

بررسی اثرات آزادسازی های مالی بر بازار سهام در اقتصاد ایران

شهباز برومند *

میرحسین موسوی **

علی شهابی ***

چکیده

هدف از آزادسازی بازارهای مالی که غالب کشورهای در حال توسعه در دهه های اخیر آن را دنبال کرده اند، تحرک بخشیدن به پس انداز داخلی، جذب سرمایه خارجی و بهبود کارایی استفاده از منابع مالی بوده است. این مقاله اثرات آزادسازی های مالی روی بازار سهام را در اقتصاد ایران مورد بررسی قرار می دهد. بدین منظور با استفاده از داده های فصلی دوره (۱۳۸۷-۲:۱۳۷۳-۱) و با به کارگیری تکنیک خودرگرسیون برداری و تجزیه و تحلیل های هم انباشتگی به بررسی این موضوع پرداخته شده است. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که آزادسازی بازارهای مالی در بلندمدت به واسطه توسعه سیستم مالی اثر مثبت روی شاخص کل قیمت بازار سهام دارد، اما در کوتاه مدت این سیاست اثر معنی داری بر شاخص کل قیمت سهام ندارد.

واژگان کلیدی

آزادسازی مالی، بازار سهام، توسعه مالی، بازارهای مالی.

Email: Shahzad_broumand@yahoo.fr

Email: hmousavi_atu@yahoo.com

Email: shahabi57@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۹۱/۰۴/۱۸

* استادیار پژوهشکده علوم اقتصادی دانشگاه علامه طباطبایی

** استادیار دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد دانشگاه الزهرا (س)

*** دانشجوی دکتری اقتصاد دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی

تاریخ ارسال: ۹۰/۰۹/۲۳

فصلنامه راهبرد / سال بیست و یکم / شماره ۶۴ / پاییز ۱۳۹۱ / صص ۲۶-۷

مقدمه

تجربه بسیاری از کشورهای صنعتی نشان می‌دهد که بازارهای سرمایه این کشورها همپای رشد و توسعه اقتصادی آنها تکامل و گسترش یافته که این امر به نوبه خود بر روند رشد بلندمدت آنها اثرات مثبتی داشته است. در این کشورها بازارهای سرمایه در فرآیند تکامل و توسعه اقتصادی از ویژگی‌های معینی برخوردار بوده‌اند. آزادسازی بازارهای مالی مقوله‌ای است که اکثر کشورها اقدام به آن کرده‌اند، ولی چیزی که فرق می‌کند، شدت و طول دوره آزادسازی می‌باشد. تئوری‌های کلاسیکی نشان می‌دهند که آزادسازی مالی باعث تخصیص بهینه پس‌اندازها، افزایش تنوع ریسک سرمایه‌گذاری، رشد سریع‌تر و کاهش سیکل‌های تجاری می‌شود. فرآیند آزادسازی در کشورهای مختلف به سطوح اقتصادی و توسعه بنیان‌های مالی، ساختار نهادها، سیستم حقوقی، مدیریت و... در آن کشورها بستگی دارد و رهنمود مشخصی برای دنبال کردن مرحله خاصی از آزادسازی وجود ندارد. اکثر نظریاتی که در مورد آزادسازی بازارهای مالی وجود دارد، بیانگر این می‌باشد که این سیاست در بلندمدت موجب افزایش کارایی سرمایه و کاهش نوسانات بازار سهام

می‌گردد، ولی در کوتاه‌مدت منجر به افزایش نوسانات در این بازارها می‌شود.

اقتصاددانانی مانند استولز^۱ (۱۹۹۹)، هنری^۲ (۲۰۰۰)، لاندبلاد، هاروی و بکاارت^۳ (۲۰۰۲)، استدلال می‌کنند که آزادسازی مالی منجر به توسعه بازارهای مالی و از این طریق کانالی برای رشد اقتصادی است. میشل بین و برتراند کندلن^۴ (۲۰۰۷) در مقاله‌ای اثر آزادسازی مالی و تجاری را روی میزان تحرکات همزمان بورس‌های اوراق بهادار در اقتصادهای نوظهور را مورد بررسی قرار می‌دهند. شمیلا^۵ (۲۰۰۲) در مطالعه‌ای که انجام داده است، به این نتیجه رسیده که در بیشتر کشورها تغییر قابل توجهی در سطح بازده سهام در طی دوره آزادسازی و بعد از آن وجود ندارد.

با روند جهانی شدن، تعاملات بین‌المللی به هم نزدیک شده‌اند، لذا در این رهگذر بایستی سیاست‌ها به گونه‌ای باشد که مانع این تعاملات نگردند. یکی از سیاست‌هایی که باعث همگرایی تعاملات بین‌المللی می‌شود، آزادسازی‌های مالی و اصلاحات مالی^۶ است و از آنجایی که در کشورهای در حال توسعه

1. Stulz
2. Henry
3. Bekaert , Lundblad & Harvey
4. Michel Beine and Bernard Candelon
5. Shamila
6. Financial Liberalization and Financial Reforms

شرکت‌ها می‌شوند، عامل مهمی در توسعه و رشد اقتصادی کشورها می‌دانند.

کینگ و لوین^۹ (۱۹۹۴)، استرلی^{۱۰} (۱۹۹۸)، استرلی، لوین و پریچت^{۱۱} (۱۹۹۸) آزادسازی بازارهای مالی داخلی را عاملی در جهت افزایش نرخ پس‌انداز جامعه و رشد اقتصادی عنوان کرده‌اند. کیم و سینگال^{۱۲} (۱۹۹۹) ارتباط بین آزادسازی بازار سهام و افزایش قیمت سهام را گزارش داده‌اند. تیسر و وارنر^{۱۳} (۱۹۹۸)، استولز^{۱۴} (۱۹۹۹)، بکارتر و هاروی^{۱۵} (۲۰۰۰) بین آزادسازی بازار سهام و کاهش هزینه سرمایه «کاهش ریسک» ارتباط مثبتی گزارش کرده‌اند.

در این راستا با توجه به اینکه اقتصاد ایران نیز در مسیر پیوستن به بازارهای جهانی حرکت کند و در این مسیر بایستی اقتصاد همسو با بازارهای جهانی باشد، لذا بررسی اثرات آزادسازی به عنوان یکی از شاخصه‌های جهانی شدن بر روی بازارهای سرمایه به خصوص بازار سهام از اهمیت خاصی برخوردار است که در این مقاله به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود.

بازارهای مالی دارای توان رقابتی کمتری هستند و محدودیت‌های بیشتری در این بازارها اعمال می‌شود، لذا با آزادسازی این بازارها از میزان محدودیت‌ها کاسته می‌شود و روند رقابتی شدن شدت خواهد گرفت.

