصوصی تقسیم بر تولید ناخالص داخلی است بوده است. سه شاخص رشد اقتصادی، متوسط نرخ رشد تولید ناخالص داخلی واقعی سرانه، متوسط نرخ رشد موجودی سرمایه سرانه و رشد بهره‌وری کل می‌باشند.

کینگ و لووین به یک رابطه پر قدرت و مثبت بین هر یک از شاخص‌های توسعه مالی و سه شاخص رشد مذکور دست یافتند. آنها اگر چه نشان دادند که تأمین مالی می‌تواند رشد را پیش بینی کند، اما رابطه علت و معلولی بین این دو را بررسی نکردند.

دیمیتریاس و حسین (Demetriades and Hussein 1996) از معیارهای توسعه مالی مانند نسبت

پول به تولید ناخالص داخلی نیز استفاده کرده‌اند. در این مطالعه نتیجه گیری شده که جهت علیت غالباً، بخصوص برای کشورهای در حال توسعه، دوطرفه می باشد. اثر مثبت تأمین مالی بر رشد بخصوص هنگامی که از معیار ارزش افزوده ایجاد شده توسط نظام مالی به جای معیارهای ساده اندازه نظام مالی استفاده می‌کنیم، پر قدرتی می‌باشد.

لووین و زروس (Levine and zeros 1998) معیارهای بسیاری برای توسعه بازار سهام به منظور ارزیابی رابطه بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی، انباشت سرمایه و رشد بهره وری در یک نمونه ۴۲ کشوری برای دوره ۱۹۹۳-۱۹۷۶ ارائه کرده‌اند. آنها از شاخص نقدینگی یعنی نسبت گردش سهام استفاده نموده‌اند. لووین و زروس نتیجه می‌گیرند که سطح اولیه نقدینگی بازار سهام و سطح اولیه توسعه بانکها (اعتبارات بانکی) رابطه‌ای مثبت و معنی دار با نرخ‌های آتی رشد اقتصادی، انباشت سرمایه و رشد بهره وری دارد.

روسو و واچنل (۱۹۹۸) آزمون‌های سری‌های زمانی را در مورد توسعه مالی و رشد برای ۵ کشور در قرن بیستم با استفاده از معیارهای جامع‌تر توسعه مالی انجام داده‌اند. آنها از معیارهای توسعه مالی که شامل دارائی‌های بانکها و موسسات غیربانکی است، استفاده کرده‌اند. در این مطالعه جهت علیت پر قدرتی را از توسعه مالی به رشد اقتصادی تبیین شده است.

کنت و ماکسیمویچ (Demirguc kunt and Maksimovic 1998) این مساله را که آیا توسعه مالی میزان محدودیت بنگاه‌ها را برای سرمایه گذاری در فرصت‌های سود آور رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهند، بررسی کرده‌اند. آنان بر استفاده از بدهی بلندمدت و تأمین مالی از طریق فروش سهام به افراد خارج از بنگاه جهت رشد، بحث نموده‌اند. برای اندازه‌گیری توسعه مالی از نسبت حجم سهام به تولید ناخالص داخلی، گردش سهام که برابر با کل ارزش سهام معامله شده تقسیم بر نسبت حجم سهام به تولید ناخالص داخلی است و دارایی‌های بانک ها به تولید ناخالص داخلی استفاده کرده‌اند. آنها نتیجه گرفته‌اند که توسعه نظام بانکی و نقدینگی بازار سهام با رشد بنگاهها رابطه دارند.

روسو و سیلا (Rousseau and Sylla 1999) نقش تأمین مالی در رشد اقتصادی ایالات متحده را به همراه بازارهای سهام بررسی کرده‌اند. در این تحقیق از یک مجموعه از الگوهای سری‌های زمانی چند متغیره که معیارهای فعالیت بانکها و بازار سهام را با سرمایه گذاری، واردات و تأسیس شرکتها برای دوره ۱۸۵۰-۱۷۹۰ ارتباط می‌دهند، استفاده نموده‌اند. آنها حمایت پر قدرتی از نظریه "تأمین مالی جلوتر از رشد حرکت می‌کند" در ایالات متحده آمریکا به دست آورده‌اند. با حرکت فراتر از ایالات متحده، روسو و سیلا (۲۰۰۱) ۱۷ کشور را برای دوره زمانی ۱۹۹۷-۱۸۵۰ مورد مطالعه قرار داده و شواهدی سازگار با این نظر که توسعه مالی برانگیزاننده رشد اقتصادی در این کشورها بوده به دست آورده‌اند.

در یک بررسی در مورد بازارهای سهام، بانکها و رشد اقتصادی، آرستیس، دیمتریادس و لوینل (Arestis, Demetriades and Levinel 2000) به این نتیجه رسیده‌اند که اگرچه هم بخش بانکی و هم بازار سهام رشد آتی را توضیح می‌دهند، اما اثر توسعه بخش بانکی به مراتب بزرگتر از اثر توسعه بازار سهام می‌باشد.

