

اثرات بازارهای مالی بر رشد بخش صنعتی در ایران^۱

غلامرضا عباسی^۲

تاریخ دریافت: ۸۸/۰۶/۰۳

دانش آموخته دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران تاریخ تأیید: ۸۸/۰۹/۰۵

حمید رضا برادران شرکاء^۳

هیأت علمی مدعو دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

چکیده

از ویژگی‌های بازارهای مالی در ایران گستردگی فعالیت‌های دولتی در نظام مالی و فضای غیر رقابتی است. چگونگی دسترسی به خدمات و منابع مالی یکی از چالش‌های بخش صنعتی (صنعت و معدن) است. این پژوهش به شناخت و بررسی بازارهای مالی و ارتباط آن با بخش صنعتی می‌پردازد. فرضیه اصلی ارتباط مثبت توسعه مالی و اثر منفی سرکوب بر رشد صنعتی در ایران است. نتایج با استفاده از آمار سری زمانی سال‌های (۱۳۸۶-۱۳۵۳)، به وسیله روش خود توضیح برداری (ARDL) و الگوی تصحیح خطا (ECM) نشان می‌دهد توسعه مالی بر تولید سرانه صنعتی اثر مثبت و معنی‌داری داشته که نشانگر نقش توسعه مالی و گسترش واسطه‌گری‌های مالی بر رشد صنعتی است. همچنین سرکوب مالی اثر منفی بر تولید سرانه صنعتی داشته که ضرورت اصلاح سیاست‌های بخش مالی و لزوم حرکت به سوی ایجاد فضای رقابتی در بازارهای مالی ایران آشکار می‌کند. تأیید رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی در سطح بخش صنعتی علاوه بر ارتباط بخش واقعی و مالی، بیانگر نقش متغیرهای کلان مالی و محیط مالی در رشد صنعتی می‌باشد.

واژگان کلیدی: توسعه مالی، سرکوب مالی، رشد صنعتی

طبقه‌بندی موضوعی: O16, E44, G21

مقدمه

از مباحث اصلی مطالعاتی علم اقتصاد بررسی ارتباط و همگرایی بخش مالی و بخش واقعی است. اقتصاددانان مسیرهای گوناگونی را برای تبیین ارتباط بین توسعه مالی (بازار پول و سرمایه) و رشد اقتصادی مطرح نمودند. شومپتر^۴ (۱۹۱۱) از بنیانگذاران اصلی دیدگاه اثر گذاری بازارهای مالی بر رشد اقتصادی بود. گلد اسمیت^۵ (۱۹۶۹)، مک کینون و شاول^۶

۱. این مقاله از پایان‌نامه آقای غلامرضا عباسی دانشجوی دکتری علوم اقتصادی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران به راهنمایی دکتر حمید رضا شرکاء استخراج شده است.

2. ghreza_abbasi@yahoo.com

3. hrshoraka@gmail.com

4. schumpeter

5. goldsmith

6. Makinnon-show

(۱۹۷۳) مسیره‌های جدیدی را برای تبیین ارتباط بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی مطرح نمودند. البته در مورد چگونگی و ماهیت ارتباط بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی دیدگاه‌های متفاوتی وجود دارند. الگوهای رشد درونزا نیز افق وسیعی برای مطالعات مربوط به نقش و اثرات بازارهای مالی بر رشد اقتصادی بنیان گذاشته‌اند مدل‌های مانند کاپور (۱۹۷۶)، متیسون (۱۹۷۹)، فرای (۱۹۸۷)، الگوهای نئوشومپتری، نظرات رشد درونزای رومر (۱۹۹۰)، گروسمن و هلمپن^۱ (۱۹۹۱)، مسیره‌های گوناگون را مطرح می‌نمایند. برای نمونه مدل‌های نئوشومپتری که بر پایه الگوهای رشد درونزا توسعه یافته‌اند بر اثرات و نقش خدمات مالی کارا ناشی از عملکرد واسطه‌گری‌های مالی بر رشد اقتصادی تأکید دارند. از سوی دیگر بررسی اثرات بازارهای مالی و رشد اقتصادی عمدتاً در سطح کلان تأکید دارند. اما مطالعات در مورد نقش توسعه بازارهای مالی بر رشد در سطوح خرد و بخشی به طور محدودتری انجام شده است. از ویژگی‌های اصلی بازارهای مالی در کشورهای در حال توسعه سیاست‌های مداخله‌گرایانه دولت به شکل گسترده در قالب تعیین سهمیه‌بندی اعتبارات بخش‌های مختلف اقتصادی، تعیین نرخ سود سپرده‌ها و تسهیلات است؛ که به معنی شرایط سرکوب مالی است. در کشور ما، ساختار بازار مالی موجب غیر رقابتی شدن بازارهای پول و سرمایه و عدم تعمیق مالی گردیده است. وجود یک بازار مالی توسعه یافته در خدمت رشد مستمر اقتصادی به ویژه برای تأمین مالی طرح‌های صنعتی از نیازهای اصلی بخش تولیدی و صنعتی است. مفهوم توسعه مالی نیز بیانگر مشخصات و الزامات یک نظام مالی مناسب است. با توجه به جایگاه نظام مالی در تخصیص و کارایی منابع و خدمات مالی مورد نیاز بخش صنعت این پژوهش به بررسی، شناسایی ویژگی‌ها و تجزیه و تحلیل اثرات و تعیین رابطه بین بازارهای مالی و رشد بخش صنعتی در ایران می‌پردازد سوال اصلی این است که آیا ارتباطی بین بازارهای مالی به وسیله توسعه مالی، سرکوب مالی و رشد بخش صنعتی وجود دارد. فرضیه‌های اصلی عبارتند از:

الف- بین بازار مالی به وسیله توسعه مالی و رشد اقتصادی بخش صنعتی رابطه مثبت وجود دارد.

ب- بین سرکوب مالی و رشد بخش صنعتی رابطه منفی وجود دارد.

ابتدا ادبیات و مطالعات تجربی مطرح شده، پس از ارائه بازارهای مالی در ایران و ارتباط آن با بخش صنعتی، الگو معرفی، برآورد و نتایج آن آورده شده است. در انتها توصیه‌های سیاستی ارائه گردیده است.