طبق مباحث دکترین آزادسازی در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۷۰ به خصوص مک کینون و شاو^۷، مقررات بازارهای مالی «تعیین سقف نرخ بهره، نرخ‌های بالای ذخایر قانونی، اعتبارات تکلیفی» منجر به نرخ‌های پایین سرمایه‌گذاری و اثرات منفی بیشتر روی رشد اقتصادی می‌شود. بنابراین مطابق دیدگاه آنان در مورد بازارهای مالی برای بهبود کارایی آن، باید مقررات‌زدایی شوند. مطالعاتی وجود دارد که اثرات آزادسازی مالی را با تمرکز روی آزادی حساب سرمایه، آزادسازی بخش مالی داخلی و یا آزادسازی بازار سهام مطالعه می‌کنند. ادواردز^۸ (۲۰۰۱) ارتباط مثبت بین رشد اقتصادی و آزادسازی حساب سرمایه در کشورهای توسعه‌یافته و ارتباط منفی آنها در کشورهای کمتر توسعه‌یافته را گزارش کرده است. بسیاری از اقتصاددانان بانک‌ها را در هر کشور به دلیل اینکه باعث تخصیص پس‌اندازهای اجتماع در

9. King & Levine
10. Easterly
11. Easterly, Levine & Pritchett
12. Kim & Singal
13. Tesar & Warner
14. Stulz
15. Bekaert & Harvey

7. Mckinon & Shaw
8. Edwards

ساختار ادامه مقاله به صورت زیر می‌باشد. ابتدا نظریات مطرح شده و مطالعات انجام گرفته در خصوص اجرای سیاست آزادسازی مالی مورد بررسی قرار گرفته است. سپس مدل اقتصادسنجی برای ارزیابی اثرات آزادسازی و تعمیق مالی بر شاخص قیمت سهام، تصریح و برآورد و در نهایت نتایج به دست آمده در این مطالعه ارائه می‌شود.

۱. بررسی مبانی نظری و تجربی آزادسازی مالی

در بیش از سه دهه اخیر بسیاری از کشورهای در حال توسعه اقدام به آزادسازی بازارهای مالی خود نموده‌اند. هدف از این سیاست تحرک بخشیدن به پس‌انداز داخلی، جذب سرمایه خارجی و بهبود کارایی استفاده از منابع مالی بوده است.

آزادسازی مالی می‌تواند با توسعه سیستم مالی و یا بحران‌های مالی همراه باشد. از طرف دیگر بعضی از اقتصاددانان مانند استیگلیتز معتقدند با توجه به اینکه نقص در بازارهای مالی بین‌المللی نسبت به بازارهای مالی داخلی بیشتر است، آزادسازی مالی می‌تواند بسیار پرهزینه باشد. بنابراین بعضی اقتصاددانان به کشورها توصیه می‌کنند که بسیار با احتیاط به مقررات‌زدایی بازارهای مالی خود اقدام کنند و اگر بازارهای

مالی آنها پیش از این باز بوده، به آنها توصیه می‌کنند که کنترل‌های مطمئنی برای حرکت سرمایه وضع کنند. ادبیات تجربی موجود در زمینه بررسی اثرات آزادسازی‌های مالی، به سه حالت انجام گرفته است که در ادامه به آن پرداخته می‌شود.

۱-۱. آزادسازی حساب سرمایه

مارتین و ری^{۱۶} (۲۰۰۲) یکی از دلایل بی‌ثباتی بازارهای مالی به واسطه آزادسازی حساب سرمایه را ایجاد مخاطرات اخلاقی، محدودیت اعتبارات و وام‌گیری بیش از حد از نهادهای مالی خارجی توسط شرکت‌های داخلی عنوان کرده‌اند. رامی^{۱۷} (۱۹۹۵) ارتباط مثبتی بین نوسان رشد تولید ناخالص داخلی و جریان سرمایه پیدا کرده است. برنسنزترین، دی گری گوری و لی^{۱۸} (۱۹۹۸) در مطالعه خود به این نتیجه رسیده‌اند که «آزادسازی حساب سرمایه» بستگی به سطح آموزش کشورهای پذیرنده سرمایه دارد و بین آنها ارتباط مثبت وجود دارد. مودی و مرشید^{۱۹} (۲۰۰۲) در تحقیق خود بین جریان ورودی سرمایه و افزایش سرمایه‌گذاری در داخل ارتباط مثبتی

16. Martin & Rey

17. Ramey

18. Borensztein, De Gregori & Lee

19. Mody & Mushied

به این سؤال که آیا برداشتن کنترل‌ها بی‌موقع بوده، شرایط اقتصادی کشورهایی را که در قالب برنامه‌های IMF اقدام به برداشتن کنترل کرده‌اند، با اطلاعات کشورهای که آزادانه این کار را انجام داده‌اند، مقایسه نموده‌اند.

ربکا ام نیومن و سایرین^{۲۱} (۲۰۰۶) در مقاله‌ای شدت جریان‌های سرمایه‌ای را که به دنبال آزادسازی بازارهای مالی رخ داده مورد بررسی قرار می‌دهند. آنها از مجموعه‌ای از داده‌های پنل برای دوره ۲۰۰۰-۱۹۷۳ استفاده می‌نمایند و تمرکز مقاله آنها بر واکنش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری در پورتفولیو و دیگر جریان‌های بدهی نسبت به آزادسازی مالی است. متغیر آزادسازی مالی به لحاظ زمان وقوع آزادسازی و شاخص توسعه‌یافتگی کامینسکی و شومکلی^{۲۲} (۲۰۰۳) به‌دست می‌آید. انواع مختلف جریان‌های سرمایه‌ای به آزادسازی مالی به گونه‌ای متفاوت واکنش نشان می‌دهند، جریان‌های سرمایه‌گذاری در سبب‌داری واکنش کم مقداری به آزادسازی سرمایه نشان می‌دهد، حال آنکه جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی افزایش قابل

یافته‌اند و عنوان می‌کنند که با گذشت زمان این ارتباط کم می‌شود. بیشتر این مطالعات تأکید بر اثرات مثبت بلندمدت آزادسازی حساب سرمایه «خصوصاً از طریق سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی» دارند و برای جریان‌های کوتاه‌مدت سرمایه رعایت اصول احتیاطی و وضع مقررات و قوانین کنترلی بر آن را الزامی می‌دانند.

جوزف پی جویس و ایلان نوی^{۲۰} (۲۰۰۵) در مقاله‌ای به بررسی نقش صندوق بین‌المللی پول و آزادسازی جریان‌های سرمایه می‌پردازد. آنها در مطالعه خود این مطلب را که صندوق بین‌المللی پول، بحران دهه ۱۹۹۰ را تسریع نموده است، مورد ارزیابی قرار می‌دهند. آنها با استفاده از داده‌های پنل کشورهای در حال توسعه برای دوره ۱۹۸۲-۹۸ بررسی کرده‌اند که آیا تغییرات در رژیم‌های کنترل سرمایه طی مشارکت در برنامه‌های IMF اتفاق افتاده است. آنها به شواهدی دست یافتند که نشان می‌دهد مشارکت در برنامه صندوق بین‌المللی پول با موارد آزادسازی حساب سرمایه طی دهه ۱۹۹۰ همبستگی دارد. آنها در مقاله خود شاخص‌های جایگزینی از آزادسازی حساب سرمایه برای آزمون صحت نتایج برای پاسخ

21. Rebecca M et al
22. Kaminsky and Schmukler

20. Joseph P. Joyce and Ilan Noy

توجهی را برای اقتصادهای نوظهور نشان می‌دهد.

