


# A Comparative Study of the Impact of Capital Market Components on Economic Growth in Iran and Selected Countries

**Mahdi Mahmood 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**

Corresponding Author, 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**

It is important to find a common understanding of the drivers of capital market development as well as the potential impact that capital market development can have on economic growth and development. Based on this, this paper examines the comparative study of sub-components of the capital market, including gross domestic product, economic stability, financial policy, banking system and institutional investors, financial openness, protection of shareholders' rights and the rule of law in selected countries. It covers the period from 2000 to 2021, and while comparing the results between countries, the situation of Iran is also compared with other countries, which creates the basis for policy-making. The main modelling method in this paper is process and strategy. In order to investigate the development path of the capital market and the policy process for economic growth and development, a comparative comparison based on Beredy's model is used. The results of presenting the findings of the comparative study in a comparative table, the model proposed by the researcher with the aim of developing the capital market of Iran is presented in the form of a suggested table at the end of the article.

**Keywords:** Capital Market, Economic Growth, Macroeconomic Policies, Development of Financial Sector, Power of Basic Institutions.

**JEL Classification:** G10, O1, O57

# مطالعه تطبیقی تأثیر اجزای بازار سرمایه بر رشد اقتصادی در ایران و کشورهای منتخب<sup>۱</sup>

مهدی محمودرباطی

دانشجوی دکتری سیاست‌گذاری عمومی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران، تهران، ایران.  
rt.mahdi2@gmail.com

0000-0009-9711-068X

کیهان برزگر

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

kbarzegar@gmail.com

0000-0003-3571-6204

علی اشرف‌نظری

دانشیار دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران، تهران، ایران.

aashraf@ut.ac.ir

0000-0002-1391-5483

## چکیده

یافتن درکی مشترک از محرک‌های توسعه بازار سرمایه و همچنین تأثیر بالقوه‌ای که توسعه بازار سرمایه می‌تواند بر رشد و توسعه اقتصادی داشته باشد، مهم است؛ براین اساس، این پژوهش به بررسی مطالعه تطبیقی اجزای فرعی بازار سرمایه اعم از تولید ناخالص داخلی، ثبات اقتصادی، سیاست مالی، نظام بانکی و نهادهای مالی، بازبودن مالی، حمایت از حقوق سهام‌داران و حاکمیت قانون در کشورهای منتخب در دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱ می‌پردازد و ضمن مقایسه نتایج بین کشورها، وضعیت ایران با سایر کشورها نیز مقایسه شده که پایه و اساس سیاست‌گذاری را ایجاد می‌کند. روش اصلی الگوگیری در این پژوهش، فرایندی و راهبردی می‌باشد. به‌منظور بررسی مسیر توسعه بازار سرمایه و فرایند سیاست‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی، از مقایسه تطبیقی مبتنی بر الگوی بردی استفاده می‌شود. نتایج ارائه یافته‌های حاصل از مطالعه تطبیقی در جدول مقایسه‌ای، الگوی پیشنهادی محقق با هدف توسعه بازار سرمایه ایران به صورت جدول پیشنهادی در انتهای مقاله ارائه شده است.

**کلیدواژه‌ها:** بازار سرمایه، رشد اقتصادی، سیاست‌های اقتصاد کلان، توسعه بخش مالی، قدرت نهادهای اساسی.

طبقه‌بندی JEL: G10, O1, O57

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

CC BY 4.0



doi: 10.22034/ES.2024.414684.1704

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 نشریه راهنمای اقتصادی نمی‌باشد.

۱. این مقاله مستخرج از رساله دکتری سیاست‌گذاری عمومی مهدی محمودرباطی می‌باشد.

## مقدمه و بیان مسئله

با تقسیم نظام اقتصاد یک کشور به دو بخش واقعی و مالی، بخش مالی را می‌توان به‌عنوان زیرمجموعه‌ای از نظام اقتصادی تعریف کرد که در آن وجوه، اعتبارها و سرمایه در چهارچوب قوانین و مقررات مشخص از طرف پس‌اندازکنندگان و صاحبان پول و سرمایه به طرف متقاضیان جریان می‌یابد. به‌طور کلی، بخش مالی روی دوم سکه اقتصاد و یک بخش بزرگ در حال رشد در همه اقتصادهای جهان امروز اعم از توسعه‌یافته و در حال توسعه است (راستی، ۱۳۸۸). بازارهای مالی به‌عنوان جریان‌های هدایت‌کننده منابع مالی از بخش غیرمولد به بخش تولید و مولد، دارای نقش حیاتی در رشد و توسعه اقتصادی و بهبود رفاه جامعه هستند. عنوان جریان‌های اصلی اقتصاد نیز به‌واسطه تأیید میزان اهمیت آنها به این بخش داده شده است. در ادبیات اقتصاد مالی، بازار سرمایه نقش اساسی در رشد اقتصادی از طریق تأمین مالی بنگاه‌ها، تخصیص بهینه منابع، بهبود نقدشوندگی دارایی‌ها، بهبود راهبری شرکتی و افزایش شفافیت در اقتصاد دارد. در واقع، بازار سرمایه یکی از شاخص‌های مهم سیستم مالی است که اندازه، عمق و سلامت یک اقتصاد را به تصویر می‌کشد. بازار سرمایه توسعه‌یافته که مکمل تأمین مالی بانکی است، تنوع بیشتر روش‌های تأمین مالی را تضمین می‌کند و هزینه افزایش سرمایه را به‌ویژه برای شرکت‌های کوچک و متوسط کاهش می‌دهد. با توجه به زیرساخت کارآمد بازار سرمایه و شبکه کارآمد واسطه‌هایی که روی آن فعالیت می‌کنند، اقتصاد جریان سرمایه را از صاحبان منابع مالی به پروژه‌های خاص افزایش می‌دهد و تخصیص بهتر ریسک و سرمایه را تضمین می‌کند و در نتیجه اقتصاد را در برابر شوک‌های احتمالی مقاوم‌تر می‌کند.

بازار سرمایه به‌عنوان سازوکاری که به‌طور بالقوه می‌تواند به هدایت منابع مالی بخش خصوصی به بخش‌های راهبرده‌کننده کلیدی اقتصاد، از شرکت‌ها گرفته تا زیرساخت‌ها، مسکن، شرکت‌های کوچک و متوسط و تغییرهای آب و هوایی کمک کند، ایجاد شده است؛ بنابراین، داشتن درکی مشترک از محرک‌های توسعه بازار سرمایه و مسائل بالقوه توالی و همچنین تأثیر بالقوه‌ای که توسعه بازار سرمایه می‌تواند بر رشد اقتصادی داشته باشد، مهم است؛ براین‌اساس، این بررسی یک پژوهش پس‌زمینه را تشکیل می‌دهد که می‌تواند پایه و اساس کار سیاست‌گذاری برای توسعه اقتصادی یک کشور ایجاد کند. ذکر این نکته حائز اهمیت است که به دلیل عدم تشابه ساختار مالی در همه کشورها، نمی‌توان نسخه واحدی برای

چگونگی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی تجویز کرد (اکبریان و حیدری پور، ۱۳۸۸). به طور کلی، مطالعات تجربی بررسی شده، مزایای بالقوه بازار سرمایه برای رشد اقتصادی را تأیید می کنند. به طور خاص، یک همبستگی قوی بین بازارهای سرمایه و رشد اقتصادی یافت شده است. اگرچه علیت در یک جهت حرکت نمی کند؛ زیرا توسعه بازار سرمایه باعث رشد اقتصادی می شود و اما سطح تولید ناخالص داخلی نیز به عمیق بیشتر بازار سرمایه کمک می کند. علاوه بر این، شواهد تجربی بازارهای سرمایه و نوآوری را به هم مرتبط می کنند؛ زیرا بازارهای سرمایه به خوبی توسعه یافته نقش کلیدی در تأمین مالی فناوری و به طور کلی پروژه ها و شرکت های ریسک پذیر دارند، که معمولاً از طریق وام دهی بانکی تأمین مالی نمی شوند (World Bank Group, 2020).

مسئله پژوهش حاضر، شناسایی سیاست هایی است که به توسعه پایدار بازار سرمایه در ایران منجر می شود. برای دستیابی به سیاست کاربردی نیاز به مطالعه تطبیقی و الگوگیری از تجربه های کشورهای موفق است؛ بنابراین چهار کشور ترکیه، هند، مالزی و سنگاپور انتخاب شدند. این کشورها فرایند توسعه را همزمان با ایران شروع نموده اند و از جنبه های مختلف، شرایطی بسیار مشابه با ایران دارند به غیر از تحریم های ظالمانه آمریکا علیه ایران که تبعات زیادی بر اقتصاد ایران و مشخصاً بازار سرمایه داشته است. با این حال، چهار کشور فوق هم اکنون از کشورهای در حال توسعه به سمت کشورهای توسعه یافته در حرکت اند و از جمله اقتصادهای نوظهور فعلی هستند. در این مسیر اما، ایران از هم رده های خود جامانده است که بررسی دلایل این امر با تأکید بر بازار سرمایه بر عهده این مطالعه می باشد. وضعیت شکاف ایران با کشورهای منتخب و راهبردهای مناسب برای پر کردن این شکاف در سه حوزه اصلی مورد شناسایی و الگوگیری قرار گرفت که عبارت اند از: سیاست های اقتصاد کلان، توسعه بخش مالی و قدرت نهادهای اساسی. در نهایت بر اساس الگوگیری فرایندی و راهبردی و چهار مرحله مطالعه تطبیقی بردی<sup>۱</sup>، هر سه حوزه به زیرمؤلفه هایی تقسیم شدند. سیاست های اقتصاد کلان به زیرمؤلفه های تولید ناخالص داخلی، ثبات اقتصادی و سیاست مالی تقسیم می شود. توسعه بخش مالی از دو مسیر نظام بانکی و نهادهای مالی و بازبودن مالی می تواند محرک توسعه بازار سرمایه باشد و حمایت از سرمایه گذاران خرد و حاکمیت قانون از مجرای کیفیت نهادی موجب توسعه بازار سرمایه می شود.

۱. مقایسه تطبیقی مبتنی بر الگوی بردی، شامل چهار مرحله توصیف، تفسیر، همجواری و مقایسه است.

مطالعه تطبیقی موجود، بعد از مقدمه، در بخش اول به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش می‌پردازد و در بخش دوم مدل پژوهش و روش‌های الگوگیری تشریح می‌شود. در بخش سوم پس از تجزیه و تحلیل سطح توسعه‌یافتگی بازارهای سرمایه ایران و کشورهای منتخب از یک سو و شرایط اقتصاد کلان، توسعه بخش مالی و قدرت نهادهای اساسی از دیگر سو، الگوی مناسب برای توسعه بازار سرمایه ایران ارائه می‌شود. در آخر نتیجه‌گیری و پیشنهاد سیاستی ارائه شده است.

## ۱. مبانی نظری

نظریه اقتصادی و تحقیقات تجربی بر سه مجموعه از عوامل به‌عنوان عوامل تعیین‌کننده توسعه بازار سرمایه در کل اقتصاد تأکید کرده‌اند که عبارت‌اند از: سیاست‌های اقتصاد کلان، وضعیت توسعه بخش مالی و قدرت نهادهای اساسی. شواهد تجربی از دهه ۱۹۹۰ تاکنون نشان می‌دهد که علاقه شدید جامعه تحقیقاتی و سیاست‌گذاری دانشگاهی به بررسی توسعه بازار سرمایه در اقتصادهای پیشرفته و در حال توسعه و نوظهور بوده است. آنچه از تجربه مشخص است و با پشتوانه تحقیقات تجربی این است که این پیش‌شرط‌ها به هم مرتبط‌اند و هرچه این پیش‌شرط‌ها کمتر توسعه‌یافته باشند، احتمال کمتری وجود دارد که اقدام‌های خاصی برای توسعه بازارهای سرمایه در طرف‌های عرضه، تقاضا و زیرساخت بازار انجام شود (World Bank Group, 2020).

### ۱-۱. سیاست‌های کلان اقتصادی

به‌طور کلی، شرایط اقتصاد کلان از طریق سه مجرای تأثیر قوی بر اندازه و ساختار بازار سرمایه می‌گذارد.

#### ۱-۱-۱. تولید ناخالص داخلی

سطح و تغییر تولید ناخالص داخلی اهمیت زیادی دارد؛ زیرا نیروی محرک اساسی در پشت عرضه وجوه (پس‌انداز خصوصی) و تقاضای وجوه (سرمایه‌گذاری خصوصی) است که به بازار سرمایه اولیه و ثانویه سرازیر می‌شوند. در مورد پس‌انداز، نظریه‌های مصرف‌نشان می‌دهند که با افزایش شکاف بین درآمد قابل‌تصرف و مصرف معیشتی، تولید ناخالص داخلی سرانه بالاتر مستلزم ظرفیت بالاتری برای پس‌انداز است. تأثیر رشد تولید ناخالص داخلی بستگی به این دارد که آیا مردم آن درآمد را

دائمی (در این صورت درآمد اضافی کاملاً مصرف می‌شود) یا موقت (در این صورت پس‌انداز انجام می‌شود) درک کنند. شواهد از مورد دوم حمایت می‌کند که با این واقعیت سازگار است، مبنی بر اینکه نرخ رشد تمایل دارد در کوتاه‌مدت نوسان‌های غیرقابل پیش‌بینی را نشان دهد. گریگولی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) در مطالعه تجربی جامع خود از ۱۶۵ کشور طی دوره ۱۹۸۱-۲۰۱۲، شواهد قوی که این موضوع را تأیید می‌کند، به دست آوردند. در مورد سرمایه‌گذاری، نظریه شتاب‌دهنده اولیه و رویکردهای بعدی، مانند مدل  $q$  توبین، همگی معتقدند که رشد بالاتر انباشت سرمایه را تحریک می‌کند. پس، مجموعه گسترده‌ای از شواهد از این پیوند سرمایه‌گذاری - رشد پشتیبانی قوی می‌کنند. بحث مهم‌تر، رابطه توسعه بازار سرمایه با سطح تولید ناخالص داخلی سرانه است. در اصل، تولید ناخالص داخلی سرانه بالاتر به معنای سرمایه سرانه بالاتر است. لیم<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) دریافت که هم سطح و هم رشد تولید ناخالص داخلی سرانه، سرمایه‌گذاری در یک کشور بزرگ را تقویت می‌کند.

