



فصلنامه اقتصاد کاربردی  
دوره ۱۳، شماره ۴۶، پاییز ۱۴۰۲

## ارزیابی تأثیر میزان باز بودن اقتصاد بر بازدهی شاخص قیمت سهام در دو گروه از کشورهای با درجه توسعه بالا و کشورهای با درجه توسعه متوسط

پیمان اکبری<sup>۱</sup>، فرزاد معیری<sup>۲\*</sup>، علی اصغر طاهرآبادی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۵/۰۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۱۸

DOI: 10.30495/JAE.2023.74964.1499

### چکیده:

هدف اصلی بررسی میزان تأثیر باز بودن اقتصاد (صادرات و واردات) بر بازدهی بازار سهام در دو گروه از کشورهای با درجه توسعه بالا و کشورهای با درجه توسعه متوسط است. در همین راستا براساس نظریه فیشر و مطالعات تجربی در پیشینه، مدل نرخ بازدهی سهام (نرخ رشد شاخص قیمت سهام) تصریح گردید، سپس براساس روش غربالگری ۲۵ کشور با درجه توسعه بالا و ۱۹ کشور با درجه توسعه متوسط انتخاب و داده‌های آنها از سایت بانک جهانی در بازه زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۹ استخراج شدند. برای تعیین میزان توسعه‌یافتگی کشورها از شاخص توسعه انسانی استفاده شده است. مدل تصریح شده از فن پانل دیتای متوازن برآورد گردید و نتایج نشان داد متغیر نرخ رشد نسبت صادرات به تولید ناخالص داخلی در کشورهای با درجه توسعه متوسط با یک وقفه تأخیر و در کشورهای با درجه توسعه بالا بدون وقفه بر نرخ بازدهی سهام تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد و ضرایب متغیر نرخ رشد واردات نسبت به تولید ناخالص داخلی در هر دو گروه از کشورها منفی و معنادار هستند.

**کلید واژه:** باز بودن اقتصادی، تولید ناخالص داخلی، صادرات، واردات.

طبقه‌بندی JEL: B22, B26, C15.

<sup>۱</sup> دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد سمنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، کردستان، ایران. ایمیل: sh.darabeigi@gmail.com

<sup>۲</sup> استادیار، گروه اقتصاد، واحد سمنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، کردستان، ایران (نویسنده مسئول). ایمیل: p.akbari1357@gmail.com

<sup>۳</sup> دانشیار، گروه حسابداری، واحد کنگاور، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران. ایمیل: a.taherabadi@iauksh.ac.ir

## مقدمه

اولین نظریاتی که در ادبیات تجارت بین‌الملل وجود دارد مربوط به مکتب سوداگری است. پیروان این مکتب موازنه‌ی مثبت تجاری را عامل گسترش بازار و رونق اقتصادی تلقی می‌کردند. آدام اسمیت گسترش تجارت آزاد را عامل افزایش تولید و رفاه جهانی معرفی نمود. گسترش دانش بشر، تجارت را عامل مؤثر بر گسترش بازار و رسیدن به بازدهی فزاینده نسبت به مقیاس، رشد اقتصادی و اشتغال، افزایش رقابت و کارایی، دستیابی به سرمایه و تکنولوژی خارجی و عامل صلح و ثبات جهانی می‌داند.

قیمت‌های سهام یکی از شاخص‌های مهمی است که می‌تواند وضعیت اقتصادی را از نظر رونق یا رکود نشان دهند. این رابطه مهم بین قیمت سهام و اقتصاد در پیش‌بینی تغییرات قیمت سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد. اگر شرایط اقتصادی نامناسب باشد، عملکرد بیشتر شرکت‌ها و در نتیجه بازار سهام نیز ضعیف خواهد بود. برعکس اگر شرایط اقتصادی مناسب باشد، عملکرد شرکت‌ها نیز بهتر خواهد بود و در نتیجه شرایط اقتصادی در بازار سهام متبلور خواهد شد. از آنجایی که پیگیری درهای باز اقتصادی یک استراتژی در توسعه اقتصادی به شمار می‌آید لذا بازار سهام و نرخ رشد قیمت سهام شرکت‌ها تحت تأثیر این استراتژی قرار می‌گیرد. لذا مسئله اصلی پژوهش بررسی میزان تأثیر باز بودن اقتصاد (صادرات و واردات) بر بازدهی بازار سهام در دو گروه از کشورهای با درجه توسعه بالا و کشورهای با درجه توسعه متوسط و مقایسه آنها است. برای تعیین میزان توسعه‌یافتگی کشورها از شاخص توسعه انسانی استفاده شده است.

فرضیه‌های پژوهش عبارت‌اند از

۱- توسعه صادرات از دو کانال رقابت و رشد کارایی و نیز افزایش ظرفیت و بازدهی فزاینده نسبت به مقیاس تولید، بر اقتصاد و شاخص بازار سرمایه کشورها تأثیر مثبت و معنادار داشته باشد.

۲- واردات کالای ساخته شده خارجی به واسطه کاهش فروش و کوچک شدن بازار بر اقتصاد و شاخص بازار سرمایه تأثیر منفی دارد اما در بلندمدت از دو کانال

افزایش رقابت و کارایی و نیز استفاده از سرریز تکنولوژی خارجی بر اقتصاد و شاخص بازار سرمایه تأثیر مثبت دارد. لذا تأثیر نهایی واردات بر شاخص بورس بستگی به میزان اثرگذاری دو نیروی فوق دارد.

در راستای آزمون فرضیه‌های پژوهش ابتدا براساس نظریه فیشر و بسط آن و نیز مطالعات تجربی در پیشینه پژوهش نظیر تاوارس و والکانو<sup>۳</sup> (۲۰۰۳)، پیری (۱۳۹۳)، طالب‌نیا و جلیلی (۱۳۸۵)، هونوا<sup>۲</sup> (۲۰۰۵)، بک لین و لویزا<sup>۳</sup> (۲۰۰۰)، اشیکوا<sup>۴</sup> (۱۹۹۴) و هاگ گی فانگ<sup>۵</sup> و همکاران (۱۹۹۵) مدل نرخ بازدهی سهام (نرخ رشد شاخص قیمت سهام) تصریح گردید و سپس با استفاده از روش غربالگری نمونه‌های کشوری مناسب پژوهش شامل ۲۵ کشور با درجه توسعه انسانی بالا و ۱۹ کشور با درجه توسعه انسانی متوسط انتخاب شدند. داده‌های سری زمانی متغیرهای مدل پژوهش برای دو گروه کشورها در بازه زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۹ از سایت بانک جهانی داده‌ها استخراج و با استفاده از تکنیک پانل دیتای متوازن به برآورد رگرسیونی مدل تصریح شده پرداخته شده است.

