

# اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی

دکتر علی حسن زاده<sup>۱</sup>

اعظم احمدیان<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۸/۱۰/۱

تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۸۹/۱/۲۲

## چکیده

مطالعات مختلفی در زمینه اثر توسعه بورس بر رشد اقتصادی به صورت بررسی اثر بازار بورس بر سیستم بانکی به صورت مجزا و به صورت توأمان وجود دارد. اکثر مطالعات، وجود بازارهای بورس توسعه یافته را در ارتقای رشد اقتصادی، مفید و مؤثر می‌دانند. همچنین، اکثر مطالعات تأیید می‌کنند که در بلندمدت، ارتباط دو طرفه‌ای میان رشد اقتصادی و توسعه بازار بورس وجود دارد. در کوتاه‌مدت در بعضی از کشورها، رشد اقتصادی منجر به توسعه بازار بورس شده است ولی ارتباط، یک طرفه و از سوی بورس بر رشد اقتصادی است. این مقاله به بررسی اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی در مقایسه با اثر توسعه سیستم بانکی بر رشد اقتصادی در ایران می‌پردازد. نتایج، حاکی از آن است که ارتباط مثبتی بین رشد اقتصادی و شاخص‌های توسعه بازار بورس وجود دارد. ولی به علت

\* دانشیار پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.

\*\* کارشناس پژوهشی، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.

عدم توسعه یافتگی بورس تهران، اثر آن بر رشد اقتصادی، کمتر از اثر اعتبارات اعطایی از سوی سیستم بانکی به بخش خصوصی است.

**واژه‌های کلیدی:** بازار مالی، رشد اقتصادی، نرخ انباشت سرمایه، نرخ ارزش سهام مبادله شده، نسبت گردش.

**طبقه‌بندی JEL:** G10، C23، O40.

## ۱. مقدمه

طبق نظریه‌های اقتصاد کلان، انباشت سرمایه فیزیکی یکی از شرایط لازم برای رشد اقتصاد ملی به حساب می‌آید. به عبارتی به کارگیری مطلوب نیروی کار در فرایند تولید، تا حد زیادی به میزان سرمایه موجود بستگی دارد و انباشت سرمایه در تعیین میزان افزایش ستانده کل و ستانده سرانه نیروی کار نقش مهمی ایفا می‌نماید. به طریق اولی، همراه با گسترش زمینه‌های افزایش تولید و بهره‌وری در اقتصاد ملی، میزان پیشرفت جامعه با میزان سرمایه‌گذاری انجام شده در آن، رابطه همسو و متناسب دارد. بسیاری از مطالعات اقتصادی تأیید می‌کنند که در صورت فقدان سرمایه کافی، رشد اقتصادی با مشکل جدی مواجه می‌شود. بسیاری از کشورهای در حال توسعه نیز با مشکل اساسی کمبود سرمایه روبرو هستند. از آنجا که انباشت سرمایه یکی از مهمترین منابع رشد مداوم اقتصادی یک کشور به شمار می‌رود، می‌توان از طریق بازارهای مالی، فرایند تشکیل سرمایه را تسریع نمود. بازارهای مالی به سبب نقش اساسی در گردآوری منابع از طریق پس‌اندازهای کوچک و بزرگ موجود در اقتصاد ملی، بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آنها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی، مورد توجه قرار می‌گیرند. اثرات مثبت بازار اوراق بهادار بر توسعه اقتصادی، از جمله: افزایش انگیزه سرمایه‌گذاری از طریق کاهش ریسک، قیمت‌گذاری ریسک و تسهیل ریسک نقدینگی و تجهیز و بسیج سپرده‌ها و غیره آنقدر زیاد و حساس است که برخی از اقتصاددانان بر این عقیده‌اند که تفاوت اقتصادهای توسعه‌یافته و توسعه‌نیافته، نه در تکنولوژی پیشرفته بلکه در وجود بازارهای مالی یکپارچه، فعال و گسترده است؛ بازارهایی که کشورهای توسعه‌نیافته از آن محروم هستند. این مطالعات نشان می‌دهد که سطح توسعه بازارهای مالی، به ویژه بازار سهام، و تأثیری که بر تأمین مالی شرکت‌ها و انتخاب روش تأمین مالی شرکت‌ها دارد، در نهایت، تأثیر شگرفی بر رشد اقتصادی بر جای می‌گذارد. بازارهای مالی پیشرفته نظیر بازارهای مالی کشورهای پیشرفته صنعتی، حجم قابل ملاحظه‌ای از سرمایه مالی اقتصاد خود را در کنترل دارند. این بازارها با ایجاد انگیزه پس‌انداز کردن و تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری با هدف تشکیل سرمایه نقش مهمی در تسریع رشد اقتصادی بر عهده

می‌گیرند.<sup>۱</sup>

مقاله حاضر در صدد است، میزان اثرگذاری بازار بورس در رشد اقتصادی ایران و گروهی از کشورهای منتخب را بررسی نماید.

## ۲. مبانی نظری ارتباط بین بازار سرمایه و رشد اقتصادی

چرا توسعه مالی منجر به رشد اقتصادی می‌شود؟ لوین<sup>۲</sup> چهارچوب مفیدی را در ارتباط با نقش واسطه‌های مالی بیان می‌کند. وی معتقد است که واسطه‌های مالی به دو طریق می‌توانند رشد اقتصادی را افزایش دهند: تشکیل سرمایه و ابداعات تکنولوژیکی.

اول اینکه وجود واسطه‌های مالی ریسک را توزیع می‌کند. بدون وجود بازار مالی، وجوه سرمایه‌گذاری شده از پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت خارج می‌شود و این امر، منجر به کاهش رشد اقتصادی می‌گردد. بازار سرمایه، با جمع‌آوری وجوه خود و ارائه آن به سرمایه‌گذاران، امکان سرمایه‌گذاری بلندمدت را فراهم می‌کند. در کل، ریسک نقدینگی و ریسک بهره‌وری که سرمایه‌گذاران خرد با آن مواجه می‌شوند، متنوع می‌باشد. بازار سرمایه این امکان را به سرمایه‌گذاران می‌دهد که در تعداد زیادی از بنگاه‌ها سهام باشند و با تنوع امکانات واسطه‌های مالی، اقتصاد را به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک بالا تشویق می‌کند و این امر منجر به تحریک رشد اقتصادی می‌شود.

