

آزمون رابطه میان رشد اقتصادی و ساختار مالی ایران

سید احمد میرمطهری*

از جمله مباحث بسیار مهم در ادبیات اقتصادی، بررسی تأثیر ساختار مالی بر رشد اقتصادی است. به رغم تحقیقات متعددی که درباره کشورهای مختلف با ساختارهای مالی متفاوت انجام شده، تا کنون اجماع نظری در باره تأثیر آن بر رشد اقتصادی بدست نیامده است.

در این تحقیق با استفاده از روشهای اقتصادسنجی مرسوم، رابطه میان ساختار مالی و رشد اقتصادی ایران در دوره ۱۳۷۰-۱۳۸۴ مورد آزمون قرار گرفت. نتایج بدست آمده نشان داد که رابطه آماری معناداری میان ساختار مالی کشور و تولید وجود دارد؛ به بیان دیگر ساختار مالی، اثر معنی داری بر سطح تولید داشت. نتایج بدست آمده در این تحقیق، با نتایج حاصل از مطالعات

* دکتر سید احمد میرمطهری؛ مدیرعامل شرکت سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی کارکنان صنعت نفت.

E.mail: mirmotahari@opic.ir

لوین (۲۰۰۲)، بک و لوین (۲۰۰۲)، در تضاد است، که به نظر می‌رسد می‌تواند ناشی از روش و روش‌شناسی تحقیق باشد. اما نتایج برخی دیگر از تحقیقات، مورد تأیید است. بر پایه نتایج این تحقیق می‌توان گفت، ساختار مالی بر رشد اقتصادی ایران تأثیرگذار بوده‌است.

کلید واژه‌ها:

ایران، ساختار اقتصادی، توسعه اقتصادی، مدل اقتصادسنجی

Archive of SID

مقدمه

از جمله مباحث بسیار مهم در زمینه سیاستگذاری، موضوع تأثیر ساختار مالی بر رشد اقتصادی است؛ چنانکه یکی از انواع ساختارهای مالی بر رشد اقتصادی، اثرگذارتر از ساختارهای دیگر باشد، بدیهی است سیاستگذاران اقتصادی به آن ساختار توجه خاصی معطوف خواهند داشت. شایان ذکر است که تمایز و تفکیک میان نظامهای مالی پایه بانک و پایه سهام و چگونگی اثرگذاری آنها در رشد اقتصادی، در طول بیش از یک سده محور مباحث نظری میان اقتصاددانان بوده است (آلن و گیل ۱۹۹۹، گرشنکون ۱۹۶۲، استیگلیتز ۱۹۸۵).^۱ امروزه این موضوع با همان شدت گذشته همچنان تداوم دارد (لوین، ۲۰۰۲)^۲ و این امر بدان جهت است که بدون تردید، پاسخ به این پرسش، کیفیت سیاستهای اقتصادی هر کشوری را بهبود می‌بخشد.

ادبیات نظری پیرامون این موضوع، در پی آزمون آن است که دریابد کدام نوع نظام مالی می‌تواند رشد اقتصادی را بهتر توضیح دهد. ذکر این نکته ضروری است که این مطالعات درباره کشورهای مختلف، در دوره‌های زمانی متفاوت و با شیوه‌های متنوع آماری و اقتصاد سنجی انجام شده است. در این میان، مطالعاتی که نظامهای مالی آمریکا و انگلستان را به‌عنوان پایه سهام و ژاپن و آلمان را پایه بانک فرض می‌نماید (هوشی و دیگران ۱۹۹۱، مورک و ناکامورا ۱۹۹۹، وینشتاین و یافه ۱۹۹۸، ارستیس و دیگران ۲۰۰۱)^۳، در صدد هستند

^۱ F. Allen and D. Gale, *Comparing Financial System*, (Cambridge, MA: MIT Press 1999), pp.68-89.

- Gereshenkorn, A, *Economic Backwardness in Historical Perspective*. a Book of Essay, (Cambridge, MA, Harward University Press, 1996).

- J. E. Stiglitz, "Credit Markets and The Control of Capital", *Journal of money, Credit, and Banking*, 17(1), (1985).

