



## نقش بازار سرمایه در تامین مالی و رشد اقتصادی (مطالعه موردی ایران و منتخبی از کشورهای در حال توسعه)

وحید فرمان آرا<sup>۱</sup>

اکبر کمیجانی<sup>۲</sup>

اسداله فرزین‌وش<sup>۳</sup>

فرهاد غفاری<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۱/۰۸ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۳/۱۲

### چکیده

بازار سرمایه از اجزاء تشکیل‌دهنده بازار مالی است و در واقع یکی از شریان‌های اصلی تأمین مالی در یک اقتصاد محسوب می‌گردد. تأثیر بازار سرمایه در حرکت جریان نقدینگی و منجر شدن به رشد و توسعه اقتصادی، مسئله‌ای مهمی است که اخیراً با نگاه به رشد مساعد بازار سرمایه در ایران مورد توجه قرار گرفته است. چنانچه رابطه منطقی بین بازار مالی و سایر بخش‌های اقتصادی وجود نداشته باشد، احتمال بروز اختلالات و نقصان‌هایی در ساز و کار اقتصاد وجود دارد. بازار سرمایه به سبب نقش اساسی در گردآوری منابع از طریق پس‌اندازها، بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آن‌ها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی تأثیر زیادی در رشد اقتصادی کشورها ایفا می‌کنند به طوری‌که برخی اقتصاددانان بر این عقیده‌اند که تفاوت اقتصادهای توسعه‌یافته و توسعه‌نیافته، نه در تکنولوژی پیشرفته توسعه‌یافته‌ها بلکه در وجود بازار سرمایه یکپارچه فعال و گسترده است.

۱- دانش‌آموخته رشته اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم تحقیقات، تهران، ایران. vahidfarmanara@yahoo.com

۲- استاد گروه اقتصاد، دانشگاه تهران، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) komijani@ut.ac.ir

۳- دانشیار گروه اقتصاد، دانشگاه تهران، تهران، ایران. farzinv@ut.ac.ir

۴- دانشیار گروه اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم تحقیقات، تهران، ایران. ghaffari@srbiau.ac.ir

لذا در این تحقیق به بررسی نقش بازار سرمایه در تامین مالی و رشد اقتصادی طی سال‌های ۱۹۸۸-۲۰۱۷ برای ایران و منتخبی از کشورهای در حال توسعه پرداخته‌ایم و با استفاده از روش آماری و اقتصادسنجی داده‌های تابلویی (Panel data) متغیرهای مدل را برآورد کرده و تاثیر آنها بر روی رشد اقتصادی را بررسی نموده‌ایم. نتایج حاکی از آن است که تامین مالی از طریق بازار سرمایه در رشد اقتصادی در کوتاه‌مدت و بلندمدت از لحاظ آماری معنی‌دار بوده و اثر مثبتی دارد و همچنین درجه توسعه بازار مالی به اثربخشی بیشتر بازار سرمایه در رشد اقتصادی منجر می‌گردد.

**واژه‌های کلیدی:** بازار سرمایه، تامین مالی، رشد اقتصادی، پانل دیتا.

**طبقه بندی JEL:** G1، G32، O4، C23

## ۱- مقدمه

یکی از موضوعاتی که از ابتدای شکل‌گیری علم اقتصاد مورد توجه اقتصاددانان بوده مسئله رشد اقتصاد است و در دوران اقتصادی جدیدی که امروزه جهان تجربه می‌کند سرمایه در فرآیند رشد اقتصادی از جایگاه به مراتب بالاتری برخوردار است. زیرا کلیه عوامل چندگانه‌ای که به گونه‌ای بر رشد اقتصادی تأثیرگذار هستند مثل توسعه صادرات، ایجاد فرصتهای شغلی جدید، تربیت نیروی انسانی ماهر، بهره‌وری بالا، استفاده بهینه از ظرفیت‌های تولیدی همه با در اختیار داشتن سرمایه-هایی امکان‌پذیر است که با مدیریت برخوردار از دانش و تجربه ترکیب شده باشد. از این رو لازم است پس‌اندازهای داخلی و سرمایه‌های خارجی به سوی فعالیتهای تولیدی پر بازده سوق پیدا کنند، و این امر از طریق یک بازار بورس اوراق بهادار کارا به عنوان اصلی‌ترین نهاد مشارکت شرکتهای سهامی امکان‌پذیر خواهد بود و چیزی که در دنیای امروز شاهد هستیم، این است که کشورهای پیشرفته صنعتی دارای بازار سهام توسعه یافته‌ای نیز هستند. لذا همواره سعی نظریه-پردازان اقتصادی بر این بوده که مشکلات و موانع اصلی بر سر راه این بازار را شناسایی و حل کرده تا این نهاد نقش خود را به بهترین وجه ممکن ایفا کند. در صورت عدم وجود بازار سرمایه در یک کشور و یا فعال نبودن آن، منابع مالی به ناچار از طریق سیستم‌های بانکی و یا بازارهای غیررسمی در نقل و انتقال قرار می‌گیرند، این مکانیسم به جریان غیرکارآمد تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی منجر خواهد شد و در نتیجه یکی از مهمترین مشکلات در راه توسعه اقتصادی بویژه در بخش صنعتی کشور محسوب می‌گردد. بطور خلاصه یک بازار سرمایه کارا در ارتقای وضعیت اقتصادی نقش بسزایی دارد، و لذا بازار سرمایه در اقتصاد از جایگاه ویژه‌ای برخوردار می‌باشد. بنابراین شناخت ویژگی‌های بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار در ایران به عنوان جزء اصلی بازار سرمایه و بر طرف کردن تنگناهای آن بسیار حائز اهمیت می‌باشد. در نتیجه لازم است تا عوامل تأثیرگذار بر بازار بورس شناسایی و به دقت مورد بررسی قرار گیرند. لذا در این مقاله بر آن هستیم تا فرضیه‌های تحقیق که عبارتند از: ۱- تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در رشد اقتصادی اثرگذار می‌باشد. ۲- درجه توسعه بازار مالی به اثربخشی بیشتر بازار سرمایه در رشد اقتصادی منجر می‌گردد، را مورد آزمون قرار دهیم. در این راستا متغیرهای مهم نظیر ارزش کل معاملات در بورس، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، بازده حقوق صاحبان سهام و تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بورس را مورد بررسی قرار داده و در نهایت تأثیر آن‌ها را بر رشد اقتصادی بررسی خواهیم کرد. لذا در بخش اول این مقاله، به مبانی نظری و ادبیات موضوع بازار سرمایه، ارکان بازار سرمایه و جایگاه بازار سرمایه و عوامل مؤثر به آن می‌پردازیم، در بخش دوم، به مروری بر مطالعات صورت گرفته پرداخته، در بخش

سوم به روش تحقیق اشاره کرده و در نهایت در بخش‌های چهارم و پنجم به ترتیب به برآورد مدل و تفسیر نتایج و نتیجه‌گیری می‌پردازیم.