دوم اینکه واسطه‌های مالی با به دست آوردن اطلاعات، تخصیص منابع بین پروژه‌های مختلف را بهبود می‌بخشند. وجود اطلاعات نامتقارن، انجام یک تحقیق را الزامی می‌کند. ممکن است که بنگاهی پروژه‌هایی برای اجرا داشته باشد ولی اطلاعات مفیدی راجع به الزامات اجرای آن در اختیار سرمایه‌گذاران قرار ندهد؛ بنابراین کسب اطلاعات برای سرمایه‌گذاران پرهزینه خواهد بود. بازار سرمایه شرایطی را فراهم می‌کند تا سرمایه‌گذاران بتوانند اطلاعات مورد نیاز برای انجام سرمایه‌گذاری را به دست آورند.

سوم اینکه بازار سرمایه کنترل شرکتی را بهتر می‌کند. بازار بورس، منافع مشترکی را بین مدیران و مالکان بنگاه‌ها فراهم می‌کند.

چهارم اینکه بازار سرمایه باعث تحریک مناسب پس‌انداز می‌شود. بازار سرمایه،

۱- محمود، ختایی و همکاران (۱۳۷۸).

2- Levine, Ross (1997).

سرمایه‌های خرد را جمع‌آوری نموده و آنها را در محل‌های مناسب سرمایه‌گذاری می‌کند. پنجم اینکه بازار مالی تخصصی شدن را افزایش می‌دهد. تخصصی شدن باعث کاهش هزینه‌های معاملات شده و رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد.

آیا ارتباطی بین بازار سرمایه و رشد اقتصادی وجود دارد؟ تئوری‌های موجود، ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی و اثرات مجزای بازار سرمایه و بانک‌ها بر رشد اقتصادی را تأیید نموده‌اند.

بسیاری از مدل‌ها، نظیر کینگ و لوین<sup>۱</sup>، تأیید می‌کنند که وجود واسطه‌های مالی و ارتباط آنها با بازارهای مالی، هزینه‌های معاملاتی و اطلاعاتی را کاهش داده و کمک بزرگی به تخصیص مناسب منابع نموده و منجر به تحقق رشد بلندمدت می‌شوند. این دسته از مدل‌ها، همچنین نشان می‌دهند که توسعه مالی می‌تواند به رشد اقتصادی آسیب بزند. بالاخص اینکه ممکن است توسعه مالی، با گسترش تخصیص منابع و کاهش نرخ بازده پس‌انداز، منجر به کاهش نرخ پس‌انداز شود. تئوری‌های موجود در مورد ارتباط بین بازار سرمایه و بانک‌ها نشان می‌دهد که این دو می‌توانند جانشین و مکمل هم باشند. اقتصاددانانی نظیر بوید و پرسکات<sup>۲</sup> بیان می‌کنند که بانک‌ها نقش مفید و مؤثری در بهبود تخصیص منابع دارند ولی اقتصاددانانی نظیر استیگلیتز<sup>۳</sup> و بید<sup>۴</sup> بیان کرده‌اند که بازار سرمایه نمی‌تواند منابع را، به خوبی بانک‌ها، تخصیص دهد.

نظریه‌های سنتی رشد برای بررسی ارتباط بین واسطه‌های مالی و رشد اقتصادی، مناسب نیستند؛ زیرا آنها روی سطح موجودی سرمایه سرانه یا بهره‌وری متمرکز هستند نه روی نرخ رشد. اما مطالعات اخیر، ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را با به کارگیری مدل‌های رشد درون‌زا بررسی نموده‌اند.

در این چهارچوب، نه تنها اثر بازار سرمایه بر سطح رشد اقتصادی نشان داده می‌شود، بلکه اثر آن بر نرخ رشد نیز دیده می‌شود. لوین<sup>۵</sup> در این چهارچوب چند دیدگاه مطرح می‌کند: دیدگاه اول بیان می‌کند بازار سرمایه رشد اقتصادی بلندمدت را بهبود می‌بخشد. در دیدگاه دوم، نقدینگی بازار نقش مؤثری در رشد اقتصادی دارد. نقدینگی موجود در بازار

1- King, Robert G. And Levine, Ross (1993a).

2- Boyd John, H. And Prescott. Edwardc (1986).

3- Stiglitz, Joseph. E. (1985).

4- Bhide, Amor (1993).

5- Levine, R. (1991).

سرمایه می‌تواند منابع مناسبی برای سرمایه‌گذاری فراهم نماید و منجر به ایجاد دارایی دائمی به واسطه انتشار سهام شود. در دیدگاه دوم، ارتباط بلندمدت بین بازار سرمایه و رشد اقتصادی محل تردید است.

گرین وود و اسمیت<sup>۱</sup> بیان می‌کنند بازار سرمایه، هزینه جابجایی پس‌انداز را کاهش می‌دهد و امکانات سرمایه‌گذاری با بهترین تکنولوژی را فراهم می‌آورد. آفسلد<sup>۲</sup> معتقد است ریسک سهام بین‌المللی به واسطه ادغام بازارهای سرمایه، تخصیص منابع را بهبود بخشیده و رشد اقتصادی را تسریع می‌کند.

استیگلitz<sup>۳</sup> بیان می‌کند که بازار سرمایه نمی‌تواند اطلاعات نامتقارن را بهبود ببخشد و علت آن این است که سرعت تغییر قیمت بالا است و مشکل سواری مجانی<sup>۴</sup> پیش می‌آید. کانت و لوین<sup>۵</sup> خاطر نشان کردند که بنا به چند دلیل، کاهش نقدینگی بازار سهام از طریق کاهش پس‌انداز ممکن است باعث کاهش رشد اقتصادی شود:

- اول اینکه ممکن است بازار سرمایه نرخ پس‌انداز، را به واسطه اثرات جانشینی و درآمدی، کاهش دهد.
- دوم اینکه با کاهش اطمینان مرتبط با سرمایه‌گذاری، ممکن است نقدینگی بیشتر بازار سهام، نرخ پس‌انداز را (به علت اثرات پیچیده و مبهم عدم اطمینان روی پس‌انداز) تحت تأثیر قرار دهد.
- سوم اینکه ممکن است نقدینگی بازار سهام، سرمایه‌گذاران نزدیک‌بین<sup>۶</sup> را به سرمایه‌گذاری ترغیب نماید و رشد اقتصادی را کاهش دهد.

نقدینگی بیشتر بازار ممکن است منجر به این شود که سرمایه‌گذاران، در فروش سهام خود تعلل نمایند. نقدینگی بیشتر بازار ممکن است باعث شود که سرمایه‌گذاران ضعیف سهام خود را واگذار نمایند و سرمایه‌گذاری کاهش یابد و کنترل شرکت توسط مدیران و مالکان بنگاه‌ها را افزایش دهد.

جنسن و مورفی<sup>۷</sup> برخلاف این دیدگاه بیان می‌کنند که بازار سرمایه منجر به تخصیص

1- Green wood, J., and B. Smith (1996).