نوآوری پژوهش در چهار مورد زیر قابل ذکر است

۱- به دلیل بین کشوری بودن نتایج قابل‌عرضه در مجامع علمی و دانشگاهی به صورت بین‌المللی خواهد شد.

۲- ارتباط باز بودن اقتصاد (بخش خارجی اقتصاد) بر بخش مالی پررنگ‌تر می‌گردد.

۳- تفاوت‌های ساختاری دو گروه از کشورها را در تأثیرگذاری (بخش خارجی اقتصاد) را بر بخش مالی نشان خواهد داد.

۴- به سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل در بازار سهام در جهت سنجش اثر سیاست‌های تجاری دولت بر فرآیند تصمیم‌گیری آنها کمک خواهد کرد.

مقاله در پنج قسمت ارائه می‌شود که شامل مقدمه، پیشینه پژوهش، مبانی نظری، روش انجام کار و برآورد مدل و جمع‌بندی و نتایج است.

## پیشینه پژوهش

## - پیشینه داخلی

گرچی و علیپوریان (۱۳۸۵) در مطالعه‌ای به بررسی اثر آزادسازی تجاری بر رشد اقتصادی کشورهای عضو

اوپک پرداختند. در این مطالعه، محققین از رویکرد پانل دیتا استفاده کرده و به این نتیجه رسیده‌اند که افزایش در صادرات، سبب کاهش رشد اقتصادی در این کشورها می‌شود. محققین در توجیه یافته‌های این تحقیق عنوان نموده‌اند، زمانی که صادرات در این کشورها افزایش می‌یابد، عمدتاً از منبع افزایش صادرات نفتی بوده و افزایش درآمدهای نفتی و به تبع آن افزایش در واردات را به همراه دارد. افزایش در واردات نیز، به این دلیل که تولیدات داخلی توان رقابت با محصولات خارجی را ندارند، سبب کاهش رشد اقتصادی در این کشورها می‌شود.

امام وردی و شریفی (۱۳۸۹) تأثیر باز بودن اقتصاد بر رشد اقتصادی ایران را طی سال‌های ۱۳۵۳-۱۳۸۶ ارزیابی کرده‌اند. در این مطالعه شاخص‌های نسبت تجارت به تولید و نرخ متوسط تعرفه واردات به عنوان شاخص آزادسازی تجاری مورد توجه قرار گرفته است. نتایج تخمین در چارچوب تکنیک هم‌انباشتگی و مدل تصحیح خطای برداری نشان داد که درجه باز بودن اقتصاد تأثیر مثبت و معنی‌دار بر رشد اقتصادی دارد.

معماریمان و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی ارتباط بین درآمد حاصل از صادرات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران با بازدهی سهام آنها در صنعت پتروشیمی در دوره ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ پرداختند. نتایج به دست آمده نشان داد یک رابطه یک‌طرفه و مستقیم از طرف درآمد حاصل از صادرات بر روی بازده سهام وجود دارد و بازدهی سهام در صنعت پتروشیمی از کسش‌پذیری کمی در برابر صادرات این صنعت برخوردار بوده است.

محمدی و همکاران (۱۳۹۷) در مطالعه‌ای به بررسی اثر آزادسازی تجاری بر رشد اقتصادی در کشورهای سازمان همکاری اقتصادی (اگو) پرداختند. در این مطالعه، محققین از داده‌های سالیانه در بازه ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۴ و از روش میانگین گروهی ترکیبی استفاده نمودند. محققین، از نرخ تعرفه واردات به‌عنوان شاخص آزادسازی تجاری استفاده کرده و به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبتی بین آزادی تجاری و رشد اقتصادی در کشورهای عضو اگو وجود دارد.

- پیشینه خارجی

اقتصاددانان کلاسیک و نئوکلاسیک‌ها بر این باور هستند که افزایش درجه باز بودن تجاری، موتور محرکه رشد و توسعه اقتصادی است و این مهم منجر به تشویق کشورهای جهان در افزایش همگرایی اقتصادی از طریق افزایش صادرات و واردات می‌گردد. به طور کلی این امر از طریق افزایش سطح تخصص‌گرایی و بهره‌وری کشورهای صورت می‌پذیرد. لازم به ذکر است که حتی با وجود پذیرش این امر که همگرایی اقتصادی و افزایش تجارت موجب افزایش رشد اقتصادی جهان می‌گردد، همواره این ارتباط در کشورهای مختلف به علت تفاوت در تکنولوژی و فناوری‌های عوامل تولید به شکل یکسان نبوده و در واقع در برخی کشورها تأثیر منفی بر رشد اقتصادی داشته است (لوکاس؛ ۱۹۸۸).

ریتاب در مطالعه‌ای با عنوان "توسعه‌ی بخش مالی و رشد پایدار اقتصادی در بازارهای هم‌گرایی منطقه‌ای"، به بررسی توسعه‌ی بازارهای مالی و رشد اقتصادی بر ای هفت کشور خاورمیانه و شمال آفریقا در دوره‌ی زمانی ۱۹۶۵ تا ۲۰۰۲ پرداخت. او به این نتیجه رسید که در شش کشور از این هفت کشور توسعه‌ی بخش بانکی سبب افزایش رشد اقتصادی می‌شود. هم‌چنین نشان دادند که یک رابطه تعادلی بلندمدت بین توسعه‌ی بخش مالی و رشد اقتصادی در هفت کشور وجود دارد اما با توجه به نتایج حاصل از برآورد مدل تصحیح خطای برداری در کوتاه‌مدت توسعه‌ی بخش بانکی تأثیر قابل توجهی بر رشد اقتصادی در این کشورها ندارد. (ریتاب؛ ۲۰۰۷)

سلیمان و آمر (۲۰۰۷)، در مطالعه‌ی خود به بررسی و تجزیه و تحلیل رابطه‌ی بین توسعه‌ی مالی و رشد اقتصادی در کشور مصر در دوره‌ی زمانی ۱۹۶۰ تا ۲۰۰۱ پرداختند. نتایج حاصل حاکی از رابطه‌ی متقابل توسعه‌ی مالی و رشد اقتصادی در کشور مصر است هم‌چنین آنها اثبات کردند که توسعه‌ی مالی از طریق افزایش منابع برای سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری سبب رشد اقتصادی در این کشور می‌شود. آنها پیشنهاد کردند که اگر اصلاح ساختارهای مالی تسریع شود، سبب تحریک سرمایه‌گذاری و پس‌انداز و در نتیجه سبب رشد بلندمدت اقتصادی می‌شود.

