

## تأثیر مدیریت منابع طبیعی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی

ابوالفضل شاه‌آبادی<sup>۱</sup>

راضیه داوری‌کیش<sup>۲</sup>

زینب زرین‌نعل<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۶/۲۵

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۴/۱۷

### چکیده

بازار سهام به عنوان تکیه‌گاه اصلی فعالیت‌های بازار سرمایه در جهت دستیابی به رشد اقتصادی مستمر و باثبات کشورها نقش تعیین‌کننده‌ای دارد. به عقیده اقتصاددانان، در کشورهای غنی از منابع طبیعی، تمرکز بر شاخص حکمرانی برای مدیریت هرچه شایسته‌تر درآمدهای ارزی حاصل از صادرات منابع طبیعی، تأثیر بسزایی بر توسعه بازار سهام دارد. در حقیقت مدیریت علمی و صحیح منابع طبیعی به دست آمده از حاصل‌ضرب هر یک از شاخص‌های حکمرانی در فراوانی منابع طبیعی، منابع خدادادی را به سمت فعالیت‌های با ارزش افزوده بالا در بخش بازار سهام هدایت نموده و با تأثیر بر ویژگی‌های سهام، انگیزه سرمایه‌گذاران را برای خرید و فروش در بازار سهام افزایش داده و در نهایت نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی را بعنوان شاخص توسعه بازار سهام بهبود می‌بخشد. بنابراین پژوهش حاضر درصدد بررسی تأثیر مدیریت منابع طبیعی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی طی دوره ۲۰۱۳-۲۰۰۸ با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) است. نتایج مطالعه نشان می‌دهد متغیرهای مدیریت منابع طبیعی، بهره‌وری کل عوامل تولید، نرخ ارز واقعی و اندازه دولت تأثیر مثبت و معنادار بر توسعه بازار سهام دارند. همچنین نتایج تخمین بیانگر تأثیر منفی و معنادار متغیر نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی بر توسعه‌یافتگی بازار سهام است.

**واژه‌های کلیدی:** مدیریت منابع طبیعی، توسعه بازار سهام، کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی.

۱- دانشیار گروه اقتصاد دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران. (نویسنده مسئول) shahabadia@gmail.com

۲- کارشناسی ارشد توسعه اقتصادی و برنامه‌ریزی دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران. r.davarikish@gmail.com

۳- کارشناس مدیریت بازرگانی دانشگاه حضرت معصومه (س)، قم، ایران. z.zarrin2013@gmail.com

## ۱- مقدمه

بخش و افزایش انگیزه سرمایه‌گذاران در خرید و فروش سهام، توسعه بازار سهام و در نهایت رشد اقتصادی مستمر و باثبات را فراهم نمود. در واقع از جمله مشکلاتی که کشورهای سرشار از منابع طبیعی با آن مواجه هستند ناشی از فقدان وجود مدیریت توانمند و کارا جهت هدایت درآمدهای ارزی به بخش‌های مولد اقتصادی است. از آنجا که کارایی تخصیصی بازار سهام از جمله عوامل توسعه این بازار محسوب می‌گردد؛ مدیریت علمی منابع طبیعی با تخصیص بهینه درآمدهای ارزی به بخش‌های کارای اقتصادی و ایجاد سرمایه‌گذاری‌های گسترده در بخش‌های تولیدی، موجب می‌شود منابع عظیمی که در اثر صادرات منابع طبیعی حاصل شده است؛ به نحوی اثربخش مدیریت شده و به توسعه بازار سهام منجر گردد. لذا کشورهای صادرکننده منابع طبیعی با در نظر گرفتن جایگاهی ارزشمند برای مدیریت منابع طبیعی می‌توانند در مسیر توسعه بازار سهام و نیز توسعه اقتصادی گام برداشته و به نتایج مورد نظر دست پیدا کنند. جهت تحقق هدف مذکور لازم است مفهوم حکمرانی نیز مطرح شود؛ زیرا مدیریت منابع طبیعی تنها از طریق پیاده‌سازی شاخص‌های حکمرانی خوب می‌تواند موجبات دستیابی به اهداف مذکور را فراهم آورد. به عبارت دیگر، تحقق شاخص‌های حکمرانی خوب باعث می‌شود مدیریت علمی و توانمند در خصوص هدایت درآمدهای ارزی حاصل از صادرات منابع طبیعی به سمت بخش‌های پررونق بازار سهام صورت گرفته و با افزایش ارزش معاملات بازار سهام که در نتیجه تقویت جریان عرضه و تقاضای اوراق بهادار حاضر در شرکت‌های بورسی رخ می‌دهد؛ توسعه بازار سهام حاصل گردد. بنابراین با توجه به نقش تعیین‌کننده مدیریت منابع طبیعی بر توسعه بازار سهام، لازم است جهت اصول و راهکارهای تحقق آن، پژوهشی صورت گیرد. لذا هدف اصلی این پژوهش دستیابی به پاسخ این پرسش است که آیا تاثیر متقابل وفور منابع طبیعی با بهبود شاخص حکمرانی به عنوان شاخص مدیریت

تاثیر بازار سهام بر عملکرد صحیح بخش‌های مختلف اقتصادی و مالی، اقتصاددانان و سیاست‌گذاران را بر آن داشت تا همواره به دنبال یافتن روش‌هایی جهت افزایش کارایی و تخصیص بهینه منابع این بازار باشند و از آن بعنوان تکیه‌گاه اصلی بازار سرمایه یاد کنند. در حقیقت بازار سهام در تجهیز و تخصیص منابع نقش مهمی را ایفا کرده و بسترهای مناسبی را برای افزایش سرمایه‌گذاری در بخش‌های تولیدی با ارزش افزوده بالا فراهم می‌نماید و بدین ترتیب می‌تواند دولت را قادر سازد تا در راستای نیل به اهدافی همچون رشد و توسعه اقتصادی گام بردارد. تجهیز و تخصیص پس‌اندازها، بهبود در کسب و توزیع اطلاعات و نیز توزیع ریسک از جمله وظایف مهم بازار سهام می‌باشد که کارایی و اثربخشی آن‌ها می‌تواند نرخ رشد اقتصادی را افزایش دهد (آگراوالا و تاتیجا<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). لذا جهت دستیابی به بازار سهام توسعه‌یافته، عوامل اقتصادی و غیراقتصادی متعددی وجود دارد که می‌توان به نرخ ارز واقعی، نرخ پس‌انداز و عوامل نهادی اشاره نمود (نارایان و همکاران<sup>۲</sup> ۲۰۱۵ و آلتینباس و بیسکین<sup>۳</sup> ۲۰۱۵). در کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی، عوامل نهادی به ویژه شاخص حکمرانی از عوامل تعیین‌کننده بازار سهام به شمار می‌رود که در راستای استفاده کارا و بهینه این منابع خدادادی گام برمی‌دارد. در واقع نحوه مدیریت درآمدهای ارزی حاصل از منابع طبیعی از کانال حکمرانی است که منجر به توسعه بازار سهام می‌گردد. بدین ترتیب وفور منابع طبیعی از کانال شاخص حکمرانی خوب تحت عنوان مدیریت منابع طبیعی مطرح می‌گردد که طرح آن در ادبیات توسعه بازار سهام، از زمان ظهور شاخص حکمرانی نشأت گرفته است، با سازوکاری دقیق و مدیریتی شایسته از کانال شاخص حکمرانی می‌توان تهدیدی که پیش‌روی کشورهای غنی از لحاظ منابع طبیعی است را به فرصت تبدیل کرده و با تاثیر بر هدایت سرمایه طبیعی به این

منابع طبیعی بر توسعه بازار سهام کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی مورد مطالعه تاثیرگذار است؟. پژوهش حاضر برای پاسخ پرسش مذکور، از آمار و اطلاعات کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی<sup>۴</sup> در بازه زمانی ۲۰۱۳-۲۰۰۸ بهره گرفته تا به بررسی تاثیر متغیرهایی همچون اندازه دولت، بهره‌وری کل عوامل تولید، نرخ ارز واقعی، نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی و از همه مهم‌تر مدیریت منابع طبیعی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی بپردازد. همچنین شایان ذکر است کشورهای مورد مطالعه با وجود آنکه دارای فراوانی منابع طبیعی هستند؛ به دلیل وجود ضعف در شاخص‌های حکمرانی، دارای بازار سهام توسعه یافته نبوده و درآمد حاصل از صادرات منابع خدادادی آنان به نحو اثربخش به بخش‌های مولد و بهینه اقتصادی هدایت نشده است. بنابراین براساس واقعیات آماری کشورهای مورد مطالعه انتخاب گردیده است.

لذا در ادامه سازمان‌دهی مقاله بدین شرح است، در بخش دوم و سوم به ترتیب به مبانی نظری و مطالعات تجربی و سپس در بخش چهارم به ارائه مدل و معرفی متغیرها پرداخته می‌شود، در بخش پنجم نیز به برآورد معادلات و تفسیر نتایج با استفاده از روش گشتاور تعمیم یافته (GMM)<sup>۵</sup> پرداخته و در نهایت نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی جهت توسعه بازار سهام ارائه می‌گردد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

گسترش روزافزون ارائه و معرفی ابزارهای مالی جدید توسط متخصصین مالی به منظور افزایش کارایی و توسعه بازار سهام، گویای آن است، این بازار در راستای دستیابی به رشد اقتصادی مستمر و باثبات کشورهای غنی از منابع طبیعی جایگاه والا و ارزشمندی را دارا است. در حقیقت بازار سهام توسعه یافته با تخصیص بهینه منابع، بهبود در کسب و توزیع اطلاعات و نیز با کاهش ریسک سرمایه-