2-Obstfeld, M.(1994).

3-Stiglitz, J. E. (1985).

4-Free-rider.

5- Demirguch- Kunt .A Stylized, and R. Levin (1996).

6- Myopia

7- Jensen, M.c., and K.J. Murphy (1990).

بهبود منابع شده و رشد اقتصادی را بهبود می‌بخشد. در مدل‌های پیشرفته رشد درون‌زا، سازوکاری طراحی می‌شود که بازارهای مالی، بر رشد اقتصادی اثر داشته باشند. بازارهای مالی به واسطه تخصیص کارایی منابع بر رشد اقتصادی اثرگذار هستند.

بر اساس مدل کینگ و لوین<sup>۱</sup> نرخ بالاتر اختراعات منجر به نرخ بالاتر رشد اقتصادی می‌شود. در صورت فقدان بازارهای مالی، این امکان وجود دارد که سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها با کمبود نقدینگی مواجه شوند. بازارها می‌توانند نقدینگی مناسب و کم‌ریسک‌تری را برای سرمایه‌گذاری فراهم نمایند. همچنین بازارهای مالی می‌توانند از طریق اطلاعات بر رشد اقتصادی اثرگذار باشند. هالمستردم و تیروول<sup>۲</sup> بحث می‌کنند که بازار سهام می‌تواند عملکرد مدیران را کنترل کند و این کار از طریق اطلاعات موجود در ارتباط با عملکرد بنگاه صورت می‌گیرد. بنابراین اطلاعاتی که در ارتباط با قیمت سهام بنگاه ارائه می‌شود دارای اهمیت بسیاری برای ساختار مدیریتی و رشد اقتصادی است.

همچنین، مدل‌های رشد درون‌زا نظیر مطالعات لوین در سال ۱۹۹۱ تأکید می‌کنند که توسعه مالی بدون رشد بهره‌وری نیروی کار نمی‌تواند منجر به رشد اقتصادی شود. همچنین لوین بیان می‌کند که بازارهای مالی می‌تواند در برآورد نقدینگی بازار و ریسک سرمایه‌گذاری به بنگاه‌ها کمک نماید.

از سوی دیگر، بازارهای مالی می‌توانند منجر به افزایش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی شوند. بازار سرمایه شرایطی را فراهم می‌کند که خانواده‌ها بهتر بتوانند ترجیحات ریسک خود را طبقه‌بندی نموده و نقدینگی مورد نیاز خود را تأمین نمایند. در بازار سرمایه توسعه یافته، مالکیت سهام می‌تواند نقدینگی مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها را فراهم نماید.

به طور خلاصه می‌توان گفت بر اساس مبانی موجود در ارتباط با رشد اقتصادی و بازار سهام، بازار سهام می‌تواند به واسطه سرمایه‌گذاری منجر به رشد اقتصادی بالاتر شود.

### ۳. مروری بر پژوهش‌های انجام شده

وان نیوربارگ<sup>۳</sup>، با استفاده از روش VAR<sup>۴</sup>، ارتباط بلندمدت توسعه بازار مالی و توسعه

1- King, R.G. and R. Levine (1993) a.

2- Holmstrom, B, and Tirole, J (1993).

3- Van Nieuwerburgh, Stijn (2005).

4- Vectors Auto Regression (VAR).

اقتصادی را در بلژیک بررسی نموده است. وی از شاخص توسعه بازار سهام، به عنوان شاخص توسعه مالی، استفاده نموده است. مطالعات وی نشان می‌دهد که در دوره‌های مختلف، با توجه به درجه توسعه‌یافتگی بازار سهام، اثرگذاری بازار سهام بر رشد اقتصادی متفاوت بوده است. به طوری که هر چه بازار سهام توسعه‌یافته‌تر باشد، رشد اقتصادی نیز بالاتر خواهد بود.

شهباز و همکاران<sup>۱</sup> با استفاده از روش ARDL<sup>۲</sup> به بررسی ارتباط بین رشد اقتصادی و بازار بورس در کشور پاکستان پرداخته است. یافته‌های وی حاکی از آن است که ارتباط بلندمدت و دو طرفه‌ای بین توسعه بازار بورس و رشد اقتصادی وجود دارد. ولی در کوتاه‌مدت ارتباط این دو، یک طرفه، از سوی بازار بورس به رشد اقتصادی است.

در مطالعه‌ای که کاپورال و همکاران<sup>۳</sup> در مورد اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی چهار کشور چایل، کره و مالزی و فیلیپین داشته‌اند، این فرضیه را آزمون نموده‌اند که در مدل‌های رشد درون‌زا، توسعه مالی به واسطه اثری که روی سرمایه‌گذاری و بهره‌وری دارد، باعث رشد بالاتر می‌شود. برای آزمون این فرضیه از روش خودرگرسیون برداری و علیت گرنجر استفاده نموده‌اند و نتیجه مطالعه حاکی از آن است که توسعه بازار بورس از طریق افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری، باعث افزایش نرخ رشد در بلندمدت می‌شود.

مهتدی و آگاروال<sup>۴</sup> با استفاده از روش داده‌های تابلویی و مدل رشد درون‌زا، اثر توسعه بازار بورس را بر رشد اقتصادی ۲۱ کشور طی مدت ۲۱ سال بررسی نموده‌اند. نتایج بررسی، وجود ارتباط مثبت بین شاخص‌های مختلف بازار بورس و رشد اقتصادی را تأیید می‌کند. طبق یافته‌های تحقیق، توسعه بازار بورس منجر به تشویق و افزایش سرمایه‌گذاری خصوصی می‌شود. اثر مثبت واسطه‌های مالی بر رشد اقتصادی در این مدل نیز همچون مدل‌های رشد سنتی تأیید می‌شود.

لوین و بک<sup>۵</sup> اثر بازار بورس و بانک را بر رشد اقتصادی با استفاده از روش داده‌های تابلویی برای ۴۲ کشور بررسی نموده‌اند. نتیجه مطالعه حاکی از آن است که ارتباط مثبت و معنی‌داری بین توسعه بازار بورس و بانک و رشد اقتصادی وجود دارد. همچنین یافته این تحقیق نشان می‌دهد که بازار بورس، خدمات مالی مختلف و بیشتری را نسبت به بانک‌ها

1- Shahbaz, Muhammad; Nadeem Ahmed; Liqat Ali (2008).

2- Auto Regressive Distributed Lag (ARDL).

3- Caporale, Guglielmo Maria ; Peter G. A Howells, Alaa M.Soliman (2003).

4- Mohtadi, Hamid; Sumit Agarwal (2006).

