

## اثر وفور منابع طبیعی بر توسعه مالی در کشورهای منتخب اوپک نفت و گاز (با تاکید بر شاخص چندبعدی توسعه مالی در بازار سهام)

محمدحسین مهدوی عادل<sup>۱</sup>

مریم روحانی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۳/۰۲

تاریخ دریافت: ۹۶/۱۱/۲۹

### چکیده

ارتباط میان عملکرد بخش واقعی و بخش مالی توجه مطالعات بسیاری را به خود معطوف کرده است. درحالی که اجماعی نسبی میان اقتصاددانان درباره‌ی اثر درآمدهای صادرات منابع طبیعی و توسعه مالی در بخش بانکی وجود دارد. اما به بازار سهام به عنوان تکیه‌گاه اصلی فعالیت‌های بازار سرمایه در جهت دستیابی به رشد اقتصادی مستمر و با ثبات کشورها، به خصوص کشورهای غنی از منابع طبیعی، توجه خاصی نشده است. مقاله‌ی حاضر رابطه بین شاخص چند بعدی توسعه مالی در بازار سهام (که با استفاده از روش تجزیه مولفه‌های اصلی استخراج شده است) و وفور منابع طبیعی را در برخی کشورهای منتخب عضو اوپک نفت و گاز طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶ به روش داده‌های تابلویی بررسی می‌نماید.

یافته‌های تحقیق گویای آن است که ارتباط مثبت و معنی‌داری بین توسعه مالی در بازار سهام و درآمد حاصل از صادرات منابع، وجود دارد. همچنین برآورد الگو نشان دهنده‌ی تاثیر منفی تورم و اثر مثبت اندازه‌ی دولت و درجه باز بودن اقتصاد بر توسعه بازار سهام می‌باشد.

**واژه‌های کلیدی:** منابع طبیعی، توسعه مالی، داده‌های تابلویی، شاخص چند بعدی.

۱- استاد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.

۲- دانشجوی دکتری دانشکده علوم اداری و اقتصادی پردیس دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران (نویسنده مسئول) rohani.m67@gmail.com

## ۱- مقدمه

مطالعه‌ی نقش توسعه بخش مالی در رشد اقتصادهای وابسته به منابع، برای متخصصان و سیاست‌گذاران جذاب و مهم است. ادبیات وسیعی در رابطه با نفرین منابع و کانال‌های مختلفی که از طریق آن‌ها وفور منابع می‌تواند بر رشد تأثیرگذار باشد، وجود دارد. درک نقش توسعه مالی در این موضوع، حیاتی می‌باشد. سیاست‌گذارانی که به توسعه کشورهای خود اهمیت می‌دهند احتیاج به درک اهمیت نسبی حوزه‌های مختلف سیاست‌گذاری و اثربخشی خاص هر یک از سیاست‌ها دارند. شناسایی کانال‌هایی که از طریق آن‌ها وفور منابع می‌تواند توسعه اقتصادی را تحریک یا تخریب کند در طراحی سیاست‌هایی برای حداکثر کردن فواید سرمایه‌ی طبیعی مهم است.

از اواخر دهه ۱۹۸۰، بسیاری از مطالعات ارتباط منفی بین فراوانی منابع طبیعی و رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه را تأیید نمودند و بسیاری از مطالعات به بررسی علت بلای منابع پرداختند. مطالعات متعددی در تلاش بوده‌اند علت کندی رشد اقتصادی در کشورهای برخوردار از فراوانی منابع را توضیح دهند؛ درحالی که از اثرگذاری فراوانی منابع بر توسعه مالی، غافل مانده‌اند. از آن‌جاکه توسعه مالی به عنوان یک متغیر کلیدی نقش مهمی در رشد اقتصادی بازی می‌کند، این ادعا وجود دارد که علت کندی رشد اقتصادی در کشورهای دارای فراوانی منابع، می‌تواند ناشی از پایین بودن سطح توسعه مالی آن‌ها نیز باشد.

با توجه به تحقیقات انجام شده (به عنوان مثال بک<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰ و ابوترابی و دیگران، ۱۳۹۴)، کشورهای صادرکننده منابع طبیعی نسبت به میانگین جهانی سطح پایین‌تری از توسعه مالی را دارند و وضعیت آن‌ها در مقایسه با کل دنیا مناسب نمی‌باشد. اما با نگاهی دقیق‌تر به آمارهای جهانی می‌توان دریافت که حتی در بین کشورهای صادرکننده منابع طبیعی نابرابری‌های قابل ملاحظه‌ای در سطح توسعه مالی وجود دارد. با بررسی این تحقیقات مشخص می‌شود؛ عمده‌ی این مطالعات تنها بر نقش بخش بانکی در توسعه مالی

متمرکز شده‌اند. این در حالی است که یک سیستم مالی شامل مؤسسات بانکی، بازارهای مالی، سایر واسطه‌های مالی از قبیل صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه، و یک بدنه‌ی مقرراتی گسترده (یک بانک مرکزی که عملکرد این واسطه‌ها را نظارت و پایش می‌کند) می‌شود. تجهیز و تخصیص پس‌اندازها، بهبود در کسب و توزیع اطلاعات و نیز توزیع ریسک از جمله وظایف مهم بازار سهام می‌باشد که کارایی و اثربخشی آن‌ها می‌تواند نرخ رشد اقتصادی را افزایش دهد (آگراوالا و تاتیجا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷ و شاه‌آبادی و دیگران، ۱۳۹۶). لذا جهت دستیابی به بازار سهام توسعه یافته، عوامل اقتصادی و غیراقتصادی متعددی وجود دارد که می‌توان به نرخ ارز واقعی، نرخ پس‌انداز و عوامل نهادی و در کشورهای غنی از منابع به وفور منابع طبیعی اشاره نمود (نارایان و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵؛ آلتینباس و بیسکین<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵ و شاه‌آبادی و دیگران، ۱۳۹۶).

نوآوری و هدف تحقیق حاضر آن است که توجه خود را به بخش دیگری از بازار مالی یعنی بازار سهام کشورها معطوف نماید. به علاوه برخلاف سایر تحقیقات که از یک شاخص جهت بیان توسعه مالی استفاده می‌کنند، از یک شاخص ترکیبی به جهت بررسی همه ابعاد توسعه مالی در بازار سهام کشورها استفاده نموده و رابطه میان درآمدهای حاصل از صادرات منابع طبیعی و توسعه مالی با تأکید بر بخش بازار سهام مشخص گردد. در بخش دوم به مبانی نظری پرداخته شده، سپس در بخش سوم شواهد تجربی موجود ارائه و در بخش چهارم تجزیه و تحلیل الگو تشریح می‌شود. بخش پنجم نتیجه‌گیری و بخش ششم پژوهش پیشنهادها برای مطالعات آتی است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

## ۲-۱- نظام‌های مالی

وظیفه اصلی نظام مالی، تخصیص بهینه منابع مالی جهت دستیابی به سطوح بالاتر رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی است. در این راستا کارکردهای مهم سیستم مالی، تجهیز منابع برای سرمایه‌گذاری، انتخاب بهترین

## ۲-۲- منابع طبیعی و توسعه مالی در بازار سهام

همانطور که پیش‌تر بیان شد عوامل اقتصادی، نهادی، اجتماعی و سیاسی متعددی بر توسعه بازار سهام اثر گذار می‌باشند. پس‌انداز بالاتر با جریان یافتن سرمایه بیشتر به سمت بازارهای سهام تأثیری مثبت بر اندازه‌ی بازارسهام خواهد داشت. اگر این منابع به همراه پس‌انداز بخش خصوصی و به عنوان منبع بالقوه وارد بازارهای سهام و سیستم بانکی شود، منابع مالی آن‌ها را افزایش داده و موجبات توسعه مالی در هر دو بخش را فراهم می‌آورد (برنلند و تورسروود<sup>۴</sup>، ۲۰۱۴).