1. Kupur, matheson, fry, Grosman-hepmanl

ادبیات موضوع

رشد اقتصادی پایدار مستلزم ارتباط مناسب و کارآمد بین دو بخش واقعی و مالی است. بازار مالی بازاری که در آن دارایی‌های مالی مورد مبادله قرار می‌گیرند. بررسی و شناسایی اثرات بازارهای مالی بر رشد اقتصادی مستلزم شناخت ساختار، نهادها و عملیات نظام مالی است. از مشخصه‌های اصلی بازارهای مالی نقش واسطه‌ای نهادهای مالی بین عرضه کنندگان و تقاضاکنندگان وجود است. افزایش کارایی اقتصادی به وسیله انتقال منابع مالی از عرضه کنندگان به سوی متقاضیان منابع مالی که با فرصت‌های سرمایه‌گذاری مواجه هستند، انجام می‌گیرد. توسعه مالی می‌تواند به وسیله اثرگذاری بر بهره‌وری عامل سرمایه و بهره‌وری کل عوامل تولید رشد اقتصادی را ارتقاء دهد. در مدل رشد نئوکلاسیکی مانند الگوی سولو - سوان فرض می‌شود به دلیل کارایی کامل نظام مالی، پول نقشی خنثی در رشد اقتصادی دارد. الگوی توپین^۱ (۱۹۶۷ و ۱۹۶۵) نیز یک توجیه نظری برای حمایت از وضعیت سرکوب مالی است. دیدگاه پاتنکین و لوهری^۲ (۱۹۶۸) در حمایت از آزادسازی بخش مالی و اثر آن بر رشد اقتصادی مطرح می‌شود. در این الگو مانده‌های پولی واقعی را می‌توان همانند سایر موجودی‌ها وارد فرایند تولید نمود. یکی از تفاوت‌های اصلی الگوی فوق و الگوی توپین این است که ورود پول موجب بهبود کارایی در تولید شده و اقتصاد را به سطوح بالاتر تولید سرانه می‌رساند. بر پایه چنین دیدگاهی سیاست سرکوب مالی آثار منفی بر رشد اقتصادی دارد. مدل‌های مک کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) با بررسی اثرات سرکوب مالی به بیان اثرگذاری سیاست‌های آزاد سازی مالی بر انباشت سرمایه و رشد اقتصادی پرداخته‌اند. بحث اصلی در مدل مک کینون اثرات نرخ بهره واقعی بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی است و نهادهای مالی نقش واسطه‌گری مالی را بین سپرده‌گذاران و سرمایه‌گذاران بر عهده دارند. با وجود سرکوب مالی، افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و کاهش نرخ بهره سپرده‌ها، تقاضا برای دارایی‌های فیزیکی افزایش می‌یابد. مک کینون در مدل خود ارتباط بین سرمایه مالی (پولی) و سرمایه فیزیکی را به عنوان دو عامل مکمل سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد مدل شاو تأکید بر نقش نهادهای مالی در تخصیص کارآمد منابع بین پس‌انداز کنندگان و سرمایه‌گذاران دارد. با آزاد سازی مالی و افزایش نرخ بهره واقعی به وسیله گسترش فعالیت‌های واسطه‌های مالی و ایجاد شرایط توسعه مالی، انگیزه پس‌انداز کنندگان در جهت ارتقاء پس‌اندازها افزایش می‌یابد. این موضوع موجب افزایش سرمایه‌گذاری‌ها و کارایی در سرمایه‌گذاری و ارتقاء رشد اقتصادی می‌گردد. در این مدل سرمایه‌گذاران محدود به تأمین منابع مالی از درون بنگاه نمی‌باشند. یعنی می‌توانند منابع مالی مورد نیاز خود را خارج از بنگاه نیز تأمین نمایند. با وجود تفاوت‌هایی بین دو مدل مک کینون و شاو این دو مدل به عنوان دو مدل مکمل مطرح می‌شوند. مدل کاپور (۱۹۷۶) که برای یک کشور در

1. Topin
2. Patinkin-Levhari

حال توسعه مطرح می‌شود، نظام بانکی به عنوان تأمین‌کننده منابع مالی تعریف می‌شود. سرمایه در گردش نقشی اساسی در تعیین سطح تولید دارد و منابع نهادهای مالی مانند بانک‌ها بخشی از سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی را تأمین می‌کنند. اعتبارات دریافتی بنگاه‌های اقتصادی موجب افزایش سرمایه در گردش این بنگاه‌ها می‌گردد. 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 مازاد نیروی کار مطرح می‌باشند. تولید تابعی از جریان سرمایه و سرمایه شامل سرمایه ثابت و در گردش می‌باشد. به دلیل فرض وجود نرخ واقعی سپرده منفی، حجم واقعی سپرده‌ها پایین است که در نتیجه آن حجم واقعی تسهیلات نظام بانکی نیز کاهش می‌یابد. در این مدل سیاست‌های آزادسازی بخش مالی و حرکت نرخ بهره به سمت نرخ بهره تعادلی بازار موجب افزایش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی می‌شود. مدل فرای (۱۹۸۶) رامی توان در چارچوب یک مدل چرخه زندگی تشریح نمود. این مدل یک اقتصاد باز و کوچک را مد نظر قرار می‌دهد که سرمایه‌گذاری به وسیله پس‌اندازها تأمین مالی می‌شود. در این مدل فرض می‌شود که خانوار در دوران جوانی یا دورانی که سطح درآمد بیشتر از مصرف است پس‌انداز می‌کند تا در دوران پیری مصرف خود را به وسیله پس‌انداز فوق تأمین مالی نماید. نرخ‌های بهره از طریق تأمین منابع مالی بر رشد کوتاه مدت تأثیر دارد. در این مدل میزان اعتبارات به عنوان یک متغیر اثر بخش در بازارهای مالی اهمیت پیدا خواهد کرد. به همین دلیل در این مدل با آزادسازی مالی و افزایش نرخ بهره و حرکت نرخ بهره به سمت نرخ بهره تعادلی بازار، منابع مالی افزایش یافته و در نتیجه آن موجب افزایش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی می‌شود. مدل نئوشومپتری بر پایه نظرات رشد درونزای رومر (۱۹۹۰)، گروسمن و هلیمن (۱۹۹۱) توسعه یافته است. ارتباط بین رشد اقتصادی، ابداعات و نوآوری در چارچوب مدل رشد درونزا مطرح می‌شود خدمات مالی کارا و مناسب‌تر موجب گسترش نوآوری و خلاقیت و در نتیجه کارایی و رشد اقتصادی بیشتر می‌شود. واسطه‌های مالی در بازارهای مالی توسعه یافته، بنگاه‌های تأمین سرمایه ریسک‌پذیر می‌باشند که با در اختیار قرار دادن منابع مالی خود به بنگاه‌هایی که دارای نوآوری هستند، سهام می‌شوند. در سطح صنعت نیز رشد بهره‌وری بستگی به ابداعات و نوآوری دارد. در این مدل نرخ رشد اقتصادی ناشی از رشد همزمان بهره‌وری و مصرف است. نئوساختارگرایان در اواخر دهه ۸۰ میلادی به وسیله اقتصاددانانی مانند تیلور^۱ (۱۹۸۳) فون وین برگن^۲ (۱۹۸۳) و استیگلیتز^۳ (۱۹۹۴) با طرح موضوعاتی مانند بازار مالی غیر رسمی، شکست بازار، اطلاعات نامتقارن، به اثرات منفی آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی پرداخته‌اند. نئوساختارگرایان با تقسیم بازارهای مالی به بازار رسمی و غیر رسمی نتایجی برخلاف مدل‌های مک‌کینون - شاو ارائه می‌دهند. اما بررسی‌های دیگر

1. Taylor
2. Stiglitz
3. vonwijnbergen

پژوهشگران حتی با تفکیک بازارهای مالی به رسمی و غیر رسمی به نتایجی مخالف نتایج نوساختارگرایان رسیده‌اند به طوری که جانگ چانگ^۱ (۱۹۸۴) در مطالعه خود با فرض وجود بازارهای مالی غیر رسمی بر آثار مثبت آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی تأکید دارد.

۲- مروری بر مطالعات تجربی

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 رابطه‌ای دوسویه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را تعریف می‌کنند. زیرا معتقدند کارایی واسطه‌های مالی و بازار مالی موجب تخصیص مناسب‌تر منابع و ارتقاء کارایی گردیده که در نتیجه آن رشد اقتصادی ارتقاء می‌یابد. رشد اقتصادی نیز در یک دوره طولانی مدت می‌تواند موجب توسعه مالی و تعمیق مالی شود. در جدول (۱) خلاصه‌ای از مطالعات و نتایج آن در داخل و خارج آورده شده است.

۳- روش تحقیق

این پژوهش بر پایه مطالعات نظری و کتابخانه‌ای انجام می‌شود و با روشی تحلیلی و توصیفی به تبیین روابط بین متغیرهای بازارهای مالی و رشد بخش صنعتی می‌پردازد. بر پایه مطالعات نظری و تجربی الگوی پژوهش تدوین و با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی و آماری الگو برآورد و مورد آزمون قرار گرفته است. در همین راستا شاخص‌های توسعه بازار مالی، سرکوب مالی و روابط بین متغیرها الگوی معرفی گردیده‌اند. به منظور تخمین و آزمون فرضیه‌ها از روش‌های اقتصادسنجی خود توضیح برداری (ARDL) و الگوی تصحیح خطا (ECM) استفاده گردیده است. آمار و اطلاعات از سری زمانی متغیرها مانند ارزش افزوده بخش صنعتی، تسهیلات دریافتی این بخش، عمق مالی (نسبت M_2 به GDP بدون نفت)، نرخ تورم و شاخص سرکوب مالی (بر پایه نرخ بهره واقعی) و سایر متغیرهای مورد نیاز در سطوح کلان و بخشی طی سال‌های (۱۳۸۶-۱۳۵۳) استفاده شده است.