## ۲- مبانی نظری و ادبیات موضوع

بازار سرمایه که مهمترین منبع تأمین مالی بلندمدت است، به نظام و مکان مشخصی اطلاق می‌شود که در آن نیازهای میان‌مدت و بلندمدت مالی بنگاههای اقتصادی تأمین می‌گردد. این بازار به عنوان یک مرکز تأمین وجوه سرمایه‌ای، پس‌انداز و نقدینگی افراد را از طریق کارگزاران و واسطه‌های مالی به جانب سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت تولیدی و بازرگانی هدایت می‌کند. ابزارهای تأمین مالی از قبیل سهام، سهام ممتاز، اوراق قرضه و اوراق تبدیل‌پذیر، از ابزارهای بازار سرمایه‌ای جامع محسوب می‌شوند.

از نهادهای عمده فعال در بازار سرمایه می‌توان به، بانک‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاران، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی و بورس‌های بین‌المللی که گاهی اوراق سهام شرکت‌های سایر کشورها را نیز پذیره‌نویسی می‌کنند، اشاره کرد. بازار سرمایه اصولاً به دو بخش اساسی تقسیم می‌گردد: بازار اولیه - بازار ثانویه

- بازار اولیه: بازار اولیه جایی است که بنگاه اقتصادی می‌تواند در آنجا داراییهای مالی خود را با منابع مالی بلندمدت مبادله کند. منتشرکننده اوراق بهادار در این بازار اقدام به فروش این اوراق می‌کند تا وجوه مورد نیاز را تأمین نماید..
- بازار ثانویه: در این بازار اوراق بهاداری که قبلاً منتشر شده، مورد خرید و فروش قرار می‌گیرد. وجود این بازار مشارکت‌کنندگان را مطمئن می‌سازد که می‌توانند اوراق بهادار خود را به راحتی بفروش برسانند و مشکلی از نظر تبدیل به نقد کردن داراییهای مالی‌شان نداشته باشند.

### ۲-۱- شاخص‌های مهم برای اندازه‌گیری میزان نقدینگی بازار سرمایه (کانت و لیواین، ۱۹۹۶)<sup>۱</sup>

سه شاخص مهم را برای اندازه‌گیری میزان نقدینگی بازار سرمایه بکار گرفته‌اند که بیانگر سهولت انجام معاملات در بازارها هستند.

- **شاخص حجم معاملات سهام:** اولین شاخص حجم معاملات سهام یک شرکت به عنوان درصدی از تولید ناخالص داخلی است. این نسبت مستقیماً هزینه‌های خرید و فروش سهام مربوط به قیمت‌های گذشته را اندازه‌گیری نمی‌کنند، بلکه بالا بودن

هزینه‌های انجام معاملات و ریسکی بودن مبادلات است که منجر به کاهش این نسبت خواهد گردید.

- شاخص ارزش سهام معامله شده: دومین شاخص معرف نقدینگی بازار سرمایه، ارزش سهام معامله شده به عنوان درصدی از کل سرمایه بازار (ارزش سهام های فهرست شده در بورس) است.
- شاخص نسبت ارزش سهام معامله شده به تغییرات قیمت سهام: مفهوم این شاخص آن است که یک بازار در صورت برخورداری از قابلیت نقدینگی بالا می‌باید بدون تغییرات قابل ملاحظه در قیمت‌ها، معاملات سنگین و قابل توجهی را شاهد باشد.

## ۲-۲- سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و ارتباط آن با رشد اقتصادی

از آنجا که بسیاری از کشورهای در حال توسعه با مشکل اساسی کمبود سرمایه روبرو هستند، لذا بحث سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی<sup>۲</sup> که یکی از متغیرهای مهم تحت بررسی در این تحقیق نیز مطرح است، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌شود.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سیاست‌های توسعه‌ی بازار مالی می‌تواند ناکارایی در تولید را کاهش داده و موجب تقویت رشد اقتصادی گردد. این واقعیت از آنجا نشأت می‌گیرد که کشورهایی که از جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بیشتری و همچنین بازارهای مالی توسعه یافته‌تری برخوردارند، رشد اقتصادی سریع تری را تجربه نموده‌اند. در حالیکه تاثیر بازار مالی بر ساختار اقتصادی آن چنان مهم است که بدون داشتن یک بخش مالی کارا نمی‌توان به رشد اقتصادی و جذب منابع خارجی دست یافت. در این خصوص اقتصاددانانی مانند هیکس<sup>۳</sup> و شومپیتر<sup>۴</sup> بر ساختار توسعه مالی تاکید دارند و آن را موتور و جزء جدایی ناپذیر فرایند رشد اقتصادی برشمرده‌اند. در ادامه ما به مدل‌های مربوط به بازار سرمایه و ارتباط آن با رشد اقتصادی می‌پردازیم، منتهی در کنار آن مدل‌ها، مدل اصلی ما به شکل زیر می‌باشد. به عبارتی، در این تحقیق، از یک مدل رشد اقتصادی با دیدگاه مدل‌های رشد درون‌زا که رشد اقتصادی را متأثر از عواملی فراتر از سرمایه‌گذاری فیزیکی می‌داند استفاده کرده‌ایم، که در بخش روش تحقیق نیز متغیرهای مدل را براساس این آگو تخمین زده‌ایم و در نهایت معادله آن به شکل زیر است:

$$Y_{it} = \alpha_i + \theta_i + \beta F_{it} + \gamma X_{it} + U_{it}$$

مدل کالدرن-راسل<sup>۵</sup> تلاشی جدی است در زمینه ارائه مبانی تئوری اقتصادی-مالی، مرتبط با رشد بازار سرمایه که در ادامه این تحقیق مورد مطالعه قرار خواهد گرفت. این مدل ارائه‌کننده یک

چارچوب رفتاری از رشد بازار سرمایه در شرایطی است که وجود رابطه بین بازار سرمایه و فعالیت‌های اقتصادی قابل تصور است. در این مدل ضمن آن که رشد اقتصادی و نقدینگی مازاد، مهم‌ترین عوامل تضمین کننده رشد بازار سرمایه تلقی می‌شوند، سرمایه جذب شده در بازار سرمایه به پول محلی به عنوان معیار رشد بازار سرمایه تعریف می‌گردد و بصورت رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$M = kv$$