گذاری باعث می‌شود، نه تنها سرمایه‌گذار داخلی، بلکه سرمایه‌گذاران خارجی با اقبال بیشتری به سمت این نوع بازار برای سرمایه‌گذاری هدایت شوند و این امر منجر به ایجاد روابطی پویا و اثربخش میان توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی می‌گردد (ناسیور و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۷). لذا با توجه به جایگاه ویژه این بخش از بازار مالی در اقتصاد کشورهای غنی از منابع طبیعی، عوامل اقتصادی و غیراقتصادی متعددی بر توسعه بازار سهام نقش دارند که می‌توان به وفور منابع طبیعی، تورم، نرخ ارز و... (عوامل اقتصادی) و عوامل نهادی از قبیل شاخص‌های وفور منابع طبیعی از کانال حکمرانی (مدیریت منابع طبیعی)، آزادی اقتصادی و فضای کسب و کار (عوامل غیر اقتصادی) اشاره نمود. با توجه به نقش حکمرانی در هدایت صحیح و علمی منابع ارزی حاصل از فروش منابع طبیعی در کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی که به دنبال آن به توسعه بازار سهام دامن می‌زند، می‌تواند منجر به رشد و توسعه اقتصادی بخشهای مختلف اقتصادی گردد که در غیر این صورت فراوانی منابع طبیعی بستر ساز ایجاد رانت و... می‌گردد، بنابراین شاخص نهادی حکمرانی خصوصاً در کشورهای غنی از منابع طبیعی، نقش بسزایی را ایفا می‌کند و با بهبود این شاخص می‌تواند مدیریتی علمی بر منابع خدادادی داشته و آن را در راستای سرمایه‌گذاری در بخش بازار سهام هدایت نماید. در واقع درجه کیفیت شاخص‌های حکمرانی در این کشورها، مسیر مصیبت یا موهبت بودن این منابع طبیعی را تعیین می‌نماید (بهبودی و همکاران، ۱۳۹۱) و مدیریت بر این منابع طبیعی است که با تاثیر وفور منابع طبیعی از کانال شاخص حکمرانی خوب، زمینه را برای افزایش انگیزه سرمایه‌گذاری در بازار سهام با کاهش ریسک فراهم می‌آورد. مدیریت علمی و صحیح منابع طبیعی از طریق پیاده‌سازی اصولی و همه جانبه شاخص‌های حکمرانی، موجب می‌شود درآمدهای حاصل از صادرات منابع خدادادی که در اختیار برخی از کشورهاست؛ به نحوی اثربخش

مدیریت شده و با حرکت به سمت فعالیت‌های پربازده اقتصادی، افزایش عرضه و تقاضای سهام شرکت‌های موفق بورسی را فراهم آورد و در نتیجه منجر به توسعه بازار سهام گردد؛ چرا که این فرآیند با تسهیل در خرید و فروش سهام و پوشش ریسک سرمایه‌گذاری، ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی را به عنوان شاخص توسعه بازار سهام ارتقا می‌دهد. با توجه به تعریف بانک جهانی، کافمن و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۰۹) شش شاخص حق اظهارنظر و پاسخگویی (VA)<sup>۸</sup>، اثربخشی دولت (GE)<sup>۹</sup>، ثبات سیاسی (PS)<sup>۱۰</sup>، کیفیت قوانین و مقررات (RQ)<sup>۱۱</sup>، حاکمیت قانون (RL)<sup>۱۲</sup> و کنترل فساد (CC)<sup>۱۳</sup> را جزء شاخص‌های حکمرانی معرفی نمودند و بهبود وضعیت حکمرانی را متضمن رشد و توسعه اقتصادی مستمر و اثبات، کشورهای غنی از منابع طبیعی دانستند (آسنجیو<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۱). بهبود شاخص حکمرانی از کانال افزایش قدرت حق اظهارنظر عموم مردم و پاسخگو بودن دولت در برابر اقدامات‌شان، ثبات سیاسی، اثربخشی دولت، قوانین و مقررات شفاف و روان و ممانعت از رشوه‌گیری و رانت‌جویی مقامات رسمی و غیررسمی منجر به هدایت درآمدهای ارزی حاصل از منابع طبیعی در جهت سرمایه‌گذاری بازار سهام شده تا با تاثیر بر انگیزه خرید و فروش سهام زمینه را برای توسعه بازار سهام فراهم نمایند (نارایان و همکاران، ۲۰۱۵، آسنجیو، ۲۰۱۱ و انایوتوس و توریان<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۹). حق اظهارنظر و پاسخگویی از شاخص‌های حکمرانی، اقدامات دولت را به وسیله شهروندان و رسانه‌ها تحت کنترل قرار داده و موجب می‌شود دولتمردان خود را در برابر اقدامات‌شان مسئول بدانند و در جهت مدیریت هر چه بهتر درآمدهای حاصل از منابع طبیعی به سمت فعالیت‌های پربازده در بخش بازار سهام حرکت نمایند. طبق پژوهش نارایان و همکاران (۲۰۱۵) این امر با تقویت جریان عرضه و تقاضای سهام و تسهیل در خرید و فروش آن موجب افزایش ارزش معاملات سهام و در نهایت توسعه بازار سهام می‌گردد. در این راستا،

اثربخشی دولت نیز به عنوان یکی از شاخص‌های حکمرانی در راستای مدیریت منابع طبیعی اهمیت ویژه‌ای دارد؛ چرا که دولت بعنوان مهم‌ترین رکن جامعه، تاثیر بسزایی در ایجاد نهادهای کارآمد به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران و نیز تقویت بخش خصوصی بر عهده دارد. سبحانی و همکاران (۱۳۹۱) بر این باورند موثر واقع شدن اقدامات دولت علاوه بر آنکه موجب هدایت درآمدهای ارزی حاصل از صادرات منابع طبیعی به سمت شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام می‌شود؛ با ایجاد حمایت از سرمایه‌گذاران، باعث افزایش ارزش معاملات شده و توسعه بازار سهام را به ارمغان می‌آورد. ثبات سیاسی از دیگر شاخص‌های حکمرانی در راستای مدیریت منابع طبیعی، باعث تشکیل فرآیند سرمایه‌گذاری می‌شود؛ چرا که اطمینان و انگیزه سرمایه‌گذاران را جهت حضور فعال در بازار سهام تقویت می‌نماید. بنابراین ثبات سیاسی در گام اول درآمدهای ارزی حاصل از صادرات منابع طبیعی را به بخش‌های مولد تخصیص داده و در ادامه با جذب سرمایه توسط سرمایه‌گذاران، زمینه افزایش عرضه و تقاضای سهام را فراهم می‌نماید و بدین ترتیب توسعه بازار سهام را منجر می‌گردد. همچنین از اجزای دیگر شاخص حکمرانی در راستای مدیریت منابع طبیعی کیفیت قوانین و مقررات است که باعث توسعه بخش مالی به ویژه بازار سهام می‌گردد. به عقیده هوپر و همکاران<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۹)، قوانین و مقررات ساده و اثربخش می‌تواند با ایجاد بسترهای مناسب، درآمدهای ارزی حاصل از صادرات منابع طبیعی را به سمت فعالیت‌های پربازده در بازار سهام سوق داده و موجبات گسترش بازار سهام را فراهم نمایند؛ چرا که محیط نهادی مناسب همراه با قوانین و مقررات شفاف و روان باعث افزایش سرمایه‌گذاری در بازار سهام شده و در نهایت افزایش عرضه و تقاضای سهام را به همراه خواهد داشت (سبحانی و همکاران، ۱۳۹۱) و از این طریق کارایی بازار سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهد. حاکمیت قانون نیز از دیگر شاخص‌های حکمرانی در

توسعه بازار سهام نقشی بی بدیل را ایفا می‌نماید و ضرورت به بررسی نحوه سازوکار متغیر مذکور بر توسعه بازار سهام احساس می‌گردد.

نارایان و همکاران (۲۰۱۵) رابطه میان کیفیت حکمرانی و پیش‌بینی بازده بازار سهام را در ۳۸ کشور منتخب جهان طی دوره زمانی ۲۰۱۲-۱۹۸۵ مورد بازبینی قرار دادند. براساس نتایج به دست آمده از این پژوهش، کشورهایی که از لحاظ شاخص حکمرانی در سطح مناسبی قرار دارند؛ می‌تواند بازده بازار سهام را به نحوی اثربخش پیش‌بینی نمایند و براساس اطلاعات به دست آمده از بررسی وضعیت شاخص نهادی حکمرانی این کشورها، سرمایه‌گذاران می‌توانند پرتفوی<sup>۱۷</sup> مناسب‌تری را تشکیل دهند.

آلتینباس و بیسکین (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی (نرخ بهره، نرخ ارز، قیمت نفت، قیمت طلا و شاخص تولید صنعت با یک وقفه) بر بازده بازار سهام کشور ترکیه طی بازه زمانی ۲۰۱۴-۲۰۰۳ پرداختند و متغیرهای مذکور را با یک وقفه از عوامل تعیین‌کننده در پیش‌بینی بازده بازار سهام مطرح نمودند.

بی‌هاتاچاریا و هودلر<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر درآمدهای منابع طبیعی و نهادهای سیاسی بر توسعه بخش مالی، ۱۳۳ کشور منتخب جهان در بازه زمانی ۲۰۰۵-۱۹۷۰ پرداخته و براساس نتایج تخمین بیان می‌دارند، کشورهای غنی از منابع طبیعی با نهادهای سیاسی ضعیف، شاهد بخش مالی توسعه‌نیافته می‌باشند.

سعیدی و همکاران<sup>۱۹</sup> (۲۰۱۲) تأثیرپذیری بازده بازار اوراق بهادار تهران از متغیرهای کلان اقتصادی را طی بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۷۹ مورد بررسی قرار داده و براساس نتایج تخمین بیان می‌دارند، متغیرهای قیمت طلا، نرخ تورم و نرخ ارز بر بازده بازار اوراق بهادار تهران تأثیر معنادار و متغیرهای قیمت نفت و نقدینگی نیز تأثیر بی‌معنایی بر بازده بازار اوراق بهادار تهران دارند.

راستای مدیریت منابع طبیعی است که از اساسی‌ترین ویژگی‌های هر حکومتی محسوب می‌شود (نارایان و همکاران، ۲۰۱۵). این شاخص نقشی حیاتی را در معاملات بازار سهام ایفا نموده و به نوعی از حقوق مالکیت افراد در راستای سرمایه‌گذاری صیانت می‌نماید. به عقیده آسنجیو (۲۰۱۱)، حاکمیت قانون موجب کاهش ریسک سرمایه‌گذاری شده و فضای اطمینان بیشتری را برای فعالین اقتصادی در راستای سرمایه‌گذاری در بازار سهام فراهم می‌نماید. بدین ترتیب درآمدهای ارزی حاصل از صادرات منابع طبیعی که به بخش‌های با بازدهی بالا در بازار سهام سرریز شده است؛ توسط سرمایه‌گذاران جذب شده و با تأثیر مثبت بر ارزش معاملات سهام، نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی را افزایش می‌دهد و در نهایت رشد و توسعه بازار سهام را در منجر می‌گردد. همچنین در کشورهای غنی از منابع طبیعی نظام قضایی ضعیف و فقدان حاکمیت قانون، گسترش رانت و فساد را در پی دارد، به همین دلیل کنترل فساد از مهم‌ترین شاخص‌های حکمرانی در راستای مدیریت منابع طبیعی محسوب می‌شود؛ چرا که فساد سایر شاخص‌های حکمرانی را نیز تحت تأثیر قرار داده و عملکرد آنان را تضعیف می‌نماید. بدیهی است وجود فساد و رانت‌های اقتصادی، سیاسی و اطلاعاتی، موجب می‌شود مدیریت علمی و صحیحی بر درآمدهای ارزی هنگام ناشی از صادرات منابع طبیعی وجود نداشته باشد و همین امر از هدایت منابع به سمت فعالیت‌های پربازده در بخش بازار سهام ممانعت به عمل می‌آورد و زمینه را برای عدم توسعه‌یافتگی بازار سهام فراهم می‌نماید. بنابراین با توجه به بیانات مذکور، کارکرد اثربخش شاخص‌های حکمرانی بسترهای لازم جهت نهادینه ساختن مدیریت صحیح و علمی منابع طبیعی را فراهم نموده و منجر به هدایت درآمدهای حاصل از منابع طبیعی به بخش‌های مولد و دارای ارزش افزوده اقتصادی می‌گردد و بدین طریق توسعه بازار سهام را به دنبال خواهد داشت. لذا مدیریت منابع طبیعی در

آسنجیو(۲۰۱۱) به بررسی رابطه میان کیفیت حکمرانی و عملکرد بازار سهام در کشورهای آفریقایی طی بازه زمانی ۲۰۱۰-۱۹۹۰ پرداخته و اذعان می‌داند که کشورهایی با نهادهای مالی توسعه‌یافته، ارزش بازار سهام و حجم معاملات بالاتری را نسبت به سایر کشورها دارا هستند و شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار آن‌ها به مراتب بیشتر است.