^۲ R, Levine, "Bank Base and Market Base Financial System, Which is Better?", *Journal of Financial Intermediations*, 11(4), (2002), pp.398-428.

^۳ T, Hoshi, Kashape, A. and Scharfstien, D, "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics*, 106(4), (1991), pp.678-709.

- R, Mork. and Nakkamora, M, "Banks and Corporate Control in Japan", *Journal of Finance*, (1995).

- D. E, Weinstien, and Yafeh, Y, "On The Costs of a Bank Center Financial System: Evidence From The Changing Bank Relations In Japan", *Journal Of Finance*, 53(4), (1998).

P, Arestis, Demertiades, P. ,and Luintel, K, "Financial Development And Economic Growth: The Role Of Stock Markets", *Journal Of Money, Credit And Banking*, 33(1), (2001), pp. 16-41.

که نشان دهند ساختار مالی در رشد اقتصادی اهمیت دارد؛ اما این انتقاد به یافته‌های آنها وارد است که از نظر تاریخی این کشورها از نرخ رشدهای مشابهی برخوردار بوده‌اند.

بنابراین، تحقیقات برشمرده نمی‌توانند نمونه مناسبی برای بررسی برتری نسبی یک نظام مالی بر نظام دیگر از نظر تأثیر بر رشد اقتصادی باشند (گلد اسمیت ۱۹۶۹)^۱. افزون بر آن، این مطالعات درباره کشورهای پیشرفته است و یافته‌های این پژوهشها، نمی‌تواند برای کشورهای در حال توسعه نیز قابل تعمیم باشد.

نتایج بدست آمده از تحقیقات محققانی مانند (دمیرگوک - کانت ولوین ۱۹۹۶، لوین ۲۰۰۲ و ۲۰۰۳، بک و لوین، ۲۰۰۲)^۲ دلالت بر عدم تأثیر ساختار مالی بر رشد اقتصادی دارد؛ بگونه‌ای که بر اساس یافته‌های این مطالعات هیچکدام از نظام‌های مالی پایه بانک و پایه سهام بر رشد اقتصادی اثرگذار نیست. در مقابل، آنچه در این میان مهم است ارائه خدمات مالی است.

در این مقاله تلاش می‌شود با استفاده از آمار ایران، به عنوان یک کشور در حال توسعه، رابطه میان رشد اقتصادی و ساختار مالی کشور برآورد و آزمون شود. ساختار این مقاله به شرح زیر سازماندهی شده است: مبانی نظری ساختار مالی و توسعه اقتصادی، شواهد تجربی، تصریح مدل، نتایج تجربی، جمع بندی و نتیجه‌گیری.

مبانی نظری ساختار مالی و توسعه اقتصادی

رابطه میان ساختار مالی و توسعه اقتصادی را می‌توان بر پایه نظریه‌های مختلف ساختار مالی مورد آزمون قرار داد. ساختارهای مالی شامل پایه بانک، پایه سهام و خدمات مالی است که در زیر به اجمال به آنها پرداخته می‌شود. تئوری پایه بانک بر نقش مثبت

^۱. R, W, Goldsmith, *Financial Structure and Development*, (New Heaven, Ct: yale University Press, 1969).

^۲. Demirguc-Kunt, A, and Levine, R, "Stock Market, Corporate Finance and Economic", (1996), pp.223-239.

- R, Levine, "Bank Base and Market Base Financial System" Which is Better?", *Journal of Financial Intermediations*, 11(4), (2002), pp.398-428.

- T, Beck, and R, Levine, "Stock Market, Banks and Growth: Panel Evidence", *Nber Working Paper*, Series NO.9082. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research, 1990.

بانک‌ها در رشد و توسعه اقتصادی و نواقص و کاستیهای نظام مالی پایه-سهام تأکید دارد. بر پایه این نظریه در کشورهای در حال توسعه، بانک‌ها بهتر از بازار سهام می‌توانند بر رشد اقتصادی اثرگذار باشند (گرشنکون، ۱۹۶۲)^۱. سبب و علت این موضوع، آن است که آن دسته از بانک‌هایی که از نظر قانونی با محدودیتهایی مواجه نیستند، می‌توانند در کسب اطلاعات کامل و نیز فرایندها از صرفه‌جویی‌های مقیاس استفاده نمایند (لوین، ۲۰۰۲، بک و لوین، ۲۰۰۲)^۲. در واقع نظام مالی پایه بانک نسبت به پایه سهام در موقعیت و شرایط بهتری برای مواجهه با مشکلات بنگاههای تولیدی قرار دارد (استیگلتیز ۱۹۸۵، سینق، ۱۹۹۷)^۳. دیدگاه پایه بانک همچنین بر نواقص و کاستیهای نظام پایه سهام تأکید می‌ورزد.