۴- بازارهای مالی در ایران

بازارهای مالی ایران در فرایند سیر تاریخی ایجاد و در عملکرد خود متکی به نهادهای بازار پول بوده و در مقیاس کمتری بر پایه نهادهای بازار سرمایه اتکاء داشته است. در حالی که با توجه به نیاز بخش صنعتی به تأمین منابع مالی برای بلند مدت، بازار سرمایه می‌تواند نقش اساسی برای

1. chug

افزایش تولیدات برعهده داشته باشد. نوع مالکیت بخش دولتی و گستره فعالیت‌های آن، موضوع مهم دیگر اثرگذار بر بازارهای مالی ایران است. گستردگی فعالیت شرکت‌های بخش دولتی موجب شده شرکت‌های دولتی قدرت و نفوذ بیشتری در کسب منابع مالی در بازارهای مالی داشته باشند. همچنین عدم شفافیت در بازار سرمایه ایران و غیر رقابتی بودن فعالیت در این بازار، وجود تضمین‌های دولتی در جدول ذیل موجود می‌باشد.

جدول (۱): مروری بر مطالعات تجربی

ردیف	نویسنده	سال	موضوع	جامعه آماری و دوره	شاخصهای توسعه	متغیر وابسته	نتایج
۱	بک، لوین و لوپزا	۲۰۰۰	تأمین مالی و منابع رشد اقتصادی	۷۱ کشور ۱۹۶۰-۱۹۹۵	نسبت دارایی‌های بانک‌های تجاری به مجموع دارایی‌های نظام بانکی. نسبت تعهدات سیستم مالی به تولید ناخالص داخلی.	رشد اقتصادی رشد بهره‌وری کل عوامل تولید انباشت سرمایه فیزیکی نرخ‌های پس انداز خصوصی	واسطه‌های مالی اثر مثبت بر رشد اقتصادی و رشد بهره‌وری کل عوامل تولید دارند
۲	جیری و دیگران	۲۰۰۰	بازارهای مالی و تخصیص سرمایه	۶۵ کشور ۱۹۶۳-۱۹۹۵	اقدام بازار سهام. نسبت بازارهای اعتباری به تولید ناخالص داخلی.	کشش سرمایه‌گذاری صنعتی	کشورهای دارای بازارهای مالی توسعه یافته‌تر حتی اگر سطح سرمایه‌گذاری بالاتری نداشته باشند اما تخصیص سرمایه کارآمدتری دارند
۳	بک و لوین	۲۰۰۲	رشد صنعتی و تخصیص سرمایه	۲۲ کشور ۱۹۸۰-۱۹۹۵	بررسی اثرات چهار نوع ساختار مالی داخلی.	رشد صنعتی و ایجاد مؤسسات جدید صنعتی	ساختار مالی نمی‌تواند توضیح معناداری دربار رفتار کارایی جریان سرمایه بین کشورهای داشته باشد. شوهردی در دفاع از اینکه یکی از دو ساختار مالی بانک محور یا بازار محور به تنهایی بتواند رشد صنعتی و کارایی تخصیص سرمایه را توضیح دهد به دست نیامده است.
۴	مکسبروک و کیوت	۲۰۰۲	تأمین مالی رشد در سیستم‌های بانک محور و بازار محور شوهردی بر سطح کشورها	۴۰ کشور ۱۹۸۸-۱۹۹۶	بررسی اثرات چهار نوع ساختار مالی.	رشد فروش واقعی شرکت‌ها	اثرات مزایا و محدودیت‌های مالی و تعداد بستگی به اندازه، ویژگی‌های اقتصادی دارد به طوری که ویژگی‌های کوچک و متوسط بیشتر تحت تأثیر مزایا قرار دارند.
۵	مکسبروک و کیوت	۲۰۰۲	محدودیت‌های مالی و قانونی رشد ینگا بر اساس اندازه کشورها	۵۴ کشور ۱۹۹۵-۱۹۹۹	بررسی اثرات محدودیت‌ها، منابع مالی و قانونی.	نرخ رشد اقتصادی	توسعه بخش مالی موجب تخصیص مناسب‌تر منابع مالی در رشد اقتصادی گردیده و یک رابطه دوطرفه بین توسعه مالی و رشد وجود دارد
۶	چائو و تان	۲۰۰۴	توسعه مالی و رشد اقتصادی؛ شوهردی برای کشورهای حوزه خلیج فارس	کشورهای حوزه خلیج فارس ۱۹۷۳-۲۰۰۲	نسبت اعتبارات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی. نسبت M۲ به GDP.	تولید ناخالص داخلی واقعی نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی.	روابط علی دارای ماهیت بلندمدت و یک برادرم انباشتی بین رشد، توسعه مالی، تورم و مهم سرمایه‌گذاری وجود دارد.
۷	کریستوپولوس و تسزناش	۲۰۰۴	توسعه مالی و رشد اقتصادی؛ شوهردی از آزمون‌های هم‌اقتصادی و ریشه واحد	۱۰ کشور ۱۹۷۰-۲۰۰۰	عمل مالی- نرخ تورم تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به تولید ناخالص داخلی نسبی	تولید ناخالص داخلی واقعی	
۸	لیو و سا	۲۰۰۶	نقش توسعه مالی در رشد اقتصادی کشورهای ژاپن، کره و تایوان	۳ کشور ۱۹۸۱-۲۰۰۱	نسبت اعتبارات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی. ارزش یازاری سهام به تولید ناخالص داخلی.	نرخ رشد تولید ناخالص داخلی واقعی.	نقش توسعه مالی، سیاست‌های پولی مالی بر رشد اقتصادی در سه کشور متفاوت بوده است.