مدیریت علمی و صحیح منابع طبیعی از طریق پیاده‌سازی اصولی و همه‌جانبه شاخص‌های حکمرانی، موجب می‌شود درآمدهای حاصل از صادرات منابع خدادادی که در اختیار برخی از کشورهاست؛ به نحوی اثربخش مدیریت شده و با حرکت به سمت فعالیت‌های پربرازده اقتصادی، افزایش عرضه و تقاضای سهام شرکت‌های موفق بورسی را فراهم آورد و در نتیجه منجر به توسعه بازار سهام گردد (شاه‌آبادی و دیگران، ۱۳۹۶).

ثروت باد آورده ناشی از وفور منابع طبیعی و متعاقب آن گسترش بخش کالاهای غیرقابل مبادله می‌تواند موجب تقاضای بیشتر برای خدمات مالی (از جمله اعتبارات مصرفی) شود. از سوی دیگر، تقاضای کمتری برای تأمین مالی بیرونی از سوی بخش منابع طبیعی در مقایسه با بخش کالاهای قابل مبادله‌ی غیروابسته به منابع (که از بیماری هلندی رنج می‌برد) وجود دارد. علاوه بر این، ادبیات موجود نشان دهنده نرخ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری کمتر در اقتصادهای وابسته به منابع هستند، که به نوبه خود قادر است تقاضای کمتر برای خدمات مالی در اقتصادهای وابسته به منابع را توضیح دهد. به طور مشخص، کشورهای با منابع غنی می‌توانند از درآمد به دست آمده از منابع خود برای پرداخت مخارج مصرفی استفاده کنند، که این مسئله باعث می‌شود انگیزه لازم برای ایجاد یک سیستم مالی کارآ کاهش یابد (که به عنوان مانعی برای هموار ساختن مخارج مصرفی طی چرخه تجاری

پروژه‌های سرمایه‌گذاری، قیمت‌گذاری و تقسیم ریسک، ایجاد انگیزه برای نظارت بر سرمایه‌گذاری‌های انجام شده و مدیران آن‌ها و نیز تسهیل تجارت و مبادله می‌باشد (ابوترابی و ابوترابی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲). ادبیات اخیر به این نتیجه رسیده است که همراه با رشد اقتصادی، تقاضا برای خدمات ارائه شده توسط بازارهای مالی به طور نسبی در مقایسه با خدماتی که توسط بانک‌ها قابل ارائه است، افزایش می‌یابد. بدین معنی که همگام با رشد اقتصاد، بازارهای مالی نسبتاً مهم‌تر می‌شوند (دمیرگو-کانت و دیگران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱). چهار نوع عمده بازارهای مالی عبارتند از: بازارهای اوراق قرضه (اوراق قرضه دولتی و اوراق قرضه شرکتی)، بازار سهام که در آن سهام متعارف معامله شده، بازار ارز و بازار مشتقات. نقدشوندگی بازار سهام نقش مثبت قابل توجهی بر انباشت سرمایه، رشد بهره‌وری و نرخ‌های حال و آینده رشد اقتصادی دارد. به طور کلی‌تر، نظریه‌ی اقتصادی باور دارد که بازارهای سهام رشد بلندمدت را از طریق ترویج تخصص‌گرایی، کسب و افشاء اطلاعات، و تجمیع پس‌اندازها به صورت کارآمد برای تقویت سرمایه‌گذاری بهبود می‌بخشد (آرستیس و دیگران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۱). همچنین تحقیقات نشان می‌دهند هر چقدر کشورها ثروتمندتر می‌شوند، بازارهای سهام نسبت به بانک‌ها فعال‌تر و کارآمدتر می‌شوند (ابوترابی و دیگران، ۱۳۹۴). با وجود اینکه در مطالعات تجربی توجه کمی به بازارهای اوراق قرضه شده است؛ هرچند که بعضی از تحقیقات اخیر نشان می‌دهند این بازارها نقش مهمی را در توسعه اقتصادی و تخصیص مؤثر سرمایه ایفا کرده‌اند (فینک و دیگران<sup>۸</sup>، ۲۰۰۳).

از سوی دیگر، نظریه بازارمحور مزایای عملکرد بهتر بازار را تبیین کرده و بر مشکلات نظام بانک محور تأکید می‌کند. براساس این نظریه، نظام مالی بازارمحور، با ایجاد بازار بزرگ، سیال و نقدینه، بهتر می‌تواند به رشد اقتصادی، انگیزه‌های کسب سود و در نتیجه، حاکمیت شرکتی کمک کرده و مدیریت ریسک را تسهیل نماید (پریور و حسنی، ۱۳۹۵).

استفاده می‌شود) (گیلفاسون، ۲۰۰۴ و ابوترابی و دیگران، ۱۳۹۴).

اکتشاف منابع طبیعی باعث می‌شود عوامل تولیدی از بخش تولید به بخش منابع منتقل شوند (ون وینبرگن<sup>۱۰</sup>، ۱۹۸۴، گیلفاسون و دیگران<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۹). رونق این بخش و وجود فرصت‌های شغلی و درآمدهایی که از آن‌ها به دست می‌آید، مشوق افراد در جهت ترک سایر بخش‌های تولیدی می‌باشد. این امر منجر به کوچک شدن بخش قابل معامله اقتصاد این کشورها می‌شود و تجارت محدود می‌گردد (یوسیانگ و چن<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۱). از طرفی، تجارت نقش مهمی بر توسعه مالی در بازار سهام دارد (راجان و زینگالس<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۳). با سمت گیری خارجی، نه تنها سطح درآمد ارتقا می‌یابد بلکه می‌تواند سطح و میزان پس‌اندازها را نیز افزایش دهد. این امر به نوبه خود نرخ سریع‌تر انباشت سرمایه، انتقال دانش، فناوری و مهارت مدیریتی را موجب می‌گردد. هر چه اقتصاد کشور در ارتباط با سایر کشورها پویاتر عمل نماید، ضمن افزایش مبادلات اقتصادی، از کسب فناوری و خلاقیت سایر کشورها بهره‌مند گردیده و با افزایش بازدهی موجبات افزایش انگیزه و عامل تحریک برای سرمایه‌گذاری را فراهم می‌نماید و موجب تقاضای بیشتر برای خدمات مالی شده و باعث توسعه مالی در بازارهای مالی می‌شود (طیبی و دیگران، ۱۳۹۳).

رانت اقتصادی ایجاد شده به واسطه منابع فراوان، فرصت‌های فساد<sup>۱۴</sup> را افزایش می‌دهد. فساد باعث تضعیف اعتبار سیاست‌های دولت می‌گردد. بدین صورت که افراد جامعه به این سیاست‌ها اعتماد نخواهند داشت و بنابراین اصلاحات مالی برای دولت دشوار خواهد بود. اصلاحات در نظام مالی و توسعه آن در کشورها، جریان‌های مالی را تسهیل کرده و بر کارایی بازارهای مالی می‌افزاید. این اصلاحات همچنین، همگرایی بازارهای واقعی و مالی را به وجود می‌آورد (شریفی، ۱۳۸۹). با وجود فساد و رانت‌جویی مقامات، مدیریتی در جهت حرکت درآمدهای حاصل از

منابع طبیعی به سمت فعالیت‌های پربازده در بازار سهام وجود نخواهد داشت (نارایان و دیگران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۵).