تئو ایکر و لزلای هال^{۲۳} (۲۰۰۶) در مقاله‌ای به بررسی این موضوع می‌پردازند که چگونه معکوس شدن جریان سرمایه که در اثر آزادسازی مالی رخ می‌دهد، سرعت همگرایی یک اقتصاد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. آنها نشان می‌دهند که آزادسازی مالی سرعت همگرایی کوتاه مدت را کاهش می‌دهد، یعنی اقتصادهای باز بایستی به میزان معناداری تغییرات کمتر محصول را تجربه کنند؛ ضمن اینکه انتقالات طولانی تر است. ملایمت بیشتر در واکنش به شوک‌های اولیه با هزینه‌ای همراه است، یعنی هزینه افزایش استقراض خارجی برای هموار کردن نوسانات درآمد داخلی که منجر به افزایش نرخ بهره داخلی است که داده‌های کشورهای OECD یافته‌های آنها را تأیید می‌کند.

از اصلی ترین مزایای آزادسازی حساب سرمایه که بیشتر اقتصاددانان بر آن تأکید دارند، دسترسی به منابع ارزان قیمت خارجی جهت تأمین مالی پروژه های داخلی است. بسیاری از اقتصاددانان بر این عقیده هستند که آزادسازی حساب سرمایه قبل از آزادسازی حساب جاری و استقرار نظام بانکی

داخلی کارا و رقابتی و شرایط با ثبات اقتصاد کلان، ممکن است منجر به بحران‌های مالی و ارزی شدیدی شود. اگر محدودیت‌های تجاری که برای حمایت غیر اقتصادی از بخش‌های داخلی که با رقابت شرکت‌های خارجی مواجه هستند، صورت گیرد، باعث ورود سرمایه خارجی به داخل شده و این رانت باعث جذب سرمایه خارجی به این بخش‌ها و متورم شدن مصنوعی سود آنها می‌شود و چون کشور در این بخش مزیت نسبی ندارد، در نهایت موجب کاهش رشد و رفاه عمومی می‌شود. از طرفی آزادسازی حساب سرمایه و جاری قبل از اصلاح شرایط بی ثبات اقتصاد داخلی می‌تواند منجر به خروج سرمایه از کشور و ضربه خوردن به تولید داخلی شود. اگر بازارهای مالی داخلی سرکوب شده باشند، آزادسازی حساب سرمایه به پس انداز کنندگان اجازه می‌دهد سرمایه‌های خود را به خارج از کشور در هر مکانی که بازدهی بالاتر از بازار داخلی باشد، منتقل کنند.

۲-۱. آزادسازی بازار پول

بسیاری از اقتصاددانان نظام بانکی را در هر کشور به دلیل اینکه باعث تخصیص پس اندازهای جامعه در بنگاه‌های تولیدی

باعث افزایش رشد اقتصادی می‌شود. از طرفی با حذف تسهیلات تکلیفی، بانک‌ها دیگر ملزم به پرداخت وام به بخش‌های خاص و در بیشتر مواقع کم‌بازده نبوده و منابع به سمت پروژه‌های پربازده سوق داده می‌شود. استفاده از تجربیات و تکنولوژی سیستم بانکداری پیشرفته خارجی در جهت کم‌کردن هزینه نقل و انتقالات از دیگر مزایای آزادسازی بانکداری داخلی عنوان می‌شود. در مقابل این نظریه، تعدادی از اقتصاددانان عنوان می‌کنند که کشورهایی که دارای وضعیت اقتصاد کلان ناپایدار «ترخ تورم بالا و کسری بودجه زیاد» و واسطه‌های مالی ناکارآمد و ورشکسته هستند، آزادسازی نظام بانکی ممکن است منجر به بحران مالی شود. همچنین نظام بانکی غیر رقابتی و دارای ساختار قانونی نامناسب باعث تخصیص غیرکارایی اعتبارات خواهد شد.

از طرفی در مورد توانایی نرخ‌های واقعی بالای بهره در تعمیق مالی و شکل‌گیری سرمایه جدید برای رشد و توسعه انتقادهایی شدید وجود دارد. یکی از انتقادهای اثر جایگزینی مالی است. این اثر به این نکته اشاره دارد که در کشورهای در حال توسعه از آنجایی که بازار غیر متشکل پولی بخش زیادی از بازار پول را در اختیار دارد، با

می‌شوند، عامل مهمی در توسعه و رشد اقتصادی کشورها می‌دانند.

گرین وود و جو وانوویک^{۲۴} (۱۹۹۰)، کینگ و لوین^{۲۵} (۱۹۹۳)، بوید و پرسکات^{۲۶} (۱۹۸۶)، دیاموند^{۲۷} (۱۹۸۴) و ویلیامسون^{۲۸} (۱۹۸۷) آزادسازی سیستم بانکی داخلی را موجب تخصیص بهینه و کارآیی پس‌اندازها و افزایش رشد اقتصادی می‌دانند. آستفلد^{۲۹} (۱۹۹۴)، بنسیونگا و اسمیت^{۳۰} (۱۹۹۱)، گرین وود و اسمیت^{۳۱} (۱۹۹۷) آزادسازی بازار بازار مالی داخلی را عاملی برای تسهیل مدیریت بهبود نقدشوندگی دارایی‌های قابل دسترس پس‌اندازکنندگان و کاهش هزینه مبادلات می‌دانند که از این طریق می‌توانند باعث تشویق سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی باشند.

در واقع موافقان آزادسازی بازارهای مالی داخلی عنوان می‌کنند که با واقعی شدن نرخ سپرده‌ها «باتوجه به تورم» میزان پس‌اندازهای جامعه افزایش می‌یابد و این سرمایه‌ها در جهت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پربازده به کار گرفته شده که خود

24. Greenwood & Jovanovic
25. King & Levine
26. Boyd & Prescott
27. Diamond
28. Williamson
29. Obstfeld
30. Bencivenga & Smit
31. Greenwood & Smit

افزایش نرخ بهره تنها منابع از بازار غیر متشکل پولی به سمت بانک‌های تجاری «بخش متشکل پولی» منتقل می‌شود و در اصل پس‌انداز و منابع جدیدی شکل نمی‌گیرد. انتقاد دیگر به نرخ‌های بالای بهره این است که نرخ بالای بهره ممکن است باعث افزایش میل نهایی به پس‌انداز، کاهش تقاضا و در نهایت باعث کاهش سرمایه‌گذاری شود.

۱-۳. آزادسازی بازار سهام

کامینسکی^{۳۲} (۲۰۰۲) بین افزایش قیمت سهام و آزادسازی و نوسانات قیمت سهام بعد از آزادسازی مطالعه‌ای انجام داده است که نشان می‌دهد بازار سهام در کوتاه‌مدت در کشورهای در حال توسعه بعد از آزادسازی با نوسانات بیشتری روبه‌رو خواهد شد، ولی در بلندمدت این نوسانات کاهش می‌یابد. همچنین وی در خصوص اثر آزادسازی مالی بر چرخه‌های بازارهای مالی بیان می‌کند که فراز و نشیب بازار سهام در بلندمدت بعد از آزادسازی، شدید نشده، ولی در کوتاه‌مدت ممکن است موجب چرخه‌های بزرگ‌تر شود.