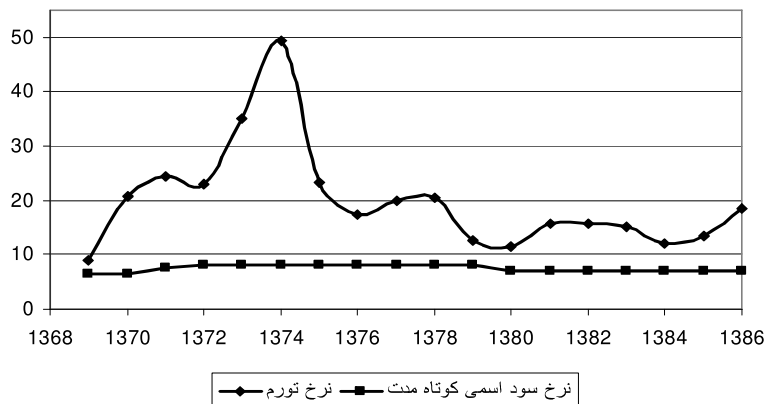
ادامه جدول (۱): مروری بر مطالعات تجربی

ردیف	نویسنده	سال	موضوع	جامه آماری و دوره	شاخصهای توسعه	متغیر وابسته	نتایج
۹	چن مانو	۲۰۰۶	توسعه واسطه‌های مالی و رشد اقتصادی	کشور چین ۱۹۸۵-۱۹۹۹	نسبت سپرده‌های پس انداز به تولید ناخالص داخلی. نسبت وام‌های بانکی به تولید ناخالص داخلی. سهم سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت.	تولید ناخالص داخلی واقعی سرانه.	توسعه واسطه‌های مالی از دو مسیر جایگزینی منابع وام برای سرمایه‌گذاری و تحرک در پس انداز خانوارها به تسریع در رشد اقتصادی چین کمک نموده است.
۱۰	آنگ و مک کینین	۲۰۰۷	آزاد سازی مالی، توسعه بخش مالی و رشد	کشور مالزی ۱۹۶۰-۲۰۰۱	نسبت دارایی‌های بانکی‌های تجاری به مجموع دارایی‌ها. نسبت اعتبارات بخش‌های خصوصی به تولید ناخالص داخلی نسبی.	رشد اقتصادی	عشق مالی و رشد اقتصادی ارتباط مثبتی با هم دارند. همچنین نتایج از دیدگاه رابینسون که رشد اقتصادی بزرگ برای عشق مالی بالاتر بر بلند مدت می‌گردد حمایت می‌کند.
۱۱	خانی	۱۳۷۸	گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی	۱۳۳۸-۱۳۷۳	شاخص‌های توسعه مالی لوین و لوبین (۱۹۹۳)	نرخ رشد تولید ناخالص واقعی سرانه	ارتباط مثبت بین تغییر وابسته و مطالبات سیستم بانکی از بخش خصوصی به کل اعتبارات و ارتباط مثبتی متغیر وابسته با عشق مالی و نسبت مطالبات سیستم بانکی از بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی
۱۲	تیلی و راستاد	۱۳۸۲	توسعه مالی و رشد اقتصادی مقایسه کشورهای صادرکننده نفت و آسیای جنوب شرقی	کشورهای صادرکننده نفت و آسیای جنوب شرقی ۱۹۷۴-۱۹۹۹	نسبت دارایی‌های بانکی‌های تجاری به مجموع دارایی‌های نظام بانکی. نسبت اعتبارات سیستم بانکی بخش خصوصی به کل دارایی‌های نظام بانکی	رشد اقتصادی رشد سرمایه سرانه بهره‌وری سرمایه	اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی در هر دو گروه از کشورها معنی‌دار بوده است.
۱۳	احسانی	۱۳۸۳	واسطه‌های مالی و رشد اقتصادی در ایران	۱۳۴۹-۱۳۸۰	نسبت تعهدات نقدی نظام ملی به تولید ناخالص داخلی. عشق مالی	درآمد سرانه واقعی غیر نفتی	رابطه همگرایی بلند مدت و مثبت بین شاخص‌های توسعه مالی و رشد اقتصادی
۱۴	نظیفی	۱۳۸۳	اثرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی	۱۳۳۸-۱۳۸۱	نسبت اعتبارات بانکی بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی. نسبت هزینه‌های دولت به تولید ناخالص داخلی. نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی.	رشد اقتصادی	ارتباط مثبتی بین توسعه واسطه‌های مالی و رشد اقتصادی.

نظام بانکی از عوامل دیگری بر جذابیت بازار پول نسبت به بازار سرمایه می‌باشد. طی دهه‌های گذشته همواره بانک‌ها در راستای سیاست‌های دولت بخشی از سپرده‌های جذب شده خود را در قالب تبصره‌های تکلیفی ارائه می‌کردند. طی سال‌های (۱۳۷۶-۱۳۶۸) سهم بخش دولتی بیشتر از بخش غیر دولتی بوده است. اما از سال ۱۳۷۷ سهم بخش غیر دولتی از تسهیلات تکلیفی نظام بانکی بیشتر از بخش دولتی بوده است. تجمیع تسهیلات تکلیفی علاوه بر شفاف سازی

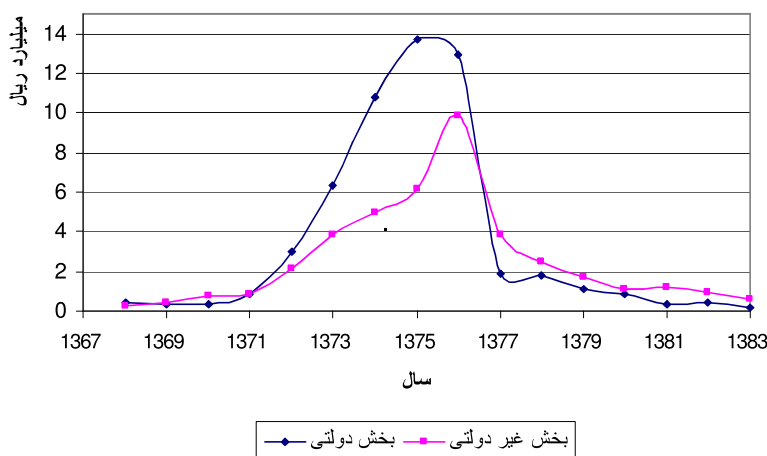
چگونگی توزیع اعتبارات فوق، سبب گردید که در برنامه سوم توسعه به طور متوسط سالانه مانده این تسهیلات نسبت به ارقام مصوب ۱۳۷۸ سالانه ۱۰٪ کاهش یابد. همچنین در برنامه چهارم توسعه سیاست کاهش در اعطای تسهیلات تکلیفی به تصویب رسید به طوری که مانده تسهیلات اعطایی در طی سال‌های برنامه چهارم نسبت به ارقام مصوب سال ۱۳۸۳ به طور متوسط ۲۰٪ کاهش یابد یکی از سیاست‌های پولی در تخصیص اعتبارات حد مجاز اعتباری است. اما در عمل تا سال ۱۳۶۰ این سیاست مورد استفاده قرار نگرفت. پس از خاتمه جنگ در سال ۶۷ سیاست‌های اعتباری به سمت افزایش سقف اعتبارات بخش‌های اقتصادی سوق داده شد. به طوری که در سال ۱۳۶۸ بانک مرکزی سقف مجاز اعتبارات را ۲۰٪ نسبت به سال قبل از آن افزایش داد. در سال ۱۳۷۰ به دلیل سیاست‌های آزاد سازی و خصوصی سازی سعی در برداشت سقف مجاز اعتباری گردید و بانک‌ها مجاز شدند به میزان جذب منابع به اعطای تسهیلات مبادرت کنند. اما به دلیل افزایش حجم نقدینگی در طی سال‌های (۱۳۷۱-۱۳۷۵) مقامات پولی تصمیم به انضباط و هدایت منابع به بخش‌های مختلف اقتصادی بر اساس سقف حد مجاز اعتبارات گرفتند. از شیوه‌های دیگر هدایت اعتبارات به سوی بخش‌های مختلف اقتصادی تعیین نرخ سود تسهیلات به وسیله شورای پول و اعتبار بوده اما موضوع بسیار مهم در مورد نرخ سود اثرات متفاوت بر منافع سپرده‌گذاران و سرمایه‌گذاران است. به طوری که پایین تر بودن نرخ سود واقعی سپرده‌های نسبت به نرخ تورم بر کاهش انگیزه سپرده‌گذاران اثر می‌گذارد که در نتیجه آن می‌تواند باعث کاهش در جذب منابع مالی نظام بانکی شود و از جانب دریافت کنندگان تسهیلات علاوه بر تشدید تقاضا برای وجوه موجب نوعی رانت برای دریافت کنندگان می‌شود.

نمودار ۱- روند نرخ تورم و نرخ سود اسمی کوتاه مدت



در طی سال‌های (۱۳۶۹-۱۳۸۶) نرخ سود واقعی تسهیلات اعطایی نظام بانکی به بخش‌های مختلف اقتصادی منفی بوده زیرا در اکثر سال‌ها نرخ تورم بیشتر از نرخ سود تسهیلات اعطایی به بخش‌های اقتصادی بوده است. شکاف بین میزان تخصیص اعتبارات در بانک‌های تجاری و تخصصی به دلیل محدودیت در فعالیت‌های بانک‌های تخصصی و پایین بودن سرمایه این نوع بانک‌هاست. همچنین ارزیابی تخصیص اعتبارات بین بخش‌های تولیدی و صنعتی نشان می‌دهد سهم بخش صنعت و معدن از اعتبارات اعطایی دارای روندی افزایشی بوده است. اما موضوع بسیار مهم در تخصیص منابع مالی اثربخشی و کیفیت سرمایه‌گذاری در بخش‌های تولیدی و صنعتی است.