بالاند و فرانسیز<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۰) نیز بحث می‌کنند؛ دسترسی دولت به حجم عظیم درآمدهای نفتی، نیاز دولت را برای تأمین مالی از طریق مالیات‌ها کاهش می‌دهد. در این شرایط دولت هیچ‌گونه تعهدی برای پاسخگویی در مقابل مردم ندارد و مردم نیز تقاضای کمتر برای پاسخگویی در جهت تعریف و تضمین حقوق مالکیت و ایجاد امنیت اقتصادی خواهند داشت، که این امر به نوبه‌ی خود موجب تضعیف حقوق مالکیت و تأمین امنیت شده، انگیزه‌ی نوآوری و خلاقیت و همچنین کارآفرینی در جامعه را کاهش می‌دهد (ملک الساداتی، ۱۳۸۶). برخلاف رانت جویان، کارآفرینان ارتقادهندگان بالقوه توسعه مالی و متقاضیان اصلی تأمین اعتبار در بازارهای اوراق بهادار می‌باشند. اگر تعداد کارآفرینان به وسیله انفجار منابع<sup>۱۷</sup> (رونق منابع) کاهش یابد، سرعت توسعه مالی نیز ممکن است کاهش یابد (هوشمند و دیگران، ۲۰۱۳).

محققان بیان می‌کنند؛ اگر محیط قانونی مناسب که مقررات آن مکتوب بوده و اجرا شود، از اقلیت سهام-داران در سلب مالکیت محافظت کند و تمایل آن‌ها را برای خرید سهام افزایش دهد، به نوبه‌ی خود باعث افزایش اندازه و نقدشوندگی بازار سهام و توسعه آن خواهد شد. زیرا قوانین و مقررات ساده و اثربخش می-تواند با ایجاد بسترهای مناسب، درآمدهای ارزی حاصل از صادرات منابع طبیعی را به سمت فعالیت‌های پربازده در بازار سهام سوق داده و موجبات گسترش بازار سهام را فراهم نمایند؛ چرا که محیط نهادی مناسب همراه با قوانین و مقررات شفاف و روان باعث افزایش سرمایه‌گذاری در بازار سهام شده و در نهایت افزایش عرضه و تقاضا سهام را به همراه خواهد داشت و از این طریق کارایی بازار سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهد. بنابراین چنان که فرصت‌های فساد به دلیل رانت منابع افزایش یافته و سبب تضعیف حقوق مالکیت شود بر

پیش‌تر اشاره شد، ثبات مالی یکی از پیش شرط‌های توسعه مالی در بازارهای پول و سرمایه می‌باشد که درآمدهای نفتی می‌تواند این ثبات را به دلیل بحران-های نفتی بر هم زند و بر بی‌ثباتی کل اقتصاد اثر منفی بر جای گذارد. بی‌ثباتی در اقتصاد باعث می‌شود اطمینان و انگیزه‌ی سرمایه‌گذاران در فرآیند سرمایه-گذاری جهت حضور فعال در بازار سهام از بین برود (هوپر و دیگران<sup>۲۱</sup>، ۲۰۰۹).

### ۳- شواهد تجربی

مطالعات در مورد آثار درآمدهای نفتی یا به طور کلی فراوانی منابع بر توسعه مالی چه در بخش بانکی و چه بازار سهام بسیار اندک و محدود است و به جرات می‌توان بیان کرد مطالعاتی که به طور ویژه به بازار سرمایه توجه کنند، در ایران وجود ندارد. یوسیانگ و چن (۲۰۱۱)، در مقاله‌ای با عنوان «فراوانی منابع و توسعه مالی: شواهدی از چین» با روش داده‌های ترکیبی در سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۶ به بررسی اثر بیماری هلندی در بخش مالی چین پرداخته و بیان می‌کنند سرعت توسعه مالی در نواحی با منابع غنی کمتر از نواحی با منابع اندک می‌باشد. به عقیده آن‌ها فراوانی منابع از طریق درجه بازبودن تجاری، تقاضا برای اصلاحات مالی، انباشت سرمایه اجتماعی و سرمایه‌گذاری مولد بر توسعه مالی اثر منفی گذاشته در نتیجه رشد اقتصادی را کاهش می‌دهد.

بکونا و بودمن<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۸) در تحقیق خود، «نقش توسعه مالی در اقتصادهای با منابع طبیعی فراوان: آیا طبیعت منابع ایجاد مشکل می‌نماید؟»، با استفاده از گشتاورهای تعمیم یافته دو مرحله‌ای تصحیح واریانس به بررسی ۴۴ کشور در حال توسعه در سال‌های ۱۹۸۴ تا ۲۰۰۳ پرداخته و به این نتیجه می‌رسند که توسعه مالی از طریق انباشت سرمایه بر عملکرد اقتصادی اثر گذاشته و توانایی توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری در کشورهای نفتی کمتر است. از آن‌جا که اثر کیفیت در سرمایه‌گذاری‌ها پایین است با وجود حجم سرمایه‌گذاری بالاتر، رشد در کشورهای نفتی پایین‌تر

روی اندازه و نقدینگی بازار سرمایه اثر منفی خواهد گذاشت. چنانچه دولت با اقدامات خود و ایجاد حمایت از سرمایه‌گذاران با عث ایجاد اطمینان در سرمایه-گذاران شده و انگیزه جهت حضور در بازار سهام را در افراد تقویت می‌کند (شاه‌آبادی و دیگران، ۱۳۹۶ و سبحانی و دیگران، ۱۳۹۱).

فراوانی منابع انگیزه‌های خصوصی و عمومی را برای انباشت سرمایه‌های انسانی به دلیل وجود سطح بالایی از درآمد غیر دستمزدی کاهش می‌دهد. مشاهدات تجربی در میان کشورها نشان می‌دهند که ثبت‌نام در مدارس در تمام سطوح، با فراوانی منابع ارتباط منفی دارد (گیلفاسون و دیگران، ۱۹۹۹). علاوه بر این، فراوانی منابع ممکن است سرمایه‌های اجتماعی را نیز در جامعه کاهش دهد. (پالدام و سوندسن<sup>۱۸</sup>، ۲۰۰۰؛ گیلفاسون و زواگا، ۲۰۰۶ و هوشمند و دیگران، ۲۰۱۳). اما از آن‌جا که سرمایه اجتماعی یکی از تعیین‌کننده‌های اعتماد می‌باشد، انباشت آن سرعت توسعه مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ زیرا قراردادهای مالی اعتمادبر<sup>۱۹</sup> هستند. در حقیقت تأمین مالی چیزی نیست جز مبادله‌ی مقداری پول در زمان حاضر به دلیل تعهد به بازپرداخت مبلغ بیشتری پول در آینده. اینکه چنین مبادله‌ای محقق شود، نه تنها به ضمانت اجرایی قراردادها بستگی دارد، بلکه اساساً تحت تأثیر میزان اعتماد تأمین مالی‌کننده به تأمین مالی‌شونده نیز می‌باشد (مجتهدی، ۱۳۹۱). بنابراین سرمایه اجتماعی از عوامل تعیین‌کننده مهم سطح اعتماد است و می‌تواند سطح توسعه مالی در بازار سهام را نیز تحت تأثیر قرار دهد. تحلیل‌های تجربی گوپسو و دیگران<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۴) نیز تأیید کرد که سرمایه اجتماعی نقش مثبتی در درجه توسعه مالی بازی می‌کند.

