

تأثیر شاخص رقابت پذیری بر تجهیز منابع مالی در بازار سهام

مهدی جعفری^{*۱}
ابوالفضل شاه‌آبادی^۲
وحید امیدي^۳

تاریخ پذیرش نهایی: ۱۴۰۲/۰۲/۰۶

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۱/۱۰/۰۵

چکیده

کارایی و عملکرد بورس اوراق بهادار در تجهیز منابع مالی به دلیل تاثیرگذاری بر میزان و کیفیت سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از ارکان اصلی رشد و توسعه اقتصادی، از اهمیت بالایی در اقتصاد برخوردار است. از آن جا که رقابت‌پذیری به عنوان مجموعه‌ای از نهادها، سیاست‌ها و عواملی است که یک کسب و کار، صنعت و کشور می‌تواند با حفظ و تعمیق آنها، نرخ بازگشت بالایی برای عوامل تولید از جمله سرمایه ایجاد کند، لذا رقابت‌پذیری از عوامل تعیین کننده بازدهی شرکت‌های بورسی و در نتیجه تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار است. این مطالعه به بررسی تأثیر مولفه‌های رقابت‌پذیری بر تجهیز منابع مالی در بورس‌های عضو فدراسیون جهانی بورس‌ها با استفاده از با رهیافت داده‌های تابلویی و به روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) طی دوره ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۹ با پرداخته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد عوامل نوآوری محور، عوامل کارایی محور و عوامل بنیان محور بر تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادار تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین نقدشوندگی بازار سهام و نرخ بهره حقیقی تأثیر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادار دارد.

واژگان کلیدی: تجهیز منابع مالی؛ بورس اوراق بهادار؛ رقابت‌پذیری؛ روش گشتاورهای تعمیم یافته.

طبقه‌بندی JEL: B23; D41; E H54

^۱ استادیار اقتصاد، موسسه آموزش عالی طوع مهر، قم، ایران، نویسنده مسئول، پست الکترونیکی: mahdi.jfr@gmail.com

^۲ استاد اقتصاد، گروه اقتصاد، دانشگاه الزهراء، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، تهران، ایران، پست الکترونیکی: a.shahabadi@alzahra.ac.ir

^۳ دکتری اقتصاد، دانشگاه بوعلی سینا همدان، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، همدان، ایران، پست الکترونیکی: vahidomidi.eco@gmail.com

۱. مقدمه

دستیابی به رشد اقتصادی مستمر و با ثبات مستلزم افزایش سرمایه‌گذاری و این خود مستلزم تجهیز منابع مالی بیشتر است. از آنجا که بازار سرمایه، منابع مالی بلندمدت مورد نیاز بنگاههای تولیدی را از طریق تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری تامین می‌نماید در نتیجه، تجهیز منابع مالی توسط بازار سرمایه، نقشی تعیین‌کننده در اقتصاد دارد. موضوع تجهیز منابع مالی بلندمدت در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته به طور فزاینده‌ای مورد توجه قرار گرفته است و به یکی از مباحث چالش برانگیز بازارهای مالی تبدیل شده است. با بروز بحران‌های مالی بزرگ مانند آن چه در ۱۹۹۷ میلادی در شرق آسیا رخ داد و بحران مالی وسیعی که اروپا و ایالات متحده آمریکا را در سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۷ میلادی درگیر خود ساخت، بازنگری در ساختارهای مالی تبدیل به ضرورتی انکارناپذیر شد. زیرا، تجهیز منابع مالی به طور سنتی بر عهده نظام بانکی بوده است. به طور کلی دو بازار پول و سهام مکمل یکدیگرند و به اتفاق به تجهیز منابع مالی، هدایت و تخصیص آن‌ها بین نیازهای کوتاه‌مدت و بلندمدت فعالیت‌های اقتصادی می‌پردازند؛ ولی با توجه به این که فعالیت‌های تولیدی عمدتاً زمان‌بر هستند و فرآیندی طولانی دارند، نقش بازار سهام در تجهیز و انتقال منابع مالی به سوی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بسیار حیاتی و مهم است (شاه‌آبادی و همکاران^۱، ۱۳۹۵). در واقع، بازار سهام سبب تجهیز منابع مالی، تقویت حس مشارکت عمومی در اقتصادی و هدایت سرمایه‌های اندک به سمت فعالیت‌های تولیدی می‌شود (اوساموونی و اوساموونی^۲، ۲۰۱۹).

بازار سهام هزینه تجهیز پس‌اندازها را کاهش می‌دهد و باعث می‌شود سرمایه‌گذاری در پروژه‌های تولیدی تسهیل گردد. همچنین بازار سهام تخصیص منابع به پروژه‌های بلندمدت با عایدی (سود) بلندمدت را میسر می‌سازد. علاوه بر این، بازار سهام نقدینگی مورد نیاز سرمایه‌گذاران برای خرید دارایی‌های مالی با ریسک کمتر را فراهم می‌کند و به شرکت‌ها نیز امکان دسترسی آسان به وجوه مورد نیاز را می‌دهد (هو و ایکه^۳، ۲۰۱۷).

هدف از سرمایه‌گذاری و مشارکت افراد در بازار سهام و سایر بازارها دریافت بالاترین نرخ بازدهی است. لذا افراد در سبد دارایی‌های خود ترکیبات مختلفی از پول نقد، سهام، سپرده بانکی،

¹ Shahabadi et al (2016)

² Osaseri & Osamwonyi

³ Ho, and Iyke

اوراق مشارکت، طلا، ارز و... را نگهداری می‌کنند و درصدد انتخاب سبد دارایی کارا هستند. بنابراین افزایش نرخ بازده سهام، انگیزه افراد، برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام را افزایش داده و منجر به کاهش تقاضا برای سایر دارایی‌ها می‌شود. (وو و همکاران^۱، ۲۰۱۹).

بسیاری از صاحب نظران اقتصادی بیان می‌دارند اینکه مردم تصمیم می‌گیرند چه نسبتی از پس‌اندازشان را صرف خرید دارایی‌های غیر مالی (غیر ریسکی) کنند، تابع ریسک بالا، محیط اقتصادی نامطمئن و کمبود دسترسی به ابزارهای نوین مالی، سیاست‌های نادرست اقتصادی دولت، نرخ بازگشت پایین سرمایه است. در واقع عدم تمایل به خرید سهام ریسک بالا و نرخ بازگشت پایین سرمایه است که ناشی از عدم سرمایه‌گذاری در آموزش، دستیابی به فناوری‌های نوین، ثبات پایین اقتصاد، حکمرانی نامناسب، سودآوری پایین بنگاه‌ها، کیفیت پایین محصولات، عدم کارایی بازارها و... را در بر می‌گیرد. این شاخص‌های متنوع و گوناگون به وسیله شاخص رقابت پذیری جهانی به صورت ارائه میانگین وزنی از مؤلفه‌های متعدد بسیاری که هر کدام جنبه‌های مختلف رقابت پذیری را اندازه‌گیری می‌کنند، تبیین می‌شود. به عبارت دیگر، اختلاف بین تجهیز منابع مالی در بورس‌های کشورهای بیانگر اختلاف در سطح رقابت‌پذیری آنهاست. با توجه به این که در مطالعات تجربی اهمیت رقابت‌پذیری در تجهیز منابع مالی در بازار سهام مورد غفلت واقع شده است، لذا این مطالعه به دنبال بررسی تاثیر شاخص رقابت‌پذیری بر تجهیز منابع مالی در بازار سهام کشورهای منتخب^۲ طی دوره ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۹ می‌باشد. در ادامه به ارائه مبنای نظری، پیشینه تحقیق در خصوص تاثیر شاخص رقابت‌پذیری بر عملکرد بازار سهام در تجهیز منابع مالی پرداخته شده است و سپس به ارائه مدل و تجزیه و تحلیل نتایج تخمین پرداخته می‌شود و در پایان نیز جمع بندی و پیشنهادهایی جهت ارتقاء تجهیز منابع مالی در بازار سهام ارائه شده است.