نمودار ۲- روند تسهیلات تکلیفی بخش دولتی و غیر دولتی



۵- جایگاه بخش صنعتی

حجم و کیفیت تخصیص منابع سرمایه‌گذاری بخش صنعتی ارتباط مستقیمی با بازارهای مالی تأمین‌کننده وجوه مورد نیاز سرمایه‌گذاری دارد. چگونگی ارتباط بین بخش صنعت و نظام مالی علاوه بر میزان توسعه یافتگی بازارهای مالی، تحت تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی مانند نرخ تورم، نرخ رشد هزینه‌های تولید و نرخ سود واقعی و اسمی می‌باشد. بررسی روند تغییرات شاخص قیمت تولیدکننده بخش صنعت و نرخ تورم نشان می‌دهد که تغییرات شاخص قیمت کالاهای صنعتی کمتر از نرخ تورم بوده است. یعنی رشد هزینه‌های تولید بیش از رشد قیمت کالاهای صنعتی است. این مسئله می‌تواند منابع مالی ناشی از سود توزیع نشده را کاهش داده و اتکای بنگاه‌های صنعتی را

از منابع داخلی بنگاه به سوی منابع خارج از بنگاه تغییر دهد. از سوی دیگر توسعه بازارهای مالی باعث می‌گردد بنگاه‌های تولیدی و صنعتی به جای صرف زمان و درگیر شدن با مسائل حقوقی و اداری تأمین مالی، به فکر تولید و گسترش فعالیت صنعتی خود باشند. بررسی روند تغییرات نرخ سود تسهیلات در بخش صنعت و معدن نشان می‌دهد به جز بخش کشاورزی این نرخ از سایر بخش‌های پایین‌تر 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. بررسی سهم ارزش افزوده بخش صنعت از تولید ناخالص داخلی به قیمت‌های 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 نمی‌دهد، 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 ۸۳ و ۸۰ به ترتیب معادل ۱۱،۸٪ و ۱۲،۱٪ بوده است. عملکرد سهم ارزش افزوده بخش صنعت و معدن از GNP نیز در طی سال‌های برنامه سوم روندی افزایشی داشته است. به طوری که از ۱۵،۲٪ در سال ۱۳۷۹ به ۱۸،۸٪ در سال ۸۳ تغییر کرده است. بر اساس قانون برنامه چهارم رشد متوسط سالانه بخش صنعت در طی سال‌های (۱۳۸۴-۱۳۸۸) معادل ۱۱،۲ درصد تعیین گردیده است، در حالی که عملکرد نرخ رشد صنعت در سال‌های ۱۳۸۶، ۱۳۸۵، ۱۳۸۴، به ترتیب معادل ۸،۲٪، ۹،۵٪ و ۷ درصد بوده که کمتر از رشد برنامه چهارم توسعه می‌باشد. یکی از زنجیرهای ارتباطی بین بازار سرمایه و بخش صنعتی در چارچوب فعالیت‌های بازار بورس قابل تبیین است. تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در سال ۸۶ به ۴۱۵ شرکت رسید که از این تعداد ۳۵۸ شرکت مستقیماً در قالب فعالیت‌های تولیدی و صنعتی قرار داشته‌اند. اما در سال ۱۳۸۶ از این تعداد، گروه فلزات اساسی، استخراج لانه‌های فلزی و محصولات دارویی عملکرد قابل قبولی داشته‌اند. شاخص کل صنعت ۲،۸٪ رشد داشته که با توجه به نرخ تورم معادل ۱۸/۴٪ در این سال، این شاخص عملکرد مناسبی نداشته است. روند تغییرات نرخ رشد ارزش معاملات نیز طی سال‌های (۱۳۸۶-۱۳۸۰) نشان می‌دهد در اوایل دهه ۸۰ ارزش معاملات بازار بورس رشد قابل ملاحظه‌ای را تجربه نمود. این افزایش تا سال ۸۳ به میزان ۵۵٪ افزایش یافت. سپس در سال‌های ۸۵ و ۸۴ 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.

۶- معرفی و تصریح الگو

بر پایه مطالعات تجربی مطرح شده و الگوی اودیدوکوم^۱ (۱۹۹۶)، ون - چان لیو^۲ و چن - مین هسو^۳ (۲۰۰۶) و الگوی معرفی شده به وسیله ندیبیو^۴ (۲۰۰۴) رابطه به شرح ذیل تعریف می‌گردد.

در این تابع A بهره‌وری یا کارایی است. بر این اساس الگوی پژوهش به صورت رابطه تبعی زیر تبیین می‌گردد.

در این تابع H سرمایه انسانی است.
برای معرفی الگوی نهایی، تابع تولید بخش صنعتی، را تبدیل به تابع تولید سرانه نموده یعنی:

$$L \quad L - L \quad \alpha \text{ FIM} \quad 0$$

$Y_L =$ تولید سرانه بخش صنعتی؛

$K_L =$ سرمایه سرانه بخش صنعتی؛

$H_L =$ شاخص سرمایه انسانی (متوسط سال‌های تحصیل شاغلین بخش صنعتی).

الگوی به صورت جبری زیر تعریف می‌گردد:

$$L \quad 0 \quad \alpha \text{ FIM} \quad \beta \quad \delta$$

با لگاریتم‌گیری از طرفین رابطه فوق الگوی نهایی تولید سرانه بخش صنعتی برای بررسی اثرات بازارهای مالی بر تولید بخش صنعتی ایران معرفی می‌شود:

$$n \quad L \quad n \quad 0 \quad \alpha \quad \beta \quad n \quad \delta \quad n \quad L$$

در الگوی فوق α اثرات تغییر یک واحد در شاخص‌های بازارهای مالی بر لگاریتم تولید سرانه بخش صنعتی، β و δ به ترتیب کشش تولید سرانه را نسبت به سرمایه سرانه و عامل سرمایه انسانی نشان می‌دهند. متغیر اصلی وابسته (Y_L) ارزش افزوده سرانه بخش صنعتی به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۷۶ و شاخص‌های توسعه (FIM) شامل: عمق مالی (FD) برابر با نسبت M_2 به GDP بدون نفت، تسهیلات اعطایی به بخش صنعتی (FM)، متغیر مجازی مربوط به سال‌های جنگ (DU) همچنین با توجه به اهمیت بررسی اثرات سیاست سرکوب مالی در ایران به ویژه در بخش صنعتی برای

1. Odedokun
2. Wan-Chun Liu
3. Chen-Min Hsus
4. Ndebbio

بررسی این اثرات، دو شاخص بکار گرفته می‌شود. تورم (INF) به عنوان اولین شاخص تعریف می‌گردد. دومین شاخص به پیروی از آگارولا^۱ (۱۹۸۳) و گلب^۲ (۱۹۸۸) به دلیل وجود نرخ بهره واقعی منفی، به شرح ذیل تعریف می‌گردد (پور رستمی، ۱۳۸۷، ۱۲۷). برای سال‌هایی که نرخ بهره واقعی منفی است شاخص سرکوب مالی^۳ (FR) برابر با یک و در سال‌هایی که نرخ بهره واقعی مثبت می‌باشد شاخص برابر صفر است یعنی:

$$FR_t = \begin{cases} 1 & \text{if } r_t < 0 \\ 0 & \text{if } r_t \geq 0 \end{cases}$$

انتظار می‌رود شاخص سرکوب مالی فوق بر رشد بخش صنعتی اثر منفی داشته باشد.

۷- روش برآورد الگوروش خود توضیح برداری با وقفه گسترده (ARDL)

همگرایی بین متغیرهای اقتصادی به معنی وجود رابطه تعادلی بلند مدت بین این متغیرهاست. روش هم انباشتگی انگل - گرنجر دارای محدودیت‌هایی مانند برآوردهای تورشدار در حجم نمونه‌ای کوچک است که می‌تواند موجب بی اعتباری در انجام آزمون فرضیه بر پایه آماره‌های معمول شود. در صورتی که بیش از یک بردار هم انباشتگی موجود باشد بکارگیری روش فوق دارای عدم کارایی است به همین دلیل روش‌های دیگری مانند روش ARDL^۴ که دارای این محدودیت‌های نیستند مورد استفاده قرار می‌گیرند. همچنین روش انگل - گرنجر به دلیل کار با نمونه‌های کوچک قابلیت در نظر گرفتن واکنش‌های پویایی کوتاه مدت بین متغیرها را ندارد در حالی که روش ARDL پویایی‌های کوتاه مدت را در خود دارا می‌باشد یعنی در این روش می‌توان پویایی کوتاه مدت بین متغیرها را بر پایه ECM^۵ نشان داد. همچنین روش ARDL برای کاهش تورش برآورد ضرایب در نمونه‌های کوچک مناسب‌تر است نرم افزار Microfit این امکان را فراهم می‌کند تا بتوان یک الگوی خود توضیح با وقفه‌ای گسترده $ARDL(p, q_1, q_2, \dots, q_k)$ به صورت زیر برآورد نمود:

$$y_t = \alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i y_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^k \delta_i \Delta y_{t-i} + \epsilon_t$$

L عملگر وقفه، W_t برداری از متغیرها شامل عرض از مبداء، روند زمانی، متغیرهای مجازی یا متغیرهای برونزای با وقفه ثابت می‌باشد. نرم افزار Microfit ابتدا رابطه (۸) را به روش OSL برای

1. Agarwala
2. Gelb
3. Financial Repression
4. Auto Regressive Distributed Lag Method
5. Error Correction Model

۶. محمد نوفرستی «ریشه واحد و همجمعی در اقتصاد» مؤسسه خدمات فرهنگی رسا، چاپ اول ۱۳۷۸.

کلیه ترکیبات ممکن یعنی به تعداد $(m+1)^{k+1}$ بار برآورد می‌کند. حداکثر تعداد وقفه‌ها m به وسیله پژوهشگر تعیین می‌گردد. سپس در مرحله دوم به پژوهشگر این امکان را می‌دهد تا بین رگرسیون‌های برآوردی بر اساس معیارهای شوارتز - بیزین (SBC)، آکائیک (AIC)، حنان - کوئین (HQC) و یا ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) یکی را انتخاب نماید. در مرحله بعدی Microfit ضرایب الگوی بلند مدت را برآورد می‌کند. هر گاه مجموع ضرایب متغیرها با وقفه مربوط به متغیر وابسته کوچک‌تر از یک باشد الگو به سمت الگوی تعادلی بلند مدت گرایش خواهد داشت. بر اساس معیار SBC تعداد وقفه‌های بهینه متغیر وابسته یک وقفه است فرضیه صفر (H_0) یعنی عدم رابطه بلند مدت و فرضیه مقابل (H_1) وجود رابطه بلند مدت به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$\begin{aligned} 0 & \geq \\ 1 & \leq \end{aligned}$$

در صورتی که آماره t محاسبه شده یعنی $\hat{a}_1 - 1 / \text{sa}^1$ بزرگ‌تر از کمیت بحرانی توسط بنرجی، دولادو و مستر^۱ در سطح اطمینان مورد نظر باشد فرضیه H_0 رد می‌شود یعنی ارتباط بلند مدت بین متغیرهای الگو وجود دارد. مبنای آماری استفاده از الگوی تصحیح خطا (ECM) نیز وجود هم‌انباشتگی بین مجموعه‌ای از متغیرهای اقتصادی است. این الگو نوسانات کوتاه مدت متغیرها به مقادیر تعادلی بلند مدتشان ارتباط می‌یابد در این الگو با وارد کردن پسماند پایا نیروهای مؤثر در کوتاه مدت و سرعت نزدیک شدن آن‌ها به مقدار تعادلی بلند مدت اندازه‌گیری می‌گردد. در این گونه مدل‌ها با لحاظ کردن تغییرات کوتاه مدت عواملی که در سوق دادن آن‌ها برای یک ارتباط تعادلی بلند مدت مؤثرند را آشکار می‌کند؛ در واقع پویایی‌های کوتاه مدت متغیرهایی که در بلند مدت با هم مرتبطند را نشان می‌دهد. برآورد الگوی (ECM) در دو مرحله صورت می‌گیرد. در مرحله نخست ضمن برآورد رابطه بلند مدت بین متغیرها از کاذب نبودن این ارتباط اطمینان حاصل می‌شود. این مرحله بر اساس الگوی ARDL انجام می‌گردد که به معنی پایا بودن پسماند رابطه بلند مدت است. سپس در مرحله دوم از وقفه پسماند رابطه بلند مدت ضریب تصحیح خطا مشخص می‌شود. در رابطه ذیل:

$$\Delta_t = 0 - \Delta_1 - \Delta_2 - \dots - \Delta_k \quad (1)$$

ضریب تصحیح خطا (a_2) که معمولاً انتظار می‌رود دارای علامت منفی باشد، بیان می‌کند در هر دوره چند درصد از عدم تعادل متغیر وابسته تعدیل می‌شود تا به سمت بلند مدت نزدیک گردد.

۸- برآورد الگو و نتایج آن

بر پایه الگوی معرفی شده برای بررسی اثرات بازارهای مالی چهار الگو به شرح ذیل برآورد گردیده است :

الگوی اول: اثر عمق مالی (FD) بر تولید سرانه بخش صنعتی

برای بررسی اثر عمق مالی بر رشد بخش صنعتی بر پایه معیار شوارتز - بییز، برآورد الگو به روش ARDL برآورد گردیده t محاسباتی برآوردی معادل با:

با توجه به اینکه t جدول بنرجی، دولادو و مستر در سطح احتمال ۹۵٪ برابر با ۴۰۵- می باشد. به دلیل اینکه قدر مطلق آماره t بزرگتر از t جدول می باشد ارتباط بلند مدت بین متغیرهای مدل تأیید می شود. همچنین آماره های برآوردی مربوط به خود همبستگی و ناهمسانی واریانس نشان دهنده عدم خود همبستگی و ناهمسانی واریانس است. با توجه به تأیید رابطه بلند مدت الگو، مرحله دوم برآورد ضرایب بلند مدت به شرح ذیل می باشد.

n	L	n	L	n	L
SE :	0.549	0.136	0.103	0.231	0.073
T :	-6.676	4.290	4.189	2.756	-3.062
Prob :	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.00)
F =	122	$R^2 = 0.96$	$ECM(-1) = -0.695$		

بر اساس ضرایب برآوردی اثر متغیر عمق مالی بر ارزش افزوده بخش صنعتی معادل ۰،۶۳ می باشد که بیانگر ارتباط مثبت بین عمق مالی و ارزش افزوده بخش صنعتی است. این ضریب نشان دهنده نقش توسعه واسطه گری های مالی بر ارزش افزوده بخش صنعت می باشد. این نتیجه گیری با ادبیات موجود اثر عمق مالی بر رشد سازگار است. همچنین ضریب سرمایه سرانه معادل ۰،۵۳ است این ضریب کشش تولید سرانه صنعتی را نسبت به سرمایه سرانه نشان می دهد. اثر متوسط سال های تحصیل شاغلین بخش صنعتی نیز به عنوان شاخصی از سرمایه انسانی بر تولید سرانه مثبت و معنی دار است. یعنی کشش تولید سرانه نسبت به این شاخص معادل با ۰،۴۳ می باشد. برآورد 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 تعدیل نسبتاً پرشتابی به سمت تعادل بلند مدت است.

الگوی دوم: اثر شاخص سرکوب مالی (FR) بر تولید سرانه صنعتی

در این الگوی برای بررسی وضعیت سرکوب مالی بر رشد بخش صنعتی شاخص سرکوب مالی (FR) به عنوان یک متغیر اثرگذار منفی بر تولید سرانه صنعتی، در الگو وارد شده است. آماره t محاسباتی در الگو برابر ۴،۶- است آماره t جدول در سطح ۹۹٪ برابر ۴،۴۳- می باشد یعنی با سطح احتمال ۹۹٪ فرضیه وجود ارتباط بلند مدت در الگو تأیید می شود. آماره های مربوط به خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس نیز نشانگر سطح احتمال بالا برای عدم خود همبستگی و ناهمسانی واریانس در الگو می باشد. با توجه به تأیید ارتباط بلند مدت الگو در مرحله دوم ضریب بلند مدت به شرح ذیل برآورد گردیده اند:

n	L	n	L	n	L
SE :	0.513	0.126	0.098	0.217	0.032
T :	-7.235	4.313	4.228	2.971	-1.787
Prob :	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.08)
F =	121	R ² =	0.97	ECM(-1) =	-0.703

همان طوری که ضرایب برآوردی الگو نشان می دهند مقادیر مطلق تمام ضرایب متغیرهای توضیحی سرمایه سرانه، سرمایه انسانی و عمق مالی به لحاظ نظری قابل پذیرش و معنی دار هستند. به طوری که در این الگو نیز رابطه بین عمق مالی و تولید سرانه بخش صنعتی مثبت است. ضریب شاخص سرکوب مالی (FR) به لحاظ نظری مطابق انتظار منفی باشد. به عبارت دیگر رابطه بین سرکوب مالی و تولید سرانه صنعتی منفی است. این نتیجه گیری اهمیت حرکت به سمت جلوگیری از سیاست های مداخله گرایانه در بازارهای مالی مانند تعیین دستوری نرخ سود تسهیلات اعطایی را نمایان می کند. زیرا می تواند در سطح بخشی تخصیص منابع را دچار اختلال کرده و در نتیجه آن موجب کاهش در رشد اقتصادی بخش صنعتی شود. برای تبیین رابطه بین پویایی های کوتاه و بلند مدت در الگو پارامتر تصحیح خطا برابر (-) ECM = 0.703 (می باشد این پارامتر در الگوی معنی دار و مطابق انتظار منفی است که مبین وجود ارتباط بین پویایی های کوتاه و بلند مدت در این الگو است.

الگوی سوم: اثر تورم (INF) بر تولید سرانه بخش صنعتی

در این الگو برای بررسی اثر شاخص سرکوب مالی از شاخص نرخ تورم استفاده گردیده است. آماره t محاسباتی معادل با ۴،۱۵- و t جدول در سطح احتمال ۹۰٪ برابر ۳،۸- می باشد یعنی در سطح احتمال فوق فرضیه ارتباط بلند مدت در الگو تأیید می شود. همچنین ضرایب بلند مدت الگو در مرحله دوم به شرح ذیل برآورد گردیده است:

n	L	n	L	n	L	
SE :	0.501	0.135	0.098	0.226	0.001	0.064
T :	-6.397	4.706	3.730	2.370	-1.971	-4.366
Prob :	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.02)	(0.06)	(0.00)
F =	128	R ² =	0.97	ECM(-1) =	-0.644	

برآورد ضریب نرخ تورم در الگو نیز مطابق با انتظار منفی و در سطح احتمال حدود ۹۵٪ معنی‌دار است. این ارتباط منفی در واقع تأییدی بر فرضیه رابطه منفی سیاست سرکوب مالی و رشد بخش صنعتی می‌باشد. اثر گذاری فوق در بعد مالی می‌تواند ناشی از افزایش هزینه‌های تولید بخش صنعتی، در نتیجه تورم بوده که موجب کاهش ارزش افزوده بخش صنعتی گردیده است. پارامتر تصحیح خطا برابر $ECM(-1) = 0.644$ می‌باشد. این پارامتر معنی‌دار و نشانگر ارتباط بین پویایی‌های کوتاه مدت و بلند مدت در الگو است.

الگوی چهارم: اثر تسهیلات اعطایی بخش صنعتی (FM) بر تولید سرانه

اعتبارات و تسهیلات نقش ویژه‌ای در انتقال منابع پولی به سمت بخش واقعی و ارتباط بین بخش مالی و بخش واقعی بر عهده دارند. در این الگوی اثر تسهیلات اعطایی به بخش صنعتی بر تولید سرانه مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای تبیین اثر همزمان شاخص سرکوب مالی، نرخ تورم نیز وارد الگو گردیده است. t محاسباتی الگو برابر با -۴.۱۷ و t جدول در سطح احتمال ۹۵٪ برابر با -۴.۰۵ است یعنی می‌توان وجود ارتباط بلند مدت در الگو را پذیرفت. همچنین آماره مربوط به آزمون‌ها، نشانگر عدم خود همبستگی و ناهمسانی واریانس در الگو است. در مرحله دوم ضرایب بلند مدت الگو به شرح ذیل برآورد گردیده‌اند:

n	L	n	L	n	L
SE :	0.075	0.184	0.021	0.002	0.075
T :	-4.605	2.969	2.605	-1.246	-2.228
Prob :	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.22)	(0.03)
F =	114	R ² =	0.95	ECM(-1) =	-0.667

ضرایب بلند مدت الگوی نشان می‌دهد، ضریب تسهیلات اعطایی به بخش صنعتی معنی‌دار و مطابق انتظار مثبت است این ضریب معادل ۰.۰۵ می‌باشد که نشان دهنده کشش تولید سرانه صنعتی نسبت به اعتبارات اعطایی به بخش صنعتی است. مطابق انتظار نرخ تورم اثر منفی بر تولید سرانه بخش صنعتی داشته است. این موضوع بیانگر اثرات مخرب نرخ تورم بر سطوح بخشی در اقتصاد ایران می‌باشد. به عبارت دیگر تورم ناشی از کسری بودجه و انبساط پولی علاوه بر اثرگذاری بر متغیرهای کلان اقتصادی می‌تواند تولیدات بخش‌های واقعی مانند بخش صنعتی را

تحت تأثیر منفی قرار دهد. همچنین برآورد ارتباط بین پویایی‌های کوتاه مدت و بلند مدت الگو، ضریب تصحیح خطا معادل $ECM(-1) = -0.667$ و معنی‌دار نشان می‌دهد.

نتیجه‌گیری

۱- در تمام الگوهای برآوردی سرمایه سرانه به عنوان متغیری توضیحی دارای اثر مثبت و معنی‌دار بر تولید سرانه صنعتی است. این موضوع نشانگر نقش عامل سرمایه و تأمین آن به صورت ماشین‌آلات، تجهیزات و تأسیسات در تولید صنعتی ایران می‌باشد.

۲- متوسط سال‌های تحصیل شاغلین بخش صنعتی به عنوان شاخصی از سرمایه انسانی، بر تولید سرانه اثر مثبت و معنی‌داری داشته است. این شاخص نقش و جایگاه آموزش را در تولید صنعتی ایران نشان می‌دهد.

۳- عمق مالی به عنوان شاخصی از توسعه بازار مالی بر تولید سرانه صنعتی اثر مثبت و معنی‌داری داشته است. رابطه فوق نشانگر نقش بازارهای مالی به وسیله توسعه مالی بر رشد بخش صنعتی می‌باشد. این موضوع فرضیه نخست یعنی رابطه مثبت بین توسعه مالی و رشد صنعتی را تأیید می‌کند. به بیان دیگر با توسعه مالی و گسترش فعالیت‌های واسطه‌گری‌های مالی و ارائه خدمات مالی کارا تر، تولیدات بخش صنعتی ارتقاء یافته و می‌تواند منجر به رشد صنعتی گردد. تعمیق مالی می‌تواند با ارائه خدمات مالی کارآمد و اثرگذاری بر تولید، رشد بخش صنعتی را افزایش دهد. همچنین این نتیجه‌گیری نقش محیط مالی را در فعالیت‌های صنعتی نشان می‌دهد.

۴- شاخص سرکوب مالی به دلیل بالا بودن نرخ تورم و سیاست‌های مداخله‌گرایانه در تعیین نرخ سود تسهیلات اعطایی به بخش صنعتی، بیانگر نرخ بهره واقعی منفی است. این شاخص مطابق انتظار دارای علامت منفی، که نشان دهنده اثر منفی سرکوب مالی بر تولید سرانه بخش صنعتی در ایران است موضوع فوق تأییدی بر فرضیه دوم یعنی رابطه منفی بین سرکوب مالی و رشد بخش صنعتی می‌باشد. به بیان دیگر سیاست‌های مداخله‌گرایانه در بخش مالی مانند تعیین دستوری نرخ سود تسهیلات و سپرده‌ها علاوه بر تحت تأثیر قراردادن متغیرهای کلان اقتصادی، می‌تواند در سطح بخش صنعتی نیز موجب اختلال در تخصیص منابع از طریق کاهش در تولید و رشد صنعتی گردد. این نتیجه‌گیری ضرورت بازنگری در سیاست‌های مداخله‌گرایانه بخش مالی و حرکت به سوی رقابتی شدن این بخش را نشان می‌دهد.

