

# تأثیر امنیت سرمایه‌گذاری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه ایران\*

تاریخ دریافت: ۹۴/۱۰/۱۲

تاریخ تأیید: ۹۵/۰۲/۲۵

ابوالفضل شاه‌آبادی<sup>۱</sup>

دانشیار اقتصاد دانشگاه بوعلی سینا

محمد نقی نظریپور<sup>۲</sup>

دانشیار اقتصاد دانشگاه مفید

نادر مهرگان<sup>۳</sup>

دانشیار اقتصاد دانشگاه بوعلی سینا

مهدی جعفری<sup>۴</sup>

دانشجوی دکتری علوم اقتصادی دانشگاه مفید

## چکیده

کشورهایی که امنیت سرمایه‌گذاری بالایی دارند، می‌توانند از مزایای تجهیز پس‌اندازها برای سرمایه‌گذاری در فعالیتهای تولیدی بیشتر بهره‌مند شوند. به دلیل اینکه بهبود امنیت سرمایه‌گذاری منجر به تمایل بیشتر پس‌اندازکنندگان برای مشارکت در بازار سهام می‌گردد. همچنین امنیت سرمایه‌گذاری نقش تعیین‌کننده‌ای در فرآیند تجهیز پس‌اندازها به سوی فعالیتهای تولیدی از طریق بازار سرمایه و به ویژه تحریک پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد. از این رو، هدف مطالعه حاضر بررسی تأثیر امنیت سرمایه‌گذاری بر تجهیز منابع مالی بازار سرمایه ایران با استفاده از داده‌های فصلی طی دوره زمانی ۱۳۷۲-۱۳۹۲ است. نتایج مطالعه نشان می‌دهد امنیت سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه دارد. همچنین متغیرهای توسعه بازار سهام، اختلاف بازدهی بازار سهام نسبت به بازارهای رقیب و نرخ پس‌انداز تأثیر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه دارند، در حالی که توسعه بخش بانکی تأثیر منفی و معناداری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه دارند.

واژگان کلیدی: تجهیز منابع مالی، امنیت سرمایه‌گذاری، بازار سرمایه

طبقه‌بندی موضوعی: R53, H55, O16

\* این مقاله مستخرج از رساله دکتری آقای مهدی جعفری با عنوان «تأثیر امنیت سرمایه‌گذاری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه ایران» به راهنمایی دکتر ابوالفضل شاه‌آبادی در دانشگاه مفید است.

1. Email: shahabadi@basu.ac.ir

2. Email: nazarpur@mofidu.ac.ir

3. Email: mehregannader@yahoo.com

4. Email: mahdi.jfr@gmail.com

«نویسنده مسئول»

## مقدمه

دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی نیازمند سرمایه‌گذاری است و این مهم نیز مستلزم تجهیز منابع مالی بلندمدت و کوتاه‌مدت از طریق بازارهای مالی (بازار پول و سرمایه) است و بدون وجود بازارهای مالی کارا، تجهیز مناسب منابع مالی، غیرممکن است (Ang, 2007). همچنین بسیاری از اقتصاددانان پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی پایین و بی‌ثبات در کشورهای در حال توسعه را به ساختارهای مالی کمتر توسعه‌یافته آنان از لحاظ دارایی‌ها، مؤسسات و بازارهای مالی نسبت می‌دهند؛ زیرا این کشورها، اغلب فاقد نظام مالی مناسب می‌باشند که بتواند انگیزه‌هایی برای پس‌انداز کردن و همچنین تبدیل پس‌اندازها به سرمایه‌گذاری مولد فراهم نماید. همچنین در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، به مقدار قابل توجهی پس‌انداز وجود دارد که از طریق بخش واسطه‌گری رسمی منتقل نمی‌شوند (Vogel, 1984); (Adams, 1978). بنابراین بازارهای مالی با ایجاد انگیزه پس‌انداز کردن و تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری با هدف تشکیل سرمایه، نقش مهمی در تسریع رشد اقتصادی بر عهده دارند (ختایی، ۱۳۸۷).

امروزه بخش عظیمی از تجهیز منابع مالی کشور ایران توسط بانک‌ها انجام می‌شود، تقریباً طی دوره مطالعه حدود ۸۵ درصد تجهیز منابع مالی کشور ایران توسط بخش بانکی انجام شده است<sup>۱</sup> و با توجه به توسعه ناکافی بازار سرمایه ایران، بخش بانکی تا حدود زیادی وظایف بازار سرمایه را نیز عهده‌دار است. همچنین، در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران به دلیل اعتماد عمومی کمتر به بازار سرمایه، بخش بیشتری از دارایی خانوار در سپرده‌های بانکی و دارایی‌های غیرریسکی سرمایه‌گذاری می‌شود. بنابراین، بسیاری از صاحب‌نظران اقتصادی بیان می‌دارند اینکه مردم تصمیم می‌گیرند چه نسبتی از پس‌اندازشان را صرف خرید دارایی‌های غیرمالی (غیرریسکی) کنند، تابع ریسک بالا، محیط اقتصادی نامطمئن و کمبود دسترسی به ابزارهای نوین مالی، سیاست‌های نادرست اقتصادی دولت و بازار سرمایه ناکارا است (Matovu, 2010).

به عبارت دیگر، اقتصاددانان معتقدند، اینکه سرمایه‌گذاری‌های غیرمولد، پس‌انداز اشخاص را جذب می‌نمایند به این دلیل است که کیفیت محیط نهادی و اقتصادی کشور اجازه نمی‌دهد بازار سرمایه به وظیفه کارکردی‌اش یعنی تجهیز منابع مالی بپردازد.

از یک سو، کیفیت محیط نهادی و اقتصادی کشورها معمولاً در امنیت سرمایه‌گذاری آن‌ها خلاصه می‌شود و به عقیده اقتصاددانان، یکی از الزامات مهم برای تشویق مشارکت پس‌اندازکنندگان

۱. از بانک اطلاعات سری‌های زمانی اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استخراج شده است.

در بازار سرمایه، فراهم کردن امنیت اقتصادی و به تبع آن امنیت سرمایه‌گذاری برای دارندگان وجوه به منظور سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی است. از سوی دیگر، هر اقتصادی برای سرمایه‌گذاری نیازمند تجهیز منابع مالی است و تجهیز منابع مالی در صورتی در حد و اندازه مطلوب تحقق می‌یابد که نهادهای موجود در جامعه بتوانند امنیت مورد نیاز تجهیز منابع مالی و سرمایه‌گذاری را تأمین کنند. دارنده سرمایه هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه با توجه به طولانی‌تر بودن دوره زمانی بازدهی سرمایه و مشارکتی بودن ماهیت آن به دو اطمینان نیاز دارد: نخست، اطمینان از سود مورد انتظار شرکتی که به وسیله سرمایه او تأمین مالی می‌شود؛ دوم، اطمینان از حفظ اصل سرمایه‌اش که در شرکت سرمایه‌گذاری کرده است. مجموعه شرایطی که اطمینان فرد به این دو عامل را ایجاد می‌کند که در فرآیند سرمایه‌گذاری مشارکت داشته باشد، امنیت سرمایه‌گذاری می‌گوییم. در واقع امنیت سرمایه‌گذاری چارچوب نهادینه‌ای از شرایط اقتصادی، سیاسی و مالی است که اعتماد پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران را جلب می‌نماید (Fabricius, 1998). به عبارت دیگر، محیط امن سرمایه‌گذاری ابعاد و ارکان مهمی دارد که شامل امنیت اقتصادی، امنیت سیاسی و مالی است. بنابراین، دارنده سرمایه، سرمایه‌های خود را به فعالیت‌هایی تخصیص می‌دهد که در آن علائم وجود این دو اطمینان را مشاهده کند. پرسشی که این پژوهش به دنبال پاسخ به آن است، اینکه تأثیر امنیت سرمایه‌گذاری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه ایران طی دوره ۱۳۷۲-۱۳۹۲ چگونه است؟ بر این اساس مطالعه حاضر به بررسی تأثیر امنیت سرمایه‌گذاری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه ایران طی دوره ۱۳۷۲-۱۳۹۲ با استفاده از داده‌های فصلی پرداخته است. بنابراین در ادامه به ارائه مبانی نظری، پیشینه تحقیق در خصوص تأثیر شاخص امنیت سرمایه‌گذاری بر عملکرد بازار سرمایه در تجهیز منابع پرداخته و سپس به تجزیه و تحلیل آماری و ارائه مدل و تجزیه و تحلیل نتایج تخمین پرداخته می‌شود و در پایان نیز جمع‌بندی و پیشنهادهایی جهت ارتقاء تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه ایران ارائه گردیده است.

## ۱- مبانی نظری

رابطه بین بازار مالی و رشد اقتصادی در ادبیات موضوع به طور جدی مورد بررسی قرار گرفته است.<sup>۱</sup> در حالی که، تأثیر بازار مالی بر تجهیز منابع داخلی به اندازه کافی مورد بررسی قرار نگرفته است (Mavrotas, 2008). با ارائه نقش مهم تجهیز منابع داخلی در بهبود رشد اقتصادی

۱. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید:

R. Levine (1997); A. Demircug-Kunt & R. Levine (2001); J. Ang (2008b).

مستمر و باثبات کشورها (Guha-Khasnobis & Mavrotas, 2008b)، این موضوع اخیراً، کانون اصلی بحث سیاست‌گذاری‌های کلان اقتصادی گردیده است.<sup>۱</sup> زیرا کارکرد اصلی بازارهای مالی، انتقال مازاد وجوه خانوارها، شرکت‌ها به گروه‌هایی از جامعه که با کمبود منابع مواجهند، است (میشکین<sup>۲</sup>، ۱۳۸۸: ۴۸). به عبارت دیگر، بازار مالی موجب می‌شود وجوه افرادی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری مولد ندارند به سمت کسانی که چنین فرصتی را دارند، انتقال یابد. با توجه به اینکه، بهبود تجهیز منابع داخلی شامل افزایش میزان پس‌انداز ملی و توانایی میزان بالاتر سرمایه‌گذاری، در نتیجه نرخ سریع‌تر رشد اقتصادی است (Ashfaq, 1988). بنابراین ضرورت توجه بیشتر به موضوع تجهیز منابع مالی داخلی به عنوان یکی از الزامات رسیدن به رشد اقتصادی مستمر و باثبات بلندمدت در کشورهای در حال توسعه از اهمیت فراوانی برخوردار است. تجهیز منابع مالی داخلی به ویژه منابع مالی بلندمدت از جمله موضوعاتی است که در بسیاری از کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته به طور روزافزون مورد توجه قرار گرفته و خود را به یکی از مباحث چالش برانگیز و جذاب بازارهای مالی بدل کرده است. با بروز بحران‌های مالی بزرگ مانند آنچه در ۱۹۹۷ میلادی در شرق آسیا رخ نمود و بحران مالی وسیعی که اروپا و ایالات متحده آمریکا را در سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۸ میلادی درگیر خود ساخت، بازنگری در ساختارهای مالی تبدیل به ضرورتی انکارناپذیر شد، زیرا تجهیز منابع مالی به طور سنتی بر دوش سیستم بانکی بوده است.