^۱ Vo et al

^۲ کشورهای منتخب عبارتند از: برزیل، آرژانتین، پرو، آمریکا، شیلی، کانادا، استرالیا، هند، مالزی، سریلانکا، اندونزی، ژاپن، کره جنوبی، نیوزلند، فیلیپین، چین، سنگاپور، اردن، یونان، اسپانیا، ترکیه، مصر، آفریقای جنوبی، مالت، روسیه، نروژ، عربستان و جمهوری اسلامی ایران. لازم به ذکر است کشورهای مورد مطالعه اعضای فدراسیون جهانی بورس‌ها است و در بازه زمانی مورد نظر این تحقیق، اطلاعات کشورهای مذکور در پایگاه اطلاعاتی فدراسیون جهانی بورس‌ها وجود دارد.

۲. ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

۲-۱. مبانی نظری

- تجهیز منابع مالی

تجهیز پس انداز به سوی سرمایه‌گذاری مولد بوسیله بازار مالی، در فرایند توسعه، نکته‌ای است که تمامی اقتصاددانان بر آن اتفاق نظر دارند. بنابراین، تقریباً اکثر اقتصاددانان، بر تجهیز منابع مالی یا تشکیل سرمایه به مثابه مهمترین عامل تعیین‌کننده رشد و توسعه اقتصادی تأکید کرده‌اند. فرآیند ایجاد، جمع‌آوری و افزایش منابع مالی جهت تخصیص برای تأمین مخارج فعالان اقتصادی، تجهیز منابع مالی نامیده می‌شود و بوسیله حجم سرمایه‌گذاری در یک دوره مشخص تعیین می‌گردد (گوسن و لو^۱، ۲۰۱۳). به طور کلی، بازار سهام از طریق انتشار سهام عادی (عرضه عمومی اولیه (IPO) و افزایش سرمایه) و اوراق قرضه تجهیز منابع مالی به سوی شرکت‌ها را انجام می‌دهند (گزارش‌های سالانه فدراسیون جهانی بورس‌ها)^۲.

- شاخص رقابت‌پذیری

از سال ۲۰۰۵ به بعد، مجمع جهانی اقتصاد تحلیل‌های رقابت‌پذیری را در قالب «شاخص رقابت‌پذیری جهانی» ارائه می‌کند. این شاخص، یک شاخص جامع و فراگیر برای اندازه‌گیری رقابت‌پذیری ملی است که پایه‌های اقتصادی خرد و کلان رقابت‌پذیری ملی را در بر دارد. شاخص رقابت‌پذیری مجمع جهانی اقتصاد از سه زیر شاخص بنیان محور، کارایی محور و نوآوری محور و بوسیله دوازده رکن تقسیم بندی می‌شود. شاخص رقابت‌پذیری کشورها در محدوده ارقام ۱ تا ۷ به طور کمی محاسبه می‌شود. بر این اساس هر چه شاخص به رقم ۷ نزدیک تر باشد، قدرت رقابت‌پذیری کشور بیشتر است (گزارش رقابت‌پذیری جهانی^۳، ۲۰۱۰/۲۰۱۱).

بر اساس شاخص رقابت‌پذیری جهانی، رقابت‌پذیری توانانی افزایش سهم بازار، سوددهی، رشد ارزش افزوده و ماندن در صحنه رقابت بین‌المللی برای دوره‌ای طولانی است. همچنین، رقابت‌پذیری به عنوان مجموعه‌ای از نهادها، سیاست‌ها و عواملی است که یک کسب‌وکار، صنعت و کشور می‌تواند با حفظ و تعمیق آن‌ها، نرخ بازگشت بالایی برای عوامل تولید از جمله

¹ Gosens & LU

² Annual Report of World Federation of Exchanges

³ The Global Competitiveness report

سرمایه ایجاد کند. شاخص رقابت‌پذیری از طریق اثرگذاری بر کیفیت و هزینه محصولات شرکت‌های بورسی، سودآوری آنها را افزایش می‌دهد. در نتیجه تمایل به خرید سهام افزایش یافته و تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار افزایش می‌یابد (جعفری و شاه‌آبادی^۱، ۱۳۹۸). بدین ترتیب شاخص رقابت‌پذیری از طریق تاثیرگذاری بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام تاثیر گذاشته و باعث افزایش تجهیز منابع مالی در بازار سهام می‌گردد.

- سازوکار اثرگذاری شاخص رقابت‌پذیری بر تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادار
در این قسمت از مبانی نظری به بررسی سازوکار اثرگذاری مولفه‌های رقابت‌پذیری (بنیان‌محور، کارایی محور و نوآوری محور) بر تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادار پرداخته می‌شود:

- عوامل بنیان‌محور و تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار
عوامل بنیان‌محور رقابت‌پذیری از ۴ رکن نهادها، زیرساخت‌ها، فضای کلان اقتصادی و بهداشت و آموزش ابتدایی تشکیل شده است.

الف) نهادها

بهبود کیفیت نهادها از طریق کاهش هزینه مبادلات (کاهش هزینه‌های اطلاعات، هزینه‌های جستجو، هزینه‌های تصمیم‌گیری، هزینه‌های چانه‌زنی و هزینه‌های سیاست‌گذاری) و افزایش امنیت سرمایه‌گذاری باعث افزایش تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار می‌گردد.

ب) زیرساخت‌ها

بهبود زیرساخت‌ها موجب غلبه بر فاصله و مرزهای جغرافیایی برای مشارکت در اطلاعات، کاهش نااطمینانی، کاهش هزینه‌های مبادله منجر به افزایش مزیت رقابتی بنگاه‌های بورسی می‌شود، و به تبع آن با افزایش سودآوری شرکت‌های بورسی، تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار افزایش می‌یابد.

¹ Jafari and Shahabadi(2019)

ج) فضای کلان اقتصادی

عدم ثبات اقتصاد کلان از طریق افزایش نااطمینانی باعث می‌شود بنگاه‌ها نتوانند تصمیمات آگاهانه اتخاذ کنند. با بهبود فضای کلان اقتصادی، محیط سرمایه‌گذاری قابل پیش‌بینی می‌گردد، در نتیجه بنگاه‌ها می‌توانند به صورت کارآمد عمل نمایند.^۱ همچنین رقابت‌پذیری بنگاه‌ها افزایش یافته و به دنبال آن سودآوری آن‌ها افزایش می‌یابد و باعث کاهش تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار می‌شود.

د) بهداشت و آموزش ابتدایی

سلامت فعالان شاغل در هر یک از فعالیت‌های اقتصادی، عامل موثری در بهبود بهره‌وری و رقابت‌پذیری است. کمیت و کیفیت آموزش ابتدایی و پایه، کارایی نیروی کار را افزایش می‌دهد و در طراحی و اجرای نوآوری‌ها نقش دارد که این نوآوری‌ها در نهایت به افزایش زنجیره ارزش از طریق تولید محصولات پیچیده‌تر، با هزینه کمتر و با ارزش افزوده بالاتر منتهی می‌گردد (ایستری و لوین^۲، ۱۹۹۷). در نتیجه سودآوری آن‌ها کاهش می‌یابد و بدین ترتیب تجهیز منابع مالی در بازار سهام کاهش می‌یابد.

- عوامل ارتقا دهنده کارایی و تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار

عوامل ارتقا دهنده کارایی شامل آموزش تکمیلی، کارایی بازار کالا، کارایی بازار نیروی کار، توسعه بازارهای مالی، در دسترس بودن تکنولوژی و اندازه بازار است که منجر به افزایش رقابت‌پذیری می‌شوند.