کالگو و لویزا^۱ (۲۰۰۱) در مقاله ای تحت عنوان "ساختار مالی در شیلی: تحولات کلان اقتصادی و اثرات اقتصاد خرد ضمن توصیف تحولات در بازارهای مالی در شیلی در سطح کلان اقتصادی به بررسی اثر آن در سطح بنگاهها پرداخته‌اند. نمونه شامل ۷۹ بنگاه بود که سهامشان در بورس اوراق بهادار سانتیاگو فهرست شده و برای آنها آمار تراز نامه برای دوره ۱۹۹۰-۱۹۸۵ کامل و در دسترس می‌باشد. هدف آنها بررسی تأثیر توسعه مالی بر نرخ رشد درآمد بنگاهها می‌باشد که به وسیله افزایش نسبی در درآمد عملیاتی بنگاهها اندازه‌گیری می‌شود. نتایج به دست آمده حاکی از تأثیر مثبت توسعه مالی بر رشد درآمد بنگاهها می‌باشد.

ختایی (۱۳۷۸) در مطالعه‌ای تحت عنوان "گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی" ضمن بیان و بررسی الگوهای رشد اقتصادی و تحلیل انواع بازارهای مالی و وظایف آنها به بررسی رابطه بین گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی پرداخته است. او در این تحقیق با به کارگیری مدل کینگ و لووین (King & Levine 1993) اثر شاخص‌های مالی و رشد اقتصادی را برای دوره ۱۳۷۳-۱۳۳۸ مورد بررسی قرار داده است. بر اساس نتایج به دست آمده شاخص ژرفای مالی ارتباط معنا دار اما معکوس با متغیر رشد تولید سرانه واقعی (شاخص رشد اقتصادی) را نشان می‌دهد. این در حالیست که دو شاخص BANK و PRIVATE رابطه‌ای معنادار و مثبت را ظاهر ساخته‌اند.

احسانی (۱۳۸۳) در مطالعه خود تحت عنوان "واسطه‌های مالی و رشد اقتصادی ایران" به بررسی اثرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی در دوره ۱۳۸۰-۱۳۲۹ پرداخته است. با بررسی مبانی نظری توسعه مالی و رشد اقتصادی، اثر سیاست سرکوب مالی بر رشد اقتصادی نیز تحلیل شده است. در این پژوهش وجود یک رابطه مثبت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران تأیید می‌شود.

عباسی (۱۳۸۷) در تحقیق خود تحت عنوان "اثرات توسعه بازار مالی بر رشد بخش صنعتی در ایران" بر پایه ادبیات توسعه مالی و رشد اقتصادی به بررسی ارتباط بین توسعه مالی و رشد بخش صنعتی در ایران می‌پردازد. متغیر وابسته ارزش افزوده سرانه بخش صنعتی به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۷۶ و شاخصهای توسعه مالی شامل عمق مالی (نسبت M2 به GDP بدون نفت)، تسهیلات اعطایی به بخش صنعتی، نسبت تسهیلات اعطایی بخش صنعتی به کل تسهیلات پرداختی و نسبت مطالبات از بخش غیر مالی خصوصی به GDP می‌باشد. همچنین با توجه به اهمیت بررسی اثرات سیاست سرکوب مالی در ایران به ویژه در بخش صنعتی از دو شاخص استفاده گردیده است. نتایج این پژوهش نشان دهنده رابطه مثبت توسعه بازارهای مالی و رشد بخش صنعتی، رابطه منفی بین سرکوب مالی و رشد بخش صنعتی و ارتباط بلندمدت بین توسعه مالی و رشد بخش صنعتی بوده است.

روش تحقیق

مطالعه حاضر با الهام از مقاله ای تحت عنوان "ساختار مالی در شیلی: تحولات کلان اقتصادی و اثرات

¹ Gallego, F.L.H and N.Loayza, 2001

اقتصاد خردی^۱ نوشته "گالگو و لویزا"^۲ انجام پذیرفته است.

معادله رگرسیونی رشد پایه این تحقیق برای بنگاه عبارت است از:

$$(1-2) \text{MFin} + \epsilon_i, \Delta \text{GDPGR}_t + \alpha_2 [D/E]_{i,t} + \alpha_3 [I/R]_{i,t} + \alpha_2 \text{Roi}_{i,t} + \alpha_1 + \alpha_0 \cdot \text{RGr}_{i,t} = \alpha$$

که در آن RGr نرخ رشد سالانه درآمد بنگاه، Ro سطح اولیه درآمد که برای نشان دادن اثر همگرایی به سمت اندازه تعادلی بنگاه وارد معادله شده است، I/R سرمایه گذاری بنگاه نسبت به درآمد، D/E نسبت اولیه بدهی به حقوق صاحبان سهام است که برای کنترل اثرات عامل- نماینده بر رشد بنگاه وارد الگو شده است، GDPGR نرخ رشد سالانه تولید ناخالص داخلی است که هم ادوار تجاری و هم بسط کلی بازار را اندازه گیری می کند MFin هم یک بردار از متغیرهایی است که نشان دهنده متغیرهای کلان مالی می باشد و در نهایت پسماند رگرسیون با ϵ مشخص شده است.

