


Foundations of Capital Market Development: Evidence from Emerging Economies for Policymaking in Iran (with emphasis on the seventh development plan)

Mahdi Mahmud Robati

Ph.D. student in Public Policy, Islamic Azad University, Science and Research Department, Tehran, Iran.


rt.mahdi2@gmail.com

 0000-0009-9711-068X

Keyhan Barzegar

Associate Professor, Faculty of Law, Theology and Political Sciences, Islamic Azad University, Science and Research Unit, Tehran, Iran (Corresponding author).


kbarzegar@gmail.com

 0000-0003-3571-6204

Ali Ashraf Nazari

Associate Professor, Faculty of Law and Political Sciences, University of Tehran, Tehran, Iran.

aashraf@ut.ac.ir

 0000-0002-1391-5483

Abstract

A well-developed and efficient capital market can play a significant role in confronting economic, political, and social challenges. Therefore, identifying fundamental factors in the development of the capital market is a crucial and necessary topic. In this study, the foundations of capital market development are examined and compared in selected countries with emerging markets using six indicators: inflation, fiscal policy, the banking system, financial openness, ease of doing business, and the rule of law, utilizing the pooled mean group method (PMG) for selected emerging markets, and the autoregressive moving average method (ARMA) for Iran from the years 2000 to 2021. The results show that inflation and fiscal policy, which create a stable environment for capital market growth, have led to instability in Iran and Turkey, while providing stability in Singapore, Malaysia, and India. Additionally, the results from the dynamic panel data model confirm the positive impact of macroeconomic stability on the growth of the capital market in selected emerging economies. In the area of financial sector development, particularly in terms of the banking system and bank credit to the private sector relative to GDP, there has been a positive and significant impact on capital market development in selected emerging economies, especially in Singapore, Malaysia, and India. However, contradictory results have been observed regarding financial openness. In institutional indicators, Singapore, Malaysia, Turkey, and India possess a strong legal and institutional environment.

Keywords: Capital Market Development, Macroeconomic Stability, Financial Sector Development, Strong Institutional Environment, Dynamic Panel Data.

JEL Classification: O16, G21, O53, G15

بنیان‌های توسعه بازار سرمایه: شواهدی از اقتصادهای نوظهور برای سیاست‌گذاری در ایران (با تأکید بر برنامه هفتم توسعه)

مهدی محمودریاطی

دانشجوی دکتری سیاست‌گذاری عمومی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران.
rt.mahdi2@gmail.com ID 0000-0009-9711-068X

کیهان برزگر

دانشیار دانشکده حقوق، الهیات و علوم سیاسی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

kbarzegar@gmail.com ID 0000-0003-3571-6204

علی اشرف‌نظری

دانشیار دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران، تهران، ایران.
aashraf@ut.ac.ir ID 0000-0002-1391-5483

چکیده

بازار سرمایه‌ای که به‌خوبی توسعه‌یافته و کارآمد باشد، می‌تواند در روبرویی با چالش‌های اقتصادی، سیاسی و اجتماعی نقش قابل‌توجهی ایفا کند. بنابراین، شناسایی عوامل بنیادی در توسعه بازار سرمایه موضوعی حیاتی و ضروری است. در پژوهش حاضر، بنیان‌های توسعه بازار سرمایه با استفاده از شش شاخص شامل تورم، سیاست مالی، سیستم بانکی، بازبودن مالی، سهولت کسب‌وکار و حاکمیت قانون در کشورهای منتخب با بازارهای نوظهور با استفاده از روش میانگین متحرک در طول سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱ بررسی و مقایسه شده است. نتایج نشان می‌دهد که تورم و سیاست مالی که زمینه‌بائثاتی را برای رشد بازار سرمایه ایجاد می‌کنند، در ایران و ترکیه منجر به بی‌ثباتی و در سنگاپور، مالزی و هند شرایط باثباتی را فراهم کرده‌اند. همچنین، نتایج مدل پنل دیتا پویا تأثیر مثبت ثبات اقتصاد کلان بر رشد بازار سرمایه در اقتصادهای نوظهور منتخب را تأیید می‌کند. در حوزه توسعه بخش مالی، به‌ویژه سیستم بانکی و تسهیلات اعطایی بانک‌ها به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی، در اقتصادهای نوظهور منتخب، به‌ویژه در سنگاپور، مالزی و هند، تأثیر مثبت و قابل‌توجهی بر توسعه بازار سرمایه داشته است. با این حال، در مورد بازبودن مالی، نتایج متناقضی مشاهده می‌شود. در شاخص‌های نهادی، کشورهای سنگاپور، مالزی، ترکیه و هند از محیط حقوقی و نهادی قوی برخوردارند.

کلیدواژه‌ها: توسعه بازار سرمایه، ثبات اقتصاد کلان، توسعه بخش مالی، محیط نهادی قوی، پنل دیتای پویا.

طبقه‌بندی JEL: O16, G21, O53, G15

شاپای الکترونیک: ۶۵۶۸-۲۵۸۸ / پژوهشکده تحقیقات راهبردی / فصلنامه علمی پژوهشی راهبردی اقتصادی

doi 10.22034/es.2024.463927.1777

CC BY

OPEN ACCESS

مسئولیت مقاله از نظر محتوای علمی و نظرات مطرح‌شده در متن آن، به عهده نویسندگان و یا نویسنده مسئول مقاله می‌باشد و مورد تأیید / عدم تأیید صاحب امتیاز نشر به راهبردی اقتصادی نمی‌باشد.

مقدمه و بیان مسئله

یکی از عواملی که در جهت دستیابی به رشد پرشتاب و پایدار اقتصادی نقش اساسی ایفا می‌کند، توسعه بخش مالی هر کشور است. اقتصاددانانی مانند گلداسمیت^۱ (۱۹۶۹)، مکینون^۲ (۱۹۷۳) و شاو^۳ (۱۹۷۳) بر این باورند که بازارهای مالی نقشی کلیدی در توسعه و رشد اقتصادی دارند و تفاوت در کمیت و کیفیت خدمات ارائه‌شده توسط مؤسسات مالی می‌تواند بخش مهمی از تفاوت نرخ رشد کشورها را توضیح دهد. بنابراین، بازارهای سرمایه به‌عنوان یکی از قوی‌ترین محرک‌های رشد اقتصادی و تولید ثروت شناخته می‌شوند. بازار سرمایه داخلی به‌خوبی توسعه‌یافته، به دولت‌ها و بنگاه‌ها این امکان را می‌دهد که به منابع مالی بلندمدت دسترسی پیدا کنند، سرمایه‌گذاری‌های مرتبط با نوآوری را افزایش دهند و رشد پایدار را با فرصت‌های شغلی بیشتر برای طبقه متوسط روبه‌رشد ترویج کنند. این امر همچنین می‌تواند رشد اقتصادی را تسریع و میلیون‌ها نفر را از فقر نجات دهد. این هدف می‌تواند اولویت اصلی یک نظام حکمرانی در سیاست‌گذاری اقتصادی باشد. پیش‌بینی می‌شود که در سال‌های آتی، بازارهای سرمایه با تسهیل تأمین مالی خصوصی بیشتر در بخش‌های کلیدی، نقش مهم‌تری ایفا کند (Jain & et al., 2017).

بسیاری از اقتصادهای نوظهور با اصلاحات مالی و تغییر چهارچوب نهادی و سیاست‌گذاری خود، مسیر توسعه بازار سرمایه را به‌سرعت پیش برده‌اند و در کنار کشورهای توسعه‌یافته حرکت کرده‌اند. در این اقتصادها، بنگاه‌ها به منابع مالی قابل پیش‌بینی بازار سرمایه دسترسی دارند و سرمایه‌گذاران ابزارهای مالی لازم را برای استفاده از پس‌اندازهای بلندمدت در اختیار دارند. متأسفانه، کشورهای در حال توسعه، به‌ویژه ایران، تنها از بخش کوچکی از مزایای بازار سرمایه بهره‌مند شده‌اند و نظام حکمرانی ایران به دلایل متعددی که برخی از آن‌ها ریشه‌های بنیادی مانند تفکر اقتصاد دستوری و دولتی دارد، از این ابزار مهم سیاست‌گذاری اقتصادی محروم است. در حالی که بازار سرمایه در اقتصادهای نوظهور منابع خود را به‌خوبی تخصیص می‌دهد، برای سیاست‌گذاران و دیگر ذی‌نفعان کلیدی در بازار سرمایه، درک شرایطی که در آن بازارهای سرمایه داخلی به‌خوبی عمل می‌کنند، ضروری است. استفاده از این پتانسیل و پرداختن به این مسائل به توانایی سیاست‌گذاران برای ایجاد بازارهای

1. Goldsmith
2. McKinnon
3. Shaw

سرمایه پُرجنب‌وجوش بستگی دارد. اجزای سازنده بازارهای سرمایه با عملکرد خوب، درک و مستند شده است، اما سیاست‌گذاران برای انجام تغییرات لازم به ابزارهای تشخیص دقیق و رویکرد مدیریت تغییر نیاز دارند. تمام سیاست‌گذاران در بازارهای نوظهور و برخی از سیاست‌گذاران کشورهای در حال توسعه، نقش مهمی را که بازارهای سرمایه در حمایت از اقتصاد واقعی ایفا می‌کنند و بلوک‌های سازنده لازم برای ایجاد بازارهای سرمایه پُرجنب‌وجوش و با عملکرد خوب را درک می‌کنند. باین‌حال، تعداد زیادی از کشورها با چالش‌های اجرای تغییرات لازم دست‌وپنجه نرم می‌کنند. در این زمینه، درک چگونگی توسعه بازارهای سرمایه و به‌ویژه اینکه آیا مجموعه‌ای از شرایط لازم برای رشد این توسعه وجود دارد، بسیار مهم است. در حالی که اشکال ابتدایی بازار سرمایه می‌تواند در هر اقتصادی توسعه یابد، یک بازار سرمایه پایدار و مؤثر دارای بنیان‌هایی است. این بنیان‌ها را می‌توان به سه دسته تقسیم‌بندی کرد که شامل: (۱) ثبات اقتصاد کلان، (۲) سطح معینی از توسعه بخش مالی و (۳) محیط قانونی و نهادی قوی می‌شود. هیچ آستانه از پیش تعیین‌شده‌ای وجود ندارد که هریک از این پیش‌شرط‌ها و بنیان‌ها را برای توسعه بازار سرمایه تعیین کند. آنچه از تجربه و با پشتوانه تحقیقات تجربی مشخص است، این است که این پیش‌شرط‌ها به هم مرتبط هستند و هرچه کمتر توسعه‌یافته باشند، احتمال کمتری وجود دارد که اقدامات خاصی که برای توسعه بازارهای سرمایه در طرف عرضه، تقاضا و زیرساخت بازار انجام می‌شود، تأثیر خاصی داشته باشد.