بن ناصر و غازونی (۲۰۰۷)، در مطالعه‌ای تحت

فرضیه‌ی درون‌زایی توسعه‌ی مالی و رشد، مبنی بر این‌که توسعه‌ی مالی از طریق افزایش کارایی سرمایه‌گذاری سبب رشد اقتصادی شده است را نیز تأیید کرد.

راستی (۲۰۰۹) در مقاله‌ای با عنوان "بررسی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای عضو اوپک: آزمون فروض پاتریک" به بررسی رابطه بین توسعه مالی بر رشد اقتصادی پرداخته است. وی به بررسی ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی با استفاده از الگوی خود توضیحی برداری و آزمون علیت گرنجری در کشورهای عضو اوپک می‌پردازد. نویسنده مذکور در پایان چنین نتیجه می‌گیرد که کشورهای عضو اوپک، کشورهای در حال توسعه هستند و این امر، در خصوص وجود پدیده راهبری عرضه یا جهت‌علیت از توسعه مالی به رشد اقتصادی در ابتدای مراحل توسعه در مورد این کشورها تأیید نمی‌گردد.

راسخی و رنجبر (۲۰۰۹)، در مقاله‌ای با عنوان "اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی" به بررسی اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی پرداخت. نویسندگان چنین نتیجه می‌گیرند که توسعه مالی اثر مثبت بر رشد اقتصادی کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی داشته است. همچنین توسعه مالی توسط بخش خصوصی در مقایسه با توسعه مالی توسط بخش بانکی اثر بزرگ‌تری بر رشد اقتصادی داشته است. کشورهای دارای توسعه مالی بالاتر، تجارت بازر، نرخ سرمایه‌گذاری فیزیکی و انسانی بالاتر، و نرخ رشد نیروی کار بالاتر و اندازه دولت کوچک‌تر، توانسته‌اند رشد سریع‌تری را طی دوره زمانی موردبررسی تجربه کنند.

میوی و همکاران (۲۰۱۷) رابطه بین درجه باز بودن تجاری و رشد اقتصادی را در کشورهای غنا و نیجریه بررسی کرده‌اند. نتایج تخمین مدل نشان داد که بین متغیرهای مذکور رابطه بلندمدت وجود دارد.

کهو<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای اثر درجه باز بودن تجاری بر رشد اقتصادی ساحل عاج را موردبررسی قرار داده است. نتایج این مطالعه حاکی از تأثیر مثبت درجه باز بودن تجاری بر رشد اقتصادی، هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت است. همچنین نتایج این مطالعه، نشان

عنوان "بازار سهام، بانک‌ها و رشد اقتصادی: شواهد تجربی منطقه‌ی خاورمیانه و شمال آفریقا"، با استفاده از یک مدل داده‌های تابلویی نامتوازن به بررسی رابطه‌ی بین توسعه‌ی بازارهای مالی و رشد اقتصادی دریازده کشور خاورمیانه و شمال آفریقا پرداختند. نتایج حاصل از مطالعه مذکور نشان می‌دهد که ارتباط معنی‌داری بین توسعه‌ی بخش بانکی و بازار سهام و رشد اقتصادی در این کشورها وجود ندارد. حتی بعد از کنترل کردن توسعه‌ی بازار سهام، وابستگی بین توسعه‌ی بخش بانکی و رشد اقتصادی در این کشورها منفی است. فقدان این ارتباط، به توسعه‌نیافتگی بازارها و سیستم‌های مالی در این منطقه مربوط می‌شود که رشد اقتصادی آنها را مختل کرده است. بنابراین، به منظور بهبود رشد اقتصادی در این منطقه، عملکرد سیستم و مؤسسات مالی باید بهبود یابد. براساس نتایج حاصل از این مطالعه مذکور، سایر مناطق نظیر آفریقا، اروپای شرقی یا آمریکای لاتین که وضعیت بازارهای مالی مشابهی دارند، باید عملکرد سیستم مالی خود را بهبود بخشند، تا از تأثیر منفی نوسانات بازار سهام بر رشد اقتصادی این کشورها کاسته شود.

نتایج مطالعه بالتاجی، دمتریادس<sup>۸</sup> (۲۰۰۷) حاکی از اهمیت باز بودن تجاری و مالی در ایجاد اختلاف میان سطح توسعه مالی است. براساس یافته‌های آنها باز شدن تجاری و مالی به‌طور هم‌زمان تأثیر مثبتی بر توسعه مالی کشورهایی که به‌طور نسبی اقتصاد بسته دارند، دارد. به علاوه مطابق با نتایج آنها باز بودن مالی نسبت به باز بودن تجاری تأثیر بیشتری بر توسعه مالی دارد.

جیمز<sup>۹</sup> (۲۰۰۸)، در مطالعه‌ای با عنوان "مکانیسم ارتباط توسعه‌ی مالی و رشد اقتصادی در مالزی چیست؟" به بررسی تأثیر توسعه‌ی مالی بر رشد اقتصادی در کشور مالزی از کانال‌های گوناگون پرداخته است. وی برای بررسی این مکانیسم‌ها در مطالعه‌ی خود شش معادله را برآورد کرده است. نتایج حاصل از تخمین این معادلات نشان داد که توسعه‌ی مالی از طریق افزایش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری خصوصی، موجب رشد اقتصادی بالا در کشور مالزی شده است. نتایج حاصل از مطالعات وی،

لذا با توجه به ارتباط بازار سهام و بازار پول سعی می‌کند تا تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی را که بر شاخص قیمت سهام مؤثر هستند به مدل فیشر اضافه نماید. رابطه ۴ نشان‌دهنده تقاضای پول است.

$$M_t - P_t = \alpha_1 Y_t - \alpha_2 i_t \quad (4)$$

$M_t$ : لگاریتم تقاضای پول

$P_t$ : لگاریتم شاخص قیمت

$Y_t$ : لگاریتم درآمد ملی

$i_t$ : لگاریتم نرخ بهره

$\alpha_1$ : کشش تقاضای پول به درآمد

$\alpha_2$ : کشش تقاضای پول نسبت به بهره

اگر از رابطه ۴ دیفرانسیل گرفته شود و عرضه پول را با تقاضای پول برابر بدانیم رابطه ۵ به دست می‌آید.

$$dM_t - dP_t = \alpha_1 dY_t - \alpha_2 di_t \quad (5)$$

$$dP_t = dM_t - \alpha_1 dY_t + \alpha_2 di_t \quad (6)$$

$$\ln f_t = GM_t - \alpha_1 GY_t + \alpha_2 Gi_t \quad (7)$$

$G$  نشان‌دهنده نرخ رشد است.