در کشورهای در حال توسعه، به دلیل ناکافی بودن پس‌انداز ملی و وجود شکاف بین پس‌انداز و سرمایه‌گذاری مطلوب و مورد نیاز و توسعه‌نیافتگی بازارهای مالی، پدیده کمبود سرمایه واقعی انکارناپذیر است و با عنایت به فقدان توسعه کافی بازار سرمایه در این کشورها و ناتوانی در جذب سرمایه کافی برای اجرای طرح‌های اقتصادی، طیف گسترده‌ای از تجهیز منابع مالی از طریق بانک‌ها صورت پذیرفته است و در عمل این بانک‌ها هستند که تجهیز منابع مالی را به سوی فعالیت‌های تولیدی برعهده دارند. در حالی که ریسک فعالیت سنتی سیستم بانکداری در امر سپرده‌پذیری و وام‌دهی و تأکید بیشتر بر الزامات کفایت سرمایه بانک‌ها و تقویت نظام کنترل درونی و بیرونی آن‌ها از جمله پیامدهای بحران‌های مالی یادشده بودند که به نوبه خود توان تجهیز منابع مالی از مسیر سیستم بانکی را کاهش دادند (کیانی و همکاران، ۱۳۹۳: ۴).

۱. مراجعه کنید به: J. Ang (2010b); B. Guha-Khasnobis & G. Mavrotas (2008a); P. Honohan (2004).  
2. Mishkin

بدین‌سان بازار سرمایه توجه سیاست‌گذاران و فعالان اقتصادی را به سوی ظرفیت‌های بالقوه خود برای تجهیز منابع مالی جلب کرد. بنابراین، بازار سرمایه می‌تواند عامل کلیدی برای افزایش میزان پس‌انداز داخلی و کانالی کارا برای تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری ایجاد نماید. از یک سو، کیفیت محیط نهادی و اقتصادی کشورها معمولاً در امنیت سرمایه‌گذاری آن‌ها خلاصه می‌شود و برخی از اقتصاددانان بیان می‌دارند تمایل پایین پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های سوداگرانه غیرمولد زود بازده و یا خروج سرمایه از کشورها علامتی است که نشان‌دهنده نبود بستری امن و مناسب برای سرمایه‌گذاری از طریق بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه است (رهبر و همکاران، ۱۳۸۶: ۱۱۲). بنابراین با بهبود امنیت سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، تجهیز منابع مالی از طریق بازار سرمایه افزایش می‌یابد. زیرا امنیت سرمایه‌گذاری منجر به جلب اعتماد پس‌اندازکنندگان به منظور سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌گردد.

امنیت، یک کالای عمومی است و برخورداری از آن همانند هر کالای دیگر، مستلزم صرف هزینه است. با این وجود به دلیل زیان‌های ناشی از عدم امنیت که به دلیل از دست دادن فرصت‌های جذب سرمایه توسط بازارهای مالی از جمله بازار سرمایه متوجه اقتصادها می‌شود، معمولاً کشورها خود را درگیر تحلیل‌های هزینه - فایده نمی‌کنند. اگر هزینه‌هایی را که کشورهای در حال توسعه به صورت مستقیم برای تحصیل امنیت - یا غیرمستقیم - از طریق از دست دادن فرصت‌های جذب پس‌اندازهای داخلی در دهه‌های اخیر متحمل شده، محاسبه کنیم، بدون تردید، به رقم بسیار بزرگی خواهیم رسید که بخش اصلی آن از نوع غیرمستقیم یعنی به دلیل طرد سرمایه‌های داخلی و جذب اندک سرمایه‌های خارجی بوده است (جعفری صمیمی و اختیاری، ۱۳۸۷: ۹۴).

بنابراین، ایجاد و گسترش ناامنی اقتصادی در یک کشور باعث می‌شود که تمایل پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد از طریق بازارهای مالی کاهش یابد و اغلب متوجه بخش‌های دلالی و حتی غیررسمی می‌شود، زیرا بازده سرمایه‌گذاری در این بخش‌ها بیشتر و سریع‌تر است (برومند، ۱۳۸۷: ۶۵). به عبارت دیگر، فراهم نمودن بسترهای مناسب برای حمایت از سرمایه‌گذاران داخلی و جذب سرمایه‌های خارجی در کشورها بدون وجود امنیت اقتصادی میسر نیست (عزتی و دهقان، ۱۳۸۷).

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر امنیت سرمایه‌گذاری بر تجهیز منابع بازار سرمایه ایران است. از طرف دیگر، عوامل تعیین‌کننده تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه را می‌توان به عوامل تاریخی

شامل مؤلفه‌های قانونی، سیاسی، فرهنگی، اخلاقی و جغرافیایی و عوامل سیاستی شامل محیط سیاسی و اقتصاد کلان، زیرساخت‌های نهادی، قانونی و اطلاعاتی، مقررات و نظارت، رقابت و کارایی، آزادسازی مالی و تسهیل دسترسی به خدمات مالی اشاره کرد (دادگر و نظری، ۱۳۸۸). لذا در هنگام ارائه مدل به سازوکار سایر عوامل تعیین‌کننده تجهیز منابع بازار سرمایه ایران نظیر توسعه بازار سرمایه، پس‌انداز، اختلاف بازدهی بازار سرمایه از بازدهی بازارهای رقیب و توسعه بخش بانکی نیز پرداخته می‌شود.

## ۲- پیشینه موضوع

با توجه به بررسی‌های انجام شده خاطرنشان می‌گردد تحقیقات جامعی در داخل و خارج کشور در خصوص موضوع پژوهش صورت نگرفته است. لذا در ادامه به برخی مطالعات تجربی در خصوص عوامل تعیین‌کننده تجهیز منابع در بازار سهام و همچنین به مطالعات تجربی که به بررسی تأثیر امنیت سرمایه‌گذاری بر مولفه‌های کلان اقتصادی پرداخته‌اند، اشاره می‌شود.

شهباز و همکارانش<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر عوامل تعیین‌کننده کلان اقتصاد بر توسعه بازار سهام پاکستان طی دوره زمانی ۱۹۷۴-۲۰۱۰ می‌پردازند. نتایج مطالعه نشان می‌دهد افزایش رشد اقتصادی، مهار تورم، توسعه مالی و افزایش سرمایه‌گذاری منجر به افزایش توسعه بازار سهام می‌شوند ولی باز بودن تجارت تأثیر منفی بر توسعه بازار سهام دارد.

ادودا و همکارانش<sup>۲</sup> (۲۰۱۲)، با استفاده از داده‌های ثانویه<sup>۳</sup>، عوامل تعیین‌کننده توسعه بازار سهام نایروبی را طی دوره ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۹ مورد بررسی قرار داده و بر اساس نتایج تحقیق بیان می‌دارند عوامل اقتصاد کلان مانند کیفیت نهادها، درآمد سرانه، پس‌انداز داخلی و توسعه بانکی از عوامل تعیین‌کننده توسعه بازار سهام نایروبی هستند. همچنین بیان می‌دارند بین توسعه بازار سهام و عوامل کلان اقتصادی مانند تورم رابطه‌ای وجود ندارد و شاخص‌های کیفیت نهادی (نظم و قانون، کیفیت بروکراسی، درجه پاسخگویی و شاخص کنترل فساد) از عوامل تعیین‌کننده توسعه بازار سهام هستند.

یارتی<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) با بکارگیری داده‌های پانل اقتصادهای نوظهور در فاصله زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۴ به بررسی عوامل تعیین‌کننده نهادی و کلان اقتصادی بر توسعه بازار سهام در کشورهای نوظهور پرداخته و بر اساس نتایج تخمین بیان می‌دارند عوامل کلان اقتصادی مانند سطح

---

1. Shahbaz et al  
2. Aduda et al  
3. secondary data  
4. Yartey

درآمد، سرمایه‌گذاری ناخالص داخلی و توسعه بخش بانکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده توسعه بازار سهام هستند. همچنین ریسک سیاسی، شاخص کیفیت قانون و نظم و کیفیت بروکراسی از عوامل تعیین‌کننده توسعه بازار سهام می‌باشند.

چریف و گزدر<sup>۱</sup> (۲۰۱۰)، به بررسی تأثیر محیط کلان اقتصادی و کیفیت نهادی بر توسعه بازار سهام در تجهیز منابع چهارده کشور خاورمیانه و شمال آفریقا طی دوره ۱۹۹۶-۲۰۰۷ پرداخته و بر اساس نتایج بیان می‌دارند سطح درآمد، نرخ پس‌انداز و نرخ بهره بر توسعه بازار سهام تأثیر می‌گذارند. همچنین نتایج تحقیق مبین مکمل بودن بخش مالی و بانکی است. در ادامه بیان می‌دارند محیط نهادی که با شاخص ریسک سیاسی نشان داده شده است به عنوان نیروی محرکه‌ای در توسعه بازار سهام به منظور تجهیز بیشتر منابع مالی نقش ایفا نمی‌کند.

خورشیدی و همکارانش<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) به بررسی عوامل تعیین‌کننده کلان اقتصادی توسعه بازار سهام در ایران پرداخته و بر اساس نتایج تخمین بیان می‌دارند درآمد، نرخ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، توسعه واسطه‌گری مالی و بی‌ثباتی اقتصاد کلان از عوامل مهم تعیین‌کننده توسعه بازار سهام ایران هستند.

گارسیا و لیو (۱۹۹۹)، به بررسی اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر توسعه بورس اوراق بهادار در تجهیز منابع مالی پانزده کشور (شامل هفت کشور آمریکای لاتین، شش کشور آسیای غرب، دو کشور آمریکا و ژاپن) طی دوره زمانی ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۵ می‌پردازند. متغیر وابسته پژوهش ارزش بازار سهام و متغیرهای توضیحی درآمد واقعی، نرخ پس‌انداز، نرخ سرمایه‌گذاری، سطح توسعه مؤسسات مالی واسطه و ثبات در اقتصاد کلان است. نتایج تخمین مبین تأثیر مثبت درآمد ملی، نرخ پس‌انداز و نرخ سرمایه‌گذاری بر توسعه بازار سرمایه است. همچنین بر اساس نتایج تخمین بیان می‌دارند بورس اوراق بهادار و بخش بانکداری مکمل یکدیگر به حساب می‌آیند.