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر این پیش‌شرط‌ها بر توسعه بازار سرمایه است که می‌تواند سنگ بنای توسعه پایدار بازار سرمایه در ایران باشد. برای دستیابی به سیاست‌های کاربردی، نیاز به مطالعه تطبیقی و الگوگیری از تجربیات کشورهای موفق احساس می‌شود. بنابراین، کشورهای ترکیه، سنگاپور، مالزی و هند انتخاب شدند. این چهار کشور فرایند توسعه را همزمان با ایران آغاز کردند و از ابعاد مختلف، شرایطی بسیار مشابه با ایران دارند، باین‌حال، چهار کشور فوق در حال حاضر با سرعت خوبی به سمت توسعه‌یافتگی در حرکتند و از جمله اقتصادهای نوظهور به‌شمار می‌آیند. در این مسیر، اما ایران از هم‌رده‌های خود جامانده است که بررسی دلایل این عقب‌ماندگی با رویکرد توسعه بازار سرمایه، موضوع این مقاله است. بنابراین، بایستی وضعیت شکاف ایران با کشورهای منتخب و راهبردهای مناسب برای پرکردن این شکاف در سه حوزه اصلی (ثبات اقتصاد کلان، سطح معینی از توسعه بخش مالی و محیط قانونی و نهادی قوی) مورد شناسایی و الگوگیری قرار گیرد. برای بررسی دقیق، هر سه حوزه به

مؤلفه‌هایی تقسیم می‌شوند. حوزه ثبات اقتصاد کلان به مؤلفه‌های سیاست مالی، تولید ناخالص داخلی و تورم، حوزه توسعه بخش مالی به مؤلفه‌های نظام بانکی، نهادهای مالی و بازبودن مالی و حوزه محیط قانونی و نهادی به مؤلفه‌های سهولت کسب و کار و حاکمیت قانون تقسیم می‌شود. لذا در این مطالعه ابتدا با استفاده از روش میانگین جمعیتی گروهی^۱ به مقایسه نتایج ۱۰ اقتصاد منتخب نوظهور با ایران و در ادامه با استفاده از روش خودرگرسیون میانگین متحرک^۲ به مقایسه نتایج تک تک کشورهای منتخب با ایران پرداخته می‌شود و در نهایت، با استفاده از روش مطالعه تطبیقی در قالب کاربردی به سیاست‌گذاری در ایران در جهت توسعه بازار سرمایه و افزایش ارتباط آن با بخش حقیقی اقتصاد پرداخته شده است.

نکته مهم این است که برنامه هفتم توسعه ایران بر پایه‌های رشد بازار سرمایه متمرکز است و به سه عامل کلیدی: ثبات اقتصاد کلان، سطح معینی از توسعه بخش مالی، و محیط قانونی و نهادی قوی برای توسعه بازار سرمایه تأکید دارد. ثبات اقتصادی، که شامل کنترل تورم، تثبیت نرخ ارز و سیاست‌های پایدار پولی و مالی است، می‌تواند به پایداری و پیش‌بینی‌پذیری اقتصاد کلان کمک کند. این ثبات، با کاهش ریسک‌های ناشی از نوسانات شدید اقتصادی، اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب می‌کند و زمینه را برای برنامه‌ریزی بلندمدت شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد. در حوزه توسعه بازار مالی، بهبود زیرساخت‌ها، گسترش ابزارهای مالی و افزایش دسترسی به منابع مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. در بُعد محیط قانونی و نهادی، حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، افزایش شفافیت و اعتمادسازی، و دسترسی به اطلاعات برای تصمیم‌گیری دقیق و کاهش عدم تقارن اطلاعات ضروری به نظر می‌رسد. قوانین شفاف و محکم می‌توانند از حقوق سرمایه‌گذاران محافظت کنند و جلوی سوءاستفاده‌ها را بگیرند. نهادهای نظارتی مستقل نیز می‌توانند به شفافیت بازار و تقویت اعتماد عمومی در بازار سرمایه کمک کنند. ترکیب این بنیان‌ها می‌تواند به رشد و توسعه بازار سرمایه ایران منجر شود. برنامه هفتم توسعه، با در نظر گرفتن این عناصر کلیدی، هدف دارد بازاری پویا، شفاف و پایدار ایجاد کند که نقشی حیاتی در تأمین مالی اقتصاد و جذب سرمایه‌های داخلی و خارجی ایفا کند.

ساختار این مقاله به‌گونه‌ای است که پس از مقدمه، در بخش دوم به بررسی مبانی نظری و در بخش سوم به مرور پیشینه تحقیق پرداخته می‌شود. در بخش چهارم، مدل

1. Pooled Mean Group (PMG)

2. Autoregressive Moving Average (ARMA)

تحقیق، توصیف متغیرها و آزمون‌های آماری تشریح شده است. بخش پنجم، برآورد مدل و تحلیل یافته‌ها را ارائه می‌دهد و توسعه‌یافتگی بازارهای سرمایه کشورهای منتخب و ایران را با تمرکز بر سه حوزه اصلی (ثبات اقتصاد کلان، توسعه بخش مالی، و محیط قانونی و نهادی قوی) مقایسه نموده و الگوی مناسب برای توسعه بازار سرمایه ایران ارائه می‌شود. در پایان نیز، نتیجه‌گیری و پیشنهادات سیاستی ارائه شده است.

۱. مبانی نظری

بازارهای سرمایه به بخشی از سیستم مالی گفته می‌شود که هدف آن هدایت پس‌اندازهای یک اقتصاد به سمت بخش‌هایی است که به سرمایه نیاز دارند. این جریان سرمایه از طریق ابزارهای مالی و اوراق بهادار صورت می‌گیرد که شامل دارایی‌های بازار پول، اوراق قرضه دولتی و غیردولتی، اوراق بهادار با پشتوانه رهنی، مشارکت در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها می‌شود. برخلاف سپرده‌ها، سرمایه‌گذاران در این بازارها ریسک چنین سرمایه‌گذاری‌هایی را متحمل می‌شوند. بازارهای سرمایه دارای دو بخش اصلی هستند: یک بازار اولیه، که در آن ابزارهای مالی برای نخستین بار توسط ناشران (دولت‌ها، شرکت‌ها، طرح‌های سرمایه‌گذاری) به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود و یک بازار ثانویه، که در آن اوراق بهادار منتشرشده پیشین بین سرمایه‌گذاران معامله می‌شود. بازارهای سرمایه به واسطه‌های حرفه‌ای و زیرساخت‌های معاملاتی، مانند پلتفرم‌های معاملات، اتاق‌های تسویه و سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار، و چهارچوب‌های نظارتی و قانونی نیاز دارند که با نظارت و اجرای قوانین توسط دولت پشتیبانی می‌شوند (World Bank Group, 2020).

علی‌رغم اهمیت بازار سرمایه، بسیاری از اقتصادهای در حال توسعه همچنان با سطح محدودی از توسعه بازار سرمایه مواجه هستند. هیچ تعریف جهانی پذیرفته‌شده‌ای برای بازار سرمایه پیشرفته وجود ندارد؛ با این حال، به‌طور کلی، چهار ویژگی اصلی به بازارهای سرمایه نسبت داده می‌شود: اندازه، دسترسی، عمق و کارایی. تحلیل بازارهای سرمایه در کشورهای در حال توسعه با سه مورد از این ویژگی‌ها نشان می‌دهد که بیشتر آنها هنوز در مراحل ابتدایی توسعه قرار دارند، اگرچه برخی از اجزای آن‌ها در حال رشد هستند. در این اقتصادها، تنها تعداد محدودی از شرکت‌ها از بازارهای سرمایه برای تأمین مالی استفاده کرده‌اند و اکثراً مؤسسات مالی هستند. اندازه بازارهای سرمایه داخلی هنوز کوچک است و به‌ویژه برای ناشران غیردولتی، از نقدینگی کافی برخوردار

نیست. از طرف دیگر، در بخش سرمایه‌گذاری، در بسیاری از اقتصادهای درحال توسعه، صندوق‌های بازنشستگی رشد قابل توجهی داشته‌اند، درحالی‌که سایر سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور معمول عقب مانده‌اند. همچنین مشارکت سرمایه‌گذاران خرد نیز کم است، اگرچه در بسیاری از کشورها، عمدتاً از طریق صندوق‌های مشترک، نقش بیشتری یافته‌اند. در نتیجه، در بیشتر این اقتصادها، بازارهای سرمایه تنها بخشی از نقش هدایت منابع به شرکت‌ها و فراهم کردن فرصت‌های سرمایه‌گذاری را ایفا می‌کنند. در این زمینه، درک چگونگی توسعه بازارهای سرمایه و شناسایی مجموعه‌ای از شرایط لازم برای رشد این توسعه بسیار اهمیت دارد (World Bank Group, 2020).

درحالی‌که شکل‌های اولیه بازار سرمایه ممکن است در هر اقتصادی به وجود آیند، ایجاد یک بازار سرمایه پایدار و کارآمد نیازمند پیش‌شرط‌هایی است. این پیش‌شرط‌ها به سه دسته تقسیم می‌شوند: (۱) ثبات اقتصاد کلان، (۲) سطحی معین از توسعه بخش مالی و (۳) محیط قانونی و نهادی قوی. هیچ آستانه تعیین‌شده‌ای برای هر یک از این پیش‌شرط‌ها وجود ندارد که توسعه بازار سرمایه را تضمین کند. تجربیات بانک جهانی نشان می‌دهد این پیش‌شرط‌ها با یکدیگر ارتباط نزدیکی دارند، و هرچه میزان توسعه آنها کمتر باشد، اقدامات در طرف عرضه، تقاضا و زیرساخت بازار، تأثیر کمتری خواهد داشت. افزون بر این، مرز بین پیش‌شرط‌ها و سایر عوامل محرک توسعه بازار سرمایه - مانند: نقدینگی، زیرساخت‌های قوی و مقررات تخصصی بازار سرمایه - اغلب مبهم است (World Bank Group, 2019).