فراوانی منابع سبب می‌گردد کشورهای با درآمد-های نفتی به دلیل اتکاء بیش از حد به این درآمدها، با شوک‌های ناشی از نوسانات قیمت نفت مواجه شوند. این نوسانات قیمت، خود عاملی برای انتقال شوک‌های منفی بر کل اقتصاد می‌باشد. از طرفی همان گونه که

نتایج این مطالعه نشان می‌دهد متغیرهای مدیریت منابع طبیعی، بهره‌وری کل عوامل تولید، نرخ ارز واقعی و اندازه دولت تاثیر مثبت و معنادار بر توسعه بازار سهام دارند. همچنین نتایج تخمین‌این مدل بیان‌گر تاثیر منفی و معنادار متغیر نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی بر توسعه یافتگی بازار سهام است.

#### ۴- تجزیه و تحلیل الگو

##### ۴-۱- معرفی داده‌ها

در مقاله‌ی حاضر جهت بررسی اثر وفور منابع طبیعی بر توسعه مالی بازار سهام، کشورهای عضو اوپک نفت و گاز (اکوادور، اندونزی، امارات متحده عربی، عربستان سعودی، ایران، ونزوئلا، کویت، نیجریه، بولیوی، مصر و ترینداد و توباگو) به عنوان نمونه‌ی کشورهای صادر کننده‌ی منابع طبیعی انتخاب شده‌اند. با توجه به اینکه کشورهای منتخب دارای سیستم سهام متفاوت بوده و ناهمگن می‌باشند، بر طبق معیار ارائه شده توسط بک و لوین (۲۰۰۴)، کشورها به دو گروه کشورهای با سیستم سهام گسترده یا پیشرفته و کشورهای با سیستم سهام محدود و ضعیف تقسیم بندی می‌شوند.

بر طبق معیار فوق، نسبت ارزش سهام پذیرفته شده (شاخص اندازه بازار سهام) به کل مطالبات سیستم بانکی از مؤسسات غیر مالی داخلی را به دست آورده، نسبت بالاتر این شاخص بیان کننده‌ی سیستم مالی بیشتر بر پایه‌ی بازار می‌باشد (همان، ۲۰۰۴). چنانچه کشوری سیستم مالی بر پایه‌ی بازار داشته باشد، دارای بازار سهام پیشرفته‌تری خواهد بود.

بعد از به کارگیری شاخص مذکور برای کشورهای منتخب عضو اوپک با توجه به دسترسی به داده‌های هریک به ترتیب اکوادور، ایران، ونزوئلا، نیجریه، بولیوی، مصر و ترینداد و توباگو به جهت یکسان بودن وضعیت معاملات و اندازه‌ی بازار سهامشان انتخاب شده‌اند.

می‌باشد. در صورتی که سیستم مالی توسعه یافته باشد، می‌تواند سرمایه‌های انباشت شده از درآمدهای منابع طبیعی را به پیش برندگان کارای رشد اقتصادی تبدیل کند.

هودلر و باتاچاریا<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۰) در مقاله‌ی با عنوان « آیا درآمدهای منابع نفتی مانع از توسعه مالی می‌شوند؟ نقش نهادهای سیاسی»، به بررسی اثر نهادها در توسعه مالی با وجود درآمد منابع طبیعی می‌پردازد. آن‌ها با در نظر گرفتن ۱۳۳ کشور طی سال‌های ۱۹۷۰ تا ۲۰۰۵ به این نتیجه می‌رسند که رانت منابع با نهادهای سیاسی ضعیف دو برابر شده و یک مانع توسعه مالی می‌باشد و دولت در این کشورها به تعهد اجرای قراردادهای اهمیت نداده و توسعه مالی در صورت اجرای قراردادهای محقق می‌گردد. در آخر بیان می‌دارند که با ایجاد دموکراسی در کشورهای غنی از منابع می‌توان به توسعه بخش مالی رسید.

بک (۲۰۱۰) در مقاله «مالی و نفت، آیا نفرین منابع در توسعه مالی وجود دارد؟» به بررسی اثر نفرین منابع در تعمیق مالی کشورهای وابسته به منابع در سال‌های ۱۹۶۰ تا ۲۰۰۷ پرداخته و برای مقایسه از کشورهای بدون منابع نیز استفاده نموده است. وی به نتایج زیر رسیده است:

بخش بانکی در اقتصادهای مبتنی بر منابع کوچک‌تر بوده و بازار سهامشان با حجم فعالیت تجاری کمتری همراه است.

در این کشورها با وجود انباشت سرمایه بیشتر در بانک‌ها، به دلیل محدودیت عرضه، وام کمتری به بنگاه‌ها داده می‌شود. یعنی دولت در این کشورها اقدام به سرکوب مالی نموده و نوعی بیماری هلندی در بخش مالی وجود دارد که مانع از توسعه مالی می‌گردد.

شاه آبادی و دیگران (۱۳۹۶) در مطالعه‌ی، با عنوان «تاثیر مدیریت منابع طبیعی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی»، با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته طی دوره ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۳ به بررسی تاثیر مدیریت منابع طبیعی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب پرداخته‌اند.

#### ۴-۲- تجزیه مؤلفه‌های اصلی

تجزیه مؤلفه‌های اصلی توسط کارل پیرسون (۱۹۰۱)<sup>۳۱</sup> ارائه شد. این تحلیل شامل تجزیه مقادیر ویژه<sup>۳۲</sup> ماتریس واریانس-کوواریانس می‌باشد.

جدول (۱)، نتایج روش تجزیه مؤلفه‌های اصلی و سهم هر یک از شاخص‌های توسعه مالی در شاخص چند بعدی بازار سهام را در کشورهای منتخب توسط نرم‌افزار SAS 9.1 نشان می‌دهد.

نتایج جدول ۱ بیانگر آن است که در شاخص چند بعدی توسعه مالی بازار سرمایه ونزوئلا، اکوادور، مصر و نسبت ارزش کل مبادله شده بازار سهام به تولید ناخالص ملی (traded) بیشترین سهم را دارد. در حالی که در ایران و نیجریه بیشترین ضریب اهمیت مربوط به شاخص نسبت ارزش کل سهام مبادله شده به انباشت سرمایه بازار (turnover) است. همچنین در ترینداد و توباگو و بولیوی شاخص نسبت انباشت سرمایه بازار سهام به تولید ناخالص داخلی (Cap) بیشترین سهم را دارد.

همچنین با توجه به معیار ارزش معاملات بازار سهام از کل تولید ناخالص داخلی این کشورها، کشورهای که ارزش بازار سهام پایین‌تر از ۵۰ درصد داشته‌اند، انتخاب شدند که با روش قبل یکسان بودند<sup>۳۴</sup>.

متغیرهای مورد نظر جهت بررسی بازار سهام سه شاخص توسعه مالی بازار سرمایه مورد تأیید بانک جهانی شامل: ۱- نسبت انباشت سرمایه بازار سهام به تولید ناخالص داخلی<sup>۳۵</sup> (cap) ۲- نسبت ارزش کل مبادله شده بازار سهام به تولید ناخالص ملی<sup>۳۶</sup> (traded) ۳- نسبت ارزش کل سهام مبادله شده به انباشت سرمایه بازار<sup>۳۷</sup> (turnover) بوده که برای ایجاد شاخص چندبعدی توسعه مالی در بازار سهام استفاده شده است به علاوه، متغیرهای نرخ تورم<sup>۳۸</sup> (inf)، درجه باز بودن اقتصاد<sup>۳۹</sup> (openness) و درصد هزینه‌های مصرفی دولت از تولید ناخالص داخلی<sup>۴۰</sup> (معیار اندازه‌ی دولت؛ govern) و متغیر میزان صادرات سوخت از کل صادرات کالایی (resource) به عنوان متغیر اصلی توضیحی انتخاب شده‌اند.