سرمایه جذب شده به پول محلی:  $M$ ، تعداد شرکت‌های فهرست شده در بازار سرمایه:  $K$ ، متوسط قیمت سهام شرکت‌های فهرست شده در بازار سرمایه به پول محلی:  $V$

کالدرون - راسل معتقد است رشد سرمایه جذب شده در بازار خود پیامد رشد اقتصادی (نرخ رشد سهام سرانه تولید ناخالص ملی) و مازاد نقدینگی بازار سرمایه (افزایش در نسبت سرمایه جذب شده) می‌باشد. در مدل وی دو مسیر تاثیرگذاری رشد اقتصادی بر سرمایه‌های جذب شده در بازار سرمایه بشرح زیر شناخته شده است:

(۱) مسیر اثرگذاری بر ارزش شرکت: رشد اقتصادی از طریق افزایش جریان در آمدی شرکت‌ها و همچنین افزایش سود و بازدهی حقوق صاحبان سهام ناشی از فزونی قیمت سهام می‌تواند بطور مستقیم بر سرمایه‌های سرازیر شده به سمت بازار اثر بگذارد، زیرا امکان انتشار سهام جدید و جذب منابع توسط شرکت‌ها، فراهم می‌گردد.

(۲) مسیر جذب منابع مازاد: رشد اقتصادی امکان حضور تعداد سرمایه‌گذاران با منابع مازاد را در بازار فراهم می‌آورد. این منابع مازاد سبب افزایش تقاضا برای سهام می‌گردد. مجاری تاثیرگذاری رشد اقتصادی بر بازار سرمایه که در این مدل تبیین گردیده است حاکی از آن است که رشد اقتصادی از طریق قیمت‌های سهام، عرضه و تقاضای سهام را متاثر می‌سازد. روابط ۱ و ۲ چارچوب کلی مدل مورد نظر را نشان می‌دهد:

$$M = KV = M(G, T) \quad (1)$$

$$V = V(G, K), K = K(T, V) \quad (2)$$

متغیر برونزای  $G$  سهم سرانه از  $GNP$  به پول محلی را نشان می‌دهد و متغیر  $T$  نسبت بازده سرمایه را تعیین می‌کند. متغیرهای  $K, V$  و  $M$  نیز متغیرهای درون‌زا تلقی می‌گردند. رابطه لگاریتمی روابط فوق به شرح رابطه زیر تعریف می‌شوند:

$$\text{LogM}=\beta_1\text{LogG}+\beta_2\text{LogT} \quad (۳)$$

اجزای تعریف شده در مدل عبارتند از :

$$\text{Logv}=\delta_1\text{logG}+\delta_2\text{logT} \quad (۴)$$

$$\text{Logk}=\alpha_1\text{LogG}+\alpha_2\text{LogT} \quad (۵)$$

رابطه (۳) می‌تواند به صورت زیر نوشته می‌شود :

$$\text{LogM}=(\delta_1+\alpha_1)\text{LogG}+(\delta_2+\alpha_2)\text{LogT}$$

جاییکه :

$$B_1=\delta_1+\alpha_1 \quad (۶)$$

$$\beta_2=\delta_2+\alpha_2 \quad (۷)$$

روابط ۶ و ۷ اثرات رشد اقتصادی (G) و نقدینگی (T) را بر سرمایه‌های جذب شده در بازار (M) نشان می‌دهند. در این روابط اثرات ترکیبی G و T بر ارزش سهام (V) و تعداد شرکت‌های فهرست شده در بورس (K) تبیین شده است.

گرچه نتایج حاصل از اجرای مدل ارزشمند بوده‌اند، اما برخی از متغیرهای مهم و موثر بر رشد بازار سرمایه در مدل دخالت نداشته‌اند. سیاست‌های مالی و اقتصادی و عوامل ریسک به عنوان متغیرهای موثر بر بازار سرمایه از جمله این متغیرها به شمار می‌روند. واسال (۲۰۰۵) به منظور بسط و توسعه مدل کالدرون-راسل روابط بین اجزای مدل را به شرح رابطه زیر تعریف نمود:

$$S=F(G,T,F,P,R)$$

در این معادله خواهیم داشت S: شاخص توسعه بازار سرمایه، G: رشد اقتصادی، T: مازاد نقدینگی، F: سیاست‌های اقتصادی و مالی، P: پورتفویی از سرمایه‌گذاری خارجی، R: ریسک کشوری واسال<sup>۹</sup> در مطالعات خود نقش عوامل مختلف و نحوه توزیع توان تفسیری هر یک از آن‌ها را در رشد بازارهای سرمایه طی دو دهه اخیر مورد مطالعه قرار داد. این نتایج بیانگر آن است که رشد بازارهای سرمایه در اقتصادهای نوظهور طی دو دهه اخیر ناشی از دخالت عوامل چندگانه‌اند. به عبارت دیگر رشد بازارهای سرمایه از طریق دخالت عواملی چون سرمایه‌گذاری خارجی و سیاست‌های دولت هدایت می‌شوند. که دخالت دولت در کشورهای در حال توسعه، به خصوص در بازار سرمایه ایران، (از لحاظ دولتی بودن شرکت‌ها) نقش مهمی در ارزش معاملات و در نهایت توسعه بازار سرمایه دارد. لذا مطالعه و تحقیق واسال، در مقایسه با مطالعات دیگر، به عامل سرمایه‌گذاری

خارجی، تعداد شرکت‌های پذیرفته شده و ارزش معاملات در بازار سرمایه توجه بیشتری دارد و آن عوامل را از جمله عوامل تاثیرگذار بر روی توسعه بازار سرمایه که بر روی رشد اقتصادی تاثیرگذار هستند می‌داند.