میشل بین و برتراند کندلن^{۳۳} (۲۰۰۷) در مقاله‌ای اثر آزادسازی مالی و تجاری را روی میزان تحرکات همزمان بورس‌های اوراق بهادار در اقتصادهای نوظهور^{۳۴} را مورد بررسی قرار می‌دهند. نمونه انتخابی آنها شامل ۲۵ کشور برای ۱۵ سال است. مؤلفین در این مطالعه اثر اصلاحاتی را که با هدف بازنمودن این کشورها به سمت تجارت و برقراری کانال‌های مالی با سایر نقاط دنیا صورت گرفته، برآورد کردند. تخمین ضرایب همبستگی بین کشوری که در طول زمان تغییر می‌کند، این امکان را می‌دهد تا بتوان بررسی‌های اقتصادسنجی را با استفاده از یک چارچوب داده‌های پنل^{۳۵} انجام داد. نتایج این مطالعه قویاً از اثر مثبت آزادسازی مالی و تجاری بر روابط بازار سهام بین کشوری حمایت می‌نماید.

سباستین ادواردز و دیگران^{۳۶} (۲۰۰۷) در مقاله‌ای سیکل‌های بازار سهام را در چهار کشور امریکای لاتین و دو کشور آسیایی بررسی کرده و ویژگی‌های آنها را مورد مقایسه قرار داده‌اند. آنها نمونه خود را به منظور وارد نمودن تفاوت‌هایی که توسط فرایندهای آزادسازی مالی اوایل دهه ۱۹۹۰

33. Michel Beine and Bernard Candelon

34. Emerging Market Economies

35. Panel Data

36. Sebastian Edwards et al

32. Graciela Laura Kaminsky

بر نقدینگی بازار سهام تمرکز دارد. با استفاده از داده‌های پنل که از بازار سهام شانگهای استخراج شده، مؤلفین دریافتند که اثر مثبت و معنادار نقدینگی با مقادیر بالای کمیت آزادسازی مالی همراه است. کمیت آزادسازی مالی نه تنها بهبود در بازار سرمایه و کارایی تخصیص سرمایه را در چین نشان می‌دهد، بلکه حتی از نظر ثبات مالی نیز کاهش در بی‌ثباتی را نشان می‌دهد. یافته‌های این مطالعه همچنین نشان می‌دهد که آزادسازی مالی می‌تواند در طی زمان به رشد اقتصادی منتقل شود.

با توجه به ادبیات نظری و تجربی ارائه شده در فوق، در ادامه به بررسی اثرات آزادسازی بازارهای مالی بر بازار سهام ایران پرداخته می‌شود.

۱-۴. مطالعات داخلی

کمیجانی و دیگران (۱۳۸۸) در مقاله‌ای با تأکید بر مدل ویلیامسون، چارچوب تئوریکی را برای تبیین عوامل مؤثر بر توسعه مالی پایه‌ریزی می‌نمایند. آنها بر اساس مطالعه خود پیشنهاد می‌کنند که برای تبیین عوامل مؤثر بر توسعه مالی در چارچوب مذکور لازم است شاخص‌هایی در چهار سطح شناسایی، اندازه‌گیری و شاخص‌سازی شوند و این چهار سطح عبارت‌اند از:

القا می‌شد، به دو قسمت تقسیم نموده‌اند و به این نتیجه دست یافتند که سیکل‌های موجود در بازار سهام اقتصادهای نوظهور طول دوره کمتری نشان می‌دهند و دامنه وسیع‌تری دارند و نسبت به آنچه که در کشورهای توسعه‌یافته وجود دارد، فرارتر هستند. اما بعد از آزادسازی مالی بازارهای سهام کشورهای امریکای لاتین بسیار شبیه به بازارهای سهام در کشورهای توسعه‌یافته رفتار کرده‌اند، در حالی که بازارهای سهام کشورهای آسیایی متفاوت از آنها بوده‌اند. تطابق سیکل‌ها در بین بازارها به خصوص برای کشورهای امریکای لاتین بعد از آزادسازی در طول زمان افزایش یافته است.

جس لی و آلفرد ونگ^{۳۷} (۲۰۰۹) در مقاله‌ای به ارزیابی اثر اصلاحات مالی اخیر در چین می‌پردازند. بر اساس مطالعه آنها، آزادسازی مالی در چین به دنبال پذیرش در سازمان تجارت جهانی سرعت قابل ملاحظه‌ای پیدا کرده است. کمیت‌ها شامل مقررات‌زدایی در بخش بانکداری، اصلاحاتی در بازارهای مالی مختلف و نیز آزادی بیشتر چینی‌ها و سرمایه‌گذاران خارجی برای مشارکت و تعامل با یکدیگر است. این مطالعه روی جنبه محدودتر آزادسازی مالی یعنی اثر

37. Jess Lee and Alfred Wong

۱- شاخص‌هایی که بیانگر وضعیت سطح ریشه‌دار اجتماعی‌اند، مانند آداب و رسوم؛
 ۲- شاخص‌هایی که تبیین‌گر وضعیت محیط نهادی هستند، مانند قوانین و مقررات؛
 ۳- شاخص‌هایی که بیانگر شرایط قانونی‌اند و
 ۴- شاخص‌هایی که بیانگر شرایط تخصیص بهینه منابع و قیمت‌ها هستند.

کمپجانی و پوررسستی (۱۳۸۷) در مقاله‌ای به بررسی تأثیر سرکوب مالی بر رشد اقتصادی پرداخته است. آنها در مقاله خود با استفاده از داده‌های پنل ۹۲ کشور برای دوره ۱۹۸۵-۲۰۰۵ را بررسی کرده و تأثیر اندازه و شدت سرکوب مالی بر رشد اقتصادی در ۳۳ کشور کمتر توسعه یافته و ۳۸ کشور نوظهور را مورد مقایسه قرار داده‌اند. نتایج این مطالعه گویای آن است که نرخ بهره حقیقی منفی تأثیر منفی معنی‌دار بر رشد اقتصادی دارد.

تقوی (۱۳۸۰) در مطالعه‌ای ارتباط بازار سهام و متغیرهای اقتصادی مثل نرخ ارز، حجم پول در جریان، نرخ تورم، قیمت جهانی نفت، سرمایه‌گذاری دولت و متوسط قیمت مسکن در شهر تهران در محدوده سال‌های ۷۹-۱۳۷۰ مورد بررسی قرار داده است. بازار سرمایه و قیمت سهام عموماً متأثر از عوامل گوناگون می‌باشد. به عبارت دیگر در قیمت

سهام هر شرکتی عوامل و اطلاعات زیادی مستقر است. این عوامل به دو دسته عواملی درونی و عوامل برون‌ی تقسیم می‌شوند.