در این مطالعه به علت نوع داده های مورد مطالعه، روش داده های تابلویی^۳ استفاده می شود. داده های تابلویی محققان را قادر به استفاده از داده های مقطعی و سری زمانی برای بررسی مسائلی می شوند که امکان مطالعه آنها در محیط های فقط مقطعی یا فقط سری زمانی وجود ندارد، فراهم می سازد. به عبارت دیگر روش داده های تابلویی، روشی برای تلفیق داده های مقطعی و سری زمانی است (بالتاجی^۴، ۲۰۰۵).

$$(2-2) Y_{it} = \alpha_{it} + \sum_{k=2}^k \beta_{kit} X_{it} + \mu_i + v_{it}$$

که جزء اختلال v_{it} دارای توزیع نرمال است و به ازای آن تمام i ها و تمام t ها مستقل از X_{it} می باشد. برای این منظور ابتدا بایستی بررسی نمود که آیا ناهمگنی یا تفاوت های فردی وجود دارد یا خیر؟ در صورت وجود ناهمگنی از روش داده های تابلویی و در غیر این صورت از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) جهت تخمین مدل استفاده می شود. μ_i ها نیز که بیان کننده اثرات فردی یا ناهمگنی در شرکت های مختلف هستند در قالب اثرات تصادفی^۵ یا اثرات ثابت^۶ ظاهر می شوند و در مقایسه با روش حداقل مربعات معمولی (OLS) در قالب فرضیه زیر مورد بررسی قرار می گیرند:

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_N = 0$$

$$H_1 : \mu_i \text{ ها مخالف صفر است}$$

به منظور آزمون فرضیه فوق از آماره F به صورت زیر استفاده می شود:

¹ Financial Structure in Chile: Macroeconomic Development and Microeconomic Effects

² Gallego & Loayza

³ Panel Data

⁴ Baltagi

⁵ Random Effect

⁶ Fixed Effect

$$F = \frac{RRSS - URSS / (N - 1)}{URSS / NT - N - K} \sim F_{(N-1), (NT-N-K+1)} \quad (3-2)$$

که در آن $RRSS$ ۱ مجموع مجذورات پسماندهای مقید (داده های تابلویی)، $SRSS$ ۲ مجموع مجذورات پسماندهای غیر مقید (داده های تلفیقی pooling) N تعداد شرکت‌های مورد بررسی T تعداد مشاهدات زمانی و K تعداد پارامترهای مورد برآورد است.

چنانچه در رابطه فوق، F محاسباتی از F جدول با درجه آزادی های $N-1$ و $NT-N-K$ در ناحیه بحرانی α بزرگتر باشد فرضیه H_0 رد شده و بنابر این مدل داده های تابلویی صحیح می‌باشد. به طوری که ناهمگنی یا اثرات فردی قابل مشاهده است. اما چنانچه F محاسباتی از F مربوطه در جدول کوچکتر باشد، آنگاه نمی توان فرضیه H_0 را رد کرد؛ بنابراین می توان نتیجه گرفت که ناهمگنی یا اثرات فردی وجود ندارد و باید مدل رگرسیونی از طریق روش حداقل مربعات معمولی برآورد شود. برای انتخاب بین مدل های اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن^۳ استفاده می‌شود.

تصریح مدل

جامعه آماری مورد بررسی در این تحقیق شامل ۲۴ شرکت از شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران بوده که برای آنها اطلاعات ترازنامه و گزارشات مالی در فاصله زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۰ منتشر شده می‌باشد. شرکت‌های منتخب از سه گروه فرآورده‌های دارویی، گروه سیمان، آهنک و گچ و گروه صنایع پتروشیمی در نظر گرفته شده است. الگوی مورد استفاده در این پژوهش به شرح ذیل می باشد:

$$RGri,t = \alpha 0 + \alpha 1 Roi,t + \alpha 2 (I/Ri,t) + \alpha 3 (D/E i,t) + \alpha 4 Depth + \alpha 5 Stock t + \alpha 6 PRt + \alpha 7 GDPgrt + \epsilon i,t$$

متغیرهای استفاده شده در مدل عبارتند از نرخ رشد سالانه درآمد بنگاه های منتخب به عنوان متغیر وابسته که با RGr_t نمایش داده می‌شود و به عنوان شاخص رشد اقتصادی در نظر گرفته شده است و شاخص های توسعه مالی و متغیر های مستقل عبارتند از عمق مالی که عبارت است از نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی جاری که معیار رایجی برای سنجش عمق سیستم مالی و اندازه بخش واسطه گری مالی است. این شاخص با $Depth$ نمایش داده شده است. توضیح این نکته ضروری است که با توجه به اینکه جامعه آماری از بورس اوراق بهادار انتخاب گردیده است نقدینگی در این تحقیق عبارت است از ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص داخلی که به عنوان شاخص اندازه بازار سهام به کار می رود. سهم بخش غیر دولتی از تسهیلات بانکی، یکی از شاخص‌هایی است که در بسیاری از مطالعات برای اندازه گیری توسعه مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد و در این