### ۲-۳- مقایسه بازار سرمایه در برخی از کشورهای در حال توسعه

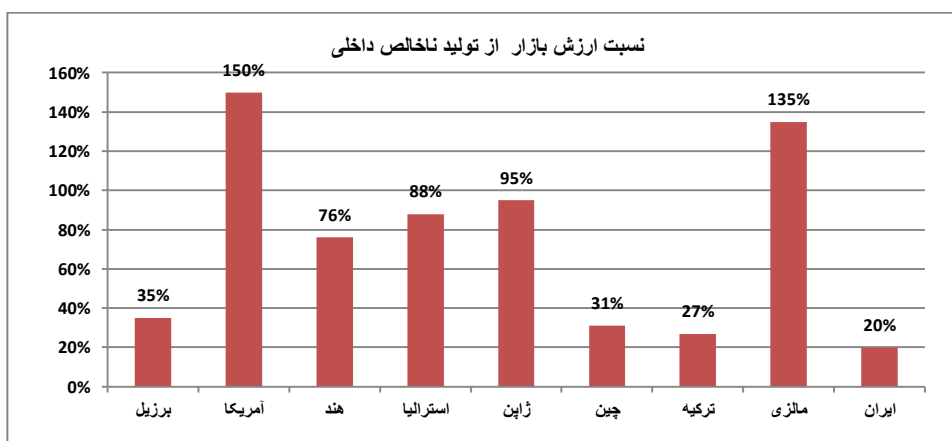
الف) تعداد شرکت‌های عضو بورس: به طور کلی در کشورهای در حال توسعه، تعداد شرکت‌های عضو بورس همواره روند افزایشی داشته است. طی سال‌های ۲۰۱۴-۱۹۹۲، سالانه بر تعداد شرکت‌های عضو بورس در کشورهای مالزی، چین، کره جنوبی و ایران به ترتیب از ۱۱۸,۶۸۸,۲۵۶,۳۲۹ شرکت در سال ۱۹۹۲ به ۳۱۵,۱۸۴۹,۲۶۱۳,۸۹۵ شرکت در سال ۲۰۱۴ رسیده است. این روند نشان‌دهنده حرکت رو به افزایش مشارکت شرکت‌های سهامی عام در بازار متشکل سرمایه و حاکی از روند رو به رشد مالی سرمایه‌گذاری و توسعه فعالیت بنگاه‌های اقتصادی در کشورهای در حال توسعه است.

ب) کل ارزش جاری سهام: این شاخص هم در مورد کشورهای ذکر شده و توسعه یافته نیز در جدول زیر نشان داده شده است.

نام کشورها (بورس)	ارزش بازار سهام (معاملات)	تولید ناخالص داخلی (GDP)	نسبت (درصد)
برزیل	۲۰۰ و ۸۴۳ و ۱۹۴	۱۱۹ و ۲۲۵ و ۵۷۶ و ۳۴۶	۳۵٪
آمریکا	۱۹۰ و ۲۶ و ۲۳ و ۵۸۹ و ۱۹۰	۰۰۰ و ۰۰۰ و ۰۰۰ و ۱۷ و ۴۱۹	۱۵۰٪
هند	۱ و ۵۵۸ و ۲۹۹ و ۹۰ و ۰۰۰	۲ و ۰۴۸ و ۵۱۷ و ۴۳۸ و ۸۷۴	۷۶٪
استرالیا	۱ و ۲۸۸ و ۷۰۸ و ۳۴۰ و ۰۰۰	۱ و ۴۵۴ و ۶۷۵ و ۴۷۹ و ۶۶۶	۸۸٪
ژاپن	۴ و ۳۷۷ و ۹۹۴ و ۳۷۰ و ۰۰۰	۴ و ۶۰۱ و ۴۶۱ و ۲۰۶ و ۸۸۵	۹۵٪
چین	۳ و ۲۳۳ و ۰۳ و ۵۹۰ و ۰۰۰	۱۰ و ۳۵۴ و ۸۳۱ و ۷۲۹ و ۳۴۰	۳۱٪
ترکیه (استانبول)	۲۱۹ و ۷۶۲ و ۵۶۰ و ۰۰۰	۷۹۸ و ۴۲۹ و ۲۳۳ و ۰۳۶	۲۷٪
مالزی	۴۵۹ و ۰۴ و ۳۷۰ و ۰۰۰	۳۳۸ و ۱۰۳ و ۸۲۲ و ۲۹۸	۱۳۵٪
ایران (تهران)	۸ و ۶۰۷ و ۳۸۰ و ۲۳۹ و ۶۵۱	۴۲۵ و ۳۲۶ و ۰۶۸ و ۴۲۳	۲۰٪

منبع: یافته‌های پژوهشگر





منبع: یافته‌های پژوهشگر

در ایران (بورس تهران)، از ابزارهای نوین مالی استفاده مناسبی نشده است، چراکه سرمایه‌گذاری همیشه متأثر از درآمدهای نفتی بوده است. در صورتیکه در سایر کشورها و به ویژه کشورهای تازه صنعتی شده و حتی کشورهای در حال توسعه‌ای که در جدول هم به آن‌ها اشاره شده نظیر چین، مالزی، ترکیه و... به شدت از ابزارهای مالی در جهت تامین مالی استفاده می‌شود که عمدتاً در سازوکار اوراق بهادار تمرکز یافته‌اند. در ایران، هرچند اقداماتی برای توسعه ابزارهای مالی ایجاد شده است (مانند راه‌اندازی صندوق‌های قابل معامله، صکوک و...) ولی این امر پدیده تقریباً ناشناخته‌ای است که به شدت بر تجهیز منابع برای سرمایه‌گذاری‌های جدید تأثیر منفی گذاشته است.

نقش بازار سرمایه ایران در تشکیل سرمایه ملی نیز بسیار اندک است. این نسبت در کشورهای توسعه یافته و حتی کشورهای در حال توسعه ذکر شده در این تحقیق، بالای ۱۰۰ درصد می‌باشد. طبق جدول صفحه قبل، یکی از دلایل عمده پایین بودن نرخ فوق در ایران، جذب قسمت اندکی از وجوه مربوط به افزایش سرمایه در شرکت‌ها است، زیرا موانع قانونی سبب شده است که کل تفاوت قیمت اسمی و قیمت بازار سهام منتشره، به جای شرکت عاید سهامداران شود. این در حالی است که قسمت اعظم معاملات در اغلب بورس‌های معتبر جهان، مربوط به معاملات بر روی اوراق قرضه می‌باشد.

از دلایل دیگر می‌توان به سهم متقاضیان سهام در بورس اشاره کرد، به عبارتی عمده متقاضیان سهام، سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی یا وابسته به دولت‌اند و بخش خصوصی مشارکت کمی در بازار

داشته است، که به طور یقین شیوه نگرش دولتی در بازار سرمایه ایران، حتی در صورت جابه‌جایی سهم بخش عمومی به بخش خصوصی، در آینده ادامه خواهد داشت. به عبارت دیگر، اندازه بازار سرمایه از سیاست‌های اقتصادی هر کشور تبعیت می‌نماید. به طور کلی کشورهای با محوریت بانک پایه بیشتر متأثر از نقدینگی سوق یافته از بانک‌ها به سمت اقتصاد بوده و در این قبیل از کشورها سیاست‌های پولی سکندار اقتصاد آنان است. اما امروزه، همانطور که اشاره شد کشورهای توسعه یافته به سمت تامین نقدینگی از سوی بازار سرمایه هستند.