عوامل درونی شامل سوددهی، سیاست‌های تقسیم سود، عملکرد مدیران شرکت و ... که به نوبه خود سبب افزایش تقاضا برای یک سهم خاص و در نتیجه افزایش قیمت سهام آن می‌گردد. برخی از عواملی که بر قیمت سهام و بازار سرمایه تأثیر می‌گذارند، خارج از کنترل شرکت می‌باشد. از جمله مهم‌ترین این عوامل متغیرهای کلان اقتصادی است که نوسانات و تغییرات هر یک از این متغیرها به تنهایی و یا در مجموع بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارند. نتیجه نهایی تخمین مدل وی به شکل زیر بوده است.

$$\ln TPT_t = 0.818 \ln TPT_{t-1} + 0.22 \ln EXP_t - 0.171 \ln MS_{t-2} - 0.17 \ln Oil_{t-2} - 0.114 \ln IG_t + 0.325 \ln HP_t$$

(۲/۹۴) (-۲/۵۳) (-۳/۶۴) (-۳/۸۱۵)
 (۳/۹۶) (۲۰/۹۳۲)
 در این مدل:

$$DW = 1.8 \bar{R}^2 = 0.995$$

TPT = شاخص کل قیمت سهام، TPTt-1 =
 شاخص کل قیمت سهام با یک وقفه زمانی،
 EXRt = نرخ ارز، MSt-2 = حجم پول با دو

از صدور نفت را افزایش می‌دهد و باعث رونق فعالیت‌های اقتصادی می‌گردد. تقوی در مورد جهت رابطه بین قیمت جهانی نفت و شاخص کل قیمت سهام اظهار نظر نکرده، ولی می‌توان ضریب منفی قیمت جهانی نفت را این‌گونه تفسیر کرد که با افزایش قیمت نفت خام و افزایش درآمدهای کشور، واردات کالاهای مصرفی نیز افزایش یافته و تقاضای محصولات داخلی کاهش و در نتیجه شرکت‌ها با کاهش تولید و سود مواجه می‌شوند که این می‌تواند اثر منفی روی قیمت سهام بگذارد. ضریب منفی سرمایه‌گذاری دولت نیز این‌گونه تعبیر شده است که افزایش سرمایه‌گذاری دولت با بالابردن نرخ بهره (یا در ایران با جذب منابع و به جهت کمبود منابع در دسترس بخش خصوصی)، باعث کاهش فعالیت‌های بخش خصوصی می‌گردد. بنابراین رابطه معکوس توجیه می‌گردد.

۲. تصریح مدل و معرفی داده‌ها

بررسی اثرات آزادسازی مالی نیاز به یک سری شاخص‌هایی دارد که بایستی آنها را ایجاد نمود. با توجه به مؤلفه‌های مربوط به محاسبه شاخص‌ها می‌توان گفت که در اقتصاد ایران آزادسازی مالی صورت نگرفته است و تنها اقدامی که صورت گرفته، می‌تواند

وقفه زمانی، $OILt-2$ = قیمت جهانی نفت با دو وقفه جهانی، IGt = سرمایه‌گذاری بخش دولتی (بودجه عمرانی دولت)، HPt = متوسط قیمت مسکن در شهر تهران.

همان‌طور که از معادله بالا نیز مشخص است، شاخص قیمت سهام با مقدار خود در یک دوره یا فصل قبل، نرخ ارز و قیمت متوسط مسکن در شهر تهران رابطه مثبت دارد. متغیرهای قیمت جهانی نفت، حجم پول، سرمایه‌گذاری دولت با شاخص قیمت سهام رابطه عکس دارند.

در این معادله به دلیل وجود رابطه مثبت بین تورم و حجم پول، متغیر تورم از مدل حذف شده است. از نظر تئوری باید رابطه بین حجم پول در جریان و شاخص کل قیمت سهام در بورس مثبت باشد، زیرا افزایش حجم پول می‌تواند تقاضا برای دارایی‌ها و از جمله سهام را افزایش دهد، اما در این تخمین این ضریب منفی بوده و از لحاظ اقتصادی قابل توجیه نیست، ولی ضریب آن از لحاظ آماری معنی‌دار و نشان‌دهنده ارتباط بین حجم پول و شاخص قیمت سهام است. در مورد قیمت نفت هم ضریب منفی به دست آمده و به نظر می‌رسد که این ضریب نیز باید مثبت باشد، زیرا از نظر تئوری افزایش قیمت نفت درآمد حاصل

به آیین‌نامه پیشنهادی نظارت بر سرمایه‌گذاری اشخاص حقوقی خارجی در سبد اوراق بهادار تهران اشاره نمود که به نظر می‌رسد حتی فرصت تصویب این آیین‌نامه توسط شورای بورس نیز فراهم نشده است و از طرف دیگر وجود سقف‌های نرخ بهره و نیز تسهیلات تکلیفی در قالب آیین‌نامه‌های اجرایی بودجه‌های سنواتی حاکی از نوعی سرکوب بازار مالی داخلی است.

با توجه به مطالب عنوان‌شده در ارتباط بین آزادسازی مالی و تعمیق مالی، در این مطالعه با استفاده از شاخص‌های تعمیق مالی - با واسطه - اثر آزادسازی مالی روی شاخص قیمت بازار سهام مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در این تحقیق یکی از شاخص‌های گسترش سیستم بانکی ارائه‌شده توسط کینگ و لوین (1993 a,b) و نیز یکی از شاخص‌های گسترش بازار سهام را معرفی می‌کنیم. متغیر مربوط به گسترش سیستم بانکی شامل نسبت مطالبات سیستم بانکی از بخش خصوصی به کل اعتبارات (PRIVATE) است. نسبت ارزش کل سهام مبادله‌شده به GDP (ACTRATIO)، به عنوان کمیتی که نشان‌دهنده توسعه بازار سهام می‌باشد، به کار گرفته می‌شود. همچنین شاخص کل قیمت سهام (SI) نیز به

عنوان متغیر وابسته وارد مدل خواهد شد. و متغیر نسبت مجموع ارزش صادرات و واردات کالا و خدمات به قیمت جاری به GDP به قیمت جاری به عنوان درجه باز بودن اقتصاد (شاخص آزادسازی تجاری) وارد مدل می‌شوند. از آنجا که فعالیت بازار بورس در اقتصاد ایران محدود به دوران پس از جنگ ایران و عراق می‌گردد و این امر برآوردهای رگرسیونی را با مشکل کمبود داده مواجه خواهد نمود، لذا در این مطالعه از داده‌های فصلی (۲:۱۳۸۷-۱:۱۳۷۳) اقتصاد ایران استفاده می‌شود.

۲-۱. آزمون ایستایی متغیرها

قبل از پرداختن به برآورد مدل، لازم است ایستایی متغیرهای به کاررفته در مدل بررسی شود. برای این منظور از آزمون ریشه واحد دیکی- فولر استفاده می‌شود. این آزمون برای کلیه متغیرهای موجود در مدل آزمون گردید و نتایج آن به صورت خلاصه در نگاره شماره (۱) به ترتیب برای سطح داده‌ها و تفاضل آنها منعکس شده است. نتایج نشان می‌دهد که کلیه متغیرهای سری زمانی ملحوظ در مدل در سطح داده‌ها غیر ساکن بوده و همواره مقادیر t محاسبه‌شده دیکی- فولر گسترش‌یافته از مقادیر بحرانی مک کینون در سطح ۵ درصد کمتر می‌باشد. لذا

بهینه مدل در نگاره شماره (۲) ضمیمه آورده شده است. بعد از تعیین وقفه بهینه مدل، آزمون برونزایی والد^{۴۲} انجام گرفت که نتایج این آزمون در نگاره شماره (۳) ضمیمه آورده شده است. این آزمون در واقع علیت گرانجری را در بین متغیرهای مدل آزمون می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که در معادله (SI) متغیر نشان‌دهنده توسعه سیستم بانکی (PRIVATE) رابطه علیت گرانجری با متغیر شاخص قیمت سهام ندارد، ولی دو متغیر شاخص نسبت فعالیت بازار سهام (ACTRATE) و متغیر درجه بازبودن اقتصاد (OPEN) علیت گرانجری متغیر شاخص قیمت سهام هستند، لذا می‌توان این سه متغیر را به عنوان یک بلوک درونزایی در نظر گرفت.