جدول (۱): سهم هریک از شاخص‌های توسعه مالی بازار سهام کشورها و مقادیر ویژه هریک

کشور متغیر	اکوادور	ایران	نیجریه	ونزوئلا	بولیوی	مصر	ترینداد وتوباگو
CAP	۰/۱۱۲۲ (۰/۰۰۰۰۹)	۰/۷۱۱۳ (۰/۰۱۳۴۰)	۰/۰۰۳۳ (۰/۰۰۰۰۲)	۰/۱۵۳۶ (۰/۰۰۰۰۳)	۰/۷۸۵۳ (۴/۶۰۲۸)	۰/۱۲۹۴ (۱۹۲/۶۸۷۴)	۰/۹۹۳۲ (۳۷۶/۴۴۴۶)
TRADED	۰/۰۰۱۸ (۰/۰۰۰۰۰۱)	۰/۲۸۴۹ (۰/۰۰۰۵۳۶)	۰/۹۴۷۹ (۰/۷۸۴۶)	۰/۰۰۱۵ (۰/۰۰۰۰۰۱)	۰/۲۱۲۸ (۱/۲۴۷۴)	۰/۸۵۸۵ (۹۹۶۲) (۱۱۴۵)	۰/۰۰۶۷ (۲/۵۲۴۹)
TURNOVER	۰/۸۸۶۰ (۰/۰۰۰۰۷۷)	۰/۰۰۳۸ (۰/۰۰۰۰۷۱)	۰/۰۴۸۹ (۰/۰۰۰۰۴۰)	۰/۸۴۴۹ (۰/۰۰۰۱۸)	۰/۰۰۱۸ (۰/۰۰۱۰۶)	۰/۰۱۲۱ (۱۶/۱۹۵۶)	۰/۰۰۰۱ (۰/۰۰۴۵۲)

اعداد داخل پرانتز مقادیر ویژه از روش تجزیه مؤلفه‌های اصلی می‌باشند.

منبع: محاسبات تحقیق

#### ۴-۳- برآورد الگو

به منظور انتخاب روش مناسب برآورد، لازم است آزمون‌های داده‌های تابلویی انجام شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها به صورت جدول زیر می‌باشد.

با توجه به جدول ۲، آماره چاو در این گروه از کشورها برابر با ۱۹۳/۹۴ بوده و در ناحیه رد فرضیه صفر قرار می‌گیرد. بنابراین این نتیجه به دست می‌آید که بین برآورد به روش داده‌های ترکیبی و روش داده-



نمی‌توان رد نمود. با این وجود از آنجا که مقاطع و دوره زمانی در این تحقیق به صورت غیر تصادفی انتخاب شده‌اند، برای برآورد الگو از روش اثرات ثابت استفاده خواهد شد (بروغنی، ۱۳۹۲، نگونگانگ<sup>۳۳</sup>، ۲۰۱۱ و یوان و اوکاسی<sup>۳۴</sup>، ۲۰۰۳).

های تابلویی، باید برآورد در الگوی حاضر به روش داده‌های تابلویی باشد. همچنین بر طبق آزمون F دوجانبه (F-ANNOVA) مدل داده‌های تابلویی یک جنبه‌ی مقطعی پذیرفته می‌شود. مقدار آماره هاسمن و سطح احتمال آن نشان می‌دهد فرض صفر این آزمون، مبنی بر وجود اثرات تصادفی از نوع فرد را

جدول ۲: نتایج آزمون تشخیص اثرات زمان-مکان، اثرات ثابت-تصادفی، آزمون ترکیب‌پذیری

آزمون هاسمن	آزمون F-ANNOVA		آزمون چاو	آزمون‌ها
۱/۱۶ (از نوع مکان)	۰/۲۹ (از نوع زمان)	۱۹۳/۹۳ (از نوع فرد)	۱۹۳/۹۴	مقدار آماره
۰/۸۸	۰/۹۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	P-value

منبع: محاسبات تحقیق

جدول ۳: نتایج برآورد اثر وفور منابع طبیعی بر شاخص چندبعدی توسعه مالی در کشورهای منتخب

نام متغیر	ضریب برآوردی	T آماره	سطح معنی داری
LFUEL	۰/۵۴۴۶	۱/۹۸۸۵	۰/۰۴
INF	-۰/۰۱۰۸	-۲/۱۳۶۱	۰/۰۳
LOPENNESS	۱/۲۱۱۸	۳/۰۴۶۹	۰/۰۰۲
LGOVERN	۱/۶۳۰۹	۳/۵۰۸۲	۰/۰۰۰۷
عرض از مبدأ	-۵/۹۴۱۵	-۳/۴۳۲۴	۰۰۰/۰
تعداد مقاطع $\gamma =$	تعداد مشاهدات = ۱۱۹	$۰/۹۶R^2 =$	$۲۶۹/۳۱F =$

منبع: محاسبات تحقیق

به بی‌ثباتی و بلا تکلیفی سرمایه‌داران شده و در پس کاهش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام و تاثیر منفی بر عرضه و تقاضای سهام در جهت تسهیل خرید و فروش و ارزش معاملات، سبب آسیب بر این بخش از بازار مالی می‌گردد. ۲- با افزایش در نرخ تورم، نرخ بازده واقعی نه تنها پول، بلکه تمامی دارایی‌ها به طور کلی پایین می‌آید. کاهش ضمنی در بازده واقعی، اصطکاک بازار اعتبارات را تشدید می‌کند. از آنجایی که این اصطکاک بازار منجر به سهمیه‌بندی اعتباری می‌شود، سهمیه‌بندی اعتباری به همان اندازه افزایش تورم تشدید می‌گردد. در نتیجه، بخش مالی وام‌های کمتری می‌دهد، تخصیص منابع با کارایی کمتری همراه است، و فعالیت واسطه‌های مالی در نتیجه پیامدهای منفی مترتب برای سرمایه‌گذاری، کاهش می‌یابد. کاهش در تشکیل سرمایه به طور منفی

براساس نتایج حاصل از برآورد، ۹۶ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. همچنین مقدار آماره F نشان‌دهنده این است که به طور همزمان ضرایب معنی‌دار هستند. آماره t و سطح احتمال آن در سطح معنی‌داری ۵ درصد نشان می‌دهد که تمامی ضرایب از لحاظ آماری در سطح ۵ درصد معنی‌دار هستند.