بیلیمیر و ماسا<sup>۲۰</sup>(۲۰۰۹) با بررسی تاثیر منابع طبیعی و نهادها بر توسعه بازار سهام در ۱۷ کشور درحال ظهور شرق خاورمیانه و آسیای مرکزی طی بازه زمانی ۲۰۰۵-۱۹۹۵، بیان می‌دارند، کشورهای غنی از منابع طبیعی که دارای کیفیت بالایی از عوامل نهادی هستند؛ دارای بازار سهام توسعه‌یافته بوده و تاثیر بهبود کیفیت نهادها بر بازار سهام به عنوان بخش جدایی‌ناپذیری از توسعه مالی مثبت و قابل توجه است. همچنین نتایج نشان می‌دهد، دولت باید در جهت توسعه بازار سهام توجه ویژه‌ای به بهبود کیفیت نهادها داشته باشد.

انایوتوس و توروین(۲۰۰۹) تاثیر عوامل نهادی بر توسعه بخش مالی ۳۷ کشور SSA<sup>۲۱</sup>(در صحرای آفریقا) را در سال ۲۰۰۷ مورد بررسی قرار داده و براساس نتایج اظهار می‌دارند عوامل نهادی در صورت وجود کارایی سرمایه‌داری(داری) و بازگشت حقوق صاحبان سهام، بیشترین تاثیر را بر عمق مالی<sup>۲۲</sup> و دسترسی به خدمات مالی کشورها داشته و علاوه بر آن، ارتقاء بخش مالی دلالت بر اولویت‌بندی اصلاحات نهادی در کشورهای مختلف دارد.

چریف و کاودر<sup>۲۳</sup>(۲۰۰۸) رابطه میان متغیرهای کلان اقتصادی، نهادی و توسعه بازار سهام کشورهای عضو منا<sup>۲۴</sup> را طی دوره زمانی ۲۰۰۷-۱۹۹۰ مورد بررسی قرار داده و عواملی همچون سطح درآمد، نرخ پس‌انداز، نقدینگی بازار سهام و نرخ بهره را از جمله عوامل تعیین‌کننده در بهبود بازار سهام برشمردند و براساس نتایج به دست آمده از این پژوهش اظهار داشتند، محیط نهادی در راستای دستیابی به توسعه بازار سهام نقش‌سازنده‌ای را بر عهده دارد.

ناسیور و همکاران(۲۰۰۷) به بررسی عوامل توسعه بازار سهام کشورهای عضو مناطی بازه زمانی ۱۹۹۹-۱۹۹۰، پرداخته و براساس نتایج بیان می‌دارند، متغیرهایی همچون نرخ پس‌انداز، نقدینگی بازار سهام، نرخ تورم (بعنوان شاخص ثبات اقتصادی) و کیفیت بخش خصوصی بر توسعه بازار سهام دارای تاثیر بسزایی است.

سحابی و همکاران(۱۳۹۲) به بررسی تاثیر اندازه دولت و حکمرانی بر توسعه مالی ۷۶ کشور درحال توسعه و توسعه‌یافته طی بازه زمانی ۲۰۱۱-۱۹۹۶ پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، اندازه دولت اثر منفی و معنادار و حکمرانی خوب اثر مثبت و معنادار بر توسعه بخش مالی کشورهای مورد مطالعه دارد.

اکبری‌روشن و شاکری(۱۳۹۲) به بررسی اثر مخارج دولت، نقدینگی و ساختار بازار بر توسعه بازار سهام ایران طی بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۰ پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از آنکه متغیر شاخص ساختار بازار دارای رابطه مثبت و معناداری با توسعه بازار سهام است. همچنین دو متغیر رشد نقدینگی و رشد مخارج دولت اثر معناداری بر توسعه بازار سهام ندارند.

پیرائی و شهسوار(۱۳۸۷) با بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازار اوراق بهادار ایران طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۷۰ بیان می‌دارند، شاخص قیمت سهام با تولید ناخالص داخلی و نرخ تورم رابطه مستقیم و معنادار و با حجم پول و نرخ بهره دارای ارتباط معکوس و معنادار است.

عباسیان و همکاران(۱۳۸۷) رابطه میان شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران و متغیرهای کلان اقتصادی را طی بازه زمانی ۱۳۸۴-۱۳۷۷ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، نرخ ارز و تراز تجاری دارای ارتباط مستقیم و نرخ تورم، نرخ بهره و حجم نقدینگی ارتباط معکوس با شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران دارند.

علی‌رغم جایگاه اثرگذار بازار سهام در تامین مالی طرح‌های اقتصادی و تحقق رشد اقتصادی مستمر و باثبات از یک سو و تاثیر مدیریت منابع طبیعی بر توسعه بازار سهام از سوی دیگر و توجه بر کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی که سهم اعظمی از ذخایر منابع طبیعی جهان را بر عهده داشته و از این طریق درآمدهای ارزی هنگفتی به دست می‌آورند؛ این پژوهش را بر آن داشت تا به بررسی نحوه مدیریت بهینه این منابع بر توسعه بازار سهام کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی بپردازد.

### ۳- ارائه مدل و معرفی متغیرها

در این بخش از پژوهش با پیروی از مطالب بیان شده در مبانی نظری و مطالعات تجربی، تابع ذیل برای معادله توسعه بازار سهام ارائه می‌گردد:

(۱)

$$(VT / GDP) = F(TFP, RER, SG, (GOV_i * ANR), M / GDP)$$

مطابق با تابع (۱) می‌توان بیان داشت، نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی (VT/GDP)<sup>۲۵</sup> تابع مدیریت منابع طبیعی (GOV<sub>i</sub>\*ANR)<sup>۲۶</sup>، بهره‌وری کلی عوامل تولید (TFP)<sup>۲۷</sup>، نرخ ارز واقعی (RER)<sup>۲۸</sup>، نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی (M/GDP)<sup>۲۹</sup> و اندازه دولت (SG)<sup>۳۰</sup> است که در ادامه به معرفی متغیرهای مذکور پرداخته می‌شود:

**نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی (VT/GDP):** در این پژوهش از نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی به عنوان یکی از شاخص‌های بازار سهام استفاده شده است، چرا که این شاخص سهولت در خرید و فروش سهام را مشخص نموده و از این طریق میزان نقد شوندگی بازار سهام را تعیین می‌نماید، سرمایه‌گذاران نیز با توجه به مقدار این شاخص، سهام تقاضا و عرضه می‌نمایند، بنابراین هر چه این نسبت بالاتر باشد؛ نقد شوندگی بازار سهام افزایش و خرید و فروش سهام با

سهولت بیشتری صورت می‌گیرد. در واقع با افزایش خرید و فروش اوراق بهادار، ارزش معاملات در راستای توسعه بازار سهام ارتقاء می‌یابد. همچنین این نسبت در مطالعات دمیرجاک و لوین<sup>۳۱</sup> (۱۹۹۶) و لوین و زرواس<sup>۳۲</sup> (۱۹۹۶) نیز به عنوان شاخص توسعه بازار سهام مورد استفاده قرار گرفته است. لازم به ذکر می‌باشد آمار نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی از پایگاه آماری بانک جهانی استخراج شده است.

### مدیریت منابع طبیعی (GOV<sub>i</sub>\*ANR): با

تاثیرپذیری توسعه بازار سهام از مدیریت منابع طبیعی می‌توان بیان داشت، کشورهای غنی از منابع طبیعی که وضعیت مناسبی از شاخص نهادی حکمرانی برخوردار می‌باشند، قادر به استفاده مناسب‌تر از ثروت طبیعی و هدایت این منابع به سمت بازارهای مختلف عوامل تولید بویژه بازارهای مالی مانند بازار سهام می‌باشند. چرا که وفور منابع طبیعی به تنهایی موجب توسعه بازار سهام نمی‌گردد؛ بلکه مدیریت صحیح و علمی این منابع از طریق بهبود شاخص‌های حکمرانی است که توسعه‌یافتگی بازار سهام را تعیین می‌نماید. بنابراین در کشورهایی که صادرات منابع طبیعی سهم عمده‌ای از درآمدهای ارزی آنان را به خود اختصاص داده؛ هرچه دولت در برابر اقدامات خود پاسخگوتر باشد و تصمیمات اثربخش‌تری را اتخاذ کند؛ ثبات اقتصادی و سیاسی بیشتری بر کشور حاکم خواهد شد. بعلاوه حاکمیت گسترده‌تر قانون و ایجاد قوانین روان و شفاف باعث حمایت از سرمایه‌گذاران شده و با کاهش فساد و رانت‌های اطلاعاتی، اقتصادی و...، انگیزه آن‌ها را برای حضور فعال در بازار سهام جهت خرید و فروش اوراق بهادار شرکت‌های بورسی افزایش می‌دهد و با تبعیت از آن نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص توسعه بازار سهام ارتقاء می‌یابد. در واقع بهبود شاخص حکمرانی در کشورهای غنی از منابع طبیعی، اطلاعاتی را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد، تا با ریسک کمتری در بازار سهام اقدام

طوری که استفاده بهینه از عوامل تولید موجب رشد بهره‌وری کل عوامل منجر به افزایش قدرت رقابت-پذیری و رشد و توسعه اقتصادی کشورها شده و بدین ترتیب با تاثیر بر گسترش منابع مالی در این بخش منجر به توسعه بازار سهام می‌گردد.