بعد از برآورد مدل همچنین باید آزمون کرد که آیا مدل برآوردی پایدار است یا خیر. در یک مدل خودرگرسیون برداری پایداری زمانی حاصل می‌شود که معکوس ریشه‌های چندجمله‌ای مشخصه خودرگرسیونی (AR) در محدوده شعاع واحد قرار گیرد. همان‌طور که از شکل شماره (۱) پیداست، مدل برآورد شده پایدار است.

برای تمامی متغیرها فرضیه H_0 مبنی برداشتن ریشه واحد در سطح ۵٪ رد نمی‌شود. تکرار آزمون برای تفاضل داده‌های سری زمانی نشان می‌دهد که کلیه متغیرها پس از یک‌بار تفاضل‌گیری، فرضیه H_0 مبنی برداشتن ریشه واحد تفاضل داده را رد کرده و متغیرهای سری زمانی در سطح اطمینان ۵ درصد ایستا می‌باشند. مطابق این آزمون، تمامی متغیرهای سری زمانی انباشته از درجه یک بوده یا به عبارتی $I(1)$ می‌باشند.

۲-۲. تعیین تعداد وقفه‌های بهینه و شکل الگوی تصحیح خطای برداری

برای بررسی ارتباط بین شاخص‌های آزادسازی مالی و شاخص کل قیمت سهام، مدل فوق با استفاده از تکنیک اقتصادسنجی VAR با وقفه‌های ۱، ۲ و ۳ برآورد گردید. بر اساس معیارهای شوارز^{۳۸}، معیار خطای پیش‌بینی نهایی^{۳۹}، آماره حداکثر راست‌نمایی^{۴۰} و معیار هنان کوئین^{۴۱} مشخص گردید که بهترین وقفه، وقفه دو می‌باشد. نتایج آزمون تعیین وقفه (مرتب‌به)

38. SC: Schwarz Information Criterion

39. FPE: Final Prediction Error

40. LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

41. HQ: Hannan - Quinn Information Criterion

42. Wald Exogeneity Test

۲-۳. آزمون هم‌انباشتگی و استخراج بردارهای هم‌انباشتگی

برای آزمون هم‌انباشتگی از روش یوهانسون - یوسیلیوس استفاده شده است. برای انجام تست هم‌انباشتگی یوهانسون - یوسیلیوس از آزمون اثر و آزمون حداکثر مقدار ویژه استفاده می‌شود. نتایج به‌دست آمده در نگاره شماره (۴) نشان داده شده است. که حاکی از وجود یک رابطه بلندمدت بین متغیرهای مربوطه می‌باشد، زیرا مطابق آزمون L.R جدول مذکور یک بردار همگرایی در سطح معنی‌داری ۵ درصد وجود دارد که در آن رابطه بلندمدت بین متغیرها برقرار است. رابطه بلندمدت به‌دست آمده که بر حسب ضریب متغیر شاخص کل قیمت سهام نرمال شده، به‌صورت زیر می‌باشد.

$$SI(-1) - 973.16 * Actrate(-1) - 27568 * Open(-1) + 16711.8 = 0$$

(۹/۷) (۴/۲۶) (۴/۷)

مقادیر داخل پرانتز مقدار آماره t را نشان می‌دهد و همان‌طور که مشاهده می‌شود، همه ضرایب به‌دست‌آمده در سطح ۵٪ معنادار هستند. اگر رابطه فوق را بر حسب متغیر $SI(-1)$ بازنویسی کنیم، خواهیم داشت:

$$SI(-1) = 973.16 * Actrate(-1) + 27568.06 * Open(-1) - 16711.8$$

رابطه فوق نشان می‌دهد که گسترش سیستم مالی و آزادسازی تجاری اثر مثبت روی شاخص کل قیمت سهام دارد؛ به این صورت که افزایش یک واحدی در شاخص توسعه بازار سهام (نسبت نقدینگی بازار سهام) با یک وقفه منجر به افزایش ۹۷۳/۱۶ واحد در شاخص کل قیمت سهام در بلندمدت خواهد شد. با توجه به اطلاعات جدید و بر اساس رابطه بلندمدت برآوردشده فوق مشاهده می‌گردد که رابطه بین متغیر درجه بازبودن اقتصاد و شاخص کل قیمت سهام نیز مثبت می‌باشد؛ به این صورت که افزایش یک واحد در شاخص درجه بازبودن اقتصاد با یک وقفه منجر به افزایش شاخص قیمت سهام در بلندمدت می‌گردد. البته علی‌رغم اینکه این متغیر علامت مورد انتظار را دارد، اما مقدار این ضریب مقدار بسیار زیادی است که نسبت به صحت آن جای تردید وجود دارد. نتایج مربوط به روابط کوتاه‌مدت به صورت رابطه زیر می‌باشد:

$$D(SI) = -0.11 * Co int Eq 1 + 0.31 * D(SI(-1)) + 112.52 * D(Actrate(-1)) - 2384.4 * D(Open(-1)) - 16.81 * Private$$

(۲/۸) (۱/۸) (۲/۰۸) (۲/۷) (۲/۴)

حرف D پشت متغیرها نشان‌دهنده تفاضل متغیر می‌باشد و اعداد داخل پرانتز به ترتیب از چپ به راست مقادیر آماره t را برای

بازار سهام ندارد. نتایج تجزیه واریانس برای دوره زمانی بلندمدت (شامل ۲۰ دوره) نیز مؤید آن است که آزادسازی بازار سهام در مقایسه با آزادسازی تجاری تأثیر کمتری در توسعه بازار سهام دارد. در واقع تحلیل‌های فوق نشان می‌دهد سیاست آزادسازی تجاری بایستی به عنوان یک پیش زمینه صورت گیرد.

فرجام

با توجه به روابط بلندمدت به دست آمده می‌توان گفت که آزادسازی بازارهای مالی به واسطه توسعه سیستم مالی اثر مثبت روی شاخص کل قیمت بازار سهام دارد. یافته‌های تحقیق نشان داد که آزادسازی تجاری منجر به افزایش شاخص کل قیمت بازار سهام می‌گردد، اما در کوتاه‌مدت و بلندمدت آزادسازی بازارهای مالی در مقایسه با آزادسازی تجاری تأثیر کمتری بر شاخص کل قیمت سهام دارد. بنابراین نمی‌توان گفت که آزادسازی بازارهای مالی در کوتاه‌مدت منجر به افزایش نوسانات بازار سهام خواهد شد. در بخش ادبیات نظری اشاره شد که توسعه بخش مالی شامل سیستم بانکی و به خصوص بازار سهام، باعث تقسیم ریسک بین سرمایه‌گذاران و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه سهام می‌گردد، اما به لحاظ تجربی.