رابطه ۷ نشان می‌دهد که نرخ تورم از نرخ رشد متغیرهای حجم پول، نرخ بهره و درآمد تبعیت می‌کند. با جای‌گذاری رابطه ۷ در رابطه ۳ رابطه ۸ به دست می‌آید.

$$RRS_t = \beta_0 + \beta_1 GMS_t + \beta_1 \alpha_1 i_t - \beta_1 \alpha_2 y_t + u_t \quad (8)$$

$$RRS_t = \lambda_0 + \lambda_1 GMS_t + \lambda_2 i_t - \lambda_2 y_t + u_t \quad (9)$$

$$\lambda_2 = \beta_1 \alpha_2 \text{ و } \lambda_1 = \beta_1 \alpha_1 \text{ و } \lambda_0 = \beta_0 \quad (10)$$

رابطه ۹ خلاصه شده رابطه ۸ است. حال اگر رابطه ۹ را در رابطه ۲ قرار دهیم مدل نرخ بازدهی اسمی سهام به دست می‌آید.

$$NRS_t = \lambda_0 + \lambda_1 GMS_t + \lambda_2 i_t - \lambda_3 y_t + \ln f_t + u_t \quad (10)$$

رابطه رگرسیونی ۱۰ نشان می‌دهد که نرخ بازدهی سهام (نرخ رشد شاخص قیمت سهام) از نرخ رشد حجم

می‌دهد که بین تشکیل سرمایه و درجه باز بودن تجاری یک رابطه مثبت و مکملی وجود دارد و درجه باز بودن تجاری، سبب تقویت اثر تشکیل سرمایه بر رشد اقتصادی می‌شود.

هوکت-بورودو و همکاران (۲۰۱۸)، اثر باز بودن تجاری بر رشد اقتصادی را با در نظر گرفتن معیارهای جدید برای درجه باز بودن تجاری مورد ارزیابی قرار دادند. در این مطالعه، محققین از داده‌های ۱۶۹ کشور جهان در بازه ۱۹۹۸ الی ۲۰۱۴ از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته، بهره برده‌اند. برخلاف مطالعات رایج که از نسبت مجموع واردات و صادرات به تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص درجه باز بودن تجاری استفاده می‌کنند، در این مطالعه، محققین، باز بودن تجاری را با دو معیار کیفیت صادرات و تنوع صادرات اندازه‌گیری کردند. نتایج این مطالعه، نشان می‌دهد که در کشورهایی که کیفیت و تنوع صادراتی بالایی داشته‌اند، اقتصاد کشورها با سرعت بالاتری رشد کرده است.

#### مبانی نظری (تصریح مدل بازدهی شاخص سهام)

در تصریح مدل از نظریه فیشر و بسط آن توسط فاما به شرح زیر استفاده شده است. فیشر نرخ بهره اسمی را به صورت زیر تعریف می‌کند.

$$noi_t = Ri_t + \ln f_t \quad (1)$$

نرخ بهره اسمی برابر است با نرخ بهره حقیقی به اضافه نرخ تورم. همچنین وی نرخ بازدهی سهام را نیز به صورت زیر تعریف می‌نماید.

$$NRS_t = RRS_t + \ln f_t \quad (2)$$

$NRS_t$ : نرخ بازدهی اسمی سهام

$RRS_t$ : نرخ بازدهی واقعی

$\ln f_t$ : نرخ تورم

فیشر براساس رابطه ۲ مدل رگرسیونی زیر را ارائه

می‌دهد که در آن نرخ بازدهی واقعی سهام از نرخ تورم تأثیر می‌پذیرد.

$$RRS_t = \beta_0 + \beta_1 \ln f_t + u_t \quad (3)$$

فاما (۱۹۹۲) نشان می‌دهد که مدل فیشر ناقص است

LMGDP<sub>it</sub>: شاخص نسبت صادرات به تولید ناخالص داخلی.

از آنجاکه شکل تابعی مدل را نمی‌دانیم لذا می‌توان مدل را به صورت خطی در حالت پانلی برآورد کرد.

$$NRS_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ri_{it} + \beta_2 GGDP_{it} + (12)$$

$$\beta_3 RBMS_{it} + \beta_4 RGI_{it} + \beta_5 RGC_{it} + \beta_6 inf_{it} + \beta_7 LXGDP_{it} + \beta_8 LMGDP_{it} + u_{it}$$

رابطه شماره ۱۲ بیان‌کننده معادله رگرسیون چند متغیره است که در آن  $\beta_i$  ضرایب رگرسیونی و  $u_{it}$  جمله خطای تصادفی می‌باشند.

### روش انجام کار

#### - جامعه آماری، حجم نمونه و روش نمونه‌گیری

در این پژوهش، جامعه آماری شامل کشورهای با درجه توسعه بالا و با درجه توسعه متوسط در بازه‌ی زمانی سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۹ می‌باشد. کشورها براساس شاخص توسعه انسانی در دو گروه کشورهای با درجه توسعه بالا و کشورهای با درجه توسعه متوسط دسته‌بندی شده‌اند بر این اساس کشورهای با درجه توسعه بالا کشورهای با شاخص توسعه انسانی بالاتر از ۰/۸ و کشورهای با درجه توسعه متوسط با شاخص ۰/۸ - ۰/۵ تعریف شده‌اند. داده‌های سری زمانی به جهت اینکه همگن باشند از بانک جهانی استخراج شده‌اند. کشورها با استفاده از شرایط زیر غربال و تعدیل شده‌اند و نهایتاً ۲۵ کشور با درجه توسعه بالا و ۱۹ کشور با درجه توسعه متوسط انتخاب گردید.

۱- کشورهایی که در سایت بانک جهانی شاخص قیمت سهام S&P500 برای آنها وجود داشته باشند.

۲- کشورهایی که داده‌های سری زمانی متغیرهای مدل در بازه زمانی ۲۰۱۹ - ۱۹۹۰ برای آنها کامل وجود داشته باشد و بالانس باشد لذا کشورهایی که داده‌های ناقص داشته‌اند حذف شده‌اند.

۳- کشورهای رانتهی نفتی شامل ایران، قطر، امارات متحده عربی، نیجریه، لیبی، کویت، عراق، عربستان سعودی، ونزوئلا، الجزایر، آنگولا، کنگو، گینه، گابن که اقتصاد آنها بر پایه‌ی درآمد نفت می‌باشد حذف شده‌اند.

۴- کشورهای جزیره‌ای و کوچک با جمعیت زیر یک میلیون نفر حذف شده‌اند.