۱-۱. ثبات کلان اقتصادی

برای ترویج سرمایه‌گذاری بلندمدت، ثبات اقتصاد کلان باید در یک دوره طولانی حفظ شود. اهمیت اساسی ثبات اقتصاد کلان در توسعه بازار سرمایه، یکی از نکات کلیدی در این زمینه محسوب می‌شود. تورم پایدار و بالا که در برخی از بازارهای نوظهور و اقتصادهای درحال توسعه رایج است، سبب بازداشتن سرمایه‌گذاران از ورود به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت می‌شود. به‌طور مشابه، در برخی از اقتصادهای نوظهور و بسیاری از کشورهای درحال توسعه، نیاز به تأمین کسری بودجه‌های بزرگ، دولت‌ها را ناگزیر می‌کند تا در عمل بخش خصوصی را کنار بگذارند. دلیل این امر آن است که بازده اوراق بهادار دولتی به‌قدری بالا است که ناشران خصوصی توان رقابت با آن را ندارند (به‌عنوان مثال، شرایطی که از سال ۱۴۰۱ تا ۱۴۰۳ در اقتصاد ایران حاکم بود). اهمیت حفظ ثبات اقتصاد کلان در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران، به‌ویژه در مراحل

ابتدایی توسعه بازار سرمایه، بسیار مورد توجه قرار گرفته است. تحقیقات تجربی نیز ارتباط میان مجموعه‌ای از متغیرهای کلان اقتصادی، مانند: نرخ تورم پایین و باثبات، رشد اقتصادی پایدار و عدم کسری بودجه، و توسعه بازار سرمایه را تأیید می‌کند (World Bank Group, 2020).

۱-۲. توسعه بخش مالی

برای توسعه بازار سرمایه، سطح معینی از توسعه بخش مالی ضروری است، به‌ویژه وجود یک سیستم بانکی سالم و رقابتی. بانک‌ها به‌عنوان تأمین‌کنندگان اصلی اعتبار نقشی کلیدی ایفا می‌کنند و با ارسال سیگنال‌هایی درباره اعتبار شرکت‌ها، سایر فعالان بازار را آگاه می‌سازند. افزون بر این، بانک‌ها زیرساخت‌های ضروری بازار، مانند پرداخت‌ها و خدمات نگهداری مالی را فراهم می‌کنند و در مراحل آغازین توسعه بازار سرمایه، نقش مهمی به‌عنوان ناشر و سرمایه‌گذار ایفا می‌نمایند. با عمیق‌تر شدن توسعه اقتصادی، خدمات مالی متنوع‌تری مورد نیاز است و بازارهای سرمایه برای ارتقای تخصیص منابع و حمایت از رشد مستمر اقتصادی گام بعدی را تشکیل می‌دهند. اهمیت نظام بانکی برای توسعه بازار سرمایه در پژوهش‌های تجربی نیز بارها مورد تأکید قرار گرفته است. کشورهایی که بازار سرمایه قوی و توسعه‌یافته‌ای دارند، معمولاً از سیستم بانکی توسعه‌یافته‌ای نیز برخوردارند که از عمق بالایی در بازارهای اعتباری برخوردار است. طبق مطالعات تجربی، این اثر تعمیق مالی در کشورهایی که بانکداری رقابتی و فاقد انحصار دارند، قوی‌تر است. البته، تا حدی تنش ذاتی بین بانک‌ها و بازار سرمایه وجود دارد، چراکه هر دو برای کسب اعتماد و اعتبار نزد شرکت‌ها و مشتریان رقابت می‌کنند. بحران مالی جهانی نیز نشان داد که وضعیت مالی بانک‌ها می‌تواند اثرات مثبت یا منفی بر توسعه بازار سرمایه داشته باشد. چالش تضمین همکاری و تکمیل متقابل به‌جای رقابت بین بانک‌ها و بازارهای سرمایه، از مسائل کلیدی در این حوزه است که اغلب کشورهای در حال توسعه با آن روبه‌رو هستند. تدوین مقررات قوی که جنبه‌هایی چون مدیریت نقدینگی و سررسید و تطابق‌های مالی را در نظر بگیرد، به تقویت همکاری و همگرایی میان بانک‌ها و بازارهای سرمایه کمک می‌کند (World Bank Group, 2020). در ایران، به‌دلیل بانک‌محور بودن اقتصاد و تسلط کامل بانک‌ها بر سیاست‌های اقتصادی، این موضوع می‌تواند یکی از موانع اصلی توسعه بازار سرمایه تلقی شود.

ازسوی دیگر، وجود سرمایه‌گذاران نهادی داخلی به‌اندازه کافی بزرگ نیز برای

توسعه بازار سرمایه مهم است. سرمایه‌گذاران نهادی داخلی مانند صندوق‌های بازنشستگی به دلیل افق‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری و تمایل به نگهداری دارایی‌های بزرگ در مقایسه با دیگر بخش‌های مالی، به‌عنوان یک تکیه‌گاه اصلی برای بازار سرمایه عمل می‌کنند. تحقیقات متعدد نشان می‌دهد که صندوق‌های بازنشستگی در بسیاری از اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه، سهم به‌سزایی در حمایت از رشد و توسعه بازار سرمایه دارند. با این حال، تنوع بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی برای افزایش نقدینگی و تعمیق بازارها ضروری است؛ چراکه سرمایه‌گذاران مختلف نیازها و ریسک‌پذیری متفاوتی دارند و این امر موجب رشد ابزارهای مالی متنوع و افزایش معاملات می‌شود. در نهایت، آزادسازی مالی، هرچند برای توسعه بازار سرمایه اهمیت دارد، باید به‌صورت تدریجی و با رعایت ترتیب‌های مشخص صورت گیرد. به‌طور کلی، تحقیقات تجربی همبستگی قوی بین آزادسازی مالی و رشد بازار سرمایه را نشان می‌دهد. مشارکت سرمایه‌گذاران خارجی، اگرچه مزایای قابل‌توجهی دارد، با خطرات و چالش‌هایی همراه است و مدیریت تغییرات در شرایط اقتصاد کلان داخلی و جهانی را برای دولت‌ها دشوارتر می‌سازد. بنابراین، پیش‌شرط‌هایی خاص برای آزادسازی مالی لازم است تا تأثیرات مثبت آن افزایش یابد و مدیریت بهتر بر مخاطرات اعمال شود (World Bank Group, 2020).

۳-۱. محیط حقوقی و نهادی قوی

امروزه، بهبود فضای کسب‌وکار به‌عنوان یکی از راهبردهای اصلی برای رشد و توسعه بخش خصوصی، به‌ویژه در کشورهای در حال توسعه، به‌شمار می‌آید. در این راستا، مجموعه‌ای از عوامل نهادی به‌صورت منسجم در قالب محیط کسب‌وکار مورد بررسی و مطالعه قرار می‌گیرند. فضای کسب‌وکار، شامل عوامل وابسته به مکان است که فرصت‌ها و انگیزه‌های بنگاه‌ها را برای سرمایه‌گذاری، بهره‌وری، ایجاد اشتغال و گسترش فعالیت‌های اقتصادی شکل می‌دهد. این عوامل ابعاد متنوعی را شامل می‌شوند، از جمله ثبات سیاسی و اقتصادی، قوانین و مقررات کسب‌وکار، اندازه و کارایی دولت، مالیات، بازارهای مالی و دسترسی به اعتبار، و همچنین عرضه و کیفیت زیرساخت‌های اقتصادی، و فرصت‌های بازار و... (World Bank Group, 2005).

بخشی مهم از شاخص سهولت کسب‌وکار، به حمایت از حقوق سهامداران در یک کشور مربوط می‌شود. وجود سازوکارهای مؤثر برای احقاق حقوق سرمایه‌گذاران، یکی از مؤلفه‌های کلیدی محیط قانونی و نهادی مورد نیاز برای توسعه بازار سرمایه است.

برای مشارکت سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه، باید مکانیسم‌هایی وجود داشته باشد که از حقوق آنها به‌عنوان طلبکاران یا سهامداران شرکت‌ها یا مشتریان واسطه‌های اوراق بهادار به اندازه کافی محافظت کند. همچنین، در صورت نقض این حقوق، مکانیسم‌هایی برای اجرای راه‌حل وجود خواهد داشت. این مکانیسم‌ها شامل اجرای خصوصی، که به‌موجب آن سرمایه‌گذاران خود به‌دنبال جبران خسارت از طریق کانال‌های مختلف، مانند طرح دعاوی حقوقی هستند، و اجرای عمومی، از طریق تنظیم‌کننده بازار اوراق بهادار می‌باشد (World Bank Group, 2019).

سنگ‌بنای ضروری برای توسعه بازار سرمایه، احترام به حاکمیت قانون و ثبات سیاسی است. سرمایه‌گذاران باید اطمینان داشته باشند که دارایی‌هایشان مصداق صادره نخواهد شد. این اطمینان ناشی از میزان احترامی است که دولت به حاکمیت قانون و عدم وجود فساد سیاسی می‌گذارد. ثبات در اطمینان، صرف‌نظر از طول عمر یا جهت‌گیری سیاسی یک دولت خاص، برای سرمایه‌گذاران خارجی حائز اهمیت است که به‌دنبال اطمینان در ورود و خروج سرمایه خود هستند. همچنین، تعهد سیاسی و تداوم سیاسی برای توسعه بازار سرمایه حیاتی است. برای بسیاری از کشورها، توسعه بازار سرمایه یک تلاش بلندمدت است که مستلزم اجرای اقداماتی توسط مقامات دولتی مختلف می‌باشد (World Bank Group, 2020).

۲. بررسی ادبیات

بازار سرمایه، سرمایه ثابت و سرمایه در گردش صنعت را تامین مالی می‌کند و همچنین وام‌های میان‌مدت و بلندمدت دولت‌های مرکزی، ایالتی و محلی را نیز مهیا می‌کند (Mishkin, 2007; Nwaolisa; Kasie & Egbunike, 2013). بنابراین، بازار سرمایه به‌دلیل توانایی آن در تسهیل و تدارک پس‌انداز و سرمایه‌گذاری از طریق بازار مالی، عامل بسیار تخصصی، سازمان‌یافته و در واقع ضروری برای رشد و توسعه اقتصادی است. ادبیات نظری و تجربی گسترده و روشنگری در مورد ارتباط بین ثبات اقتصاد کلان، توسعه بخش مالی و محیط حقوقی و نهادی قوی با توسعه بازار سرمایه وجود دارد.

۲-۱. مطالعات خارجی

هو^۱ (۲۰۱۹) در مقاله‌ای با عنوان «تأثیر ثبات اقتصاد کلان بر توسعه بازار سهام در

1. Ho

آفریقای جنوبی» با بهره‌گیری از روش رگرسیون خودتوضیح با وقفه توزیع شده و با استفاده از داده‌های ۱۹۷۵-۲۰۱۵، تأثیر نرخ تورم، رشد اقتصادی، توسعه بخش بانکی و نرخ بهره واقعی بر بازار سهام آفریقای جنوبی را بررسی کرد. نتایج نشان داد که توسعه بخش بانکی و رشد اقتصادی، عوامل مثبت در رشد بازار سهام بوده و نرخ بهره و تورم بالا به‌عنوان عوامل منفی شناخته می‌شوند.

بانک اروپایی (۲۰۱۹) برخی مؤلفه‌ها و عواملی که در جهت رشد و توسعه بازار سرمایه ضروری هستند، بیان کرده که عبارت‌اند از: افزایش اعتماد به بازار، حمایت قوی از سرمایه‌گذاران خرد، استفاده از فناوری‌های جدید رقابتی، ترویج مالی پایدار، ثبات محیط نظارتی، افزایش سهم پس‌انداز، آموزش سواد مالی، استانداردهای حاکمیت شرکتی در اقتصاد.

گریگولی و همکاران^۱ (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «شواهد تجربی از نقش تولید ناخالص داخلی در توسعه بازار سرمایه» که از داده‌های ۱۶۵ کشور طی سال‌های ۱۹۸۱ تا ۲۰۱۲ و با روش تحلیل رگرسیون انجام شد. نتایج آنها نشان داد که رشد تولید ناخالص داخلی با افزایش عرضه و تقاضای وجوه مالی، عامل اصلی توسعه بازارهای اولیه و ثانویه است.

چین و همکاران (۲۰۱۷)، در مطالعه‌ای با عنوان «تأثیرات بازارهای سرمایه عمیق‌تر در آسیا» با روش داده‌های ترکیبی از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۵، نشان دادند که تعمیق بازارهای سرمایه می‌تواند منابع مالی قابل‌توجهی را برای کشورهای آسیای نوظهور آزاد کند و رشد اقتصادی را با تخصیص بهینه منابع بهبود بخشد. نتایج حاکی از آن است که این تعمیق می‌تواند از طریق جذب منابع مالی خارجی، رشد و کاهش فقر در این کشورها را تسریع کند.

کوالوسکی و پیسانی^۲ (۲۰۱۷)، در مقاله‌ای تحت عنوان «نقش عوامل کلان اقتصادی در توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی در آسیا» و با استفاده از داده‌های تابلویی از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۴ و روش گشتاورهای تعمیم‌یافته، نشان دادند که توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی در ۱۰ کشور آسیایی، با عمق بازار و افزایش تقاضای وام‌های بانکی مرتبط بوده و عوامل کلان اقتصادی نقش مهمی در این توسعه ایفا کرده‌اند.

1. Grigoli, Herman, and Schmidt-Hebbel

2. Kowalewski & Pisany

اسمائوی و همکاران^۱ (۲۰۱۷)، در مقاله‌ای با عنوان «بررسی عوامل مؤثر بر توسعه بازار اوراق قرضه در کشورهای نوظهور» و با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته و داده‌های ۲۲ اقتصاد نوظهور در بازه زمانی ۱۹۹۰-۲۰۱۳، تأثیر متغیرهایی چون اندازه اقتصادی، باز بودن تجارت، کیفیت بوروکراتیک و نرخ بهره بر توسعه بازار اوراق قرضه را ارزیابی کردند. نتایج نشان داد که نوسانات نرخ بهره به‌عنوان عامل منفی و کیفیت بوروکراتیک به‌عنوان عامل مثبت عمل می‌کند.

روچاس سوارز^۲ (۲۰۱۴)، در مقاله‌ای با عنوان «پیش‌نیازهای اعتماد سرمایه‌گذاران در خرید اوراق بهادار» که با استفاده از داده‌های پانل انجام شد، نشان داد که سابقه بانکی و نوآوری‌های مالی نقش مهمی در جذب اعتماد سرمایه‌گذاران و خرید اوراق بهادار توسط آنها ایفا می‌کنند.

فینک و همکاران^۳ (۲۰۰۳)، در مقاله‌ای با عنوان «ارتباط توسعه بازار اوراق قرضه و فعالیت اقتصادی» با استفاده از آزمون علیت گرنجر، ارتباط مثبت بین توسعه بازار اوراق قرضه و فعالیت‌های اقتصادی را بررسی کردند. نتایج حاکی از آن بود که توسعه این بازار تأثیر قابل توجهی بر رشد اقتصادی داشته و محرک مناسبی برای توسعه پایدار اقتصاد است.

۲-۲. مطالعات داخلی

ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۱)، در مقاله‌ای با عنوان «تأثیر ریسک سیاسی بر تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکتی» با استفاده از روش داده‌های پانل و داده‌های ۳۴ شرکت در دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۹، نشان دادند که ریسک‌های سیاسی بر تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکتی تأثیر منفی و معنادار داشته و استراتژی‌های تأمین مالی مانند بدهی و سهام به‌طور متفاوت تحت تأثیر این ریسک‌ها قرار می‌گیرند.

نگین‌تاجی و همکاران (۱۴۰۱)، در مقاله‌ای با عنوان «رابطه علی دوطرفه بین رشد اقتصادی و توسعه مالی» با روش علیت و تحلیل رگرسیون حداقل‌فاصل زمانی ۱۳۷۰ تا ۱۳۹۸ انجام شد. آنها نشان دادند که توسعه بخش بانکی و بازار سرمایه با یکدیگر رابطه علی دوطرفه دارند و به توسعه یکپارچه این دو بخش در اقتصاد ایران توصیه کردند.

یحیی‌زاده‌فر و همکاران (۱۳۹۳)، در مقاله‌ای با عنوان «تأثیر متغیرهای نهادی و

1. Smaoui, Grandes, & Akindele

2. Rojas-Suarez

3. Fink, Haiss, & Hristoforova

اجتماعی بر توسعه مالی» با استفاده از تحلیل طولی و دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۳، نشان دادند که متغیرهای نهادی نظیر حقوق مالکیت و تورم و متغیرهای اجتماعی مانند سرمایه اجتماعی، عوامل مؤثر در توسعه مالی و بهبود بازار سرمایه ایران هستند.

فلاحتی و همکاران (۱۳۹۱)، در مقاله‌ای با عنوان «بررسی رابطه بین تورم و توسعه بازار مالی» با روش حداقل مربعات شرطی و تحلیل داده‌های ۱۳۵۷ تا ۱۳۸۶، نشان دادند که بین تورم و شاخص‌های توسعه مالی بازار پول رابطه منفی و بین تورم و توسعه بازار سهام رابطه مثبت وجود دارد که نشان‌دهنده تأثیرپذیری بازار مالی از تورم است.

صمدی و همکاران (۱۳۸۶)، در مقاله‌ای با عنوان «رابطه توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی در ایران» با تحلیل سری زمانی داده‌های ۱۹۸۸-۲۰۰۳، نتیجه‌گیری کردند که رشد اقتصادی ایران رابطه منفی با توسعه بازار پول و هیچ رابطه معناداری با توسعه بازار سرمایه ندارد.

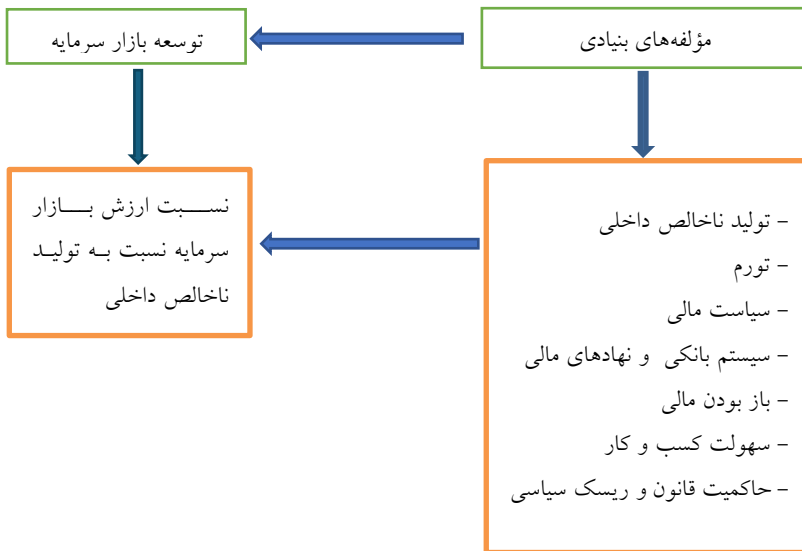
لشگری و همکاران (۱۳۹۰)، در مقاله‌ای با عنوان «عوامل مؤثر بر تقویت بازار سرمایه ایران» با روش داده‌های پانل و تحلیل رگرسیونی در بازه زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۰، به این نتیجه رسیدند که عواملی چون رشد اقتصادی، نقدینگی، سرمایه‌گذاری خارجی و ریسک سیاسی تأثیر مثبت بر شاخص بازار سرمایه دارند، درحالی‌که سیاست‌های آزادسازی بازارهای مالی تأثیر منفی دارند.

این پژوهش با تمرکز بر بررسی تجربیات ده اقتصاد نوظهور مشابه ایران و تحلیل مؤلفه‌های کلیدی موفقیت آن‌ها در توسعه بازار سرمایه، به دنبال شناسایی شکاف ساختاری ایران نسبت به این کشورها و ارائه راهبردهای مؤثر برای کاهش این فاصله است. با توجه به اینکه در مطالعات قبلی کمتر به این شکاف پرداخته شده، این پژوهش سعی دارد از الگوهای موفق جهانی بهره گیرد و راهکارهایی عملی و بومی‌سازی‌شده برای تقویت بازار سرمایه ایران و استفاده بهینه از آن در سیاست‌گذاری اقتصادی ارائه کند، که همین رویکرد، آن را از مطالعات پیشین متمایز می‌سازد.

۳. روش تحقیق

این پژوهش به بررسی تأثیر عوامل کلان اقتصادی در سه حوزه ثبات کلان اقتصادی، توسعه بخش مالی و محیط حقوقی و نهادی قوی بر توسعه بازار سرمایه اقتصادی نوظهور و ایران می‌پردازد. مطابق با نمودار ۱ نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص

داخلی به‌عنوان شاخص توسعه بازار سهام در نظر گرفته شده است و شش شاخص کلیدی شامل تورم و کسری بودجه به‌عنوان شاخص‌های مربوط به ثبات کلان اقتصادی و تسهیلات بانکی و بازبودن مالی به‌عنوان شاخص‌های توسعه بخش مالی و همچنین سهولت کسب‌وکار و حاکمیت قانون به‌عنوان شاخص‌های محیط حقوقی و نهادی شناسایی شده‌اند. شایان ذکر است که در این پژوهش، تأثیر تولید ناخالص داخلی بر توسعه بازار سرمایه بررسی نمی‌شود، زیرا این متغیر در مخرج متغیر وابسته و چند متغیر مستقل وجود دارد و نیازی به بررسی مجزا ندارد. بنابراین، متغیرهای مستقل پژوهش شامل تورم، سیاست مالی، سیستم بانکی، باز بودن مالی، سهولت کسب‌وکار و حاکمیت قانون هستند. همچنین، در برآورد مدل اول و دوم، از روش‌های برآورد پویا استفاده شده است، چراکه توسعه بازار سهام یک مفهوم پویا به‌شمار می‌آید.



منبع: (براساس مبانی نظری)

نمودار (۱): پیش شرط‌های توسعه بازار سرمایه

۳-۱. مدل

برای بررسی تأثیر سه حوزه کلان اقتصادی، توسعه بخش مالی و محیط حقوقی و نهادی قوی بر توسعه بازار سرمایه، از دو مدل تحلیلی استفاده شده است. در مدل ۱ (پنل دیتای پویا) با استفاده از روش میانگین تجمیعی گروهی، تأثیر شش شاخص

اصلی بر توسعه بازار سرمایه در ده اقتصاد نوظهور شامل چین، روسیه، برزیل، سنگاپور، آفریقای جنوبی، مکزیک، اندونزی، مالزی، هند و ترکیه بررسی می‌شود. این کشورها به دلیل شباهت‌های زمانی و ساختاری با ایران و جایگاه‌شان در گروه اقتصادهای نوظهور انتخاب شده‌اند. این دسته‌بندی بر اساس شاخص‌های معتبر اقتصادی و نهادی مانند طبقه‌بندی بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول انجام شده است.

در مدل ۲، به‌منظور بررسی دقیق‌تر تأثیر شش شاخص کلان اقتصادی بر توسعه بازار سرمایه، چهار کشور سنگاپور، مالزی، هند و ترکیه انتخاب شده‌اند. این کشورها به دلیل شباهت‌های ساختاری و نهادی بسیار بیشتر نسبت به ایران و آغاز همزمان فرایند توسعه، به‌عنوان نمونه‌های الگوبرداری مناسب شناخته می‌شوند. استفاده از روش خودرگرسیون میانگین متحرک در این مدل امکان تحلیل عمیق‌تری را فراهم می‌کند تا اثرات عوامل کلان اقتصادی بر بازار سرمایه را در شرایط قابل الگوگیری بررسی کنیم. هدف این تحلیل، شناسایی الگوها و سیاست‌های موفق است که می‌تواند در بهبود وضعیت بازار سرمایه ایران به کار رود. این پژوهش در نهایت به دنبال ارائه الگویی کاربردی برای سیاست‌گذاری در ایران بر پایه‌ی تجربیات این چهار کشور است.

$$\Delta MC_{it} = \alpha + \lambda(MC_{i,t-1} - \beta_1 IN_{i,t-1} - \beta_2 BD_{i,t-1} - \beta_3 BK_{i,t-1} - \beta_4 CA_{i,t-1} - \beta_5 PT_{i,t-1} - \beta_6 RL_{i,t-1}) + \sum_{j=1}^k \gamma_j \Delta X_{i,t-j} + u_{it} \quad (1)$$

که در آن: ΔMC_{it} متغیر وابسته تفاضلی که نشان‌دهنده تغییرات در توسعه بازار سرمایه در زمان t برای کشور i است. λ ضریب تعدیل که نشان‌دهنده سرعت تعدیل به تعادل بلندمدت است. β_i ضرایب بلندمدت برای هر یک از متغیرهای مستقل که تأثیر آن‌ها بر توسعه بازار سرمایه را در بلندمدت نشان می‌دهد. γ_j ضرایب کوتاه‌مدت برای متغیرهای مستقل تفاضلی $\Delta X_{i,t-j}$ که تأثیر آن‌ها بر متغیر وابسته را در کوتاه‌مدت منعکس می‌کند. α ضریب ثابت که مقدار اولیه و پایه متغیر وابسته را در نظر می‌گیرد. u_{it} خطای مدل که به عوامل غیرقابل مشاهده یا تأثیرگذار بر متغیر وابسته اشاره دارد.

$$MC_t = \mu + \sum_{i=1}^p \phi_i MC_{t-i} + \sum_{j=1}^q \theta_j \varepsilon_{t-j} + \sum_{k=1}^6 \beta_k X_{k,t} + \varepsilon_t \quad (2)$$

که در آن: MC_t متغیر وابسته که توسعه بازار سرمایه در زمان t است. μ مقدار ثابت یا میانگین بلندمدت است. ϕ_i نشان‌دهنده ضرایب خودرگرسیو تا مرتبه p ، θ_j ضرایب میانگین متحرک تا مرتبه q ، β_k ضرایب مربوط به متغیرهای مستقل و ε_t جمله خطا در زمان t است.

۲-۳. داده‌ها

- متغیرهای پژوهش بر اساس مبانی نظری و نمودار ۱ در سه حوزه قرار می‌گیرند: ثبات اقتصاد کلان، توسعه بخش مالی و محیط حقوقی و نهادی قوی. شش شاخص کلیدی زیر به توصیف این سه حوزه در جهت رشد و توسعه بازار سرمایه می‌پردازند:
- MC نشان‌دهنده توسعه بازار سهام که با ارزش بازار به‌عنوان درصدی از تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری می‌شود و متغیر وابسته در این پژوهش است. IN شاخص تورم (شاخص مصرف‌کننده) است که ثبات کلان اقتصادی را ارزیابی می‌کند. BD کسری بودجه دولت نسبت به تولید ناخالص داخلی است که شاخصی برای سیاست مالی محسوب می‌شود (Dittmar & Yuan, 2008).
 - BK میزان تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی است که شاخصی برای نظام بانکی و نهادهای مالی است (Djankov; McLiesh & Shleifer, 2007).
 - CA شاخص بازبودن مالی است که برای اندازه‌گیری آن از شاخص حساب سرمایه نسبت به تولید ناخالص داخلی استفاده شده است که ورود و خروج سرمایه را به دلار آمریکا نشان می‌دهد.
 - PT شاخص سهولت کسب‌وکار است که برای ارزیابی تأثیر کانال نهادی بر توسعه بازار سرمایه استفاده می‌شود و اطلاعات آن توسط بانک جهانی فراهم شده است. دامنه این متغیر از ۰ تا ۱۰۰ است که امتیاز ۱۰۰ نشان‌دهنده بهترین سهولت کسب‌وکار است.
 - RL شاخص حاکمیت قانون است که ابعاد خاص قدرت نهادی یک کشور را می‌سنجد و امتیاز آن بین ۲٫۵- تا ۲٫۵ قرار دارد. داده‌های مورد استفاده از وب‌سایت‌های بانک جهانی، صندوق بین‌المللی پول و بانک مرکزی ایران طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱ استخراج شده است.

۳-۳. آزمون‌های آماری

در این بخش، آزمون‌های آماری مختلفی که برای تحلیل داده‌های پنل استفاده شده‌اند، بررسی می‌شوند. این آزمون‌ها شامل آزمون‌های مانایی، هاسمن، هم‌انباشتگی، خودهمبستگی، ناهمسانی واریانس و نرمالیتی هستند. هدف از این آزمون‌ها اطمینان از صحت و اعتبار مدل انتخابی و پیش‌گیری از بروز مشکلات رگرسیونی نظیر کاذب بودن نتایج است. نتایج این آزمون‌ها به ارائه شواهدی در راستای انتخاب روش مناسب

برای برآورد مدل کمک می‌کند و زمینه‌ساز تحلیل‌های بعدی خواهد بود.

۳-۱. آزمون مانایی

در این بخش، آزمون مانایی برای بررسی مانایی متغیرهای مدل به‌منظور جلوگیری از رگرسیون کاذب انجام شده است. نتایج آزمون لوین؛ لین و چو^۱ (۲۰۰۲) نشان می‌دهد که برخی از متغیرها مانا هستند و برخی دیگر پس از یک بار تفاضل‌گیری به مانایی (I(1)) رسیده‌اند. همچنین، نتایج آزمون دیکی فولر تعمیم یافته^۲ برای داده‌های سری زمانی نیز تأیید می‌کند که برخی متغیرها مانا (I(0)) و برخی نامانا (I(1)) هستند. با اطمینان از مانایی متغیرها، می‌توان به برآورد مدل پرداخت.

جدول (۱): نتایج آزمون ریشه واحد (Levin; Lin & Chu) برای متغیرهای مربوط

به پنل دیتا

متغیرها	آماره t	احتمال	نتیجه
CM	-2.49	0.00	مانا
IN	-3.00	0.00	مانا
BD	-1.75	0.03	مانا
BK	-2.09	0.01	مانا
CA	-4.79	0.00	مانا
PT	-0.08	0.46	نامانا، I(1)
RL	0.85	0.8	نامانا، I(1)

منبع: (یافته تحقیق)

جدول (۲): نتایج آزمون ریشه واحد (ADF) برای متغیرهای مربوط به سری زمانی

متغیرها	هند		ایران		مالزی		سنگاپور		ترکیه	
	آماره t	نتیجه	آماره t	نتیجه	آماره t	نتیجه	آماره t	نتیجه	آماره t	نتیجه
CM	-3.26	I(0)	-0.91	I(1)	-2.02	I(1)	-2.06	I(1)	-1.52	I(1)
IN	-1.51	I(1)	-2.45	I(1)	-4.17	I(0)	-5.17	I(0)	-1.07	I(1)
BD	-3.03	I(0)	-10.08	I(0)	-2.87	I(0)	-3.9	I(0)	-2.85	I(1)
BK	-3.11	I(0)	-1.03	I(1)	-1.99	I(1)	-2.69	I(1)	-1.66	I(0)
CA	-4.56	I(0)	-3.41	I(0)	-7.88	I(0)	-3.83	I(0)	-1.58	I(0)

1. Levin; Lin & Chu

2. Augmented Dickey-Fuller test (ADF)

متغیرها	هند		ایران		مالزی		سنگاپور		ترکیه	
	آماره t	نتیجه	آماره t	نتیجه	آماره t	نتیجه	آماره t	نتیجه	آماره t	نتیجه
PT	I(0)	-3.04	I(0)	-3.58	I(0)	-2.96	I(1)	-2.04	I(1)	-3.61
RL	I(0)	-1.97	I(1)	-2.49	I(1)	-3.22	I(1)	-2.35	I(1)	-1.99

منبع: (یافته تحقیق)

۳-۳-۲. آزمون هاسمن

نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد که آماره برابر با ۰,۰۰ و مقدار احتمال برابر با ۱,۰۰ است، که به طور معناداری بیشتر از سطح معناداری ۰,۰۵ می‌باشد. از این رو، فرض صفر مبنی بر اینکه مدل اثرات تصادفی مناسب‌تر از مدل اثرات ثابت است، رد نمی‌شود. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که مدل اثرات تصادفی برای تحلیل داده‌های پانل مناسب‌تر است.

جدول (۳): نتایج آزمون هاسمن

احتمال	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	نوع آزمون
1.00	6	0.00	Cross-section random
1.00	6	0.00	Period random
1.00	6	0.00	Cross-section and period random

منبع: (یافته تحقیق)

۳-۳-۳. آزمون هم‌انباشتگی

آزمون هم‌انباشتگی یوهانسن برای بررسی وجود رابطه هم‌انباشتگی بین متغیرهای مدل انجام شد. نتایج مطابق جدول ۴ نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود بردار هم‌انباشتگی رد می‌شود و بین برخی از متغیرها رابطه هم‌انباشتگی وجود دارد. این نتایج امکان انجام تحلیل‌های بیشتر بر اساس این روابط را فراهم می‌کند.

جدول (۴): نتایج آزمون هم‌انباشتگی

نوع آماره	مقدار آماره	مقدار بحرانی ۱درصد	مقدار بحرانی ۵درصد	نتیجه
Trace	259.31	135.98	125.62	فرض صفر رد می‌شود (هم‌انباشتگی)
Max Eigenvalue	114.40	52.31	46.23	وجود حداقل یک بردار هم‌انباشتگی

منبع: (یافته تحقیق)

۳-۳-۴. آزمون خودهمبستگی

آزمون خودهمبستگی برای بررسی استقلال خطاها در مدل استفاده شده است. طبق جدول ۵ نتایج آماره آزمون وودریج برابر با ۱,۳۰ و احتمال آن برابر با ۰,۲۲۱ است که بزرگتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین، فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی رد نمی‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که خودهمبستگی در خطاها وجود ندارد.

جدول (۵): نتایج آزمون خودهمبستگی

نوع آزمون	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
وودریج	1.30	0.221	عدم وجود خودهمبستگی

منبع: (یافته تحقیق)

۳-۳-۵. آزمون ناهمسانی واریانس

جدول (۶): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

نوع آزمون	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
بریوش - پاگان	9.12	0.140	ناهمسانی واریانس وجود ندارد
وایت	5.67	0.220	ناهمسانی واریانس وجود ندارد

منبع: (یافته تحقیق)

آزمون ناهمسانی واریانس با استفاده از دو آزمون بریوش - پاگان و وایت در جدول ۶ نشان می‌دهد که احتمالها بیشتر از سطح خطای ۵ درصد هستند، بنابراین فرضیه صفر مبنی بر همسانی واریانس رد نمی‌شود و ناهمسانی واریانس در مدل مشاهده نمی‌شود.

۳-۳-۶. آزمون نرمالیتی

با توجه به نتایج جدول ۷ آزمون‌های نرمالیتی، آزمون جارج-برا با احتمال ۰,۰۴۳ نشان‌دهنده انحرافی نزدیک به نرمالیتی است، درحالی‌که آزمون شاپیرو - ویلک با احتمال ۰,۱۵۰ تأیید می‌کند که داده‌ها نرمال هستند. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که داده‌ها به‌طور کلی نرمال هستند و می‌توان آنها را در تحلیل‌های آماری نرمال در نظر گرفت.

جدول (۷): نتایج آزمون نرمالیتی

نوع آزمون	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
Jarque-Bera	5.87	0.043	نرمال نیست
Shapiro-Wilk	0.97	0.150	نرمال است

منبع: (یافته تحقیق)

۴. تخمین مدل و یافته‌ها

این تحقیق به بررسی تأثیر شش شاخص کلیدی بر توسعه بازار سرمایه در ده اقتصاد نوظهور می‌پردازد. در مرحله اول، طبق مدل ۱ از برآورد ضرایب پنل دیتای پویا در دو حالت بلندمدت و کوتاه‌مدت استفاده می‌شود. در مرحله دوم، مطابق با مدل ۲، از برآورد ضرایب روش خودرگرسیون میانگین متحرک برای تحلیل داده‌ها در کشورهای سنگاپور، مالزی، هند، ترکیه و ایران بهره‌گیری خواهد شد.

۴-۱. تحلیل مدل پنل دیتا پویا

برای برآورد تأثیر شش شاخص ذکر شده بر توسعه بازار سرمایه در ده اقتصاد نوظهور، مطابق مدل ۱ و به روش میانگین تجمعی گروهی استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد که در دوره بلندمدت، تورم به‌عنوان شاخصی از بی‌ثباتی اقتصادی، تأثیر منفی و معناداری بر رشد بازار سرمایه دارد؛ یعنی با افزایش تورم، جذابیت بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد. در مقابل، کسری بودجه در بلندمدت نقش مثبتی در توسعه بازار سهام ایفا می‌کند و نشان‌دهنده آن است که سیاست‌های مالی انبساطی با افزایش تقاضا و جریان نقدینگی به رشد بازار سرمایه کمک می‌کنند. شاخص تسهیلات بانکی به بخش خصوصی تأثیر منفی دارد و حاکی از این است که افزایش وام‌دهی به بخش خصوصی در بلندمدت، منابع را از بازار سهام دور کرده و باعث کاهش سرمایه‌گذاری در آن می‌شود. در کنار این‌ها، شاخص‌های نهادی مانند سهولت کسب‌وکار و حاکمیت قانون در دوره بلندمدت اثرات مثبت و معناداری دارند، که نشان می‌دهد ارتقای کیفیت نهادی و بهبود فضای قانونی می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب و بستر توسعه پایدار بازار سهام را فراهم کند. درنهایت، باز بودن مالی تأثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه در بلندمدت ندارد، که ممکن است نشان‌دهنده عدم ارتباط مؤثر و پایدار بین جریان‌های سرمایه و توسعه بازار سرمایه در این کشورها باشد. در نتایج کوتاه‌مدت، برخی از شاخص‌ها تأثیرات معنادار و متفاوتی نسبت به دوره

بلندمدت بر توسعه بازار سرمایه نشان می‌دهند. ضریب هم‌انباشتگی منفی و معنادار است که نشان‌دهنده بازگشت به تعادل بلندمدت پس از شوک‌هاست. کسری بودجه در کوتاه‌مدت نیز تأثیری مثبت و معنادار بر بازار سرمایه دارد، که نشان می‌دهد سیاست‌های مالی می‌توانند در دوره کوتاه‌مدت هم از توسعه بازار حمایت کنند. در مقابل، تأثیر کوتاه‌مدت تورم مثبت اما در حد مرزی معنادار است، که می‌تواند به اثرات موقتی تحریک اقتصادی اشاره داشته باشد. سایر شاخص‌ها مانند تسهیلات بانکی به بخش خصوصی، باز بودن مالی، سهولت کسب‌وکار و حاکمیت قانون در کوتاه‌مدت تأثیرات معناداری بر توسعه بازار سهام ندارند، که نشان می‌دهد پایداری نتایج آنها بیشتر در دوره بلندمدت مشخص می‌شود.

جدول (۸): نتایج تخمین مدل‌های تحقیق

عنوان متغیر	پنل دیتای پویا		ایران	سنگاپور	مالزی	هند	ترکیه
	بلندمدت	کوتاه‌مدت					
IN	-0.035*** (0.01)	0.018** (0.01)	0.01 (0.00)	0.23*** (0.00)	0.03** (0.02)	0.04*** (0.01)	-0.002*** (0.00)
BD	0.03*** (0.01)	0.02*** (0.01)	-0.05*** (0.02)	0.004 (0.007)	-0.04* (0.02)	0.06*** (0.02)	0.009* (0.00)
BK	-0.003*** (0.00)	-0.00*** (0.00)	-0.06*** (0.01)	0.01*** (0.006)	0.002 (0.01)	0.01*** (0.00)	-0.001*** (0.00)
CA	-9.28 (28.9)	2.21 (89)	0.45** (1.73)	-0.42*** (146)	0.25 (11.18)	0.89*** (25)	0.39*** (125)
PT	0.02*** (0.00)	-0.00 (0.00)	0.06** (0.03)	0.06* (0.04)	0.08*** (0.02)	0.02*** (0.00)	0.005*** (0.00)
RL	0.38*** (0.15)	0.14* (0.1)	-0.39*** (0.18)	0.47*** (0.77)	1.12** (0.6)	0.44 (0.48)	0.08 (0.14)

منبع: (یافته تحقیق)

توضیحات: ۱- علامت * در سطح ۱۵ درصد معناداری، ** در سطح ۱۰ درصد و *** در سطح ۵ درصد معناداری را نشان می‌دهد. ۲- اعداد داخل پرانتز پراتنژ انحراف معیار ضرایب می‌باشند.

۴-۲. تحلیل تأثیر شاخص‌های اقتصادی و نهادی بر توسعه بازار

سرمایه در ایران

نتایج برآورد مدل ۲ برای ایران در دوره زمانی مورد نظر با روش خودرگرسیون میانگین متحرک در جدول ۸ نشان می‌دهد که شاخص تورم با رشد بازار سرمایه ارتباط معناداری ندارد، در حالی که کسری بودجه رابطه‌ای معکوس و معنادار با رشد بازار سرمایه دارد. به عبارت دیگر، با افزایش یک واحدی کسری بودجه، رشد بازار

سرمایه ۰,۰۵ واحد کاهش می‌یابد، که این امر بیانگر آن است که بی‌ثباتی اقتصادی ناشی از کسری بودجه، مانعی برای رشد بازار سرمایه است. در نتیجه، هرچند که در کوتاه‌مدت افزایش تورم می‌تواند موجب افزایش موقتی عملکرد بازار شود، اما رشد پایدار تنها از طریق سیاست‌های اقتصادی پایدار و افزایش ثبات کلان اقتصادی محقق می‌شود.

رابطه شاخص تسهیلات بانکی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی با رشد بازار سرمایه نیز منفی و معنادار است؛ به طوری که با افزایش یک واحدی در این شاخص، رشد بازار سرمایه ۰,۰۶ واحد کاهش می‌یابد. دلیل این امر به رقابت میان نظام بانکی و بازار سرمایه برمی‌گردد، زیرا شرکت‌ها در ایران بیشتر به تأمین مالی از طریق بانک‌ها تمایل دارند. همچنین، شاخص حساب سرمایه با رشد بازار سرمایه ارتباط مثبت و معناداری (در سطح ۱۰ درصد) دارد، به گونه‌ای که با افزایش یک واحدی در شاخص حساب سرمایه، رشد بازار سرمایه ۰,۴۵ واحد افزایش می‌یابد. باز شدن بازارهای سرمایه داخلی به روی سرمایه‌گذاران خارجی و اجازه سرمایه‌گذاری‌های خارجی، مزایای متعددی از جمله تنوع‌بخشی به سرمایه‌ها و آشنایی با شیوه‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده جهانی را به همراه دارد، که به رشد بازار سرمایه کمک می‌کند. باین حال، این سیاست در کشورهای در حال توسعه‌ای چون ایران می‌تواند منجر به افزایش ناپایداری شود، چراکه جریان‌های ناپایدار سرمایه‌گذاری خارجی اغلب منبع بی‌ثباتی محسوب می‌شوند.

ارتباط شاخص سهولت کسب و کار با رشد بازار سرمایه مثبت و معنادار است، در حالی که شاخص حاکمیت قانون ارتباط منفی و معنادار با رشد بازار سرمایه نشان می‌دهد. ضعف محیط قانونی و نهادی در ایران مانعی برای رشد بازار سرمایه ایجاد کرده است، چراکه توسعه پایدار بازار سرمایه نیازمند اعتماد بین ناشران، واسطه‌ها و سرمایه‌گذاران است. به همین دلیل، برخلاف کشورهای نوظهور که محیط قانونی و نهادی قوی به توسعه بازار سرمایه کمک کرده است، کیفیت پایین بستر قانونی و نهادی در ایران چالشی در این مسیر ایجاد کرده است.

۴-۳. تحلیل تطبیقی تأثیر شاخص‌های اقتصادی و نهادی بر توسعه

بازار سرمایه در ایران و اقتصادهای نوظهور منتخب

برای بررسی دقیق هدف تحقیق و الگوبرداری، اقتصادهای نوظهور شامل سنگاپور، مالزی، هند و ترکیه مورد توجه قرار گرفته‌اند. این کشورها توسعه اقتصادی خود را

هم‌زمان با ایران آغاز کرده‌اند و از نظر شرایط (به‌جز تحریم‌های آمریکا) شباهت‌های زیادی با ایران دارند. باین‌حال، این کشورها اکنون در مسیر تبدیل شدن به کشورهای توسعه‌یافته قرار دارند، درحالی‌که ایران از این هم‌رده‌های خود عقب مانده است. این تحقیق در تلاش است تا با تأکید بر بازار سرمایه، دلایل این امر را با استفاده از روش سری زمانی خودرگرسیون میانگین متحرک تحلیل کند.

نتایج تحلیل رگرسیون در بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱ (مطابق جدول ۸) نشان می‌دهد که رشد بازار سهام با تورم در سنگاپور، مالزی و هند رابطه مثبت و معناداری دارد، اما در ترکیه این رابطه منفی و معنادار است. نکته حائز اهمیت این است که در سنگاپور، مالزی و هند به‌دلیل کنترل تورم و جلوگیری از بی‌ثباتی اقتصادی، تورم تأثیر منفی بر رشد بازار سرمایه ندارد، درحالی‌که تورم‌های مزمن و بالا در ترکیه اثر منفی و معناداری بر رشد بازار سهام داشته‌اند.

در ارتباط با کسری بودجه، یافته‌ها حاکی از آن است که رشد بازار سهام با کسری بودجه در سنگاپور ارتباط معناداری ندارد، اما در ترکیه و هند رابطه مثبت و معنادار و در ایران و مالزی رابطه منفی و معنادار دارد. این تفاوت به شرایط بودجه‌ای این کشورها بازمی‌گردد؛ سنگاپور اغلب در این دوره مزاد بودجه داشته، درحالی‌که ایران با کسری شدید بودجه مواجه بوده است، که به‌نوبه‌خود عامل بی‌ثباتی کلان اقتصادی و مانعی جدی برای رشد بازار سرمایه در ایران به‌شمار می‌آید.

تحلیل تسهیلات بانکی نشان می‌دهد که رشد بازار سرمایه در سنگاپور و هند با تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی، رابطه مثبت و معنادار دارد، اما در ایران و ترکیه این رابطه منفی است. طبق تحقیقات تجربی، در کشورهایی با نظام بانکی غیررقابتی و انحصاری، تنش ذاتی میان بانک‌ها و بازار سرمایه وجود دارد، زیرا این دو برای تأمین مالی شرکت‌ها در بازار اعتبار رقابت می‌کنند.

شاخص دیگری که بر توسعه بخش مالی اثرگذار است، بازبودن مالی است، که در این تحقیق با حساب ورود و خروج سرمایه سنجیده می‌شود. نتایج نشان می‌دهند که حساب سرمایه در سنگاپور رابطه منفی و در ترکیه، ایران و هند رابطه مثبت و معناداری با رشد بازار سرمایه دارد.

در زمینه شاخص سهولت کسب‌وکار، نتایج نشان می‌دهد که این شاخص در تمامی کشورهای مورد بررسی، یعنی سنگاپور، مالزی، هند، ترکیه و ایران، با رشد بازار سرمایه ارتباط مثبت و معناداری دارد. فضای کسب‌وکار هرچه شفاف‌تر و رقابتی‌تر باشد، سلامت اقتصادی و سیاست‌گذاری بهتری را فراهم می‌آورد و به بهبود

شاخص‌های اقتصادی مانند رشد بازار سرمایه منجر می‌شود. درنهایت، شاخص حاکمیت قانون برای سنگاپور و مالزی با رشد بازار سرمایه رابطه مثبت و معناداری داشته، اما در ایران این رابطه منفی و معنادار است. بنابراین، اقتصادهای نوظهور منتخب به دلیل وجود نهادهای باکیفیت، زمینه مساعدی برای رشد پایدار بازار سرمایه دارند، اما ایران همچنان نیازمند تقویت بستر نهادی و قانونی خود است تا از این حیث به توسعه بازار سرمایه پایدار دست یابد.

۵. سیاست‌گذاری

پس از برآورد تأثیر شش شاخص بر توسعه بازار سرمایه در ده اقتصاد نوظهور منتخب با استفاده از روش میانگین تجمعی گروهی و همچنین برآورد تأثیر شش شاخص بر توسعه بازار سرمایه در پنج کشور سنگاپور، مالزی، هند، ترکیه و ایران با استفاده از روش خودرگرسیون میانگین متحرک می‌توان به تحلیل و تفسیر نتایج رسید. نتایج این تحلیل در دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱، بر اساس داده‌های جدول ۸ و برآوردهای بلندمدت و کوتاه‌مدت، نشان می‌دهد که بازار سرمایه ایران در مقایسه با دیگر اقتصادهای نوظهور، با چالش‌هایی روبه‌روست که این کشورها پیشتر تجربه کرده و از طریق سیاست‌گذاری‌های مؤثر بر آن‌ها غلبه یافته‌اند. لذا الگویی از سیاست‌ها و راهبردهای توسعه‌ای این کشورها برای ایران، راهگشا و کارآمد است. سیاست‌گذاری با اولویت‌بندی روشن و تعیین استراتژی‌های مشخص باید مطابق با شرایط داخلی ایران طراحی شود. ابتدا، چالش‌های بنیادین و پیش‌نیازهای توسعه بازار سرمایه، همچون ثبات اقتصادی، مورد توجه قرار گیرد. سپس، با توجه به تجربه کشورهای نوظهور، مجموعه‌ای از راهبردهای اصلاحی و تسهیل‌کننده ارائه شود که مطابق نتایج این تحقیق به این شرح است:

- **مهار تورم و شناسایی ریشه‌های بی‌ثباتی در اقتصاد کلان:** نتایج نشان می‌دهد که تورم‌های مزمن تأثیر منفی بر رشد بازار سرمایه دارد. کنترل تورم و حذف عوامل محرک آن می‌تواند از جذابیت بازارهای جایگزین و سفته‌بازی کاسته و منابع بیشتری را به بازار سرمایه جذب کند.
- **کاهش کسری بودجه دولت:** نتایج تحقیق حاکی از آن است که کسری بودجه رابطه منفی با رشد بازار سرمایه در ایران دارد، حال آنکه در کشورهای نظیر سنگاپور، این مسئله تأثیر کمتری داشته است. اصلاحات مالی از طریق بودجه‌ریزی مبتنی بر عملکرد و افزایش شفافیت مالی به کاهش این ناپایداری‌ها

کمک می‌کند.

- **اصلاح نظام بانکی و تنظیم تسهیلات بانکی:** شاخص تسهیلات بانکی به بخش خصوصی در ایران و ترکیه، رابطه منفی با رشد بازار سرمایه دارد، در حالی که این رابطه در سنگاپور و هند مثبت است. اصلاح ساختار بانکی، کاهش انحصار و ایجاد رقابت سالم بین بانکها می‌تواند به تخصیص بهینه منابع بین سیستم بانکی و بازار سرمایه کمک کند و از رقابت ناسالم در تأمین مالی جلوگیری شود.
- **تقویت حساب سرمایه و جذب سرمایه‌گذاری خارجی:** با استناد به تجربه سنگاپور و هند، بازبودن حساب سرمایه با رشد بازار سرمایه رابطه مثبت دارد. برای ایران، جذب سرمایه خارجی با کاهش موانع و تسهیل فرایندها، می‌تواند به تنوع‌بخشی و توسعه بازار سرمایه کمک کند.
- **ارتقای شفافیت و بهبود شاخص سهولت کسب‌وکار:** ارتباط مثبت شاخص سهولت کسب‌وکار با رشد بازار سرمایه نشان‌دهنده اهمیت فضای کسب‌وکار رقابتی و شفاف است. با بهبود شفافیت، تسهیل مقررات و حذف بروکراسی‌های زائد، ایران می‌تواند بستر مناسبی برای رشد و رقابت‌پذیری ایجاد کند.
- **حاکمیت قانون و ایجاد محیط قانونی و نظارتی مستحکم:** در اقتصادهای نوظهوری همچون مالزی و سنگاپور، حاکمیت قانون نقش مهمی در توسعه بازار سرمایه ایفا کرده است، در حالی که این شاخص در ایران تأثیر منفی دارد. استقرار یک چهارچوب نظارتی مؤثر و قضایی مستقل برای رسیدگی به مسائل تجاری و اقتصادی، موجب اعتمادسازی و حمایت از سرمایه‌گذاران خواهد شد.
- **افزایش شفافیت و قطع نفوذ نهادهای دولتی:** ایجاد یک محیط شفاف و پایدار، مستلزم کاهش نفوذ نهادهای بزرگ و کاهش وابستگی بازار به سازمان‌های نیمه‌دولتی است. مبارزه با فساد و رانت‌های اطلاعاتی، خصوصی‌سازی واقعی و افشای اطلاعات شفاف از عوامل اساسی در توسعه پایدار بازار سرمایه ایران است.

نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش، بررسی عوامل بنیادی و پیش‌شرط‌های مؤثر بر توسعه بازار سرمایه ایران در مقایسه با اقتصادهای نوظهور و سیاست‌گذاری برای توسعه بازار سرمایه ایران است. برای این منظور، سه حوزه شامل ثبات اقتصاد کلان، توسعه بخش مالی و محیط نهادی در اقتصادهای نوظهور و ایران برای دوره ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱ بررسی شد. ابتدا نتایج

پنل دیتای پویا ۱۰ اقتصاد نوظهور با استفاده از روش میانگین تجمعی گروهی مورد بررسی قرار گرفت که به درک بهتر وضعیت خاص ایران کمک می‌کند. در ادامه، نتایج روش خودرگرسیون میانگین متحرک چهار اقتصاد نوظهور شامل: سنگاپور، مالزی، هند و ترکیه در سه حوزه مورد نظر و زیرشاخص‌های تورم، کسری بودجه، تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی، حساب سرمایه، سهولت کسب‌وکار و حاکمیت قانون تحلیل شد.

مرور حقایق نشان می‌دهد که از منظر ثبات اقتصاد کلان، ایران و ترکیه بی‌ثبات و سنگاپور، مالزی و هند در شرایط باثبات قرار دارند. نتایج مدل پنل دیتای پویا نیز حاکی از تأثیر مثبت ثبات اقتصاد کلان بر رشد بازار سرمایه در اقتصادهای نوظهور منتخب است. در حوزه توسعه بخش مالی، سیستم بانکی و تسهیلات اعطایی بانک‌ها به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی در اقتصادهای نوظهور منتخب و سنگاپور، مالزی و هند به‌طور معناداری در توسعه بازار سرمایه مؤثر بوده‌اند. با این حال، سیستم بانکی در ایران به‌عنوان رقیبی جدی برای بازار سرمایه عمل می‌کند.

از منظر بازبودن مالی، نتایج به‌طور کلی متناقض است و در برخی از کشورها خروج سرمایه و در برخی دیگر ورود سرمایه مشاهده می‌شود. در شاخص‌های نهادی، کشورهای سنگاپور، مالزی، ترکیه و هند از محیط حقوقی و نهادی قوی برخوردارند که این محیط مناسب بستر خوبی برای رشد این کشورها ایجاد کرده است. برعکس، ایران به دلیل فقدان نهادهایی با کیفیت مناسب، بستر مناسبی برای رشد پایدار بازار سرمایه ندارد.

امروزه بازار سرمایه ایران نسبت به بازارهای نوظهور پیشرو، کمتر توسعه یافته است. جهت سیاست‌گذاری برای توسعه بازار سرمایه ایران، اولین گام اطمینان از فراهم‌بودن پیش‌شرط‌های توسعه بازار سرمایه است. این گام شامل حفظ مدیریت اقتصاد کلان می‌شود که می‌تواند منجر به رشد اقتصادی، تورم پایین و کسری بودجه پایین دولت شود و در نتیجه به شرکت‌های خصوصی اجازه می‌دهد سرمایه‌گذاران را جذب کنند. گام دوم توسعه بخش مالی است که نقش آن عمدتاً از طریق مقررات و نظارت صحیح برای ترویج یک سیستم مالی قوی اعمال می‌شود. همچنین، سیاست‌های دولت در حوزه‌های مکمل می‌تواند تأثیر مهمی بر توسعه بازار سرمایه داشته باشد، مانند اصلاحاتی که در کشورهای مختلف برای ایجاد پس‌انداز اجباری بازنشستگی انجام شده است.

گام سوم شامل توجه به عوامل نهادی مانند سهولت کسب‌وکار، کاهش ریسک

سیاسی، وضع قانون و نظم، مسئولیت‌پذیری دموکراتیک و کیفیت بوروکراتیک است. این عوامل تعیین‌کننده‌های مهمی برای توسعه بازار سهام در بازارهای نوظهور هستند. بنابراین، حل ریسک سیاسی می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را تقویت کرده و به رشد بازارهای سهام در بازار سرمایه ایران کمک کند.

در پایان، مطابق با سیاست‌های ذکر شده در برنامه هفتم توسعه کشور ایران که بر بنیان‌های رشد بازار سرمایه تمرکز دارد، به دولت پیشنهاد می‌شود که به ایجاد ثبات اقتصادی توجه ویژه‌ای داشته باشد. این ثبات از طریق کنترل تورم، تثبیت نرخ ارز و اجرای سیاست‌های پولی و مالی مناسب می‌تواند به پایداری و پیش‌بینی‌پذیری اقتصاد کلان منجر شود و ریسک‌های مرتبط با نوسانات شدید اقتصادی را کاهش دهد. به این ترتیب، امکان برنامه‌ریزی بلندمدت برای شرکت‌ها فراهم می‌شود و اعتماد سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

در بخش توسعه بازار مالی، لازم است به گسترش و بهبود زیرساخت‌های مالی، تنوع ابزارهای مالی و افزایش دسترسی به منابع مالی تأکید شود. در حوزه محیط قانونی و نهادی، حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، افزایش شفافیت و اعتماد و دسترسی به اطلاعات از اهمیت بالایی برخوردار است؛ زیرا این موارد می‌توانند به تصمیم‌گیری‌های بهتر و کاهش عدم تقارن اطلاعات کمک کنند. قوانین شفاف و قوی می‌توانند از حقوق سرمایه‌گذاری محافظت کرده و از سوءاستفاده‌ها جلوگیری نمایند. همچنین، نهادهای نظارتی قوی و مستقل می‌توانند با افزایش شفافیت بازار، اعتماد عمومی به بازار سرمایه را تقویت کنند.

ترکیب این بنیان‌ها می‌تواند به رشد و توسعه بازار سرمایه در ایران کمک شایانی کند. برنامه هفتم توسعه با توجه به این عناصر کلیدی، در پی ایجاد بازاری پویا، شفاف و پایدار است که نقش مهمی در تأمین مالی اقتصاد و جذب سرمایه‌های داخلی و خارجی خواهد داشت. بنابراین، دولت باید سیاست‌هایی متناسب با نتایج این تحقیق به منظور رشد و توسعه بازار سرمایه در پیش گیرد که همراستا با سیاست‌های برنامه هفتم توسعه باشد.

فهرست منابع

- ابراهیمی، ابراهیم؛ ذوالفقارخانی، نسیرین و نقشینه، نادر (۱۴۰۱). بررسی تطبیقی سرمایه‌گذاری شرکتی، تصمیمات تأمین مالی و ریسک سیاسی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۳(۴۹)، ۳۹۷-۴۲۰.
- صمدی، سعید؛ نصرالهی، خدیجه و کرملیان سیچانی، مرتضی (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی. *پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)*، ۷(۳)، ۱-۱۶.
- فلاحتی، علی؛ سهیلی، کیومرث و نوری، فرزاد (۱۳۹۱). اثر تورم بر عملکرد بازارهای مالی در ایران. *پژوهش‌های اقتصادی*، ۱۲(۳)، ۱۳۳-۱۶۳.
- لشگری، زهرا؛ امام وردی، قدرت‌اله و حمزه‌ای، الهام (۱۳۹۰). مطالعه تطبیقی جذب سرمایه‌گذاری خارجی در تقویت بازار سرمایه کشورهای منتخب. *اقتصاد مالی*، سال ششم، (۱۸).
- نگین تاجی، زریب؛ گلمرادی آدینه‌وند، حسن و صادقی‌نژاد، مرتضی علی (۱۴۰۱). بررسی رابطه میان رشد اقتصادی، توسعه بخش بانکی و بازار سرمایه در ایران. *اقتصاد مالی*، ۱۶(۶۰)، ۱۹۵-۲۱۲.
- یحیی‌زاده‌فر، محمود؛ طهرانجیان، امیرمنصور و مهیار، حامد (۱۳۹۳). سرمایه اجتماعی و توسعه مالی در ایران. *فصلنامه تحقیقات رشد و توسعه اقتصادی*، (۱۶).

- Dittmar, R. F. & Yuan, K. (2008). Do sovereign bonds benefit corporate bonds in emerging markets?. *The Review of Financial Studies*, 21(5), 1983-2014.
- Djankov, S.; McLiesh, C. & Shleifer, A. (2007). Private credit in 129 countries. *Journal of financial Economics*, 84(2), 299-329.
- European Bank (2019). *Capital Market Development Strategy*. The European Bank.
- Fink, G.; Haiss, P. R. & Hristoforova, S. (2003). *Bond markets and economic growth*.
- Goldsmith, R.W. (1969), *Financial Structure and Development*. New Haven, U.S., Yale University Press.
- Grigoli, F.; Herman, A. & Schmidt-Hebbel, K. (2018). Saving in the world. *World Development*, (104), 257-270.
- Ho, S. Y. (2019). The macroeconomic determinants of stock market development in Malaysia: an empirical analysis. *Global Business and Economics Review*, 21(2), 174-193.
- Jain, N.; Katsuki, F.; Lai, A.; Pitsilis, E. & Sengupta, J. (2017). Deepening

- capital markets in emerging economies. *McKinsey & Company, Sydney Design Studio, Australia.*
- Kowalewski, O. & Pisany, P. (2017). What is driving the corporate bond market development in Asia?. *Research in International Business and Finance, Forthcoming.*
- McKinnon, R.I. (1973). *Money and Capital in Economic Development.* Brookings Institutions, Washington DC.
- Mishkin, F. S. (2007). Is financial globalization beneficial?. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(2-3), 259-294.
- Nwaolisa, E. F.; Kasie, E. G. & Egbunike, C. F. (2013). Effect of the Nigerian capital market operations on the local investments in Nigeria. *Arabian Journal of Business and Management Review (Kuwait Chapter)*, 3(1), 35-42.
- Rojas-Suarez, L. (2014). Towards strong and stable capital markets in emerging market economies. *BIS Paper*, (75c).
- Shaw, E. S. (1973). *Financial deepening in economic development.*
- Smaoui, H.; Grandes, M. & Akindele, A. (2017). The determinants of bond market development: Further evidence from emerging and developed countries. *Emerging Markets Review*, (32), 148-167.
- World Bank (2004). *World development report 2005: a better investment climate for everyone.* The World Bank.
- World Bank Group (2019). *Capital Markets Development a Literature Review Causes, Effects, and Sequencing.* World Bank.
- World Bank Group (2020). *Capital Markets Development: A Primer for Policymakers.* World Bank.