5- Levin, Ross, Thorsten Beck (2001).



ارائه می‌کند و در بازارهای بورس توسعه یافته، اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی بیشتر از اثر شاخص توسعه بانکداری است.

در ایران نیز در ارتباط با تأثیر بازار سهام بر رشد اقتصادی مطالعاتی انجام گرفته است. سعید صمدی و همکاران<sup>۱</sup> به بررسی رابطه توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی در ایران و ۱۳ کشور منتخب طی سال‌های ۱۹۸۸-۲۰۰۳، با استفاده از سه روش علیت گرنجر، آزمون ARDL و روش برآورد داده‌های تابلویی، پرداخته‌اند. برآورد آزمون علیت بین اندازه بازار بورس و رشد تولید نشان می‌دهد در ایران، بانک و بورس تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر رشد اقتصادی ندارند. ولی تأثیر رشد اقتصادی بر بورس، مثبت و معنادار است. نتیجه برآورد مدل به روش داده‌های تابلویی نشان می‌دهد، در مجموع در ۱۴ کشور مورد بررسی، در بخش واقعی، سرمایه‌گذاری و نیروی کار، اثر کاملاً مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارند. در بخش پولی، اثر بانک‌ها مثبت و معنادار است. تأثیر بورس بر رشد اقتصادی هر چند مثبت است ولی معنادار نیست. نتیجه آزمون ARDL برای ایران، بین سال‌های ۱۹۷۶-۲۰۰۳، نشان می‌دهد رابطه مثبت همجمعی بلندمدت بین بازارهای مالی و رشد اقتصادی وجود ندارد. به طور خلاصه، رابطه بلندمدت بین بازار پول و رشد اقتصادی منفی است و بین بازار سرمایه و رشد اقتصادی کشور، هیچ رابطه بلندمدت معناداری وجود ندارد. محمد راستی<sup>۲</sup> در بررسی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران در فاصله زمانی ۱۳۳۸ - ۱۳۷۵، با استفاده از تکنیک‌های اقتصادسنجی و سری زمانی مانند آزمون‌های پایایی، همجمعی و علیت گرنجر به بررسی فروض پاتریک در مورد رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی پرداخته است. پاتریک دو فرضیه را در این مورد معرفی کرده است. فرضیه اول که به «رهبری عرضه»<sup>۳</sup> معروف است، بیان می‌دارد که از نظر زمانی، توسعه بخش مالی بر رشد اقتصادی مقدم است. فرضیه دوم که «دنباله‌روی تقاضا»<sup>۴</sup> نام دارد، رشد اقتصادی را علت توسعه مالی می‌داند. نتایج حاصله در این تحقیق، فرضیه رهبری عرضه در اقتصاد ایران پذیرفته نشده و فرضیه معکوس آن، یعنی دنباله‌روی تقاضا، مورد تأیید قرار گرفته است.

۱- سعید صمدی، خدیجه نصرالهی و مرتضی کرمعلیان سیچانی (۱۳۸۶).

۲- محمد راستی، (۱۳۷۸).

3- Supply Leading.

4- Demand Following.

در واقع، بخش مالی در فرایند رشد و توسعه اقتصادی کشور دارای نقش انفعالی بوده و توانایی لازم را برای کمک به افزایش رشد اقتصادی ایران نداشته و به نوعی دنباله‌رو رشد اقتصادی بوده است.

رضا رفیعی کهرودی<sup>۱</sup> تأثیر واسطه‌های مالی بر رشد اقتصادی را مورد ارزیابی قرار داده و به این منظور، از یک الگوی رشد درون‌زا و با استفاده از روش خودرگرسیون برداری بهره برده است. نتایج حاصل از برآورد الگو بیان می‌کند که رابطه بین واسطه‌گری‌های مالی و رشد اقتصادی در ایران، منفی و میزان اثرگذاری بر رشد اقتصادی ایران بسیار ناچیز است و نیز ارتباط تنگاتنگی بین واسطه‌گری‌های مالی و رشد اقتصادی در ایران وجود ندارد.

#### ۴. تصریح مدل

مدل مورد بررسی در این تحقیق بر اساس مطالعات دی و فلاهرتی<sup>۲</sup> بنا نهاده شده است. در این مدل، با استفاده از روش داده‌های تابلویی و برای ۷ کشور آلمان، انگلستان، آمریکا، مالزی، آرژانتین و کره، و ایران، و با استفاده از شاخص‌های موجود، اثر شاخص‌های بورس بر رشد اقتصادی برآورد شده است.

متغیرهای مورد استفاده عبارت هستند از:

- انباشت سرمایه بازار (MCR)<sup>۳</sup>: این شاخص برابر است با نسبت ارزش سهام ثبت شده به تولید ناخالص داخلی که این شاخص اندازه بازار را نشان می‌دهد و با توانایی تحرک سرمایه و توزیع ریسک رابطه مثبت دارد.

- نرخ ارزش سهام مبادله شده (STR)<sup>۴</sup>: این شاخص برابر است با کل ارزش سهام مبادله شده در بورس تقسیم بر تولید ناخالص داخلی که این شاخص مکمل نرخ نقدینگی بازار است.

- نسبت گردش (TR)<sup>۵</sup>: این نرخ برابر است با ارزش کل سهام مبادله شده به نقدینگی بازار. هر چه این شاخص بیشتر باشد هزینه معاملات پایین‌تر است. نسبت گردش، نسبت مبادله را به اندازه بازار بورس نشان می‌دهد. نقدینگی کوچک نسبت گردش بالایی خواهد

۱- رضا رفیعی کهرودی، (۱۳۸۲).

2- Dey, Malayk; Susan Flaherty (2006).

3- Market Capitalization Ratio (MCR).

4- Total Value of Shares Traded Ratio (STR).

5- Turnover Ratio (TR).

داشت. اما نرخ ارزش مبادله کوچکی را نشان می‌دهد.