سطح تولید ناخالص داخلی ممکن است از طریق مجراهای دیگر به بازارهای سرمایه عمیق‌تر منجر شود. در اینجا ممکن است این موضوع با تفکیک آثار تولید ناخالص داخلی سرانه از آثار تولید ناخالص داخلی کل مرتبط باشد. بر اساس مبانی نظری، تولید ناخالص داخلی سرانه ممکن است مهم‌تر باشد؛ زیرا نکته اول اینکه اقتصادهای ثروتمند تمایل دارند که نهادهای بهتری را تشکیل دهند و باثبات‌تر باشند. نکته دوم؛ فعالیت‌های پیچیده، نوآورانه و پرریسک، تولید ناخالص داخلی سرانه را به همراه تأمین مالی بلندمدت با ریسک بیشتر را گسترش می‌دهد که به نوبه خود تقاضا برای راه‌حل‌های مبتنی بر بازار را از طریق تأمین مالی بانکی افزایش می‌دهد؛ بنابراین ارتباط بین بازارهای سرمایه و تولید ناخالص داخلی (کل) به این بستگی دارد که اقتصادهای بزرگ، به‌طور کلی تعداد شرکت‌های بیشتری و به‌طور خاص شرکت‌های بزرگ‌تر دارند. با توجه به هزینه‌های ثابت سنگین برای ورود به بازارهای سرمایه، اندازه شرکت مهم است. اگرچه تولید ناخالص داخلی سرانه معمولاً به‌عنوان یک متغیر توضیحی برای توسعه بازار سهام و اوراق قرضه در اقتصادهای پیشرفته و نوظهور استفاده می‌شود؛ اما تولید ناخالص داخلی کل نیز در تعدادی از مطالعات گنجانده شده است. در هر دو مورد، اثر تقریباً همیشه مثبت است (World Bank Group, 2020).

1. Grigoli, Herman, and Schmidt-Hebbel

2. Lim

### ۱-۲. ثبات اقتصادی

ثبات اقتصاد کلان، پایه و اساس سرمایه‌گذاری بلندمدت را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند. تأثیر منفی بی‌ثباتی اقتصاد کلان بدیهی است. به‌عبارت‌دیگر، پروژه‌های مخاطره‌آمیز از نظر سرمایه‌گذاران احتمالی دارای ریسک بیشتری می‌شوند و مانع عرضه وجوه به بازارهای سرمایه می‌شوند. با همین استدلال، بی‌ثباتی ممکن است مجموعه ابزارها را به‌سمت اوراق قرضه با سررسید کوتاه‌مدت، اوراق بهادار تضمین‌شده کم‌ریسک سوق دهد و از این‌رو، سرمایه‌ها از بازار سهام و اوراق بهادار بلندمدت با ریسک بالا فاصله بگیرد. این ترجیح آثار رفاهی که معمولاً با توسعه بازار سرمایه مرتبط است را کاهش می‌دهد. از آنجایی که عدم قطعیت یک متغیر مستقیم قابل مشاهده نیست، از معیارهای تجربی برای دریافت اثر آن استفاده می‌شود که نرخ تورم محبوب‌ترین است و تا حدی نوسان‌های نرخ ارز مورد استفاده قرار می‌گیرد (World Bank Group, 2019).

### ۱-۳. سیاست‌های مالی

سومین و آخرین مجرای اقتصاد کلان از طریق سیاست‌های مالی به‌ویژه عدم تعادل بودجه که ممکن است با ایجاد یک بازار بدهی دولتی در سررسیدهای مختلف عمل کند، از طریق یک منحنی بازده، معیارهایی را برای ارزش‌گذاری اوراق قرضه شرکت فراهم می‌کند (Dittmar and Yuan, 2008). بازار بدهی دولت همچنین نقش کاتالیزوری در ایجاد حداقل آستانه حجم معاملات و نقدینگی برای شروع جهش بازار خصوصی ایفا می‌کند؛ اما در طرف مقابل دو جنبه دارد: یکی، انتشار اوراق قرضه دولتی که ممکن است مانعی سرراه انتشار بخش خصوصی باشد. دوم، استقراض مالی مدیریت‌نشده - و همچنین کسری‌های خارجی - که ممکن است به بی‌ثباتی بیشتر اقتصاد کلان و حتی به بحران ختم شود و در نتیجه توسعه بازار را به خطر بیندازد. بر اساس مطالعات بررسی شده، کسری مالی نسبت به تولید ناخالص داخلی، با تقویت بازار اوراق قرضه دولتی، تأثیر مثبتی بر بازار اوراق قرضه بخش خصوصی در کشورهای پیشرفته و نوظهور دارد (World Bank Group, 2019).

### ۱-۲. وضعیت توسعه بخش مالی

یک موضوع مشترک در ادبیات نظری این است که توسعه بازار سرمایه احتمالاً با بازارهای مالی عمیق‌تر به‌عنوان یک کل هم‌زمان است. دو مجرای مختلف را می‌توان

متمایز کرد: وجود یک سیستم بانکی به خوبی توسعه یافته به همراه ظهور نهادهای مالی و درجه بازبودن مالی بین المللی.

### ۱-۲-۱. نظام بانکی و نهادهای مالی

در مورد عامل اول، اجماع بر سر این مفهوم وجود دارد که اگر کشوری نتواند یک صنعت بانکداری عمیق و مستحکم ایجاد کند، بازار سرمایه به احتمال زیاد توسعه نخواهد یافت. واسطه‌گری مالی معمولاً از طریق قراردادهای سپرده و وام شروع می‌شود و بعداً با تثبیت اعتماد بین سرمایه‌گذاران و وام‌گیرندگان، پیچیدگی بیشتری پیدا می‌کند. در همین راستا، برخی پژوهش‌ها به این نتیجه رسیده‌اند که سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه تمایل دارند سابقه طولانی و خوب در نظام بانکی را پیش‌نیاز خرید اوراق بهادار هر ناشر در نظر بگیرند (Rojas-Suarez, 2014). اکثر شواهد این تأثیر مثبت را تأیید می‌کند. نسبت تسهیلات اعطایی داخلی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی یک متغیر توضیحی معمول در رگرسیون‌های بازار اوراق قرضه و سهام است که هم اقتصادهای توسعه یافته و هم اقتصادهای نوظهور این را نشان می‌دهند.

نهادهای مالی مانند شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های مدیریت دارایی و... ممکن است به نمایندگی از مشتریان خود در برانگیختن اشتها برای مجموعه گسترده‌ای از دارایی‌هایی که در بازارهای سرمایه منتشر و مبادله می‌شوند، نقش اساسی داشته باشند. نهادهای مالی با تجهیز شدن به منابع قابل توجه، تقاضای لازم را برای اوراق بهادار منتشرشده توسط بخش خصوصی و دولتی را ایجاد می‌کنند. به این معنا، این تقاضا باید بتواند به تدریج عرضه خود را ایجاد کند. علاوه بر این، نهادهای مالی ممکن است نوآوری مالی، شفافیت، افشای اطلاعات و حاکمیت شرکتی و همچنین صرفه‌جویی‌های حاصل از مقیاس را در اقتصاد تقویت کنند که همگی به احتمال زیاد به توسعه بیشتر بازار سرمایه منجر خواهد شد (Vittas, 1998).

### ۱-۲-۲. بازبودن مالی

سیاست‌های خارجی به‌طور کلی به شکل بازبودن مالی و به‌طور خاص به شکل آزادسازی بازار اوراق بهادار ممکن است با اعمال نفوذ یا ممانعت از گسترش بازارهای داخلی وارد صحنه شوند. اگر سرمایه خارجی به بازارهای داخلی وارد شود، نتیجه‌ای مثبت تحقق خواهد یافت، اگرچه راه را برای مهاجرت ناشران داخلی به بازارهای



بین‌المللی هموار می‌کند؛ بنابراین ممکن است اصلاحات منجر به شکست شود. از نظر تجربی، به نظر می‌رسد که اثر مثبت در ارتباط با توسعه بازار سهام و اوراق قرضه در اقتصادهای پیشرفته و نوظهور غالب است. برای اندازه‌گیری این تأثیر، محققان از معیارهای تسهیل قانونی بازبودن اقتصاد، مانند شاخص‌های حساب سرمایه و آزادسازی بازار سهام استفاده کرده‌اند. اگرچه به‌خودی‌خود آزادسازی مالی به‌طور دقیق با توسعه بازار سرمایه مرتبط نیست؛ اما درجه بازبودن مالی ممکن است با تسهیل خروج سرمایه در زمانی که سرمایه‌گذاران خارجی اعتماد خود را از دست می‌دهند و از کشور میزبان خارج می‌شوند، آثار جانبی منفی داشته باشد. اگر این اتفاق بیفتد، اقتصاد داخلی دچار نوسان‌های شدیدی خواهد شد که به احتمال زیاد به بازارهای سرمایه سرایت خواهد کرد (Kang and Kim, 2019).

### ۱-۳. پیش‌شرط‌های مربوط به محیط قانونی و نهادی

محیط قانونی و نهادی ممکن است توسعه بازار سرمایه را از طریق وجود حمایت قانونی قوی از سرمایه‌گذاران و در سطح کلی‌تر از طریق حمایت از حاکمیت قانون و ثبات سیاسی تقویت کند. اطمینان در بازار سرمایه به‌طور قابل‌توجهی به اطمینان مربوط به محیط نظارتی و قانونی بستگی دارد. بر اساس پاسخ بررسی‌های دریافتی از نهادهای بازار سرمایه، دولت ضرورت افزایش اثربخشی نظارت بر بازار و انجام پیشنهادهای قانونی به‌منظور افزایش اعتماد به بازار و قانون را بر عهده دارد. علاوه‌براین، توسعه بازار سرمایه در یک کشور به محیط قابل‌پیش‌بینی، تسهیل‌کننده کسب‌وکار و مقررات منعطف نیاز دارد که نه تنها یک تأمین مؤثر سرمایه را ممکن می‌سازد بلکه محافظت از سرمایه‌گذاران و رفع موانع توسعه بازار را نیز تضمین می‌کند. تجربه پیشرفته‌ترین اقتصادها نشان می‌دهد که موفقیت بازار سرمایه عمدتاً مبتنی بر اعتماد به نهادهایی است که در آن فعالیت می‌کنند و هم به قانون؛ بنابراین، پیش‌نیاز توسعه بازار سرمایه، از یک‌سو، افزایش اطمینان قطعی بین جامعه و نهادهای بازار سرمایه اول از همه، از طریق آموزش و چهارچوب نظارتی مؤثر از جمله در میان ذی‌نفعان و دولت، بانک مرکزی و نهاد ناظر یعنی سازمان بورس و وزارت اقتصاد از جمله در زمینه پیش‌بینی‌پذیری اقدام‌ها و مقررات است؛ بنابراین افزایش اعتماد در بازار یک اصل اساسی است که برای دستیابی به اهداف باید رعایت شود (European Bank, 2019).

### ۱-۳-۱. حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران

به‌منظور اطمینان‌بخشی به سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری خود در شرکت‌هایی که نمی‌شناسند و به ایجاد اطمینان از محفوظ بودن حقوق ایشان، حمایت قانونی در برابر هر نوع تقلب، پیش‌شرط مشارکت سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی است (La Porta; Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1997). ماهیت این حمایت با توجه به نوع قرارداد متفاوت است. در قراردادهای بدهی، طلبکاران به دنبال برگشت هرچه بیشتر پول و در صورت نکول در سریع‌ترین زمان ممکن هستند. در قراردادهای سهام، حمایت قانونی باید با تضمین مشارکت مؤثر در رأی‌گیری، استانداردهای مناسب حاکمیت شرکتی و دسترسی به اطلاعات به موقع و شفاف در امور تجاری، تلاش کند تا از سهام‌داران خرد در برابر سهام‌داران عمده محافظت کند (Laeven, 2014). برای بررسی تأثیر این مجرای نهادی، محققان از شاخص‌های حمایت قانونی از اعتباردهندگان و صاحبان سهام استفاده می‌کنند که در حال حاضر برای مجموعه بزرگی از کشورها از مطالعات بانک جهانی در دسترس هستند. در همه موارد، نتایج به‌شدت از نقش تقویت‌کننده آن متغیرها در توسعه بازارهای سهام و اوراق قرضه شرکتی در سراسر اقتصادهای نوظهور و توسعه‌یافته حمایت می‌کند.

### ۱-۳-۲. حاکمیت قانون و ریسک سیاسی

فراتر از بازار مالی، ابعاد خاص قدرت نهادی یا پایه‌های نهادی کشور که با شاخص‌های حاکمیت قانون، کنترل فساد، ریسک سیاست داخلی و بین‌المللی و غیره اندازه‌گیری می‌شود، نیز مرتبط‌اند. اعتماد به حقوق مالکیت و اجرای آن و همچنین عدم وجود جرم و خشونت، با انگیزه سیاسی یا غیر آن، پیش‌نیاز توسعه پایدار بازارهای سرمایه و به‌طور کلی برای توسعه اقتصادی است. باین‌حال، باید بین متغیرهایی مانند ریسک سیاسی و متغیرهایی مانند حاکمیت قانون تمایز قائل شد. اولی میزان بی‌ثباتی سیاسی و خشونت را اندازه‌گیری می‌کند که بیشتر از طریق افزایش بی‌ثباتی اقتصاد کلان به بازار سرمایه ضربه می‌زند تا از طریق تأثیر مستقیم بر قراردادهای مالی. در مقابل، حاکمیت قانون منعکس‌کننده ادراکات اجرای قرارداد و حقوق مالکیت است که به‌خودی‌خود محیط قراردادی را شکل می‌دهد. ادبیات کاربردی شواهد قانع‌کننده‌ای از تأثیر مثبت حاکمیت قانون و ثبات سیاسی بر اندازه بازارهای سهام و اوراق قرضه در سراسر جهان را آشکار می‌کند (World Bank Group, 2019).