۵- کشورهایی که داده‌های آنها کامل بودند اما

پول، نرخ بهره، نرخ رشد درآمد و نرخ تورم تبعیت می‌کند. چون در این پژوهش به دنبال بررسی تأثیر میزان صادرات و واردات بر بازدهی سهام هستیم، براساس مطالعات گی فانگ و همکاران (۱۹۹۵) که نشان دادند درجه باز بودن اقتصاد به واسطه رشد صادرات و افزایش بازار فروش و از طرف دیگر به واسطه استفاده از سرریز تکنولوژی خارجی از کانال واردات ماشین‌آلات بر تولید و بازدهی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد، لذا از شاخص نسبت صادرات به تولید ناخالص داخلی و شاخص نسبت واردات به تولید ناخالص داخلی در مدل استفاده می‌شود.

همچنین براساس مقالات تاوارس و وال کانو (۲۰۰۳) نرخ رشد هزینه‌های سرمایه‌ای و هزینه‌های جاری دولت را که نماد سیاست‌های مالی هستند به مدل اضافه می‌کنیم و براساس مقالات هو نوا (۲۰۰۵)، بک لوین و لویزا (۲۰۰۰)، اشیکوا (۱۹۹۴)، به واسطه تأثیر توسعه مالی بر بازدهی سهام از شاخص نسبت اعتبارات پرداختی بانک‌ها به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (شاخص توسعه مالی بانک محور) بجای حجم نقدینگی در مدل استفاده می‌کنیم. همچنین از شاخص نسبت ارزش سهام به تولید ناخالص داخلی به‌عنوان شاخص دیگر توسعه مالی (شاخص توسعه مالی بازار محور) استفاده می‌شود. لذا در این پژوهش از مدل تصریح شده در رابطه ۱۱ جهت بررسی موضوع پژوهش و فرضیه‌های آن استفاده می‌شود..

$$NRS_{it} = f(Ri_{it}, GGDP_{it}, RBMS_{it}, RVS_{it}, RGI_{it}, RGC_{it}, inf_{it}, LXGDP_{it}, LMGDP_{it}) \quad (11)$$

NRS<sub>it</sub>: نرخ بازدهی اسمی سهام

GGDP<sub>it</sub>: نرخ رشد اقتصادی

Ri<sub>it</sub>: نرخ بهره واقعی

RBMS<sub>it</sub>: نسبت پرداخت وام بانکی به بخش خصوصی

به تولید ناخالص داخلی

RVS<sub>it</sub>: کل ارزش بازار سهام به تولید ناخالص داخلی

RGI<sub>it</sub>: هزینه‌های عمرانی دولت به تولید ناخالص داخلی

RGC<sub>it</sub>: هزینه‌های جاری دولت به تولید ناخالص داخلی

inf<sub>it</sub>: نرخ تورم

LXGDP<sub>it</sub>: شاخص نسبت صادرات به تولید ناخالص

داخلی

### توسعه متوسط و کشورهای با درجه توسعه بالا الف) آزمون ایستایی

بررسی ایستایی (مانایی) متغیرها در کشورهای با درجه توسعه متوسط و کشورهای با درجه توسعه بالا در حالت سطح و با عرض از مبدأ در جدول ۱ و ۲ به ترتیب آورده شده که نشان می‌دهد به جز نرخ رشد تولید ناخالص داخلی در کشورهای با درجه توسعه متوسط همه متغیرها ایستا هستند. نرخ رشد تولید ناخالص داخلی در کشورهای با درجه توسعه متوسط در سطح تفاضل یک مانا گردید و اطمینان حاصل می‌شود که برآورد رگرسیون کاذب نخواهد بود و ضمناً نیاز به بررسی آزمون همگرایی نیست.

داده‌های پرت داشتند حذف شدند نظیر ترکیه و اکوادور که در بازه زمانی ۲۰۰۴-۱۹۹۰ نرخ تورم‌های بالایی را تجربه کرده بودند و یا کشور پرو به واسطه نوسان شدید شاخص قیمت سهام S&P500 و همچنین کشورهای پرتقال، رومانی، بلغارستان در سال‌های ۲۰۰۴-۲۰۰۲. ۶- کشورهای تازه استقلال یافته شوروی شامل ارمنستان، آذربایجان، بلاروس، استونی، گرجستان، قزاقستان، قرقیزستان، لتونی، لیتوانی، مولداوی، تاجیکستان، ترکمنستان، اوکراین، ازبکستان که از سال ۱۹۹۰ مستقل شده‌اند به جز روسیه حذف شده‌اند.

- برآورد رگرسیونی پانل دیتای متوازن مدل بازدهی سهام تصریح شده در کشورهای با درجه

جدول ۱- آزمون ایستایی متغیرهای مدل در کشورهای با درجه توسعه متوسط

| آماره    | لویین، لین و چوی           |       | ایم، شین و پسران           |       | دیکی فولر تعمیم یافته      |       | فیلیپس و پرون              |       |
|----------|----------------------------|-------|----------------------------|-------|----------------------------|-------|----------------------------|-------|
|          | در سطح<br>(با عرض از مبدأ) |       | در سطح<br>(با عرض از مبدأ) |       | در سطح<br>(با عرض از مبدأ) |       | در سطح<br>(با عرض از مبدأ) |       |
| RSR      | -۱۵                        | ۰/۰۰۰ | -۱۶                        | ۰/۰۰۰ | ۲۸۶                        | ۰/۰۰۰ | ۳۳۳                        | ۰/۰۰۰ |
| GRGI     | -۱۷                        | ۰/۰۰۰ | -۱۷                        | ۰/۰۰۰ | ۳۱۷                        | ۰/۰۰۰ | ۳۴۸                        | ۰/۰۰۰ |
| GRGC     | -۲۰                        | ۰/۰۰۰ | -۱۹                        | ۰/۰۰۰ | ۳۵۵                        | ۰/۰۰۰ | ۳۹۰                        | ۰/۰۰۰ |
| GRBMS    | -۱۵                        | ۰/۰۰۰ | -۱۵                        | ۰/۰۰۰ | ۲۷۷                        | ۰/۰۰۰ | ۳۲۰                        | ۰/۰۰۰ |
| GRSV     | -۱۴                        | ۰/۰۰۰ | -۱۷                        | ۰/۰۰۰ | ۳۲۰                        | ۰/۰۰۰ | ۴۱۱                        | ۰/۰۰۰ |
| RI       | -۳                         | ۰/۰۰۰ | -۳                         | ۰/۰۰۰ | ۸۰                         | ۰/۰۰۰ | ۱۳۱                        | ۰/۰۰۰ |
| INF      | -۸                         | ۰/۰۰۰ | -۸                         | ۰/۰۰۰ | ۱۴۲                        | ۰/۰۰۰ | ۱۳۸                        | ۰/۰۰۰ |
| GRXGDP   | -۱۷                        | ۰/۰۰۰ | -۱۶                        | ۰/۰۰۰ | ۲۹۴                        | ۰/۰۰۰ | ۳۳۹                        | ۰/۰۰۰ |
| GRMGDP   | -۱۷                        | ۰/۰۰۰ | -۱۷                        | ۰/۰۰۰ | ۳۱۹                        | ۰/۰۰۰ | ۳۵۸                        | ۰/۰۰۰ |
| GgdD(-1) | -۷                         | ۰/۰۰۰ | -۱۴                        | ۰/۰۰۰ | ۲۵۰                        | ۰/۰۰۰ | ۲۳۶                        | ۰/۰۰۰ |