¹ Restrict Residual Sum Squares

² Un Restrict Residual Sum Square

³ Hausman Test

تحقیق با PR نشان داده می‌شود. نسبت سهام معامله شده به تولید ناخالص داخلی با نماد Stock، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام D/E، نسبت سرمایه گذاری بلند مدت به درآمد بنگاه نیز با نماد I/R و GDPgr نرخ رشد سالانه تولید ناخالص داخلی است که بسط کلی بازار را نشان می‌دهد. برآورد مدل برپایه سطوح متغیرهاست. جدول زیر نرخ رشد درآمد بنگاه‌ها را در گروه‌های مختلف نشان می‌دهد:

جدول ۱: آمار توصیفی مربوط به گروه‌های مختلف

متغیر	دوره زمانی	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
رشد فروش (درآمد) (گروه پتروشیمی)	۱۳۸۰-۱۳۸۶	۸,۳۳	۱۵,۶۴	-۲۳,۹۶	۴۹,۴۹
رشد فروش (درآمد) (گروه دارویی)	۱۳۸۰-۱۳۸۶	۱۱,۲۳	۲۸,۱۷	-۵۲,۴۲	۱۷۷,۴۷
رشد فروش (درآمد) (گروه سیمان)	۱۳۸۰-۱۳۸۶	۸,۹۲	۳۶,۷۵	-۷۷,۴۳	۲۰۶,۳۰

(مأخذ: محاسبات تحقیق)

با توجه به جدول فوق در می‌یابیم که میانگین رشد فروش در گروه فرآورده های دارویی بالاترین و در گروه پتروشیمی کمترین بوده است. همچنین پراکندگی رشد فروش در گروه سیمان بیشترین مقدار و در گروه پتروشیمی کمترین مقدار را داشته است.

بر اساس بررسی‌های انجام شده مشخص شد در برآورد مدل در هر سه گروه ، باید فرض یکسان بودن ضرایب مربوط به متغیرها برای شرکت‌های مختلف را در نظر گرفت. در خصوص فرض استفاده شده برای عرض از مبدأ، نتایج آزمون‌های انجام شده را در جدول زیر ارائه کرده‌ایم:

جدول ۲: نتایج آزمون f در گروه‌های مختلف

گروه	آماره f	فرضیه صفر	سطح اطمینان
گروه فرآورده های دارویی	۲,۹۴	پذیرفته نمی‌شود	۹۹ درصد
گروه سیمان	۱,۸۷	پذیرفته نمی‌شود	۹۹ درصد
گروه صنایع پتروشیمی	۷,۴۱	پذیرفته نمی‌شود	۹۹ درصد

با توجه به عدم پذیرش فرضیه صفر آزمون f برای برآورد مدل ، عرض از مبدأ متفاوت در نظر می‌گیریم. همچنین با توجه به آزمون هاسمن در برآورد مدل در گروه‌های فرآورده‌های دارویی و سیمان روش اثر تصادفی و

گروه صنایع پتروشیمی با توجه به اینکه تعداد مقاطع از تعداد متغیرهای توضیحی کمتر است نمی‌توان از روش اثرات تصادفی استفاده نمود. بنابراین استفاده از آزمون هاسمن برای تعیین روش اثرات ثابت و یا تصادفی لزومی نداشته و ما از روش اثرات ثابت استفاده می‌نماییم.