- نرخ رشد اقتصادی (Growth)

- سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)

- نسبت سرمایه‌گذاری واقعی به تولید ناخالص داخلی (INV)

- خالص صادرات (XM)

- اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی (CR)

دو مدل مورد آزمون قرار گرفته است:

- مدل اول: این مدل ابتدا اثر شاخص‌های بورس بر سرمایه‌گذاری را اندازه می‌گیرد و سپس از طریق اثر سرمایه‌گذاری بر رشد اقتصادی، اثر بازار بورس را، به طور غیرمستقیم، بر رشد اقتصادی بررسی می‌نماید.

$$\ln \epsilon_{it} = \gamma_i + \alpha_1 (MCR_{it}) + \alpha_2 (STR_{it}) + \alpha_3 (TR_{it}) + \sum_{it}$$

$$Growth_{it} = \gamma_i^1 + \ell_1 (Growth_{(t-1)i}) + \ell_2 (INVE_{it}) + \ell_3 (FDI_{it}) + \ell_4 (XM_{it}) + \ell_5 (CR_{it})$$

- مدل دوم: مدل دوم ارتباط بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی را به صورت مستقیم برآورد می‌کند.

$$Growth_{it} = \gamma_i + \ell (Growth_{(it-1)}) + \alpha_1 (MCR_{it}) + \alpha_2 (sTR_{it}) + \alpha_3 (TR_{it}) + \ell_1 (GDP_{it}) + \ell_2 (INV_{it}) + \ell_3 (FDI_{it}) + \ell_4 (XM_{it}) + \ell_5 (CR_{it})$$

هر دو مدل، به روش‌های حداقل مربعات معمولی<sup>۱</sup> اثرات ثابت<sup>۲</sup>، اثرات تصادفی<sup>۳</sup> برآورده شده است، و از آزمون هاسمن<sup>۴</sup> برای انتخاب مدل مناسب استفاده شده است بر اساس آزمون هاسمن روش اثرات تصادفی بهترین شناخته شد.

در داده‌های تابلویی، واحدهای مقطعی مشابه (برای مثال یک خانواده یا یک بنگاه یا یک ایالت) طی زمان بررسی و سنجش می‌شوند.<sup>۵</sup> هسیانو<sup>۶</sup> و همکاران مهمترین مزیت

1- Grouped Ols.

2- Fixed Effect.

3- Random Effect.

4- Husman Test.

5- Gojarati. (2003). P.636.

6- Hsiao

استفاده از داده‌های تابلویی را، کنترل نمودن خواص ناهمگن و در نظر گرفتن تک تک افراد، شرکت‌ها، ایالات و کشورها بیان می‌کنند. در حالی که مطالعات مقطعی و سری‌زمانی، این ناهمگنی را کنترل نکرده و با تخمین مدل به آن روش‌ها بیم اریب در نتایج می‌رود<sup>۱</sup> در واقع با استفاده از داده‌های تابلویی، شناسایی و اندازه‌گیری تأثیراتی که به سادگی در داده‌های مطلقاً مقطعی و سری زمانی قابل شناسایی نیست، امکان‌پذیر می‌شود. روش داده‌های تابلویی مشتمل بر سه نوع تخمین یعنی تخمین‌های بین گروه<sup>۲</sup> تخمین‌های درون گروه (اثرات ثابت) و تخمین‌های اثرات تصادفی است. در تخمین‌های بین گروه، رگرسیون روی میانگین‌ها است و معمولاً برای تخمین ضرایب بلندمدت از این روش استفاده می‌شود. در تخمین‌های درون گروه، بعد زمان در نظر گرفته نمی‌شود و تنها اثراتی که مختص هر یک از کشورهای مورد بررسی است، به عنوان اثرات انفرادی منظور می‌گردد. در تخمین‌های اثرات تصادفی، فرض می‌شود که عرض از مبدأ ( $a_i$ ) دارای توزیع مشترکی با میانگین ( $a$ ) و واریانس ( $\sigma^2_a$ ) بوده و برخلاف روش قبلی، با متغیرهای توضیحی مدل ناهمبسته‌اند. در این روش، عامل زمان منظور می‌شود و اثرات انفرادی کشورها در طول زمان به طور جداگانه به عنوان متغیرهای توضیحی وارد مدل می‌شوند.<sup>۳</sup>

برای تصمیم‌گیری در مورد به کارگیری روش اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی باید توجه داشت که روش اثرات ثابت معمولاً هنگامی کارآیی دارد که کل جامعه آماری در نظر گرفته شود، در صورتی که اگر از بین جامعه بزرگی، نمونه‌هایی به صورت تصادفی (نمونه‌گیری) انتخاب شود، روش اثرات تصادفی کارآتر خواهد بود.<sup>۴</sup> همچنین آزمون هاسمن برای تعیین روش تخمین در روش داده‌های تابلویی به کار می‌رود که آماره آن ( $H$ ) دارای توزیع کای - دو با درجه آزادی  $K$  تعداد متغیرهای توضیحی است و به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$H = \hat{q}' \text{var}(\hat{q})^{-1} \hat{q}$$

که در آن:

- 
- 1- Baltagi. (1995). P.7.
  - 2- Between groups.
  - 3- Egger (2000).

$$\hat{q} = \hat{S}_{FE} - \hat{S}_{RE(GLS)}$$

$$\text{var}(\hat{q}) = \text{var}(\hat{S}_{FE}) - \text{var}(\hat{S}_{RE(GLS)})$$

به طوری که  $\hat{S}_{FE}$  معرف تخمین‌زننده‌های روش اثرات ثابت و  $\hat{S}_{RE(GLS)}$  نشان‌دهنده تخمین‌زننده‌های روش اثرات تصادفی است. این آزمون در حقیقت، آزمون فرضیه ناهمبسته بودن اثرات انفرادی و متغیرهای توضیحی است که طبق آن تخمین‌های حداقل مربعات تعمیم یافته، تحت فرضیه  $H_0$  سازگار و تحت فرضیه  $H_1$  ناسازگار است. از طرف دیگر، تخمین‌های اثرات ثابت تحت هر دو فرضیه  $H_0$  و  $H_1$  سازگار است. به عبارت دیگر، تحت روش اثرات تصادفی که در آن از تخمین‌زننده‌های حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده می‌شود، فرضیه  $H_0$  سازگاری ضرایب را نشان می‌دهد، در حالی که فرضیه  $H_1$  مبتنی بر رد این سازگاری است. تخمین‌زننده‌های روش اثرات ثابت نیز سازگار بودن ضرایب را تحت هر دو فرضیه  $H_0$  و  $H_1$  نشان می‌دهند. بنابراین در صورتی که فرضیه  $H_0$  پذیرفته شود، به عنوان روش مناسب‌تر و کارا تر انتخاب می‌شود، در غیر این صورت، روش اثرات ثابت کارا است.

بر اساس آزمون هاسمن در این تحقیق، روش اثرات تصادفی بهترین روش شناخته شده است.

در این مقاله اثر شاخص‌های عملکرد بورس بر رشد اقتصادی یکبار به طور مستقیم و یکبار به طور غیرمستقیم (از طریق اثرگذاری بر سرمایه‌گذاری) بررسی می‌شود. هدف برآورد به این دو شیوه به این دلیل است که مشخص شود در کدام شرایط اثر شاخص‌ها بر رشد اقتصادی بیشتر است. نتایج، حاکی از آن است که شاخص‌های بورس (چه از طریق سرمایه‌گذاری و چه به طور مستقیم) دارای آثار تقریباً مشابهی بر رشد اقتصادی هستند. دلیل عمده آن می‌تواند این باشد که هدف از تشکیل بورس، جمع‌آوری سرمایه‌ها و هدایت آن به سمت فعالیت‌های اقتصادی است.