جدول ۲- آزمون ایستایی متغیرهای مدل در کشورهای با درجه توسعه بالا

| آماره | لویین، لین و چوی           |       | ایم، شین و پسران           |       | دیکی فولر تعمیم یافته      |       | فیلیپس و پرون              |       |
|-------|----------------------------|-------|----------------------------|-------|----------------------------|-------|----------------------------|-------|
|       | در سطح<br>(با عرض از مبدأ) |       | در سطح<br>(با عرض از مبدأ) |       | در سطح<br>(با عرض از مبدأ) |       | در سطح<br>(با عرض از مبدأ) |       |
| RSR   | -۱۸                        | ۰/۰۰۰ | -۲۳                        | ۰/۰۰۰ | ۴۷۹                        | ۰/۰۰۰ | ۵۲۴                        | ۰/۰۰۰ |
| GRGI  | -۱۸                        | ۰/۰۰۰ | -۲۰                        | ۰/۰۰۰ | ۴۲۴                        | ۰/۰۰۰ | ۴۷۹                        | ۰/۰۰۰ |
| GRGC  | -۲۱                        | ۰/۰۰۰ | -۲۱                        | ۰/۰۰۰ | ۴۳۴                        | ۰/۰۰۰ | ۴۷۷                        | ۰/۰۰۰ |
| GRBMS | -۱۵                        | ۰/۰۰۰ | -۱۸                        | ۰/۰۰۰ | ۳۸۰                        | ۰/۰۰۰ | ۴۷۱                        | ۰/۰۰۰ |
| GRSV  | -۲۲                        | ۰/۰۰۰ | -۲۴                        | ۰/۰۰۰ | ۵۱۴                        | ۰/۰۰۰ | ۶۰۲                        | ۰/۰۰۰ |
| RI    | -۲                         | ۰/۰۰۰ | -۶                         | ۰/۰۰۰ | ۱۵۰                        | ۰/۰۰۰ | ۱۳۸                        | ۰/۰۰۰ |

|        |     |       |     |       |     |       |     |       |
|--------|-----|-------|-----|-------|-----|-------|-----|-------|
| INF    | -۱۵ | ۰/۰۰۰ | -۱۵ | ۰/۰۰۰ | ۲۴۱ | ۰/۰۰۰ | ۲۸۲ | ۰/۰۰۰ |
| GRXGDP | -۱۸ | ۰/۰۰۰ | -۱۷ | ۰/۰۰۰ | ۳۶۵ | ۰/۰۰۰ | ۴۷۵ | ۰/۰۰۰ |
| GRMGDP | -۱۸ | ۰/۰۰۰ | -۲۰ | ۰/۰۰۰ | ۴۲۶ | ۰/۰۰۰ | ۵۴۲ | ۰/۰۰۰ |
| Ggdp   | -۱۵ | ۰/۰۰۰ | ۱۳  | ۰/۰۰۰ | ۲۵۹ | ۰/۰۰۰ | ۲۶۵ | ۰/۰۰۰ |

ب) برآورد رگرسیونی مدل بازدهی سهام  
تصریح شده

۱- ابتدا مدل در حالت رگرسیون تجمیعی برای هر دو گروه از کشورها برآورد گردید.  
۲- با بررسی ماتریس واریانس-کوارینانس مدل برآورد شده در هر دو گروه از کشورها مشخص شد که مدل دارای واریانس ناهمسانی است و اجزای قطر اصلی برابر نیستند. همچنین مدل دارای خودهمبستگی در بین اجزای اخلاص کشورها است زیرا عناصر غیر قطری صفر نیستند و دارای ارتباطهای پنهانی هستند. بنابراین می‌توان از روش مدل رگرسیونی به ظاهر نامرتبط SUR در برآورد مدل در هر دو گروه از کشورها استفاده کرد.

۳- آزمون F لیمر: نتایج نشان داد که مدل‌ها باید از طریق پانل دیتا برآورد شود. پذیرفتن برآورد به صورت پانلی نشانه تفاوت‌های ساختاری کشورها است.  
۴- آزمون هاسمن: نتایج نشان داد که مدل‌ها باید از طریق اثر تصادفی RE برآورد شوند اما چون ضریب rho در هر دو مدل برابر با صفر بودند لذا برآورد نهایی مدل‌ها از روش اثر ثابت FE انجام شدند.  
با توجه به موارد فنی ذکر شده در بندهای قبلی، مدل تصریح شده برای هر دو گروه از کشورها از تکنیک پانل دیتای متوازن و روش اثر ثابت در SUR برآورد گردید که نتایج آن در جدول ۳ ارائه شده است

جدول ۳- برآورد مدل از روش پانل دیتا متوازن با روش رگرسیون SUR

| کشورهای با درجه توسعه بالا |                         | کشورهای با درجه توسعه متوسط |                         |
|----------------------------|-------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| متغیرها                    | ضرایب                   | متغیرها                     | ضرایب                   |
| C                          | ۱۲<br>(*Prob(۰/۰۰۰))    | C                           | ۸<br>(*Prob(۰/۰۰۰))     |
| GRGI                       | ۴۰<br>(*Prob(۰/۰۰۰))    | GRGI                        | ۱۴<br>(*Prob(۰/۰۰۰))    |
| GRGC                       | -۱۴<br>(*Prob(۰/۰۰۰))   | GRGC                        | -۱۱<br>(*Prob(۰/۰۰۰))   |
| GRBMS/GRSV                 | ۰/۰۶۶<br>(*Prob(۰/۰۰۰)) | GRBMS/GRSV                  | -۰/۰۰۴۴<br>Prob(۰/۱۹)   |
| RI                         | -۰/۰۷<br>Prob(۰/۲۲۲)    | RI                          | ۰/۰۳۳<br>(*Prob(۰/۰۰۰)) |
| INF                        | -۱<br>(*Prob(۰/۰۰۰))    | INF                         | -۱<br>(*Prob(۰/۰۰۰))    |
| GRXGDP(-1)                 | ۳۴<br>(*Prob(۰/۰۰۰))    | GRXGDP                      | ۸۵<br>(*Prob(۰/۰۰۰))    |
| GRMGDP                     | -۶۵<br>(*Prob(۰/۰۰۰))   | GRMGDP                      | -۹۵<br>(*Prob(۰/۰۰۰))   |
| D(GGDP)                    | ۳۹<br>(*Prob(۰/۰۰۰))    | GGDP                        | ۸<br>(*Prob(۰/۰۰۰))     |
| R <sup>2</sup>             | ۰/۹۸                    | ۰/۹۶                        |                         |
| D-W                        | ۲/۱                     | ۲/۰۶                        |                         |