تحلیل نتایج

تحلیل نتایج گروه پتروشیمی

از گروه فرآورده‌های پتروشیمی ۶ شرکت ۱ انتخاب و در دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۰ مورد بررسی واقع شده‌اند. نتایج برآورد گروه صنایع پتروشیمی نشان می‌دهد تمامی ضرایب از نظر آماری معنادار و از نظر علامت منطبق با مبانی نظری می‌باشند. تفسیر نتایج برای این گروه به این شرح است: ضریب PR برابر با ۰/۲۱ می‌باشد که نشان می‌دهد اگر یک واحد افزایش در این متغیر ایجاد شود، نرخ رشد درآمد بنگاههای منتخب به میزان ۰/۲۱ واحد افزایش می‌یابد. در واقع اثر این شاخص توسعه بر شاخص رشد اقتصادی مثبت می‌باشد ضریب Stock برابر با ۴,۷۵ می‌باشد که نشان‌دهنده نقش پررنگ این شاخص توسعه که مربوط به بازار سهام می‌باشد بر شاخص رشد اقتصادی بوده و یک واحد افزایش در نسبت ارزش سهام به تولید ناخالص داخلی سبب افزایشی معادل ۴,۷۵ واحد در نرخ رشد درآمد شرکتها می‌شود. افزایش نرخ رشد تولید ناخالص داخلی نیز باعث افزایش نرخ رشد درآمد بنگاهها شده و تأثیر این شاخص کلان اقتصادی بر شاخص رشد اقتصادی مثبت می‌باشد. علامت منفی و از نظر آماری معنی دار اندازه اولیه بنگاه نشان‌دهنده اثر همگرایی می‌باشد، یعنی با بزرگتر شدن بنگاهها نرخ رشد درآمد شرکتها کاهش می‌یابد. نرخ سرمایه‌گذاری بلند مدت اثر مثبت بر رشد درآمد بنگاه داشته ولی نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام اثر معنی داری بر رشد درآمد شرکتها ندارد. این می‌تواند بیانگر این مسئله باشد که اگر ملاحظات عامل _ نماینده بر رشد درآمد بنگاه اثر بگذارد، این اثر گذاری از طریق نرخ سرمایه‌گذاری انجام می‌شود.

جدول (۳): بررسی اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در شرکت‌های گروه پتروشیمی با استفاده از روش

اثرات ثابت

arriableV	oefficientC	tatisticTS	robP
C	31.54463	4.621022	0.0001
PR	0.217249	3.552125	0.0013
STOCK	4.751447	3.508065	0.0015
INVEST	0.008221	3.484298	0.0016

تحلیل نتایج گروه سیمان

نتایج برآورد در گروه سیمان مطابق جدول که شامل ۸ شرکت ۱ در دوره ۱۳۸۶-۱۳۸۰ می باشد نشان می دهد ضریب PR، (در نسبت تسهیلات ارائه شده به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی) برابر با ۱۶,۷۸ می باشد که بیان می دارد به ازای یک واحد افزایش، نرخ رشد درآمد شرکت های منتخب به میزان ۱۶,۷۸ برابر می شود یعنی اثر این شاخص توسعه بر شاخص رشد اقتصادی مثبت بوده و فرضیه تحقیق در این مورد نیز تأیید می گردد. ضریب STOCK برابر با ۲۲,۲۳ می باشد که نشان می دهد به ازای یک واحد افزایش در نسبت ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص داخلی، نرخ رشد درآمد بنگاه ۲۲,۲۳ واحد افزایش می یابد. در نتیجه اثر این شاخص توسعه نیز بر رشد اقتصادی بنگاهها مثبت می باشد. ضریب نسبت ارزش جاری بازار بر تولید ناخالص داخلی نیز مثبت و از نظر آماری معنادار می باشد. و به ازای هر واحد افزایش در این نسبت ۵,۹ واحد در نرخ رشد درآمد بنگاهها افزایش ایجاد می گردد.

ضریب RO نیز معنادار و از نظر علامت منفی نشانگر آن است که با بزرگ شدن اندازه بنگاه نرخ رشد درآمد بنگاه کاهش می یابد. ضمناً نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام تأثیری بر نرخ رشد بنگاه نداشته و می تواند نشان دهنده این مسأله باشد که ملاحظات عامل نماینده بر رشد درآمد بنگاه تأثیری نداشته و احتمالاً از طریق نرخ سرمایه گذاری تأثیر می گذارد. ضریب نسبت سرمایه گذاری بلندمدت به درآمد ناخالص داخلی نیز معنادار و منفی می باشد که می تواند ناشی از بلندمدت بودن سرمایه گذاری باشد. اثر نرخ رشد تولید ناخالص داخلی و ارزش سهام به تولید ناخالص داخلی نیز معنادار و از نظر علامت منطبق با تئوری می باشد.

جدول ۴: بررسی اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در شرکت های گروه سیمان با استفاده از روش

اثرات تصادفی

arriableV	oefficientC	tatisticTS	robP
C	90.54665	2.874981	0.0060
PR	16.78452	6.479869	0.0000
STOCK	22.23968	4.763985	0.0000
RO	-0.010019	-2.812375	0.0071
DEBT	-1.252225	-0.933037	0.3555

INVEST	-12.23571	-3.982253	0.0002
DEPTH	5.965236	3.644629	0.0007
GDPGR	13.78907	4.999779	0.0000
sample: ۱۳۸۰-۱۳۸۶	F-statistic Durbin-Watson stat	3.827539 2.002364	Adjusted R- squared 0.264635

تحلیل نتایج گروه فرآورده های دارویی

برآورد الگو و آزمون فرضیه‌ها از روش پنل دیتا برای ۳ گروه از شرکت‌ها در دوره ۱۳۸۶-۱۳۸۰ استفاده شده است. از شرکت‌های سازنده فرآورده های دارویی ۱۰ شرکت ۱ انتخاب شده‌اند. نتایج حاصل از برآورد مدل در این گروه نشان می‌دهد ضریب نسبت تسهیلات اعتباری به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی، $0/17$ می باشد که نشان می‌دهد اثر این شاخص توسعه مثبت بوده و برآورد ها مؤید این است که این متغیر بر رشد درآمد بنگاههای مورد بررسی اثر مثبت دارد. ضریب به دست آمده نشان می‌دهد که یک واحد افزایش در تسهیلات اعطایی باعث $0/17$ واحد افزایش در رشد درآمد بنگاه می‌شود. بنابراین فرضیه تحقیق در این خصوص تأیید و اثر شاخص توسعه مالی بر رشد اقتصادی مثبت می‌باشد.