## ۲. پیشینه پژوهش

بازار سرمایه، بازاری برای تأمین و استفاده از وجوه بلندمدت برای توسعه است (Anyanwu, 1993; Jhingan, 2005). بازار سرمایه، سرمایه ثابت و درگرددش صنعت را تأمین مالی می‌کند و همچنین وام‌های میان‌مدت و بلندمدت دولت‌های مرکزی، ایالتی و محلی را نیز مهیا می‌کند (Rose & Marquis, 2009; Mishkin, 2007; Nwaolisa, & Egbunike, 2013)؛ بنابراین، بازار سرمایه به دلیل توانایی آن در تسهیل و تدارک پس‌انداز و سرمایه‌گذاری از طریق بازار مالی، عامل بسیار تخصصی، سازمان‌یافته و درواقع ضروری برای رشد و توسعه اقتصادی است. ادبیات نظری و تجربی گسترده و روشنگری در مورد رابطه بین بازار سرمایه و رشد اقتصادی وجود دارد. این پژوهش به‌جای تحلیل مجدد این ادبیات مستند، بر پیوند رشد بازار سرمایه با تأکید ویژه بر مطالعات نادری که رابطه بین اجزای بازار سرمایه و رشد اقتصادی را تجزیه و تحلیل نموده، تمرکز می‌کند.

### ۲-۱. رابطه بازار سرمایه و رشد اقتصادی

شومپتر<sup>۱</sup> (۱۹۱۲) برای تأکید بر اهمیت سازوکار اعتباری بیان کرد که امور مالی برای رشد اقتصادی مهم است. ادبیات همچنین نشان می‌دهد که توسعه بازار سرمایه ممکن است آثار اقتصادی مثبتی داشته باشد؛ برای مثال، بازارهای سهام نقدشونده و یکپارچه بین‌المللی ممکن است باعث رشد بهره‌وری شوند (Levine, 1991; Devereux and Smith, 1994; Obstfeld, 1994). با این حال، مطالعات متمرکز بر کشورهای توسعه‌یافته عمدتاً از رابطه مثبت بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی حمایت می‌کند. یو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) نشان می‌دهند که نتایج اصلی در مطالعات نظری و تجربی مبتنی بر تجزیه و تحلیل بین کشوری نسبت به کشورها، روش‌های تخمین، فراوانی داده‌ها و شکل عملکردی رابطه و معیارهای پروکسی انتخاب شده در یک مطالعه حساس است.

اتج و یووانویچ<sup>۳</sup> (۱۹۹۳) به تأثیر قوی بازارهای سهام بر توسعه اقتصادی دست یافتند؛ اما اثر مشابهی از وام بانکی مشاهده نشد. لوین و زرووس<sup>۴</sup> (۱۹۹۸) نشان می‌دهند که نقدینگی بازار سهام و توسعه بانکی هر دو به‌طور مثبت رشد، انباشت

1. Schumpeter

2. Yu, Hassan, & Sanchez

3. Atje & Jovanovic

4. Levine & Zervos

سرمایه و بهبود بهره‌وری را حتی پس از کنترل عوامل اقتصادی و سیاسی پیش‌بینی می‌کنند. این مقاله همچنین نشان می‌دهد که اندازه بازار سهام، نوسان‌ها و یکپارچگی بین‌المللی به‌طور قوی با رشد مرتبط نیستند. بک و لوین<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) دریافتند که بازارهای سهام و بانک‌ها به‌طور مثبت بر رشد اقتصادی برای دوره ۱۹۷۶ تا ۱۹۹۸ در کشورهای منتخب تأثیر می‌گذارند. بوباکاری<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) رابطه مثبتی بین بازار سهام و رشد اقتصادی برای کشورهای دارای بازار سهام نقدشونده و بسیار فعال پیدا کرد. بک<sup>۳</sup> (۲۰۱۱) پیشنهاد می‌کند که سرمایه‌گذاری کم در بخش مالی پیامدهای منفی بلندمدتی برای رشد اقتصادی خواهد داشت. باین‌حال، رابطه علیت برای کشورهایی که بازار سهام در آن‌ها کوچک و نقدشوندگی کمتری دارد، مردود است. سون و یتکینر<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) با بررسی ۱۴۶ کشور در دوره ۱۹۹۱ تا ۲۰۱۱ دریافتند که رابطه بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی در کشورهایی با درآمد متوسط و بالا، مثبت و معنادار است. مرور ادبیات همچنین چندین شواهد متضاد و ضعیف را در مورد ارتباط بین توسعه بازار سهام و رشد نشان می‌دهد؛ به‌عنوان مثال، هریس<sup>۵</sup> (۱۹۹۷) با تجزیه و تحلیل ۴۹ کشور در دوره ۱۹۸۰ و ۱۹۹۱ دریافت که بازارهای سهام اثر ضعیفی بر رشد کشورهای در حال توسعه دارند. آرستیس و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۱) دریافتند که اگرچه هم بانک‌ها و هم بازارهای سهام ممکن است بتوانند رشد اقتصادی را ارتقا دهند. آثار اولی قوی‌تر است و بیشتر استدلال کردند که نقش بازارهای سهام بر رشد اقتصادی ممکن است توسط مطالعاتی که از رگرسیون‌های رشد بین کشوری استفاده می‌کنند، تورش‌دار باشد. ناسور و قزوانی<sup>۷</sup> (۲۰۰۷) هیچ رابطه معناداری بین توسعه و رشد بانکداری و بازار سهام در ۱۱ کشور منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا پیدا نکردند. آدامز و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۲۰) به بررسی رابطه بین بازار سرمایه و توسعه اقتصادی در اقتصادهای نوظهور آفریقا (نیجریه، آفریقای جنوبی و کنیا) پرداختند. متغیرهای مورد استفاده شاخص توسعه انسانی به‌عنوان متغیر وابسته و ارزش بازار سهام، ارزش سهام معامله شده و نسبت گردش بازار سهام به‌عنوان متغیر مستقل و همچنین دوره مورد مطالعه از سال ۱۹۹۰ تا

1. Beck &amp; Levine

2. Boubakari

3. Beck

4. Seven &amp; Yetkiner

5. Harris

6. Arestis, Demetriades, &amp; Luintel

7. Naceur &amp; Ghazouani

8. Adoms, Yua, Okaro, &amp; Ogbonna

۲۰۱۸ بود. این مطالعه به‌طور تجربی ثابت می‌کند که بازار سرمایه رابطه معناداری با توسعه اقتصادی در اقتصادهای منتخب آفریقای نوظهور در نیجریه و آفریقای جنوبی به‌جز کنیا دارد که با نظریه فرضیه رشد رهبری مالی مطابقت دارد. کوسکیون و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) دریافتند که بین توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی و همچنین یک رابطه علیت یک‌طرفه از توسعه بازار سرمایه به رشد اقتصادی بلندمدت وجود دارد.

ادبیات تجربی همچنین نشان می‌دهد که سهم بازار سهام در رشد اقتصادی ممکن است به عوامل ساختاری در سطح کشور و بازار مرتبط باشد. درات<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) با تجزیه و تحلیل عربستان سعودی، ترکیه و امارات متحده عربی از طریق آزمون‌های علیت گرنجر چندمتغیره، دریافت که تعمیق مالی یک عامل علی ضروری رشد اقتصادی است. یو و همکاران (۲۰۱۲) استدلال می‌کنند که رابطه مثبت مالی - رشد ایجاد شده توسط لوین<sup>۳</sup> (۱۹۹۷) یک رابطه بلندمدت؛ به‌عنوان مثال، بیش از ۲۰ سال است و ممکن است کشورهای توسعه‌نیافته علی‌رغم توسعه مالی و بازار سهام در کوتاه‌مدت رشد اقتصادی کمتری را تجربه کنند. اوسکو و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۰) بیان کردند که رابطه بین نسبت سرمایه بازار به تولید ناخالص داخلی و رشد اقتصادی برای آفریقای جنوبی مثبت است؛ اما برای نیجریه ناچیز است؛ بنابراین، رشد اقتصادی با اندازه بازار سرمایه هر دو کشور همبستگی مثبت دارد، اگرچه اندازه بازار سرمایه آفریقای جنوبی در مقایسه با نیجریه سهم بهتری در رشد اقتصادی دارد.

مطالعاتی نیز وجود دارد که رابطه رشد بازار سهام را به‌طور خاص برای ایران را تحلیل می‌کند. شاه‌آبادی و همکاران (۱۳۹۵) نتیجه گرفتند که ارتباط بین توسعه بازار پول و سرمایه بر رشد ارزش افزوده بخش صنعت ایران مثبت و معنادار است و ضریب متغیر توسعه بازار پول بزرگ‌تر از ضریب متغیر توسعه بازار سرمایه است که بر پایه بانک بودن نظام مالی ایران صحت می‌گذارد. قدمیاری و همکاران (۱۳۹۶) نشان دادند که بازار سرمایه در کشورهای توسعه‌یافته بر خلاف کشورهای درحال توسعه نفتی تأثیر مثبتی در رشد اقتصادی دارد. حسن‌زاده و احمدیان (۱۳۸۸) بیان کردند که با توجه به عدم توسعه‌یافتگی بورس تهران، اثر شاخص‌های توسعه بورس بر رشد اقتصادی مثبت؛ اما بسیار ناچیز است. خادم‌علیزاده (۱۳۹۲)

1. Coşkun, Seven, Ertuğrul, & Ulussever

2. Darrat

3. Levine

4. Osakwe, Ogbonna, & Obi-Nwosu

بررسی کرد که در سطح کلان، رابطه مثبت و معناداری بین شاخص‌های بازار سرمایه و رشد اقتصادی در ایران مشاهده نمی‌شود. فرمان‌آرا و همکاران (۱۳۹۸) نشان دادند که تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در رشد اقتصادی در کوتاه‌مدت و بلندمدت از لحاظ آماری معنادار بوده و اثر مثبتی دارد و همچنین درجه توسعه بازار مالی به اثربخشی بیشتر بازار سرمایه در رشد اقتصادی منجر می‌گردد. عرب و همکاران (۱۴۰۰) دریافتند که متغیرهای توسعه مالی و ثبات مالی تأثیر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارند.

## ۲-۲. ارتباط اجزای بازار سرمایه با رشد اقتصادی

این پژوهش به دلیل در نظر گرفتن تأثیر مؤلفه‌های بازار سرمایه و بازار اوراق قرضه دولتی بر توسعه بازار سرمایه و رشد و توسعه اقتصادی با مطالعات دیگر متفاوت است. در کنار بازار سهام، توسعه مؤلفه‌های بازار سرمایه نیز توسط مطالعات مختلف تحلیل شده است؛ برای مثال، 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. سازمان همکاری و توسعه اقتصادی<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) استدلال می‌کند که نهادهای مالی، یعنی صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های ثروت دولتی، اتکا به سیستم بانکی را کاهش می‌دهند و در موقع بحران مالی به‌عنوان ضربه‌گیر عمل کرده و به توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی کمک می‌کنند. صندوق بین‌المللی پول در گزارشی به بررسی عوامل نهادی و کلان اقتصادی توسعه بازار سهام با استفاده از داده‌های تابلویی ۴۲ اقتصاد نوظهور برای دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۴ می‌پردازد. این مطالعه نشان می‌دهد که عوامل اقتصاد کلان مانند سطح درآمد، سرمایه‌گذاری ناخالص داخلی، توسعه بخش بانکی، جریان سرمایه خصوصی و نقدینگی بازار سهام عوامل مهمی در توسعه بازار سهام در بازار کشورهای نوظهور هستند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که ریسک سیاسی، قانون و نظم و کیفیت دیوان‌سالارانه عوامل مهمی در توسعه بازار سهام هستند؛ زیرا باعث افزایش دوام مالی خارجی می‌شوند. این نتیجه نشان می‌دهد که حل ریسک سیاسی

1. OECD

می‌تواند عامل مهمی در توسعه بازارهای سهام، اقتصادهای در حال ظهور باشد. آنگ و سی<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) بحث می‌کنند که در بازارهای نوظهور، رشد تصاعدی در صنعت صندوق‌های مشترک به‌وضوح به توسعه بازارهای اوراق بهادار و توسعه ابزارهای مشتقه کمک کرده است که به‌نوبه‌خود، کلید جذب جریان سرمایه‌گذاری از صندوق‌های خارجی بوده است. فینک و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) با استفاده از آزمون علیت گرنجر به این نتیجه رسیدند که فعالیت اقتصادی واقعی به‌طورقابل‌توجهی تحت تأثیر توسعه بازار اوراق قرضه است. میشر و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) دریافتند که جریان‌های سرمایه‌گذاری نهادی خارجی، همچنین شامل صندوق‌های بازنشستگی خارج از کشور و صندوق‌های مشترک، ظرفیت تأثیرگذاری بر روند توسعه اقتصادی هند را دارند. بیجسما و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) با استفاده از داده‌های ۶۹ بخش صنعتی در ۳۴ کشور OECD برای دوره ۲۰۰۱-۲۰۱۰ دریافتند که افزایش میزان داری‌های نگهداری شده توسط صندوق‌های بازنشستگی و سایر نهادهای مالی با بازارهای مالی کارآمدتر مرتبط است.