## جدول ۱- اثر شاخص‌های بازار بورس بر سرمایه‌گذاری\*

متغیر وابسته / سرمایه‌گذاری	متغیر مستقل
۱/۲۲ **(۲/۱۸)	MCR
۰/۶۸ (۱/۸۷)	STR
۲/۶۹ (۱/۸۴)	TR

\* نتایج تحقیق

\*\* اعداد داخل پرانتز بیانگر t هستند

آماره  $F_{Leamer}$ : ۵/۳

آماره هاسمن H: ۱۴/۲

## جدول ۲- اثر شاخص‌های توسعه بورس بر رشد اقتصادی از طریق سرمایه‌گذاری برآورد شده \*

متغیر وابسته / رشد اقتصادی	متغیر مستقل
۱/۵۴ (۱/۶۴)	ضریب ثابت
۰/۲۳ (۲/۹۵)	رشد اقتصادی با تأخیر
۰/۶۴ (۲/۵۷)	سرمایه‌گذاری برآورد شده
۰/۳۴ (۲/۵۲)	سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی
۰/۴۶ (۲/۹۲)	خالص صادرات
۰/۲۵ (۱/۹۴)	اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی

\* نتایج تحقیق

آماره  $F_{Leamer}$ : ۲/۶۸

آماره هاسمن H: ۳۸/۱۲

## جدول ۳- اثر شاخص‌های بازار بورس بر رشد اقتصادی\*

متغیر وابسته/نرخ رشد اقتصادی	متغیر مستقل
۴/۶۵ (۲/۵۶)	ضریب ثابت
۰/۱۷ (۱/۸۷)	رشد اقتصادی با تأخیر
۰/۳۵ (۲/۱۵)	سرمایه‌گذاری داخلی
۰/۲۴ (۲/۷۸)	سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی
۱/۴۴ (۱/۶۴)	نرخ انباشت سرمایه بازار
۰/۵۵ (۱/۹۳)	نرخ ارزش سهام مبادله شده
۳/۲۸ (۲/۵۶)	نسبت گردش
۰/۴۲ (۱/۸۱)	اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی

\* نتایج تحقیق

آماره  $F_{Leamer}$ : ۱/۶۸

آماره هاسمن H: ۱۶/۴۶

نتایج جدول شماره (۱) نشان می‌دهد نسبت گردش، مهمترین شاخص اثرگذار بر سرمایه‌گذاری می‌باشد. به طوری که کشش سرمایه‌گذاری نسبت به این شاخص، معادل ۲/۶۹ و معنی‌دار است. هر چه این شاخص بزرگتر باشد، بدین معنی است که هزینه معاملات پایین‌تر بوده و سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. سرمایه‌گذاری برآورد شده از جدول شماره (۲) اثر معنی‌دار و مهمی بر رشد اقتصادی دارد و این بدین معنی است که هر چه بازار بورس پیشرفته‌تر باشد، به طوری که نسبت گردش نقدینگی بالا و ارزش سهام مبادله شده بالا باشد سرمایه‌گذاری، بیشتر، افزایش می‌یابد و این امر به افزایش بیشتر رشد اقتصادی منجر می‌شود. به طوری که کشش سرمایه‌گذاری برآورد شده نسبت به رشد اقتصادی معادل ۰/۶۴ می‌باشد که نسبت به کشش اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی، که

معادل ۰/۲۵ است، رقم بزرگتری را نشان می‌دهد.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر مثبت و معنی‌داری بر رشد اقتصادی دارد. هر چه یک کشور بتواند از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در بخش‌های مولد بهره‌مند شود می‌تواند به افزایش رشد اقتصادی دست یابد.

نتایج مربوط به جدول شماره (۳) اثر مستقیم شاخص‌های توسعه بورس را بر رشد اقتصادی بررسی نموده است. بر اساس نتایج مذکور، نسبت گردش نقدینگی، بیشترین اثر را بر رشد اقتصادی کشورها دارد. نرخ انباشت سرمایه بازار نیز دارای اثر مثبت بر رشد اقتصادی می‌باشد. به طوری که کشش رشد اقتصادی نسبت به نرخ انباشت سرمایه بازار معادل ۱/۴۴ است. سرمایه‌گذاری داخلی نسبت به سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر بیشتری بر رشد اقتصادی کشورها دارد. شاید یک دلیل آن این باشد که ممکن است در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نتایجی که کشور سرمایه‌پذیر انتظار دارد تحقق نیابد و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در پروژه‌هایی صورت گیرد که حداکثر منافع را برای کشور سرمایه‌گذار به همراه داشته باشد.

به طور خلاصه می‌توان گفت نسبت گردش نقدینگی مهمترین شاخص اثرگذار بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی است. هر چه این شاخص بیشتر باشد، هزینه معادلات کمتر و رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری بیشتر خواهد بود.

#### جدول ۴- اثر شاخص‌های بازار بورس بر سرمایه‌گذاری (نتایج کشوری)\*

کشور	ضرایب		
	TR	STR	MCR
آلمان	۳۲/۵۴ (۱/۹۸)	۱/۸۸ (۱/۵۶)	۵/۶۸ (۱/۸۵)
انگلستان	۵۲/۵۰ (۳/۵۴)	۷/۰۰ (۱/۴۹)	۱۳/۵۱ (۲/۲۲)
آمریکا	۳۷/۴۸ (۲/۰۱)	۴/۰۶ (۱/۸۶)	۴۸/۰۹ (۲/۵۱)
کره	۱۶/۴۲ (۳/۶۸)	۲/۴۳ (۱/۶۷)	۱۰/۱۲ (۳/۰۵)
مالزی	۴/۸۶ (۲/۵۲)	۰/۰۵ (۱/۵۹)	۴/۴۲ (۲/۲۱)
آرژانتین	۱۴/۰۳ (۴/۰۸)	۱/۴۱ (۱/۹۵)	۸/۳۷ (۱/۸۷)
ایران	۰/۹ (۱/۸۶)	۰/۰۲ (۱/۷۲)	۰/۰۶ (۱/۶۸)

\* نتایج تحقیق



جدول شماره (۴) نشان می‌دهد در اکثر کشورها نسبت گردش نقدینگی مهمترین شاخص اثرگذار بر سرمایه‌گذاری است. به طوری که در کشورهای توسعه‌یافته‌ای نظیر آلمان و انگلستان و آمریکا، این شاخص نسبت به کشورهای در حال توسعه بیشتر می‌باشد. پایین بودن اثر شاخص‌های توسعه بورس بر سرمایه‌گذاری در ایران، نشان‌دهنده عدم توسعه‌یافتگی بورس تهران می‌باشد. به طوری که اثر این شاخص بر سرمایه‌گذاری ۰/۹ است و دلیل عمده آن می‌تواند تأمین مالی سرمایه‌گذاری از طریق اعطای اعتبارات بانکی باشد.