الف) آموزش تکمیلی

آموزش تکمیلی مجموعه فعالیت‌ها و اموری است که موجب افزایش مهارت و اثربخشی نیروی کار می‌گردد. در واقع با بهبود آموزش‌های ضمن خدمت، بهره‌وری نیروی کار افزایش می‌یابد همچنین، آموزش عالی و کیفیت آموزش عالی نقش کلیدی در افزایش و تقویت زنجیره

¹ see: Temple, 2000, 14/398-400

² Easterly & Levine

ارزش در اقتصاد دارد (برنستتر و همکاران^۱، ۲۰۱۰). بنابراین، استخدام نیروی کار آموزش دیده در بازار سهام، امکان برنامه‌ریزی و ارائه طرحهای جذاب جهت جذب پس‌اندازها و نقدینگی سرگردان و پراکنده توسط این بازار را فراهم می‌کند (اسقاریان و همکاران^۲، ۲۰۱۴).

ب) کارایی بازار کالا و خدمات

این رکن تبیین‌کننده نحوه و چگونگی ایجاد مطلوب‌ترین محیط جهت مبادله کالاها و خدمات بین خریداران و فروشندگان است. بدین ترتیب با تقویت عناصر رقابت داخلی و رقابت خارجی، کارایی بازار کالا و خدمات و در نتیجه رقابت‌پذیری بنگاه‌ها در عرصه داخلی و بین‌المللی افزایش می‌یابد و به تبع آن با بهبود کیفیت کالاها و سودآوری بیشتر بنگاه‌های بورسی، تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار افزایش می‌یابد.

ج) کارایی بازار نیروی کار

نیروی کار مهمترین مولفه فزاینده کارایی است که اگر با نگرش صحیح و توسعه آموزش عالی همراه شود و بهره‌وری آن افزایش پیدا کند، زمینه سودآوری بیش از پیش شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام فراهم شده و پس‌اندازها به سمت پربازده‌ترین پروژه‌های سرمایه‌گذاری در این بازار هدایت می‌شود (اسقاریان و همکاران، ۲۰۱۴).

د) توسعه بازار مالی

با بهبود توسعه بازار مالی، افراد حقیقی و حقوقی می‌توانند به معامله اوراق ضمانت مالی، کالا و دیگر دارایی‌ها با هزینه مبادلاتی پایین، و در قیمت‌هایی که تابع عرضه و تقاضا هستند بپردازند در نتیجه دسترسی بنگاه‌های بورسی به منابع مالی ارزان تسهیل می‌گردد لذا با ارائه محصولات با کیفیت و ارزان‌تر سودآوری‌شان افزایش می‌یابد. در نتیجه تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار افزایش می‌یابد.

¹ Branstetter et al

² Asgharian et al

ه) آمادگی فناوری

آمادگی فناوری و کارایی بازار کالا نیز از دیگر مولفه‌های مهم فزاینده کارایی است که می‌تواند بر توسعه بازار سهام، تأثیرگذار باشد. زیرا، سرریز ناشی از جذب آخرین فناوری‌ها توسط شرکت‌های حاضر در بازار سهام، رقابت‌پذیری آنها با دنیای خارج را افزایش داده و با افزایش جذب سرمایه‌های داخلی و خارجی توسط این شرکت‌ها سبب توسعه بازار سهام می‌گردد. بنابراین بهبود دسترسی به فناوری اطلاعات و ارتباطات منجر به افزایش مزیت رقابتی در بنگاه‌های بورسی شده و سودآوری آن‌ها را افزایش می‌دهد، در نتیجه تقاضا برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام افزایش می‌یابد (شاه‌آبادی و همکاران، ۱۴۰۰).

و) اندازه بازار

اندازه بازار نیز یکی از مهمترین مولفه‌های فزاینده کارایی است که بینشی از روند بازار و سرنخ‌هایی از تقاضاهای رو به رشد در آن را در اختیار آحاد جامعه و سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. همچنین نشان می‌دهد ظهور یک محصول جایگزین تا چه اندازه میتواند افق‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد و توسعه بخشد. افزایش اندازه بازار با ایجاد اطمینان خاطر در سرمایه‌گذاران در بازار سهام و کاهش ریسک سبب سوق دادن نقدینگی سرگردان به سمت این بازار می‌شود (شاه‌آبادی و همکاران، ۱۴۰۰).

- عوامل نوآوری و تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار

تکامل بخش کسب و کار و نوآوری دو عامل ارتقادهنده نوآوری و افزایش رقابت‌پذیری هستند.

الف) تکامل بخش کسب و کار

تکامل کسب و کار به دلیل افزایش کارایی، باعث افزایش بهره‌وری می‌گردد همچنین، فرصت‌های بیشتر برای نوآوری در فرایندها و محصولات ایجاد می‌کند و سبب کاهش موانع ورود برای بنگاه‌های جدید می‌شود (مجمع جهانی اقتصاد^۱، ۲۰۱۳). در واقع تکامل بنگاه‌های تجاری موجب افزایش بهره‌وری شده و از آن طریق به بهبود رقابت‌پذیری کمک می‌نماید.

^۱ World Economic Forum

ب) نوآوری

رکن دیگر رقابت پذیری، نوآوری فناورانه است. این رکن از طریق معرفی محصول جدید و یا تغییر کیفی در محصول موجود، معرفی شیوه‌های نوین تولید، کاهش هزینه‌ها، کاهش نسبی نقش کمیابی سرمایه‌های فیزیکی و افزایش رقابت‌پذیری بر سودآوری شرکت‌های بورسی اثر گذاشته و باعث افزایش تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار می‌گردد. همچنین از سوی دیگر نوآوری‌های مالی از طریق ایجاد ابزارهای مالی جدید، حداقل کردن هزینه‌ها، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار و برطرف کردن مشکلات اطلاعات نامتقارن، باعث افزایش تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار می‌گردند (مرتون^۱، ۱۹۹۲).

ارتقای رقابت‌پذیری از کانال مولفه‌های کارایی محور سبب تسهیل مبادله کالاها و خدمات، توزیع و مدیریت ریسک، کاهش هزینه‌های مبادله و کسب و تحلیل اطلاعات، تخصیص بهتر منابع و در نهایت افزایش سرمایه‌گذاری در بازار سهام خواهد شد. بهبود رقابت‌پذیری از کانال مولفه‌های نوآوری سبب تولید کالاها و خدمات جدید در بنگاه پذیرفته شده در بازار سهام با استفاده از پیچیده‌ترین فرایندهای تولید شده، در نتیجه، سودآوری بنگاه‌های مذکور افزایش می‌یابد، در نتیجه تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار افزایش می‌یابد. همچنین، ارتقای رقابت‌پذیری از کانال مولفه‌های بنیان محور باعث می‌شود بنگاه‌ها در فروش کالاها و محصولات خود بر اساس قیمت‌های بین‌المللی رقابت نمایند و سهم بیشتری از بازار جهانی را تصاحب نمایند. در نتیجه با افزایش سودآوری بنگاه‌های بورسی تمایل به سرمایه‌گذاری در آن‌ها افزایش یابد. در مجموع، بهبود رقابت از طریق هر یک از سه مؤلفه بنیان‌محور، کارایی و نوآوری با کاهش ریسک فعالان اقتصادی سبب می‌شود سرمایه‌گذاری در بازار سهام به ویژه توسط افراد ریسک‌گریز نسبت به زمانی که رقابت‌پذیری در سطح مطلوبی قرار ندارد، افزایش یابد (شاه‌آبادی و همکاران، ۱۴۰۰). بنابراین بهبود رقابت‌پذیری باعث افزایش انگیزه سرمایه‌گذاران و فعالان اقتصادی برای حضور فعال بازارهای مالی از جمله بازار سهام می‌شود (آلتینباس و بیسکین^۲، ۲۰۱۵).