براساس نتایج حاصل از برآورد، ضریب تورم به عنوان شاخص ریسک اقتصادی اثر منفی و معنی‌داری بر توسعه مالی بازار سهام دارد. ضریب این متغیر ۰/۰۱۰۸ - بوده که نشان می‌دهد یک درصد افزایش در تورم منجر به ۰/۰۱ واحد کاهش در سطح توسعه مالی در بازار سهام می‌گردد. تفاسیر متعددی در رابطه با اثرگذاری منفی تورم بر بازارهای مالی توسط محققان ارائه شده است. ۱- ایجاد تورم مستمر منجر



از منابع خدادادی را به سمت فعالیت‌های با ارزش افزوده‌ی بالا در بخش بازار سهام هدایت نموده و با تاثیر بر ویژگی‌های سهام، انگیزه سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش در بازار سهام را افزایش داده و در نهایت نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی را به عنوان شاخص توسعه بازار سهام بهبود بخشید، می‌توان شاهد بهبود وضعیت بازارهای مالی و به تبع آن افزایش رشد و توسعه اقتصادی بود. بک (۲۰۱۰) نیز در تحقیق خود به این نتیجه رسیده است که در این کشورها با وجود انباشت سرمایه‌ی بیشتر در بانک‌ها، به دلیل محدودیت عرضه، وام کمتری به بنگاه‌ها داده می‌شود. یعنی دولت در این کشورها اقدام به سرکوب مالی کرده و مانع توسعه نظام بانکی می‌شود. حال آن که تقویت بازار سهام و ایجاد چارچوب‌های نهادی مناسب و کنترل فساد در آن اثر مثبت بر اثرگذاری درآمدهای خدادادی بر بازار سهام و رشد اقتصادی کشورهای غنی از منابع خواهد داشت.

با توجه به نتایج جدول فوق لگاریتم درجه باز بودن اقتصاد اثر مثبت قابل ملاحظه‌ای بر توسعه مالی در بخش سهام داشته است. مقدار این ضریب معادل ۱/۲۱ است. این نتیجه با چارچوب نظری کاملاً سازگار است. می‌توان بیان نمود که افزایش تجارت سبب ایجاد درآمد برای مؤسسات طرف معامله شده و خرید و فروش سهام را افزایش می‌دهد. همچنین با تسهیل ورود سرمایه به این کشورها، سرمایه‌گذاران خارجی نیز در فعالیت‌های کشورها سهیم می‌گردند. برخی از اقتصاددانان بر این باورند که افزایش تجارت در یک کشور موجب افزایش نیاز صنایع و بنگاه‌های آن کشور به منابع مالی خارج از آن بنگاه‌ها و صنایع می‌گردد و این موضوع می‌تواند موجب تعمیق بیشتر سیستم مالی آن کشور و انتقال دانش و ابزارهای مالی جدید در کشورها شود. لائو و دیمتریادس<sup>۳۸</sup> (۲۰۰۶) نیز در مطالعه‌ی خود به این نتیجه رسیدند که توسعه مالی در هر دو حالت باز شدن تجاری و جریان ورود سرمایه بهبود می‌یابد. همچنین این نتایج با شاخص‌های مختلف توسعه مالی (اعم از شاخص‌های بانکی و

بر عملکرد بلندمدت اقتصادی و فعالیت بازار سهام (جایی که درخواست مالکیت سرمایه معامله می‌شود) تأثیر می‌گذارد (هینس و اسمیت<sup>۳۵</sup>، ۱۹۹۸، ۱۹۹۹؛ چویی و دیگران<sup>۳۶</sup>، ۱۹۹۶). همچنین براساس مطالعه‌ی رجب زاده و دیگران (۱۳۹۱)، تورم بالا ممکن است موجب انحراف در مکانیسم تصمیم‌گیری شود، خصوصاً اینکه بی‌ثباتی در تورم، خود موجب افزایش نرخ تورم می‌شود. تورم بالا، همچنین موجب تضعیف واسطه‌گری مالی شده و انگیزه پس‌انداز را کاهش می‌دهد. هسینگ<sup>۳۷</sup>، ۲۰۱۱؛ سجادی و همکاران، ۱۳۸۹؛ هوشمند و دیگران، ۲۰۱۳ و شاه آبادی و دیگران، ۱۳۹۶ نیز بیان می‌کنند تأثیر تورم بر توسعه بازار سهام منفی و معنی‌دار است.

همچنین براساس نتایج برآوردها، ارتباط مثبت و معنی‌داری بین لگاریتم شاخص وفور منابع طبیعی و توسعه مالی در بازار سهام در کشورهای مورد مطالعه، وجود دارد. در بازار سهام این کشورها، کانال‌های منفی اثرگذاری فراوانی درآمدهای نفتی بر توسعه مالی در بخش سهام عمل نکرده‌اند. مقدار این ضریب برابر با ۰/۵۴ است؛ این بدین معنا است که افزایش یک درصدی در سهم درآمدهای صادرات نفت و گاز منجر به افزایش به میزان ۰/۵۴ واحد در شاخص چندبعدی توسعه مالی بخش سهام می‌شود.

این بدان مفهوم است که درآمد فراوان حاصل از صادرات منابع منجر به توسعه بخش سهام کشورهای ذکر شده می‌گردد. به دلیل کوچک بودن بازار سهام این کشورها و فعالیت محدود آن، اطلاعات به آسانی در میان افراد منتشر شده و سرمایه‌گذاران تصمیمات بهتری جهت سرمایه‌گذاری‌ها می‌گیرند. این تصمیمات بهتر باعث می‌شود منابع مالی در سطح ملی در بازار بورس تخصیص مناسب‌تری داشته باشند. از آن‌جا که بیشتر شرکت‌هایی که در بورس فعالیت دارند، در بخش منابع نیز فعال هستند، با افزایش درآمدهای حاصل از صادرات نفت، سهام بیشتری را خریداری نموده و فعالیت بازارهای سهام افزایش یافته، سبب رشد و توسعه آن‌ها می‌گردد. چنانچه نقدینگی حاصل

توسعه مالی در بازار سهام به بررسی تاثیر درآمد منابع طبیعی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی طی دوره ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲ با استفاده از روش داده‌های تابلویی پرداخته است.

در پژوهش حاضر از نسبت انباشت سرمایه بازار سهام به تولید ناخالص داخلی، نسبت ارزش کل مبادله شده بازار سهام به تولید ناخالص ملی و نسبت ارزش کل سهام مبادله شده به انباشت سرمایه بازار استفاده و از روش تجزیه به مولفه‌های اصلی یک شاخص کلی که بیانگر تمامی ابعاد بازار سهام است، استفاده شده است. نتایج برآورد مدل در کشورهای منتخب صادر کننده نفت و گاز نشان می‌دهد؛ اثر گذاری این درآمدها که موهبت الهی هستند، بر بازار سهام مثبت و معنی‌دار بوده است؛ یعنی با سوق دادن منابع مالی به سمت فعالیت‌های بازار سرمایه از پدیده‌ی بلای منابع در بخش مالی جلوگیری نماید. حال آن که با ورود درآمدهای این منابع به نظام بانکی براساس تحقیقات بکونا و بودمن، ۲۰۰۸ و بک، ۲۰۱۰ و هودلر و باتاچاریا، ۲۰۱۰ و یوسیانگ و چن، ۲۰۱۱، کشورهای غنی از منابع شاهد آثار منفی منابع طبیعی بر روی بازار پول خواهند بود. با استناد به نتایج، درآمدهای نفت و گاز در کشورهای منتخب عضو اوپک نفت و اوپک گاز بر توسعه بازار سهام اثر مثبتی داشته و تلاش بیشتر سیاست‌گذاران این حوزه را طلب می‌نماید. همچنین نتایج برآورد مدل حاکی از اثر مثبت دولت کارا، درجه باز بودن تجاری و اثر منفی و معنی دار تورم و افزایش قیمت‌ها بر شاخص توسعه مالی در بازار سهام است. در حقیقت کشورهای مورد مطالعه با کاهش موانع تجارت، بهبود نهادها و تدوین قوانین و مقررات مشخص در جهت حفظ مالکیت سهام‌داران و شفافیت بازار و کنترل فساد در دولت و نیز حفظ سطح عمومی قیمت‌ها در حد معقول می‌توانند توانند زمینه را برای کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و در نهایت افزایش ارزش معاملات و توسعه بازار سهام فراهم نمایند. لذا برای بهبود وضعیت کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی پیشنهادات زیر ارائه می‌گردد: از

بازار سرمایه) و شاخص‌های باز بودن تجاری و مالی و همچنین بهره‌گیری از روش‌های مختلف تخمین و انتخاب دوره زمانی مطابقت دارد. هانگ و تمیل<sup>۳۹</sup> (۲۰۰۵) و بالتاجی و دیگران نیز نشان می‌دهند که باز شدن تجاری تاثیر بسیار مثبتی بر توسعه مالی کشورهای دارای اقتصاد بسته نسبی دارد. این امر به این معنی است که باز شدن مالی و تجاری شرط لازم برای توسعه مالی می‌باشد.