### ۲-۳. بازار اوراق قرضه دولتی و رشد اقتصادی

هیچ رابطه ساده‌ای بین بدهی و رشد وجود ندارد، عوامل زیادی برای رشد و عملکرد بدهی یک کشور وجود دارد و هیچ آستانه واحدی برای نسبت بدهی وجود ندارد که بتواند بد را از خوب تشخیص دهد (Smith, 2012). ادبیات همچنین نشان می‌دهد که نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص داخلی و رشد اقتصادی به‌طور کلی منفی یا یک رابطه U شکل معکوس است؛ برای مثال، اسکلاک<sup>۵</sup> (۲۰۰۴) بیان کرد که هیچ رابطه آماری معناداری بین بدهی ناخالص دولت و رشد سرانه تولید ناخالص داخلی در کشورهای توسعه‌یافته وجود ندارد. راینهارت و روگوف<sup>۶</sup> (۲۰۱۰) در تجزیه و تحلیل خود دریافتند که رابطه بین بدهی دولت و رشد تولید ناخالص داخلی واقعی برای نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی زیر آستانه ۹۰ درصد تولید ناخالص داخلی ضعیف است و همچنین در کشورهای پیشرفته و بازارهای نوظهور، بالا است. کومار و وو<sup>۷</sup> (۲۰۱۰) یک رابطه معکوس بین بدهی اولیه و رشد بعدی را تشخیص

1. Ong & Sy
2. Fink, Haiss, & Hristoforova
3. Mishra, Das & Pradhan
4. Bijlsma, Van Ewijk, & Haaijen
5. Schclarek
6. Reinhart & Rogoff
7. Kumar & Woo

دادند و همچنین شواهدی مبنی بر غیرخطی بودن پیدا کردند به طوری که تنها سطوح بالای بدهی (بیش از ۹۰ درصد تولید ناخالص داخلی) اثر منفی قابل توجهی بر رشد دارد. درگر و ریمیرز<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) بیان می‌کنند که تأثیر منفی نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی به‌ویژه برای نسبت بدهی‌های غیرپایدار، قوی است؛ به‌عنوان نمونه شواهدی از ارتباط مثبت، فینکه و گرینر<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) رابطه بین بدهی عمومی و رشد اقتصادی در برزیل، هند، اندونزی، مالزی، مکزیک، آفریقای جنوبی، تایلند و ترکیه را تجزیه و تحلیل کردند و یک همبستگی مثبت، هرچند بسیار کوچک را یافتند. تیمورونگویت و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) دریافتند که اوراق قرضه دولتی رابطه مثبتی با رشد اقتصادی دارد. نوردین و نوردین<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) با استفاده از بدهی-های دولتی و خصوصی به‌عنوان نماینده بازار بدهی در بورس مالزی در دوره ۱۹۸۱-۲۰۱۴ دریافتند که ارزش بازار سهام و بازار بدهی تأثیر مثبت و قابل توجهی بر تولید ناخالص داخلی سرانه واقعی دارد.

اگرچه مطالعات متعددی اثرگذاری توسعه بازار سرمایه بر رشد و توسعه اقتصادی را تحلیل و تأیید نموده‌اند؛ اما بررسی دلایل موفقیت بسیاری از کشورها با توجه به ساختار نزدیکی که با ایران دارند، آن‌گونه که باید مورد توجه قرار نگرفته است. وضعیت شکاف ایران با کشورهای منتخب و راهبردهای مناسب برای پُر کردن این شکاف یکی از ویژگی‌های مطالعه حاضر است که در هیچ مطالعه‌ای استفاده نشده است، درنهایت بر اساس الگوگیری فرایندی و راهبردی و چهار مرحله مطالعه تطبیقی بردی، الگوگیری برای توسعه بازار سرمایه ایران انجام می‌پذیرد که در نوع خود، مطالعه حاضر را از سایر مطالعات متمایز می‌کند.

### ۳. روش پژوهش

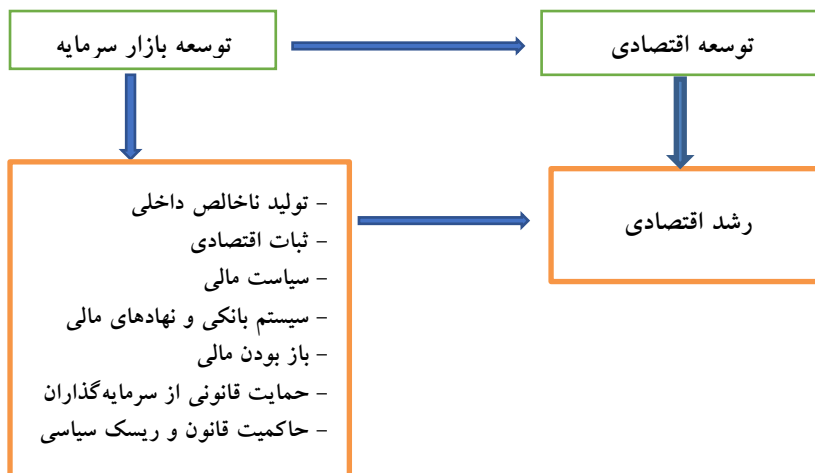
مطالعه حاضر از جمله تحقیق‌های توصیفی و تطبیقی می‌باشد که به روش کتابخانه‌ای با بررسی گزارش‌ها و سایر منابع تنظیم شده است. هدف پژوهش حاضر مقایسه وضعیت بازار سرمایه ایران با بازار سرمایه اقتصادهای نوظهور با تبیین مؤلفه‌ها و متغیرهای بازار سهام از طریق روش شناخت تاریخی است تا شواهد لازم جهت پاسخ به سؤال‌هایی نظیر اینکه شکاف بازار سرمایه ایران با بازارهای هدف تا

1. Dreger & Reimers
2. Fincke & Greiner
3. Thumrongvit, Kim, & Pyun
4. Nordin & Nordin



چه اندازه است؟ آیا می‌توان راه‌حلهایی جهت توسعه بازار سرمایه و متقابلاً رشد و توسعه اقتصادی ایران شناسایی کرد؛ بنابراین مسئله اصلی پژوهش حاضر، شناسایی سیاست‌هایی است که به افزایش توسعه بازار سرمایه در ایران منجر شود. این شناسایی، بر پایه مبانی نظری و پیشینه پژوهش استوار است و با تطبیق و الگوگیری از تجربه‌های چهار کشور منتخب کامل می‌شود. چهار کشور مزبور عبارت‌اند از: سنگاپور، مالزی، ترکیه و هند. این کشورها فرایند توسعه را همزمان با ایران شروع نموده‌اند و از جنبه‌های مختلف (به غیر از تحریم‌های ظالمانه آمریکا)، شرایطی بسیار مشابه با ایران دارند. باین حال، این کشورها هم‌اکنون از کشورهای در حال توسعه به سمت کشورهای توسعه‌یافته در حرکتند و جز اقتصادهای نوظهور هستند. در این مسیر اما، ایران از هم‌رده‌های خود جامانده است که بررسی دلایل این امر با تأکید بر بازار سرمایه، بر عهده این مطالعه می‌باشد.

مطابق با نمودار ۱ توسعه بازار سرمایه منجر به رشد و توسعه اقتصادی می‌شود. برای بررسی دقیق این موضوع، شاخص رشد اقتصادی را به‌عنوان سنج‌ای برای توسعه اقتصادی در نظر گرفته می‌شود. این متغیر، متغیر وابسته در این پژوهش است. از طرفی مطابق با مبانی نظری مؤلفه‌های اصلی توسعه بازار سرمایه عبارت‌اند از: تولید ناخالص داخلی، ثبات اقتصادی، سیاست مالی، نظام بانکی و نهادهای مالی، بازبودن مالی، حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران و حاکمیت قانون. نکته مهم اینکه تغییر در تولید ناخالص داخلی یا رشد اقتصادی، متغیر مشترک شناسایی شده برای توسعه اقتصادی و توسعه بازار سرمایه است؛ بنابراین بررسی اثر این متغیر بر روی توسعه بازار سرمایه را کنار می‌گذاریم و رشد اقتصادی را سنج‌ای برای توسعه اقتصادی در نظر می‌گیریم. متغیرهایی اعم از ثبات اقتصادی، سیاست مالی، نظام بانکی، بازبودن مالی، حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران و حاکمیت قانون، متغیرهای مستقل پژوهش هستند.



(منبع: براساس مبانی نظری)

### نمودار (۱): کانال‌های ارتباطی توسعه بازار سرمایه و توسعه اقتصادی

#### ۳-۱. داده‌ها

متغیرهای پژوهش بر اساس مبانی نظری و نمودار ۱ در سه حوزه؛ سیاست‌های اقتصاد کلان، توسعه بخش مالی و قدرت نهادهای اساسی قرار می‌گیرند که شش شاخص کلیدی ذیل به خوبی این سه حوزه را در جهت رشد بازار سرمایه یاری و توصیف می‌کنند که این شاخص‌ها عبارت‌اند از:

GROW: نشان‌دهنده رشد اقتصادی است که متغیر وابسته بوده و سنجه‌ای برای توسعه اقتصادی است.

INF: بیانگر بی‌ثباتی اقتصادی است. از آنجایی که بی‌ثباتی یک متغیر مستقیم قابل مشاهده نیست، از پروکسی‌های تجربی برای دریافت اثر آن استفاده می‌شود که نرخ تورم محبوب‌ترین آنها است (Fischer, 1993; Dhonte, Pierre and Shan, 2010; Heipertz and Verdun, 2010; Kapur, 1997; Larch, Noord, and Jonung, 2010; Samtani and Behnoud, 1391).

BD: بیانگر کسری بودجه دولت نسبت به تولید ناخالص داخلی است که سنجه‌ای برای سیاست مالی است (Dittmar & Yuan, 2008).

BANK: نشان‌دهنده تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی است که شاخصی برای نظام بانکی و نهادهای مالی است (Djankov & et al., 2007).

NCA: برای اندازه‌گیری بازبودن مالی از شاخص حساب سرمایه استفاده شده است که ورود و خروج سرمایه را به دلار آمریکا نشان می‌دهد (Kang & Kim, 2019). PORT: برای بررسی تأثیر کانال نهادی بر روی توسعه بازار سرمایه از شاخص حمایت قانونی از صاحبان سهام که در حال حاضر برای مجموعه بزرگی از کشورها از مطالعات بانک جهانی در دسترس هستند، استفاده می‌شود. دامنه تغییر این متغیر بین ۰ تا ۱۰۰ است که امتیاز ۱۰۰ بهترین و قویترین حمایت را نشان می‌دهد. ROL: ابعاد خاص قدرت نهادی یا پایه‌های نهادی یک کشور که با شاخص حاکمیت قانون اندازه‌گیری می‌شود. امتیاز کشورها در دامنه ۲/۵- تا ۲/۵ قرار می‌گیرد. برای استخراج همه داده‌ها از تارنمای بانک جهانی استفاده شده به غیر از شاخص حساب سرمایه که از تارنمای صندوق بین‌المللی پول و بانک مرکزی ایران استخراج شده است.

### ۳-۲. مدل پژوهش

مبانی نظری و مطالعات پیشین نشان می‌دهد که سیاست‌های کلان اقتصادی، توسعه بخش مالی و قدرت نهادهای اساسی از عوامل مؤثر بر توسعه بازار سرمایه هستند. توسعه بازار سرمایه نیز به‌نوبه‌خود، از مجرای افزایش ارزش بازار، افزایش تأمین مالی از بازار سرمایه و افزایش شفافیت اطلاعات باعث افزایش رشد و توسعه اقتصادی می‌شود؛ براین اساس، دسته اول از سیاست‌های توسعه بازار سرمایه مربوط به محیط اقتصاد کلان است که می‌تواند منجر به رشد اقتصادی شود و دسته دوم از سیاست‌ها شامل؛ توسعه بخش مالی از کانال نظام بانکی و نهادهای مالی و بازبودن مالی است؛ اما در کنار این سیاست‌ها، دسته سوم مربوط به محیط نهادی حاکم بر بازار است به‌طوری‌که وضع قوانین و مقررات برای حمایت از سرمایه‌گذاران و حاکمیت قانون در ایجاد اعتماد و انگیزه سرمایه‌گذاران نقش اساسی داشته و به همین علت، قوانین و مقررات مربوط به بازار سرمایه و حاکمیت آن نیز رکن دیگری از مدل خواهند بود. از سوی دیگر، روش شناسایی این سیاست‌ها، الگوگیری از تجربه تطبیقی چهار کشور منتخب است. بهوتا و حوق<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) الگوگیری را به‌مثابه فرایندی از شناسایی بالاترین استانداردها برای محصولات، خدمات و سیستم‌ها معرفی می‌کنند که به‌سازی‌های لازم برای دستیابی به هر یک از این استانداردها را شناسایی و توصیه می‌کند. جدول (۱) انواع مختلف الگوگیری را نشان می‌دهد.