### ۳- مروری بر مطالعات صورت گرفته

تاثیرگذاری بازار سرمایه بر رشد اقتصادی یکی از مهمترین موضوعات مورد مطالعه در دهه اخیر بوده و کانون توجه برخی از اقتصاددانان قرار گرفته است، بعضی از آنها معتقدند که توسعه مالی از طریق افزایش سطح پس‌اندازها و افزایش سطح سرمایه‌گذاری‌ها می‌تواند زمینه مناسب رشد اقتصادی را فراهم سازد و گروهی دیگر بر این باورند که انتقال تاثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی از طریق تاثیرات آن بر تخصیص بهینه منابع و کارایی سرمایه تاکید دارند.

مارگواکس مک‌دونالد<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۷)، به بررسی عوامل اختلال در بازار سرمایه بین‌المللی طی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۱۴، برای اقتصاد کشورهایی با دارا بودن بازارهای نوظهور می‌پردازد. نتایج حاکی بر آن است که این عوامل اختلال، تاثیر معنی‌داری بر روی دارایی‌ها و عملکرد بازار سرمایه دارند. ایکسوان وینهوو<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۷)، عوامل تاثیرگذار در ساختار بازار سرمایه کشورهای در حال توسعه (نوظهور) را طی سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۱۵ را توسط آزمون GMM بررسی می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که عوامل موثر بر ساختار بازار سرمایه در کوتاه‌مدت و بلندمدت برای کشورهای مورد نظر متفاوت می‌باشد.

آرورا تکسیریا، آنا بلا<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۶)، به بررسی میان رشد اقتصادی و ساختار بازار سرمایه و سرمایه انسانی طی سال‌های (۱۹۶۰-۲۰۱۷) برای کشورهای توسعه‌یافته (OECD) می‌پردازد. نتایج حاکی بر آن است که سرمایه انسانی و تغییرات ساختاری در افزایش دانش صنایع تاثیر مثبت و معنی‌داری را بر رشد اقتصادی می‌گذارد.

یاکین سو، زیکیانگ<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۶)، به بررسی تاثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه انسانی روی رشد اقتصادی طی سال‌های ۱۹۹۱-۲۰۱۰ برای کشور (شهرهای چی) می‌پردازد. نتایج حاکی بر آن است که رشد اقتصادی با رشد جمعیت رابطه معکوس و با نسبت سرمایه انسانی و سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و مستقیم دارد.

بنا و آندکو<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۱) با رویکرد سطح بنگاه برای کشورهای اروپایی در دوره ۱۹۹۶-۲۰۰۵ نشان نشان داده‌اند بنگاه‌ها در صنایعی با داشتن فرصت‌های رشد، در کشورهای توسعه یافته از تامین مالی بیرون از بنگاه بیشتر استفاده می‌کنند. آن‌ها این فرضیه را آزمون می‌کنند که گسترش مالی، کارایی تخصیص سرمایه را از طریق سوق دادن تامین مالی بیرونی به سوی بهترین فرصت‌های رشد بهبود می‌بخشد.

آزمن و همکاران<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۰) در مطالعه‌ای نقش بازار مالی را در رابطه بین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد اقتصادی بررسی کردند. آن‌ها در این پژوهش با استفاده از داده‌های ۹۱ کشور در دوره ۱۹۷۵-۲۰۰۵ و روش تخمین آستانه‌ای به این نتیجه رسیدند زمانی که توسعه بازار مالی از حد معینی افزایش یابد، تاثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی مثبت خواهد شد.

سهیلی، حسین و سهراب شکرپیگی (۱۳۹۵). به بررسی ارتباط بین نقدشوندگی و بازده سهام می‌پردازند. لذا این تحقیق با بررسی داده‌های مربوط به ۱۳۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با روش رگرسیون چند متغیره و بر مبنای داده‌های ترکیبی می‌پردازد، نتایج پژوهش بیان می‌کند که بین نقدشوندگی سهام و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. محمدعلی زاده، آرش، راعی، رضا، محمدی، شاپور (۱۳۹۴) به پیش‌بینی سقوط بازار سهام با استفاده از شبکه عصبی نگاشت خودسازمان‌ده، می‌پردازند. نتایج اجرای مدل و پیش‌بینی برون‌نمونه‌ای حاکی از این است که مدل عملکرد به نسبت قابل قبولی را در پیش‌بینی دوره‌های پیش از سقوط در بازار سهام به دست آورده است.

اسعدی، عبدالرضا، (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر متغیرهای شرکتی و نقش تعدیل‌کننده مالکیت دولت بر ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. نتایج نشان می‌دهند که برای هر دو گروه شرکت‌ها، سودآوری تاثیر منفی معناداری بر نسبت‌های اهرمی داشته است. تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر استفاده از بدهی‌ها در ساختار سرمایه نیز مثبت و معنادار بوده است.

اعتمادی، حسین، منتظری، جواد (۱۳۹۲) به بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر رقابت بازار تولید پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که در مدل ایستا، تاثیر سودآوری، معیار اول ارزش وثیقه‌ای دارایی‌ها و نسبت جاری بر ساختار سرمایه منفی و معنادار و تاثیر رقابت بازار تولید و همچنین سپر مالیاتی غیر بدهی بر ساختار سرمایه، مثبت و معنادار بوده است.

#### ۴- روش تحقیق

در این تحقیق برای جمع‌آوری اطلاعات و داده‌ها از دو روش کتابخانه‌ای و میدانی استفاده شده است. در بخش کتابخانه‌ای مبانی نظری تحقیق از کتب و مقالات تخصصی لاتین و فارسی گردآوری می‌گردد و در بخش میدانی تحقیق، داده‌های مربوط به تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش کل معاملات بازار در بورس و تولید ناخالص داخلی را از گزارش‌های سالانه بانک جهانی و مرکز آمار استخراج شده است.

همانطور که ذکر شد، هدف این تحقیق تفسیر و برآورد ضرائب متغیرهای توضیحی بکار گرفته شده در مدل بر روی رشد اقتصادی برای بورس اوراق بهادار تهران و سایر کشورهای در حال توسعه طی سال‌های ۱۹۸۸-۲۰۱۶ است، که روش و تکنیکی که در این مدل بکار برده شده است نوع داده‌های تلفیقی (panel data) بوده و با داده‌های استفاده شده در نرم افزار EViews پردازش و نتایج مدل برآورده شده است. ما در این تحقیق، از الگوی زیر که مدل رشد درون‌زا می‌باشد و توسط لوین و کینگ<sup>۱۷</sup> (۱۹۹۳) ارائه شده است، استفاده کرده و متغیرهای تحقیق را براساس این الگو، تاثیراتشان را بر روی رشد اقتصادی بررسی کرده‌ایم که معادله آن به شکل زیر است:

$$Y_{it} = \alpha_i + \theta_i + \beta F_{it} + \gamma X_{it} + U_{it}$$

که در آن  $Y_{it}$ : نرخ رشد تولید ناخالص داخلی در کشور  $i$  ام در زمان  $t$ ، و  $F_{it}$ : شاخص درجه توسعه بازار مالی و  $X_{it}$ : نماد متغیر تامین مالی است.  $T$ : نشان دهنده دوره زمانی،  $\alpha_i$  و  $\theta_i$  به ترتیب ضرایب مربوط به اثرات دوره و مقطع هستند. مدل استفاده شده در این تحقیق به شکل زیر می‌باشد، که متغیر وابسته در این تحقیق رشد تولید ناخالص داخلی (DGDP) است و متغیرهای توضیحی نیز در این مدل شامل (تغییرات تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس (Listed)، بازده حقوق صاحبان سهام (Return)، تغییرات ارزش کل معاملات انجام شده در بازار سرمایه (Value) و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) می‌باشند.