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تاثیر شاخص رقابت‌پذیری بر تجهیز منابع مالی بورس‌های اوراق بهادار منتخب است. از طرف دیگر، عوامل تعیین‌کننده تجهیز منابع مالی در

¹ Merton

² Altinbas & Biskin

بورس اوراق بهادر را می‌توان به عوامل تاریخی شامل مؤلفه‌های قانونی، سیاسی، فرهنگی، اخلاقی و جغرافیایی و عوامل سیاستی شامل محیط سیاسی و اقتصاد کلان، زیرساخت‌های نهادی، قانونی و اطلاعاتی، مقررات و نظارت، توسعه بخش بانکی، آزادسازی مالی و تسهیل دسترسی به خدمات مالی تقسیم کرد. لذا در هنگام ارائه مدل به سازوکار سایر عوامل تعیین‌کننده تجهیز منابع مالی نظیر توسعه نقدشوندگی بازار سهام و نرخ بهره حقیقی نیز پرداخته می‌شود.

فرضیه‌های پژوهش

- ۱- شاخص رقابت‌پذیری (عوامل نوآوری محور، عوامل کارایی محور و عوامل بنیان محور) بر تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادار تأثیر مثبت دارد.
- ۲- نقدشوندگی بازار سهام بر تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادار تأثیر مثبت دارد.
- ۳- نرخ بهره حقیقی تأثیر مثبتی بر تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادار دارد.

۲-۲. پیشینه تحقیق

با توجه به بررسی‌های انجام شده خاطر نشان می‌گردد تحقیقات جامعی در داخل و خارج کشور در خصوص موضوع پژوهش صورت نگرفته است. لذا در ادامه به برخی مطالعات تجربی که به بررسی برخی یا یکی از مولفه‌های رقابت‌پذیری بر تجهیز منابع مالی در بازار سهام پرداخته‌اند، اشاره می‌شود:

الدومیاتی و همکارانش^۱ (۲۰۲۲) به بررسی رابطه متقابل بین توسعه بازار سهام کشورها و رقابت‌پذیری و صرف ریسک سهام (ERP)^۲ در ۵۹ کشور طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۲۰ پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد افزایش رقابت‌پذیری بازار سهام با افزایش تعداد سهام در بورس مرتبط است. از نظر تعامل بین مدت زمان توسعه بازار سهام و رقابت‌پذیری، در بازارهای سهام نسبتاً رقابتی، ۲ تا ۶ سال طول می‌کشد که شاخص‌های توسعه بازار سهام تأثیر معنی‌داری بر صرف ریسک سهام داشته باشند.

¹ T. Eldomyaty et al

² Equity Risk Premium

لی و لو (۲۰۲۰) به بررسی تاثیر رقابت بازار محصول بر ریسک سقوط قیمت سهام با استفاده از داده‌های شرکت‌های بورسی شانگهای و شنژن از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۷ و مدل رگرسیون آستانه‌ای پرداخته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد، میزان رقابت صنایع با ریسک سقوط قیمت سهام همبستگی مثبت دارد.

گو^۱ (۲۰۱۶)، به بررسی توسعه نظام ابداعات از طریق مخارج تحقیق و توسعه (R&D)^۲ بر بازده سهام شرکت‌ها عضو بورس اوراق بهادار نیویورک (NYSE)^۳، بورس اوراق بهادار آمریکا (AMEX)^۴ و بورس اوراق بهادار نزدک^۵ طی دوره ۲۰۱۳-۱۹۶۳ می‌پردازد. نتایج نشان می‌دهد در صنایع رقابتی شرکت‌های با مخارج بالای R&D تمایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ریسکی‌تر نسبت به شرکت‌های با مخارج پایین R&D دارند. در نتیجه شرکت‌های با مخارج بالای R&D انتظار بازده بالاتری نسبت به شرکت‌های با مخارج پایین R&D دارند. همچنین مطالعات دیگری نظیر لیو و سوگیانیس^۶ (۱۹۹۶)، چان و همکارانش^۷ (۲۰۰۱)، چمبرز و همکارانش^۸ (۲۰۰۲)، ابرهارت و همکارانش^۹ (۲۰۰۴)، سو^{۱۰} (۲۰۰۹)، لی^{۱۱} (۲۰۱۱)، لین^{۱۲} (۲۰۱۲)، هیرش لایفر و همکارانش^{۱۳} (۲۰۱۳)، کوهن و همکارانش^{۱۴} (۲۰۱۳) (۲۰۱۳) رابطه مثبت بین نوآوری (مخارج تحقیق و توسعه) و بازدهی سهام را تایید می‌نمایند.

نارایان و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۵) رابطه میان کیفیت حکمرانی و پیش‌بینی بازده بازار سهام را در ۳۸ کشور منتخب جهان طی دوره زمانی ۲۰۱۲-۱۹۸۵ مورد بررسی قرار داده و براساس نتایج پژوهش بیان می‌دارند، کشورهای با شاخص حکمرانی خوب؛ می‌تواند بازده بازار سهام را به نحوی

¹ L. Gu

² Research and development

³ The New York Stock Exchange

⁴ American Stock Exchange

⁵ Nasdaq Stock Market

⁶ Lev and Sougiannis

⁷ Chan et al

⁸ Chambers et al

⁹ Eberhart et al

¹⁰ P. H. Hsu

¹¹ D. Li

¹² X. Lin

¹³ Hirshleifer et al

¹⁴ Cohen et al.

¹⁵ Narayan et al

اثر بخش پیش‌بینی نمایند و براساس اطلاعات به دست آمده از بررسی وضعیت شاخص نهادی حکمرانی این کشورها، سرمایه‌گذاران می‌توانند پرتفوی مناسب‌تری را تشکیل دهند. یارتی (۲۰۱۰) با به کارگیری داده‌های پانل اقتصادهای نوظهور در فاصله زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۴ به بررسی عوامل تعیین‌کننده نهادی و کلان اقتصادی بر تجهیز منابع در بازار سهام در کشورهای نوظهور پرداخته و براساس نتایج تخمین بیان می‌دارند ریسک سیاسی، شاخص کیفیت قانون و نظم و کیفیت بروکراسی از عوامل تعیین‌کننده جذب منابع مالی در بازار سهام می‌باشند (Yartey, 2010).

چریف و گزدر (۲۰۱۰) با استفاده از داده‌های ۱۴ کشور خاورمیانه و شمال آفریقا در طی دوره ۲۰۰۷-۱۹۹۰ به بررسی تاثیر محیط کلان اقتصادی و کیفیت نهادی بر توسعه بازار سهام پرداخته‌اند. این پژوهشگران با استفاده از دو روش داده‌های تابلویی و متغیر ابزاری به این نتایج دست یافتند که سطح درآمد، نرخ پس‌انداز، نقدشونگی بازار سهام و نرخ بهره بر توسعه بازار سهام تاثیر می‌گذارند (Cherif & Gazdar, 2010).

استیرینگام و همکاران (۲۰۰۸) به بررسی تاثیر قوانین و مقررات بر توسعه بازار سهام در کشورهای جمهوری چک و لهستان طی بازه زمانی ۲۰۰۲-۱۹۹۵ پرداخته و براساس یافته‌های پژوهش بیان می‌دارند، اقتصاد هر کشور برای توسعه بازار سهام نیاز به قوانین و مقررات کارآمد دولتی دارد، به طوری که هر دولت می‌تواند با برنامه‌ریزی و تنظیم بازار کارا بخش بازار سهام را تقویت نماید (Stringham et al., 2008).

شاه‌آبادی و همکاران (۱۴۰۰) به تاثیر قدرت رقابت‌پذیری با تاکید بر عوامل فزاینده کارایی (منهای توسعه بازار مالی) بر توسعه بازار سهام با استفاده از با رهیافت داده‌های ترکیبی و روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) و داده‌های ۳۰ کشور منتخب واقع در سطح توسعه کارایی محور و در شرف ورود به مرحله نوآوری در دوره زمانی ۲۰۱۹-۲۰۰۶ پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد متغیرهای عوامل فزاینده کارایی کل، میانگین کارایی بازار کالا و اندازه بازار و آمادگی فنی بر توسعه بازار سهام تأثیر مثبت و معناداری دارند. اما، اثر میانگین آموزش عالی و کارایی بازار کار بی‌معنا برآورد گردید.