همچنین مطالعات متعددی از جمله مطالعات: النادر و الرایمانی<sup>۳</sup> (۲۰۱۳)، ناکوتر و همکارانش<sup>۴</sup> (۲۰۰۷)، یارتی (۲۰۰۸)، ناکوتر و همکارانش (۲۰۰۵)، ساکروقلو و نالین<sup>۵</sup> (۲۰۱۳) به بررسی عوامل تعیین‌کننده توسعه بازار سهام پرداخته‌اند که نتایجی مشابه نتایج مطالعات فوق‌الذکر داشته‌اند.

- 
1. Cherif and Gazdar
  2. Khorshidi et al
  3. El-Nader and Alraimony
  4. Naceur et al
  5. Şüküröğlü and Nalin

پویرسن<sup>۱</sup> (۱۹۹۸)، به بررسی تأثیر امنیت اقتصادی بر رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری در ۵۳ کشور در حال توسعه طی دوره ۱۹۸۴ تا ۱۹۹۵ پرداخته است. وی با استفاده از دوازده متغیر نهادی غیراقتصادی از جمله ثبات رهبری سیاسی، خطر بروز جنگ داخلی، کیفیت بروکراسی، بی‌اعتنایی به قراردادهای توسط دولت و خطر سلب مالکیت (که حاصل آن‌ها را شاخص امنیت اقتصادی می‌نامد) بیان می‌دارد سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و رشد اقتصادی تأثیرپذیری زیادی از امنیت سرمایه‌گذاری دارند.

فابریس<sup>۲</sup> (۱۹۹۸)، به بررسی تأثیر امنیت اقتصادی بر سپرده‌های بانکی و سرمایه‌گذاری ۱۳۰ کشور طی دوره ۱۹۸۵-۱۹۹۵ پرداخته است. وی شاخصی را برای امنیت اقتصادی پیشنهاد می‌کند که از میانگین وزنی دوازده متغیر نهادی: ثبات رهبری سیاسی، خطر بروز منازعات خارجی، فساد در دستگاه دولتی، حاکمیت نظم و قانون، خطر بروز تنش‌های نژادی و قومی، تروریسم سیاسی، کیفیت دیوان‌سالاری (مشمول بر درجه استقلال دستگاه اداری از فشارهای سیاسی)، خطر بی‌اعتنایی به قراردادهای به وسیله دولت، شکاف میان انتظارات مردم و عملکرد اقتصادی دولت، حقوق سیاسی شهروندان و درجه آزادی‌های سیاسی در جامعه ساخته شده است. وی تأثیر شاخص امنیت سرمایه‌گذاری بر سه متغیر نرخ سرمایه‌گذاری ثابت بخش خصوصی، نسبت سپرده‌های دیداری، مدت‌دار، پس‌انداز و ارزی به نقدینگی و نسبت سپرده‌های مدت‌دار، پس‌انداز و ارزی به نقدینگی مورد بررسی قرار داده و بر اساس نتایج تحقیق بیان می‌دارد امنیت سرمایه‌گذاری باعث می‌شود طول دوره زمانی سپرده‌ها کاهش یافته و بیشتر آن‌ها به سپرده‌های دیداری تبدیل شود.

گوگردچیان و همکارانش (۱۳۹۴)، به بررسی تأثیر ریسک سیاسی بر توسعه بورس اوراق بهادار تهران بر اساس داده‌های فصلی طی دوره ۱۳۸۴-۱۳۹۱ می‌پردازند. نتایج این پژوهش نشان داد افزایش ریسک سیاسی بر عمق بازار سهام کشورهای منتخب تأثیر منفی دارد. بی‌ثباتی دولت، فساد و عدم اطمینان، خشونت سیاسی شدید، جنگ داخلی، بروکراسی بالا، عدم دموکراسی و ... باعث کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌گردد و باعث می‌شود سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز به سمت سرمایه‌گذاری در بازارهای موازی بروند. همچنین نتایج این پژوهش نشان داد ریسک سیاسی بر عمق و عرض بازار سهام کشورهای توسعه یافته تأثیر بیشتری نسبت به کشورهای در حال توسعه داشته است.

---

1. Poirson  
2. Fabricius



سعادت‌مهر (۱۳۹۰)، به بررسی تأثیر امنیت بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران طی دوره زمانی ۱۳۶۳-۱۳۸۷ پرداخته است. وی نشان می‌دهد امنیت سرمایه‌گذاری در بلندمدت و کوتاهمدت تأثیر معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری در ایران دارد.

فتحی و همکارانش (۱۳۸۹)، به بررسی اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر توسعه بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۶۸-۱۳۷۷ پرداخته‌اند. بدین منظور درآمد ملی، نرخ سرمایه‌گذاری، سطح توسعه مؤسسات مالی واسطه و بی‌ثباتی اقتصاد کلان به عنوان متغیرهای کلان اقتصادی و عمق و عرض به عنوان شاخص‌های توسعه بورس اوراق بهادار در نظر گرفته شده‌اند. نتایج تخمین نشان می‌دهد درآمد ملی و نرخ سرمایه‌گذاری بر عمق و عرض بورس اوراق بهادار اثر مثبت و معنادار دارد. همچنین سطح توسعه مؤسسات مالی واسطه و بی‌ثباتی اقتصاد کلان به طور منفی و معنی‌داری بر عمق و عرض بورس اوراق بهادار اثر دارند.

دادگر و نظری (۱۳۸۸)، با ارزیابی شاخص‌های توسعه مالی در ایران بیان می‌دارند به منظور افزایش توسعه بخش مالی، باید سیاست‌های اقتصاد کلان احتیاط‌آمیزی را به کار برد که این سیاست‌ها شامل هدف‌گذاری کسری بودجه و تورم اندک و اصلاحات ساختاری که سبب کاهش مداخله دولت در تخصیص اعتبارات و تقویت کیفیت نهادها گردد. همچنین این سیاست‌ها سبب توسعه مالی و تشویق سرمایه‌گذاری در نتیجه افزایش تجهیز منابع از طریق بازار مالی به ویژه بازار سرمایه خواهد شد. همچنین، جهت دستیابی به سطح مطلوبی از توسعه مالی طی سال‌های آتی کشور نیازمند تدوین برنامه استاندارد توسعه مالی، توجه به اصلاحات نهادی و ایجاد زیرساخت‌های لازم برای بهبود محیط نهادی است.

هدف از تشکیل بورس، جمع‌آوری سرمایه‌ها و هدایت آن به سمت فعالیت‌های اقتصادی است و یکی از عوامل بازدارنده بازار سرمایه از انجام این وظیفه، کیفیت نهادها است. که در امنیت سرمایه‌گذاری نمایان می‌شود. با توجه به اینکه مطالعات جامعی به بررسی امنیت سرمایه‌گذاری و تجهیز منابع از طریق بازار سرمایه در اقتصاد ایران صورت نگرفته است و عمدتاً مطالعات خارجی و داخلی به بررسی ارتباط توسعه بازار سهام و کیفیت نهادها پرداخته‌اند. بنابراین، در این پژوهش سعی می‌شود به بررسی امنیت سرمایه‌گذاری و تجهیز منابع مالی بازار سرمایه پرداخته شود.

### ۳- تجزیه و تحلیل آماری امنیت سرمایه‌گذاری و تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه

در این مطالعه، شاخص تجهیز منابع مالی بازار سرمایه ایران (MFR)<sup>۱</sup> از نسبت تجهیز منابع مالی بازار سرمایه<sup>۲</sup> به تشکیل سرمایه ثابت ناخالص محاسبه گردیده است. طبق جدول ۱، شاخص تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه ایران، طی دوره مورد بررسی روند صعودی دارد. بیشترین میزان شاخص تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه مقدار ۵/۰۷ درصد است که مربوط به برنامه پنجم توسعه بوده است و کمترین میزان تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه مقدار ۰/۵۳ درصد است که مربوط به دوره سال‌های انتهایی برنامه اول ۱۳۷۲-۱۳۷۳ بوده است. همچنین میانگین تجهیز منابع مالی بازار سرمایه ایران طی دوره ۱۳۷۲-۱۳۹۲ نسبت به برنامه دوم و سوم توسعه و سال‌های انتهایی برنامه اول توسعه از مقدار بیشتری برخوردار است و میانگین تجهیز منابع مالی بازار سرمایه ایران طی دوره ۱۳۷۲-۱۳۹۲ نسبت به برنامه‌های چهارم و پنجم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی از مقدار کمتری برخوردار بوده است.

در این مطالعه، از شاخص ICRG به عنوان شاخص امنیت سرمایه‌گذاری (SI)<sup>۳</sup> استفاده شده است. شاخص امنیت سرمایه‌گذاری در برنامه چهارم توسعه اقتصادی بیشترین مقدار را به خود اختصاص داده است. مقدار این شاخص از ابتدای دوره روند صعودی دارد اما در برنامه پنجم توسعه روند نزولی دارد؛ زیرا، از اواخر سال ۱۳۹۰ به بعد به دلیل شدت تحریم‌های اقتصادی، ریسک سرمایه‌گذاری در ایران افزایش محسوسی داشته است. بالاترین امتیاز شاخص امنیت سرمایه‌گذاری ۶۹/۷ است که مربوط به برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی است و کمترین امتیاز شاخص امنیت سرمایه‌گذاری ۵۷ است که مربوط به دوره انتهایی برنامه اول توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی است. همچنین میانگین شاخص امنیت سرمایه‌گذاری طی برنامه سوم و چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی نسبت به میانگین دوره ۱۳۷۲-۱۳۹۲ از مقدار بیشتری برخوردار بوده است و میانگین شاخص امنیت سرمایه‌گذاری طی سال‌های ۱۳۷۲ و ۱۳۷۳ و اوایل برنامه پنجم نسبت به میانگین دوره ۱۳۷۲-۱۳۹۲ از مقدار کمتری برخوردار بوده است. مطابق با تجهیز منابع مالی بازار سرمایه می‌توان دریافت، شاخص امنیت سرمایه‌گذاری با فراهم نمودن امنیت سیاسی، اقتصادی و مالی توانسته، زمینه مساعدی برای تجهیز منابع مالی بازار سرمایه ایجاد نماید.

1. Mobilization of Financial Resources

۲. تجهیز منابع مالی بازار سرمایه از مجموع انتشار سهام عادی «عرضه اولیه (IPO) و افزایش سهام (افزایش سرمایه)» و اوراق مشارکت محاسبه شده است.

3. Security of Investment

جدول (۱): میانگین شاخص امنیت سرمایه‌گذاری و تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه ایران

| دوره                   | تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه | شاخص امنیت سرمایه‌گذاری |
|------------------------|----------------------------------|-------------------------|
| برنامه اول ۱۳۷۲-۱۳۷۳   | ۰/۵۳                             | ۵۷                      |
| برنامه دوم ۱۳۷۴-۱۳۷۸   | ۲/۱۲                             | ۶۴/۷                    |
| برنامه سوم ۱۳۷۹-۱۳۸۳   | ۲/۸۱                             | ۶۷/۹                    |
| برنامه چهارم ۱۳۸۴-۱۳۸۸ | ۲/۹                              | ۶۹/۶                    |
| برنامه پنجم ۱۳۹۰-۱۳۹۲  | ۵/۰۷                             | ۶۳                      |
| میانگین دوره ۱۳۷۲-۱۳۹۲ | ۲/۸۶                             | ۶۵/۷                    |

منبع: [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir) و [www.prsgroup.com](http://www.prsgroup.com)

#### ۴- ارائه مدل

در این بخش بر اساس مبانی نظری و مطالعات تجربی و واقعیات جامعه آماری، به منظور بررسی اثرات امنیت سرمایه‌گذاری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه ایران به ارائه یک مدل می‌پردازیم. لذا در ادامه به معرفی عوامل مهم تعیین‌کننده تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه<sup>۱</sup> اشاره می‌نماییم.

$$LMFR = f(LSI, LX) \quad (۱)$$

LMFR: لگاریتم تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه؛

LSI: لگاریتم امنیت سرمایه‌گذاری؛

LX: لگاریتم متغیرهای کنترل نظیر لگاریتم توسعه بازار سرمایه (LSMD)<sup>۴</sup>، لگاریتم

توسعه بخش بانکی (LBSD)<sup>۵</sup>، لگاریتم نرخ پس‌انداز (LS)<sup>۶</sup> و لگاریتم اختلاف بازدهی حقیقی

بازار سرمایه از بازدهی بازارهای رقیب (LDSC)<sup>۷</sup>.

در ادامه به بررسی سازوکار اثرگذاری امنیت سرمایه‌گذاری و متغیرهای کنترل بر تجهیز

منابع مالی در بازار سرمایه می‌پردازیم.

۱. تجهیز منابع در بازار سرمایه که از طریق مجموع انتشار سهام عادی «عرضه اولیه (IPO) و افزایش سهام (افزایش سرمایه)» و اوراق مشارکت محاسبه می‌شود.

2. Logarithm of Mobilization of Financial Resources

3. Logarithm of Security of Investment

4. Logarithm of Stock Market Development

5. Logarithm of Banking Sector Development

6. Logarithm of Saving rate

7. Logarithm of Difference between Stock market returns than the Competitor markets

#### ۴-۱- امنیت سرمایه‌گذاری

از دیدگاه پس‌اندازکنندگان، انگیزه اصلی برای سرمایه‌گذاری در بازار مالی به ویژه بازار سهام، امنیت پس‌اندازهایشان است (Elser et al, 1999). به عبارت دیگر، امنیت پایین سرمایه‌گذاری یکی از علل بازدارنده تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه است؛ لذا، منظور از برقراری امنیت سرمایه‌گذاری، حداقل ساختن ریسک سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی است.

به همین منظور این مطالعه شاخص ریسک مرکب ICRG را برای امنیت سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌کند که از میانگین وزنی ۲۲ متغیر نهادی در سه زیرگروه ریسک اقتصادی، سیاسی و مالی ساخته شده است. اجزای ثبات سیاسی بر اساس شاخص ICRG شامل ثبات حکومت، شرایط اجتماعی - اقتصادی، ریسک مصادره و عدم برگشت سود سرمایه‌های خارجی، درگیری داخلی، درگیری خارجی، فساد، دخالت نظامیان در سیاست، حاکمیت نظم و قانون، تنش‌های نژادی، تنش‌های مذهبی، پاسخگویی دولت در برابر مردم و کیفیت بروکراسی است. همچنین ثبات مالی شامل بدهی خارجی نسبت به GDP، بدهی خارجی نسبت به صادرات کالا و خدمات، تراز حساب جاری نسبت به صادرات کالا و خدمات، نقدینگی خالص و ثبات نرخ ارز) است. مؤلفه‌های ثبات اقتصادی بر اساس ICRG شامل تولید ناخالص داخلی سرانه، رشد تولید ناخالص داخلی واقعی، نرخ تورم سالیانه، تراز حساب جاری نسبت به GDP و کسری بودجه دولت نسبت به GDP است. بنابراین امنیت سرمایه‌گذاری از طریق ثبات اقتصادی، سیاسی و مالی بر تجهیز منابع در بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد.

امنیت اقتصادی یکی از مهم‌ترین عوامل سرمایه‌گذاری در بازار سهام است و با توجه به اینکه، عدم امنیت اقتصادی در بسیاری از کشورهای در حال توسعه منجر به نقش کم‌رنگ‌تر بازارهای سهام در تجهیز منابع شده است. بنابراین، ثبات اقتصادی بیشتر می‌تواند منجر به تمایل بیشتر پس‌اندازکنندگان برای مشارکت در بازار سهام گردد، زیرا محیط سرمایه‌گذاری قابل پیش‌بینی است، به علاوه، ثبات اقتصادی بر سودآوری شرکت سهامی تأثیر می‌گذارد، لذا در نتیجه، افزایش سودآوری شرکت سهامی، قیمت سهام افزایش می‌یابد در این شرایط پس‌اندازکنندگان تشویق می‌شوند سرمایه‌گذاری‌شان را در بازار سهام افزایش دهند (Kemboi et al, 2012). بنابراین ثبات اقتصادی، تجهیز منابع مالی توسط بازار سرمایه را تسهیل می‌کند.

امنیت مالی شرایطی فراهم می‌کند که در آن بازار سرمایه توانایی مقاومت کردن در مقابل شوک‌ها و حل کردن عدم تعادل‌ها را داشته باشد و در نتیجه بتواند احتمال اختلال جدی در فرآیند واسطه‌گری مالی که به تجهیز و تخصیص پس‌اندازها به فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودمند آسیب وارد سازد، را از بین ببرد. همچنین، پول به عنوان واحد سنجش، وسیله مبادله، وسیله ذخیره ارزش، و ابزار پرداخت بدهی‌های معوقه، مفید است. وظایف چهارگانه پول در صورت نوسان و کاهش پیش‌بینی نشده ارزش آن، مخدوش می‌شود و ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. نتیجه این امر، کاهش سرمایه‌گذاری و به دنبال آن، کاهش تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه است. سیاست‌گذاران نظام اقتصادی بایستی همواره تلاش کنند نظام مالی از وضعیتی باثبات برخوردار باشد (دادگر و نظری، ۱۳۸۸).

عدم امنیت سیاسی از چهار کانال بر تجهیز منابع در بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد. نخست اینکه، عدم امنیت به متزلزل شدن حقوق مالکیت فردی می‌شود که مانعی برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و معاملات اقتصادی است. دیگر اینکه عدم وجود یک سیستم سیاسی باثبات پیش‌بینی ماهیت و عملکرد دولت‌های آینده و تغییرات نهادی<sup>۱</sup> را غیرممکن می‌سازد. این عامل باعث می‌شود سرمایه‌گذاران محیط‌هایی که قابلیت پیش‌بینی دارند را ترجیح دهند. سوم اینکه بی‌ثباتی احتمال شرکت افراد فرصت‌طلب را در فعالیت‌های سودآوری افزایش می‌دهد و منابع به‌سوی فعالیت‌های غیرمولد سوق می‌یابد و در آخر، زمانی که مبارزات سیاسی با خشونت و اعمال زور همراه شود باعث تخریب دارایی‌ها شده و تهدیدی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. علاوه بر این، گسترده شدن خشونت منجر می‌شود تا بازارها به حالت تعطیل یا نیمه تعطیل درآیند که صدمه جدی به ساختار بازار سرمایه وارد خواهد کرد (Gordon, 1967).

بنابراین، بر اساس مبانی نظری و مطالعات تجربی می‌توان بیان داشت تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه تابع امنیت سرمایه‌گذاری است، زیرا بهبود اجزای شاخص امنیت سرمایه‌گذاری اعتماد به سرمایه‌گذاری در سهام را افزایش می‌دهند و سرمایه‌گذاری در بازار سهام زمانی جذاب‌تر می‌شود که ریسک سیاسی، اقتصادی و مالی در طول زمان کاهش یابد (Yartey & Komla, 2007). لذا در این مطالعه امنیت سرمایه‌گذاری به عنوان متغیر مستقل استفاده شده است. آمارهای مربوط به امنیت سرمایه‌گذاری از پایگاه آماری GPRS استخراج شده است.

---

1. institutional change

#### ۴-۲- توسعه بازار سرمایه (بازار سهام)

بر اساس نظریات مک‌کینون<sup>۱</sup> (۱۹۷۳) و شاو<sup>۲</sup> (۱۹۷۳)، یک بازار سرمایه توسعه‌یافته می‌تواند باعث افزایش پس‌انداز از طریق افزایش کارایی واسطه‌گری شود. یک بازار سرمایه عمیق‌تر و کاراتر می‌تواند ابزارهای پس‌انداز جایگزین را از طریق انطباق مناسب‌تر برحسب ترجیحات، ریسک‌گریزی و خصوصیات افراد فراهم کند. به عبارت دیگر، توسعه بازار سرمایه مستلزم تعمیق بخشیدن به بازار و خدماتی است که پس‌اندازها را از طریق متنوع‌سازی ابزارهای مالی به سمت سرمایه‌گذاری مولد هدایت نماید (کیانی و همکاران، ۱۳۹۳: ۱۱) و عمق بازار سرمایه باید به سطحی برسد که بتواند به طور کارا انتقال وجوه از پس‌اندازکنندگان را به سوی سرمایه‌گذاری‌های مولد را واسطه‌گری کند. در حالی که، اکثر کشورهای در حال توسعه فاقد بازار سرمایه کارا می‌باشند (Mavrotas, 2008). گلد اسمیت (۱۹۶۹) معتقد است، شبکه گسترده مؤسسات مالی و تنوع ابزارهای مالی تأثیر مفیدی بر فرآیند پس‌انداز خواهند داشت. همچنین یکی از دلایل برای عدم تجهیز منابع اینکه بازار سرمایه به سادگی به بخش قابل توجهی از خانواده‌ها توجه نمی‌کنند. تمرکز بازار سرمایه بیشتر در مناطق شهری است. همچنین، بخشی از سرمایه‌گذاران به ویژه روستائیان با روند سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه آشنا نیستند. این موضوع می‌تواند به دلیل کمبود اطلاعات، عدم اعتماد عمومی به بازار سرمایه، یا هزینه‌های «تبدیل به پول کردن» پس‌انداز باشد (Hellmann, 1996: 220-221). بنابراین، بازار سرمایه با فراهم کردن زیرساخت‌ها، فن‌آوری و توسعه بازار امکان تجهیز و هدایت وجوه را به سمت سرمایه‌گذاری مولد تسهیل می‌کند. اهمیت بازار سرمایه، نهفته در ظرفیت واسطه‌گری مالی‌اش برای ارتباط بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران است. عدم چنین ظرفیتی، اقتصاد را از سرمایه‌گذاری مولد باز می‌دارد. به عبارت دیگر یکی از دلایل تجهیز پایین منابع، عدم دسترسی آسان به مؤسسات مالی و جذابیت پایین ابزارها است (Wright, 1999). بنابراین، هر چه بازار سرمایه گسترده‌تر و کاراتر باشند باعث جذب پس‌اندازهای مردم از یک طرف و افزایش انگیزه برای پس‌انداز از طرف دیگر خواهد شد (مجتهدی، ۲۰۱۳: ۲۰). لذا در این مطالعه از نسبت ارزش کل بازار سهام به تولید ناخالص داخلی (GDP) به عنوان متغیر مستقل استفاده شده است، همچنین آمارهای مربوط به توسعه بازار سرمایه از پایگاه آماری بورس اوراق بهادار استخراج شده است.

1. McKinnon

2. Shaw

۳. صورت گذشته آن در کشورهای در حال توسعه بسیار معمول است: خانواده ثروت خود را در فرم‌های غیرپولی، از جمله دارایی‌های واقعی (املاک و مستغلات، و غیره) و یا طلا نگهداری می‌کنند.

#### ۳-۴- نرخ پس‌انداز

معمولاً نرخ پس‌انداز بالاتر منجر به جریان‌یافتن سرمایه بیشتر به سمت بازارهای سرمایه می‌شود. با توجه به اینکه، بازار سهام مانند واسطه‌های مالی، پس‌اندازها را به سوی طرح‌های سرمایه‌گذاری هدایت می‌کند در نتیجه با افزایش نرخ پس‌انداز، بازار سهام منابع مالی بیشتری به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد کانالیزه می‌کند. (Kurach, 2010); (Jun et al, 2015); (Yartey, 2008, 2010)

لذا در این مطالعه از نرخ پس‌انداز که به صورت نسبت پس‌انداز ناخالص ملی به تولید ناخالص ملی محاسبه می‌گردد، به عنوان متغیر مستقل استفاده شده است، همچنین آمارهای مربوط به متغیر پس‌انداز از پایگاه آماری بانک مرکزی ج.ا.ایران استخراج شده است.

#### ۴-۴- توسعه بخش بانکی

بخش بانکی و بازار سهام هدایت پس‌اندازها را به سمت طرح‌های سرمایه‌گذاری بر عهده دارند، آن‌ها می‌توانند مکمل یا جانشین یکدیگر باشند. از دیدگاه «عرضه وجوه»، در کوتاه‌مدت ممکن است ارتباط بازار سهام و بخش بانکی منفی باشد به دلیل آربیتراژی که بین نرخ‌های سود و بازده بازار سهام وجود دارد، ولی در بلندمدت سرمایه‌گذاران احتمالاً تنوع‌داری‌های مالی‌شان را می‌خواهند و پس‌اندازهای‌شان بین بخش بانکی و بازار سهام تقسیم کنند (Garcia & Liu, 1999). همچنین ممکن است سطوح بالای توسعه بانکی تأثیر منفی بر تجهیز منابع مالی در بازار سهام داشته باشد و بانک‌ها و بازار سهام تمایل دارند جانشین یکدیگر شوند زمانی که تجهیز منابع می‌کنند (Kemboi et al, 2012). لذا در این مطالعه از نسبت اعتبارات بخش خصوصی به GDP به عنوان متغیر مستقل استفاده شده است همچنین آمارهای مربوط توسعه بخش بانکی از پایگاه آماری بانک مرکزی ایران استخراج شده است.

#### ۵-۴- اختلاف بازدهی بازار سرمایه با بازدهی بازارهای رقیب

در واقع انتظار کسب بازده یا پاداش سرمایه‌گذاری موجب می‌شود تا سرمایه‌گذاران مصرف در آینده را به مصرف فعلی ترجیح دهند (ابزری و همکاران، ۱۳۸۷: ۱۲۹-۱۳۰)؛ و پس‌اندازکنندگان برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام از یک سو بازدهی بازار سهام را در نظر می‌گیرند و از سوی دیگر با بازدهی بازارهای رقیب مانند طلا، ارز، مسکن و سود سپرده‌های بانکی مقایسه می‌کنند زیرا، گاپتا (۱۹۸۴) معتقد است، امکان جانشینی بین پس‌انداز مالی و

پس‌انداز در دارایی‌های فیزیکی از جمله بازار مسکن و طلا وجود دارد. بنابراین، پس‌اندازکننده به سمت دارایی‌ها می‌رود که بازدهی واقعی مثبت و بالاتری دارند (Elser et al, 1999)؛ و یا حداقل قدرت خریدشان در برابر تورم حفظ شود. بنابراین، علاوه بر حفظ قدرت خرید دارایی مالی در برابر تورم، بازدهی واقعی بازارهای جانشین مانند طلا، ارز و مسکن در تصمیم‌گیری افراد در خرید دارایی مالی مؤثر است. به طور مثال اگر بانک‌ها نرخ سود پرداختی به سپرده‌ها را افزایش دهند. منابع به سمت بانک‌ها سرازیر می‌شوند و منجر به کاهش تجهیز منابع در بازار سرمایه (سهام) می‌گردد (آل عمران و آل عمران، ۱۳۹۲: ۹)؛ و با افزایش نرخ سود سپرده‌ها و افزایش قیمت ارز، سکه و یا مسکن هزینه‌های فرصت سرمایه‌گذاری در بازار سهام افزایش می‌یابد. بدین ترتیب با افزایش بازدهی در بازارهای رقیب، سرمایه‌گذاران دارایی‌شان را از بازار سهام به بازارهای دیگر منتقل می‌کنند (ترابی و هومن، ۱۳۸۹: ۱۲۸). لذا در این مطالعه از اختلاف بازدهی بازار سهام و میانگین بازدهی بازارهای رقیب به عنوان متغیر مستقل استفاده شده است. همچنین آمارهای مربوط به اختلاف بازدهی بازار سهام از میانگین بازدهی بازارهای رقیب از پایگاه آماری بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استخراج شده است. با توجه به مطالب ارائه شده در بالا و تبیین رابطه امنیت سرمایه‌گذاری و تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه، معادله پیشنهادی به صورت زیر ارائه می‌گردد:

$$LMFR_t = C + \beta * LSMD_t + \theta * LSI_t + \gamma * LS_t + \delta * LBSD_t + \omega + \lambda * LDSC_t + U_t \quad (2)$$

##### ۵- برآورد مدل و تجزیه و تحلیل نتایج

پیش از تخمین الگو لازم است پایایی متغیرهای مورد نظر در مدل، مورد آزمون قرار گیرد، با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در این مطالعه فصلی است، برای آزمون ایستایی متغیرها از آزمون ریشه واحد فصلی هجی (HEGY) استفاده شده است. حالت کلی معادله رگرسیونی این آزمون به صورت رابطه (۳) است:

$$y_{4t} = \sum_{i=1}^4 \mu_i D_{it} + \gamma_t + \pi_1 y_{1t-1} + \pi_2 y_{2t-1} + \pi_3 y_{3t-2} + \pi_4 y_{3t-1} + \varepsilon_i \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (3)$$



کسه در آن:  $y_4 = \Delta y_t = y_t - y_{t-4}$ ،  $y_3 = (-1+L^2)y_t$ ،  $y_2 = (-1+L-L^2+E)y_t$ ،  $y_1 = (1+L+L^2+E)y_t$  (در این روابط L عملگر وقفه است)، t، روند زمانی و  $D_{it}$  متغیر مجازی برای تفکیک فصول است (به عنوان مثال، مقدار  $D_{it}$  در فصل اول برابر یک و برای بقیه فصول برابر صفر است). اگر در رابطه برآوردی فوق  $\pi_1 = 0$  باشد، سری  $y_t$  دارای ریشه واحد غیر متناوب، اگر  $\pi_2 = 0$  باشد سری  $y_t$  دارای ریشه واحد در تناوب نیم‌سالانه، اگر  $\pi_3 = \pi_4 = 0$  باشد سری  $y_t$  دارای ریشه واحد در تناوب سالانه (ریشه واحد مجازی) و اگر  $\pi_2 = \pi_3 = \pi_4 = 0$  باشد سری  $y_t$  دارای ریشه واحد فصلی است. با توجه به اینکه برای نامانایی یک سری زمانی، وجود یک نوع ریشه واحد اعم از متناوب و غیرمتناوب کافی است از این رو می‌توان به جای ۵ فرض یاد شده ۳ فرض کلی زیر را در نظر گرفت:

۱- فرضیه کلی وجود ریشه واحد سالانه  $(F_{3,4})\pi_3 = \pi_4 = 0$

۲- فرضیه کلی وجود ریشه واحد فصلی  $(F_{2,3,4})\pi_2 = \pi_3 = \pi_4 = 0$

۳- فرضیه کلی وجود ریشه واحد فصلی و غیرمتناوب  $(F_{1,2,3,4})\pi_1 = \pi_2 = \pi_3 = \pi_4 = 0$

جدول (۲): نتایج آزمون ریشه واحد فصلی HEGY

| متغیر | آزمون         | F محاسباتی | F بحرانی | نتیجه                               |
|-------|---------------|------------|----------|-------------------------------------|
| LBSD  | $F_{1,2,3,4}$ | ۶۲/۹       | ۶/۴۷     | عدم وجود ریشه واحد فصلی و غیرمتناوب |
|       | $F_{2,3,4}$   | ۶۴/۴       | ۵/۹۹     | عدم وجود ریشه واحد فصلی             |
|       | $F_{3,4}$     | ۶۱/۳       | ۶/۶۰     | عدم وجود ریشه واحد سالانه           |
| LSMD  | $F_{1,2,3,4}$ | ۴۴/۹       | ۶/۴۷     | عدم وجود ریشه واحد فصلی و غیرمتناوب |
|       | $F_{2,3,4}$   | ۴۶/۵       | ۵/۹۹     | عدم وجود ریشه واحد فصلی             |
|       | $F_{3,4}$     | ۴۳/۳       | ۶/۶۰     | عدم وجود ریشه واحد سالانه           |
| LDSC  | $F_{1,2,3,4}$ | ۳۸/۷       | ۶/۴۷     | عدم وجود ریشه واحد فصلی و غیرمتناوب |
|       | $F_{2,3,4}$   | ۳۹/۲       | ۵/۹۹     | عدم وجود ریشه واحد فصلی             |
|       | $F_{3,4}$     | ۳۶/۳       | ۶/۶۰     | عدم وجود ریشه واحد سالانه           |
| LMFR  | $F_{1,2,3,4}$ | ۳۵/۱       | ۶/۴۷     | عدم وجود ریشه واحد فصلی و غیرمتناوب |
|       | $F_{2,3,4}$   | ۳۷/۴       | ۵/۹۹     | عدم وجود ریشه واحد فصلی             |
|       | $F_{3,4}$     | ۳۵/۵       | ۶/۶۰     | عدم وجود ریشه واحد سالانه           |
| LS    | $F_{1,2,3,4}$ | ۷۲/۳       | ۶/۴۷     | عدم وجود ریشه واحد فصلی و غیرمتناوب |
|       | $F_{2,3,4}$   | ۷۳/۸       | ۵/۹۹     | عدم وجود ریشه واحد فصلی             |
|       | $F_{3,4}$     | ۷۱/۷       | ۶/۶۰     | عدم وجود ریشه واحد سالانه           |
| LSI   | $F_{1,2,3,4}$ | ۳۶/۲       | ۶/۴۷     | عدم وجود ریشه واحد فصلی و غیرمتناوب |
|       | $F_{2,3,4}$   | ۳۸/۸       | ۵/۹۹     | عدم وجود ریشه واحد فصلی             |
|       | $F_{3,4}$     | ۳۴/۴       | ۶/۶۰     | عدم وجود ریشه واحد سالانه           |

منبع: یافته‌های تحقیق (ملاحظات: آزمون ریشه واحد HEGY در حالت با عرض از مبدأ، متغیر مجازی فصلی و با متغیر روند در سطح معنی‌داری ۵ درصد صورت گرفته است).

اگر هر سه فرضیه یاد شده رد شوند، سری زمانی مورد نظر ( $y_t$ ) فاقد هر گونه ریشه واحد اعم از متناوب و غیرمتناوب خواهد بود. البته اگر هر یک از این فرضیه‌ها پذیرفته شود، باز به راحتی می‌توان به نوع ریشه واحد سری زمانی پی برد. برای آزمون فرضیه‌های فوق از آماره F استفاده می‌شود. آماره F محاسباتی به جای مقادیر بحرانی جدول توزیع F معمولی با مقادیر بحرانی جدول آماره F آزمون HEGY که توسط گیسلز و همکاران (۱۹۹۴)<sup>۱</sup> ارائه شده است، مقایسه می‌گردد. بر اساس نتایج آزمون HEGY در جدول (۲)، متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق فاقد هر گونه ریشه واحد متناوب و غیرمتناوب هستند و ایستا هستند.

آزمون‌های تشخیص در جدول (۳) ارائه شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد مدل هیچ‌گونه مشکلی از لحاظ فروض کلاسیک ندارد. یعنی خودهمبستگی بین اجزای اخلاص وجود نداشته، فرم تابعی مدل به خوبی تصریح شده، توزیع اجزای اخلاص نرمال بوده و مشکل واریانس ناهمسانی وجود ندارد.

جدول (۳): نتایج آزمون تشخیص

| نوع آزمون                       | آماره آزمون            | نتایج   |
|---------------------------------|------------------------|---|
| آزمون فرم تبعی مدل (آزمون رمزی) | F:۰/۰۰۷<br>Prob:۰/۹۳   | با توجه به آماره F و ارزش احتمال فرض مبنی بر درست بودن فرم تابع تخمین زده شده را نمی‌توان رد کرد.   |
| آزمون نرمال بودن باقیمانده‌ها   | Prob:۰/۰۵۱۱            | به سه دلیل توزیع پسماند نرمال است: ۱- قدر مطلق چولگی بین ۰/۱ و ۰/۵ است، ۲- آماره JB که توزیع آن چی دو از چی دو جدول در سطح ۵٪ کوچکتر است و ۳- احتمال نرمال بودن بزرگ‌تر از ۵٪ است.  |
| آزمون تشخیص همسانی واریانس      | Prob:۰/۱۴۰۷            | نتایج آزمون وایت نشان‌دهنده قبول فرضیه H0 مبنی بر همسانی واریانس بین جملات پسماند است.  |
| آزمون خودهمبستگی                | Prob:۰/۰۰۵<br>DW:۱/۱۱۲ | نتایج آزمون بریوش - گادفری <sup>۲</sup> نشان‌دهنده رد فرضیه H0 مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات پسماند است که برای رفع آن از متغیر وابسته با وقفه استفاده شده است. شایان ذکر است مقدار دوربین واتسون بعد از رفع خودهمبستگی در مدل به برابر ۱/۸۱ است. |

منبع: یافته‌های تحقیق

بعد از انجام آزمون‌های تشخیص به منظور برآورد صحیح مدل، به تخمین مدل و تجزیه و

تحلیل نتایج می‌پردازیم.

1. Ghysels et al
2. Brvsh - Godfrey

نتایج حاصل از تخمین در جدول (۴) حاکی از آن است که شاخص امنیت سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع بازار سرمایه دارد، در حقیقت امنیت سرمایه‌گذاری که متأثر از ثبات سیاسی، اقتصادی و مالی است، منجر به ایجاد فضای اطمینان برای سهامداران در سرمایه‌گذاری پس‌اندازهایشان در بازار سرمایه می‌گردد و زمینه مساعد برای تجهیز منابع مالی و هدایت سرمایه‌های اندک افراد به سمت فعالیت‌های تولیدی را فراهم می‌آورد و منجر به افزایش تجهیز منابع مالی بلندمدت از طریق بازار سرمایه می‌شود. مطابق با یافته‌های فابریسش (۱۹۹۸)، یارتی (۲۰۰۸)، یارتی (۲۰۱۰)، سعادت‌مهر (۱۳۹۱) و گوگردچیان (۱۳۹۴) بهبود امنیت سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دارد. انتظار داریم بهبود امنیت سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع بازار سرمایه داشته باشد. بر اساس نتایج حاصل از برآورد مدل تحقیق، یک درصد بهبود در شاخص امنیت سرمایه‌گذاری باعث افزایش ۰/۱۲ درصدی تجهیز منابع در بازار سرمایه می‌شود.

طبق نتایج تخمین جدول (۳) متغیر توسعه بخش بانکی تأثیر منفی و معناداری بر تجهیز منابع بازار سرمایه دارد. مطابق یافته‌های فتحی و همکارانش (۱۳۸۹)، دمیرگاس - کانت ولوبین<sup>۱</sup> (1996a) و یارتی (۲۰۱۰)، رابطه منفی بین توسعه بخش بانکی و توسعه بازار سهام تأیید گردیده است. بر اساس نتایج حاصل از برآورد مدل تحقیق، یک درصد بهبود در شاخص توسعه بخش بانکی باعث کاهش ۰/۱۵ درصدی تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه می‌شود. بخش بانکداری ایران در مقایسه با بورس اوراق بهادار با سرعت بیشتری توسعه یافته است و تجهیز منابع مالی بیشتری از طریق نظام بانکی به سمت پروژه‌های سرمایه‌گذاری جریان یافته‌است (فتحی و همکارانش، ۱۳۸۹: ۴۵). زیرا، بازار سرمایه در مقایسه با مؤسسات مالی واسطه از جمله بانک‌های دولتی و غیردولتی در مراحل ابتدایی توسعه خود قرار دارد. بنابراین بخش بانکی رقیب جدی برای بازار سرمایه در تجهیز منابع مالی است. همچنین، بخش بانکی به دلیل بازدهی ثابت و بدون ریسک جذابیت بیشتری برای پس‌اندازکنندگان نسبت به بازار سرمایه دارد.

همچنین نتایج جدول (۳) حاکی از آن است که با افزایش پس‌انداز شاهد افزایش تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه هستیم، به عبارت دیگر افزایش تجهیز منابع مالی بازار سرمایه تابع افزایش پس‌انداز است. زیرا منابع بیشتری افراد برای سرمایه‌گذاری در بازار

مالی از جمله بازار سرمایه در اختیار دارند. یارتی (۲۰۰۸)، بیان می‌دارد معمولاً افزایش پس‌انداز منجر به انتقال مقادیر بیشتری منابع مالی به بازار سرمایه و تخصیص به سرمایه‌گذاری‌های مولد می‌گردد. طبق نتایج برآورد مدل، توسعه بازار سهام نیز یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌هایی است که تمایل سرمایه‌گذاران بر سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با افزایش یک درصدی نرخ پس‌انداز فقط ۰/۲۵ درصد تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه افزایش یافته است. به بیان دیگر هنوز بازار سرمایه، بازار جذابی برای جذب پس‌انداز مردم نمی‌باشد.

طبق نتایج جدول (۳) توسعه بازار سرمایه تأثیر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع بازار سرمایه دارد. زیرا، توسعه بازار سهام زیرساخت‌ها و ابزارهای لازم را برای جذب پس‌انداز بیشتر به سوی بازار سرمایه افزایش می‌دهد. نتایج تحقیق نیز با یافته‌های شهباز و همکارانش (۲۰۱۳)، چریف و گزدر (۲۰۱۰) یارتی (۲۰۰۸)، یارتی (۲۰۱۰)، ادودا و همکارانش (۲۰۱۲)، خورشیدی و همکارانش (۲۰۱۰)، گارسیا و لیو (۱۹۹۹)، گوگردچیان (۱۳۹۴) و فتحی و همکارانش (۱۳۸۹) است. همچنین، با افزایش یک درصدی توسعه بازار سهام، تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه به میزان ۰/۶۵ درصد افزایش می‌یابد. به بیان دیگر بیشتر تغییرات تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه متأثر از توسعه بازار سرمایه است.

یکی دیگر از عوامل تعیین‌کننده تجهیز منابع مالی بازار سرمایه، اختلاف بازدهی بازار سهام از بازدهی بازارهای رقیب است. مطابق با نتایج برآورد مدل، با افزایش یک درصدی اختلاف بازدهی بازار سهام از بازدهی بازارهای رقیب، تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه با افزایش ۰/۱۸ درصدی مواجه است. کشاورز حداد و مهدوی (۱۳۸۴) نیز، معتقدند با افزایش بازدهی بازارهای رقیب نسبت به بازار سرمایه، منابع مالی کمتری به سوی بازار سرمایه روانه می‌گردد و در صورت کاهش بازدهی بازارهای رقیب نسبت به بازار سرمایه، منابع بیشتری به سوی بازار سرمایه سرازیر می‌گردد. چریف و گزدر (۲۰۱۰) نیز معتقدند با افزایش نرخ بهره حقیقی، تمایل به خرید دارایی‌های مالی کاهش می‌یابد. بنابراین، هر چه اختلاف بازدهی بازار سهام از بازدهی سایر دارایی‌ها بیشتر شود تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه افزایش می‌یابد.

همچنین، متغیرهای با وقفه تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه تأثیر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه دارند زیرا افرادی که در بازار سرمایه مشارکت داشته‌اند در صورتی رضایت‌مندی از بازار سرمایه دیگران را نیز برای حضور در بازار سرمایه تشویق می‌کنند.

جدول (۴): نتایج برآورد تأثیر امنیت سرمایه‌گذاری  
بر تجهیز منابع مالی بازار سرمایه

| متغیر         | (۱)             | (۲)              | (۳)              | (۴)             | (۵)             |
|---------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| C             | ۱/۹<br>(۰/۰۲)   | ۱/۷۵<br>(۰/۰۴)   | ۱/۶۳<br>(۰/۰۲)   | ۱/۵۱<br>(۰/۰۶)  | ۱/۳۷<br>(۰/۰۵)  |
| S             | -               | -                | -۰/۳۲<br>(۰/۰۵)  | -۰/۲۸<br>(۰/۰۴) | -۰/۲۵<br>(۰/۰۴) |
| SI            | -۰/۱۶<br>(۰/۰۷) | -۰/۱۴۷<br>(۰/۰۸) | -۰/۱۳۵<br>(۰/۰۷) | -۰/۱۳<br>(۰/۰۶) | -۰/۱۲<br>(۰/۰۷) |
| DSC           | -               | -                | -                | -۰/۱۷<br>(۰/۰۸) | -۰/۱۸<br>(۰/۰۷) |
| SMD           | -               | -۰/۷۶<br>(۰/۰۵)  | -۰/۷۱<br>(۰/۰۶)  | -۰/۶۸<br>(۰/۰۶) | -۰/۶۵<br>(۰/۰۳) |
| BSD           | -               | -                | -                | -               | -۰/۱۵<br>(۰/۰۲) |
| MFR(-1)       | ۰/۶<br>(۰/۰۰)   | -۰/۴۵<br>(۰/۰۰)  | -۰/۵۸<br>(۰/۰۰)  | -۰/۴۸<br>(۰/۰۰) | -۰/۶۱<br>(۰/۰۰) |
| MFR(-2)       | -۰/۵۶<br>(۰/۰۰) | -۰/۴۲<br>(۰/۰۰)  | -۰/۵۴<br>(۰/۰۰)  | -۰/۴۵<br>(۰/۰۰) | -۰/۵۵<br>(۰/۰۰) |
| Durbin-Watson | ۱/۹۶            | ۱/۸۹             | ۱/۸۵             | ۱/۸۴            | ۱/۸۲            |
| R-Squared     | .۸۳۴            | .۸۸۲             | .۸۹۳             | .۹۲۹            | .۹۳۶            |
| Adj R-Squared | .۸۲             | .۸۷۱             | .۸۸۲             | .۹۱۳            | .۹۲۵            |
| F             | ۱۹۰/۳           | ۱۷۶/۲            | ۱۵۱/۱            | ۱۳۰/۱           | ۱۱۰/۴۶          |

منبع: یافته‌های تحقیق  
\*اعداد داخل پرانتز مقدار p-value را نشان می‌دهد.

### نتیجه‌گیری

امنیت سرمایه‌گذاری عامل تعیین‌کننده تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه ایران است که با افزایش امنیت سرمایه‌گذاری زمینه مساعد برای تجهیز منابع مالی از طریق بازار سرمایه فراهم می‌شود و برای عموم افراد جامعه حس سرمایه‌گذاری در بازار سهام افزایش می‌یابد. تا سرمایه‌های اندک آنان به سمت فعالیت‌های تولیدی گسیل شود. بنابراین کشورهایی که امنیت سرمایه‌گذاری در آنها بالا است، بازار سهام می‌تواند

بستر مناسب را برای افزایش تجهیز منابع مالی مهیا کند و منجر به تحریک انگیزه سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام گردد. به دلیل نوپا بودن این موضوع در ایران، هنوز در محافل حقوقی و اقتصادی مطالعات جامعی پیرامون آن صورت نگرفته است. بنابراین هدف اصلی پژوهش بررسی تأثیر امنیت سرمایه‌گذاری بر تجهیز منابع مالی در بازار سرمایه است. نتایج مؤید این مسئله است که بهبود امنیت سرمایه‌گذاری اثر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع مالی دارد.

همچنین اختلاف بازدهی بازار سهام نسبت به بازارهای رقیب، توسعه بازار سهام و نرخ پس‌انداز تأثیر مثبت و معناداری بر تجهیز منابع مالی بازار سرمایه دارد و منجر به ترغیب عموم افراد جامعه برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه برای هدایت سرمایه‌های اندک آنان به سمت فعالیت‌های مولد تولیدی می‌شود. توسعه بخش بانکی نیز تأثیر منفی و معناداری بر تجهیز منابع مالی بازار سرمایه دارد.

به منظور نقش بهتر بازار سرمایه در تجهیز منابع مالی پیشنهاد می‌شود، دولت با بهبود امنیت سرمایه‌گذاری در جهت حمایت از مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه گام بردارد و با اتخاذ سیاست‌ها و ایجاد نهادهایی کارا، زمینه را برای بهبود ثبات اقتصادی، سیاسی و مالی و در نهایت فضای امن برای سرمایه‌گذاران را فراهم نماید، زیرا سرمایه‌گذاران حاضر به سرمایه‌گذاری در فضای نااطمینانی نخواهند بود. بدین منظور توصیه‌های سیاستی ذیل ارائه می‌شود.

ثبات حکومت، شرایط اجتماعی - اقتصادی، ریسک مصادره و عدم برگشت سود سرمایه‌های خارجی، درگیری داخلی، درگیری خارجی، فساد، دخالت نظامیان در سیاست، حاکمیت نظم و قانون، تنش‌های نژادی، تنش‌های مذهبی، پاسخگویی دولت در برابر مردم و کیفیت بروکراسی است. همچنین ثبات مالی شامل بدهی خارجی نسبت به GDP، بدهی خارجی نسبت به صادرات کالا و خدمات، تراز حساب جاری نسبت به صادرات کالا و خدمات، نقدینگی خالص و ثبات نرخ ارز است. مؤلفه‌های ثبات اقتصادی بر اساس ICRG شامل تولید ناخالص داخلی سرانه، رشد تولید ناخالص داخلی واقعی، نرخ تورم سالیانه، تراز حساب جاری نسبت به GDP و کسری بودجه دولت نسبت به GDP است

شواهد تاریخی از افزایش کاهش امنیت سرمایه‌گذاری به دلایل بیکاری، تورم، کسری بالای بودجه دولت نسبت به GDP، نوسانات رشد اقتصادی، فساد، تأخیر دولت در پرداخت

بدهی‌ها، فشارها و تحریم‌های خارجی، برخوردها و رقابت ناسالم جناح‌های سیاسی و ضعف پاسخگویی دولت در برابر مردم و کیفیت بروکراسی حکایت دارند. بنابراین سرمایه‌گذار چنانچه احساس کند، حکومت اقتدار لازم برای تسلط بر ناآرامی‌ها یا فشارها را ندارد، به سرعت از محیط خارج می‌شود و به کشوری که میزبان مناسب‌تری است، خواهد رفت. در نتیجه انتظار می‌رود برای ایجاد فضای مطمئن سرمایه‌گذاری، دولت در برقراری ثبات سیاسی حداکثر توان خود را به کار گیرد.

یکی دیگر از عوامل تعیین‌کننده امنیت سرمایه‌گذاری، ثبات اقتصادی و مالی است و سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه بدون ثبات اقتصادی امکان‌پذیر نیست. بنابراین دولت از سیاست‌هایی که منجر به بی‌ثباتی اقتصادی می‌گردند به شدت بایستی اجتناب کند. از آنجا که، امنیت سرمایه‌گذاری به معنای اطمینان از ثبات قوانین و مقررات و تغییرناپذیری آن‌ها است دولت‌ها بایستی از اجرای سیاست‌های ماجراجویانه در عرصه اقتصاد نیز اجتناب کنند، زیرا اجرای نامناسب سیاست‌های کلان اقتصادی که به صورت نرخ‌های بالای تورم، کسری شدید بودجه دولت، کسری مزمن تراز تجاری، نرخ رشد پایین و در بعضی منفی اقتصاد، افزایش بدهی‌های خارجی و در نهایت کاهش شدید ارزش پول ملی بروز می‌نماید. بنابراین هماهنگی بین سیاست‌های سمت تقاضا و عرضه نیز اجتناب‌ناپذیر است تا از بروز چنین مشکلاتی که در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری بلندمدت در بازار سرمایه اهمیت فراوانی دارد، جلوگیری شود.

با توجه به اهمیت مؤلفه‌های اقتصاد دانش‌محور در بازدهی شرکت‌های بورسی بایستی حرکت تدریجی به سمت اقتصاد دانش‌محور صورت گیرد تا از طریق ورود فن‌آوری‌های نوین در صنایع مختلف بورسی شاهد افزایش بازدهی این صنایع باشیم که در نهایت تمایل پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه افزایش خواهد یافت. همچنین، از آنجا که یکی از ابزارهای مهم تجهیز منابع مالی بازار سرمایه، افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی است و با توجه به اینکه بررسی‌ها نشان می‌دهد فرآیند افزایش سرمایه در بورس تهران بسیار زمان‌بر بوده و بروکراسی زیادی را پیش‌رو دارد. این موضوع سبب می‌شود جذابیت افزایش سرمایه که می‌تواند عامل مهمی در تجهیز منابع مالی بازار سرمایه باشد، کاهش یابد. بنابراین باید تدابیری اتخاذ گردد تا افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی تسهیل گردد.