$$DGDP = f(D_{listed}, D_{value}, D_{return}, D_{FDI})$$

منظور از  $D$ ، تغییرات یا همان دیفرانسیل برای رفع نامانایی متغیرها می‌باشد. در تمامی مراحل این تحقیق متغیر رشد تولید ناخالص داخلی، به عنوان شاخص رشد اقتصادی مطرح شده است. قابل توجه است که داده‌های اقتصادی آورده شده از سایت world bank & fraser استخراج شده‌اند.

### ۵- برآورد مدل و تفسیر نتایج

ما ابتدا مدل را برآورد کرده و برای اینکه ببینیم داده‌های مدل تابلویی هستند یا تلفیقی از آزمون F لیمر، استفاده می‌کنیم، به طوریکه اگر p جدول کمتر از 0/05 و آماره F بزرگتر از مقدار بحرانی باشد، از داده‌های تابلویی استفاده می‌کنیم.

همانطور که در جدول (۵-۱) مشخص است، مقدار p معنی‌دار بوده و آماره F جدول بزرگتر از مقدار بحرانی می‌باشد، پس داده‌های این مدل پنل دیتا می‌باشند. بعد از بررسی اینکه داده‌ها تابلویی‌اند یا تلفیقی، مدل را به روش اثر ثابت یا (Fixed effect) برآورد کرده که نتایج آن در جدول (۵-۲) آمده است و در نهایت برای اینکه بدانیم که مدل را به روش اثر ثابت (Fixed effect) یا اثر تصادفی (Random effect) باید برآورد کرد، آزمون هاسمن را انجام داده که نتایج آن در جدول (۳-۵) آمده است.

جدول (۵-۱) آزمون F لیمر

مقدار آماره F	درجه آزادی	احتمال
۴/۴۱۶	۶/۷۲	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۵-۲)

متغیرهای مستقل	ضرائب (t)	احتمال
سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)	۳/۵۴۲	۰/۰۰۰۷
ارزش معاملات انجام شده (Value)	۳/۴۶۲	۰/۰۰۰۹
شرکت‌های پذیرفته شده در بورس (Listed)	۰/۷۹۹۵	۰/۴۲۶۶
بازده سهام (حقوق صاحبان سهام) (Return)	۴/۸۶۰	۰/۰۰۰

متغیر وابسته (تولید ناخالص داخلی) می‌باشد و برای تمامی متغیرها تغییرات ( $\Delta$ ) لحاظ شده است.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۳-۵) آزمون هاسمن (Hausman Test)

آماره چی دو	درجه آزادی	احتمال
۰/۳۲۵۷	۴	۰/۹۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که از نتایج جدول بالا مشخص است، از الگوی اثرات تصادفی (Random effect)، استفاده می‌شود که در جدول (۴-۵) نتایج تمامی ضرائب متغیرها از لحاظ آماری معنی‌دار و دارای اثر مثبت بر روی رشد اقتصادی (تغییرات تولید ناخالص داخلی) می‌باشند. نتایج به قرار ذیل می‌باشند:

جدول (۴-۵) آزمون اثرات تصادفی (Random effect)

متغیرهای مستقل	ضرائب	انحراف معیار	آماره (t)	احتمال
شرکت‌های پذیرفته شده در بورس (Listed)	۲/۵۷۸۹	۰/۶۹۹۳	۵/۱۱۷۵	۰/۰۰۰۰
سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)	۰/۳۲۷۳	۰/۰۶۲۴	۵/۲۴۴۴	۰/۰۰۰۰
ارزش معاملات انجام شده (Value)	۰/۰۵۳۱	۰/۰۱۳۳	۳/۹۸۵۵	۰/۰۰۰۲
بازده سهام (حقوق صاحبان سهام) (Return)	۰/۰۵۰۲	۰/۰۱۰۷	۴/۶۸۴۵	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که از نتایج جدول مشخص است با توجه به ضرایب متغیرها و آماره احتمال جدول و مقایسه آن با سطح بحرانی، تمامی متغیرها از لحاظ آماری معنی‌دار و مثبت می‌باشند، در این میان علت افزایش ضریب متغیر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نسبت به سایر متغیرها اینگونه می‌توان تفسیر کرد که زمانیکه ورود شرکت‌ها به بازار سرمایه افزایش می‌یابد، سرمایه و نقدینگی وارد بازار سرمایه شده و به دنبال آن اشتغال و سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و در نهایت منجر به افزایش رشد اقتصادی می‌گردد و تاثیر بیشتری را بر رشد اقتصادی می‌گذارد. در ادامه برای بررسی ارتباط بلندمدت بین متغیرها با رشد اقتصادی، ابتدا مانایی متغیرها را آزمون کرده و بعد از رفع نامانایی، تعداد طول وقوع بهینه را مشخص کرده و در نهایت آزمون هم‌انباشتگی یا (Cointegration) را انجام می‌دهیم. همانطور که در جدول (۵-۵) آمده، تنها متغیرهای بازده حقوق صاحبان سهام و تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس هستند که دارای ریشه واحد می‌باشند.

جدول (۵-۵) آزمون ریشه واحد به روش فیشر (Unit Root)

متغیر	آماره کای دو	احتمال
بازده حقوق صاحبان سهام	۲۴/۰۷	۰/۰۸۷۹
شرکت‌های پذیرفته شده در بورس	۲۱/۳۴	۰/۳۷۵

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۵-۶) آزمون ریشه واحد (بعد از رفع نامانایی متغیرها)

متغیر	آماره کای دو	احتمال
بازده حقوق صاحبان سهام	۹۹/۵۳۳	۰/۰۰۰۰
شرکت‌های پذیرفته شده در بورس	۱۰۱/۰۷۵	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

آزمون هم‌انباشتگی را برای بررسی ارتباط بلندمدت بین متغیرها، (Cointegration) را انجام می‌دهیم و بعد از تعیین طول وقفه بهینه (عدد ۷) نتایج آن در جدول زیر آمده است. با توجه به نتایج آماره جدول، می‌توان به این نتیجه رسید که حداقل یک رابطه بلندمدت معنی‌دار و مثبتی بین متغیرهای توضیحی مدل با متغیر وابسته مدل یا همان رشد اقتصادی وجود دارد، که این همان نتیجه‌ای است که ما در اهداف و فرضیه‌های تحقیق به دنبال آن بودیم.