۵- در الگوهای برآوردی مطابق انتظار، تورم اثر منفی بر تولید سرانه صنعتی داشته است. اما در بعد مالی، تورم علاوه بر افزایش هزینه تولیدات صنعتی، می‌تواند محیط مالی فعالیت‌های

صنعتی را با بی ثباتی و افزایش مخاطره مواجه نماید. این نتیجه‌گیری نقش بازدارنده عوامل تورم‌زا مانند عدم انضباط مالی دولت بر تولید بخش صنعتی را آشکار می‌کند.

۶- برآورد اثر اعتبارات و تسهیلات اعطایی به بخش صنعتی علاوه بر تأیید ارتباط بین پویایی‌های کوتاه مدت و بلند مدت، نشانگر نقش انتقال منابع پولی و اثرگذاری آن بر تولید بخش صنعتی است یعنی در این الگو مسیر ارتباطی توسعه مالی و رشد بخش صنعتی از اعتبارات مورد تأیید قرار می‌گیرد. در نتیجه اهمیت و ضرورت اصلاح در سیاست‌های اعتباری را آشکار می‌گردد.

توصیه‌های سیاستی

۱- اعتبارات و تسهیلات اعطایی بیانگر اثرگذاری منابع پولی بر تولیدات بخش صنعتی است به همین دلیل بکارگیری سیاست‌های اعتباری مناسب در راستای رشد تولیدات صنعتی ضروری است.

۲- شناخت راه‌های اثرگذار بر کیفیت تخصیص تسهیلات و اعتبارات بخش صنعتی و تأکید بر کیفیت تخصیص منابع مالی در بخش صنعتی به جای افزایش کمی این منابع.

۳- با توجه به آثار منفی سرکوب مالی بر تولیدات بخش صنعتی، بازنگری در سیاست‌های سرکوب گرایانه مالی مانند تعیین دستوری نرخ سود تسهیلات و تخصیص منابع مالی به وسیله تبصره‌های تکلیفی.

۴- بر پایه نتایج اثر منفی تورم بر تولید بخش صنعتی، اتخاذ سیاست‌های پولی و مالی برای مهار تورم و ایجاد محیط با ثبات ارتقای تولید صنعتی.

۵- توسعه مالی به وسیله ایجاد نهادهای مالی تخصصی مانند گسترش بانک‌های صنعتی و ایجاد فضای رقابتی در بازارهای مالی (بازار پول و سرمایه).

۶- بهره‌گیری از ظرفیت‌های بالقوه بازار سرمایه در ایران به منظور توسعه مالی با تأکید بر نیازمندی‌های بخش صنعتی.

منابع

الف- منابع فارسی

- ۱- احسانی، محمدعلی، «واسطه‌های مالی و رشد اقتصادی در ایران»، انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۳.
- ۲- بانک مرکزی جمهوری اسلامی، گزارش‌های اقتصادی و ترازنامه‌های بانک مرکزی، سال‌های مختلف.
- ۳- پور رستمی، ناهید، «نقش نهادهای عمومی (قانونی) و مالی در توسعه و رشد اقتصادی» رساله دکتری، دانشگاه تهران، ۱۳۸۷.

- ۴- ختایی، محمود و رویا سیفی پور، «بازارهای مالی دو بخش و اثر آن بر سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران» فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۱۳۸۴، شماره ۸۴.
- ۵- سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی دفتر اقتصاد کلان آمار سری زمانی آمارهای اقتصادی بازار کار ۱۳۵۳ تا ۱۳۸۵.
- ۶- کمیجانی، اکبر و رویا، سیفی پور، «بررسی اثرات سرکوب مالی بر رشد اقتصادی در ایران» فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی تربیت مدرس، ۱۳۸۵.
- ۷- مؤسسه تحقیقاتی تدبیر اقتصاد، «آسیب شناسی نحوه ارائه اعتبارات بانکی»، ۱۳۸۶.
- ۸- نادری، مرتضی، توسعه مالی، بحران‌های مالی و رشد اقتصادی (مقایسه تطبیقی و صنعت ایران در یک مطالعه جهانی)، انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۶.
- ۹- نیلی، مسعود و مهدی راستاد، توسعه مالی و رشد اقتصادی (مقایسه کشورهای صادرکننده نفت آسیای شرقی)، برنامه و توسعه، ۱۳۸۲.
- ۱۰- نظیفی، فاطمه، «توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران»، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، سال چهارم، ۱۳۸۳، شماره ۳.
- ۱۱- نوفرستی، محمد، «ریشه واحد و همجمعی در اقتصادسنجی»، مؤسسه خدمات فرهنگی رسا، چاپ اول، ۱۳۷۸.

ب- لاتین

- 12- Beck ,T,Levin, King, Loayza, **Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes**, Journal of Monetary Economic, Vol.46, 2000,PP.31-773.
- 13- Beck,T, Levine, R, Loayza, N, **Finance and the Soures of Growth**, Journal of Financial Economics, 2000,58,261-300.
- 14- Beck ,T & Levine ,R. **Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market-or Bank-base System Matter?** Journal of Financial Economics ,64, 2002,147-180.
- 15- Chuah,L.H.and Thai,Van-Can, **Financial Development and Economic Growht: Evidence from Causility Tests for GCC Conutries**, IMF Working paper ,No.XX, 2004.
- 16- Christopoulos ,D.K & Tsionas, E.G, **Financial Development from Panel Unit oot and Cointegration Tests**, Journal of Development conomics,73, 2004,55-74.
- 17- Demirguc-kunt and Ross Levine, **Financial Structure and Economic Growth**, The MIT Press, 2001.
- 18- Fry,Maxwell,J, **Money and Captal or Financial Deepening in Economic Development?** Journal of Money,Credit and anking, 10 (4,Worember), 1978, 464-475.
- 19- Goldsmith,R.W, **Financial Structure and Development** ,Yell University,New Haven Ct, 1969.
- 20- H Ao,C, **Development of Financial Intermediation and Economic Growth: The Chinese Experience**, China Economic Review, 17, 2006, 347-362.
- 21- John E.Udo Ndebbio, **Financial Deepening, Economic Growth and development: Evidence from Selected Sub-Saharan African Countries**, AERC Reseach Paper 142-August 2004.
- 22- James, B Ang, Warwick, J.Mckibbin, **Financial Liberalization ,Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia**, Journal of DEVELOPMENT Economics.

- 24- Levine, R, Loayza, N and T, Beck, **Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes**, J.Mon.Econ.(2000),vol.46,PP.31-77.
- 25- Levine, R, and Renelt, David, **A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions**, Amer.Econ.Rev.Sept.1992, 82(4), PP.942-63.
- 26- Loayza Norman V.and Romain Ranciere, **Financial Development Fragility and Growth**, Journal of Money, Credit and Banking, (38), 2006, 1051-76.
- 27- Levine, R, **Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?**, Journal of Financial Intermediation, 11, 2002, 398-428.
- 28- Liu, W, C, H, C, The Role of Financial Development in Economic Growth: The Experiences of Taiwan, Korea, Tapan.Tournal of Asian Economics, 17, 2006, 667-690.
- 29- Lucas, Robert E., JR, **On The Mechanics of Economic Development**, J.Mon.Econ, July 1988, 22 (1), PP.3-42.
- 30- Mackinnon, r, **Money and Capital in Economic Development**, Washington, DC:brooking Institution, 1973.
- 31- Odedokun, M.O, **Financial Intermediation and Economic Growth in Developing Countries**, Journal of Economic Studies, Vol. 25. No. 3, 1998, 203-224.
- 32- Rousseau, P.Wachtel, P, Equity Mankets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995.Journal of Banking & Financial ,24, 2000,1933-1957
- 33- Schumpeter, j.A.(1911),**Theory Economic Development**,Translatted by **Redvers opie**,Cambridge,Harvard University Prees, 1934.
- 34- Shaw, E, **Fianancial Deepeing in Economic Development**, New York, Oxford University Press, 1973.
- 35- Wurgler, J, **Financial Markets and the Allocation of Capital**, Journal of Financial Economics ,58, 2000,187-214.