### جدول (۱): انواع مختلف الگوگیری

توصیف	نوع
بر مبنای مقایسه سنجه‌های عملکرد؛ با اهداف تعیین کیفیت سازمان در مقایسه با سایر سازمان‌ها	الگوگیری عملکردی
برای بهبود فرایندهای سازمان، روش‌ها و سیستم‌ها با یکدیگر مقایسه می‌شوند	الگوگیری فرایندی
زمانی استفاده می‌شود که تغییر مسیر راهبردی سازمان مدنظر باشد	الگوگیری راهبردی
مقایسه بین واحدها و بخش‌های درونی یک سازمان	الگوگیری درونی
برای مقایسه عملکرد و نتایج با بهترین رقیب در رشته فعالیت	الگوگیری رقابتی
برای مقایسه فناوری یا فرایند خود رشته فعالیت یا حوزه فناوری انجام می‌گیرد. هدف از این الگوگیری، بهبود فناوری و فرایند است	الگوگیری کارکردی
مقایسه فرایندها بر اساس بهترین فرایند در سازمان‌ها و بدون توجه به رشته فعالیت آنها صورت می‌پذیرد	الگوگیری عام

منبع: (Bhutta & Huq, 1999)

اما پیش از انتخاب نوع الگوگیری، لازم است که نخست موضوع آن و سپس سازمان‌های معیار مشخص شوند. در این پژوهش، سیاست‌هایی که منجر به توسعه بازار سرمایه می‌شوند از طریق سه کانال (سیاست‌های اقتصاد کلان، توسعه مالی و کیفیت نهادی) موضوع الگوگیری هستند و سازمان‌های معیار نیز بازارهای سهام چهار کشور منتخب پژوهش هستند. با توجه به هدف اصلی که شناسایی سیاست‌های منجر به توسعه پایدار بازار سرمایه در ایران است، رویکرد اصلی الگوگیری در این تحقیق، فرایندی و راهبردی می‌باشد. به‌منظور بررسی مسیر توسعه بازار سرمایه و فرایند سیاست‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی، از مقایسه تطبیقی مبتنی بر الگوی بردی استفاده می‌شود که شامل چهار مرحله توصیف، تفسیر، هم‌جواری و مقایسه است.

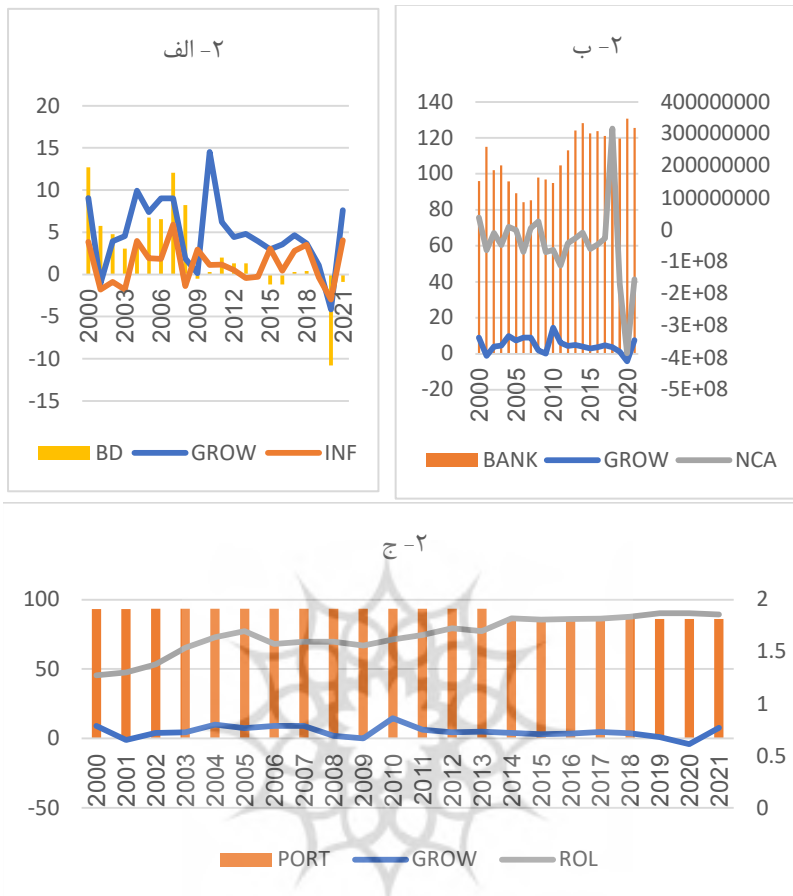
مدل پژوهش بدین‌صورت است که ابتدا داده‌های مربوط به توسعه بازار سرمایه در سه حوزه مذکور و رشد اقتصادی برای چهار کشور منتخب گردآوری و بررسی می‌شود (مطابق نمودار ۱) تا براساس الگوگیری فرایندی و راهبردی و چهار مرحله مطالعه تطبیقی بردی مقایسه انجام شود که طی آن، سیاست‌های بهبود محیط اقتصاد کلان، سیاست‌های مربوط به توسعه بخش مالی و سیاست‌هایی که منجر به بهبود کیفیت نهادی و قوانین و مقررات اصلاح و به‌سازی بازار سرمایه می‌گردند، شناسایی شوند تا بر اساس آن‌ها، الگوگیری برای توسعه بازار سرمایه ایران انجام پذیرد.

## ۴. مطالعه تطبیقی کشورهای منتخب

در این قسمت از پژوهش، چهار گام اصلی مطالعه تطبیقی بر مبنای رویکرد مشروح این پژوهش برداشته می‌شود تا مبنای الگوگیری قرار گیرد. مطالعه تطبیقی معطوف به الگوبرداری شامل توصیف، تفسیر، هم‌جواری و مقایسه است. در بخش ۵-۱، گام اول و دوم الگوبرداری یعنی توصیف و تفسیر تشریح می‌شود. در بخش ۵-۲ که مربوط به گام سوم و چهارم یعنی هم‌جواری و مقایسه است، قسمت مهمی از بررسی در توضیح حقایق آماری ارائه می‌شود و روی تفاوت‌ها و شباهت‌ها تأکید خواهد شد که همه این موارد مقدمه‌ای برای نتیجه مطالعه تطبیقی است.

### ۴-۱. توصیف و تفسیر

مطابق با نمودار ۲ سیاست‌های اقتصاد کلان در جهت بهبود بازار سرمایه و زمینه‌ای برای رشد اقتصادی سنگاپور است به طوری که نرخ تورم پایین (ثبات اقتصادی)، پایه و اساس سرمایه‌گذاری بلندمدت یا سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه است و از طرفی عدم کسری بودجه دولت شرایط مستعدی را در اقتصاد کلان برای رشد بازار سرمایه و متقابلاً رشد و توسعه اقتصادی سنگاپور به وجود آورده است. شیوع بیماری کرونا در سال ۲۰۲۰ باعث کسری بودجه و نرخ تورم منفی شد و این بی‌ثباتی در اقتصاد کلان منجر به رشد منفی اقتصاد شد (ر.ک: به نمودار ۲- الف). توسعه مالی اعم از بخش بانکی و بازبودن مالی در کشور سنگاپور موجب رشد بازار سرمایه و رشد و توسعه اقتصادی شده است به طوری که افزایش نسبت تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی و ورود سرمایه خارجی به بازار سرمایه سنگاپور موجب رشد اقتصادی شده است. شوک ناشی از کرونا در سال ۲۰۲۰ منجر به خروج سریع سرمایه از سنگاپور شده و رشد اقتصادی نیز منفی شده است (ر.ک: به نمودار ۲- ب). سنگاپور به علت برخورداری از محیط نهادی باکیفیت مناسب، زمینه خوبی را در جهت رشد بازار سرمایه به وجود آورده است به گونه‌ای که از یک طرف حاکمیت قانون و اعتماد به حقوق مالکیت، اجرای قراردادهای را شکل می‌دهد و منجر به افزایش اعتماد به قانون می‌شود. از طرف دیگر، حمایت مناسب و قدرتمند از سهام‌داران خرد موجب افزایش اعتماد به بازار و نهادهای آن می‌شود. در نهایت، حاکمیت قانون و حمایت از سهام‌داران خرد منجر به رفع موانع شده و رشد اقتصادی پایدار را برای سنگاپور به ارمغان می‌آورد (ر.ک: به نمودار ۲- ج).

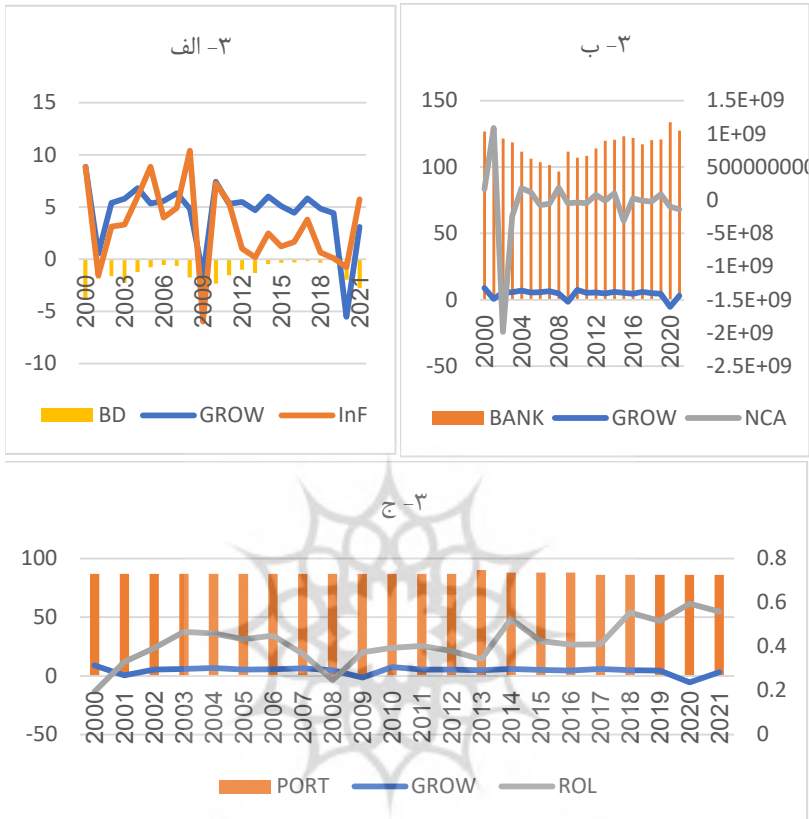


منبع: (یافته پژوهش)

### نمودار (۲): تأثیر شرایط اقتصاد کلان، بخش مالی و نهادی بر رشد اقتصادی سنگاپور

نمودار ۳ بیانگر تأثیر سیاست‌های اقتصاد کلان، توسعه بخش مالی و کیفیت نهادی بر توسعه بازار سرمایه و بدنبال آن، رشد و توسعه اقتصادی مالزی است. از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱ بودجه دولت در اکثر مواقع با کسری مواجه بوده است به‌طور مشخص در سال‌های ۲۰۰۱، ۲۰۰۹ و ۲۰۲۰ نرخ تورم منفی و کسری بودجه دولت موجب بی‌ثباتی در اقتصاد مالزی شده و رشد اقتصادی نیز منفی شده است (ر.ک: به نمودار ۳-الف). توسعه بخش مالی از طریق اعطای تسهیلات بانک‌ها به بخش خصوصی و تسهیل ورود و خروج سرمایه موجب افزایش رشد اقتصادی در مالزی شده است (ر.ک: به نمودار ۳-ب). حمایت قوی از حقوق سهام‌داران خرد و رشد شاخص حاکمیت قانون

در دوره مورد بررسی در مالزی بستر مناسبی برای توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی پایدار به وجود آورده است (ر.ک: به نمودار ۳-ج).

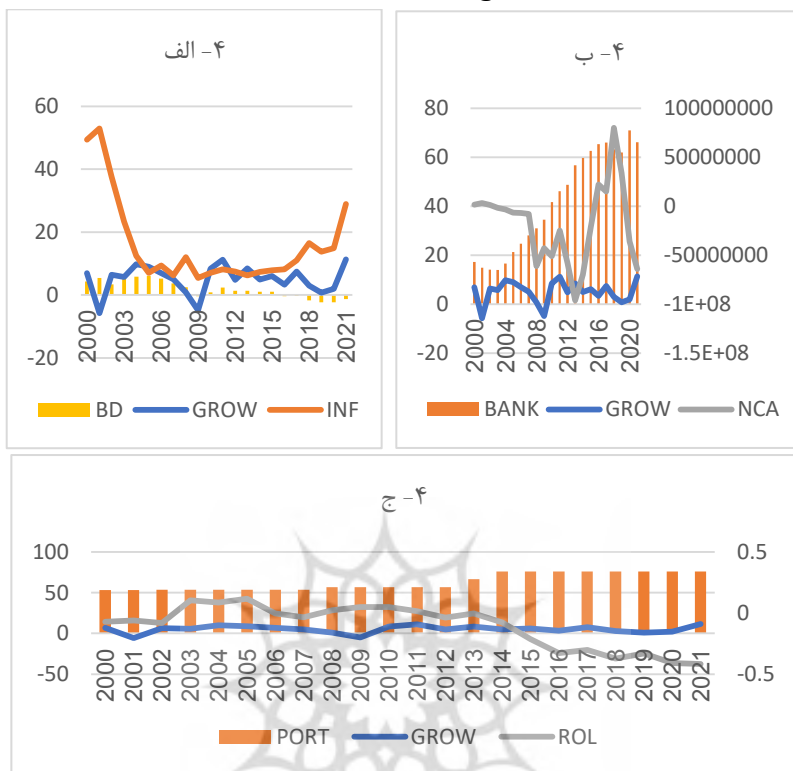


(منبع: یافته پژوهش)

### نمودار (۳): تأثیر شرایط اقتصاد کلان، بخش مالی و نهادی بر رشد اقتصادی مالزی

نمودار ۴-الف نشان می‌دهد که اقتصاد ترکیه از نرخ تورم بالا رنج می‌برد هر چند از نظر بودجه شرایط باثبات‌تری دارد؛ بنابراین بی‌ثباتی اقتصادی منجر به نوسان رشد اقتصادی شده است. افزایش تسهیلات اعطایی بانکی‌ها به بخش خصوصی و تسهیل ورود و خروج سرمایه تأثیر مثبتی بر توسعه بازار سرمایه و بر روی رشد اقتصادی ترکیه داشته است (ر.ک: به نمودار ۴-ب). وضعیت شاخص حمایت از حقوق سهام‌داران خرد در دوره مورد بررسی بهتر شده؛ اما شاخص حاکمیت قانون در سال‌های اخیر آفت محسوسی داشته است؛ بنابراین از نظر کیفیت نهادی نمی‌توان بستر مناسبی را در جهت توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی پایدار در ترکیه

مشاهده کرد (ر.ک: به نمودار ۴-ج).