جدول (۵-۷) بررسی رابطه بین متغیرها با تولید ناخالص داخلی با استفاده از آزمون هم‌جمعی (Cointegration)

فرضیه‌ها	احتمال
حداقل وجود یک رابطه بلندمدت	0.0000
حداقل وجود دو رابطه بلندمدت	۰/۰۵۱۰۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۶- نتیجه‌گیری

در این بخش با استفاده از روش داده‌های تابلویی (Panel data) به بررسی نقش بازار سرمایه و تاثیر آن بر روی رشد اقتصادی با استفاده از متغیرهای به کاررفته به صورت کوتاه‌مدت و بلندمدت برای کشورهای در حال توسعه از جمله: ایران، هند، کره جنوبی، مالزی امارات، چین و آفریقای جنوبی در این مدل پرداختیم، پس با توجه به جداول و نتایج آماری استخراج شده، به این نتیجه می‌رسیم که به سوالات تحقیق و فرضیه‌ها جواب داده شده است، به عبارتی ضرایب متغیرهای مدل تحقیق یعنی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از لحاظ آماری معنی‌دار و اثر مثبتی را بر رشد اقتصادی (رشد تولید ناخالص داخلی) گذاشته‌اند. می‌توان به این نتیجه رسید که تامین مالی به وسیله شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، از طریق بازار سرمایه در رشد اقتصادی اثر معنی‌دار و مثبتی را بر رشد اقتصادی می‌گذارد. همچنین درجه توسعه بازار مالی یعنی، (ارزش کل معاملات و بازده حقوق صاحبان سهام) به

اثر بخشی بیشتر بازار سرمایه در رشد اقتصادی منجر گردید، به عبارتی برآورد ضرائب متغیرهای ارزش معاملات و بازده حقوق صاحبان سهام از لحاظ آماری معنی دار و اثر مثبتی بر روی رشد اقتصادی را نشان داده‌اند.

از عمده عواملی که در توسعه بازار سرمایه نقش دارد، ابزارهای بازار سرمایه است. در واقع در اغلب مطالعات و تحقیقات صورت گرفته در زمینه ارتباط و نقش بازارهای مالی، خصوصاً بازار سرمایه در تامین مالی و رشد اقتصادی، اشاره‌ای به نقش ابزارهای مالی در رشد بازارهای سرمایه کشورها ندارند، به عبارتی در این تحقیق یکی از دلایل مهم و کلیدی که باعث شده است بورس‌های دنیا از لحاظ حجم و ارزش معاملاتی بازار و سهمشان از تولید ناخالص داخلی نسبت به دیگر بورس‌ها (کشورهای در حال توسعه) از جمله بورس تهران بیشتر باشد، بررسی شده است، که توسعه یافتگی و استفاده از ابزارهای مالی و معامله شدن انواع اوراق بهادار در این بورس‌ها نسبت به بورس‌های کشورهای در حال توسعه می‌باشد. در دلیل به کارگیری این ابزارها، هم پوشانی نیازهای بازارهای سرمایه است. این بازارها به دو حوزه تامین مالی و اوراق مشتقه قابل تفکیک هستند. اگر ما حوزه بازار سرمایه را در دو کارکرد اساسی خلاصه نماییم، کارکرد نخست، تامین منابع مالی درازمدت بنگاه‌ها از طریق هدایت منابع پس‌انداز به کمک ابزارهایی مانند سهام، اوراق قرضه و سایر ابزارها است و کارکرد دوم آن مدیریت ریسک از طریق فراهم آوردن راهبردهای پوشش خطر در بازارهای مالی یا فعالیت‌های بخش واقعی اقتصاد ملی است.

امروزه کشورهایی در اقتصاد رشد بیشتری می‌نمایند، که در اجرایی نمودن راهکارهای نوین تامین مالی پیشگام باشند. براین اساس توسعه ابزارهای تامین مالی به مانند صدور اوراق مشارکت و انواع صکوک در بازار سرمایه گام موثری در این امر است. اما مهمترین مسئله در این بخش ایجاد سازکارهای مناسب در فراهم نمودن تامین مالی از بازار سرمایه در حوزه بین‌المللی است که خود نیازمند تجهیز زیرساختی نرم‌افزاری و سخت‌افزاری بازار سرمایه است. این گام نقش موثری در جذب منابع تامین مالی در سطح بین‌الملل دارد. در ایجاد ساخت‌های ذکر شده گام‌های موثری در چندسال اخیر برداشته شده است اما این حوزه همچنان نیازمند توجه خاصی از سوی تمام ارکان نظام است.

در اقتصادهایی که از بازارهای مالی نسبتاً پیشرفته‌ای برخوردار هستند بازار سرمایه نقش فزاینده‌ای در تامین مالی بنگاه‌ها ایفا می‌نمایند. در حالیکه سیستم مالی بانک محور در اکثر کشورهای در حال توسعه به دلایلی چون برنامه مرکزی توسط دولت، تامین نقدینگی، ایجاد اطمینان در نظام پرداخت، نقش مسلطی را در نظام مالی ایفا می‌کند. بازار سرمایه در این کشورها فاقد ابزارهای مالی کافی است، میزان منابع سرمایه‌گذاری شده به نسبت کوچک است و قیمت‌های



اسمی و واقعی دارایی‌ها نوسان بسیار دارند. از اینرو، برای جلوگیری از سلطه بانک‌ها بر فرآیند واسطه‌گری مالی در کشورهای در حال توسعه، توسعه بازارهای سرمایه باید مورد تشویق قرار گیرد. این بازارها نه تنها اطلاعاتی را به وجود می‌آورند که در اختیار همگان هستند، بلکه علاوه بر فراهم آوردن گزینه‌های مالی بیشتر برای بنگاه‌های در جستجوی منابع، علایم مهمی برای کمک به تخصیص منابع پدید می‌آورند، اما بانک‌ها به دلیل حمایت از موقعیت بازاری خودشان، تمایل به زدودن انگیزه‌های این گسترش دارند. بنابراین، گسترش بازار سرمایه (سهام و اوراق مشارکت و...) می‌تواند در تضاد با منافع بانک‌های مسلط بر بازار مالی باشد و به این دلیل، مانع تحقق آن شوند. و در نهایت همانطور که اشاره و پیشنهاد شد بسترسازی از مهمترین ارکان توسعه بازار سرمایه است که نیازمند عزم ملی در این حوزه می‌باشد.