جدول ۵- اثر شاخص‌های توسعه بورس بر رشد اقتصادی کشورها از طریق سرمایه‌گذاری برآورده شده \*

کشور	ضرایب			
	رشد اقتصادی با تأخیر	سرمایه‌گذاری برآورد شده	سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی	خالص صادرات
آلمان	۱/۸۰ (۱/۷۳)	۳/۶۶ (۱/۸۸)	۱/۷۸ (۱/۸۶)	۱/۵۹ (۲/۲۸)
انگلستان	۱/۴۹ (۲/۴۹)	۱/۸۲ (۲/۲۸)	۱/۲۵ (۲/۵۲)	۱/۴۶ (۱/۶۴)
آمریکا	۱/۵۶ (۱/۷۶)	۱/۲۹ (۱/۹۲)	۱/۹۹ (۲/۲۰)	۱/۴۲ (۱/۸۲)
کره	۱/۵۳ (۴/۳۷)	۸/۵۵ (۲/۹۵)	۲/۷۳ (۱/۴۵)	۲/۶۳ (۱/۹۲)
مالزی	۱/۹۵ (۲/۵۹)	۳/۵۳ (۱/۹۰)	۴/۵۰ (۲/۰۲)	۳/۸۰ (۱/۸۹)
آرژانتین	۲/۰۲ (۱/۶۸)	۲/۵۶ (۱/۹۸)	۱/۲۸ (۲/۵۶)	۱/۰۱ (۱/۹۴)
ایران	۰/۵۶ (۱/۸۳)	۰/۵۳ (۱/۹۱)	۰/۰۱ (۲/۸۸)	۰/۴۳ (۱/۶۸)

\* نتایج تحقیق

مقایسه ضرایب برآورد شده در کشورهای مختلف حاکی از آن است که هر چه در کشوری بورس، توسعه یافته‌تر باشد، سرمایه‌گذاری برآورده شده از جدول شماره (۱) اثر بیشتری بر رشد اقتصادی کشور دارا است. در ایران، تمام ضرایب از یک کوچکتر هستند. پایین بودن اثر سرمایه‌گذاری برآورد شده بر رشد اقتصادی ایران، حاکی از عدم توسعه‌یافتگی بورس بوده که اثر اندکی بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی ایران دارا است. از دلایل پایین بودن اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی ایران می‌توان به تحریم‌های مالی و بانکی طی سال‌های اخیر و کاهش سرمایه‌گذاری مستقیم در بخش نفت و گاز اشاره نمود. سرمایه‌گذاری در بخش نفت و گاز، با افزایش درآمدهای نفتی، اثر خود را بر رشد اقتصادی خواهد گذاشت که با توجه به نوسانات قیمت، رشد اقتصادی نیز دستخوش تغییر خواهد شد. با توجه به اینکه در سال‌های اخیر، در اثر تحریم‌های بین‌المللی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در بخش نفت و گاز با کاهش مواجه شده است، لذا رشد اقتصادی آنچنان که مدت‌نظر برنامه‌ریزان بوده است تحقق نیافته است.

#### جدول ۶- اثر مستقیم شاخص‌های بورس بر رشد اقتصادی کشورها

کشور	ضرایب							
	ضریب ثابت	رشد اقتصادی با تأخیر	سرمایه‌گذاری داخلی	سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی	نرخ انباشت سرمایه بازار	نرخ ارزش سهام مبادله شده	نسبت گردش	اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی
آلمان	۱/۷ (۱/۵۶)	۱/۰۱ (۲/۰۲)	۱/۱۴ (۲/۵۶)	۱/۰۵ (۳/۰۴)	۳/۲۱ (۱/۷۸)	۲/۹۶ (۱/۷۲)	۳۲/۴۵ (۲/۵۰)	۱/۸۵ (۲/۵۸)
انگلستان	۱/۴۸ (۱/۵۵)	۱/۵۷ (۲/۰۵)	۱/۲۰ (۳/۶۵)	۱/۲۱ (۳/۳۱)	۱/۴۳ (۱/۸۴)	۲/۰۲ (۱/۷۶)	۹/۳۰ (۲/۰۸)	۲/۰۵ (۳/۰۱)
آمریکا	۱/۷۶ (۱/۰۸)	۱/۲۸ (۲/۵۵)	۱/۲۱ (۳/۹۵)	۱/۹۵ (۲/۹۵)	۱/۱۲ (۱۴/۱۲)	۱/۴۱ (۱/۸۲)	۸/۲۲ (۱/۸۳)	۲/۱ (۲/۰۳)
کره	۱/۵۳ (۱/۶۳)	۱/۸۶ (۱/۸۹)	۱/۱۶ (۳/۳۴)	۱/۳۴ (۲/۸۲)	۱/۱۸ (۲/۸۱)	۱/۱۷ (۱/۸۸)	۲/۳۱ (۱/۸۴)	۰/۸۵ (۱/۹۸)
مالزی	۱/۶۵ (۱/۵۶)	۱/۲۵ (۲/۵۱)	۱/۰۹ (۱/۴۸)	۱/۲۴ (۲/۶۱)	۰/۹۵ (۴/۰۹)	۱/۰۵ (۲/۲۴)	۱/۱۳ (۲/۱۲)	۱/۰۲ (۲/۲۴)
آرژانتین	۱/۳۵ (۱/۵۱)	۱/۶۶ (۲/۰۷)	۱/۱۳ (۲/۱۵)	۱/۰۵ (۲/۷۹)	۱/۲۵ (۲/۴۶)	۱/۷۰ (۳/۸۸)	۲/۱۱ (۱/۸۵)	۰/۵۲ (۱/۸۵)
ایران	۱/۶۶ (۱/۸۷)	۰/۴۷ (۱/۶۲)	۱/۱۱ (۱/۸۱)	۰/۰۳ (۲/۲۰)	۰/۰۱ (۱/۹۵)	۰/۰۷ (۲/۴۲)	۰/۱۱ (۱/۹۰)	۰/۶۵ (۲/۵۱)

بررسی اثر مستقیم شاخص‌های بورس بر رشد اقتصادی تک‌تک کشورها بیانگر این است که در اکثر کشورها، شاخص نسبت گردش، بیشترین اثر را بر رشد اقتصادی دارد. همان‌طور که نتایج برآورد مدل نشان می‌دهد، اثر شاخص‌های توسعه بورس بر رشد اقتصادی ایران نسبت به سایر کشورها بسیار اندک می‌باشد که این امر نشان از عدم توسعه‌یافتگی بورس تهران دارد.