لگاریتم شاخص اندازه‌ی دولت تاثیر مثبت و معنی داری بر شاخص چند بعدی توسعه مالی در بازار سهام دارد. مقدار این شاخص نیز قابل توجه است. دولت نقش مهمی در تهیه و تدارک خدمات مالی، به ویژه در کشورهای درحال توسعه ایفا می‌کند. گرچه در کشورهای توسعه یافته مالکیت دولتی بانک‌ها کمتر از کشورهای درحال توسعه بوده، دولت مسؤلیت ایجاد مقررات برای بخش خصوصی و کسب اطمینان از این موضوع را که نتایج عملکرد بخش مالی در محدوده‌ی قابل قبول است، برعهده دارد. همچنین دیدگاه توسعه بحث می‌کند که دولت می‌تواند کمک کننده‌ی غلبه بر شکست بازار باشد و توسعه مالی را به واسطه هزینه کمتر و بالا بردن امکان دستیابی به منابع مالی، به ویژه در کشورهای درحال توسعه بهبود ببخشد (شاکری و اکبری روشن، ۱۳۹۲). به علاوه، در فرضیه‌ی ارتباط تمرکز مالکیت و کارایی بیان شده است که نظارت بر بازار و شرکت‌ها نیازمند دانش و گردآوری، پردازش اطلاعات و صرف هزینه و تخصص است و سهام‌داران کوچک نه قدرت انجام این کار را دارند و نه برای آن -ها مقرون به صرفه است که هزینه‌های آن را متقبل شوند. بنابراین رابطه بین اندازه‌ی دولت و توسعه در بازار سهام مثبت است. شیروانی و دلکره<sup>۴۰</sup> (۲۰۱۲) نیز این نتیجه را اثبات نمودند.

## ۵- نتیجه‌گیری و بحث

با توجه به نقش بازار سهام در رشد اقتصادی مستمر و باثبات و نیز تاثیرپذیری این شاخص از منابع طبیعی، این پژوهش با تمرکز بر شاخص چند بعدی

کارشناسی ارشد به راهنمایی مصطفی سلیمی فر و محمدجواد رزمی، دانشگاه فردوسی مشهد.

\* ابوترابی، محمدعلی؛ فلاحی، محمدعلی، حسینی، سید محمد و سلیمی فر، مصطفی (۱۳۹۴). اثر درآمدهای نفتی بر رابطه علی توسعه مالی - رشد اقتصادی در ایران. فصلنامه اقتصاد مقداری (بررسی‌های اقتصادی سابق)، دوره ۱۰، شماره ۲، تابستان ۱۳۹۲، صص ۹۸-۷۱

\* اکبری روشن، مهدیه و شاکری، عباس (۱۳۹۲). مخارج دولت، نقدینگی و ساختار بازار بر توسعه مالی بازار سهام. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، صص ۱۰۹-۱۴۲

\* بروغنی، ملیحه (۱۳۹۲). تورم، نااطمینانی تورم و رشد اقتصادی در کشورهای منتخب خاورمیانه. پایان نامه کارشناسی ارشد به راهنمایی مصطفی سلیمی فر. دانشگاه فردوسی مشهد.

\* سجادی، سیدحسین؛ فرازمنند، حسن و علی صوفیه، هاشم (۱۳۸۹). بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه علوم اقتصادی، ۱۰ (۲)، صص ۱۲۳-۱۵۰

\* شاکری، عباس و اکبری روشن، مهدیه (۱۳۹۲). اثر مخارج دولت، نقدینگی و ساختار بازار بر توسعه بازار سهام. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی. سال چهاردهم. شماره ۵۳، صص ۱۰۹-۱۴۲

\* شاه آبادی، ابولفضل؛ داوری کیش، راضیه و زرین لعل، زینب (۱۳۹۶). تاثیر مدیریت منابع طبیعی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب دارای فراوانی منابع طبیعی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. سال دهم، شماره سی و پنجم.

\* شریفی، سجاد (۱۳۸۹). تأثیر اصلاحات مالی بر رشد اقتصادی و ایجاد همگرایی بین کشورهای برگزیده اسلامی، پایان نامه کارشناسی ارشد به راهنمایی لیلا ترکی، دانشگاه اشرفی اصفهانی

\* مجتهدی، سبا (۱۳۹۱)، تجزیه و تحلیل اثر سرمایه اجتماعی بر توسعه مالی در اقتصاد ایران، پایان نامه

آن جا که دولت در این کشورها نقش مثبتی بر توسعه بازار سهام دارد، سیاست‌گذاران در این کشورها باید به اعمال و گسترش تدابیر ضد فساد به منظور ممانعت از رانت جویی حاصل از درآمدهای منابع طبیعی در راستای افزایش انگیزی سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک ناشی از آن در جهت دستیابی به توسعه بازار سهام بپردازند. همچنین دولت با بهبود کیفیت مقررات (مانند اجتناب از قوانین سخت‌گیرانه و بروکراسی اداری پیچیده) و بهبود سیستم پاسخگویی و استخدام مدیران مجرب کارایی خود را افزایش دهد.

گشایش بازار سهام کشورها به روی سرمایه‌گذاران خارجی، سیاست‌های تشویق صادرات، سیاست آزادسازی تجاری، افزایش قدرت رقابت‌پذیری و گسترش بخش قابل مبادله اقتصاد کنترل تورم و کاهش ریسک اقتصادی همراه با محدود نمودن فعالیت‌های نامولد و ایجاد نظام مالی کارآمد یعنی عدم تعامل و همراهی بانک‌ها با بخش غیر مولد اقتصاد زمینه گسترش بازارهای مالی به خصوص بازار سهام را فراهم نمود.

پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی، به بررسی اثرات مستقیم و غیرمستقیم فراوانی منابع (از طریق کانال کیفیت نهادی) پرداخته شود. همچنین استفاده از مدل‌های غیرخطی که در اقتصاد کاربرد زیادی دارند برای تبیین رابطه بین فراوانی منابع طبیعی و توسعه مالی در مطالعات آتی پیشنهاد می‌گردد. بررسی اثر وفور منابع طبیعی بر سرمایه‌ی انسانی و سرمایه‌ی اجتماعی و اثرات مستقیم و غیرمستقیم آن‌ها بر توسعه مالی بخش بانکی و بازار سهام و بررسی اثر وفور منابع طبیعی بر رابطه علی توسعه مالی و رشد اقتصادی نیز مناسب است.