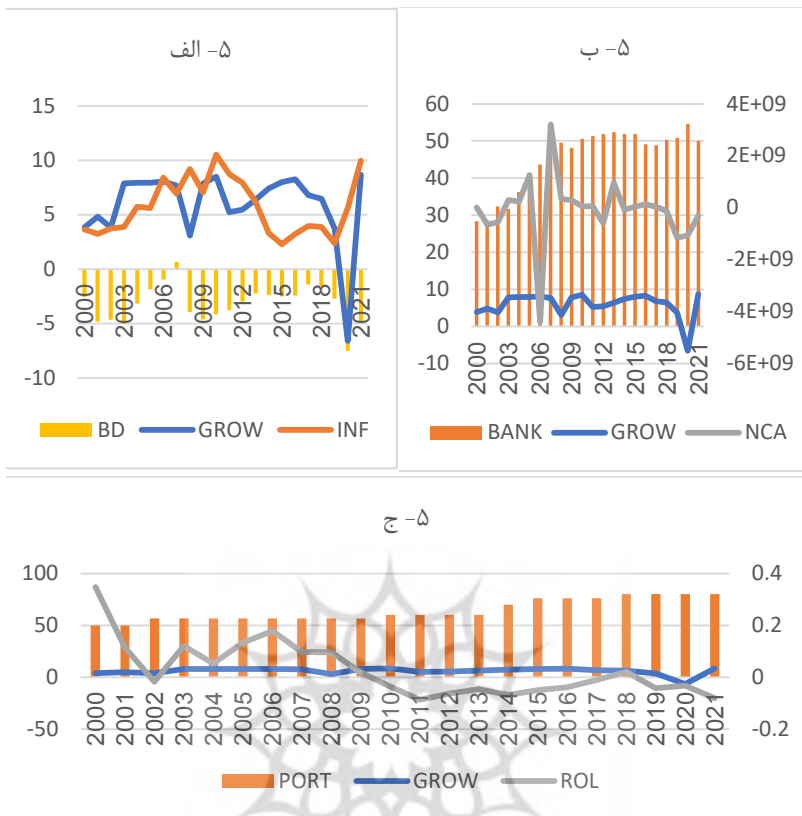


(منبع: یافته تحقیق)

#### نمودار (۴): تأثیر شرایط اقتصاد کلان، بخش مالی و نهادی بر رشد اقتصادی ترکیه

نمودار ۴-الف تأثیر سیاست‌های اقتصاد کلان بر روی رشد اقتصادی در کشور هند را نشان می‌دهد. در دوره مورد مطالعه بودجه دولتی در هند مواجه با کسری است و هر زمانی که کسری بودجه تشدید شده و نرخ تورم نیز افزایش پیدا کرده است بی‌ثباتی موجب کاهش رشد اقتصادی شده است. توسعه بخش مالی در کشور هند مشخصاً از طریق کانال؛ افزایش تسهیلات بانک‌ها به بخش خصوصی منجر به افزایش رشد اقتصادی در هند شده است. از طرفی خروج سرمایه ممکن است قدری از سرعت رشد اقتصادی بکاهد (ر.ک: به نمودار ۴-ب). مطابق با نمودار ۴-ج افزایش شاخص حمایت از سهام‌داران خرد و بهبود حاکمیت قانون در هند زمینه‌ای را برای توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی پایدار به‌وجود آورده است.



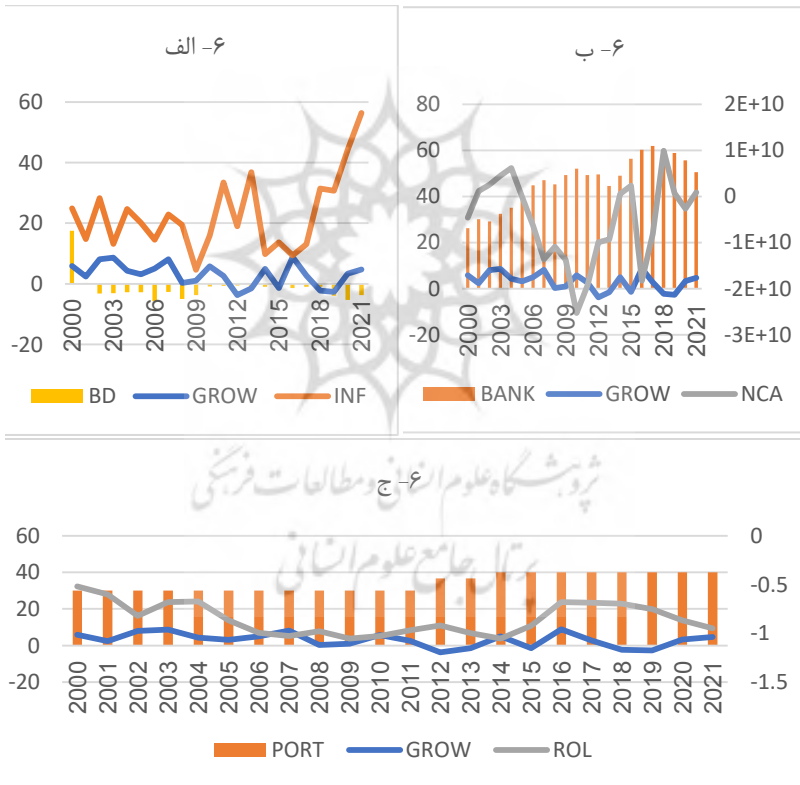


(منبع: یافته‌های پژوهش)

**نمودار (۵): تأثیر شرایط اقتصاد کلان، بخش مالی و نهادی بر رشد اقتصادی هند**

نمودار ۶-الف نشان می‌دهد سیاست‌های نادرست در اقتصاد کلان باعث نوسان در رشد اقتصادی و حتی رشد منفی اقتصادی در ایران شده است. از یک‌طرف، نرخ تورم بسیار بالا، مانعی برای سرمایه‌گذاری بلندمدت یا سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه است؛ زیرا در شرایط تورمی، سرمایه‌گذاران در ایران معمولاً مبادرت به سرمایه‌گذاری در بازارهایی مانند: بازار طلا، ارز، خودرو و مسکن می‌کنند. از طرف دیگر، کسری‌های عمیق بودجه دولت، مانعی بر سر راه انتشار اوراق بخش خصوصی است. این دو موضوع باعث افزایش بی‌ثباتی در اقتصاد کلان شده و توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی را محدود می‌کند. نکته مهم اینکه اقتصاد ایران به‌شدت از این دو موضوع رنج می‌برد. در بخش توسعه مالی، تسهیلات اعطایی بانک‌ها به بخش خصوصی در دوره مورد نظر روند افزایشی داشته است؛ اما خروج سرمایه افزایش یافته است به‌گونه‌ای که در سال‌های

۲۰۱۰ و ۲۰۱۷ خروج سرمایه از ایران تشدید شده است که دلیل آن تحریم‌های بانکی در سال ۲۰۱۰ و خروج ترامپ از برجام در سال ۲۰۱۷ است؛ بنابراین با عدم توسعه بخش مالی در اقتصاد ایران مشخصاً خروج سرمایه از بازار، بازار سرمایه و رشد اقتصادی دچار نوسان‌های شدیدی می‌شود (ر.ک: به نمودار ۶-ب). مطابق با نمودار ۶-ج حمایت از حقوق سهام‌داران خرد در طول دوره مورد مطالعه روند افزایشی داشته است؛ اما قوی و اساسی نیست و این شاخص از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱ رشد محسوسی نداشته است؛ بنابراین اعتماد به بازار سرمایه و نهادهای وابسته به آن افزایش نمی‌یابد. از طرفی شاخص حاکمیت قانون نیز روند کاهشی داشته است. پس محیط اجرای قراردادها مناسب نیست و این امر موجب بی‌اعتمادی به قانون شده و مانعی سر راه توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی پایدار است.



(منبع: یافته‌های تحقیق)

نمودار (۶): تأثیر شرایط اقتصاد کلان، بخش مالی و نهادی بر رشد اقتصادی ایران

## ۴-۲. همجواری و مقایسه تطبیقی بازار سرمایه ایران و کشورهای منتخب

در این مطالعه، الگوگیری بازار سرمایه ایران بر اساس مقایسه راهبردی و فرایندی با تأکید بر روی سیاست‌های اقتصاد کلان، توسعه بخش مالی و نهادی کشورهای منتخب است. با استفاده از شاخص‌های رشد اقتصادی، ثبات اقتصادی، سیاست مالی، نظام بانکی، بازبودن مالی، حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران و حاکمیت قانون به ارزیابی عملکرد بازار سرمایه در کشورهای نوظهور و مقایسه عملکرد آنها با عملکرد بازار سرمایه ایران می‌پردازیم و علاوه بر مقایسه شاخص‌ها به اختصار در سال‌های مشخص، میانگین شاخص در دوره مورد بررسی نیز مقایسه می‌شود.

### ۴-۲-۱. شاخص رشد اقتصادی

در دوره مورد بررسی (۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱) در اکثر سال‌ها رشد اقتصادی کشورها مثبت بوده است به غیر از سال ۲۰۲۰ که رشد اقتصادی کشورهای سنگاپور، مالزی و هند به علت شیوع کرونا منفی شد و بلافاصله با کاهش تهدید بیماری کرونا بر اقتصاد جهانی، مشاهده می‌شود که در سال ۲۰۲۱ رشد اقتصادی این کشورها مجدداً مثبت شده است. افزایش تولید ناخالص داخلی موجب افزایش پس‌انداز یا افزایش سرمایه سرانه شده و رشد بازار سرمایه را در پی خواهد داشت. مطابق با جدول ۲ میانگین رشد اقتصادی همه کشورها مثبت بوده است که به ترتیب از بالاترین تا پایین‌ترین رشد اقتصادی عبارت‌اند از: هند، ترکیه، سنگاپور، مالزی و ایران. نکته مهم در مورد اقتصاد ایران اینکه، رشد نوسانی و بسیار پایین اقتصادی محرک مناسبی برای رشد و توسعه بازار سرمایه نخواهد بود.

جدول (۲): مقایسه رشد اقتصادی ایران با کشورهای منتخب

کشور	۲۰۰۰	۲۰۰۵	۲۰۱۰	۲۰۱۵	۲۰۲۰	۲۰۲۱	میانگین ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱
سنگاپور	۹/۰۳	۷/۳۶	۱۴/۵۱	۲/۹۷	-۴/۱۴	۷/۶۱	۴/۸۷
مالزی	۸/۸۵	۵/۳۳	۷/۴۲	۵/۰۹	-۵/۵۳	۳/۰۹	۴/۵
ترکیه	۶/۹۳	۸/۹۹	۸/۴۲	۶/۰۸	۱/۹۴	۱۱/۳۵	۵/۰۹
هند	۳/۸۴	۷/۹۲	۸/۴۹	۷/۹۹	-۶/۵۹	۸/۶۸	۵/۹۶
ایران	۵/۸۴	۳/۱۸	۵/۷۹	-۱/۴۲	۳/۳۳	۴/۷۱	۳/۱

منبع: (بانک جهانی)

## ۴-۲-۲. شاخص ثبات اقتصادی

دومین شاخص مورد بررسی و مقایسه در بازار سرمایه کشورهای منتخب با ایران شاخص ثبات اقتصادی می‌باشد. جدول ۳ بیانگر این است که سنگاپور با نرخ تورم بسیار پایین جزء باثبات‌ترین اقتصادها است به طوری که متوسط تورم در سنگاپور از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱ به میزان ۱/۲۳ می‌باشد و مالزی و هند هم شرایط نسبتاً باثباتی دارند. در حالی که ایران و ترکیه بی‌ثبات‌ترین اقتصادهای این گروه هستند. میانگین نرخ تورم ایران در دوره مورد بررسی برابر با ۲۲/۷۸ است در حالی که در سال‌های اخیر روند آن افزایشی بوده است؛ بنابراین سرمایه‌ها در ایران به سمت بازار سرمایه هدایت نخواهد شد و رشد و توسعه بازار سرمایه کاهش خواهد یافت.

جدول (۳): مقایسه ثبات اقتصادی ایران با کشورهای منتخب

کشور	۲۰۰۰	۲۰۰۵	۲۰۱۰	۲۰۱۵	۲۰۲۰	۲۰۲۱	میانگین ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱
سنگاپور	۳/۸۶	۱/۹	۱/۱	۳/۰۷	-۲/۹۷	۴/۰۳	۱/۲۳
مالزی	۸/۸۵	۸/۸۶	۷/۲۶	۱/۲۱	-۰/۷۷	۵/۷۱	۳/۲
ترکیه	۴۹/۳۶	۷/۰۸	۷/۰۰	۷/۸۴	۱۴/۸۵	۲۸/۹۵	۱۶/۰۵
هند	۳/۶۴	۵/۶۲	۱۰/۵۲	۲/۲۷	۵/۶	۹/۹۶	۵/۷
ایران	۲۴/۹۲	۲۰/۱۶	۱۵/۸۸	۱۳/۷۱	۴۴/۲۶	۵۶/۳۱	۲۲/۷۸

منبع: (بانک جهانی)

## ۴-۲-۳. شاخص سیاست مالی

نسبت بودجه دولت به تولید ناخالص داخلی در این پژوهش سنج‌ای برای سیاست مالی است. بر این اساس در دوره مورد مطالعه بالاترین متوسط کسری بودجه به ترتیب مربوط به هند (۳/۱۵-)، ایران (۱/۴۷-) و مالزی (۱/۳۹-) و بالاترین میانگین مازاد بودجه به ترتیب مربوط به سنگاپور (۲/۴۸) و ترکیه (۱/۸۷) است. نکته مهم اینکه، کسری شدید بودجه دولت در ایران منجر به بی‌ثباتی بیشتر در اقتصاد کلان شده و مانعی بزرگ بر سر راه توسعه بازار سرمایه است.