ضریب نسبت ارزش جاری بازار بر تولید ناخالص داخلی مثبت و از نظر آماری معنادار می‌باشد. و به ازای هر واحد افزایش در این نسبت $4/65$ واحد در نرخ رشد درآمد بنگاهها افزایش ایجاد می‌گردد. بنابراین این شاخص توسعه مالی نیز اثر مثبت بر شاخص رشد اقتصادی دارد. ضریب رشد تولید ناخالص داخلی معنادار و مثبت می‌باشد. بدین مفهوم که رشد تولید ناخالص داخلی تأثیر مثبت بر رشد درآمد بنگاههای منتخب دارد. ضریب منفی ولیکن معنادار اندازه اولیه بنگاه نشان دهنده اثر همگرایی می‌باشد، یعنی با بزرگتر شدن بنگاهها نرخ رشد آنها کاهش می‌یابد. ضریب نسبت سرمایه گذاری بلند مدت به تولید ناخالص داخلی نیز معنادار و از نظر علامت منفی می‌باشد . علت این امر در نوع سرمایه گذاری بوده یعنی سرمایه گذاری بلند مدت خواهد گردید. و در کوتاه مدت تأثیر مثبت بر رشد درآمد بنگاه نداشته است.

۱. شرکتهای داروسازی جابراین حیان، فارابی، سبحان ، زهراوی، دکتر عبیدی، کوثر، اسوه ، ابوریحان، امین و

جدول ۵: بررسی اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در شرکت‌های فرآورده‌های دارویی با استفاده از روش اثرات تصادفی

riableVar	oefficientC	tatisticTS	robP
C	-86.26705	-3.483996	0.0009
?PR	0.179730	2.246198	0.0283
?RO	-0.009857	-1.110153	0.2712
?DEBT	2.535091	2.005792	0.0492
?DEPTH	4.658857	2.591578	0.0119
?GDPGR	3.552998	1.434012	0.1566
?INVEST	-24.74348	-2.531906	0.0139
?STOCK	12.50399-	-2.276940	0.0263
sample: ۱۳۸۰-۱۳۸۶	F-statistic Durbin-Watson stat	3.760400 1.867374	Adjusted R- squared 0.218775

نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها

بازارهای مالی یکی از عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی هستند به طوری که اقتصاددانان معتقدند با نادیده گرفتن رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی درک فزاینده رشد اقتصادی ناقص خواهد بود. بررسی اثرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی در سطوح بنگاهها بر پایه شرکت‌های منتخب در سه گروه صنعت مجزا: گروه فرآورده‌های دارویی، سیمان، آهک و گچ، و صنعت پتروشیمی و در دوره ۱۳۸۰-۱۳۸۶ با استفاده از روش داده‌های تابلویی یا پنل دیتا صورت گرفته است.

طبق نتایج حاصل شده از تخمین مدل شاخص‌های توسعه ای بخش مالی یعنی نسبت تسهیلات به تولید ناخالص داخلی و نسبت معاملات به تولید ناخالص داخلی اثر مثبت بر شاخص نرخ رشد درآمد بنگاهها داشته است. ضریب نسبت تسهیلات اختصاص یافته به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی در این سه گروه به ترتیب در گروه فرآورده‌های دارویی، گروه سیمان و گروه فرآورده‌های پتروشیمی برابر با ۰٫۲۱، ۰٫۱۷، ۰٫۱۶، ۰٫۱۷ برآورد گردید. همچنین ضریب به دست آمده برای نسبت معاملات به تولید ناخالص داخلی به ترتیب ۰٫۲۳، ۰٫۲۲، ۰٫۲۳ و ۰٫۱۲- به

دست آمد که به جز گروه فرآورده های دارویی اثر این شاخص بر دو گروه دیگر مثبت ارزیابی می گردد. همچنین ضریب نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی نیز در سه گروه ذکر شده برابر ۰,۹۶، ۵,۹ و ۴,۶۵ تخمین زده شد. همچنین در هر سه گروه مورد بررسی اثر نرخ رشد تولید ناخالص داخلی بر نرخ رشد درآمد بنگاهها معنی دار و مثبت برآورد گردید. ضریب اندازه بنگاه در هر سه گروه معنا دار و از نظر علامت منفی به دست آمد بدین معنی که با بزرگ شدن اندازه بنگاهها در هر سه گروه نرخ رشد درآمد بنگاهها کاهش یافته است. نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام در تمامی گروهها تأثیری بر نرخ رشد درآمد بنگاهها نداشته است.

بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمادی از بازار متشکل سرمایه در ایران، طی دهه های اخیر افت و خیزهای بسیاری را به خود دیده است که بخشی از این نوسان به تأثیر پذیری آن از شرایط کلان اقتصادی برمی گردد. با توجه به نتایج به دست آمده پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت شاخص های توسعه بازار های مالی بر رشد اقتصادی و با توجه به اینکه بورس اوراق بهادار نهاد غالب در بازار سرمایه است توصیه های زیر پیشنهاد می گردد:

ایجاد زمینه های لازم برای رقابت بین بانکها و سایر واسطه های مالی غیر بانکی با نظارت بانک مرکزی
ایجاد تنوع در موسسات و نهاد ها و ابزارهای موجود در بازار مالی و بکارگیری ابزارهای جدید
وضع قوانین مناسب و اصلاح قوانین و مقررات در راستای کارآمد کردن بازار سرمایه و ایجاد ثبات در بازار سرمایه در راستای توسعه مالی

استفاده از سرمایه های خارجی در زمینه تقویت بورس اوراق بهادار و تامین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس
اصلاح سیاستگذاری تعیین نرخ بهره از طریق بازار در راستای ثبات اقتصاد کلان
نظارت دقیق تر بر انتشار اطلاعات صحیح و شفاف سازی عملکرد شرکتهای بورس اوراق بهادار
تامین نقدینگی مورد نیاز شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار از راههایی غیر از افزایش پایه پولی
با توجه به اینکه اغلب پژوهش های به عمل آمده در زمینه ارتباط توسعه مالی و رشد اقتصادی در زمینه کلان صورت پذیرفته است، تحقیقات بیشتری در ارتباط با اثرات توسعه مالی بر بنگاههای بورس به ویژه در سطح خرد و کاربردی صورت پذیرد.

منابع

۱. احسانی، محمد علی، (۱۳۸۳) "واسطه های مالی و رشد اقتصادی در ایران"، انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی.
۲. اشرف زاده، حمیدرضا و نادر مهرگان، (۱۳۸۷)، "اقتصاد سنجی پنل دیتا، موسسه تحقیقات تعاون دانشگاه تهران.
۳. بیدرام، رسول، (۱۳۸۱)، "Eviews همگام با اقتصاد سنجی"، منشور بهره وری.
۴. تاری، فتح اله، (۱۳۸۵)، " جایگاه بازار سرمایه در کشور و چشم انداز آن " مجله بررسیهای بازرگانی شماره ۲۰.
۵. تاری، فتح اله و محمد حسین نگهبان، (۱۳۸۲)، "نقش مؤسسات پولی و مالی در رشد اقتصادی" مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس سیاستهای پولی و ارزی، موسسه تحقیقات پولی و بانکی.
۶. تقوی، مهدی، (۱۳۸۶) "سرکوب مالی عمق مالی و رشد اقتصادی"، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
۷. تودارو، مایکل، "توسعه اقتصادی در جهان سوم"، نشر نی.
۸. پور رستمی، ناهید، (۱۳۸۷)، نقش نهاد های عمومی و مالی در توسعه و رشد اقتصادی"، رساله دکتری، دانشگاه تهران
۹. جعفری صمیمی، احمد و دیگران، (۱۳۸۸)، "تأثیر توسعه مالی و آزاد سازی تجاری بر رشد اقتصادی در ایران"، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی، سال نهم، شماره چهارم، زمستان ۱۳۸۸.
۱۰. ختایی، محمود و دیگران، (۱۳۷۸)، "گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی"، موسسه تحقیقات پولی و بانکی.
۱۱. دفتر بررسی های اقتصادی، بحثی در شاخصهای ارزیابی بورس، از بازار سرمایه تا توسعه اقتصادی.
۱۲. راستی، محمد، (۱۳۸۷) "توسعه مالی و اثر آن بر رشد اقتصادی"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
۱۳. راسخی، سعید و امید رنجبر، (۱۳۸۸)، "اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی"، مجله دانش و توسعه، سال شانزدهم، شماره ۲۷، تابستان ۱۳۸۸.
۱۴. عباسی، غلامرضا، (۱۳۸۷)، " اثرات توسعه بازار های مالی بر رشد بخش صنعتی در کشور" رساله دکتری، دانشگاه آزاد، واحد علوم تحقیقات.
۱۵. قطمیری، محمد علی، (۱۳۷۹) " توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی، تجربه کشورهای آسیای شرقی، درسهایی برای ایران"، موسسه تحقیقات پولی و بانکی.
۱۶. کازرونی، علیرضا، (۱۳۷۷) " توسعه مالی و رشد اقتصادی: شواهد عینی" مجموعه مقالات هشتمین

کنفرانس سیاستهای پولی و ارزی، موسسه تحقیقات پولی و بانکی.

۱۷. کمیجانی، اکبر و رویا سیفی پور، (۱۳۸۵)، "بررسی اثرات سرکوب مالی بر رشد اقتصادی در ایران"، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی تربیت مدرس.

۱۸. گاتاک، سابراتا، (۱۳۷۷)، "اقتصاد پول در کشورهای در حال توسعه"، ترجمه علی حسین صمدی، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.

۱۹. گجراتی، دامودار، (۱۳۸۳)، "مبانی اقتصاد سنجی"، ترجمه حمید ابریشمی، انتشارات دانشگاه تهران.

۲۰. مهرآرا، محسن حسین طلاکش نائینی، (۱۳۸۸) "بررسی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منتخب با روش داده های تلفیقی پویا (۲۰۰۳-۱۹۷۹)"، مجله دانش و توسعه، سال شانزدهم، شماره ۲۶، تابستان ۱۳۸۸.

۲۱. مهرگان، نادر و روح اله رضایی، (۱۳۸۸)، "راهنمای ای ویوز ۶ در اقتصاد سنجی، دانشکده علوم اقتصادی و نور علم.

۲۲. نظیفی، فاطمه، (۱۳۸۳)، توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی، سال چهارم، شماره ۳.

۲۳. نبلی، مسعود و مهدی راستاد، "توسعه مالی و رشد اقتصادی (مقایسه کشورهای صادر کننده نفت آسیای شرقی)"، برنامه و توسعه.

۲۴. هبیتی، فرشاد و دیگران، "بازارها و نهاد ای مالی"، (۱۳۸۷)، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات

25. Aresmetriades (1997) "Development and Economic Growth: Assessing the Evidence", Economic Journal.

26. Atje, R. and B.Jovanovic (1993), "Stock Market and Development", European Economic Review.

27. Bencivenga, V.R. and B.D.Smith(1991), "Financial Intermediation and Endogenous Growth", Review of Economic Papers.

28. Chandana Kularatne, An examination of a VECM structure to a Middle income country, (2001), Annual Forum- University of Witwatersrand Johannesburg.

29. Demetriades, P and K Hossein (1996), "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time series Evidence from 16 Countries", Journal of Development Economic.

30. Demirguc-Kunt, A. and V.Maksimovic (2002), "Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data", Journal of Financial Economic.

31. Demirguc-kunt, A and V Maksimovic (1998), "Low, Finance, and

Firm Growth”, Journal of Finance.

32. Diamon D. W. (1984), Financial Inter mediation and Delegated Monitoring “, Review of Economic Studies.

33. Francisco Gallego and Norman Loayza, Financial Structure in Chile: Macroeconomic Development and Microeconomic Effects.

34. Goldsmith, R.W.(1969), Financial Structure and Development , New Haven, CT:Yale University Press.

35. J.H Haslag and J.Koo, Financial Repression, Financial Development and Economic Growth , Federal Reserve Bank of Dallas,(2002)

36. King R.G. and R. Levine (1993)”Financial Intermediation and Economic Development “ ,In : Financial intermediation in the Construction of Eroupe, Centre for Economic Policy Research.

37. Levine, R. and S.Zervos (1998),” Stock markets , banks and economic growth”, American Economic Review.

38. Levine, R. and D. Renlet (1992),” A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regression “, American Economic Review.

39. Loyanza, N and R.Rancier(2002),”Financial Fragility, Financial Development, and Growth”, World Bank mimeo.

40. Lucas,R.E. (1988), “On the Mechanics of Economic Development”,Journal of Monetray Economics.

41. Merton, R,C. and Z.Bodie (1995),”A Conceptional Framwork For Analyzing the Financial Enviroment”,In: the Global Financial System, Harvard Business School.

42. McKinnon,R.I. (1973), Money and Capital in Economic Development , Washington,DC:Brookings Institution.

43. Neusser ,K and M. Kugler (1998), “Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries”, Review of Economic and Statistics.

44. Patrick, H.(1966),”Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, Economic Development Cultural Change.

45. Ross Levine , Finance and Growth : Theory, Evidence And Mechanisms,(2003)

46. Rousseau, P.L. and R. Sylla,(1999),”Emerging Financial Markets and Early U.S Growth”, National Bureau of Economic Research.

47. Rousseau, P.L. and P Watchel (1998),” Financial intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries”, Journal of Money, Credit and Banking .

48. Robinson, J.(1952),”The Generalization of the General Theory”,In Rate of Interest and Other Essays, London: MacMillan.

49. Schumpeter, J.A.(1912),” Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig: Dunker and Humblot”,[The Theory of Economic Development, 1912, translated by R.Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press,1934.]

50. Townsend , R. M. (1979),”Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification”, Journal of Economic Theory.

Archive of SID