|        |       |       |
|--------|-------|-------|
| F      | ۱۸۴۷  | ۵۴۳   |
| Prob F | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ |

۶- ضرایب متغیر نسبت نرخ رشد وام و اعتبارات پرداختی بانک‌ها به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی به نرخ رشد نسبت ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص داخلی در کشورهای با درجه توسعه متوسط مثبت و معنادار است و نشان می‌دهد که توسعه مالی آنها بیشتر بانک محور است ولی در کشورهای با درجه توسعه بالا منفی است و نشان می‌دهد که توسعه مالی آن‌ها بیشتر بازار محور است.

۷- ضرایب متغیر نرخ رشد نسبت هزینه‌های سرمایه‌ای دولت‌ها به تولید ناخالص داخلی (پایایی اقتصادی) نشان دادند علامت آن در هر دو گروه از کشورها مثبت و معنادار است.

۸- ضرایب متغیر نرخ رشد نسبت هزینه‌های جاری دولت‌ها به تولید ناخالص داخلی در هر دو گروه از کشورها منفی و معنادار هستند.

۹- ضرایب متغیر نرخ بهره واقعی نشان می‌دهند که برای کشورهای با درجه توسعه متوسط منفی است اما معنادار نیست ولی برای کشورهای با درجه توسعه بالا مثبت و معنادار است.

۱۰- ضرایب متغیر نرخ تورم در هر دو گروه از کشورها منفی و معنادار هستند.

۱۱- ضرایب متغیر نرخ رشد تولید ناخالص داخلی در کشورهای با درجه توسعه متوسط با تفاضل مرتبه یک و در کشورهای با درجه توسعه بالا در سطح بر نرخ بازدهی سهام آنها مثبت و معنادار هستند.

### نتایج، بحث و پیشنهادها

مسئله اصلی پژوهش بررسی میزان تأثیر درجه باز بودن اقتصاد (صادرات و واردات) بر بازدهی بازار سهام در دو گروه از کشورهای با درجه توسعه بالا و کشورهای با درجه توسعه متوسط و مقایسه آنها بود. فرضیه‌های پژوهش عبارتند از

۱- توسعه صادرات از دو کانال رقابت و رشد کارایی و نیز افزایش ظرفیت و بازدهی فزاینده نسبت به مقیاس تولید بر اقتصاد و شاخص بورس کشورها تأثیر مثبت و

برای ارائه و بررسی نتایج جدول شماره ۳ دو نکته زیر نیاز به توضیح دارد.

الف. از نرخ رشد متغیرها در برآورد مدل تصریح شده استفاده گردیده است چون هم خطی پنهان میان متغیرهایی که بر GDP تقسیم شده‌اند را کاهش داده و نتایج برآورد بهتر است

ب. در بررسی تأثیر توسعه مالی از نسبت نرخ رشد وام و اعتبارات پرداختی بانک‌ها به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی به نرخ رشد ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص داخلی استفاده شده است. اگر ضریب آن مثبت گردد نشان می‌دهد که توسعه مالی آن کشورها بانک محور است و اگر ضریب آن منفی شود نشان می‌دهد که توسعه مالی آن کشورها بازار محور است. تشریح نتایج جدول شماره ۳ به شرح زیر است.

۱- مدل‌ها از ضریب توضیح دهنده‌گی بالا در هر دو گروه از کشورها برخوردار هستند.

۲- آماره دربین-واتسون **D-W** نشان می‌دهند که مشکل خودهمبستگی و مشکل تصریح مدل در هر دو گروه از کشورها وجود ندارد.

۳- مقدار آماره  $F$  بزرگ بوده و نشانه برازش خوب مدل و معنی دار بودن  $R^2$  در هر دو گروه از کشورها است.

۴- ضرایب متغیر نرخ رشد نسبت صادرات به تولید ناخالص داخلی مطابق با انتظارات تئوریک، مثبت و معنادار هستند. متغیر مذکور در کشورهای با درجه توسعه متوسط با یک وقفه تأخیر با ضریب مثبت ۳۴ واحد درصد و در کشورهای با درجه توسعه بالا بدون وقفه با ضریب مثبت ۸۵ واحد درصد بر نرخ بازدهی سهام تأثیر مستقیم و معنی دار دارد.

۵- ضرایب متغیر نرخ رشد واردات نسبت به تولید ناخالص داخلی در کشورهای با درجه توسعه متوسط با ضریب منفی معادل ۶۵- واحد درصد و در کشورهای با درجه توسعه بالا با ضریب منفی معادل ۹۵- واحد درصد مطابق با تئوری تأثیر معنی دار در جهت معکوس بر نرخ بازدهی سهام دارند.

تجارت خارجی و باز بودن اقتصاد بر رشد اقتصادی ایران، فصلنامه علوم اقتصادی، سال پنجم شماره ۱۳.

پیری، پرویز (۱۳۹۳). آزمون اثر مخارج سرمایه‌های دولت بر شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ۳ شماره ۱۱.

گرچی، ابراهیم و معصومه علیپوریان (۱۳۸۵). تحلیل اثر آزادسازی تجاری بر رشد اقتصادی کشورهای عضو اوپک، پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۴۰.

طالب‌نیا، قدرت‌اله، نازنین جلیلی (۱۳۸۵). بررسی رابطه بین مخارج سرمایه‌های دولت و شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران. مجله علمی و پژوهشی اقتصاد و مدیریت، شماره ۶۸.

محمدی، حسین، مرتضی محمدی و پریسا علیزاده (۱۳۹۷). بررسی عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی کشورهای عضو سازمان همکاری اقتصادی با تأکید بر نقش تعرفه، نشریه پژوهش‌های اقتصادی ایران، دوره ۲۳، شماره ۷۴.