## ۵. نتیجه‌گیری

بر اساس نظریه‌های اقتصاد کلان، انباشت سرمایه یکی از عوامل مفید و مؤثر بر رشد اقتصاد ملی می‌باشد. بازارهای مالی یکی از روش‌های فرایند تشکیل سرمایه می‌باشد که نقش بسزایی در جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و بزرگ، بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آنها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی دارند. بازار بورس با کاهش ریسک و تجهیز و تخصیص مناسب منابع، می‌تواند به خوبی به افزایش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی کمک نماید. کشورهایی که از بازار بورس توسعه یافته بهره‌مند هستند، در انجام سرمایه‌گذاری و دستیابی به رشد اقتصادی بالا نیز موفق‌تر عمل می‌کنند. نتایج برآورد مدل‌ها حاکی از آن است که با توجه به عدم توسعه‌یافتگی بورس تهران، اثر شاخص‌های توسعه بورس بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی بسیار ناچیز است. در واقع، در ایران عمده منابع سرمایه‌گذاری، اعتبارات اعطایی بانک‌ها هستند. لذا، به نظر می‌رسد با گسترش حجم بازار سرمایه کشور، از طریق ایجاد زمینه‌های مشارکت هر چه بیشتر مردم به وسیله گسترش فیزیکی و الکترونیکی بازار سهام، ضروری است به تعریف و طراحی ابزارهای متنوع سرمایه‌گذاری در بازار بورس اوراق بهادار و تسریع در امر خصوصی‌سازی بیش از پیش توجه شود. راه‌اندازی بورس بین‌المللی باید مدّ نظر قرار گیرد. البته باید دقت نمود که کشور چه مقدار در جذب سرمایه‌گذاری خارجی موفق بوده است. از دلایل عدم موفقیت سرمایه‌گذاری خارجی در بورس می‌توان به مقررات موجود در این زمینه اشاره کرد. یکی از مقررات موجود، عدم فروش یک سهم خریداری شده توسط سرمایه‌گذار خارجی تا سه سال است. اطلاع‌رسانی شفاف به سرمایه‌گذاران خارجی می‌تواند به جذب آنها در بورس کمک نماید. لذا ضروری است ضمن تسهیل مقررات جهت حضور سرمایه‌گذاران خارجی، اقدامات لازم جهت اطلاع‌رسانی نیز صورت پذیرد.

## فهرست منابع و مآخذ

### – فارسی

- ۱- ختایی، محمود. (۱۳۷۸). *گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی*. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- ۲- راستی، محمد. (۱۳۷۸). *توسعه مالی و اثر آن بر رشد اقتصادی*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران.
- ۳- رفیعی کرهرودی، رضا. (۱۳۸۲). *واسطه‌های مالی و رشد اقتصادی در ایران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی دانشگاه اصفهان.
- ۴- صمدی، سعید، نصرالهی، خدیجه و کرمعلیان سیچانی، مرتضی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی. *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی*، سال هفتم، شماره سوم، پاییز. صفحات ۱۶-۱.
- ۵- عبده تبریزی، حسین. (۱۳۸۳). بازار سرمایه: نیروی محرک توسعه اقتصادی. *ماهنامه بورس*، شماره ۴۵، بهمن، صفحات ۶-۲.

### – انگلیسی

- 1- Baltaji, Badi. (1995). *Econometric Analysis of Panel Data*, NewYork: John Wiley & Sons Press.
- 2- Bhide, Amor.(1993). The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. *Journal of Financial Economics*, 34 (1), 1-51.
- 3- Boyd John,H. & Prescott, Edward.c(1986). Financial Intermediary – Coalitions. *Journal of Economics Theory*, 38(2),211-32.
- 4- Caporale, Guglielmo Maria., Howells, Peter G. A & Soliman, Alaa M .(2003). *Edogenous Growth Models and Sock Market*

*Development: Evidence From Four Countries*. London: Center For Monetary and Financial Economics, South Bank University.

- 5- Demirguch, kunt., Stylized,A, & Levin,R. (1996). Stock Market Development and Financial Intermediates: Stylized Facts. *The World Bank Economic Review*, 10,291-321.
- 6- Dey, Malayk & Flaherty, Susan.(2006). *Stock Exchange Liquidity, Bank Credit and Economic Growth*. Milwaukee: University of Wisconsin.
- 7- Egger, P.(2000). A Note on the Proper Econometric Specification of the Gravity Equation. *Economic Letter*, 66, 25-31.
- 8- Green wood, J., & Smith,B. (1996). Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 27, 145-81.
- 9- Gujarati, Damodar N. (2003). *Basic Econometrics*. NewYork: McGraw- Hill, Higher Education.
- 10- Holmstrtom, B, & Tirole, J. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, 101, 709-768
- 11- Hsiao, C.(1986). *Analysis of Panel Data*. New York: Cambridge University.
- 12- Levine, Ross.(1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- 13- Levine, R. (1991). Stock Markets, Growth, and Tax Policy. *Journal of Finance*, XLVI, 1445-1465.
- 14- Levin, Ross & Thorsten, Beck.(2001). Stock Markets, Banks, and Growth, Correlation or Causality? *The World Bank, Policy Research Working Paper*, 2670, September.

- 15- Jensen, M.c.,& Murphy, K.J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political. Economy*, 98,225-64.
- 16- King, Robert.G. & Levine, Ross.(1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), 717-38.
- 17- Mohtadi, Hamid & Agarwal, Sumit.(2006). *Stock Market Development and Economic Growth, Evidence From Developing Countries*. Milwaukee: University of Wisconsin.
- 18- Obstfeld, M.(1994). Risk Taking, Global Diversification, and Growth. *American Economic Review*, 84,1310-29.
- 19- Shahbaz, Muhammad., Nadeem, Ahmed & Liquat, Ali.(2008). Stock Market Development and Economic Growth: ARDL Causality in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economies*, 14, 1450-2887.
- 20- Stiglitz, joseph. E.(1985). Credit Markets and The Control of Capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 17,133-52.
- 21- Van Nieuwerburgh,stijn.(2005). *Stock Market Development and Economic Growth in Belgium*. Belgium: University of Antwerp.