## ۷- پیشنهادات

در راستای عملکرد بهتر بازار سرمایه موارد ذیل را می‌توان مدنظر داشت :

- ۱) ایجاد یک سیستم اطلاعات مدیریت مناسب، در واقع با کنترل قیمت سهام شرکتها یکی از مهمترین وظایف مدیریت تالار بورس است.
- ۲) متوقف ساختن معاملات هنگامی که قیمت سهام به یکباره بصورت غیر متعارف افزایش می‌یابد، از جمله اقداماتی است که یک سیستم مدیریت می‌تواند آنرا تسهیل کند.
- ۳) شناساندن روشهای سرمایه‌گذاری در بورس و شناساندن بازار بورس به مردم از طریق گسترش فرهنگ بورس و فعالیتهای آموزشی و تبلیغی لازم .
- ۴) توسعه کمی و کیفی شبکه‌های اتصال بورس و در نتیجه ایجاد یک بازار بورس ملی به منظور جذب سرمایه‌گذاری نقاط مختلف کشور.
- ۵) ایجاد یک بستر مناسب برای حضور سرمایه‌گذاران خارجی در بورس برای تضمین و گسترش این بازار و همچنین تامین بخشی از منابع ارزی مورد نیاز کشور و بهبود موازنه پرداختها.
- ۶) فراهم نمودن امکان فعالیت بازارسازان در بورس به منظور سرعت بخشیدن در انجام معاملات، هدایت قیمت به سوی ارزش ذاتی آن، جلوگیری از نوسانات شدید قیمت و ایجاد تعادل در عرضه و تقاضای سهام.

### فهرست منابع

- ۱) سهیلی، حسین و سهراب شکرپیگی. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین نقدشوندگی و بازده سهام، پنجمین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت و دومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری‌های باز، تهران، همایشگران مهراشراق.
- ۲) محمدعلی‌زاده، آرش، راعی، رضا، محمدی، شاپور (۱۳۹۴). پیش‌بینی سقوط بازار سهام با استفاده از شبکه‌های عصبی نگاشت خودسازمان‌ده، مجله‌ی تحقیقات مالی، دوره ۱۷، شماره ۱، بهار و تابستان ۱۳۹۴، صفحه ۱۷۸-۱۵۹.
- ۳) شاه‌علیزاده، بیتا. (۱۳۹۵). اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش با نقدشوندگی بازار، بازدهی بازار و اندازه معاملات، سومین همایش بین‌المللی مدیریت و حسابداری ایران، همدان.
- ۴) حیدری، پ. و افشاری، ز. (۱۳۹۱). عوامل اقتصادی و اجتماعی موثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با تاکید بر شاخص‌های حکمرانی. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، ۱۲: ۱۴۱-۱۷۰.
- ۵) سامتی، م. رنجبر، ه. و همت‌زاده، م. (۱۳۹۱). بررسی تاثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی تحت اطلاعات نامتقارن (مطالعه کشورهای منتخب توسعه یافته و در حال توسعه) فصلنامه پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، ۹: ۳-۴۰.
- ۶) اعتمادی، حسین. منتظری، جواد، (۱۳۹۲). بررسی عوامل موثر و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، با تاکید بر رقابت بازار تولید، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۳، صفحه ۱-۲۶.
- 7) Xuan vinhvo (2017), Determinants of capital structure in emerging makers: Evidence from vietnam, Research in International Business and finance. Volume 40, pages 105-113.
- 8) Margaux MacDonald (2017), International capital market fictions and spillovers from quantitative easing, Journal of International Money and finance, volume 70, pages 135-156.
- 9) Aurora. A. C. Teixeira, Anabelas. s. Queiros (2016), Economic growth, human capital and structural change: A dynamic panel data analysis, Reaserch policy, volume 45, Issue 8, october 2016, pages 1636-1648.
- 10) Yaqinsu, zhiqiang Lin (2016), The impact of foreign direct investment and human capital on economic growth: Evidence from chinese cities. China Economic Review, volume 37, pages 97-109.
- 11) Tiwary MK, Thampy A (2015). Financial development and economic growth: Evidence from states in India. J. Finance. Account. Manage. 6(1): 41-86.

- 12) Opara,c,c., Emenike,K.O and Ani,W.U.(2015),Behaviour of Nigeria Financial Market Indicator: Evidence from Descriptive Analysis,American Journal of Economics,Finance and Management,1(5),PP.421-429.Retrieved from <http://www.aiscience.org/journal/ajefm>
- 13) JahferA,Inoue T(2014).Financial development and economic growth: The role of stock market in japan.Int.Rev.Bus.Res.Papers10(2):46-61.
- 14) Kremer S,Bick,A,Nautz D(2013).Inflation and growth: New evidence from a dynamic panel threshold analysis.Empir.Econ.44(2):861-878.

#### یادداشت‌ها

---

<sup>1</sup> Kunt and Livine

<sup>3</sup> Foreign Direct Investment(FDI)

<sup>3</sup> Hicks

<sup>4</sup> Schumpeter

<sup>5</sup> Calderon-Rassel

<sup>6</sup> Additional Liquidity

<sup>7</sup> The “value of Companies” Channel

<sup>8</sup> The “Additional Resources” Channel

<sup>9</sup> Kamal A. El-Wassal

<sup>10</sup> WorldBank.org

<sup>12</sup> Margaux MacDonald(2017), International capital market fictions and spillovers from quantitative easing,Journal of International Money and finance,volume70, pages 135-156.

<sup>13</sup> Xuan vinhvo (2017), Determinants of capital structure in emerging makers: Evidence from vietnam, Research in International Business and finance.Volume40,pages 105-113.

<sup>14</sup> Aurora.A.C.Teixeira,Anabelas.s.Queiros(2016),Economic growth,human capital and structural charge:A dynamic panel data analysis, Reaserch policy,volume45,Issue8,october 2016,pages 1636-1648.

<sup>15</sup> Yaqinsu, zhiqiangLin(2016),The impact of foreign direct investment and human capital on economic growth: Evidence from chinese cities. China Economic Review,volume 37,pages 97-109.

<sup>15</sup> Jan Bena, Peter ondko

<sup>16</sup> Azman et al

<sup>17</sup> Levin,A.,Lin,C.F., and C.Chu(2002). “Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties”, Journal of Econometrics, 108, 1-24.