متغیرها نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، تمامی ضرایب از نظر آماری بی‌معنی می‌باشند. همچنین مقدار ضریب تصحیح خطای برداری نیز معنادار می‌باشد. بنابراین با توجه به مقدار ضریب تعدیل خطای برداری (۰/۱۱) می‌توان گفت در هر دوره ۱۱ درصد از انحراف رابطه کوتاه‌مدت از بلندمدت تعدیل می‌شود.

۲-۴. تجزیه واریانس

تجزیه واریانس مقوله‌ای است که بعد از وارد آمدن شوک مطرح می‌شود و اطلاعاتی را درباره اهمیت نسبی هر یک از تحریکات تصادفی در اثرگذاری روی متغیرها را در مدل VAR نشان می‌دهد. در این قسمت نتایج مربوط به تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی برای دو دوره کوتاه‌مدت و بلندمدت انجام و تحلیل می‌گردد. نتایج این تجزیه و تحلیل برای دوه کوتاه‌مدت (شامل ۱۰ فصل) و دوره بلندمدت (شامل ۲۰ فصل) در نگاره‌های (۵) و (۶) آورده شده است.

نتایج تجزیه واریانس برای ده دوره نشان می‌دهد در کوتاه‌مدت متغیر درجه بازبودن اقتصاد قدرت توضیح‌دهی بیشتری نسبت به متغیر نسبت فعالیت بورس سهام از تغییرات شاخص قیمت بازار سهام دارد، در واقع در کوتاه‌مدت توسعه بازار سهام تأثیری بر توسعه

در این تحقیق مشاهده گردید که به‌واسطه یک واحد افزایش در شاخص توسعه بازار سهام که در نتیجه آزادسازی مالی گردد، شاخص کل قیمت سهام در بلندمدت به میزان ۹۷۳ واحد افزایش خواهد یافت، یعنی بازدهی بازار سهام در نتیجه آزادسازی بازارهای مالی افزایش می‌یابد. بر این مبنا می‌توان نتیجه گرفت که آزادسازی بازار سهام از طریق توسعه بازار سهام باعث افزایش بازده بازار سهام و کاهش هزینه کلی سرمایه سهام^{۴۳} می‌شود. نتایج این مطالعه نشان داد آزادسازی تجاری تأثیر معناداری هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت در توسعه بازار سهام دارد، لذا به عنوان یک اقدام پیش‌زمینه‌ای پیشنهاد می‌شود آزادسازی تجاری صورت گیرد.

با توجه به اثرات مثبت آزادسازی مالی بر بازده سرمایه در بازار سهام که هم از نظر تئوریک و هم از نظر تجربی به اثبات رسید، لذا پیشنهادها و رهنمودهای زیر برای اجرای سیاست آزاد سازی مالی در ایران ارائه می‌شود:

با رعایت استانداردهای مالی و حسابداری از طرف بورس‌ها و شرکت‌ها و شفافیت اطلاعات به سمت ادغام با بازارهای جهانی

سرمایه حرکت صورت گیرد. نیز پیشنهاد می‌شود با حرکت به سمت آزادسازی بازار سهام زمینه حضور سرمایه‌گذاران و کارشناسان و تحلیل‌گران خارجی و ورود نقدینگی جدید به بازار که باعث افزایش قیمت سهام، افزایش بازدهی سهامداران، رونق بازار و افزایش نقد شوندگی این بازار می‌شود، فراهم گردد.

علی‌رغم اینکه بررسی انجام‌گرفته نشان می‌دهد که در کوتاه‌مدت رابطه‌ای بین نوسانات شاخص کل قیمت سهام و مؤلفه‌های توسعه بازار مالی وجود ندارد، توصیه می‌شود که چون آزادسازی بازار سهام ممکن است باعث بروز مشکلات جدی در بازارهای کمتر توسعه‌یافته شود، محدودیت‌هایی برای ورود و خروج سرمایه «خصوصاً در کوتاه‌مدت» در نظر گرفته شود؛ چرا که تجربیات کشورهای مختلف نشان می‌دهد اگر چنین اقدامی صورت نگیرد، ممکن است بازار سهام داخلی با نوسان شدیدی در اثر ورود و خروج سرمایه روبه‌رو شود و یا از تحولات سیاسی و اقتصادی جهانی به‌شدت متأثر گردد.

ضمائم

نگاره شماره (۱) - نتایج نهایی آزمون ریشه واحد متغیرها

متغیر	آزمون ADF برای سطح متغیرها		آزمون ADF برای تفاضل مرتبه اول متغیرها	
	آماره آزمون	مقدار بحرانی	آماره آزمون	مقدار بحرانی
si	-۰/۸	-۲/۹	-۳/۰۹	-۲/۹۱
Actratio	-۳/۳۹	-۳/۴۹	-۱۰/۰۶	-۳/۴۹
Private	-۱/۴۱	-۳/۴۹	-۴/۴۷	-۳/۵
open	-۲/۷۵	-۳/۴۹	-۴/۵	-۳/۵

ماخذ: یافته‌های تحقیق

نگاره شماره (۲) - نتایج آزمون انتخاب وقفه

(مرتبه) بهینه مدل VAR

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: SI OPENACTRATE
 Exogenous variables: CPRIVATE
 Date: 10/27/10 Time: 12:50
 Sample: 1373Q1 1387Q2
 Included observations: 56

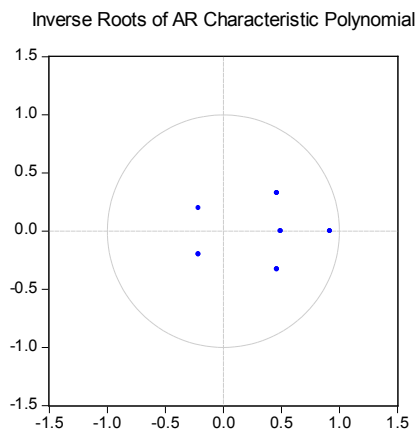
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-512.3968	NA	22323429	25.43399	25.81014	25.57097
1	-441.0750	121.7690	1073700.	22.39390	23.14620	22.66786
2	-423.6534	27.19465*	723062.8*	21.98309	23.11154*	22.39401*
3	-414.0794	13.54375	725308.6	21.96509*	23.45989	22.50299

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

ماخذ: یافته‌های تحقیق

شکل شماره (۱) - نتایج آزمون پایداری مدل

VAR



ماخذ: یافته‌های تحقیق

نگاره شماره (۳) - نتایج آزمون بلوک برونزایی والد/علیت

VAR گرانجری

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 10/28/10 Time: 13:01			
Sample: 1373Q1 1387Q2			
Included observations: 56			
Dependent variable: SI			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
ACTRATE	11.48	2	0.0032
OPEN	6.95	2	0.0309
PRIVATE	2.21	2	0.3292
All	20.07	6	0.0000
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
ACTRATE	12.03	2	0.0024
OPEN	6.63	2	0.0363
All	19.83	4	0.0005