**جدول (۴): مقایسه سیاست مالی ایران با کشورهای منتخب**

کشور	۲۰۰۰	۲۰۰۵	۲۰۱۰	۲۰۱۵	۲۰۲۰	۲۰۲۱	میانگین ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱
سنگاپور	۱۲/۶۸	۶/۷۳	۰/۳	-۱/۲	-۱۰/۸	-۰/۹	۲/۴۸
مالزی	-۳/۷۰	-۰/۷۶	-۲/۳۵	-۰/۳۵	-۱/۹۶	-۲/۷۷	-۱/۳۹
ترکیه	۴/۲۹	۶/۰۹	۰/۸۵	۱/۰۷	-۲/۳۱	-۱/۲۵	۱/۸۷
هند	-۲/۵۶	-۱/۸۴	-۴/۱۵	-۲/۴۹	-۷/۵	-۴/۷۷	-۳/۱۵
ایران	۱۷/۵۲	-۲/۷۴	-۰/۸۸	-۱/۴۰	-۵/۲۷	-۳/۶۸	-۱/۴۷

منبع: (بانک جهانی، ۲۰۲۳)

**۴-۲-۴. شاخص نظام بانکی**

جدول ۵ بیانگر گزارش تسهیلات اعطایی بانک‌ها به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی کشورهای منتخب می‌باشد که سنج‌ای برای عملکرد نظام بانکی در جهت توسعه بازار سرمایه می‌باشد. نظام بانکی در ترکیه و ایران کمترین تسهیلات را به بخش خصوصی داده‌اند هرچند روند آن مثبت بوده است، درحالی‌که میانگین نسبت تسهیلات اعطایی بانک‌ها به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی در سنگاپور ۱۰۷/۹۶ درصد و مالزی ۱۱۶/۳۱ درصد می‌باشد. تسهیلات اعطایی نظام بانکی به بخش خصوصی بیش از تولید ناخالص داخلی در این دو کشور است.

**جدول (۵): مقایسه توسعه بخش بانکی ایران با کشورهای منتخب**

کشور	۲۰۰۰	۲۰۰۵	۲۰۱۰	۲۰۱۵	۲۰۲۰	۲۰۲۱	میانگین ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱
سنگاپور	۹۶/۰۴	۸۹/۲۲	۹۴/۸۵	۱۲۲/۴۲	۱۳۰/۶۴	۱۲۵/۵۶	۱۰۷/۹۶
مالزی	۱۲۶/۷۳	۱۰۶/۲۹	۱۰۷/۰۳	۱۲۳/۰۶	۱۳۳/۸۳	۱۲۷/۵۱	۱۱۶/۳۱
ترکیه	۱۷/۲۵	۲۱/۲۲	۴۱/۵۹	۶۲/۵۹	۷۰/۹۰	۶۶/۱۳	۴۲/۰۴
هند	۲۸/۳۳	۴۰/۰۶	۵۰/۵۵	۵۱/۸۶	۵۴/۶۵	۴۹/۹۹	۴۵/۳۴
ایران	۲۶/۲۴	۳۸/۳۴	۵۲/۰۲	۵۶/۳۷	۵۵/۶۴	۵۰/۴۵	۴۳/۴۵

منبع: (بانک جهانی، ۲۰۲۳)

## ۴-۲-۵. شاخص بازبودن مالی

معیار قابل اهمیت دیگر در مبحث توسعه بخش مالی، بازبودن بخش مالی می‌باشد که در این پژوهش حساب ورود و خروج سرمایه در هر کشور شاخصی برای آن است. میانگین حساب سرمایه همه کشورها از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱ منفی است که این نشان می‌دهد که به‌طورمتوسط در این کشورها خروج سرمایه اتفاق افتاده است. همچنین از جدول ۶ مشاهده می‌شود متوسط خروج سرمایه ایران در دوره مورد بررسی بسیار بیشتر از کشورهای منتخب است؛ به‌طوری‌که در سال ۲۰۱۰ که تحریم‌های دور اول آمریکا علیه ایران تشدید شد، موجب شده که سرمایه‌گذاران اعتماد خود را از دست بدهند و بالاترین خروج سرمایه در دوره مورد بررسی اتفاق افتاد که این امر منجر به نوسان‌های شدیدی در بازار سرمایه و اقتصاد کلان شد.

جدول (۶): مقایسه بازبودن مالی اقتصاد ایران با کشورهای منتخب (ارقام میلیون دلار)

کشور	۲۰۰۰	۲۰۰۵	۲۰۱۰	۲۰۱۵	۲۰۲۰	۲۰۲۱	میانگین ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱
سنگاپور	۳۸/۴	-۰/۶	-۶۳/۲	-۶۰	-۳۸۶	-۱۵۵	-۴۳/۶
مالزی	۱۶۷/۲	۱۱۷/۶	-۳۴/۳	-۳۰۹/۳	-۱۰۰	-۱۳۷/۲	-۴۶۰/۳
ترکیه	۱/۶	-۶/۵	-۵۱	-۲۱	-۳۶	-۶۴	-۱۷/۹
هند	۱۲	۱۲۵۳/۲	۴۹۶/۶	۳۷	-۱۰۵۶/۳	-۳۰۷/۶	-۹۰
ایران	-۴۵۷۳	-۱۶۴	-۲۵۲۴۲	۲۳۴۶	-۲۶۴۱	۸۹۵	-۵۱۵۷/۶

منبع: (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۲۳ و بانک مرکزی ایران، ۱۴۰۲)

## ۴-۲-۶. شاخص حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران

شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران خرد سنجی برای شاخص حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران است که در این شاخص ایران و سنگاپور به ترتیب حائز بدترین و بهترین رتبه می‌باشند. کشورهای ترکیه و هند نسبت به کشورهای سنگاپور و مالزی روند افزایشی در بهبود این شاخص داشته‌اند. نکته مهم اینکه، عدم بهبود مستمر این شاخص در ایران منجر به کاهش اعتماد به بازار و نهادهای آن می‌شود و این مسئله مانعی بزرگ در راه توسعه بازار سرمایه است.

**جدول (۷): مقایسه حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران ایران با کشورهای منتخب**

کشور	۲۰۰۰	۲۰۰۵	۲۰۱۰	۲۰۱۵	۲۰۲۰	۲۰۲۱	میانگین ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱
سنگاپور	۹۳/۳	۹۳/۳	۹۳/۳	۸۶	۸۶	۸۶	۹۰/۶۶
مالزی	۸۶/۷	۸۶/۷	۸۶/۷	۸۸	۸۶	۸۶	۸۶/۸۵
ترکیه	۵۳/۳	۵۳/۳	۵۶/۷	۷۶	۷۶	۷۶	۶۲/۹۳
هند	۵۰	۵۶/۷	۶۰	۷۶	۸۰	۸۰	۶۴/۱۵
ایران	۳۰	۳۰	۳۰	۴۰	۴۰	۴۰	۳۴/۲۴

منبع: (بانک جهانی، ۲۰۲۳)

**۴-۲-۷. شاخص حاکمیت قانون**

متوسط شاخص حاکمیت قانون برای ایران و سنگاپور در دوره مورد بررسی به ترتیب ۰/۸۶- و ۱/۶۷ است. نکته مهم، علاوه بر اینکه ایران پایین‌ترین رتبه را دارد، وضعیت ایران با گذشت زمان بدتر شده است. نکته دیگر اینکه وضعیت شاخص حاکمیت قانون در کشورهای سنگاپور و مالزی بسیار بهتر از کشورهای ترکیه و هند است؛ بنابراین کشورهای سنگاپور و مالزی از نظر نهادی بستر بسیار مناسبی برای رشد اقتصادی پایدار دارند؛ زیرا از نهادهای با کیفیت برخوردارند که زمینه و اساس رشد اقتصادی است.

**جدول (۸): مقایسه حاکمیت قانون در ایران با کشورهای منتخب**

کشور	۲۰۰۰	۲۰۰۵	۲۰۱۰	۲۰۱۵	۲۰۲۰	۲۰۲۱	میانگین ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱
سنگاپور	۱/۲۷	۱/۶۹	۱/۶۱	۱/۸	۱/۸۷	۱/۸۵	۱/۶۷
مالزی	-۰/۱۹	-۰/۴۳	-۰/۳۹	-۰/۴۲	-۰/۵۹	-۰/۵۵	-۰/۴۲
ترکیه	-۰/۰۷	-۰/۱۱	-۰/۰۴	-۰/۰۷	-۰/۰۴	-۰/۴۱	-۰/۱۰
هند	-۰/۳۴	-۰/۱۳	-۰/۰۳	-۰/۰۵	-۰/۰۳	-۰/۰۸	-۰/۰۲
ایران	-۰/۵۱	-۰/۸۶	-۱/۰۲	-۰/۹۲	-۰/۸۶	-۰/۹۴	-۰/۸۶

منبع: (بانک جهانی، ۲۰۲۳)

مرور اطلاعات مربوط به حقایق آماری و مطالعه تطبیقی نشان می‌دهد که از منظر سیاست‌های اقتصاد کلان اعم از تولید ناخالص داخلی، ثبات اقتصادی و سیاست مالی که محرک رشد بازار سرمایه و رشد اقتصادی است، ایران در رده

ضعیف، مالزی، ترکیه و هند در رده متوسط و سنگاپور در رده قوی قرار دارند. از منظر توسعه بخش مالی، ایران بدترین عملکرد، ترکیه و هند در رده متوسط و سنگاپور و مالزی عملکرد قوی دارند. در شاخص‌های قدرت نهادهای اساسی، ایران دارای ضعیف‌ترین کیفیت نهادی و سنگاپور و مالزی از نهادهای باکیفیت خوبی برخوردارند و ترکیه و هند در رده متوسط قرار می‌گیرند.

با بررسی شباهت‌ها بین کشورها مشاهده می‌شود که سنگاپور و مالزی متوسط رشد اقتصادی بلندمدت بسیار نزدیکی نسبت به هم دارند و ترکیه و هند هم مشابه هم‌اند. از نظر ثبات اقتصادی، مالزی و هند مشابه‌اند و ایران و ترکیه در بی‌ثباتی، مشابه‌اند. ترکیه و مالزی از بعد روند سیاست مالی شرایطی تقریباً مشابه هم دارند (ر.ک: به نمودارهای ۲ و ۵). متوسط تسهیلات اعطایی بانک‌ها به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی در ایران، هند و ترکیه مشابه هم و سنگاپور و مالزی هم شباهت‌های زیادی به هم دارند. کشورهای سنگاپور، مالزی، هند و ترکیه از بعد بازبودن مالی شرایطی مشابه دارند. از منظر حمایت از سهام‌داران خرد، هند و ترکیه شباهت دارند و سنگاپور و مالزی مشابه‌اند. سنگاپور و مالزی از منظر روند افزایشی شاخص حاکمیت قانون شرایطی مشابه هم داشته‌اند.

### نتیجه‌گیری و پیشنهاد سیاستی

هدف این پژوهش، شناسایی عوامل اصلی مؤثر بر توسعه بازار سرمایه است و همچنین تأثیر بالقوه‌ای که توسعه بازار سرمایه می‌تواند بر رشد و توسعه اقتصادی داشته باشد. برای بررسی این موضوع، مقایسه تطبیقی چهار اقتصاد نوظهور اعم از سنگاپور، مالزی، ترکیه و هند با ایران در سه حوزه سیاست‌های اقتصاد کلان، توسعه مالی و کیفیت نهادی مورد بررسی قرار گرفت. در حوزه سیاست‌های اقتصاد کلان، تأثیر تولید ناخالص داخلی، ثبات اقتصادی و سیاست مالی در کشورهای منتخب و ایران بررسی شد و مشاهده شد که افزایش تولید ناخالص داخلی محرک قوی برای توسعه بازار سرمایه کشورهای منتخب است. نرخ تورم پایین شرایط باثباتی را در کشورهای سنگاپور، مالزی و هند برای توسعه بازار سرمایه به‌وجود آورده است و از طرفی مازاد بودجه دولت در سنگاپور و عدم وجود کسری‌های عمیق در مالزی، ترکیه و هند، محیط اقتصاد کلان را مستعد رشد بازار سرمایه کرده است؛ بنابراین از منظر اثرگذاری سیاست‌های اقتصاد کلان بر توسعه بازار سرمایه، ایران در رده ضعیف، مالزی، ترکیه و هند در رده متوسط و سنگاپور در رده قوی قرار دارند. توسعه



بخش مالی از دو مسیر نظام بانکی و نهادهای مالی و بازبودن مالی بر بازار سرمایه تأثیرگذار است که ایران بدترین عملکرد، ترکیه و هند در رده متوسط و سنگاپور و مالزی عملکرد قوی دارند. قدرت نهادهای اساسی از دو مسیر؛ حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران و حاکمیت قانون بر توسعه بازار سرمایه و متقابلاً بر رشد و توسعه اقتصادی مؤثر است. در شاخص‌های قدرت نهادهای اساسی، ایران دارای ضعیف‌ترین کیفیت نهادی و سنگاپور و مالزی از نهادهای باکیفیت خوبی برخوردارند و ترکیه و هند در رده متوسط قرار می‌گیرند.