## ۷- فهرست منابع

\* ابوترابی، محمدعلی (۱۳۸۸). بررسی روند شاخص‌های توسعه مالی و رابطه علی آن با رشد اقتصادی در ایران طی سال‌های ۸۴-۱۳۵۲، پایان‌نامه

- investment. *World Economy* 29, pp.1091–1115
- \* Hodler, R. and Bhattacharyya, S. (2010). Do Natural Resource Revenue Hinder Financial Development? The Role of Political Institutions. *Oscarre Research Paper*.
- \* Hooshmand M. , Seyyed Agha Hosseini S.M and Rajabzadeh Moghani N (2013). Oil Rents, Institutions and Financial Development: Case Study of selected Oil Exporting Countries. *Research Journal of Recent Sciences* 2(12). 108-108
- \* Hsing, Yu. (2011). Effect of macroeconomics variable on the stock market: The case of the Czech Republic. *Theoretical and Applied Economics*, 54-64
- \* Huang, Y. Temple, J. (2005). Does External Trade Promote Financial Development. *CEPR Discussion Paper No 5150*.
- \* Huybens, E. and Smith, B. D. (1999), Inflation, financial markets and long-run real activity, *Journal of Monetary Economics*, 43: 283-315.
- \* King, R.G., Levine, R., (1993b). Finance, entrepreneurship, and growth. *Journal of Monetary Economics* 32, 513–542.
- \* Law, S. H. Demetriades, P. (2006). Openness, Institutions and Financial Development. *University of Leicester, Working paper, No 5-8*
- \* Levine, R. and Zervos, S. (1998), Stock markets, banks and economic growth, *American Economic Review*, 88(3), pp. 537-758
- \* Narayan, P., Sharma, S. S. and Thuraisamy.K. (2015). Can governance quality predict stock market returns? *New global evidence. Pacific-Basin Finance Journal*, 35. 367-380
- \* Ngongang, E. (2011). Impact of Exchange Rate Policy on the Trade of Industrial Products in Sub-Saharan Africa from 1975 to 2007. *Review of Applied Economics*, 7(1): 128-147.
- \* Paldam, M., Svendsen, G.T., (2000). An essay on social capital: looking at the fire behind the smoke. *European Journal of Political Economy* 16, pp.339–366.
- \* Petermann, A; Guzman, J.I and Tilton, J.E. (2007). Mining and Corruption. *Resource Policy* 32, pp. 91-103
- \* Rajan, R.G. and Zingales, L. (2003). The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century. *کارشناسی ارشد به راهنمایی بیژن صفوی، دانشگاه آزاد اسلامی تهران-جنوب*
- \* ملک الساداتی، سید سعید و برادران، حمیدرضا (۱۳۸۶). تأثیر حکمرانی خوب بر اساس شاخص-های بانک جهانی بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب. *مجله راهبرد* ۴۹. صص ۲۷-۵۲
- \* Aboutorabi, M. A. and Aboutorabi, N. (2012). Financial Development and Economic Growth in Iran: The Survey of the Trend of Financial Development Indicators and its Causality Relationship with Economic Growth in Iran, Lambert Academic Publishing (LAP): Saarbrücken/Germany
- \* Altinbas, M. and Biskin, O. T. (2015). Selecting macroeconomics influencers on stock market by using feature selecting algorithms. *Procedia Economics and Finance*. 30. 22-29
- \* Baland, J. and Francois, P. (2000). Rent Seeking and Resource Booms. *Journal of Development Economics*. Vol. 61, pp.527-542.
- \* Beck, T., Demirguc-kunt, A. and Levine, R. (2004). Law, Endowment and Finance, *Journal of Financial Economics*. Vol. 70, pp.137-181.
- \* Beck, T. and Levine, R. (2003). Legal Institution and Financial Development. *NBER working paper series*, 10126.
- \* Beck, T., Demirguc-kunt, A. and Levine, R. (2007). Finance, Inequality and the Poor: Cross-Country Evidence. *Journal of Economic Growth*. Vol.12, No.1, pp.27-49.
- \* Beck, T. (2010). Finance and Oil: Is there a Resource Curse in Financial Development?. *CEPR discussion paper*.
- \* Choi, S., Smith, B. D., and Boyd, J. (1996), Inflation, Financial Markets, and Capital Formation, *Federal Reserve Bank of St., Louis Review*, 78: 9-35.
- \* Demirguc, A. and Levine, R. (1996). Stock market development and financial intermediaries: Stylized facts. *The World Bank Economic Review*, 10(2).291-329
- \* Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L. (2004a). Does local financial development matter? *Quarterly Journal of Economics* 119, pp. 929–969.
- \* Gylfason, T., Zoega, G., (2006). Natural resources and economic growth: the role of

## یادداشت ها

- <sup>1</sup>. Beck
- <sup>2</sup>. R. K. Agrawalla & S. K. Tuteja
- <sup>3</sup>. P. Narayan et al
- <sup>4</sup>. H. Altinbas & O. T. Biskin
- <sup>5</sup>. Aboutorabi and Aboutorabi
- <sup>6</sup>. Demirgüç-Kunt, et al
- <sup>7</sup>. Arestis, et. al
- <sup>8</sup>. Fink, et. al
- <sup>9</sup>. Bjornland and Thorsrud
- <sup>10</sup>. Van Wijnbergen, S
- <sup>11</sup>. Gylfason et al
- <sup>12</sup>. Yuxiang, K. and Chen, Z
- <sup>13</sup>. Rajan, R.G. and Zingales, L
- <sup>14</sup>. Corruption
- <sup>15</sup>. Narayan et al
- <sup>16</sup>. Baland and Francois
- <sup>17</sup>. Resource boom
- <sup>18</sup>. Paldam and Svendsen
- <sup>19</sup>. Trust intensive
- <sup>20</sup>. Guiso et al
- <sup>21</sup>. Hooper et al
- <sup>22</sup>. Bakwena and Bodman
- <sup>23</sup>. Hodler and Bhattacharyya
- <sup>24</sup>. ارزش بازار عبارت است از مجموع حاصل ضرب تعداد سهام در آخرین قیمت‌های معاملاتی برای کلیه سهام فعال در بازار، که هر چقدر بیشتر باشد نشانگر بازاری بزرگتر است.
- <sup>25</sup>. Stock market capitalization to GDP.
- <sup>26</sup>. Stock market traded ratio to GDP
- <sup>27</sup>. Stock market turnover ratio
- <sup>28</sup>. این نرخ از شاخص تعدیل کننده‌ی تولید ناخالص داخلی به دست آمده است.
- <sup>29</sup>. این شاخص از مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی به دست آمده است.
- <sup>30</sup>. General government final consumption expenditure (% of GDP)
- <sup>31</sup>. Pearson. K
- <sup>32</sup>. Eigen values
- <sup>33</sup>. Ngongang
- <sup>34</sup>. Yuan and Awokuse
- <sup>35</sup>. Huybens and Smith
- <sup>36</sup>. Choi, et al
- <sup>37</sup>. Hsing
- <sup>38</sup>. Demetriades & Law
- <sup>39</sup>. Haung and Temple
- <sup>40</sup>. Shirvani, and Delcoure

Journal of Financial Economics. Vol. 69, pp. 5-50.

- \* Shirvani, H. and Delcoure N. (2012). Government Size and Stock Market Performance in the G7 Countries: Some Robust Bilateral Causality Tests. *International Business and Management*, Vol. 4, No 2. 1-
- \* Stiglitz, J.(1985). Credit Markets and the Control of Capital, *Journal of Money, Credit and Banking*,17(2), pp. 133-52.
- \* Yuxiang, K. and Chen, Z. (2010). Resource Abundance and Financial Development: Evidence from China. *Resource Policy*. Vol.36, pp.72-79