شاه‌آبادی و همکاران (۱۳۹۶)، به بررسی تاثیر مولفه‌های دانش بر تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار ایران با استفاده از داده‌های فصلی طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۷۷ پرداخته‌اند. در این پژوهش

علاوه بر مؤلفه‌های دانش که شامل زیرساخت‌های اطلاعاتی، رژیم‌های نهادی و اقتصادی، سیستم ابداعات و آموزش و منابع انسانی است توسعه بازار سهام نیز به عنوان یکی از عوامل تعیین کننده تجهیز منابع مالی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد، همه مؤلفه‌های دانش و همچنین توسعه بازار سهام، تأثیر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار ایران دارند.

شاه‌آبادی و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر امنیت سرمایه‌گذاری بر تجهیز منابع مالی بازار سرمایه ایرانی با استفاده از داده‌های فصلی طی دوره ۱۳۷۲ تا ۱۳۹۲ پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد امنیت سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه دارد. همچنین متغیرهای توسعه بازار سهام، اختلاف بازدهی بازار سهام نسبت به بازارهای رقیب و نرخ پس‌انداز تأثیر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه دارند. در حالی که توسعه بخش بانکی تأثیر منفی و معناداری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه دارند. با توجه به بررسی مطالعات تجربی می‌توان دریافت، رقابت‌پذیری به عنوان عامل تعیین‌کننده در تجهیز منابع مالی بازار سهام نادیده گرفته شده است. لذا، این پژوهش به بررسی تأثیر رقابت‌پذیری بر تجهیز منابع مالی بازار سهام پرداخته است.

۳. روش تحقیق

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و روش انجام پژوهش، علی-تحلیلی است. مدل پژوهش با رهیافت داده‌های تابلویی و به روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) طی دوره ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۹، با استفاده از نرم افزار Eviews 9.5 برآورد شده است.

مدل تحقیق

بر اساس مبانی نظری و مطالعات تجربی نظیر گو (۲۰۱۶)، چریف و گذدر (۲۰۱۰)، نارایان و همکاران (۲۰۱۵) و یارتی (۲۰۱۰) تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادار تابعی از شاخص جهانی رقابت‌پذیری (GCI)^۱ (شامل بنیان محور (BAS)^۲، کارایی محور (EFF)^۳ و نوآوری محور

¹ Global Competitiveness Index

² Basic requirements

³ Efficiency enhancers

(INN)^۱، نقدشوندگی بازار سهام (SML)^۲، و نرخ بهره حقیقی (RIR)^۳ است (Gu, 2016; Narayan et al., 2015; Cherif & Gazdar, 2010; Yartey, 2010).

لذا پژوهش حاضر با الهام از مبانی نظری و مطالعات تجربی تابع زیر را ارائه می‌دهد:

$$(MFRSM) = F(INV, EFF, BAS, SML, RIR) \quad (1)$$

MFRSM: تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادار

INV: عوامل نوآوری محور

EFF: عوامل کارایی محور

BAS: عوامل بنیان محور

SML: نقد شونددگی بازار سهام

RIR: نرخ بهره حقیقی

در این پژوهش تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادار (MFRSM)^۴ به عنوان متغیر وابسته مد نظر است و متغیر رقابت‌پذیری که شامل سه مولفه: نوآوری محور (INV)، عوامل کارایی محور (EFF) و عوامل بنیان محور (BAS) که با توجه به عوامل تعیین‌کننده در رابطه (۱)، مدل (۲) در حالت ۳ به صورت لگاریتمی برآورد می‌گردد که حرف L بیانگر لگاریتمی بود متغیرها می‌باشد:

$$L(MFRSM_{it}) = \beta_0 + \beta_1 L(MFRSM_{it-1}) + \beta_2 LINV_{it} + \beta_3 LEFF_{it} + \beta_4 LBAS_{it} + \beta_5 LSML_{it} + \beta_6 LRIR_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_t \quad (2)$$

تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادار (MFRSM): تجهیز منابع در بورس اوراق بهادار از طریق مجموع انتشار سهام عادی (عرضه اولیه (IPO) و افزایش سهام (افزایش سرمایه)) و اوراق قرضه از گزارش‌های سالانه فدراسیون جهانی بورس‌ها (WFE)^۵ محاسبه می‌شود.

شاخص رقابت‌پذیری (GCI): در مطالعه حاضر از شاخص جهانی رقابت‌پذیری از سه زیرشاخص اصلی آن یعنی بنیان محور (BAS)^۱، کارایی محور (EFF) و نوآوری محور (INN)^۲

¹ Innovation and sophistication factors

² Stock Market Liquidity

³ Real Interest Rate

⁴ Mobilization of Financial Resources of Stock Market

⁵ World Federation of Exchanges

که مقدار کمی هر یک در محدوده ارقام ۱ تا ۷ می‌باشد، به عنوان متغیرهای اصلی پژوهش استفاده شده است.

نقدشوندگی بورس اوراق بهادار (SML): بیشتر سرمایه‌گذاران (با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت) سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقد شونده ترجیح می‌دهند. منظور از نقد شوندگی صرفاً سهولت در خرید و فروش دارایی مورد نظر است (احمدپور و باغبان^۳، ۱۳۹۳). لذا، نقدشوندگی بیشتر بازار سهام منجر به جذب مقادیر بیشتری از منابع مالی می‌شود که از طریق بازار سهام به طرح‌های سرمایه‌گذاری کانالیزه می‌گردند (یارتی^۴، ۲۰۰۸؛ گارسیا و لیو، ۱۹۹۹) از شاخص ارزش مبادلات بورس اوراق بهادار به GDP به عنوان شاخص نقد شوندگی استفاده می‌نماییم.

نرخ بهره حقیقی (RIR): دارایی‌هایی مانند سپرده‌های بانکی دارای بازده ثابت و مطمئن و بدون ریسک و برخی دیگر مانند اوراق سهام، ارز و... دارای بازده نامطمئن و همراه با ریسک هستند. از آنجا که افراد در سبد دارایی‌های مالی خود ترکیبات مختلفی از پول نقد، سهام، سپرده بانکی، اوراق مشارکت، طلا و ارز را نگهداری می‌کنند و درصدد انتخاب سبد دارایی کارا هستند. بنابراین افزایش نرخ بهره حقیقی انگیزه افراد را برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار کاهش می‌دهد و منجر به افزایش تقاضا برای سایر دارایی‌ها می‌شود. چریف و گزدر (۲۰۱۰) نیز معتقدند با افزایش نرخ بهره حقیقی، تمایل به خرید سهام کاهش می‌یابد. نرخ بهره حقیقی از اختلاف نرخ بهره بانکی با نرخ تورم به دست آمده است (چریف و گزدر^۵، ۲۰۱۰).

۴. یافته‌های تحقیق

پیش از پرداختن به نتایج حاصل از تخمین باید مانایی متغیرهای موجود در معادلات مورد بررسی قرار گیرد. لذا، به منظور انتخاب آزمون مناسب از بین آزمون‌های ریشه واحد نسل اول و دوم ابتدا خود همبستگی بین مقاطع در اجزای اخلاص با استفاده از آزمون پسران (۲۰۰۷) بررسی می‌شود. همانطور که نتایج جدول (۱) نشان می‌دهد همه متغیرها دارای همبستگی بین مقاطع در اجزای

¹ Basic requirements

² Innovation and sophistication factors

³ Ahmadpour and Baghban(2014)

⁴ Yartey

⁵ Cherif & Gazdar

اخلال هستند. از این روی، باید از آزمون‌های نسل دوم برای بررسی مانایی متغیرها استفاده شود. همچنین، ذکر این نکته ضروری است که کمبود داده‌های مربوط به نرخ ارز حقیقی اجازه بررسی امکان بروز خودهمبستگی بین مقاطع در اجزای اخلال را نمی‌دهد.

جدول (۱): آزمون خودهمبستگی بین مقاطع در جزء اخلال پسران (۲۰۰۴)

متغیر	CD-test	P-Value
IMFRSM	۸/۸۷	۰/۰۰۰
IINV	۴/۹۱	۰/۰۰۰
IEFF	۱۳/۵۶	۰/۰۰۰
IBAS	۱۱/۰۵	۰/۰۰۰
ISMR	۲۴/۰۳	۰/۰۰۰
IRIR	-	-

مأخذ: محاسبات پژوهش

نتایج آزمون مانایی پسران (۲۰۰۷) در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول (۲): آزمون مانایی پسران

متغیر	بدون روند	با روند
IMFRSM	۰/۰۰۰	۰/۰۶۱
IINV	۰/۰۰۰	۰/۰۶۱
IEFF	۰/۰۷۹	۰/۹۶۷
IBAS	۰/۸۶۸	۱/۰۰۰
ISMR	۰/۲۳۹	۰/۸۶۱
IRIR	-	۰/۵۰۰

مأخذ: محاسبات پژوهش

همانطور که ملاحظه می‌شود، غیر از متغیر وابسته و عامل نوآوری محور سایر متغیرها در سطح مانا نیستند.

جدول ۳: آزمون مانایی پسران تفاضل مرتبه اول

متغیر	بدون روند	با روند
IEFF	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
IBAS	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
ISMR	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
IRIR	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

مأخذ: محاسبات پژوهش

همانطورکه در جدول ۳ مشاهده می‌شود، همه متغیرها با یکبار تفاضل‌گیری مانا هستند. از این روی، به منظور بررسی رابطه بلندمدت بین متغیرها از آزمون هم‌انباشتگی کائو (۱۹۹۹) استفاده شده است. نتایج آزمون فوق برای همه معادلات در جدول ۴ ارائه شده است. همانطورکه در این جدول قابل مشاهده است، همه مدل‌ها هم‌انباشته هستند.

جدول ۴: نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو (۱۹۹۹)

معادلات	معادله ۱	معادله ۲	معادله ۳
P-value	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

مأخذ: محاسبات پژوهش

این پژوهش با استفاده از روش برآورد گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) که توسط بلوندل و بوند^۱ (۱۹۹۸)، ارائه شده به تخمین مدل می‌پردازد چرا که 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.

¹ Blundell & Bond

جدول (۵): نتایج تخمین معادلات

Variables	(۱)	(۲)	(۳)
I.(L.MFRSM)	۰/۷۸۰ (۰/۰۰۰)	۰/۷۰۸ (۰/۰۰۰)	۰/۶۵۶ (۰/۰۰۰)
L.INV			۱/۰۶ (۰/۰۰۰)
L.EFF		۰/۷۷۵ (۰/۰۰۰)	
L.BAS	۰/۶۰۳ (۰/۰۶۲)		
L.RIR	۰/۰۸۱ (۰/۰۵۱)	۰/۱۴۹ (۰/۰۰۰)	۰/۱۰۲ (۰/۰۰۱)
L.SML	۰/۲۰۸ (۰/۰۲۶)	۰/۲۸۳ (۰/۰۰۰)	۰/۳۱۶ (۰/۰۰۰)
Observations	۱۴۵	۱۴۵	۱۴۵
NO. of Groups	۲۶	۲۶	۲۶
NO. of Instruments	۱۵	۲۶	۲۶
AR(1)	(۰/۰۰۹)	(۰/۰۰۸)	(۰/۰۰۹)
AR(2)	(۰/۱۵۲)	(۰/۱۰۵)	(۰/۱۱۰)
Sargan test	(۰/۲۶۹)	(۰/۱۷۲)	(۰/۱۳۶)
Hansen test	(۰/۴۷۴)	(۰/۵۰۰)	(۰/۳۶۷)

* اعداد داخل پرانتز مقدار P-Valu را نشان می دهد.

مأخذ: محاسبات پژوهش

نتایج حاصل از برآورد مدل در جدول (۵) آورده شده است. یافته‌های حاصل از برآورد مدل نشان می‌دهد عوامل نوآوری محور (INV) بر تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادار کشورهای مورد مطالعه تأثیر مثبت و معناداری دارد. زیرا نوآوری بنگاه‌ها از یک سو با تولید کالاهای جدید و از سوی دیگر با کاهش هزینه‌ها باعث افزایش سودآوری بنگاه‌های بورسی می‌شود، در نتیجه تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار افزایش می‌یابد. همچنین نوآوری مالی نیز باعث افزایش تمایل به سرمایه‌گذاری در بورس می‌گردد. نتایج تحقیق با مطالعات لیو و سوگیانسیس (۱۹۹۶)، چان و همکارانش (۲۰۰۱)،

چمبرز و همکارانش (۲۰۰۲)، ابرهارت و همکارانش (۲۰۰۴)، سو (۲۰۰۹)، لی (۲۰۱۱)، لین (۲۰۱۲)، هیرش لایفر و همکارانش (۲۰۱۳)، کوهن و همکارانش (۲۰۱۳) و گو (۲۰۱۶) سازگار است.

عوامل کارایی محور (EFF) بر تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادر کشورهای مورد مطالعه تاثیر مثبت و معناداری دارد. عوامل کارایی محور باعث ایجاد محصولات با کیفیت و ارزان تر در نگاه‌های بورسی می‌شود در نتیجه سودآوری آنها افزایش می‌یابد. بنابراین با بهبود عوامل کارایی محور، تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار افزایش می‌یابد. نتایج با مطالعات شاه‌آبادی و همکاران (۱۳۹۶) و گارسیا و لیو (۱۹۹۹) سازگار است.

عوامل بنیان محور (BAS) بر تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادر کشورهای مورد مطالعه تاثیر مثبت و معناداری دارد. با بهبود عوامل بنیان محور نگاه‌های بورسی می‌توانند در فروش کالاها و محصولات خود بر اساس قیمت‌های بین‌المللی رقابت نمایند و سهم بیشتری از بازار جهانی را تصاحب نمایند. در نتیجه با افزایش سودآوری نگاه‌های بورسی تمایل به سرمایه‌گذاری در آن‌ها افزایش یافته و باعث افزایش تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار این کشورهای می‌گردد. نتایج تحقیق با یافته‌های مطالعات یارتی (۲۰۱۰)، استیرینقام و همکاران (۲۰۰۸)، شاه‌آبادی و همکاران (۱۳۹۶)، جون و همکاران (۲۰۱۵)، چریف و گزدر (۲۰۱۰)، ناکوثر و همکاران (۲۰۰۷)، گوگردچیان (۱۳۹۴) و نارایان و همکاران (۲۰۱۵) سازگار است.

با توجه به اینکه عوامل نوآوری محور، عوامل کارایی محور و عوامل بنیان محور بر تجهیز منابع مالی بازار سهام تاثیر مثبت و معناداری دارند. لذا می‌توان گفت فرضیه اول، رد نشده است.

نرخ بهره حقیقی (RIR) بر تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادر کشورهای مورد مطالعه تاثیر مثبت و معناداری دارد. با افزایش نرخ بهره حقیقی سپرده‌های بانکی جذابیت بیشتری برای سرمایه‌گذاران دارد، در نتیجه تقاضا برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار کاهش می‌یابد در نتیجه تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار افزایش می‌یابد. نتایج تحقیق با مطالعه چریف و گزدر (۲۰۱۰) سازگاری دارد. بدین ترتیب فرضیه دوم پذیرفته می‌شود.

نقد شوندگی بازار سهام (SML) بر تجهیز منابع مالی بورس اوراق بهادر کشورهای مورد مطالعه تاثیر مثبت و معناداری دارد. زیرا با افزایش نقدشوندگی بازار سهام به دلیل کاهش ریسک نقدشوندگی امکان جذب منابع مالی بیشتر به سوی بازار سهام فراهم می‌گردد. به بیان دیگر، با افزایش یک درصدی

نقدشوندگی، توسعه بازار سهام به میزان ۳۲ درصد افزایش می‌یابد. نتایج تحقیق نیز مطابق با چریف و گزدر (۲۰۱۰)، یارتی (۲۰۰۸)، یارتی (۲۰۱۰) است. بنابراین، فرضیه سوم تحقیق نیز رد نشده است.

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

دستیابی به رشد اقتصادی مستمر و باثبات مستلزم افزایش سرمایه‌گذاری و این خود مستلزم تجهیز منابع مالی بیشتر است. از آنجا که بازار سهام، منابع مالی بلندمدت مورد نیاز بنگاههای تولیدی را از طریق تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری تامین می‌نماید در نتیجه، افزایش تجهیز منابع مالی در بازار سهام، از مبانی پایه‌ای هر اقتصاد رو به رشد محسوب می‌گردد. یکی از عواملی که باعث تقویت تجهیز منابع مالی در بازار سهام می‌شود، افزایش رقابت‌پذیری اقتصاد است؛ زیرا، بهبود رقابت‌پذیری از کانال سه مؤلفه: بنیان محور، کارایی و نوآوری، منجر به افزایش سودآوری بنگاه‌های پذیرفته شده در بازار سهام، کاهش ریسک فعالان اقتصادی و افزایش انگیزه سرمایه‌گذاران و فعالان اقتصادی برای حضور فعال برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام می‌گردد.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد افزایش رقابت‌پذیری از طریق بهبود عوامل نوآوری محور، عوامل بنیان محور و عوامل کارایی محور اثر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار کشورهای منتخب دارد. نقدشوندگی بازار سهام و نرخ بهره حقیقی تأثیر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار کشورهای منتخب دارند. با توجه به تأثیر رقابت‌پذیری در تقویت تجهیز منابع مالی در بازار سهام، پیشنهادات زیر ارائه می‌گردد:

- افزایش تجهیز منابع مالی در بازار سهام از طریق ارتقاء رقابت‌پذیری از کانال عوامل بنیان‌محور (بهبود نظام نهادی و اقتصادی با تدوین و اجرای قوانین مناسب همراه با حذف قوانین و مقررات پیچیده)
- افزایش تجهیز منابع مالی در بازار سهام از طریق ارتقاء رقابت‌پذیری از کانال عوامل کارایی محور (استخدام نیروی کار آموزش‌دیده در بازار سهام جهت بهبود ادراک شخصی مدیران و فعالان اقتصادی از فضای کسب و کار، بهبود کارایی بازار کار نیز از طریق ایجاد شرایط انعطاف‌پذیر جهت جابه‌جایی نیروی کار و پرداخت حقوق و دستمزد متناسب با بهره‌وری نیروی کار و حمایت‌های اجتماعی مستقیم دولت در چارچوب تامین اجتماعی، بیمه‌های بیکاری در شرایط اخراج، تعلیق و افزایش کارایی بازار کالا از طریق سوق دادن شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام به سوی ابتکارات بیشتر)

- افزایش تجهیز منابع مالی در بازار سهام از طریق ارتقاء رقابت‌پذیری از کانال عوامل نوآوری محور (بهبود فضای کسب‌وکار از طریق حمایت از سرمایه‌گذاران خرد، تسریع در فرایندهای تسهیل اخذ مجوز و اصلاح قوانین و مقررات نامناسب و ارتقاء شاخص‌های نوآوری از طریق ایجاد زیرساختارهای تحقیقاتی و فناوری مرتبط با صنایع، حمایت مناسب از نوآوران و کارآفرینان، حمایت از انتشار فناوری، ایجاد محیط مناسب برای انتقال فناوری و سرمایه‌گذاری خارجی و ایجاد شبکه اشتراک‌گذری دانش در جهت ارتقاء عملکرد نوآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام)
- افزایش تجهیز منابع مالی در بازار سهام از طریق افزایش نقدشوندگی بازار سهام (ایجاد قوانین و امکانات لازم برای نقدشوندگی)

منابع

- احمدپور، احمد و باغبان، محسن. (۱۳۹۳). بررسی رابطه‌ی بین نقد شونددگی دارائی‌ها و نقد شونددگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۴)، صص ۶۱-۷۷.
- جعفری، مهدی و شاه‌آبادی، ابوالفضل. (۱۳۹۸). تاثیر بهره‌وری کل عوامل تولید بر تجهیز منابع مالی در بازار سهام ایران. سیاست‌گذاری اقتصادی، شماره ۲۱، سال یازدهم، صص ۱۵۱-۱۷.
- رمضان احمدی، محمد، آنگری، عبدالمجید و حاجب، حمیدرضا. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی و رقابت بازار محصول بر کیفیت سود: رویکرد معادلات ساختاری. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۰(۳)، صص ۲۳۵-۲۶۰.
- شاه‌آبادی، ابوالفضل، داوری کیش، راضیه و تارتار، محسن. (۱۴۰۰). تاثیر قدرت رقابت‌پذیری بر توسعه بازار سهام؛ با تاکید بر مولفه‌های کارایی محور. راهبرد مدیریت مالی، ۲(۹)، صص ۴۰-۲۱.
- شاه‌آبادی، ابوالفضل، جعفری، مهدی و داوری کیش، راضیه. (۱۳۹۶). تاثیر مولفه‌های دانش بر تجهیز منابع مالی در بورس اوراق بهادار. فصلنامه سیاست علم و فناوری، شماره ۳، سال نهم، صص ۲۹-۱۹.
- شاه‌آبادی، ابوالفضل، نظرپور، محمدنقی، مهرگان، نادر و جعفری، مهدی. (۱۳۹۵). تأثیر امنیت سرمایه‌گذاری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه ایران. دوفصلنامه مطالعات و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۱، سال دوازدهم، صص ۳۰-۳.
- گوگردچیان، احمد، فتحی، سعید، امیری، هادی، سعیدی ورنامخواستی، نسرين. (۱۳۹۴). تحلیل مقایسه‌ای تاثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب. دانش سرمایه‌گذاری، شماره ۴، سال پانزدهم، صص ۱۳۵-۱۵۶.

- محمدی خیاره، محسن و رستمی، نسرين (۱۳۹۷). بررسی ارتباط بين کارآفريني، رقابت پذيري و رشد اقتصادي. فصلنامه رشد فناوري. شماره ۵۷، سال پانزدهم، صص ۲۳-۱۴
- Ahmadpour, A. and Baghban, M. (2015). The Relation between Asset Liquidity and Stock Liquidity in Tehran Stock Exchange. *Empirical Research in Accounting*, 4(4), 61-77. (In Persian).
- Alesina, A., Spolaore, E. & Enrico, R. (2005). Trade, Growth and the Size of Countries.” In P. Aghion and S. Durlauf, eds., *Handbook of Economic Growth*, 1st edition, 1, 1499–1542.
- Altinbas, M. & Biskin, O. T. (2015). Selecting macroeconomics influencers on stock market by using feature selecting algoritms. *Procedia Economics and Finance*, 30, 22- 29.
- Billmeier, A. & Massa, I. (2009). What Drives Stock Market Development in Emerging Markets Institutions, Remittances, or Natural Resources? *Emerging Markets Review*, 10(1), 23-35.
- Branstetter, L., Lima, M., Lowell, J. T., & Venancio, A. (2010). Do entry regulations deter entrepreneurship and job creation? Evidence from recent reforms in Portugal (NBER Working Paper No. 16473). Cambridge, NY: National Bureau of Economic Research.
- Chambers, D., Jennings, R. and Thompson, R. B. (2002). Excess returns to R&D-intensive firms. *Review of Accounting Studies*, 7(2-3), 133-158.
- Chan, L. K. C., Lakonishok, J. and Sougiannis, T. (2001). The stock market valuation of research and development expenditures. *Journal of Finance*, 56(6), 2431-2456.
- Cherif, M., and Gazdar, K. (2010). “Institutional and Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in MENA Region: New Results from A Panel Data Analysis”. *The International Journal of Banking and Finance*, 7(1), 139-159.
- Cohen, L., Diether, K., Malloy, C. (2013). Misvaluing innovation. *Review of Financial Studies* 26(3), 635-666.
- Drucker, P. *Innovation and entrepreneurship*. Routledge, 2014
- Easterly W. & R. Levine. (1997). Africa’s Growth Tragedy: Policies and Ethnic Divisions. *Quarterly Journal of Economics* CXII: pp. 1203–1250,
- Eberhart, A. C., Maxwell, W. F. and Siddique, A. R. (2004). An examination of long-term abnormal stock returns and operating performance following R&D increases. *Journal of Finance*, 59(2), 623-650.
- Eldomiaty, T. Apaydin, M. Yusuf, M. and Rashwan, M. (2023). How Do Stock Market Development and Competitiveness Affect Equity Risk Premium? Implications from World Economies. . *International Journal of Financial Studies* 11(30), 1-19.
- Fischer, S. (1993). The Role of Macroeconomic Factors in Growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 485–512