**جدول (۹). سیاست‌های اقتصاد کلان، توسعه مالی و نهادی در بازار سرمایه کشورهای منتخب و ایران**

کشور	وضعیت اقتصاد کلان	توسعه بخش مالی	قدرت نهادهای اساسی
سنگاپور	- رشد اقتصادی بالا - نرخ تورم پایین - مازاد بودجه	- نسبت بالای تسهیلات بانکی به بخش خصوصی - اقتصاد باز	- حمایت قوی از حقوق سهام‌داران خرد - بهبود شاخص حاکمیت قانون
مالزی	- رشد اقتصادی بالا - نرخ تورم متوسط - کسری بودجه	- نسبت بالای تسهیلات بانکی به بخش خصوصی - اقتصاد باز	- حمایت قوی از حقوق سهام‌داران خرد - بهبود شاخص حاکمیت قانون
ترکیه	- رشد اقتصادی بالا - نرخ تورم بالا و بی‌ثبات - مازاد بودجه	- نسبت پایین تسهیلات بانکی به بخش خصوصی - اقتصاد باز	- حمایت متوسط از حقوق سهام‌داران خرد - شاخص حاکمیت قانون منفی
هند	- رشد اقتصادی بالا - نرخ تورم متوسط - کسری بودجه	- نسبت بالای تسهیلات بانکی به بخش خصوصی - اقتصاد باز	- حمایت مناسب از حقوق سهام‌داران خرد - شاخص حاکمیت قانون مثبت
ایران	- رشد اقتصادی پایین - نرخ تورم بالا و بی‌ثبات - کسری بودجه شدید	- نسبت پایین تسهیلات بانکی به بخش خصوصی - اقتصاد کاملاً بسته	- حمایت ضعیف از حقوق سهام‌داران خرد - شاخص حاکمیت قانون به شدت منفی

منبع: (بانک جهانی، ۲۰۲۳)

چهار اقتصاد نوظهور فوق‌ازاین‌روی برای این پژوهش دارای اهمیت می‌باشند که شرایط و نقطه شروع آنها با ایران تقریباً مشابه بوده؛ اما در مسیر خود با چالش‌هایی که بازار سرمایه ایران با آن روبه‌رو است، مواجه نبوده‌اند؛ زیرا ایران بر خلاف ۴ کشور

منتخب در سال‌های مورد بررسی هم متأثر از تحریم‌های ظالمانه آمریکا بوده و هم تحت تأثیر تبعات خروج یک‌جانبه آمریکا از برجام قرار داشته است؛ بنابراین چالش‌های پیش‌روی ایران و ۴ کشور منتخب متفاوت بوده است. به‌ترتیب چهار اقتصاد نوظهور منتخب با غلبه بر چالش‌های خود، توانستند بازار سرمایه و درنهایت توسعه اقتصادی خود را توسعه دهند؛ به‌طورمثال شاخص توسعه انسانی (HDI) هند بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۲۱، از ۰/۴۳۴ به ۰/۶۳۳ تغییر کرد که ۴۵/۹ درصد رشد کرده است. همچنین شاخص توسعه انسانی ترکیه بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۲۱، از ۰/۶ به ۰/۸۳۸ تغییر کرد که ۴۰ درصد رشد کرده است؛ اما شاخص توسعه انسانی ایران در فاصله سال‌های مورد نظر تنها ۲۸ درصد رشد داشته است.<sup>۲</sup> این شواهد حاکی از مفاهیم مهم و چهارچوب سیاستی جالب برای ایران است. از این‌رو، مطابق با جدول ۱۰ راهبرد کشورهای منتخب بررسی شده و متناسب با آن راهبرد پیشنهادی برای توسعه بازار سرمایه ایران ارائه می‌گردد.

### جدول (۱۰): وضعیت شکاف و راهبردهای پیشنهادی توسعه بازار سرمایه ایران با توجه به کشورهای منتخب

شکاف	راهبرد کشورهای منتخب	راهبرد پیشنهادی برای ایران
رویکرد سیاست‌گذاری اقتصاد کلان	رشد اقتصادی پایدار	افزایش نرخ سرمایه‌گذاری و افزایش بهره‌وری
	ثبات اقتصادی	کنترل تورم و کنترل جهش‌های ارزی
توسعه بخش مالی	عدم وجود کسری‌های عمیق بودجه	کاهش کسری بودجه دولت و استفاده از شیوه‌های نوین بودجه‌ریزی مانند بودجه‌ریزی مبتنی بر نتیجه
	توسعه بخش بانکی	افزایش سطح پس‌انداز خصوصی و هدایت افراد حقوقی برای تأمین مالی به بازار سرمایه و افراد حقیقی به بانک‌ها
قدرت نهاد‌های اساسی	بازبودن مالی	آزادسازی تجاری و جذب سرمایه‌گذاران خارجی
	حمایت از حقوق سهامداران و تولیدکنندگان	رعایت اصول حاکمیت شرکتی و تقویت ثبات قوانین و وضع قوانین جدید در ریزساختارها و کلان ساختارهای بازار سرمایه
	افزایش شاخص حاکمیت قانون	پایبندی به حاکمیت قانون

منبع: (یافته‌های پژوهش)

#### 1. Human Development Index

۲. برای اطلاعات بیشتر به تارنمای <https://hdr.undp.org/data> مراجعه کنید.

## فهرست منابع

- اکبریان، رضا و حیدری پور، سید محسن (۱۳۸۸). بررسی تأثیر توسعه بازار مالی بر رشد اقتصادی در ایران طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۴۵. *پژوهشنامه اقتصادی*، ۹(۳۴): ۴۳-۶۳.
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۴۰۲). *گزارش اقتصادی و ترازنامه*.  
 خادم علیزاده، امیر (۱۳۹۲). بررسی نقش بازار سرمایه در رشد اقتصادی ایران با رویکرد اقتصاد خرد (سطح بنگاه-۱۳۹۰-۱۳۷۰). *پژوهش‌های اقتصادی ایران*، ۱۸(۵۴): ۹۳-۱۱۸.
- راستی، محمد (۱۳۸۸). بررسی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای عضو اوپک: آزمون فروض پاتریک. *بررسی‌های بازرگانی*، ۳۸(۳): ۵۹-۷۲.
- شاه‌آبادی، ابوالفضل؛ مرادی، علی و نوروزی، میثم (۱۳۹۵). تأثیر توسعه بازار پول و سرمایه بر رشد ارزش افزوده بخش صنعت ایران با استفاده از روش تحلیل مؤلفه‌های اصلی. *دوفصلنامه علمی مطالعات و سیاست‌های اقتصادی*، ۳(۲): ۱۲۳-۱۴۸.
- صامتی، مجید و بهنود، مرجان (۱۳۹۱). تأثیر بی‌ثباتی اقتصادی بر توسعه انسانی در کشورهای منتخب آسیا. *فصلنامه تحقیقات اقتصادی راه‌اندیشه*، ۱۵(۱): ۵۳-۶۸.
- عرب، آزاده؛ سرلک، احمد؛ قیاسی، مجتبی و شریف‌نژاد، مریم (۱۴۰۰). بررسی تأثیر توسعه مالی و ثبات مالی بر رشد اقتصادی ایران با استفاده از رهیافت گشتاورهای تعمیم یافته. *پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)*، ۸۲(۲): ۶۵-۸۳.
- فرمان‌آرا، وحید؛ کمیجانی، اکبر؛ فرزین‌وش، اسداله؛ غفاری، فرهاد (۱۳۹۸). نقش بازار سرمایه در تأمین مالی و رشد اقتصادی (مطالعه موردی ایران و منتخبی از کشورهای در حال توسعه). *اقتصاد مالی*، ۱۳(۴۷): ۱۹-۳۸.
- قدمیاری، فروغ؛ رضایی، مبینا و رجایی، حسینعلی (۱۳۹۶). تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی (مقایسه کشورهای در حال توسعه، در حال توسعه نفتی و توسعه یافته. اولین همایش بین‌المللی برنامه‌ریزی اقتصادی، توسعه پایدار و متوازن منطقه‌ای. کردستان، ایران.

- and Business Management*, 10(5), 963-987.
- Ake, B. (2010). The role of stock market development in economic growth: evidence from some Euronext countries. *International Journal of Financial Research*, 1(1), 14-20.
- Anyanwu, J. C. (1993). *Monetary Economics: Theory, Policy and Institution*. Onitsha: Hybrid Publishers Limited.
- Arestis, P.; Demetriades, P. O. & Luintel, K. B. (2001). Financial development and economic growth: the role of stock markets. *Journal of money, credit and banking*, 16-41.
- Beck, T. & Levine, R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance*, 28(3), 423-442.
- Beck, T. (2011). Finance and Oil: Is there a resource curse in financial development?. *European Banking Center Discussion Paper*, (2011-004).
- Bhutta, K. S. & Huq, F. (1999). Benchmarking ± best practices: an integrated approach. *Benchmarking: An International Journal*, 6(3), 254-268.
- Bijlsma, M.; Van Ewijk, C. & Haaijen, F. (2014). *Economic growth and funded pension systems*.
- Coşkun, Y.; Seven, Ü.; Ertuğrul, H. M. & Ulussever, T. (2017). Capital market and economic growth nexus: Evidence from Turkey. *Central Bank Review*, 17(1), 19-29.
- Darrat, A. F. (1999). Are financial deepening and economic growth causally related? Another look at the evidence. *International Economic Journal*, 13(3), 19-35.
- Devereux, M. B. & Smith, G. W. (1994). International risk sharing and economic growth. *International economic review*, 535-550.
- Dhonte, Pierre & Shan Kapur. (1997). Toward a Market Economy: Structure of Governance. *IMF working paper*, (11).
- Dittmar, R. & K. Yuan (2008). Do Sovereign Bonds Benefit Corporate Bonds in Emerging Markets?. *Review of Financial Studies*, 21(5), 1983-2014.
- Djankov, S.; C. McLiesh & A. Shleifer (2007). Private Credit in 129 Countries. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 299-329.
- Dreger, C. & Reimers, H. E. (2013). Does euro area membership affect the relationship between GDP growth and public debt?. *Journal of Macroeconomics*, (38), 481-486.
- Fincke, B. & Greiner, A. (2015). Public debt and economic growth in emerging market economies. *South African Journal of Economics*, 83(3), 357-370.
- Fink, G.; Haiss, P. R. & Hristoforova, S. (2003). *Bond markets and economic growth*.
- Fischer, S. (1993). The role of macroeconomic factors in growth. *Monetary Economic*, 32(3), 485-512.
- Grigoli, F.; Herman, A. & Schmidt-Hebbel, K. (2018). Saving in the world. *World Development*, (104), 257-270.
- Harris, R. D. (1997). Stock markets and development: A re-

- assessment. *European Economic Review*, 41(1), 139-146.
- Heipertz, M. & A. Verdun. (2010). *Ruling Europe, The Politics of the Stability and Growth Pact*. Cambridge University Press. Cambridge.
- Jhingan, M. L. (2005). *Monetary Economics*. Delhi: Vrinda Publications Ltd.
- Kang, T. & K. Kim (2019). Push vs. Pull Factors of Capital Flows Revisited: A Cross-Country Analysis. KIEP Working Paper 19-01, Korea Institute for International Economic Policy, Seoul.
- Kumar, M. & Woo, J. (2010). *Public debt and growth*.
- La Porta, R.; F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer (2006). What Works in Securities Laws? *Journal of Finance*, 61(1), 1-32.
- Laeven, L. (2014). The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges. IMF Working Paper 14/234, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Larch, M.; Noord P. & Jonung, L. (2010). The stability and growth pact: lessons from the great recession. *MPRA Paper*, (27900), posted 9. January 2011- 19:30 UTC.
- Levine, R. & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American economic review*, 537-558.
- Levine, R. (1991). Stock markets, growth, and tax policy. *The Journal of Finance*, 46(4), 1445-1465.
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of economic literature*, 35(2), 688-726.
- Lim J. J. (2013). Institutional and Structural Determinants of Investment Worldwide. Policy Research Working Paper 6591, World Bank, Washington D.C.
- Mishkin, F. S. (2007). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Boston, MA: Greg Tobin.
- Mishra, P. K.; Das, K. B. & Pradhan, B. B. (2010). Foreign institutional investments and real economic growth in India: a causality test. *International Research Journal of Finance and Economics*, (41), 212-219.
- Naceur, S. B. & Ghazouani, S. (2007). Stock markets, banks, and economic growth: Empirical evidence from the MENA region. *Research in International Business and Finance*, 21(2), 297-315.
- Nordin, S. & Nordin, N. (2016). The impact of capital market on economic growth: a Malaysian outlook. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(7), 259-265.
- Nwaolisa, E. F.; Kasie, E. G. & Egbunike, C. F. (2013). The Impact of Capital Market on the Economic Growth of Nigerian Economy under Democratic Rule. *Arabian Journal of Business and Management Review*, (3), 53-62.
- Obstfeld, M. (1992). *Risk-taking, global diversification, and growth (No. w4093)*. National bureau of economic research.
- Ong, L. & Sy, A. (2004). *The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?*.
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2010). Growth in a Time of

- Debt. *American economic review*, 100(2), 573-578.
- Rojas-Suarez, L. (2014). Towards Strong and Stable Capital Markets in Emerging Market Economies. BIS Paper 75, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.
- Rose, P. S. & Marquis, M. H. (2009). *Money and Capital Markets*. New York: McGraw Hill.
- Schclarek, A. (2004). *Debt and economic growth in developing and industrial countries* (No. 2005: 34). Working Paper.
- Schumpeter, J. (1912). *The Theory of Economic Development*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Seven, Ü. & Yetkiner, H. (2016). Financial intermediation and economic growth: Does income matter?. *Economic Systems*, 40(1), 39-58.
- Thumrongvit, P.; Kim, Y. & Pyun, C. S. (2013). Linking the missing market: The effect of bond markets on economic growth. *International Review of Economics & Finance*, (27), 529-541.
- Vittas, D. (1998). *Institutional investors and securities markets: which comes first?* (Vol. 2032). World Bank Publications.
- World Bank Group. (2019). *Capital Markets Development*. World Bank.
- World Bank Group. (2020). *Capital Markets Development: A Primer for Policymakers*. World Bank.
- Yu, J. S.; Hassan, M. K. & Sanchez, B. (2012). A re-examination of financial development, stock markets development and economic growth. *Applied Economics*, 44(27), 3479-3489.



پروشکاه علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی