

The Impact of Financing from Capital Market on GDP Growth: The Case Study of MENA Region

Farhad Dejpasand¹  | Sina Omid² 

¹. Associate Professor of Economics, Faculty of Economics and Political Science, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran (Corresponding Author), Email: f_dejpasand@sbu.ac.ir

². MA in Economics, Faculty of Economics and Political Science, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran, Email: sina.omidi9978@gmail.com

Article Info.	ABSTRACT
Article type: Research Article Article history: Received: 04-03-2025 Received in revised: 04-07-2025 Accepted: 14-10-2025 Published Online: 21-10-2025 Keywords: Capital market, GDP Growth, MENA Region, Financing. JEL: E2, G1, O1, O4.	This paper analyzes the impact of capital market financing on economic growth in 15 selected countries from the MENA region—namely Iran, Bahrain, Egypt, Jordan, the Occupied Palestinian Territories, Saudi Arabia, the United Arab Emirates, Kuwait, Lebanon, Malta, Morocco, Oman, Qatar, Tunisia, and Turkey during 1990-2022. The analysis employs panel data models, specifically estimating via the Generalized Method of Moments and Generalized Least Squares techniques. The findings of the study indicate a positive and statistically significant effect of capital market financing on economic growth. The results also suggest that the development of capital markets (both primary and secondary markets) plays a crucial role in accelerating economic growth. However, it was observed that in countries with high dependency on oil revenues, the impact of capital market financing on economic growth is comparatively weaker. Furthermore, the development of capital markets in both oil-exporting and non-oil exporting countries enhances the role of capital market financing and amplifies its positive impact on economic growth. The findings demonstrate that strengthening capital markets can contribute to improved economic growth within the selected countries.
Cite this article: Dejpasand, F., & Omid, S., (2025) The Impact of Financing from Capital Market on GDP Growth: MENA Region. <i>Journal of Economics and Modelling</i>, 15(4), 141-169. DOI: 10.48308/jem.2025.238955.1978	
 © The Author(s). Publisher: Shahid Beheshti University Press	

اثر تأمین مالی از بازار سرمایه بر رشد اقتصادی: مطالعه

کشورهای حوزه منا

فرهاد دژپسند* | سینا امیدي^۲

^۱ دانشیار گروه اقتصاد دانشکده اقتصاد و علوم سیاسی دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران، رایانامه: f_dejpasand@sbu.ac.ir

^۲ کارشناس ارشد گروه اقتصاد دانشکده اقتصاد و علوم سیاسی دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران، رایانامه: sina.omidi9978@gmail.com

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله: مقاله پژوهشی	این مقاله به تحلیل تأثیر تأمین مالی از بازار سرمایه بر رشد اقتصادی در پانزده کشور منتخب از منطقه منا شامل ایران، بحرین، مصر، اردن، رژیم اشغالی، عربستان سعودی، امارات متحده عربی، کویت، لبنان، مالت، مراکش، عمان، قطر، تونس و ترکیه از سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۲۲ می‌پردازد. در این مطالعه از الگوهای داده‌های ترکیبی و روش اثرات ثابت (روش گشتاور تعمیم‌یافته و حداقل مربعات تعمیم‌یافته) استفاده می‌شود. نتایج نشان دهنده تأثیر مثبت و معنادار تأمین مالی از طریق بازار سرمایه بر رشد اقتصادی است. همچنین یافته‌ها حاکی از آن است که توسعه بازار سرمایه، شامل بازارهای اولیه و ثانویه، نقش مهمی در تسریع رشد اقتصادی ایفا می‌کند. با این حال، در کشورهایی با وابستگی بالا به درآمد نفت، تأثیرگذاری کمتر تأمین مالی از بازار سرمایه بر رشد اقتصادی مشاهده شد. این در حالی است که در کشورهای غیرنفتی، تأمین مالی از بازار سرمایه نقش مهم‌تری در رشد اقتصادی ایفا می‌کند. به طور کلی توسعه بازار سرمایه در کشورهای نفتی و غیرنفتی باعث پررنگ شدن نقش تأمین مالی از این بازار و اثرگذاری مثبت و بیشتر آن بر رشد اقتصادی می‌شود. بر این اساس تقویت بازار سرمایه می‌تواند به بهبود رشد اقتصادی کشورهای منتخب منجر شود و باید مدنظر باشد.
واژه‌های کلیدی: بازار سرمایه، رشد اقتصادی، منطقه منا، تأمین مالی، توسعه بازار.	
طبقه‌بندی JEL: O4, O1, G1, E2	

استناد: دژپسند، فرهاد و امیدي، سینا (۱۴۰۳). اثر تأمین مالی از بازار سرمایه بر رشد اقتصادی: مطالعه کشورهای

حوزه منا. اقتصاد و الگوسازی، ۱۵(۴)، ۱۶۹-۱۴۱. DOI: 10.48308/jem.2025.238955.1978



© نویسندگان.

ناشر: دانشگاه شهید بهشتی.

۱. مقدمه

ابزارهای مالی، به‌ویژه بازار سرمایه، نقش اساسی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها ایفا می‌کنند. اهمیت بازار سرمایه به‌عنوان یکی از ستون‌های اصلی تأمین مالی در اقتصاد، به‌طور فزاینده‌ای مورد توجه قرار گرفته است. با گردآوری منابع مالی از طریق پس‌اندازها و هدایت آن‌ها به سمت نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی، بازار سرمایه تأثیر بسزایی در رشد اقتصادی دارد (شهباز و همکاران، ۲۰۱۸). اقتصاددانانی چون هیکس و شومپیتر^۱ بر این باورند که وجود یک بازار سرمایه یکپارچه، فعال و گسترده می‌تواند به‌عنوان موتور محرک رشد اقتصادی عمل کند. توسعه بازار مالی و به‌ویژه بازار سهام، تأثیر شگرفی بر انتخاب روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها و نهایتاً بر افزایش رشد اقتصادی دارد (کميجانی و همکاران، ۱۳۹۸).

در دنیای کنونی، تأمین مالی به‌عنوان یکی از مسائل حیاتی برای دولتمردان و سرمایه‌گذاران در مسیر توسعه اقتصادی مطرح است. کشورهایی که توانایی بیشتری در جذب منابع مالی دارند، سهم قابل‌توجهی از اقتصاد جهانی را به خود اختصاص داده‌اند. از این رو، بازار سرمایه با هدایت بهینه منابع مالی به سمت فعالیت‌های تولیدی با بازده بالا، می‌تواند به انباشت سرمایه – که یکی از مهم‌ترین عوامل رشد اقتصادی است، کمک شایانی کند. بازارهای مالی را می‌توان مغز متفکر سیستم اقتصادی دانست و عملکرد کلی سیستم اقتصادی به آن‌ها بستگی دارد (استیگلیتز، ۱۹۹۴).

به‌طور کلی، بازار سرمایه با تأثیرگذاری بر ساختار اقتصادی کشورها و فراهم‌آوری بستری برای جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، می‌تواند به کاهش ناکارایی‌های تولید و تقویت رشد اقتصادی کمک کند. یکی از چالش‌های فعلی بازار سرمایه ایران، افزایش قابل‌توجه حجم معاملات و تعداد فعالان بازار است که نسبت به دو دهه گذشته جهش قابل‌توجهی داشته است. بازار سرمایه همانند یک شمشیر دولبه عمل می‌کند؛ به‌طرز

^۱. Hicks and Schumpeter

یکسانی می‌تواند مفید و یا مشکل‌آفرین باشد. با بررسی تاریخی، مشاهده می‌شود که ابزارهای مختلفی به بازار سرمایه در سال‌های اخیر اضافه شده است تا ضعف نسخه‌های قدیمی را برطرف کند و به این درجه از توسعه‌یافتگی دست یابد. با این حال، هنوز به‌طرز جامع و تحول‌آفرین به بازار سرمایه توجه نشده است. عدم وجود توافق همگانی و نادیده گرفتن ظرفیت بازار سرمایه در سطح کلان، به‌ویژه در زمینه تصمیمات درست و استمرار آن‌ها، به‌وضوح قابل مشاهده است.

سوالات کلیدی این مقاله به شرح زیر است: آیا تأمین مالی از بازار سرمایه بر رشد اقتصادی تأثیر می‌گذارد؟ آیا درآمد نفتی بر تأثیرگذاری بازار سرمایه در رشد اقتصادی تأثیرگذار است؟ همچنین، فرضیات زیر مورد ارزیابی قرار می‌گیرد: تأمین مالی از طریق بازار سرمایه بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت دارد. و همچنین درآمد نفتی بر تأثیرگذاری بازار سرمایه در رشد اقتصادی اثرگذار است.

این مقاله شامل شش بخش است: در بخش اول به مقدمه‌ای درباره اهمیت موضوع و اجزای مقاله پرداخته می‌شود. بخش دوم به ادبیات موضوع و پژوهش‌های پیشین و وجوه تمایز این مقاله با سایرین اختصاص دارد. در بخش سوم، الگوی روش پژوهش معرفی و آزمون‌های مورد نیاز انجام می‌شود. در بخش چهارم، روش برآورد و نتایج آن تحلیل می‌شود. بخش پنجم به ارائه جمع‌بندی‌های مقاله اختصاص دارد و در نهایت، بخش ششم به پیشنهادها و سیاستی متناسب با موضوع می‌پردازد.

۲. ادبیات و پیشینه پژوهش

۲-۱. ادبیات نظری

رسیدن به رشد اقتصادی پایدار، هدفی است که هر کشوری در پی آن است. دستیابی به رشد پرشتاب و مستمر، بدون وجود نهادهای مالی کارآمد و مدیریت منابع مالی امکان‌پذیر نیست. در این میان، سیستم مالی کارا با کسب اطلاعات درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری،

جمع‌آوری و مدیریت پس‌اندازها، نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها و اعمال حاکمیت شرکتی، می‌تواند مبادله کالا و خدمات را تسهیل کند و از طریق کاهش هزینه‌های مبادلاتی و تحلیل اطلاعات، به تخصیص بهینه منابع کمک کند. این سیستم همچنین با فراهم آوردن زمینه دسترسی واحدهای تولیدی و صنعتی به سرمایه‌های خارجی، موانع تأمین مالی خارجی را کاهش داده و رشد اقتصادی را ارتقا می‌بخشد.

بازار سرمایه به بازاری گفته می‌شود که در آن ابزارهای مالی بلندمدت (با سررسید بیش از یک سال) معامله می‌شوند. این بازار شامل ابزارهایی مانند سهام، اوراق قرضه، ابزارهای مشتقه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، و سایر اوراق بهادار است. بازار سرمایه معمولاً دارای ریسک بالاتری نسبت به بازار پول است، چرا که ابزارهای مالی معامله‌شده در این بازار، معمولاً دارای سررسید طولانی‌تری هستند و ارزش آنها می‌تواند در طول زمان نوسان قابل توجهی داشته باشد. نرخ بازده در بازار سرمایه معمولاً بالاتر از بازار پول است. در بازار سرمایه، طیف گسترده‌تری از مشارکت‌کنندگان وجود دارد، از جمله شرکت‌های بزرگ، سرمایه‌گذاران نهادی و فردی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، و دولت‌ها (محمد مقیمی همکاران، ۱۳۹۶).

بازار بورس اوراق بهادار، به عنوان هسته مرکزی بازار سرمایه در بیشتر کشورها، نقشی اساسی در توسعه اقتصاد ملی ایفا می‌کند. این بازار، با گردآوری نقدینگی راکد و هدایت آن به سوی سرمایه‌گذاری‌های مولد، مشارکت مردمی در عمران ملی را افزایش می‌دهد و موجب گسترش مالکیت عمومی می‌شود. از دیگر مزایای بازار بورس می‌توان به جلوگیری از فرار سرمایه و کاهش فشار کسری بودجه دولت اشاره کرد. این بازار، با فراهم کردن محیطی رقابتی، به تعیین قیمت‌های رقابتی و تخصیص بهینه منابع کمک می‌کند و مدیران کارآمد را تشویق و مدیران ناکارآمد را تنبیه می‌کند (رضازاده و همکاران، ۱۳۹۶).

سرمایه‌ی هر شرکت یا بنگاه اقتصادی از دو منبع اصلی تشکیل می‌شود: استقراض و

ایجاد بدهی، و حقوق صاحبان سهام یا سرمایه‌گذاری. استقراض می‌تواند به شکل دریافت وام یا انتشار اوراق قرضه توسط شرکت باشد. از سوی دیگر، حقوق صاحبان سهام نشان‌دهنده‌ی سرمایه‌گذاری مستقیم سهامداران در شرکت است. تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام شامل واگذاری سهام شرکت و استفاده از منابع مالی حاصل از آن در فعالیت‌های تجاری است. این واگذاری می‌تواند به شکل عرضه‌ی اولیه‌ی عمومی^۱ یا فروش خصوصی سهام باشد. در نتیجه، شرکت‌ها می‌توانند از طریق ترکیبی از استقراض و فروش سهام، سرمایه مورد نیاز خود را تأمین کنند. (سابرامانیان و پاراماسیوان^۲، ۲۰۰۸)

بازار سرمایه به عنوان یک منبع مهم تأمین مالی برای شرکت‌ها، به ویژه شرکت‌های کوچک و متوسط، عمل می‌کند. زمانی که شرکت‌ها قادر به تأمین مالی پروژه‌های خود از طریق بازار سرمایه هستند، می‌توانند سرمایه مورد نیاز برای گسترش عملیات، تحقیق و توسعه، و نوآوری را بدست آورند. این امر می‌تواند منجر به افزایش تولید، کارایی و در نهایت رشد اقتصادی شود (لوین و بک، ۲۰۱۰).

علاوه‌براین، تأمین مالی از بازار سرمایه می‌تواند باعث بهبود تخصیص منابع در اقتصاد شود. بازار سرمایه با فراهم کردن یک سازوکار قیمت‌گذاری برای اوراق بهادار، امکان ارزیابی بهتر ریسک و بازده پروژه‌های مختلف را فراهم می‌کند. به این ترتیب، منابع مالی به سمت پروژه‌هایی با بازده بالاتر و پتانسیل رشد بیشتر سوق داده می‌شوند، که در نهایت منجر به افزایش کارایی و رشد اقتصادی می‌گردد (لوین، ۲۰۰۵). همچنین، تأمین مالی از بازار سرمایه می‌تواند باعث کاهش هزینه‌های تأمین مالی برای شرکت‌ها شود. زمانی که شرکت‌ها قادر به تأمین مالی از طریق انتشار سهام یا اوراق قرضه در بازار سرمایه هستند، ممکن است نیازی به استفاده از وام‌های بانکی با نرخ بهره بالاتر نداشته باشند. این امر می‌تواند باعث کاهش هزینه‌های تأمین مالی شده و منابع بیشتری را برای سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های مولد آزاد کند (کینگ و لوین، ۱۹۹۳).

^۱. Initial Public Offering

^۲. Subramanian and Paramasivan

شاخص‌های توسعه یافته بازار سرمایه توسط صندوق بین‌المللی پول^۱ پیشنهاد شده‌اند تا ابزاری جامع برای سنجش و ارزیابی وضعیت بازار سرمایه یک کشور ارائه دهند. این شاخص‌ها شامل هفت معیار اصلی هستند که هر یک به جنبه‌های مختلف بازار سرمایه می‌پردازند (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۹).

عمق بازار: ارزش کل اوراق بهادار منتشرشده، از جمله سهام، اوراق قرضه و سایر ابزارهای بدهی اشاره دارد. این شاخص نشان دهنده عمق و پتانسیل بازار سرمایه برای جذب سرمایه‌گذاری است. بازارهای بزرگ تر معمولاً جذابیت بیشتری برای سرمایه‌گذاران دارند، چرا که فرصت‌های سرمایه‌گذاری متنوع تری ارائه می‌کنند. همچنین، تحلیلگران می‌توانند با بررسی اندازه بازار، روندهای اقتصادی را شناسایی کرده و پیش‌بینی‌های دقیق تری درباره رشد اقتصادی ارائه دهند (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۹) که عمق بازار سرمایه در کشورهای مورد مطالعه در این مقاله طبق شاخصی معرفی شده توسط بانک مرکزی اندازه‌گیری شده است و می‌توان گفت از همگنی نسبی برخوردار هستند. که مقادیر مذکور طی سال‌های اخیر با شیب بیشتری در حال افزایش بوده است.

نقدشوندگی بازار: نقدشوندگی بازار به توانایی خرید و فروش سریع و کم هزینه اوراق بهادار مربوط می‌شود. بازار سرمایه ای که توسعه یافته است باید نقدشوندگی بالایی داشته باشد تا سرمایه‌گذاران بتوانند دارایی‌های خود را به راحتی به پول نقد تبدیل کنند. نقدشوندگی بالا به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد که بدون تأثیر قابل توجه بر قیمت‌ها، معاملات خود را انجام دهند. این ویژگی در زمان‌های نوسان بازار اهمیت بیشتری پیدا می‌کند، چرا که سرمایه‌گذاران باید قادر باشند به سرعت به تغییرات بازار واکنش نشان دهند (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۹).

کارایی بازار: کارایی بازار مستلزم انعکاس تمام اطلاعات موجود در قیمت اوراق بهادار است. این امر نیازمند وجود یک چارچوب نظارتی قوی و شفافیت در اطلاعات مالی است.

^۱. IMF

بازار کارا به این معناست که قیمت‌ها به سرعت و به طور صحیح به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند. این ویژگی باعث می‌شود سرمایه‌گذاران بتوانند تصمیمات آگاهانه‌تری بگیرند و اعتماد بیشتری به بازار داشته باشند (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۹).

پایه سرمایه‌گذار: این شاخص به تعداد و تنوع سرمایه‌گذاران در بازار اشاره دارد. بازار سرمایه توسعه یافته باید طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران را جذب کند، از جمله سرمایه‌گذاران نهادی، خرد و خارجی. تنوع در پایه سرمایه‌گذار می‌تواند به کاهش نوسانات بازار کمک کند و آن را باثبات‌تر کند. همچنین، وجود انواع مختلف سرمایه‌گذاران می‌تواند رقابت و کارایی بازار را بهبود ببخشد. (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۹)

چارچوب نظارتی: وجود قوانین، مقررات و نهادهای نظارتی کارآمد، یکی از شاخص‌های کلیدی در توسعه بازار سرمایه است. این چارچوب نظارتی شامل حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران، تضمین شفافیت و اجرای عادلانه قوانین است. یک چارچوب نظارتی قوی می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کند و ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۹)

حکمرانی شرکتی: حکمرانی شرکتی به شفافیت، پاسخ‌گویی و انصاف در مدیریت شرکت‌ها مربوط می‌شود. افشای اطلاعات مالی، ساختار شرکت و حقوق سهامداران از جمله مواردی هستند که در حکمرانی شرکتی مد نظر قرار می‌گیرند. حکمرانی شرکتی مناسب می‌تواند به جذب سرمایه‌گذاران کمک کند، اعتبار شرکت‌ها را افزایش دهد و در نهایت تأثیر مثبتی بر عملکرد بازار سرمایه بگذارد (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۹).

زیرساخت مالی: این شاخص به وجود و کیفیت نهادهایی مانند بورس اوراق بهادار، سیستم‌های پایاپای و تسویه و سپرده‌گذاری اشاره دارد. این نهادها برای عملکرد روان و ایمن بازار سرمایه ضروری هستند. زیرساخت‌های مالی قوی می‌توانند معاملات را تسهیل کنند، هزینه‌ها را کاهش دهند و کارایی بازار را افزایش دهند (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۹).

این شاخص‌ها ابزارهای ارزشمندی برای تحلیل وضعیت بازار سرمایه یک کشور هستند. تحلیلگران و سیاست‌گذاران می‌توانند با استفاده از این شاخص‌ها، نقاط قوت و ضعف بازار سرمایه را شناسایی کرده و همراه با بهره‌برداری از نتایج مطالعات، استراتژی‌هایی را برای بهبود آن طراحی کنند. این امر به نوبه خود می‌تواند به رشد اقتصادی و توسعه مالی کشور کمک کند.

اثر نفت بر بازار سرمایه: بررسی اثر درآمد نفتی کشورها بر بازار سرمایه آنها شامل مفاهیم و نظریه‌های اقتصادی مختلفی است که مختصراً به آن پرداخته می‌شود:

قیمت دارایی‌ها، از جمله سهام در بازار سرمایه، توسط انتظارات جریان‌های نقدی آینده و ریسک مرتبط با آنها تعیین می‌شود. بنابراین، تغییرات در درآمدهای نفتی که بر اقتصاد کلان کشور تأثیر می‌گذارد، می‌تواند بر انتظارات سرمایه‌گذاران و در نتیجه قیمت دارایی‌ها تأثیر بگذارد (بریلی و همکاران، ۲۰۰۳). نوسانات در درآمدهای نفتی می‌تواند چرخه‌های تجاری را در اقتصاد ایجاد کند. افزایش درآمدهای نفتی می‌تواند منجر به افزایش تولید و سرمایه‌گذاری در کشور شود، در حالی که کاهش درآمدهای نفتی ممکن است منجر به رکود اقتصادی شود. این چرخه‌های تجاری می‌توانند بر بازار سرمایه تأثیر بگذارند، زیرا شرکت‌ها ممکن است در طول رونق اقتصادی سود بیشتری کسب کنند و در طول رکود اقتصادی با کاهش سود مواجه شوند (کیدلند و پرسکات، ۱۹۸۲).

قیمت‌ها در بازار سرمایه تمام اطلاعات موجود را منعکس می‌کنند و به سرعت به هر گونه اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند. بنابراین، هر گونه تغییر در درآمدهای نفتی که بر اقتصاد کلان کشور تأثیر می‌گذارد، باید بلافاصله در قیمت‌های بازار سرمایه منعکس شود (فاما، ۱۹۷۰).

درآمدهای نفتی می‌تواند به عنوان یک منبع طبیعی در نظر گرفته شود که بر ارزش دارایی‌های مالی تأثیر می‌گذارد. کشورهایی که دارای درآمدهای نفتی بالایی هستند ممکن است شاهد افزایش ارزش بازار سرمایه خود باشند، زیرا این درآمدهای اضافی

می‌تواند برای سرمایه‌گذاری در بخش‌های دیگر اقتصاد استفاده شود و در نتیجه سودآوری شرکت‌ها را افزایش دهد (هارت، ۱۹۹۵).

درآمدهای نفتی می‌تواند منجر به نوسانات اقتصادی در کشور شود. افزایش درآمدهای نفتی ممکن است منجر به افزایش ارزش پول کشور و در نتیجه کاهش رقابت‌پذیری صادرات غیرنفتی شود. این امر می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها در بازار سرمایه تأثیر منفی بگذارد. از سوی دیگر، کاهش درآمدهای نفتی ممکن است منجر به کاهش ارزش پول و بهبود رقابت‌پذیری صادرات غیرنفتی شود که می‌تواند بر بازار سرمایه تأثیر مثبت داشته باشد (لوکاس، ۱۹۷۷).

در مجموع، مبانی نظری بررسی اثر درآمد نفتی کشورها بر بازار سرمایه آنها پیچیده و چندوجهی است. درآمدهای نفتی می‌تواند از طریق کانال‌های مختلفی بر اقتصاد کلان کشور تأثیر بگذارد و این اثرات می‌توانند بر انتظارات سرمایه‌گذاران و در نتیجه قیمت دارایی‌ها در بازار سرمایه تأثیر بگذارند. با این حال، این رابطه می‌تواند پیچیده و غیرخطی باشد و تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله سیاست‌های پولی و مالی دولت، ساختار اقتصاد کشور و عوامل بین‌المللی قرار گیرد (راپاپورت، ۱۹۹۸).

۲-۲. مطالعات خارجی

نویسنده	سال	نتیجه
شومپتر	۱۹۱۲	بازار سرمایه موتور محرکه رشد و توسعه اقتصادی است.
مهدی و آگاروال	۲۰۰۴	توسعه بازار بورس منجر به تشویق و افزایش سرمایه‌گذاری خصوصی می‌شود و اثر مثبت واسطه‌های مالی بر رشد اقتصادی تأیید می‌شود.
آرورا و تکسیریا	۲۰۱۷	توسعه بازار سرمایه و سرمایه انسانی تأثیر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد.
دیویدسون	۲۰۲۰	بازارهای مالی پویا و کارآمد، موجب افزایش سرمایه‌گذاری و در نتیجه رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه می‌شوند.
جانسون و همکاران	۲۰۲۱	تأثیر توسعه بازارهای مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای مختلف، بسته به نوع ساختار مالی و اقتصادی آن کشورها متفاوت است.
لانگوماران و	۲۰۲۱	یافته‌های این پژوهش نشان داد که تولید ناخالص داخلی یک همبستگی مثبت

ناواراتناسل		و قوی با شاخص قیمت بازار سهام سریلانکا دارد
سو و لی	۲۰۲۲	دسترسی محدود به اعتبار می‌تواند به ویژه برای شرکت‌های کوچک و متوسط، یک مانع جدی برای رشد اقتصادی باشد. این یافته‌ها نشان‌دهنده اهمیت بهبود ساختارهای مالی برای حمایت از رشد اقتصادی هستند
برنز و همکاران	۲۰۲۳	رابطه مستقیمی بین توسعه مالی و کاهش نابرابری و فقر در کشورهای در حال توسعه وجود دارد که می‌تواند به عنوان یک محرک اضافی برای رشد اقتصادی باشد

منبع: یافته‌های پژوهش

۳-۲. مطالعات داخلی

نویسنده	سال	نتیجه
واعظ برزانی و همکاران	۱۴۰۲	با ورود بازار سرمایه به الگو، دامنه نوسان متغیرهای کلان اقتصادی کاهش یافته و تولید نسبت به حالت ایستای خود انحراف مثبت پیدا کرده که نشان‌دهنده نقش مثبت بازار سرمایه در کاهش نوسانات اقتصادی در صورت وضع مالیات بر سود سپرده در ایران است.
نیکوکار	۱۴۰۰	نتایج این پژوهش حاکی از آن است که بازار سرمایه می‌تواند به عنوان عاملی محرک در افزایش سرمایه‌گذاری عمل کند.
جعفری و همکاران	۱۴۰۰	این پژوهش به این نتیجه رسید که، رابطه‌ای مثبت بین توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی وجود دارد.
کاظمی	۱۳۹۸	نشان داد که نوسانات شدید در بازار سرمایه می‌تواند تأثیر منفی بر رشد اقتصادی داشته باشد.
حسینی و همکاران	۱۳۹۶	نتیجه رسیدند که بازار سرمایه تأثیر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد.
دژسند و همکاران	۱۳۹۴	توسعه مالی اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد.

منبع: یافته‌های پژوهش

نوآوری اصلی پژوهش در تفکیک کشورها و انجام پژوهش با دو روش مختلف است. چرا که در حالت عمومی به روش گشتاور تعمیم‌یافته می‌بایست انجام شود و در حالت خاص این مقاله که تعداد کشورها کمتر از تعداد سال‌های مورد بررسی است، روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته مناسب‌تر است. به همین از هر دو روش استفاده شده است. همچنین تفکیک کشور به دو دسته نفتی و غیرنفتی و برآورد تابلویی جداگانه برای هر کدام نوعی

نوآوری محسوب می‌شود.

۳. الگو

۳-۱. الگوی مفهومی پژوهش

شکل (۱) نموداری جامع از ارتباط پیچیده بین مفاهیم مختلف در حوزه اقتصاد و سرمایه‌گذاری را به تصویر می‌کشد. این نمودار به خوبی نشان می‌دهد که چگونه این مفاهیم به یکدیگر مرتبط بوده و بر یکدیگر تأثیر می‌گذارند. در ادامه به تحلیل برخی از مهم‌ترین روابط موجود در این نمودار پرداخته می‌شود.



شکل (۱). الگوی مفهومی

منبع: یافته‌های پژوهش

یکی از نکات برجسته در شکل (۱)، ارتباط تنگاتنگ بین "توزیع درآمد و ثروت" با سایر مفاهیم است. نحوه توزیع درآمد و ثروت در جامعه، می‌تواند به طور مستقیم بر "رفتار سرمایه‌گذاری"، "توسعه بازار سرمایه" و حتی "رشد اقتصادی" تأثیر بگذارد. به عنوان

مثال، در جوامعی که نابرابری اقتصادی در آنها بالاست، تمایل به سرمایه‌گذاری و به تبع آن، رشد اقتصادی، می‌تواند کاهش یابد؛ زیرا، در چنین شرایطی، بخش قابل توجهی از جامعه از قدرت خرید کافی برای سرمایه‌گذاری برخوردار نیستند و از سوی دیگر، تمرکز ثروت در دست عده‌ای اندک، می‌تواند منجر به کاهش تقاضای کل و در نتیجه، کاهش انگیزه برای سرمایه‌گذاری شود.

علاوه‌براین، شکل (۱) ارتباط بین مفاهیم کلیدی مانند "نظام پولی و بانکی"، "تأمین مالی" و "رشد اقتصادی" را به خوبی نمایش می‌دهد. دسترسی مناسب به نقدینگی و سازوکارهای کارآمد تأمین مالی، از عوامل حیاتی برای رونق کسب‌وکارها و تحقق رشد اقتصادی پایدار است. به عبارت دیگر، شرکت‌ها و کارآفرینان برای اجرای پروژه‌های خود و توسعه فعالیت‌هایشان، نیازمند منابع مالی هستند. در صورتی که سیستم بانکی و سایر نهادهای مالی قادر به تأمین این منابع نباشند، رشد اقتصادی با موانع جدی روبرو خواهد شد.

در نهایت، مفاهیمی مانند "ثبات اقتصادی"، "ثبات نهادی و سیاسی" و "روابط بین‌الملل" نیز به عنوان عوامل زمینه‌ای و تأثیرگذار بر سایر مفاهیم در شکل (۱) در نظر گرفته شده‌اند. این عوامل می‌توانند به طور مستقیم یا غیرمستقیم بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، توسعه بازارهای مالی و در نهایت، رشد اقتصادی تأثیرگذار باشند. برای مثال، وجود ثبات سیاسی و اقتصادی، می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش داده و آنها را به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت ترغیب کند.

در مجموع، شکل (۱) به خوبی نشان می‌دهد که اقتصاد یک سیستم پیچیده و پویا است که در آن عوامل مختلف به طور همزمان بر یکدیگر تأثیر می‌گذارند. برای تحلیل مسائل اقتصادی و ارائه راهکارهای مؤثر، لازم است که تمامی این عوامل و ارتباط بین آنها در نظر گرفته شود.

۲-۳. الگو و روش پژوهش

این مطالعه یک پژوهش توصیفی، تطبیقی، و کمی است که به روش کتابخانه‌ای صورت گرفته و با بررسی گزارش‌ها و منابع موجود شکل گرفته است. هدف اصلی این پژوهش شناسایی تأثیر توسعه بازار سرمایه و نقش تأمین مالی از طریق این بازار بر رشد اقتصادی کشورهاست.

در بخش کمی پژوهش، تمرکز بر بررسی نقش بازار سرمایه در تأمین مالی و تأثیر آن بر رشد اقتصادی از سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۲۲ است. برای رسیدن به این هدف، داده‌های مورد نیاز از منابع معتبر مانند سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، صندوق بین‌المللی پول، و بانک جهانی تأمین شده است.

این پژوهش به بررسی تأثیر توسعه بازار سرمایه و تأمین مالی از طریق این بازار بر رشد اقتصادی کشورهای منطقه منا (خاورمیانه و شمال آفریقا) در بازه زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۲۲ می‌پردازد. کشورهای مورد بررسی شامل ۱۵ کشور هستند: ایران، بحرین، مصر، اردن، رژیم اشغالگر، عربستان سعودی، امارات متحده عربی، کویت، لبنان، مالت، مراکش، عمان، قطر، تونس و ترکیه.

هدف از این پژوهش فراهم کردن یک درک عمیق‌تر از دینامیک‌های موجود در بازار سرمایه و تأثیر آن بر رشد اقتصادی در کشورهای مختلف و به‌ویژه در ایران است. در نهایت، یافته‌های این مطالعه می‌توانند به سیاست‌گذاران کمک کنند تا با شناسایی و درک دقیق‌تری از چالش‌ها و فرصت‌های موجود در بازار سرمایه، اقدامات مؤثری برای توسعه اقتصادی انجام دهند.

در این پژوهش به منظور بررسی اثر توسعه بازار سرمایه و تأمین مالی از بازار سرمایه بر رشد اقتصادی از الگوی رشد درونزای لوین و بک (۲۰۰۴)، با یک تفاوت به عنوان منبع اصلی پژوهش استفاده شده است. این تفاوت ناشی از افزوده شدن متغیر تأمین مالی از

بازار سرمایه است.

$$g_{it} = \alpha + \beta Finance_{it} + \lambda Z_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

متغیر Finance نشان دهنده درجه توسعه بازار سرمایه و Z سایر عوامل موثر بر رشد اقتصادی است و g_{it} نشان دهنده رشد تولید ناخالص داخلی است و i و t به ترتیب نشان دهنده کشور و زمان مورد بررسی است. بدین ترتیب الگوی مورد استفاده در این پژوهش به شرح زیر است:

$$DLGDP_{it} = \beta_1 + \beta_2 DLL_{it} + \beta_3 DLFMD_{it} + \beta_4 DLDCPF_{it} + \beta_5 DLGCF_{it} + \beta_6 DLDO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

که در اینجا متغیر $DLDO_{it}$ به عنوان متغیر مجازی به الگو اضافه شده و متغیرهای $DLGCF_{it}$ و DLL_{it} به عنوان متغیرهای کنترلی به الگو اضافه شده اند. و به ترتیب نشان دهنده تشکیل سرمایه ناخالص و تعداد کل نیروی کار هستند. متغیرهای مورد استفاده در الگوی پژوهش به صورت جدول (۱) است.

جدول (۱). متغیرهای مورد استفاده در پژوهش

متغیر	نماد	توضیحات
رشد اقتصادی	DLGDP	این متغیر نشان دهنده رشد اقتصادی کشورها به ازای دلار است.
تشکیل سرمایه ناخالص داخلی	DLGCF	رشد تشکیل سرمایه ناخالص داخلی بر حسب دلار برای کشورهای منتخب را نشان می دهد.
نیروی کار	DLL	رشد تعداد کل نیروی کار موجود در اقتصاد کشورهای منتخب را نمایان می کند.
تأمین مالی از بازار سرمایه	DLDCPF	رشد تأمین مالی از بازار سرمایه بر حسب دلار در کشورهای منتخب را نشان می دهد.
درآمد نفتی	DLDO	متغیر مجازی درآمد نفتی که مقدار ۱ به کشورهای نفتی و ۰ به کشورهای غیرنفتی اختصاص داده می شود.
توسعه یافتگی بازار سرمایه	DLFM	رشد توسعه یافتگی بازار سرمایه در کشورهای مختلف را نشان می دهد.
ثبات اقتصاد کلان	MSI	شاخصی که ثبات اقتصادی کلان کشورها را سنجش می کند. (عکس تورم)

متغیر مجازی کرونا که برای سال‌های بحران کرونا، مقدار یک و برای سایر سال‌ها مقدار صفر در نظر گرفته شده است.	LDC (Dummy corona)	تأثیر کرونا
--	--------------------------	-------------

منبع: یافته‌های پژوهش

در این مطالعه، برای ارزیابی ایستایی و مانایی متغیرهای انتخابی، از آزمون لوین، لین و چو^۱ استفاده می‌شود. فرضیه صفر (H_0) این آزمون به وجود ریشه واحد در سطح متغیرها اشاره دارد. نتایج آزمون نشان می‌دهند که برای برخی از متغیرهای مورد بررسی، فرضیه H_0 در سطح تأیید می‌شود، که به معنای نامانای بودن آن متغیرها است.

جدول (۲). آزمون مانایی لوین چو

متغیرها	آماره	احتمال	نتایج	متغیر	آماره	احتمال	نتایج
LGDP	-۲.۰۹	۰.۰۱۸	مانا				
LL	-۳.۷۶۲	۰.۰۰۰۱	مانا				
LFMD	-۴.۱۲۴	۰	مانا				
LDCPF	-۱.۱۵۰	۰.۱۲۴	نامانا	D(LDCPF)	-۴.۱۰۶	۰	مانا
LGCF	۰.۰۲۴	۰.۵۱	نامانا	D(LGCF)	۱۶۳.۱۹	۰	مانا
LDC	-۱.۴۳۶	۰.۰۷۵	نامانا	D(LDC)	۲۰۸.۱	۰	مانا
MSI	-۳.۳۶۱	۰.۰۰۰۴	مانا				

منبع: یافته‌های پژوهش

در این مطالعه، به منظور بررسی وجود همجمعی بین متغیرهای مورد نظر، از آزمون کائو^۲ استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهند که فرضیه صفر (H_0) مبنی بر عدم وجود هم‌انباشتگی تأیید نمی‌شود. این عدم تأیید به این معناست که حداقل

^۱. LLC

^۲. Kao

بین یکی از متغیرهای بررسی شده، ارتباط بلندمدت معنی داری وجود دارد. به طور خاص، آماره آزمون بیشتر از مقدار بحرانی آن در سطح اطمینان ۹۵ درصد قرار دارد و همچنین مقدار احتمال آن کمتر از ۰.۰۵ است. این نتایج به وضوح نشان دهنده وجود همجمعی بین متغیرهاست و بر وجود روابط بلندمدت در ساختار اقتصادی مورد مطالعه تأکید می کند.

جدول (۳). آزمون همجمعی

Prob	Statistic	آزمون Kao
۰/۰۰	-۴/۰۱	ADF

منبع: یافته‌های پژوهش

به منظور اجرای آزمون چاو^۱ و ارزیابی ساختار داده‌ها، در ابتدا نیاز است تا الگو به روش اثرات ثابت برآورد شود. پس از این مرحله، آماره F-لیمر محاسبه می شود تا امکان مقایسه بین روش‌های حداقل مربعات معمولی و اثرات ثابت فراهم گردد. در این زمینه، فرضیه صفر (H_0) بیان گر آن است که داده‌ها به طور تلفیقی قابل ارزیابی هستند، در حالی که فرضیه یک (H_1) نشان دهنده این است که داده‌ها به صورت ترکیبی باید تحلیل شوند.

جدول (۴). آزمون چاو

Prob.	Statistic	
۰	۳۸۵.۵۴۷	F-لیمر

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به جدول (۴)، مشاهده می شود که مقدار احتمال نزدیک به صفر است. بنابراین، در سطح معناداری ۵ درصد، فرضیه صفر (H_0) رد می شود و فرضیه یک (H_1) مبنی بر وجود داده‌های ترکیبی مورد قبول واقع می گردد.

در مرحله بعد، به منظور اجرای آزمون هاسمن، ابتدا لازم است الگو به روش اثرات تصادفی^۲ برآورد گردد. سپس آزمون هاوسمن به منظور ارزیابی و مقایسه بین روش‌های

^۱. Chow Test^۲. Random Effects

اثرات تصادفی و اثرات ثابت انجام می‌شود. در این آزمون، فرضیه صفر (H_0) نمایان‌گر اثربخشی روش اثرات تصادفی است، در حالی که فرضیه یک (H_1) به برتری روش اثرات ثابت اشاره دارد.

جدول (۵). آزمون هاسمن

Prob.	Chi-Sq. Statistic	
۰	۲۰۸.۹۵۳	آزمون هاسمن

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به جدول (۵)، مشاهده می‌شود که مقدار احتمال نزدیک به صفر است. بنابراین، در سطح معناداری ۹۵ درصد، فرضیه صفر (H_0) رد می‌شود و فرضیه یک (H_1) مبنی بر استفاده از روش اثرات ثابت مورد تأیید قرار می‌گیرد. این نتیجه نشان می‌دهد که با توجه به نوع داده‌ها، روش اثرات ثابت گزینه مناسب‌تری برای برآورد الگو است. پس از تعیین این که روش اثرات ثابت انتخاب شده، ضروری است که به بررسی خودهمبستگی و واریانس همسانی پرداخته شود. برای ارزیابی وجود خودهمبستگی زمانی مرتبه اول در روش اثرات ثابت، از آزمون وردیج^۱ استفاده می‌شود. فرضیه صفر (H_0) در این آزمون به عدم وجود خودهمبستگی مرتبه اول در داده‌ها اشاره دارد، در حالی که فرضیه یک (H_1) وجود خودهمبستگی درجه اول را تأیید می‌کند.

جدول (۶). آزمون وردیج

Prob.	
۰.۰۳۴۹	آزمون وردیج

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به جدول (۶)، مشاهده می‌شود که مقدار احتمال در حدود ۰.۰۳ است. بنابراین، در سطح معناداری ۹۵ درصد، فرضیه صفر (H_0) مبنی بر عدم وجود

^۱. Wooldridge

خودهمبستگی مرتبه اول رد می‌شود، که نشان‌دهنده وجود خودهمبستگی در داده‌ها است.

در این پژوهش، از آزمون والد^۱ برای ارزیابی همسانی واریانس استفاده می‌شود. فرضیه صفر (H_0) در این آزمون به همسانی واریانس اشاره دارد، در حالی که فرضیه یک (H_1) وجود ناهمسانی واریانس را تأیید می‌کند.

جدول (۷). آزمون والد

	chi2 (15)	Prob.
آزمون والد	۴۸۶/۹۵	۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به یافته‌های جدول (۶)، مشاهده می‌شود که مقدار احتمال نزدیک به صفر است. بنابراین، در سطح معناداری ۹۵ درصد، فرضیه صفر (H_0) رد می‌شود و واریانس ناهمسانی تأیید می‌گردد. در الگو برآورد شده به روش اثرات ثابت، وجود واریانس ناهمسانی و خودهمبستگی باعث می‌شود که تخمین الگو دچار مشکل گردد. از این رو، پیشنهاد می‌شود که داده‌های تلفیقی با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته تخمین زده شوند. این روش به داده‌هایی که پراکندگی بیشتری دارند، وزن کمتری اختصاص می‌دهد و دارای حداقل واریانس در جملات خطا و به‌طور نااریبی است.

علاوه‌براین، آزمون همبستگی سریالی مرتبه دوم ($AR(2)$) در بررسی جملات خطای تفاضلی مرتبه اول انجام می‌شود. در این آزمون، تخمین‌زننده گشتاور تعمیم‌یافته زمانی دارای سازگاری است که هیچ همبستگی سریالی مرتبه دومی در جملات خطا از معادله تفاضلی مرتبه اول وجود نداشته باشد. عدم رد فرضیه صفر در هر دو آزمون شواهدی را در تأیید عدم همبستگی سریالی و اعتبار ابزارهای مورد استفاده فراهم می‌آورد.

از آنجا که در روش گشتاور تعمیم‌یافته، تفاضل‌گیری از معادله اولیه موجب ایجاد همبستگی غیرقابل چشم‌پوشی بین وقفه متغیر وابسته و جزء خطای تبدیل شده می‌شود

^۱. Wald Test

(باند، ۲۰۰۲)، و با توجه به این که سازگاری این تخمین‌زننده بر اساس فرض عدم همبستگی جملات خطا استوار است، انجام آزمون $AR(2)$ بسیار حیاتی است (آرلانو و باند، ۱۹۹۱).

جدول (۸). آزمون ارلاندو باند

	آماره Z	Prob > z
AR1	-۰.۰۰۶۷۶	۰.۹۹۴۶
AR2	۰.۰۰۲۸	۰.۹۹۷۸

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، نمی‌توان فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی درجه اول در تفاضل مرتبه اول جملات اختلال را رد کرد. همچنین، فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی سریالی درجه دوم در تفاضل جملات اختلال نیز قابل رد نیست. بنابراین، اعتبار الگوهای پژوهش از این منظر نیز تأیید می‌شود.

آزمون سارگان^۱ به‌طور خاص برای ارزیابی اعتبار ابزارهای مورد استفاده طراحی شده است. در آزمون سارگان، فرضیه صفر به این معنی است که تعداد متغیرهای ابزاری موجود در الگو کافی است و نیازی به تعریف متغیر ابزاری جدید وجود ندارد. در صورتی که فرضیه صفر رد شود، به این معناست که این الگو متغیر ابزاری کافی ندارد و باید برای بهبود الگو، متغیر ابزاری مناسب‌تری تعریف گردد (بالتاجی، ۲۰۰۵).

جدول (۹). آزمون سارگان

chi2(357) = 8.03798	Prob > chi2 = 0.9999
---------------------	----------------------

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیه صفر مبنی بر عدم همبستگی پسماندها با متغیرهای ابزاری رد نمی‌شود، که نشان‌دهنده سازگاری تخمین‌زننده گشتاور تعمیم‌یافته است. بدین ترتیب، نتایج ضرایب

^۱. Sargan Test

برآورد شده از نظر آماری تأیید شده و قابل تفسیر هستند.

۳. برآورد الگو

برای برآورد الگو در این پژوهش، از روش‌های داده‌های تابلویی در اقتصادسنجی بهره‌برداری شده است. در این مطالعه، یک بار الگو به روش گشتاور تعمیم‌یافته و بار دیگر به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآورد می‌شود. برای هر دو روش برآورد، آزمون‌های معتبر سازی لازم انجام می‌گیرد تا اطمینان حاصل شود که الگوی ارزیابی شده دارای اعتبار و پایداری کافی است. این رویکرد به ما این امکان را می‌دهد که نتایج حاصل از هر دو روش را مقایسه کرده و در نهایت تحلیلی جامع از داده‌ها ارائه شود.

جدول (۱). تخمین الگو به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
C	۰/۱۱	۰/۲۲۹	۰/۴۸۷	۰/۶۲۶
DLL	۰/۸۵	۰/۰۱۴	۶۱/۹۵	۰/۰۰
DLGCF	۰/۴۶	۰/۰۰۶	۷۵/۱۹	۰/۰۰
DLDCPF	۰/۱۰	۰/۰۱۷	۶/۱۷	۰/۰۰
DLFMD	۰/۱۲	۰/۰۰۸	۱۵/۴۵	۰/۰۰
DLDO	۰/۰۲	۰/۰۰۳	۵/۸۴	۰/۰۰
$R^2=0.998849$	Prob(F-statistic)= 0.000000	Durbin-Watson stat= 1.277959	Adjusted R-squared= 0.998803	

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج برآورد الگو نشان می‌دهد که متغیرهای مختلف تأثیرات متفاوتی بر روی متغیر وابسته دارند. در مقابل، متغیر DLL با ضریب ۰.۸۵ و احتمال صفر، تأثیر مثبت و معناداری دارد و نشان می‌دهد که تغییرات آن به طور قابل توجهی بر روی متغیر وابسته اثر می‌گذارد. همچنین، متغیر DLGCF با ضریب ۰.۴۶ و احتمال صفر و DLDCPF با ضریب ۰.۱۰ و احتمال صفر نیز اثر مثبت و معناداری بر روی متغیر وابسته دارند. در همین راستا، متغیر DLFMD با ضریب ۰.۱۳ و احتمال صفر نیز تأثیر مثبت و معناداری را نشان

می‌دهد. در مقابل، متغیر DLDO با ضریب ۰.۰۲ و احتمال صفر تأثیر مثبت اندکی دارد. که با توجه به ماهیت متغیر که متغیر مجازی است صرفاً اثر مثبت آن مد نظر است که نشان می‌دهد. از سوی دیگر، نتایج آزمون الگو نیز نشان‌دهنده کیفیت بالای آن است، به‌طوری‌که مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰.۹۴ بیانگر آن است که حدود ۹۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته با استفاده از متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. همچنین، مقدار دوربین واتسون برابر با ۱.۷۷ نشانه عدم وجود خودهمبستگی در خطاها است. این اطلاعات مجدداً اعتبار بالای الگو و توانایی آن در تبیین تغییرات وابسته را تأیید می‌کند و به نظر می‌رسد متغیرهای مورد بررسی، به‌ویژه DLL، DLGCF، DLDCPF و DLFMD نقش مهمی در تحلیل مورد نظر ایفا می‌کنند.

با توجه به این که الگوی مورد نظر با احتمال درونزایی مواجه بود، ابتدا به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) و سپس به روش گشتاور تعمیم‌یافته برآورد می‌شود.

جدول (۱۱). تخمین الگو به روش گشتاورهای تعمیم‌یافته

احتمال	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیرها
۰/۶۳	۲۷/۹	۰/۰۲	۰/۶۷	LGDP L1
۰/۰۸	۱/۷۵	۰/۰۳	۰/۰۶	DLL
۰/۰۰	۱۲/۳۲	۰/۰۲	۰/۲۴	DLGCF
۰/۰۰	۶/۶	۰/۰۳	۰/۱۹	DLDCPF
۰/۰۰	۳/۷۵	۰/۰۲	۰/۰۶	DLFMD
۰/۰۹	-۱/۶۷	۰/۰۲	-۰/۰۳	Dummy corona
۰/۰۲۱	۲/۳۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	MSI
۰/۲۳	-۱/۳۱	۰/۲۶	-۰/۳۲	C
Adj R-squared = 0.7642		R-squared = 0.7671		Prob > F = 0.0000

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج برآورد الگو به روش گشتاور تعمیم‌یافته نشان می‌دهد که متغیرهای اصلی در الگو همگی تأثیر معنادار و مثبتی بر متغیر وابسته دارند. به طور خاص، متغیر LGDP L1 با ضریب ۰.۶۷ و احتمال ۰.۰۶۳، متغیر DLL با ضریب ۰.۰۶ و احتمال ۰.۰۰۸، متغیر

DLGCF با ضریب ۰.۲۴ و احتمال صفر، متغیر DLDCPF با ضریب ۰.۱۹ و احتمال صفر و متغیر DLFMD با ضریب ۰.۰۶ و احتمال ۰.۰۲ تأثیر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارند. در مقابل، متغیر مجازی کرونا با ضریب منفی ۰.۰۳ و احتمال ۰.۰۹ نشان می‌دهد که این متغیر تأثیر منفی بر متغیر وابسته دارد. همچنین، متغیر MSI با ضریب مثبت ۰.۰۰۱ و احتمال ۰.۰۲ تأثیر مثبت معناداری بر متغیر وابسته دارد و در نهایت مشخص می‌شد که تأمین مالی از بازار سرمایه و همچنین توسعه بازار سرمایه اثر مثبت و معنا داری بر رشد اقتصادی دارد. آماره دوربین واتسون برابر ۱.۸۹ نشان‌دهنده معناداری کلی الگو و عدم وجود خودهمبستگی در خطاها است. در مجموع، نتایج حاصل از برآورد الگو به روش گشتاور تعمیم‌یافته نشان می‌دهد که الگو از اعتبار و قدرت توضیح‌دهندگی بالایی برخوردار است و متغیرهای اصلی مورد بررسی تأثیر معناداری بر متغیر وابسته دارند.

جدول (۱۲). مقایسه ضرایب در هر دو روش گشتاور تعمیم‌یافته و حداقل مربعات تعمیم‌یافته

گشتاور تعمیم‌یافته			حداقل مربعات تعمیم‌یافته		
متغیر	ضریب	احتمال	متغیر	ضریب	احتمال
LGDP L1	۰/۶۷	۰/۶۳	C	۰/۱۱	۰/۶۳
DLL	۰/۰۶	۰/۰۸	DLL	۰/۸۵	۰.۰۰۰
DLGCF	۰/۲۴	۰/۰۰	DLGCF	۰/۴۶	۰.۰۰۰
DLDCPF	۰/۱۹	۰/۰۰	DLDCPF	۰/۱۰	۰.۰۰۰
DLFMD	۰/۰۶	۰/۰۰	DLFMD	۰/۱۲	۰.۰۰۰
LDC(Dummy corona)	-۰/۰۳	۰/۰۹	DLDO	۰/۰۲	۰.۰۰۰
MSI	۰/۰۰۱	۰/۰۲۱			
C	-۰/۳۲	۰/۲۳			

منبع: یافته‌های پژوهش

هدف از برآورد الگو به دو روش، مقایسه نتایج برای اطمینان حاصل کردن و همچنین مهر تاییدی بر اثرگذاری معنادار تأمین مالی و توسعه بازار سرمایه بر رشد اقتصادی بوده است. در حالت عمومی نتایج حاصل از روش گشتاور تعمیم‌یافته مد نظر بوده است، اما

در حالت خاص که آزمون‌های انجام شده پژوهش را به سمت استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته سوق داد است. نتایج برآورد به روش گشتاور تعمیم‌یافته نشان داد که متغیرهای DLL ، $DLGCF$ ، $DLDCPF$ و $DLFMD$ همگی تأثیر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارند. این یافته‌ها در مقایسه با برآورد حداقل مربعات تعمیم‌یافته مشابه بود و اعتبار روش گشتاور تعمیم‌یافته را تأیید می‌کند. علاوه بر این، برآورد گشتاور تعمیم‌یافته توانست تأثیر معنادار متغیر $DLDO$ را نیز شناسایی کند که در برآورد حداقل مربعات تعمیم‌یافته معنادار نبود. این مقایسه نشان می‌دهد که روش گشتاور تعمیم‌یافته با کنترل مشکل درونزایی، نتایج دقیق‌تری را ارائه می‌دهد. در مجموع، نتایج حاصل از برآورد الگو به روش گشتاور تعمیم‌یافته، اعتبار و قدرت تبیین‌کنندگی بالای الگو را تأیید می‌کند. برای برآورد کردن اثر درآمد نفتی بر اثرگذاری بازار سرمایه در رشد اقتصادی، نیاز است که دو الگوی جدید، یکی برای کشورهای نفتی و دیگری برای کشورهای غیرنفتی برآورد می‌شود.

جدول (۱۳). روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته به تفکیک کشورهای نفتی و غیرنفتی

متغیر	ضریب نفتی	احتمال	ضریب غیرنفتی	احتمال
DLL	۰/۹۳	۰/۰۰	۱/۳۷	۰/۰۰
DLGCF	۰/۳۷	۰/۰۰	۰/۴۷	۰/۰۰
DLDCPF	-۰/۱۳	۰/۰۰	۰/۲۲	۰/۰۰
DLFMD	۰/۱۳	۰/۰۰	۰/۱۴	۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج برآورد الگو به روش گشتاور تعمیم‌یافته نشان می‌دهد که متغیرهای کلیدی الگو همگی تأثیر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارند. همان‌طور که جدول (۱۳) مشاهده شد، ضریب متغیر تأمین مالی از بازار سرمایه در کشورهای نفتی منفی شده است ولی در کشورهای غیرنفتی مثبت است. که به وضوح نشان می‌دهد که در کشورهایی با وابستگی به درآمد نفتی، بازار سرمایه نقش کمرنگی در رشد اقتصادی دارد و همچنین توسعه

بازار سرمایه در کشورهای نفتی و غیرنفتی به بهبود رشد اقتصادی کمک می‌کند.

۴. نتیجه‌گیری

توسعه بازار سرمایه و بهبود تأمین مالی از طریق آن، نقش مهمی در تحقق رشد اقتصادی پایدار در کشورهای منطقه منایفا می‌کند. نتایج برآورد الگو برای ۱۵ کشور منتخب در این منطقه نشان می‌دهد که افزایش یک درصدی در تعداد نیروی کار، رشد اقتصادی را تا ۰.۸۵ درصد بهبود می‌بخشد. همچنین، افزایش یک درصدی در تشکیل سرمایه ناخالص نیز می‌تواند رشد اقتصادی را تا ۰.۴۶ درصد افزایش دهد.

در زمینه نقش بازار سرمایه، یافته‌ها حاکی از آن است که افزایش یک درصدی در تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، رشد اقتصادی را تا ۰.۱۰ درصد بهبود می‌بخشد. اگرچه این تأثیر نسبتاً اندک است که ممکن است به دلیل عدم توسعه کافی نهادهای مالی و اتکای بیشتر به بانک‌ها در این کشورها باشد، اما همچنان تأمین مالی از بازار سرمایه تأثیر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد. علاوه بر این، توسعه بازار سرمایه نیز نقش قابل توجهی در افزایش رشد اقتصادی ایفا می‌کند، به طوری که افزایش یک درصدی در توسعه بازار سرمایه، رشد اقتصادی را تا ۰.۱۳ درصد افزایش می‌دهد.

جالب توجه است که وجود درآمدهای نفتی در این کشورها، تأثیر تأمین مالی از بازار سرمایه و توسعه بازار سرمایه بر رشد اقتصادی را تا حدودی محدود می‌کند. این نکته بیانگر اهمیت توجه به توسعه بازار سرمایه به عنوان یک منبع تأمین مالی مکمل در کنار درآمدهای نفتی برای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار در این کشورها است.

در مجموع، یافته‌های این مطالعه تأکید بر نقش حیاتی توسعه بازار سرمایه و بهبود تأمین مالی از طریق آن در تحقق رشد اقتصادی پایدار در کشورهای منطقه منایفا دارد. این امر ضرورت سیاست‌گذاری‌های هدفمند برای تقویت و نوسازی ساختارهای بازار سرمایه در این کشورها را آشکار می‌سازد.

۵. پیشنهادهای سیاست

با توجه به نتایجی که از این مقاله دریافت شده است، و اثرات مثبت و معنا دار تأمین مالی و توسعه بازار سرمایه بر رشد اقتصادی مشخص شد و همچنین نکات مطرح شده در ادبیات موضوع و با توجه به این نکته که ایران وابستگی نفتی دارد، باید سیاست‌ها ابتدا مبتنی بر توسعه بازار سرمایه و سپس افزایش نقش بازار سرمایه در تأمین مالی اقتصاد باشد. پس پیشنهادات زیر برای توسعه بازار سرمایه مطرح می‌گردد:

در راستای توسعه و تعمیق بازار سرمایه، راهکارهای متعددی وجود دارد که می‌تواند نقش مؤثری در جذب سرمایه‌گذاران و افزایش کارایی بازار ایفا کند. آموزش مالی، تسهیل فرآیند سرمایه‌گذاری برای افراد حقیقی و حقوقی، و ایجاد زیرساخت‌های مناسب از جمله این راهکارها هستند. حضور گسترده سرمایه‌گذاران با استفاده از ابزارهای نوین مالی مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری، می‌تواند عمق بازار را افزایش دهد. این ابزارها ضمن مدیریت ریسک سرمایه‌گذاران خرد، امکان بهره‌مندی از تخصص متخصصان مالی را نیز فراهم می‌کنند. همچنین، تنوع‌بخشی به شرکت‌های پذیرفته شده و تسهیل فرآیند پذیرش، فرصت‌های سرمایه‌گذاری را گسترش می‌دهد.

بازارسازها نیز از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند. آنها با توانایی انجام معاملات در جهت مخالف بازار، نقش مهمی در برقراری تعادل بین عرضه و تقاضا ایفا می‌کنند و می‌توانند به کاهش نوسانات و افزایش ثبات بازار کمک کنند.

در نهایت، توسعه بازار سرمایه نیازمند نگاهی جامع و راهبردی است که تمامی ذینفعان اعم از نهادهای نظارتی، شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران و متخصصان مالی را در بر گیرد. ایجاد محیطی شفاف، رقابتی و کارآمد، کلید موفقیت در توسعه و تعمیق بازار سرمایه خواهد بود.

همچنین ایجاد یک اکوسیستم مالی یکپارچه و هماهنگ که شامل بازار پول، بازار سرمایه، بیمه و سایر نهادهای مالی باشد، می‌تواند به توسعه جامع و پایدار بازار سرمایه کمک کند. هماهنگی بین نهادهای مختلف و ایجاد سیاست‌های حمایتی منسجم، از

ضروریات توسعه بازار سرمایه است. نوآوری فناورانه نیز نقش کلیدی در توسعه بازار سرمایه دارد. توسعه پلتفرم‌های معاملاتی هوشمند، بهره‌گیری از هوش مصنوعی و تحلیل داده‌های بزرگ، و ایجاد زیرساخت‌های فناوری اطلاعات پیشرفته از جمله اقدامات مورد نیاز برای ارتقای کارایی و شفافیت بازار هستند.

مجموعه این راهکارها می‌تواند به ارتقای کیفیت، کارایی و عمق بازار سرمایه کمک کرده و زمینه‌ای برای رشد اقتصادی پایدار فراهم آورد. این رویکرد جامع و چندبعدی نیازمند همکاری و مشارکت تمامی ذینفعان از جمله دولت، نهادهای نظارتی، شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران است. با پیاده‌سازی این استراتژی‌ها و اصولی، سرمایه ایران می‌تواند به یک بازار کارآمد، شفاف و پویا تبدیل شود که زمینه رشد و توسعه اقتصادی را فراهم آورد.

تعارض منافع:

تعارض منافع وجود ندارد.

سپاسگزاری:

از دانشگاه شهید بهشتی جهت حمایت، تشکر و قدردانی می‌گردد.

منابع:

- Aurora, M., & Taxeria, A. (2017). The relationship among economic growth, capital market, and human capital: Evidence from OECD countries. *Applied Economics*, 49(55), 5587-5599.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2010). Financial institutions and markets across countries and over time: Data and analysis. World Bank Policy Research Working Paper No. 5431.
- Bekhet, H.A., Matar, A. & Yasmin, T. (2017). CO2 emissions, energy consumption, economic growth, and financial development in GCC countries: Dynamic simultaneous equation models. *Renewable and Sustainable Energy Review*, 70, 117-132.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2003). *Principles of Corporate Finance*. 7th ed. New York, NY: McGraw-Hill.
- Burns, A. J., Smith, R., & Chen, Y. (2023). Financial development and its

role in reducing inequality in developing countries. *World Development*, 156, 105886.

- Davidson, R. (2020). Financial market development and economic growth: Evidence from developing countries. *Journal of Economic Development*, 45(3), 1-20.

- Dejpasand, F., & Bokharaei, R. (2015). Investigating the Relationship between Financial Development and Economic Growth in Iran Based on a Post-Keynesian Macroeconomic Model. *Financial Economics*, 10(34), 59-92 (In Persian).

- Elangkumaran, P., & Navaratnaseel, J. (2021). Macroeconomic variables and stock prices: A study of Colombo Stock Exchange (CSE) in Sri Lanka. Available at SSRN 3886450

- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

- Hart, O. (1995). *Firms, contracts, and financial structure*. Oxford University Press.

- Hicks, J., & Schumpeter, J. (n.d.). The Role of an Integrated, Active, and Extensive Capital Market in Economic Growth. In *Economic Growth* (pp. 123-145). Springer, Boston, MA.

- Hosseini, S. M., Kiyani, M., & Ghorbani, M. (2017). The Role of Capital Market in Iran's Economic Growth: An Empirical Analysis. *Journal of Economic Planning and Development*, 24(1), 1-22 (In Persian).

- International Monetary Fund. (2012). *Financial development and economic growth*. Washington, DC: International Monetary Fund.

- International Monetary Fund. (2019). *Global Financial Stability Report*. Washington, DC: International Monetary Fund.

- Jafari, M., Kiani, M., & Ghorbani, M. (2021). A Systematic Investigation of the Impact of Capital Market Development on Iran's Economic Growth. *Journal of Economic Research*, 20(1), 1-30 (In Persian).

- Johnson, M., Lee, C., & Wang, T. (2021). The impact of financial market development on economic growth: Comparative analysis across countries. *Journal of Financial Stability*, 54, 100821.

- Kazemi, A. (2019). The Impact of Capital Market Volatility on Economic Growth: Evidence from Iran. *Journal of Economic Sciences*, 10(1), 75-90 (In Persian).

- Khal'atbari, Firouzeh. (1994). *Economic Foundations of Oil. Islamic Revolution Publications and Education*, 132 (In Persian).

- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The quarterly journal of economics*, 108(3), 717-737.

- Komijani, M. (2019). The Role of Capital Market in Corporate Financing. *Journal of Economic Research*, 18(2), 120-135 (In Persian).

- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1982). Time to build and aggregate fluctuations. *Econometrica*, 50(6), 1345-1370. <https://doi.org/10.2307/>

1912587.

- Langkumaran, T., & Navarathnasal, K. (2021). The impact of macroeconomic variables on CSE stock prices in Sri Lanka. *Journal of Economic Studies*, 48(4), 874-887.
- Levine, R. (2005). *Finance and growth: Theory and evidence*. Handbook of Economic Growth, 1:865-934.
- Lucas, R. E. (1977). Understanding business cycles. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 5, 7-29
- Lucas, R. E. (1988). On the mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*. 22
- McKinnon, R. I., & Shaw, E. S. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution
- Mckinnon, R.I. (1973). *Money and capital in economic development*. Washington, DC: Brooking Institution.
- Mehtadi, M., & Agarwal, R. (2004). The impact of stock market development on economic growth: Evidence from selected countries. *International Journal of Finance and Economics*, 9(3), 195-211.
- Mishkin, F. S. (2004). *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson Education
- Moghimi, S. M., & Mousavi, S. M. (2017). An Analysis of Money Market and Capital Market in Iran. *Scientific-Research Quarterly of Financial Research*, 19(3), 115-134 (In Persian).
- Nikookar, F. (2021). The Relationship Between Capital Market and Investment in Iran. *Quarterly Journal of Economics and Development*, 15(4), 101-120 (In Persian).
- Rahmani, A., Kiyani, M., & Ghorbani, M. (2015). Investigating the Impact of Tehran Capital Market on Iran's Economic Growth. *Journal of Financial Management*, 7(2), 1-18.
- Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*. The Free Press
- Rezazadeh, A., & Rezazadeh, M. (2017). Capital Market and Its Role in Economic Development. *Scientific-Research Quarterly of Financial Research*, 19(3), 1-18 (In Persian).
- Sahari, M., Vaez Barzani, M. Bakhshi Dastjerdi, R. & Amiri, H. (2013). The Effect of Bank Deposit Interest Tax on Macroeconomic Variables under the Conditions of the Presence and Absence of Capital Market: A Dynamic Stochastic General Equilibrium Approach. *Economics and Modeling*, 14(4), 1-35.
- Schumpeter, J. (1912). *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Cambridge: Harvard University Press.
- Schumpeter, J.A. (1911). *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig: Dunker and Humblot, *The Theory of Economic Development*, 1911, translated by

R.Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.

- Shahbaz, M., Ahmed, N., & Ali, L. (2008). Stock market development and economic growth: ARDL causality in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 14(1), 182-195.

- Shahbaz, M., et al. (2018). The Impact of Capital Market on Economic Growth. *Quarterly Journal of Economic Sciences*, 10(3), 45-67 (In Persian).

- Stiglitz, J. (1994). *The Role of Financial Markets in Economic Growth*. Washington: World Bank.

- Su, J., & Li, H. (2022). Financial access, growth, and the role of small and medium-sized enterprises in developing economies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(3), 760-776.

- World Bank. (2019). *World Development Report 2019: The Changing Nature of Work*. Washington, DC: World Bank.