## منابع

### الف - فارسی

۱. ابزری، مهدی؛ صمدی، سعید؛ تیموری، هادی؛ «بررسی عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در محصولات مالی»، مجله روند، سال هفدهم، ۱۳۸۷، شماره ۵۴ و ۵۵.
۲. آل عمران، رویا؛ آل عمران، سید علی؛ (۱۳۹۲). «اثرپذیری بازار سهام در نتیجه رشد نامنظم حجم نقدپنگی، فصلنامه بورس اوراق بهادار»، ۱۳۹۲، سال ششم، شماره ۲۲.
۳. برومند، شهزاد؛ «امنیت اقتصادی در ایران و چند کشور منتخب مطالعه تطبیقی»، تهران، مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۸۷.
۴. ترابی، تقی؛ هومن، تقی؛ «اثرات متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص‌های بازدهی بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی، ۱۳۸۹، سال اول، شماره ۱.
۵. جعفری صمیمی، احمد؛ اختیاری، شهرام؛ «تأثیر امنیت اقتصادی بر فرآیند رشد اقتصادی در کشورهای عضو کنفرانس اسلامی با تأکید بر ایران»، فصلنامه علوم اقتصادی، ۱۳۸۷، دوره ۲، شماره ۳.
۶. ختایی، محمود؛ «گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی»، مجموعه مقالات هشتمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، تهران، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، ۱۳۸۷.
۷. خسروی، حسن؛ «آسیب‌شناسی نحوه ارائه اعتبارات بانکی، تهران»، مؤسسه تحقیقاتی تدبیر اقتصاد، ۱۳۸۶.
۸. دادگر، یدالله؛ نظری، روح‌الله؛ «ارزیابی شاخص‌های مالی در ایران، اولین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران»، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف، ۱۳۸۸.
۹. رهبر، فرهاد؛ مظفری خامنه، فرشید؛ محمدی، شاپور؛ «موانع سرمایه‌گذاری و تأثیر آن بر رشد اقتصادی در ایران»، تحقیقات اقتصادی، ۱۳۸۶، دوره ۴۲، شماره ۸۱.
۱۰. سعادت مهر، مسعود؛ «بررسی تأثیر امنیت بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران»، فصلنامه پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، ۱۳۹۱، سال اول، شماره ۲.
۱۱. عزتی، مرتضی و دهقان، محمد علی؛ امنیت اقتصادی در ایران، تهران: مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۸۷.
۱۲. فتحی، سعید؛ صامتی، مجید؛ عسگرنژاد نوری، باقر؛ «تبیین توسعه ساختار بازار اوراق بهادار»، مطالعات مدیریت راهبردی، ۱۳۸۹، سال اول، شماره ۳.
۱۳. کشاورز حداد، غلامرضا؛ مهدوی، امید؛ «آیا بازار سهام در اقتصاد ایران کانالی برای گذر سیاست پولی است؟»، مجله تحقیقات اقتصادی، ۱۳۸۴، شماره ۷۱.



۱۴. کیانی، رضا؛ اسکندری، حمید؛ عسگری فیروزجایی، احسان؛ «تأمین منابع مالی با رویکردی بر بازار اوراق بهادار»، مدیریت تحقیق و توسعه بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۳.
۱۵. گوگردچیان، احمد؛ فتحی، سعید؛ امیری، هادی؛ سعیدی ورنامخواستی، نسرین؛ «تحلیل مقایسه‌ای تأثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب»، ۱۳۹۴، سال چهارم، شماره ۱۵.
۱۶. مجتهدی، احمد؛ کرمی، افشین؛ «ارزیابی متغیرهای مؤثر بر رفتار پس‌انداز ملی در اقتصاد ایران»، فصلنامه پژوهش‌نامه بازرگانی، ۱۳۸۲، سال هفتم، شماره ۲۷.
۱۷. میشکین، فردریک اس؛ *اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی*، ترجمه و تالیف حسین قضاوی، تهران، جلد اول، مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، ۱۳۸۸.

#### ب- لاتین

18. Aduda, J., Masila, J. M. and Onsongo, E. N; 2012, "**The Determinants of Stock Market Development: The Case for the Nairobi Stock Exchange**", International Journal of Humanities and Social Science, Vol. 2, No. 9.
19. Ang, J. B; 2007, "**Are Saving and Investment Cointegrated? The Case of Malaysia (1965–2003)**", Applied Economics, No. 39.
20. Ang, J. B; 2011, "**Savings Mobilization, Financial Development and Liberalization: The Case of Malaysia**", Review of Income and Wealth, Vol. 57, No. 3.
21. Ashfaq H. Khan. and Aynul Hasan, M; 1988, "**Financial Repression, Financial Development and the Structure of Savings in Pakistan**", Pakistan Development Review, Vol. 27, No. 4.
22. Cherif, M. and Gazdar, K; 2010, "**Institutional and Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Mena Region**": New results from a panel data analysis, The International Journal of Banking and Finance, Vol. 7, No. 1.
23. Demirguc-Kunt, A. and Levine, R; 1996a, "**Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview**", The World Bank Economic Review, Vol. 10, No. 2.
24. Demirguc-Kunt, A. and Levine, R; 1996b, "**Stock Market Development And Financial Intermediaries: Stylized Facts**", The World Bank Economic Review, Vol. 10, No. 2.
25. Elser, L. L., Hannig, A. and Wisniwski, S; 1999, "**Competitive Analysis of Savings Mobilisation Strategies**", consultative group to assist the poorest (CGAP) Working Group on Savings Mobilisation, Eschborn.

26. Fabricius, M; 1998, "**The Impact of Economic Security on Bank Deposits and Investment**", IMF Working Paper.
27. Garcia, F. V. and Lin, L; 1999, "**Macroeconomic determinants of stock market development**", Journal of Applied Economics, Vol. 2, No. 1.
28. Goldsmith, R. W; 1969, *Financial Structure and Development*, New Haven: Yale University Press.
29. Gordon, T; 1967, "**The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies, and Theft**", Western Economic Journal, Vol, 5, No. 3.
30. Guha-Khasnobis, B. and Mavrotas, G; 2008a, "**Financial Development, Institutions, Growth and Poverty Reduction**", Palgrave Macmillan, New York.
31. Guha-Khasnobis, B. and Mavrotas, G; 2008b, "**Financial development, institutions, growth and poverty reduction**", Palgrave Macmillan, New York.
32. Gupta, K. L; 1984, "**Finance and Economic Growth in Developing Countries**", London: Croom Helm.
33. Hellmann, T. F., Murdock, K. C. and Stiglitz, J. E; 1996, "**Deposit Mobilization and Financial Restraint, Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences From Developing Economies**", N. Hermes and R. Lensink (eds.), London, Routledge. <http://epub.prsgroup.com/icrg-tables>
34. Jun, Z., Hongzhong, Z., Thierry, B. and Yannick, G. Z. S; 2015, "**Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Cameroon**", International Journal of Scientific and Research Publications, Vol. 5, No. 1.
35. Kemboi, J. K. and Tarus, D. K; 2012, "**Macroeconomic Determinants of Stock Market Development In Emerging Markets: Evidence From Kenya**", Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 3, No. 5.
36. Khorshidi, H. A., Mokhatab Rafiei, F. and Hoseini, S. M; 2010, "**Macroeconomic Determinants of Stock Marketdevelopment: Evidence of Iran**", International Journal of Decision Science, Vol. 1, No. 2.
37. King, R. G. and Levine, R; 1993a, "**Finance and Growth: Schumpeter Might be Right**", Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, No. 3.
38. King, R. G. and Levine, R; 1993b, "**Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence**", Journal of Monetary Economics, Vol. 32, No. 3.
39. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shelifer, A; 2002, "**Government Ownership of Banks**", The Journal of Finance, Vol. 57, No. 1.

40. Laeven, L. and Majnoni, G; 2005, "**Does Judicial Efficiency Lower The Cost of Credit?**", Journal of Banking and Finance, Vol. 29, No. 7.
41. Levine, R; 1997, "**Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda**", Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2.
42. Levine, R. and Zervos, S; 1996, "**Stock Market Development and Long-Run Growth**", World Bank Economic Review, Vol. 10, No. 2.
43. Levine, R. and Zervos, S; 1998, "**Stock Markets, Banks, and Economic Growth**", American Economic Review, Vol. 88, No. 3.
44. Levine, R., Loayza, N. and Beck, T; 2000, "**Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes**", Journal of Monetary Economics, Vol. 46, No. 1.
45. Matovu, J. M; 2010, "**Domestic Resource Mobilization in Sub-Saharan Africa: The Case of Uganda. Ottawa, Canada**", North-South Institute. [http://r4d.dfid.gov.uk/pdf/outputs/propoor\\_rpc/60667\\_full\\_case\\_study\\_uganda.pdf](http://r4d.dfid.gov.uk/pdf/outputs/propoor_rpc/60667_full_case_study_uganda.pdf)
46. Mavrotas, G; 2008, "**Domestic Resource Mobilization and Financial Development: Introduction**", In George Mavrotas (ed.), Domestic Resource Mobilization and Financial Development, Palgrave Macmillan, New York.
47. Mishkin, F; 2001, "**Financial Policies and The Prevention of Financial Crises In Emerging Market Countries**", NBER Working Paper 8087.
48. Nacuer, S. B., Ghazouani, S. and Omran, M; 2007, "**The Determinants of Stock Market Development in the Middle-Eastern and North African Region**", Managerial Finance, Vol. 33, No. 7.
49. Ngugi, R. W. and Njiru, R; 2005, "**Growth of the Nairobi Stock Exchange Primary Market**", Kenya Institute for Public Policy Research and Analysis (KIPPRA) Discussion Paper, Nairobi, No. 47.
50. Poirson, H; 1998, "**Economic Security, Private Investment and Growth in Developing Countries**", IMF, WP/98/4.
51. Shahbaz, M., Nadeem, A. and Liqat, A; 2008, "**Stock market development and economic growth: ARDL causality in Pakistan**", International Research Journal of Finance and Economics, No. 14.
52. Vogel, R; 1984, "**Savings Mobilization: The Forgotten Half of Rural Finance**" in *Undermining Rural Development with Cheap Credit*, Adams, D., D. Graham and J.D. Von Pischke, eds., Westview Press.
53. Wright, G; 1999, "**The Case for Voluntary, Open Access Savings Facilities and Why Bangladesh's Largest Mfis Were Slow to React**", Uganda Institute of Bankers Library. <http://www2.gtz.de/dokumente/bib/04-5873.pdf>

54. Yartey A.C; 2008, "**The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?**", IMF Working Paper, WP/08/32.
55. Yartey, C. A; 2004, "**The economics of civil war in Sub-Saharan Africa, in Post Conflict Economics in Sub-Saharan Africa**", (Ed.) J. Clement, International Monetary Fund, Washington.
56. Yartey, C. A; 2010, "**The Institutional and Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies**", Applied Financial Economics, Vol. 20, No. 2.
57. Yartey, C. A. and Adjasi, C. K; 2007, "**Stock Market Development in Sub Saharan Africa: Critical Issues and Challenges**", IMF Working Paper, WP/07/209.

ج- سایت‌ها و بانک‌های اطلاعاتی

58. [www.cbi.ir](http://www.cbi.ir)
59. [www.rdsi.ir](http://www.rdsi.ir)
60. [www.prsg.com](http://www.prsg.com)