از آن جمله می‌توان به این نکته اشاره کرد که نظام پایه-سهام، اطلاعات را برای عموم منتشر کرد و بدین ترتیب انگیزه سرمایه‌گذاران برای جستجوی اطلاعات را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، بانک‌ها اختلالهای ناشی از عدم تقارن اطلاعات را از طریق ایجاد رابطه بلندمدت میان خود و بنگاهها برطرف می‌سازند.

در نتیجه، ترتیبات پایه-بانک نسبت به نظام پایه-سهام، می‌تواند در تخصیص بهینه و نیز حاکمیت شرکتی، بهبود بیشتری ایجاد نماید (استیگلتیز، ۱۹۸۵، باید ۱۹۹۳)^۴.

از سوی دیگر، نظریه پایه-سهام مزایای عملکرد بهتر بازار را تبیین کرده بر مشکلات نظام بانک-محور تأکید می‌کند. براساس این نظریه، نظام پایه سهام، با ایجاد بازار بزرگ، سیال و نقدینه، بهتر می‌تواند به رشد اقتصادی، انگیزه‌های کسب سود و در نتیجه، حاکمیت شرکتی کمک کرده و مدیریت ریسک را تسهیل نماید (لوین، ۲۰۰۲، بک و لوین ۲۰۰۲). به بیان دیگر در این تحقیقات بر ناکارایی‌های ذاتی بانک‌های قدرتمند تأکید شده است. بر این اساس نظام پایه-سهام سبب کاهش ناکارایی‌های ذاتی بانک‌ها می‌شود. از این رو بهتر می‌تواند در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی اثرگذار باشد. از جمله مطالعاتی که تأییدی بر مطلب فوق

¹ A, Gereshenkorn, *Economic Backwardness in Historical Perspective*. A Book of Essay, (Cambridge, MA, Harward University Press, 1996).

² *Ibid*, p.2.

³ A, Singh, "Stock Markets, Financial Liberation and Economic Development", *Economic Journal*, 107(442), (1997).

⁴ A, Bhide, "The Hidden Cost of Stock Market Liquidity", *Journal of Financial Economics*, 34(1), (1993), pp.1-51.

است، تحقیقات بوید و اسمیت (۱۹۹۸)^۱، است که نشان دادند، به مرور که کشورها مدارج توسعه اقتصادی را طی می‌کنند، ساختار مالی آنها نیز به سمت پایه-سهام، متمایل می‌شود. اخیراً در تحقیقات بانک جهانی (۲۰۰۱) نکته قابل توجهی مشاهده می‌شود، این نکته اشاره دارد که: «پیچیدگی نهفته در بسیاری از فعالیتهای اقتصادی و تجاری، بگونه‌ای افزایش یافته که دارندگان اطلاعات نهانی می‌توانند به راحتی عملکرد بنگاه را تحت تأثیر قرار دهند. به رغم پیشرفتهای فنی، تکنولوژیکی، حقوقی، قانونی و حسابداری، عدم تقارن اطلاعات میان استفاده کنندگان و تأمین‌کنندگان وجوه کاهش نیافته و در برخی از کشورهای در حال توسعه، افزایش نیز داشته است».

نظریه سوم، دیدگاه خدمات مالی (مرتون و بوید، ۱۹۹۵ و لوین، ۱۹۹۷)^۲، کاملاً با دیدگاههای پایه-بانک و پایه-سهام، سازگار است. گرچه این نظریه، شامل هر دو دیدگاه است، اما اهمیت نظامها را به حداقل می‌رساند؛ زیرا معتقد است که تفاوت و تمایز میان نظامهای پایه-بانک و پایه-سهام، امروزه از اهمیت کمتری نسبت به گذشته برخوردار است. در این میان خدمات مالی اهمیت بیشتری دارد (بانک جهانی، ۲۰۰۱). در این دیدگاه، محل تأمین مالی مهم نیست؛ بلکه آنچه اهمیت دارد خلق محیط مناسب برای ارائه کارآمد خدمات مالی است. اغلب، تأکید بر ایجاد و خلق زمینه عملکرد بهتر بانکها و بازارهای سهام، و نه بر ساختار مالی است.

در این دیدگاه، بانک و یا بازار سهام مهم نیستند؛ زیرا خود شامل هر دو نظام است. در واقع، این دو نظام، اجزای مختلف یک نظام مالی هستند و رقیب یکدیگر نیستند (بوید و اسمیت، ۱۹۹۸، لوین، ۱۹۹۶، دمیرگوک - کانت و لوین، ۲۰۰۱). در این شرایط، نظام مالی کاستیها و نارساییهای بازار را کاهش داده و خدمات مالی را ارائه می‌نماید که می‌تواند تحرک پس‌انداز و مدیریت خطر را تسهیل نماید و با تقویت فرصتهای سرمایه‌گذاری و اعمال، حاکمیت شرکتی نقدینگی را افزایش دهد. در نتیجه همانگونه که لوین (۲۰۰۰) مطرح

¹. Jhon H. Boyd, and Ruce D. Smith, "The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development", *Economic Theory*, Vol.2(3), Springer (1998), pp. 519-560.

². R, C, Merton. and Boidez., "A Conceptional Framework for Analyzing the Financial Environment", the Global Financial System: a Functional Perspective", Boston, Harward Bussines School, (1995).

می‌کند، دیدگاه خدمات مالی، بشدت بر نحوه ارائه خدمات مالی تأکید دارد و معتقد است که خدمات مالی سبب می‌شود که نظام پایه-بانک و یا پایه-سهام به نحو مناسبتری فعالیت نمایند.

شواهد تجربی

شماری از تحقیقات انجام شده، اغلب بر مقایسه میان نظام مالی کشورهای آلمان و ژاپن به عنوان نظام مالی پایه-بانک و آمریکا و انگلستان به عنوان نظام مالی پایه-سهام متمرکز شده اند. بدیهی است در این تحقیقات از معیارها و شاخصهای مختلفی برای تبیین ساختار مالی استفاده شده است.

مطالعات درباره آلمان و ژاپن از معیارهایی مبنی بر اینکه آیا بانکها سهامدارند و یا اینکه بنگاهها صاحب «بانک» هستند، استفاده می‌کنند (هوشی و دیگران، ۱۹۹۱، مورک و ناکامرا، ۱۹۹۹، وینشتاین و یافه ۱۹۹۸). این گونه مطالعات، شواهدی دال بر وجود تمایز میان نظامهای مالی پایه-بانک و پایه-سهام، بدست آورده‌اند. با وجود این، ارزیابیهای مجدد آزمایشی نظام مالی ژاپن با توجه به عملکرد ضعیف اقتصادی این کشور در دهه ۱۹۹۰، برتریهای این چنین نظامهای مالی را با شک و تردید روبرو ساخته است. وابستگی به بانک می‌تواند منجر به هزینه تأمین مالی بیشتر برای شرکتها گردد؛ زیرا بانکها از مشتریان شرکتی خود رانت دریافت می‌دارند. (وینشتاین و یافه، ۱۹۹۸).

مطالعات مربوط به آمریکا و انگلستان بر نقش بازار سهام تأکید دارد (ونگر و کاسرر، ۱۹۹۸، لوین، ۱۹۹۷).^۱ گلد اسمیت (۱۹۹۶)^۲، معتقد است نمی‌توان ادعا کرد که برتری ساختار مالی آلمان بر انگلستان در قبل از جنگ جهانی اول به رشد اقتصادی این دو کشور ارتباط دارد؛ چرا که در آن دوره، هر دو کشور از نرخ رشد اقتصادی مشابهی برخوردار

¹. E, Wenger, and C, Kaserer, "The German System of Corporate Governance: a Model which Should not be Limited", in S. W. Black and M. Moeresch, Competition and Convergence in Financial Markets: the German and Anglo American Models, New York: North Holland, (1998).

². R, W, Goldsmith, *Financial Structure and Development*, (New Heaven, Ct: Yale University Press, 1969).

بودند. تحقیقات دیگر - از جمله ارستیس و دیگران که معتقد به برتری نظام پایه-بانک هستند - نیز با همین نوع انتقاد روبرو است. بنابراین باید درباره تجویز نظام مالی برای کشورهای در حال توسعه بسیار با احتیاط اظهار نظر نمود.

لوین (۲۰۰۰) با تأکید بر نظرات گلداسمیت معتقد است که ساختار مالی نباید چندان با اهمیت باشد؛ زیرا هر چهار کشور، نرخ رشدهای بلند مدت مشابهی داشته‌اند. در تحقیقات قبلی لوین و دمیرگوک-کانت (۱۹۹۶) که با استفاده از آمار ۴۴ کشور صنعتی و در حال توسعه در دوره ۱۹۹۳-۱۹۸۶ انجام شد، به این نتیجه دست یافتند که کشورهایی که بازارهای سهام سازمان یافته دارند، از نهادهای بانکی خوب و کارآمدی نیز برخوردارند. کشورهایی نیز که بازار سهام ضعیفی دارند، فاقد نظام بانکی کارآهستند. بنابراین در مجموع، این دیدگاه راتقویت کردند که تمایز میان نظام مالی مبتنی بر بازار سهام و پایه-بانک از اهمیت چندانی برخوردار نیست. با وجود این، لوین و زوراس (۱۹۹۸)^۱، با استفاده از رگرسیون مقطعی تعدادی از کشورها در دوره ۱۹۹۳-۱۹۷۶، دریافتند که نظام پایه-سهام نسبت به پایه-بانک، خدمات مختلفی ارائه می‌کند. نظام پایه-سهام رشد اقتصادی را با تسهیل نقدینگی، ترغیب می‌کند؛ زیرا نقدینگی سبب می‌شود که سرمایه‌گذاری از ریسک کمتری برخوردار شود و بدین ترتیب شرکتها و بنگاههای تولیدی بتوانند با شرایط آسانتری به منابع مالی دسترسی یابند (آتج و جووانویک، ۱۹۹۳، هریس ۱۹۹۷)^۲. بانک جهانی (۲۰۰۰)، نیز به نتایج مشابهی دست یافته و معتقد است که نظام بانکی و بازار سهام توسعه یافته، هر دو می‌توانند به رشد اقتصادی کمک کنند و هر یک مکمل دیگری است.

¹. Levine, and Zervos, "Stock Market Development and Long Run Growth", *World Bank Economic Review*, 10(2), (1996), pp.323-339.

². R. Atje, and B. Jovaonic, "Stock Market and Development", *European Economic Review*, 37, (1993), pp.632-640.

- R. D. F. Haris, "Stock Markets And Development: A Reassessment", *European Economic Review*, 41(1), (1997), pp.139-146.

تصریح مدل

در این تحقیق تابع لگاریتمی زیر مورد آزمون قرار گرفت:

$$L(GDP/L) = \alpha_0 + \alpha_1 L(I/L) + \alpha_3 L(CAP/BL)$$

که در آن :

$L(GDP/L)$: لگاریتم تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت سال ۷۶ به نیروی کار (تقاضای کار)

$L(I/L)$: لگاریتم تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی به قیمت ثابت سال ۷۶ به نیروی کار (تقاضای کار)

$L(CAP/BL)$: ارزش جاری بازار سهام به میزان تسهیلات بانکی (بانک‌های تجاری و تخصصی) به بخش غیر دولتی است.

چنانکه نسبت $L(CAP/BL)$ بیشتر از ۱ باشد بیانگر آن است که سیستم مالی مبتنی بر بازار سهام است و اگر کمتر باشد بیانگر آن است که نظام مالی، پایه بانک است. شایان ذکر است که در این مطالعه، آنچه مهم است معنی‌دار بودن آماره ضریب α_3 است و نه علامت آن. مثبت و یا منفی بودن، آن تنها جهت تأثیر را مشخص می‌کند؛ ولی معنی‌داری آن بیان می‌دارد که آیا ساختار مالی بر رشد اقتصادی اثر گذار است یا نه؟ چنانکه α_3 یعنی ضریب متغیر ساختار مالی فاقد معنی داری آماری باشد، بیانگر آن است که ساختار مالی در ایجاد رشد اقتصادی از اهمیت چندانی برخوردار نیست.

در این مقاله به منظور برآورد مدل فوق از روش اقتصادسنجی حداقل مربعات خطی استفاده شده است. لازم به ذکر است برای بررسی مانایی متغیرهای مورد نظر از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته استفاده شد.

دوره بررسی، سالهای ۱۳۸۴-۱۳۷۰ را پوشش می‌دهد. آمار مورد نظر از نشریات بانک مرکزی و بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است. بر اساس تحقیقات لوین (۲۰۰۰) و یک و لوین (۲۰۰۰)، نسبت ارزش جاری بازار سهام به تسهیلات بانکی به عنوان متغیر ساختار

مالی در نظر گرفته شد. پس، می‌توان گفت که متغیر ساختار مالی در این تحقیق در واقع بگونه‌ای متغیر «اندازه ساختار» در تحقیقات آنهاست.

نتایج تجربی

آزمون مانایی متغیرهای مدل

به منظور بررسی مانایی سریهای زمانی مورد مطالعه این مقاله، از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته استفاده شده است. نتایج آزمون ADF بر حسب ضابطه شوارز بیزین (SBC)^۱ نشان می‌دهد که سری‌های زمانی متغیرها در شکل لگاریتمی، مانا بوده و از درجه هم‌انباشتگی $I(0)$ برخوردارند (جدول شماره ۱).

جدول شماره ۱. نتایج مربوط به آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعمیم یافته (ADF)

متغیر	آماره ADF	مقادیر بحرانی (سطح ۵٪ اطمینان)	وقفه بهینه	درجه همگرایی
$L(CAP / BL)$	-۴/۹	-۴/۱	۴ (با روند)	$I(0)$
$L(GDP / L)$	-۴/۳	-۴/۱	۱ (با روند)	$I(0)$
$L(I / L)$	-۴/۳	-۳/۹	۱ (با روند)	$I(0)$

منبع: یافته‌های تحقیق.

^۱ در نرم افزار MFIT مقدار حداکثر هر یک از سه ضابطه AIC, SBC, HQC تعیین کننده وقفه‌های بهینه است.

برآورد مدل

$$L(GDP / L) = 2.64 + 0.23L(I / L) + 0.04L(CAP / BL) + AR(2)$$

(55.6) (10.8) (3.5) (1.5)

$$R^2 = 0.96$$

$$D.W = 2.4$$

$$F = 73$$

برآورد مدل نشان می‌دهد که ضرایب، از نظر آماری معنادار بوده و آماره F معناداری کل ضرایب مدل را تأیید می‌کند. از سوی دیگر R^2 بیان می‌کند که ۹۶ درصد تغییرات در متغیر وابسته از طریق متغیرهای مستقل مدل قابل توضیح است.

همانگونه که انتظار می‌رود، ضریب کشش بلند مدت تولید نسبت به موجودی سرمایه یا «سرمایه‌گذاری» مثبت و دارای معنی‌داری آماری است. متغیر ساختار مالی نیز اثر معنی‌داری دارد. علامت و معنی‌داری پارامترها، بیانگر آن است که ساختار مالی بر نسبت تولید به کار بلند مدت، تأثیر معنی‌داری دارد.

نتیجه‌گیری

در این مقاله به موضوع تأثیر ساختار مالی بر نظام اقتصادی پرداخته شد. شایان ذکر است که بر اساس آمار موجود کشور، نسبت ارزش جاری بازار سهام به میزان تسهیلات بانکی (بانک‌های تجاری و تخصصی) به بخش غیر دولتی، طی دوره مورد بررسی، کمتر از یک بوده که بیانگر آن است که نظام مالی کشور پایه بانک است.

نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که رابطه آماری معناداری میان ساختار مالی کشور و تولید؛ یعنی تولید ناخالص داخلی به نیروی کار؛ وجود دارد؛ به بیان دیگر ساختار مالی اثر معنی‌داری بر سطح تولید دارد. نتایج بدست آمده در این تحقیق، با نتایج حاصل از مطالعات لوین (۲۰۰۲)، بک و لوین (۲۰۰۲)، در تضاد است، که به نظر می‌رسد، ناشی از روش و

روش‌شناسی تحقیق باشد، اما نتایج برخی دیگر از تحقیقات را تأیید می‌کند. بر این اساس می‌توان گفت بر پایه نتایج این تحقیق، ساختار مالی بر رشد اقتصادی ایران تأثیر گذار است. لذا باتوجه به نتایج و یافته‌های بدست آمده، سیاستگذاران اقتصادی به منظور تحقق رشد اقتصادی، باید به بازار مالی و ساختار آن توجه خاصی معطوف نمایند. در این میان تقویت بازار سهام و افزایش کارایی نظام بانکی، می‌تواند گامی اساسی در جهت توانمندسازی اقتصاد کشور محسوب شود.

Archive of SID

پی‌نوشتها:

۱. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. *ترازنامه و گزارش اقتصادی*، سالهای مختلف.
۲. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. *نماگرهای اقتصادی*، شماره‌های مختلف.
۳. بورس اوراق بهادار تهران. *سالنامه آماری*، سالهای مختلف.
۴. بورس اوراق بهادار تهران. *آمارنامه*، شماره‌های مختلف.
5. Allen, F. and Gale, D. *Comparing Financial System*. Cambridge, MA: MIT Press., 1999.
6. Arestis, P., Demertiades, P., and Luintel, K. "Financial Development and Economic Growth: The Role Of Stock Markets", *Journal Of Money, Credit and Banking*, 33(1), (2001).
7. Atje, R. and Jovaonic, B. "Stock Market and Development", *European Economic Review*, 37, (1993).
8. Beck, T. and Levine, R. "Stock Market, Banks and Growth: Panel Evidence", *Nber Working Paper*, Series NO.9082. Cambridge, Mass: National Burea of Economic Research.
9. Bhide, A. "The Hidden Cost of Stock Market Liquidity", *Journal of Financial Economics*, 34(1), (1993).
10. Boyd, Jhon H. and Ruce D. Smith. "The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development", *Economic Theory*, Vol.2(3), (Springer 1998).
11. Demirguc- Kunt, A, and Levine, R. "Stock Market, Corporate Finance And Economic Growth: An Owerview", *World Bank Economic Review*, 10(2), (1996).
12. Engle, R. and Granger, C. "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimations and Testing", *Econometrica*, 55(2), (1987).
13. Gereshenkorn, A. *Economic Backwardness in Historical Perspective*. A Book of Essay, Cambridge, M A, Harward University Press, 1996.
14. Goldsmith, R. W. *Financial Structure and Development*. New Heaven, Ct:yale University Press, 1969.
15. Haris, R. D. F. "Stock Markets And Development: A Reassessment", *European Economic Review*, 41(1), (1997).
16. Hoshi, T. Kashape, A. and Scharfstien, D. "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics*, 106(4), (1991).

17. Levine, and Zervos. "Stock Market Development and Long Run Growth", *World Bank Economic Review*, 10(2), (1996).
18. Levine, R. "Bank Base and Market Base Financial System, Which is Better?", *Journal of Financial Intermediations*, 11(4), (2002).
19. Mork, R. and Nakkamora, M. "Banks and Corporate Control in Japan", *Journal of Finance*, (1995).
20. Singh, A. "Stock Markets, Financial Liberation and Economic Development", *Economic Journal*, 107(442), (1997).
21. Stiglitz, J. E. "Credit Markets and The Control of Capital", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 17(1), (1985).
22. Weinstien, D. E. and Yafeh, Y. "On The Costs Of a Bank Center Financial System: Evidence From The Changing Bank Relations In Japan", *Journal Of Finance*, 53(4), (1998).
23. Wenger, E, and Kaserer, C. "The German System of Corporate Governance: A Model Which Should not be Limited", in S. W. Black and M. Moeresch, *Competition and Convergence in Financial Markets: the German and Anglo American Models*, New York: North Holland, (1998).
24. World Bank. "Finance For Growth, Policy Choices In a Volatile World", *A World Bank Policy Research Report*, Washington D.C.: World Bank, (2001).

Archive SID