شایان ذکر است، مرسوم‌ترین روش اندازه‌گیری برای محاسبه بهره‌وری عوامل کل تولید، تخمین تابع تولید است که بر این اساس به صورت زیر از روش سولو استفاده شده است:

$$TFP_t = \frac{GDP_t}{L_t^\alpha K_t^\beta} \quad (2)$$

در معادله (۲) متغیرهای  $TFP_t$ ،  $GDP_t$ ،  $L_t$ ،  $K_t$ ،  $\alpha$  و  $\beta$  به ترتیب بیانگر بهره‌وری کل عوامل تولید، تولید ناخالص داخلی کشور مورد نظر، نیروی کار شاغل، انباشت سرمایه فیزیکی، حساسیت تولید ناخالص داخلی نسبت به نیروی کار شاغل، حساسیت تولید ناخالص داخلی نسبت به انباشت سرمایه فیزیکی و روند زمانی است. لازم به ذکر می‌باشد، ضرایب آلفا و بتا براساس مطالعات کو و همکاران<sup>۳۷</sup> (۱۹۹۷) برای هفتاد کشور در حال توسعه، بایامی و همکاران<sup>۳۸</sup> (۱۹۹۹)، لیچیتنبرگ و پوتری<sup>۳۹</sup> (۱۹۹۸) و کمیجانی و شاه‌آبادی (۱۳۸۰) برای بسیاری از کشورهای عضو سازمان بهره‌وری آسیایی به ترتیب دامنه تقریبی ۴۰ تا ۴۴ صدم و ۶۰ تا ۵۶ صدم تخمین زده شده است که پژوهش حاضر به پیروی از نحوه محاسبه مطالعات مذکور مقدار بهره‌وری کل عوامل تولید را محاسبه نموده، به طوری که مقدار حداکثری محاسبه شده این دامنه برای مقادیر  $\alpha$  و  $\beta$  به ترتیب دامنه تقریبی ۰/۴۸۶ تا ۰/۲۴ و ۰/۵۱۴ تا ۰/۷۶ است، شایان ذکر است نحوه محاسبه بهره‌وری کل عوامل تولید در پیوست موجود می‌باشد. همچنین داده‌های مورد نیاز برای محاسبه بهره‌وری کل عوامل تولید از پایگاه آماری بانک جهانی جمع‌آوری شده است.

به سرمایه‌گذاری نمایندگان (نارایان و همکاران، ۲۰۱۵). بنابراین طبق مطالعات بیلیمیر و ماسا (۲۰۱۵)، کشورهای که از لحاظ منابع طبیعی غنی بوده و دارای کیفیت بالای حکمرانی نیز هستند؛ بازار سهام توسعه یافته دارند. همچنین براساس نتایج نارایان و همکاران (۲۰۱۵) و تحقیقات آسنجیو (۲۰۱۱) رابطه بین کیفیت حکمرانی و توسعه بازار سهام مثبت و معنادار است، از این رو افزایش قدرت پاسخگویی- وشفافیت دولت در برابر افراد جامعه، ثبات سیاسی، کیفیت مقررات، تامین قضایی و کنترل فساد موجب می‌شود بر درآمدهای ارزی حاصل از صادرات منابع طبیعی مدیریت علمی و کارایی صورت گیرد و زمینه برای چرخش کمتر سیاست‌های اقتصادی، کاهش رانت‌جویی، فساد و اقتدارگرایی و در نهایت نیل به توسعه بازار سهام فراهم شود. لذا با توجه به سازوکار اثرگذاری بیان شده، حاصل ضرب شاخص حکمرانی کل در وفور منابع طبیعی به عنوان شاخص مدیریت منابع طبیعی لحاظ شده است. همچنین به پیروی از مطالعات شاه‌آبادی و صادقی (۱۳۹۳) شاخص وفور منابع طبیعی برابر با نسبت صادرات سوخت به صادرات کالا در نظر گرفته شده است. داده‌های مربوط به مدیریت منابع طبیعی نیز از پایگاه آماری بانک جهانی جمع‌آوری شده است.

**بهره‌وری کل عوامل تولید (TFP):** صاحب‌نظران و اقتصاددانان برای این معیار اهمیت زیادی قائل بوده و از آن بعنوان یکی از مهمترین عوامل توسعه‌یافتگی بازار سهام کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی یاد نموده‌اند. در واقع می‌توان بیان داشت، ادامه حیات اقتصادی کشورها، رشد اقتصادی، توسعه بازار سهام و افزایش بهبود سطح زندگی افراد یک جامعه وابسته به ارتقای بهره‌وری کل عوامل تولید است (شاه‌آبادی و فعلی، ۱۳۹۱). طبق مطالعات آدیوسی و آلیوکو<sup>۳۳</sup> (۲۰۱۵)، آریزالا و همکاران<sup>۳۴</sup> (۲۰۱۳)، کومبهاکار<sup>۳۵</sup> (۲۰۰۵)، چین چی و همکاران<sup>۳۶</sup> (۲۰۰۵) و شاه‌آبادی و فعلی (۱۳۹۱)، رشد بهره‌وری کل عوامل تولید با توسعه بازار سهام رابطه مثبت دارد به



**نرخ ارز واقعی (RER):** نرخ ارز واقعی به عنوان یکی از تعیین‌کننده‌های توسعه بازار سهام کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی بر هزینه و درآمد بنگاه‌های حاضر در بورس تأثیر می‌گذارد که مثبت یا منفی بودن تأثیر آن بر ارزش معاملات سهام بستگی به اختلاف تغییرات درآمد با هزینه دارد. در اقتصادی که وزن اصلی توان تولیدی بنگاه‌ها تابع واردات کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای است؛ هزینه این بنگاه‌ها بیش از افزایش درآمدشان تغییر یافته و در این صورت با افزایش نرخ ارز واقعی تأثیر مثبت چندانی بر توسعه بازار سهام نخواهد گذاشت، اما وقتی که بنگاه‌ها متکی بر توان تولید داخل و قدرت رقابت‌پذیری و تحولات فنی قابل قبولی باشند؛ در این صورت نرخ ارز واقعی تأثیراتش بر درآمد بیش از هزینه بنگاه‌ها خواهد بود و افزایش نرخ ارز واقعی تأثیر مثبت جدی بر توسعه بازار سهام خواهد گذاشت. زیرا افزایش نرخ ارز واقعی موجب افزایش درآمد و در نتیجه افزایش انگیزه بنگاه‌های تولیدی می‌گردد. پژوهش‌های زیادی در این رابطه صورت گرفته که می‌توان به تحقیقات آلتینباس و بیسکین (۲۰۱۵)، حاجیلی و الناصر<sup>۴</sup> (۲۰۱۴)، شاه-آبادی و داوری‌کیش (۱۳۹۵) و پدرام (۱۳۹۱) اشاره نمود. شایان ذکر است این پژوهش برای محاسبه نرخ ارز واقعی از شاخص "سبستین ادواردز" بصورت زیر استفاده نموده است:

$$RER = ER * (WPI_w / WPI_r) \quad (3)$$

$WPI_w$  و  $WPI_r$  نیز به ترتیب بیانگر شاخص بهای عمده فروشی کشور مورد نظر و شاخص بهای عمده فروشی آمریکا است که داده‌های مورد نیاز برای محاسبه نرخ ارز واقعی نیز از پایگاه آماری بانک جهانی جمع‌آوری شده است.

**نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی (M/GDP):** طبق نظریه تورم پولی، افزایش مستمر رشد نقدینگی نسبت به رشد درآمد حقیقی، منبعی جهت افزایش نرخ تورم محسوب می‌شود که

به بی‌ثباتی و بلا تکلیفی صاحبان سرمایه را دامن می‌زند و از این طریق موجبات آسیب بازار سهام را فراهم می‌آورد. اما در صورت مهیا بودن بسترهای رشد و توسعه اقتصادی، بخش تولیدی با کمبود منابع نیز می‌تواند با افزایش نقدینگی تأثیر بر تولید و بخش‌های پربازده اقتصادی گذاشته و منجر به توسعه بازار سهام گردد. لذا این امر در کشورهای توسعه‌یافته‌ای که دارای مدیریت توانمند در هدایت نقدینگی به بخش‌های پربازده اقتصادی می‌باشند، مصداق دارد. از آنجا که کشورهای سرشار از منابع طبیعی اغلب دارای ضعف اساسی در نحوه مدیریت منابع هستند؛ هر چه این شاخص افزایش یابد نقدینگی به سمت فعالیت‌های سوداگری و سفته‌بازی جریان پیدا کرده و از جریان نقدینگی به سمت بازار سهام در جهت سرمایه‌گذاری ممانعت به عمل می‌آید. حتی افزایش تورم ناشی از آن نیز با تأثیر بر هزینه تمام شده کالاهای شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام، انگیزه سرمایه‌گذاران را برای حرکت به این بخش از بازار مالی کاهش داده و با افزایش ریسک عرضه و تقاضا سهام را تحت تأثیر قرار داده و ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی را به عنوان شاخص توسعه بازار سهام کاهش می‌دهد. همچنین رابطه نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی با توسعه بازار سهام نیز توسط پژوهشگرانی همچون هسینگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) و صفاری و همکاران (۱۳۸۹) در طی مطالعاتی حاکی از ارتباط منفی این دو متغیر است.

**اندازه دولت (SG):** اندازه دولت به عنوان یکی از شاخص‌های آزادی اقتصادی است که با افزایش مقدار این شاخص یا کاهش اندازه دولت، آزادی اقتصادی بهبود می‌یابد. با تقلیل اندازه دولت، نقش بخش خصوصی در تولید کشورهای سرشار از منابع طبیعی پررنگ‌تر شده و چنین شرایطی سرمایه‌گذاران را به خرید سهام ترغیب می‌نماید. چرا که با حضور بخش خصوصی زمینه سودآوری بخش تولیدی در بازار سهام افزایش یافته و از این طریق جریان عرضه و

همچنین در معادله (۴) حرف L قبل از تمامی متغیرها بیانگر لگاریتمی بودن آنها است که  $t, \epsilon_{it}, \mu_{it}$  به ترتیب اثرات غیر قابل مشاهده خاص هر کشور، جز خطا، کشور و زمان را نشان می‌دهد.

#### ۵- یافته‌های پژوهش

پیش از تخمین مدل توسعه بازار سهام، بررسی مانایی متغیرها در طول زمان، به کمک یکی از آزمون‌های ریشه واحد ایم، پسران و شین (IPS)<sup>۴۴</sup>، فیلیپس و پرون (PP)<sup>۴۵</sup> و فیشر-دیککی فولر تعمیم‌یافته (ADF)<sup>۴۶</sup> توسط مادالا و وو (۱۹۹۹)<sup>۴۷</sup> و چوی (۲۰۰۱)<sup>۴۸</sup> ضروری است. در این پژوهش با بکارگیری آزمون فیشر-دیککی فولر تعمیم‌یافته و فیلیپس و پرون به بررسی مانایی متغیرها پرداخته و نتایج آن در جدول (۱) ارائه می‌گردد.

نتایج حاصل از مانایی متغیرها، حاکی از آن است، تمام متغیرها با یک مرتبه تفاضل‌گیری مانا شده‌اند. پس از بررسی مانایی متغیرها، هم‌انباشتگی پانلی برای بررسی روابط بلندمدت اقتصادی متغیرها مورد آزمون قرار می‌گیرد. برای بررسی هم‌انباشتگی داده‌های پانل چندین آزمون مانند آزمون کائو<sup>۴۹</sup>، آزمون پدرونی<sup>۵۰</sup> و آزمون فیشر<sup>۵۱</sup> وجود دارد. در پژوهش حاضر از آزمون کائو استفاده شده است؛ چرا که آزمون پدرونی به دلیل زیاد بودن تعداد متغیرهای مدل و آزمون فیشر به علت ناکافی بودن داده‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشند. در این آزمون فرض صفر عدم وجود هم‌انباشتگی است که با توجه به نتایج آزمون در جدول (۲)، فرض صفر رد شده و یک رابطه تعادلی بلندمدت میان ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی و متغیرهای مستقل مدل وجود دارد و در این صورت رگرسیون برآوردی کاذب نیست.

تقاضای سهام را ارتقا داده و نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص توسعه بازار سهام افزایش می‌یابد. همچنین لازم به ذکر است گسترش دولت و جذب منابع مالی توسط دولت موجب محدودیت منابع توسط بخش خصوصی و محدودیت در گسترش بازار سهام می‌گردد. بنابراین اندازه بهینه دولت در توسعه این بخش از بازار مالی نیاز به توجه دارد که بنجامین و همکاران<sup>۴۲</sup> (۲۰۱۴) و کیم و همکاران<sup>۴۳</sup> (۲۰۱۰) نیز نقش اندازه دولت را در توسعه بازار سهام تعیین‌کننده دانستند.

شایان ذکر است، با توجه به پیوستگی و ارتباط بالای اجزای شاخص حکمرانی با یکدیگر، در پژوهش حاضر از میانگین حسابی شاخص‌های حق اظهار نظر و ثبات سیاسی، میانگین حسابی اثربخشی دولت و کیفیت قوانین و نیز میانگین حسابی حاکمیت قانون و کنترل فساد به عنوان ۳ شاخص فرعی حکمرانی استفاده گردیده و برای محاسبه شاخص مدیریت منابع طبیعی هر یک از ۳ شاخص فرعی به صورت مجزا در وفور منابع طبیعی ضرب شده است که اندیس i بیانگر حاصل ضرب وفور منابع طبیعی در هر یک میانگین حسابی شاخص‌های حق اظهار نظر و ثبات سیاسی (GOV<sub>1</sub>\*ANR)، میانگین حسابی اثربخشی دولت و کیفیت قوانین (GOV<sub>2</sub>\*ANR)، میانگین حسابی حاکمیت قانون و کنترل فساد (GOV<sub>3</sub>\*ANR) و شاخص کل حکمرانی (GOV\*ANR) به طور مجزا است که طبق مبانی نظری و مطالعات تجربی بیان شده در ۴ حالت با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) برآورد می‌شود.

(۴)

$$L(V/GDP)_{it} = \beta_0 + \beta_1 * L(V/GDP)_{it-1} + \beta_2 * LTFP_{it} + \beta_3 * LSG_{it} + \beta_4 * LRER_{it} + \beta_5 * L(GOV_i * ANR)_{it} + \beta_6 * L(M/GDP)_{it} + \mu_{it} + \epsilon_t$$



جدول ۱- نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد متغیرهای مورد مطالعه

متغیرها	تعداد دقیقه	آزمون فیشر-دیکی فولر تعمیم-یافته				آزمون ایم، پسران و شین							
		آزمون فیلیپس و برون		در تفاضل		در تفاضل		در تفاضل مرتبه اول					
		در سطح	در مرتبه اول	در سطح	در مرتبه اول	در سطح	در مرتبه اول	در سطح	در مرتبه اول				
		آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال		
L(VT/GDP)	I(0)*	۳۴/۴۶۹	۰/۰۷۶	۷۰/۴۸۱	۰/۰۰۰	۱۴/۴۵۹	۰/۹۳۵	۳۷/۹۲۹	۰/۰۳۵	۱/۴۳۵	۰/۹۲۴	-۲/۸۹	۰/۰۰۱۹
LTFP	I(0)	۱۸/۵۳۷	۰/۷۷۶	۴۹/۶۹۲	۰/۰۰۱	۱۳/۱۱۸	۰/۹۶۴	۴۵/۷۸۵	۰/۰۰۴	-۱/۱۱۵	۰/۱۳۲	-۲/۹۰۳	۰/۰۰۱۸
LRER	I(0)	۲۸/۴۵۹	۰/۲۴۱	۶۹/۰۳۵	۰/۰۰۰	۲۶/۹۱۳	۰/۳۰۸	۶۶/۰۹۴	۰/۰۰۰	-۵۷/۲۸۹	۰/۲۰۹	-۲۹/۸۸۱	۰/۰۰۰
L(M/GDP)	I(0)	۲۴/۹۷۵	۰/۴۰۷	۴۹/۸۴۹	۰/۰۰۱	۲۲/۵۴۱	۰/۵۴۷	۴۰/۴۳۶	۰/۰۱۹	۰/۵۴۱	۰/۷۰۵	۰/۰۳۴	۰/۰۱۳
LSG	I(0)	۱۸/۹۳۹	۰/۷۵۵	۷۰/۰۵۲	۰/۰۰۰	۲۱/۷۰۵	۰/۵۹۶	۷۱/۴۶۷	۰/۰۰۰	۰/۵۲۴	۰/۷	۰/۰۵۴	۰/۰۲۱
L(GOV <sub>T</sub> *ANR)	I(0)	۲۸/۶۰۵	۰/۲۳۵	۷۸/۲۲۵	۰/۰۰۰	۳۰/۵۱۲	۰/۱۶۸	۷۶/۶۷۲	۰/۰۰۰	-۱/۳۹۷	۰/۰۸۱	-۱/۱۸۶	۰/۰۱۱
L(GOV <sub>1</sub> *ANR)	I(0)	۳۳/۲۵۵	۰/۰۹۸	۴۱/۱۵۷	۰/۰۱۶	۳۴/۶۸۶	۰/۰۷۳	۴۱/۰۳۴	۰/۰۱۶	-۱/۹۳۳	۰/۲۶۶	-۵/۵۳	۰/۰۰۰
L(GOV <sub>2</sub> *ANR)	I(0)	۳۳/۴۲۵	۰/۰۹۵	۴۵/۹۰۹	۰/۰۰۴	۳۲/۸۶۶	۰/۱۰۶	۴۵/۳۶۹	۰/۰۰۵	۱/۵۵۵	۰/۹۴۰	-۰/۱۲۱	۰/۰۴۵۱
L(GOV <sub>3</sub> *ANR)	I(0)	۳۰/۰۳۹	۰/۱۸۳	۵۷/۸۹۸	۰/۰۰۰	۷/۰۲۳	۰/۳۰۳	۵۱/۳۰۹	۰/۰۰۱	۰/۶۵۲	۰/۷۴۲	-۰/۱۶۲	۰/۰۲۶۷

\* I(0) ایستایی در سطح را نشان می‌دهد.

مأخذ: محاسبات پژوهش

جدول ۲- نتایج حاصل از آزمون کائو

Cointegration Kao ADF	حالات مدل	t-Statistic	P-Value
	حالت اول	-۱/۹۶۵	۰/۰۴۳۳
	حالت دوم	-۱/۹۱۵	۰/۰۳۲۴
	حالت سوم	-۱/۹۲۶	۰/۰۱۷۷
	حالت چهارم	-۲/۲۶۰۱	۰/۰۱۱۹

مأخذ: محاسبات پژوهش

همکاران<sup>۵۲</sup>، ۲۰۰۸) و با مقدار F جدول مقایسه می‌گردد:

$$F = \frac{(RRSS - URSS)}{URSS / (NT - N - K)} \rightarrow F[(N-1), (NT-N-K)]$$

مطابق رابطه (۵) RRSS، URSS، N، K، N-1 و NT-N-K به ترتیب بیانگر ضریب تعیین حاصل از مدل مقید، ضریب تعیین حاصل از مدل نامقید (روش پانل دیتا)، متغیرهای توضیحی، نماینده مقاطع، تعداد قیود در مدل مقید و درجه آزادی مدل غیرمقید است. با توجه به مقدار F محاسبه شده در رابطه (۵) و F جدول با درجات آزادی مشخص شده، فرض H<sub>0</sub> مبنی بر همگنی مقاطع و عرض از مبدأهای یکسان پذیرفته شده و پنل دیتا بودن داده‌های

به دنبال بررسی مانایی متغیرها در طول زمان و آزمون هم‌انباشتگی لازم است به بررسی تشخیص قابلیت تخمین مدل به وسیله داده‌های پنل پرداخته می‌شود که بدین منظور از آزمون F لیمر استفاده می‌گردد. نخست باید تعیین گردد، رابطه رگرسیونی مورد بررسی دارای عرض از مبدأهای ناهمگن، شیب همگن و شرایط استفاده از مدل داده‌های پنل است یا اینکه فرضیه عرض از مبدأهای مشترک و شیب مشترک در بین مقاطع پذیرفته شده و به عبارتی لزوم استفاده از مدل داده‌های تلفیقی را دارد. بدین منظور برای آزمون معنی‌دار بودن روش داده‌های پنل از آماره آزمون اف‌لیمر استفاده گردیده است. آماره آزمون F براساس رابطه (۵) محاسبه (بالتاجی و

آماري را تصدیق می‌نماید. بنابراین متناسب با پنل دیتا بودن داده‌های آماری می‌توان با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) به برآورده مدل پرداخت؛ چرا که مطابق جدول (۳) مقدار F محاسبه شده بزرگتر از مقدار F جدول است.

### جدول ۳- نتایج آزمون $F_{Leamer}$ جهت بررسی مدل-

#### های تلفیقی و پنل

F-Statistic [Prob]	حالت اول	حالت دوم	حالت سوم	حالت چهارم
		۴/۰۵ (۰/۰۰۲)	۵/۰۰ (۰/۰۰۰)	۳/۷۲ (۰/۰۰۵)

مأخذ: محاسبات پژوهش

فروشنده‌گان می‌شود. لذا با افزایش نرخ ارز واقعی که بهبود وضعیت درآمدی و دستیابی به ارز برای واردات کالاهای فناورانه در راستای ورود فناوری به شرکت-های فعال در بازار سهام را به همراه دارد؛ تقاضا برای سهام شرکت‌ها افزایش یافته و سهولت در خرید و فروش سهام را در پی دارد و این فرآیند در نهایت شرایط را برای توسعه بازار سهام فراهم می‌کند. آلتین‌ب‌اس و بیس‌سکین (۲۰۱۵)، سعیدی و همکاران (۲۰۱۲)، شاه‌آبادی و داوری‌کیش (۱۳۹۵)، طاهری و صفاری (۱۳۹۰) و ابونوری (۱۳۸۵) نیز در مطالعاتی به تاثیرپذیری توسعه بازار سهام از نرخ ارز واقعی تاکید نمودند.

نتایج جدول (۴) تاثیر بهره‌وری کل عوامل تولید بر ارزش معاملات بازار سهام بر تولید ناخالص داخلی را مثبت و معنادار نشان می‌دهد. ارتقاء بهره‌وری کل عوامل تولید زمینه‌ساز رفاه عمومی، افزایش قدرت رقابت‌پذیری، استفاده کارآمد از منابع، ارتقای کیفیت کالاهای و خدمات و به عبارت بهتر مسیر توسعه اقتصادی جامعه است که از طریق منجر به گسترش سوق منابع مالی به این بخش از بازار مالی شده و بدین ترتیب توسعه بازار سهام را به ارمغان می‌آورد. در حقیقت استفاده شایسته از عوامل تولیدی به افزایش کارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام منجر شده و با کاهش ریسک و نیز سهولت در خرید و فروش سهام، سرمایه‌گذاران را در جهت توسعه بازار سهام هدایت می‌نماید. آدیوسی و آلاکو (۲۰۱۵)، آریزالا و همکاران (۲۰۱۳)، کومبهاکار (۲۰۰۵)، چین چی و همکاران (۲۰۰۵) و شاه‌آبادی و فعلی (۱۳۹۱) نیز در مطالعاتی اهمیت بهره‌وری کل عوامل تولید بر توسعه بازار سهام را بیان نموده‌اند.

طبق جدول (۴)، تاثیر شاخص اندازه دولت بر ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی مثبت و معنادار است. با کاهش اندازه دولت در پس بهبود شاخص آزادی اقتصادی، نقش بخش خصوصی در تولید و سپس در گسترش بازار سهام پررنگ می-

این پژوهش با مدل پیشنهادی ارائه شده توسط بلوندل و بوند<sup>۵۳</sup> (۱۹۹۸)، به تخمین مدل با استفاده از روش برآوردگر پویایی روش گشتاورهای تعمیم-یافته (GMM) پرداخته است. از مزایای این روش علاوه بر رفع همبستگی متغیرهای مستقل با اجزاء اخلاص و درون‌زایی آن‌ها، رفع ناهمسانی واریانس مدل و کارا بودن آن در هر دو حالت، اثرات ثابت و تصادفی است. از این‌رو دیگر نیازی به آزمون هاسمن نیست.

نتایج تخمین جدول (۴) نشان می‌دهد، نرخ ارز واقعی تاثیر مثبت و معنادار بر متغیر ارزش معاملات سهام نسبت به تولید ناخالص داخلی دارد که میزان تاثیرپذیری تغییرات درآمد و هزینه بنگاه‌ها از نرخ ارز نوع رابطه را تعیین می‌نماید. در کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی که بنگاه‌ها با اتکا بر تولید داخل، قدرت رقابت‌پذیری و تحولات فنی قابل قبول داشته باشند می‌توانند بیشترین تاثیر را بر درآمد بنگاه‌ها نسبت به هزینه آنها داشته باشند؛ افزایش نرخ ارز واقعی منجر به توسعه بازار سهام می‌گردد؛ چرا که افزایش نرخ ارز واقعی موجب افزایش درآمد و در نتیجه افزایش انگیزه بنگاه‌های تولیدی می‌گردد و از این طریق منجر به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و سهولت خرید و فروش توسط خریداران و

نماید؛ چرا که در کشورهای سرشار از منابع طبیعی اندازه بهینه دولت منجر به جذب منابع مالی توسط بخش خصوصی شده و از این منظر اسباب افزایش انگیزه سرمایه‌گذاران را در بخش بازار سهام فراهم می‌نماید و بر ارتقاء جریان عرضه و تقاضای سهام تاثیر می‌گذارد و منجر به افزایش ارزش معاملات در بازار سهام و توسعه‌یافتگی آن می‌گردد. همچنین بنجامین و همکاران (۲۰۱۴) و کیم و همکاران (۲۰۱۰) نیز در مطالعاتی نقش اندازه دولت بر توسعه بازار سهام را تعیین‌کننده می‌دانند.

تاثیر نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی بر ارزش معاملات بر تولید ناخالص داخلی کشورهای مورد مطالعه مطابق نتایج جدول (۴) منفی و معنادار است؛ چرا که در کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی رشد نقدینگی بدون گسترش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تولیدی با ایجاد تورم مستمر، بی‌ثباتی و بلاتکلیفی سرمایه‌داران را منجر شده و در پس کاهش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام سبب آسیب بر این بخش از بازار مالی می‌گردد. بنابراین افزایش این نسبت بدون پشتوانه تولیدی منجر به افزایش ریسک سرمایه‌گذاری شده و تاثیر منفی بر عرضه و تقاضای سهام در جهت تسهیل خرید و فروش و ارزش معاملات می‌گذارد و از این طریق عدم توسعه‌یافتگی بخش بازار سهام را در پی خواهد داشت. با توجه به عکس-العمل‌های ارزش معاملات بر تولید ناخالص داخلی نسبت به نقدینگی به تولید ناخالص داخلی، هسینگ (۲۰۱۱) و سجادی و همکاران (۱۳۸۹) بیان می‌دارند، تاثیر نقدینگی به تولید ناخالص داخلی بر توسعه بازار سهام نیز منفی و معنادار است.

وفور منابع طبیعی از کانال شاخص کل حکمرانی به عنوان شاخص مدیریت منابع طبیعی، بر ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی مثبت و معنادار است. طبق نتایج جدول (۴)، کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی می‌توانند با بهبود شاخص حکمرانی خوب موجبات هدایت صحیح درآمدهای منابع طبیعی را از

طرق مختلف اعم از حق اظهار نظر و پاسخگویی، ثبات سیاسی، اثربخشی دولت، حاکمیت قانون، کیفیت قوانین و کنترل فساد فراهم آورده و باعث افزایش انگیزه سرمایه‌گذاران در بخش بازار سهام شوند. چرا که مدیریت صحیح منابع طبیعی از سمت تقاضا ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری را در بازار سهام کاهش داده و زمینه لازم را برای حضور فعال سرمایه‌گذاران و متخصصین مالی جهت خرید و فروش سهام و ارتقای سطح ارزش معاملات فراهم می‌نمایند. این روند در ادامه موجب بهبود سطح سرمایه‌گذاری شده و از طریق رونق بازار سهام و حضور فعالان اقتصادی، توسعه بازار سهام را به دنبال خواهد داشت. علاوه بر آن از سمت عرضه نیز با سوق درآمدهای ارزی حاصل از منابع طبیعی به سمت فعالیت‌های مولد اقتصادی، سرمایه‌گذاران درصدد پیوستن به بازار سهام برآمده و سمت عرضه سهام را اینگونه رونق می‌دهند. لذا با سهولت در خرید و فروش سهام و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، بازار سهام توسعه می‌یابد. یافته‌های مطالعات نارایان و همکاران (۲۰۱۵)، آسنجیو (۲۰۱۱) و انایوتوس و توریان (۲۰۰۹) نیز منطبق با نتایج این پژوهش نقش حکمرانی را در توسعه بازار سهام کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی تعیین‌کننده می‌دانند.

همچنین نتایج حاصل از برآورد مدل، بیانگر اثر مثبت و معنادار وفور منابع طبیعی از کانال میانگین حسابی حق اظهار نظر و ثبات سیاسی بر ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی در کشورهای مورد مطالعه است. افزایش قدرت شهروندان و استقلال رسانه‌ها در کنترل و زیر نظر گرفتن صاحبان قدرت، پاسخگو بودن دولت‌مردان در برابر اقدامات‌شان، آرامی‌های اجتماعی، عدم ترور و اعدام‌های سیاسی، امنیت‌های شهری و... در کشورهای دارای فراوانی منابع طبیعی منجر به مدیریت بر درآمدهای حاصل از منابع طبیعی شده و این به نوبه خود فشار و تقاضا برای رانت اقتصادی را کاهش می‌دهد. بدین ترتیب درآمدهای حاصل از منابع طبیعی با مدیریت صحیح

و علمی می‌تواند به سمت سرمایه‌گذاری فعالیت‌های با ارزش افزوده بالاتر بخش بازار سهام هدایت شده و با تاثیر بر ویژگی‌های سهام مطلوب، انگیزه لازم را برای خرید و فروش در بازار سهام ایجاد نموده و ارزش معاملات را در جهت کاهش ریسک و توسعه بازار سهام افزایش می‌دهند. بی‌هاتاچاریا و - هودلر (۲۰۱۴)، بیلیمیر و ماسا (۲۰۰۹) و چریف و کاوودر (۲۰۰۸) نیز در مطالعاتی منطبق با نتایج این پژوهش بیان نمودند شاخص حق اظهار نظر و پاسخگویی و ثبات سیاسی در کشورهای سرشار از منابع طبیعی تاثیر بسزایی در توسعه بازار سهام دارد. از دیگر یافته‌های پژوهش طبق نتایج به دست آمده از جدول (۴)، تاثیر مثبت و معنادار متغیر وفور منابع طبیعی از کانال میانگین حسابی شاخص اثربخشی دولت و کیفیت قانون بر ارزش معاملات بر تولید ناخالص داخلی است. افزایش کیفیت تهیه و تدارک خدمات عمومی، استقلال خدمات همگانی از فشارهای سیاسی و صلاحیت و شایستگی کارگزاران همراه با یک محیط نهادی با کیفیت همراه با قوانین و مقررات شفاف و روان در کشورهای غنی از منابع طبیعی می‌تواند با تاثیر بر درآمدهای حاصل از منابع طبیعی، این منابع خدادادی را به سمت فعالیت‌های با ارزش افزوده بالا در بخش بازار سهام برای افزایش سرمایه‌گذاری سوق داده تا با تاثیر بر ارزش معاملات، تقاضا برای سهام را افزایش دهند. این امر در نهایت موجب می‌شود افراد جامعه نیز به این نوع دارایی برای دستیابی به بیشترین سود از پس‌انداز نسبت به سایر دارایی‌ها هدایت شده و با هماهنگی عرضه و تقاضا سهام، توسعه بازار سهام حاصل گردد. نارایان و همکاران (۲۰۱۵) و بی‌هاتاچاریا و هودلر (۲۰۱۴) نیز در طی مطالعاتی بر این نکته تاکید دارند.

تاثیر مثبت و معنادار متغیر وفور منابع طبیعی از کانال میانگین حسابی حاکمیت قانون و کنترل فساد بر ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی در کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی، از

دیگر نتایج بدست آمده از این پژوهش است. کنترل فساد در میان مقامات رسمی و غیررسمی، اثر بخشی تدابیر ضد فساد، تاثیر آن بر پرداخت اضافی یا رشوه برای گرفتن مجوزهای اقتصادی با وجود دستگاه قضایی عادل و منصف و قوانین و مقررات مناسب سبب می‌شود، درآمدهای ارزی حاصل از صادرات منابع طبیعی در جهت توسعه بازار سهام هدایت گردد. به عبارتی وجود حاکمیت قانون و کنترل فساد درآمدهای منابع طبیعی را در راستای تخصیص بهینه عوامل تولید سوق داده و با افزایش سوددهی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام و ارزش معاملات، سهم ارزش معاملات سهام از تولید ناخالص داخلی با کاهش ریسک سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. همچنین طبق مطالعات بی‌هاتاچاریا و - هودلر (۲۰۱۴)، بیلیمیر و ماسا (۲۰۰۹) و چریف و کاوودر (۲۰۰۸) وفور منابع طبیعی از کانال شاخص- های حاکمیت قانون و کنترل فساد منجر به توسعه بازار سهام می‌گردد.

در تخمین مدل برای بررسی معتبر بودن ماتریس ابزارها از آزمون سارگان استفاده شده است که در این آزمون، فرضیه صفر حاکی از عدم همبستگی ابزارها با اجزای اخلاص است. نتایج در جدول (۴) نشان می‌دهد مقدار احتمال آماره آزمون سارگان زمانی که مدل با داده‌های کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی تخمین زده شده، برابر با مقادیر ۰/۹۶۵۴، ۰/۷۶۱۷، ۰/۸۷۷۵ و ۰/۹۲۳۶ است که احتمال آن‌ها بزرگتر از مقدار ۰/۰۵ است. بنابراین می‌توان دریافت، فرضیه صفر مبنی بر عدم همبستگی ابزارها با اجزای اخلاص قابل پذیرش است و ابزارهای مورد استفاده برای تخمین مدل برای کشورهای مورد مطالعه از اعتبار لازم برخوردار است.

جدول ۴- تخمین معادله توسعه بازار سهام کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی

متغیر	حالت اول	حالت دوم	حالت سوم	حالت چهارم
$LY_{(t-1)}$	۰/۸۶۴ (۰/۰۰۰)	۰/۱۵۴ (۰/۰۰۳)	۰/۰۹۴ (۰/۰۱۷)	۰/۷۴۳ (۰/۰۰۸)
LTFP	۰/۲۴ (۰/۰۲۳)	۰/۱۲۷ (۰/۰۳۹)	۰/۱۷۶ (۰/۰۲۶)	۰/۱۵۷ (۰/۰۴۵)
LRER	۰/۱ (۰/۰۰۰)	۰/۰۷۱ (۰/۰۱۲)	۰/۰۹ (۰/۰۱۹)	۰/۱۱ (۰/۰۰۱)
$L(M/GDP)$	-۰/۶۲ (۰/۰۰۰)	-۰/۴۴۷ (۰/۰۰۰)	-۰/۶۱۷ (۰/۰۰۴)	-۰/۵۴۲ (۰/۰۰۸)
LSG	۰/۴۸۹ (۰/۰۰۱)	۰/۳۸۱ (۰/۰۰۴)	۰/۵۵۷ (۰/۰۰۶)	۰/۳۴۵ (۰/۰۰۶)
$L(GOV_1 * ANR)^3$	۰/۴۱ (۰/۰۰۷)	-	-	-
$L(GOV_2 * ANR)^3$	-	۰/۶۵۱ (۰/۰۰۴)	-	-
$L(GOV_3 * ANR)^3$	-	-	۰/۹۵۸ (۰/۰۳۷)	-
$L(GOV_4 * ANR)^3$	-	-	-	۰/۷۶۵ (۰/۰۰۴)
Sargan test	۰/۹۲۲۶	۰/۸۷۷۵	۰/۷۶۱۷	۰/۹۶۵۴
Number of obs	۷۲			
Number of groups	۱۲			

\*اعداد داخل پرانتز مقدار p-value را نشان می‌دهد.

ماخذ: محاسبات پژوهش

## ۶- نتیجه‌گیری و بحث

با توجه به نقش بازار سهام در رشد اقتصادی مستمر و باثبات و نیز تأثیرپذیری این شاخص از، مدیریت منابع طبیعی، این پژوهش در نظر دارد تا با تمرکز بر شاخص نهادی حکمرانی خوب که منجر به هدایت درآمدهای ارزی حاصل از منابع طبیعی به عنوان شاخص مدیریت منابع طبیعی می‌گردد به بررسی تأثیر مدیریت منابع طبیعی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی طی دوره ۲۰۰۸-۲۰۱۳ با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) بپردازد. در پژوهش حاضر با توجه به پیوستگی و ارتباط بالای شاخص‌های حکمرانی با یکدیگر، هر یک از میانگین

شاخص‌های حق اظهار نظر و ثبات سیاسی، اثربخشی دولت و کیفیت قوانین و نیز حاکمیت قانون و کنترل فساد در وفور منابع طبیعی به عنوان شاخص مدیریت منابع طبیعی ضرب شده و در قالب یک مدل با چهار حالت تخمین زده شده است. نتایج برآورد نشان می‌دهد؛ وفور منابع طبیعی از کانال شاخص حکمرانی خوب تأثیر مثبت و معنادار بر ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص توسعه بازار سهام کشورهای سرشار از منابع طبیعی دارد. در حقیقت حکمرانی خوب از طرق مختلف اعم از حق اظهار نظر و پاسخگویی، ثبات سیاسی، اثربخشی دولت، حاکمیت قانون، کیفیت قوانین و کنترل فساد؛ هدایت علمی و صحیح بر

منابع طبیعی در بخش بازار سهام پیشنهادات زیر ارائه می‌گردد:

- تدوین و اجرای قوانین مناسب همراه با حذف قوانین و مقررات پیچیده و نیز حل و فصل قابل قبول در جهت استفاده مطلوب از منابع ارزی حاصل از صادرات منابع طبیعی به منظور گسترش فعالیت‌های مولد اقتصادی، بسترسازی برای بهبود اقتصاد دانش‌بنیان جهت کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و افزایش انگیزه شرکت‌های پذیرفته‌شده برای سرمایه‌گذاری در بخش بازار سهام.
- فراهم نمودن بسترهای لازم جهت انتقال نظرات مردم به کارگزاران دولتی، پاسخگویی دولتمردان در برابر اقدامات‌شان و شناسایی و رفع موانع موجود بر سر راه پاسخگویی به همراه ممانعت از هرگونه آشوب، خشونت، کودتا یا جنگ داخلی و توجه بیشتر به نظرات و عقاید قومیت‌های سیاسی و مذهبی برای ایجاد فضای ثبات سیاسی به منظور استفاده کارا از منابع طبیعی در راستای کاهش هزینه تمام شده شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام در راستای توسعه‌یافتگی این بخش مالی.
- اعمال و گسترش تدابیر ضد فساد به منظور ممانعت از رانت‌جویی حاصل از درآمدهای منابع طبیعی در راستای افزایش انگیزه سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک ناشی از آن در جهت دستیابی به توسعه بازار سهام.

#### فهرست منابع

- \* اکبری‌روشن، مهدیه و شاکری، عباس (۱۳۹۲). اثر مخارج دولت، نقدینگی و ساختار بازار بر توسعه مالی بازار سهام. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، ۱۴(۵۳)، ۱۴۲-۱۰۹.
- \* ابونوری، اسمعیل (۱۳۸۵). اثر شاخص‌های اقتصاد کلان بر شاخص قیمت سهام صنعت پتروشیمی

درآمدهای ارزی حاصل از منابع طبیعی را فراهم نموده و با ایجاد انگیزه در سرمایه‌گذاران جهت حضور فعال در بازار سهام به همراه مدیریت منابع طبیعی بر ترکیب سبد دارایی افراد جامعه در راستای خرید سهام اثر گذاشته و باعث افزایش تقاضای سهام می‌گردد؛ همچنین وفور منابع طبیعی از کانال شاخص حکمرانی خوب با سوق منابع مالی به سمت فعالیت‌های مولد اقتصادی، سرمایه‌گذاران را درصدد پیوستن به بازار سهام سوق می‌دهد و بدین‌گونه عرضه سهام توسط شرکت‌ها پذیرفته شده در بازار سهام رونق می‌یابد. به بیان دیگر هر چه کشورهای سرشار از منابع طبیعی از درجه حکمرانی بالاتری برخوردار باشند؛ با کاهش ریسک سرمایه‌گذاری موجبات سهولت در خرید و فروش سهام را در جهت توسعه بازار فراهم می‌آورند، همچنین نتایج برآورد مدل نیز حاکی از اثر مثبت و معنادار متغیرهای اندازه دولت، بهره‌وری کل عوامل تولید و نرخ ارز واقعی بر توسعه بازار سهام است و تاثیر منفی و معنادار متغیر نقدینگی به تولید ناخالص داخلی بر توسعه‌یافتگی بازار سهام نیز از دیگر نتایج این پژوهش به شمار می‌آید. در حقیقت کشورهای مورد مطالعه پژوهش با کاهش اندازه دولت، بهبود بهره‌وری کل عوامل تولید، افزایش نرخ ارز واقعی و رشد نقدینگی متناسب با رشد تولید ناخالص داخلی می‌توانند زمینه را برای کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و در نهایت افزایش ارزش معاملات و توسعه بازار سهام فراهم نمایند. بنابراین می‌توان دریافت در کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی به دلیل فقدان مدیریت صحیح و علمی بر درآمدهای حاصل از منابع طبیعی که ناشی از ضعف حکمرانی است؛ انگیزه سرمایه‌گذاران در جهت سوق منابع مالی به بخش بازار سهام کاهش می‌یابد. چرا که با فقدان مدیریت منابع طبیعی ریسک سرمایه‌گذاری افزایش یافته و توسعه بازار سهام را با اختلال مواجه می‌نماید. لذا برای بهبود وضعیت کشورهای منتخب دارای فراوانی



- در ایران با استفاده از ARDL. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، ۲۱، ۲۰۹-۲۲۸.
- \* بهبودی، داود، اصغری‌پور، حسن و محمدلو، نویده (۱۳۹۱). نقش کیفیت نهادی بر رابطه وفور منابع طبیعی و رشد اقتصادی: مورد اقتصادهای نفتی. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۲۰ (۶۲)، ۹۵-۱۱۶.
- \* پورجوان، عبدالله، شاه‌آبادی، ابوالفضل، قربان نژاد، مجتبی و امیری، حسن (۱۳۹۲). تاثیر وفور منابع طبیعی بر عملکرد حکمرانی کشورهای برگزیده نفتی و توسعه یافته: رویکرد پانل GMM. فصلنامه تحقیقات و مدل‌سازی اقتصادی، ۴ (۱۶)، ۱-۲۸.
- \* پدرام، مهدی (۱۳۹۱). اثر نوسانات نرخ ارز بر روی نوسانات بازار سهام ایران. فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۵ (۱۵)، ۸۳-۹۶.
- \* پیرائی، خسرو و شهسوار، محمدرضا (۱۳۸۷). تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازار بورس ایران. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، ۹ (۱)، ۳۸-۲۱.
- \* دشتی، نادر، یآوری، کاظم و صباغ، مجید (۱۳۸۸). تجزیه‌ی رشد بهره‌وری کل عوامل تولید در صنعت ایران با استفاده از رهیافت اقتصادسنجی. فصلنامه اقتصاد مقداری، ۶ (۱)، ۱۲۸-۱۰۱.
- \* سحابی، بهرام، اعتصامی، منصور و امین‌پور، خالد (۱۳۹۲). بررسی اثر حکمرانی خوب و اندازه دولت بر توسعه مالی در کشورهای منتخب. پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، ۳ (۱۲)، ۱۰۵-۱۱۸.
- \* سجادی، سیدحسین، فرازمنند، حسن و علی-صوفیه، هاشم (۱۳۸۹). بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌نامه علوم اقتصادی، ۱۰ (۲)، ۱۵۰-۱۲۳.
- \* شاه‌آبادی، ابوالفضل و داوری‌کیش، راضیه (۱۳۹۵). تاثیر آزادی اقتصادی بر بازده بازار سهام ایران. فصلنامه مجلس و راهبرد، ۲۳ (۸۶)، ۳۲۸-۳۰۳.
- \* شاه‌آبادی، ابوالفضل و صادقی، حامد (۱۳۹۳). وفور منابع طبیعی و تولید ناخالص داخلی سرانه در کشورهای نفتی با تاکید بر آزادی اقتصادی. فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، ۵ (۲۰)، ۷۹-۸۱.
- \* شاه‌آبادی، ابوالفضل و فعلی، پریسا (۱۳۹۰). تاثیر توسعه مالی بر بهره‌وری کل عوامل در ایران. فصلنامه اقتصاد و تجارت نوین، ۲۳ و ۲۴، ۱۳۳-۱۱۱.
- \* طاهری، حامد و صفاری، میلاد صارم (۱۳۹۰). بررسی رابطه نرخ ارز و شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران: با استفاده از رویکرد ARDL. فصلنامه روند پژوهش‌های اقتصادی، ۱۹ (۶۰)، ۶۳-۸۰.
- \* عباسیان، عزت‌الله، مرادپور اولادی، مهدی و عباسیون، وحید (۱۳۸۷). اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۱۲ (۳۶)، ۱۳۵-۱۵۲.
- \* کمیجانی، اکبر و شاه‌آبادی، ابوالفضل (۱۳۸۰). بررسی اثر فعالیت‌های R&D داخلی و خارجی (از طریق تجارت خارجی) بر بهره‌وری کل عوامل تولید. پژوهشنامه بازرگانی، ۵ (۱۸)، ۶۸-۲۹.
- \* میدری، احمد و خیرخواهان، جعفر (۱۳۸۳). حکمرانی خوب بنیان توسعه. انتشارات مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، تهران، چاپ اول.
- \* Adeusi, S. O. and Aluko, O. A. (2015). Relevance of financial sector development on real swctor productivity. International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 5(6); 118-131.
- \* Altinbas, M. and Biskin, O. T. (2015). Selecting macroeconomics inflencers on stock market by using

- \* Demircuc, A. and Levine, R. (1996). Stock market development and financial intermediaries: Stylized facts. *The World Bank Economic Review*, 10(2); 291-321.
- \* Hajili, M. and Alnasser, O. (2014). Exchange rate volatility and stock market development emerging economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, 37(1); 163-180.
- \* Hooper, V., Sim, A.B. and Uppal, A. (2009). Governance and stock market performance. *Economic Systems*, 33(2); 93-116.
- \* Hsing, Yu. (2011). Effect of macroeconomics variable on the stock market: The case of the Czech Republic. *Theoretical and Applied Economics*, XVIII(7); 54-64.
- \* Jeanneney, S. G., Hun, P. and Liang, Z. (2006). Financial sector development, economic efficiency and productivity growth: Evidence from China. *The Developing Economics*, XLIV(1); 27-52.
- \* Kumbhakar, S. C. and Mavrotas, G. (2005). Financial sector development and productivity growth. 1-34, Available At: [www.miiider.unu.edu](http://www.miiider.unu.edu)
- \* Law, S. H. and Azman-Saini, W. N. W. (2012). Institutional quality, governance, and financial development. *Economics of Governance*, 13(3); 217-236.
- \* Lichtenberg, F., and Potterie, B. (1998). International R&D spillovers: A comment. *European Economic Review*, 42(8); 1483-1491.
- \* Levine, R and Zervos.S. (1996). Stock market development and long-run growth. *The World Bank Economic Review*, 10(2); 323-339.
- \* Naceur, S. B., Ghazouani, S. and Omran, M. (2007). The determinants of stock market development in the Middle-Eastern and North African. *Managerial Finance*, 33(7); 477-489.
- \* Narayan, P., Sharma, S. S. and Thuraisamy.K. (2015). Can governance quality predict stock market returns? New global evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35(Part A); 367-380.
- \* Kim, D. H., Lin, S. C. and Suen, Y. B. (2010). Dynamic effects of trade openness on financial development. *Economic Modelling*, 27(1); 254-261.
- \* Samadi, S., Bayani, O. and Ghalandari, M. (2012). The relationship between feature selecting algorithms. *Procedia Economics and Finance*, 30; 22-29.
- \* Arizala, F. and Galindo, E. C. (2013). Financial development and TFP growth: cross-country and industry-level evidence. *Applied Financial Economics*, 23(6); 433-448.
- \* Asongu, S. A. (2011). Government quality determinants of stock market performance in African countries. *African Governance and Development Institute, WP/ 11/ 019*, 1-40.
- \* Anayiotos, G.C. and Toroyan, H. (2009). Institutional factors and financial sector development: Evidence from Sub-Saharan Africa. *IMF Working Paper, WP/ 09/258*, 1-26.
- \* Agrawalla, R. K. and Tuteja, S. K. (2007). Causality between stock markets development and economic growth: A case study of India. *Journal of Management Research*, 7(3); 68-158.
- \* Bhattacharyya, S. and Hodler, R. (2014). Do natural resource revenues hinder financial development? The role of political institutions. *World Development*, 57(1); 101-113.
- \* Benjamin, M. B., Tyler J. B. and Diana, W. T. (2014). Economic freedom and the stability of stock prices: A cross-country analysis. *Journal of International Money and Finance*, 41(2); 182-196.
- \* Billmeier, A. and Massa, I. (2009). What drives stock market development in emerging markets institutions, remittances, or natural resources?. *Emerging Markets Review*, 10(1); 23-35.
- \* Baltagi, B. H., Demetriades, P. O. and Law, S. H. (2008). Financial development and openness: Evidence from panel data. *Working Paper, No. 107*, 1-33.
- \* Bayoumi, T., Coe, D. T. and Helpman, E. (1999). R&D spillovers and global growth. *Journal of International Economics*, 47(2); 399-428.
- \* Cherif, M. and Kaouther, G. (2008). Macroeconomic and institutional determinant stock market development in MENA region. *The International Journal of Finance*, 20(4); 4987-5005.
- \* Coe, D. T., Helpman, E. and Hoffmaister, A. W. (1997). North-South R&D spillovers. *Economic Journal*, 107(440); 99-134.

macroeconomics variables and stock market returns in the Tehran stock exchange. International Journals of Academic Research in Business and Social Sciences, 2(6); 559-573.

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>. R. K. Agrawalla & S. K. Tuteja
- <sup>2</sup>. P. Narayan et al
- <sup>3</sup>. H. Altinbas & O. T. Biskin
- <sup>4</sup>. کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی شامل: امارات متحده عربی، بحرین، کلمبیا، اندونزی، قزاقستان، ایران، نیجریه، ونزوئلا، ویتنام، کویت، مصر و عربستان سعودی است.
- <sup>5</sup>. DPD/System-GMM (Generalized Moment of Method)
- <sup>6</sup>. S. B. Naceur et al
- <sup>7</sup>. D. Kaufmann et al
- <sup>8</sup>. Voice and Accountability
- <sup>9</sup>. Government Effectiveness
- <sup>10</sup>. Political Stability
- <sup>11</sup>. Regulatory Quality
- <sup>12</sup>. Rule of Law
- <sup>13</sup>. Control of Corruption
- <sup>14</sup>. S. A. Asonguet al
- <sup>15</sup>. G.C. Anayiotos & H.Toroyan
- <sup>16</sup>. V. Hooper et al
- <sup>17</sup>. Portfolios
- <sup>18</sup>. S. Bhattacharyya & R. Hodler
- <sup>19</sup>. S.Samadi et al
- <sup>20</sup>. A. Billmeier & I. Massa
- <sup>21</sup>. Sub Saharan Africa
- <sup>22</sup>. Financial Depth
- <sup>23</sup>. M. Cherif & G. Kaouther
- <sup>24</sup>. Middle East & North Africa
- <sup>25</sup>. The value of tradeto GDP
- <sup>26</sup>. Natural Resource Management
- <sup>27</sup>. Total factor productivity
- <sup>28</sup>. Real exchange rate
- <sup>29</sup>. Liquidity to GDP
- <sup>30</sup>. Size of Government
- <sup>31</sup>. A. Demirguc & R. Levine
- <sup>32</sup>. R. Levine & S. Zervos
- <sup>33</sup>. S. O. Adeusi & O. A. Aluko
- <sup>34</sup>. F. Arizala et al
- <sup>35</sup>. S. C. Kumbhakar & G. Mavrotas
- <sup>36</sup>. S. G. Jeanneney et al
- <sup>37</sup>. T.Coe et al.
- <sup>38</sup>. T. Bayoumi et al.
- <sup>39</sup>. F. Lichtenberg & B.Potterie
- <sup>40</sup>. M. Hajili & O. Alnasser
- <sup>41</sup>. Y. Hsing
- <sup>42</sup>. M. B. Benjamin et al
- <sup>43</sup>. D. H. Kim et al
- <sup>44</sup>. K. Im. H. Pesaran & Y. Shin
- <sup>45</sup>. Phillips & perron
- <sup>46</sup>. Fisher- Augmented Deyki Fuller
- <sup>47</sup>. G. Maddala & S. Wu
- <sup>48</sup>. I. Choi
- <sup>49</sup>. Kao
- <sup>50</sup>. Pedroni
- <sup>51</sup>. Fisher
- <sup>52</sup>. B.H.Baltagi et al
- <sup>53</sup>. R. Blundell & S. Bond