- Garcia, F. V. and Lin, L; 1999, "Macroeconomic determinants of stock market development", *Journal of Applied Economics*, 2(1), 29-59.
- Gilbert, B.A., McDougall, P.P., & Audretsch, D.B. (2008). Clusters, knowledge spillovers and new venture performance: an empirical examination. *Journal of Business Venturing*, 23(4), pp. 405-422.
- Googerdchian, A., Fathi, S., Amiri, H., Saeidi Varnamkhasti, N. (2015). Comparing Analysis the Effect of Political Risk on Stock Market Developing in Selected Countries. *Journal of Investment Knowledge*, 4(15), 135-156. (In Persian).
- Gosens, J., & Lu, Y. (2013). From lagging to leading? Technological innovation systems in emerging economies and the case of Chinese wind power. *Energy Policy*, 60, 234-250.
- Gu, L. (2016). Product market competition, R&D investment, and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 119(2), 441-455.
- Hirshleifer, D., Hsu, P.-H. and Li, D. (2013). Innovative efficiency and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 107(3), 632-654.
- Ho, S. H. and Iyke, N. B., (2017), "Determinants of Stock Market Development: A Review of the Literature ", *Studies in Economics and Finance*, 34(1), 143-164
- Hsu, P. H. (2009). Technological innovations and aggregate risk premiums. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 264-279.
- Jafari, M. and Shahabadi, A. (2019). The effect of total factor productivity on mobilization of financial resources in the stock market of Iran. *The Journal of Economic Policy*, 11(21), 151-170. (In Persian).
- Jun, Z., Hongzhong, Z., Thierry, B. and Yannick, G. Z. S., (2015). "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Cameroon", *International Journal of Scientific and Research Publications*, 5(1), 1-11.
- Lev, B. and Sougiannis, T. (1996). The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D. *Journal of Accounting and Economics*, 21(1), 107-138.
- Lev, B., and Sougiannis, T. (1996). The capitalization, amortization, and value relevance of
- Levine, R. (1997). "Financial development and economic growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- Li, D. (2011). Financial constraints, R&D investment, and stock returns. *Review of Financial*
- Li, J. and Luo, Z. (2020), "The impact of product market competition on stock price crash risk", *Journal of Business & Industrial Marketing*, 35(7). 1141-1153.
- Lin, X. (2012). Endogenous technological progress and the cross section of stock returns. *Journal of Financial Economics* 103(2), 411-428.
- Matovu, J. M. (2010). Domestic Resource Mobilization in Sub-Saharan Africa: The Case of Uganda. Ottawa, Canada, North-South Institute. http://r4d.dfid.gov.uk/pdf/outputs/propoor_rpc/60667_full_case_study_uganda.pdf.
- Merton, R., (1992). Financial Innovation and Economic Performance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4 (Winter), 12-22.

- Mohammadi Khyareh, M. and Rostami, N. (2019). The Study of the Relationship between Entrepreneurship, Competitiveness and Economic Growth. *Journal of Roshd -e- Fanavari*, 15(57), 14-23. (In Persian).
- Naceur S. B., Ghazouani S. and Omran M., (2007). The Determinants of Stock Market Development in the Middle-Eastern and North African Region, *Managerial Finance*, 33 (7), 477–489.
- Narayan, P., Sharma, S. S. & Thuraisamy, K. (2015). Can governance quality predict stock market returns? New global evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35(Part A), 367-380.
- 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.
- Osaseri, G. & Osamwonyi, I. O. (2019). Impact of stock market development on economic growth in BRICS. *International Journal of Financial Research*, 10(1), 23-30.
- R & D. *Journal of Accounting*, 21(1), 107–138.
- Shahabadi, A. and Sadeghi, H. (2012). Competitiveness Assessment of OPEC Member: with an Emphasis on Innovation-driven Components. *Journal Roshd -e- Fanavari*, 8 (29), 1-10. (In Persian).
- Shahabadi, A., Jafari, M., and Davarikish, R. (2017). The Impact of Knowledge Components on the Mobilization of Financial Resources in Iran's Stock Exchange. *Journal of Science & Technology Policy*, 9(3), 19-29. (In Persian).
- Shahabadi, A., Nazarpour, M., Mehregan, N. and jafari, M. (2016). The Effect of Investment Security on Mobilization of Financial Resources in Capital Market of Iran. *The Journal of Economic Studies and Policies*, 3(1), 3-30. (In Persian).
- Stringham, E., Boettke, P. & Clark, J. R. (2008). Are Regulations the Answer for Emerging Stock Markets? Evidence from the Czech Republic and Poland. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 48(3), 541–566.
- Temple, J. (2000). Inflation and growth: Stories short and tall. *Journal of Economic Surveys*, 14(4), 395–426.
- Vo, D. H., Van Nguyen, P., Nguyen, H. M., Vo, A. T. & Nguyen, T. C. (2019). Derivatives market and economic growth nexus: policy implications for emerging markets. *The North American Journal of Economics and Finance*. 100866.
- World Economic Forum, (2013). world risk Report, world Bank.
- World Economic Forum, “The Global Competitiveness Report 2010-2011”.- <http://www.weforum.org/reports/global-competitivenessreport-2010-2011>.
- Zahra, S. A., & Dianne H. C. Privatization, entrepreneurship, and global competitiveness in the 21st century. *Competitiveness Review: An International Business Journal*, 10(1), 83-103.

The Effect of Competitiveness Index on mobilization of financial resources in Selected Bourses

Mahdi Jafari^{1}
Abolfazl Shahabadi²
Vahid Omidi³*

Abstract

The efficiency and performance of the stock market in mobilization of financial resources because of the impact on the amount and quality of investment has great importance in the economy. Although competitiveness is a set of institutions, policies and factors that can create a high return on production factors, including capital by maintaining and deepening in business, industry and the country. Therefore, competitiveness is one of the determinants of the returns of stock companies and, consequently, the mobilization of financial resources in the stock market. For this purpose, the present study examines the effects of competitive components on mobilization of financial resources in members of World Federation of Exchanges with using panel data and Generalized Method of Moments(GMM) data from 2007 to 2019. The results of the research show that innovation-driven factors (INV), efficiency-driven factors (EFF) and basically-based factors (BAS) have a positive and significant effect on investment flow of the stock market financial resources. Also, liquidity of the stock market and real interest rate have a positive and significant effect on investment flow of the stock market financial resources.

Keywords

Mobilization Of Financial Resources, Stock market, Competitiveness, Generalized Method of Moments (GMM)

JEL Classification: B23; D41; H54

^{1*} Assistant professor of Economics, Tolou-e-Mehr Non-profit Institute of Higher Education, Qom, Iran, Corresponding Author, Email: mahdi.jfr@gmail.com

² Professor of Economics, Department of Economics, Alzahra University, Faculty of Economics and Social Sciences, , Tehran, Iran, Email: shahabadia@gmail.com

³ Ph.D. in Economics, Bu-Ali Sina University, Public economics, Faculty of Economics and Social Sciences, Hamedan, Iran, Email: vahidomidi.eco@gmail.com