معماریان، عرفان، سید علی نبوی چاشمی، سهیلا قربانی و مجتبی متان (۱۳۹۰). بررسی ارتباط میان درآمد حاصل از صادرات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با بازدهی سهام آنها، فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی، سال پنجم شماره ۳.

Baltagi, Badi H. Law, S. H and P. Demetriades (2007). Openness, institutions and financial development. University of Leicester, working paper no.05/08.

Ben Naceur, M and Ghazouani. B (2007). GMM estimation of empirical growth model. Working paper no. 2001-w21 University of oxford.

Beck, T. Levin, King, Loayza (2000). Financial Intermediation and Growth Causality and Causes, Journal of Monetary Economic, Vol. 46.

Fama, Eugene F and Kenneth R. French (1992). The cross-section of expected stock returns, Journal of Finance 47.

Ho, N, Wa (2005). Finance and Growth: the Case of Macao, AMCM Quarterly Bulletin Issue No. 2, January.

Hung-Gay Fung, Wai-Chung Lo & Wai K (1995). Leung The Journal of International Trade & Economic Development 4 (2).

معنادار دارد. نتایج برآورد رگرسیونی مدل پژوهش نشان داد که ضرایب متغیر نرخ رشد نسبت صادرات به تولید ناخالص داخلی در هر دو گروه از کشورهای با درجه توسعه بالا و کشورهای با درجه توسعه متوسط مطابق با انتظارات تئوریک، مثبت و معنادار هستند لذا نمی‌توان فرضیه اول را رد نمود.

پذیرش فرضیه اول نشان می‌دهد که پیوستن به اقتصاد جهانی از کانال صادرات کالا و خدمات فرصت‌های زیادی را برای اقتصاد کشورها فراهم می‌نماید از جمله افزایش ظرفیت‌های تولید و نرخ رشد اقتصادی بالاتر، کارآمدتر شدن مقیاس تولید بنگاه‌های فعال و رقابتی‌تر شدن اقتصاد کشورها بیانجامد. لذا پیشنهاد می‌شود که دولت‌ها با نگاه ویژه به اقتصاد جهانی نگرینسته و سیاست‌های متناسب با آزادسازی زمان‌دار و معقول را در داخل نهادینه نمایند.

۲- واردات کالای ساخته شده خارجی به واسطه کاهش فروش و کوچک شدن بازار بر اقتصاد و شاخص بورس تأثیر منفی دارد اما در بلندمدت از کانال استفاده از سرریز تکنولوژی خارجی بر اقتصاد و شاخص بورس تأثیر مثبت دارد. لذا تأثیر نهایی واردات بر شاخص بورس بستگی به میزان اثرگذاری دو نیروی فوق دارد. نتایج برآورد رگرسیونی مدل پژوهش نشان داد که ضرایب متغیر نرخ رشد واردات نسبت به تولید ناخالص داخلی در کشورهای با درجه توسعه متوسط و در کشورهای با درجه توسعه بالا تأثیر منفی و معنی‌دار بر نرخ بازدهی سهام دارند. لذا فرضیه دوم به این صورت پذیرفته می‌شود که اثر کوچک شدن بازار فروش تولیدکنندگان داخلی به دلیل واردات کالاهای خارجی قوی‌تر از تأثیر استفاده از سرریز تکنولوژی است.

پذیرش فرضیه دوم به این صورت که تأثیر منفی واردات کالا و خدمات بر اقتصاد و بنگاه‌های فعال در آن قوی‌تر از اثر مثبت سرریز تکنولوژی است پیشنهاد می‌شود که با سیاست‌های تجاری حمایتی همچون تعرفه و سیاست‌های کمی از بنگاه‌های داخلی حمایت شود.

#### منابع

امام وردی، قدرت‌اله و امید شریفی (۱۳۸۹). بررسی

Persian).

Rasekhi, S and Ranjbar, O (2009). The effect of financial development on economic growth in Organization of Islamic Conference countries. *Journal of Knowledge and Development*, 27, 1-22 (In Persian).

Ritab, S. A (2007). Financial Sector Development and Sustainable Economic Growth in Regionally Co-Integrated Emerging Markets". *Advances in Financial Economics*, 12.

Salvatoreh, D (2009). *International Trade*. Translated by Hamid Reza Arbab, Tehran, Ney Publication (In Persian).

Singer, H.W (1990). U.S. Foreign Investment in Under development Areas. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, No.40.

Suleiman, A. B and Aamer. S. A (2007). Financial development and economic growth: The Egyptian experience. *Journal of Policy Modeling*, Article in Press.

Tavares, Jos'e and Valkanov, Rossen (2003). Fiscal Policy and Asset Returns. *European Finance Associations Meetings, and Univers idade Nova, Lisbon*.

Young, A (1991). Learning by doing and the dynamics effects of international trade, *Quarterly Journal of Economics*, 106.- <https://data.worldbank.org/indicator>.

Huchet-Bourdon, M, Le Mouel, C & Vijil, M (2018). The relationship between trade openness and economic growth: Some new insights on the openness measurement issue. *The World Economy*, 41(1).

James, A (2008). What are the mechanisms linking financial development and economic growth in Malaysia? *Economic Modelling*, 25.

Keho, Y (2017). The impact of trade openness on economic growth: The case of Cote d'Ivoire. *Cogent Economics & Finance* 5(1).

Lucas, R.E (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 22.

Moyo, C, Kolisi, N & Khobai, H (2017). The relationship between trade openness and economic growth: The case of Ghana. *Munich Personal RePEc Archive no*.

Oshikoya, T.W (1994). Macroeconomic Determinants of Domestic Private Investment in Africa: An Empirical Analysis. *Economic Development and Cultural Change*, 42.

Patrick, H.T (1966). Financial Sector Development and Economic Growth in Underdeveloped Economies. *Economic Development and Cultural Change*, 14.

Rasti, M (2009). The relationship between financial development and economic growth in OPEC member countries: testing assumptions Patrick. *Commercial Studies*, 38, 59-67. (In

*Tavares and Valkanov*

*Ho, N, Wa*

*Beck, T, Levin, King, Loayza*

*Oshikoya*

*Hung-Gay Fung*

*Lucas*

*Ritab*

*Baltagi & Demetradis*

*James*

*Moyo*

*Keho*

*Huchet-Bourdo*

*Seemingly Unrelated Regression Model*

<sup>۱۴</sup> (هر کدام از متغیرها که پی مقدار آزمون آنها کمتر از مقدار ۵

درصد باشد از لحاظ آماری معنی دار است و با نماد \* مشخص

شده است).