منبع: یافته‌های تحقیق

نگاره شماره (۴) - نتایج آزمون تعداد بردارهای هم انباشته

λ_{trace}					
سطح احتمال	مقدار بحرانی در سطح ۵٪	آماره Trace	مقدار ویژه	فرضیه H_0	فرضیه H_1
0.005	27/24	31/28	0.324	$r=1$	$r=0$
0.13	12/22	9/73	0.158	$r=2$	$r \leq 1$
0.69	4/12	0/22	0.041	$r=3$	$r \leq 2$
λ_{max}					
سطح احتمال	مقدار بحرانی در سطح ۵٪	آماره Max Eigen	مقدار ویژه	فرضیه H_0	فرضیه H_1
0.013	17/79	21/54	0.324	$r=1$	$r=0$
0.098	11/22	9/5	0.158	$r=2$	$r \leq 1$
0.69	4/12	0/22	0.041	$r=3$	$r \leq 2$

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نگاره شماره (۵) - نتایج تجزیه واریانس برای ده دوره (ده فصل)

Period	S.E.	SI	ACTRATE	OPEN
1	56.03	1.00	0	0
2	9566	92.70	6.80	0.50
3	13256	87.75	6.82	5.43
4	16173	84.40	6.56	9.04
5	1850.8	81.52	6.35	12.13
6	2035.8	79.34	6.20	14.45
7	2182.4	77.78	6.14	16.08
8	2299.6	76.67	6.11	17.21
9	2394.2	75.90	6.11	18.00
10	2471.4	75.33	6.11	18.56

Cholesky Ordering: SI ACTRATE OPEN

نگاره شماره (۶) - نتایج تجزیه واریانس برای بیست دوره (بیست فصل)

Period	S.E.	SI	ACTRATE	OPEN
1	56.03	1.00	0	0
2	956.6	92.70	6.80	0.50
3	1325.6	87.75	6.82	5.43
4	1617.3	84.40	6.56	9.04
5	1850.8	81.52	6.35	12.13
6	2035.8	79.34	6.20	14.45
7	2182.4	77.78	6.14	16.08
8	2299.6	76.67	6.11	17.21
9	2394.2	75.90	6.11	18.00
10	2471.4	75.33	6.11	18.56
11	2534.8	74.92	6.11	18.97
12	2587.2	74.60	6.12	19.28
13	2630.7	74.35	6.12	19.53
14	2666.8	74.15	6.12	19.73
15	2697.0	73.99	6.12	19.89
16	2722.2	73.86	6.12	20.02
17	2743.3	73.75	6.12	20.13
18	2761.0	73.66	6.12	20.21
19	2775.8	73.59	6.12	20.28
20	2788.3	73.53	6.12	20.34

Cholesky Ordering: SI ACTRATE OPEN

مأخذ: یافته‌های تحقیق

منابع فارسی

منابع لاتین

۱. پوریان، حیدر، (اردیبهشت ۱۳۷۲)، *سیاست‌های آزادسازی و اصلاح مالی و پیشگیری از بحران‌های مالی*، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، سومین سمینار سیاست‌های پولی و ارزی
۲. تقوی، مهدی، (زمستان ۱۳۸۰)، اثرات متغیرهای کلان اقتصادی روی قیمت سهام، *پژوهشنامه اقتصادی*
۳. ختایی، محمود، (بهار ۱۳۷۸)، *گسترش بازار مالی و رشد اقتصادی*، مؤسسه تحقیقاتی پولی و بانکی، شماره ۵۵
۴. صادقی زنجانی، فردین (۱۳۷۴)، *بررسی شکل ضعیف کارایی بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد علامه طباطبایی
۵. کرمی قهی، ولی‌اله "جایگاه و نقش بخش مالی در اقتصاد و اقتصاد ایران"، *تازه‌های اقتصاد*، شماره ۵۷
۶. کمیجانی، اکبر و سایرین (۱۳۸۸)، "چارچوب نظری تبیین عوامل مؤثر بر توسعه مالی (با تأکید بر مدل ویلیامسون)" *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، سال هفدهم، شماره ۵۰
۷. کمیجانی، اکبر و ناهید پوررستمی، (۱۳۸۷). تأثیر سرکوب مالی بر رشد اقتصادی (مقایسه اقتصادهای کمتر توسعه‌افته و نوظهور). *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی ایران*، سال دوازدهم، شماره ۳۷
۸. نوفرستی، محمد (۱۳۷۸). *ریشه واحد و هم‌جمعیتی در اقتصادسنجی*، مؤسسه خدمات فرهنگی رسا
9. Alan, Gelb & Hono Han. (1989), "Financial Sector Reforms in Adjustment Programs, Policy, Planning and Research", *Working Paper* 169. Country Economic Report
10. Dilip K.Das, (2003) *Emerging Market Economies: Financial Liberalization Endeavors and Their Impact*, Toronto, Canada.
11. Elisabeth, Springler,(2000) "*Financial Liberalization and Employment Effect: The Case Study of Greece*", University of Economics and Business Administration Vienna, Department of Public Economy
12. Graciala, Laura Kamenisky,(August 2003) "*Short Run Gain, Long Run Gain: The Effect of Financial Liberalization*", George Washington University, Dc 20025
13. Henry, Peter, (2000), *Stuck Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Price*.
14. J.Fry,(1995) "Money, *Interest Rate and Banking in Economic Development*" The John Hopkins University Press
15. Jess Lee and Alfred Wong (2007). "*Impact of Financial liberalization on Stock Market Liquidity: Experience of China*" Hong Kong Monetary Authority, Working Paper 03/2009.
16. Joseph P. Joyce and Ilan Noy(2005), "*The IMF and the Liberalization of Capital*

24. R.Glenn Hubbard, "*Money, The Financial System and The Economy*", Forth Edition Part 1, Chapter 3.
25. Sebastian Edwards et al. (2003). Stock Market Cycles, Financial Liberalization and Volatility. *Journal of International Money and Finance* 22.
26. Samila, Jayasuriya, (2002), *Revisiting Stuck Market Liberalization and Stuck Return: Some New Evidence from Emerging Market Economies*, September.
27. Shamila, Jayasuriya, (2002), *Exponential Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Threshold GARCH*.
28. Theo Eicher and Leslie Hull (2004). "*Financial Liberalization, Openness and Convergence*". University of Washington.
- Flows*", Ease –West Center Working Paper, Economic Series, No. 84.
17. Michel Beine and Bernard Candelon (2007), *Liberalization and Stock Market Co-movement between Emerging Markets*, CESifo working paper No.2131
18. Michael Thiel. (2001), *Financial and Economic Growth*, A Review of Theory and Available Evidence", Number 158 .
19. Murdock and Stiglitz,(1993), "*The Effect of Financial Repression in an Economy in an Economy with Positive Real Rates*" Background Paper for World Bank, Policy Research Department, Washington, D.C.
20. Murdock, Hellman and Stiglitz, (1997), *The Role of Government in East Asian Economic Development, in Comparative Institutional Analysis*, Clarendon Press
21. -P. Agrawal, (2001), *Interest Rates and Investment Levels: An Empirical Evaluation of Mckinon, Stiglitz and Neostructuralist of Economic Growth*, University Enclave.
22. Rebecca M et al (2006). *Volatility of Capital Flows and Financial Liberalization? Do Specific Flows Respond Differently?*, University of Wisconsin – Milwaukee,
23. R. Mackinon,(1973), "*Money and Capital in Economic Development*", Washington D.C.Brooking Institute,

