

بررسی رابطه علی بین بازار پول و سرمایه جهت مهار تلاطم بازارهای مالی در چارچوب اقتصاد مقاومتی

تاریخ دریافت: ۹۴/۱۰/۰۱

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۳/۱۹

سعید محمدی اقدم*

محمد حسین قوام**

چکیده

بازارهای پول و سرمایه از جمله نهادهای مالی هستند که نقش چشم‌گیری در اقتصاد ایفا می‌کنند و تنظیم تعامل سازنده میان آنها سبب رشد اقتصادی می‌شود. مقام معظم رهبری در سال ۱۳۸۹ مفهوم اقتصاد مقاومتی را طرح و سیاست‌های اجرایی آن را نیز ابلاغ نمودند. این مفهوم از جمله الگوهای است که تنها عناوین مشابه آن در اقتصاد متعارف وجود دارد. در چارچوب الگوی اقتصاد مقاومتی می‌بایست سیاست‌گذاری اقتصادی به گونه‌ای تنظیم شود تا بر مبنای شناسایی فشارها و تکان‌های داخلی و خارجی، جهت‌دهی و بهره‌گیری از تعامل‌های متقابل بین ارکان مهم اقتصادی آثار ناشی از فشارها کنترل، کاهش و در صورت امکان محو گردند. در پژوهش حاضر با بررسی مفاهیم نظری تعامل بازار پول و سرمایه در اقتصاد متعارف و تبیین اقتصاد مقاومتی به دنبال ترسیم نقش این دو بازار در الگوی اقتصاد مقاومتی هستیم. در پژوهش حاضر مبتنی بر داده‌های سالانه ۱۳۷۰-۱۳۹۲ آزمون گرنجر رابطه یک طرف بازار سرمایه بر بازار پول تأیید شد و نتایج رگرسیون علاوه بر تأیید نتیجه گرنجر رابطه علی بازار پول بر سرمایه را نیز تأیید نموده و نهایتاً با توجه به شاخص‌های کلان اقتصادی رابطه علی دو طرفه بین بازار پول و سرمایه در اقتصاد ایران وجود دارد. پس می‌توان نتیجه گرفت با تغییر سیاست‌گذاری هر بازار، بازار دیگر را رشد دهیم و اگر یک بازار دچار نوسان شد با تکیه بر ارتباط بیان‌شده بین دو بازار با سیاست‌گذاری در بازار مقابل، نوسانات را کنترل و اقتصاد کشور را از بعد تلاطم بازار پول و سرمایه مقاوم ساخت. در پایان نیز پیشنهادات سیاستی جهت تقویت متغیرهای کلان اقتصادی، بازار پول، بازار سرمایه و تعامل بازار پول و سرمایه ارائه شده است.

واژگان کلیدی

بازار پول، بازار سرمایه، آزمون حداقل مربعات معمولی، آزمون علیت گرنجر، نرخ سپرده بانکی یک ساله، شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران

طبقه‌بندی JEL: G10, C10, G1

* دانش‌آموخته کارشناسی ارشد معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق(ع) (نویسنده مسئول)

saeed.aghdam@yahoo.com

ghavam1982@gmail.com

** استادیار دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق(ع) ..

مقدمه

عنوان اقتصاد مقاومتی که در سال ۱۳۸۹ توسط مقام معظم رهبری طرح و سیاست‌های آن به مسئولان ابلاغ شد، در ادبیات متعارف علم اقتصاد معادل دقیقی ندارد. از این رو می‌توان اذعان نمود این واژه برگرفته از فرهنگ اسلامی ایرانی می‌باشد. البته واژگان مشابه در اقتصاد متعارف دیده می‌شود، اما هیچ کدام جایگزین کامل این الگوی اقتصادی نیست. اقتصاد مقاومتی الگویی است که تعامل سازنده عناصر و نهاده‌های خارجی و داخلی را فراهم ساخته و به دنبال کاهش فشارهایی است که از داخل و خارج بر اقتصاد تحمیل می‌شود. به‌علاوه این الگو حائز ویژگی‌هایی است که از آن جمله می‌توان درون‌زایی درعین برون‌گرایی، عدالت‌محوری، اقتصاد مبتنی بر دانش و اقتصاد مردم بنیاد برشمرد. تحقق اقتصاد مقاومتی منوط به شناخت عناصر و تعامل متقابل آنهاست. هر کدام از نهادهای کشور می‌بایست نقشی را در اقتصاد مقاومتی ایفا کنند که در این راستا پژوهش حاضر بازارهای پول و سرمایه را مورد مطالعه قرار داده است تا با شناخت دقیق امکان تعامل سازنده آنها جهت افزایش کارایی نظام مالی را فراهم ساخته تا نقش خود را از طریق کارویژه‌ها در حمایت از اقتصاد حقیقی به خوبی ایفا کنند و رشد اقتصادی را تسهیل و تسریع بخشند. در شرایطی که فشار و تکانه‌های داخلی و خارجی بر اقتصاد تحمیل می‌شود تعامل دو بازار می‌تواند ضربه‌گیر تکانه بوده و با توزیع فشار از آسیب‌های جدی به اقتصاد کشور جلوگیری کنند. این پژوهش از این بابت اهمیت می‌یابد که متأسفانه در اقتصاد ایران این دو بازار فاقد تعامل سازنده بوده و نقش خود را به طور کامل ایفا نکرده‌اند. تخصیص غیربهبینه اعتبارات، حمایت ناکافی از بخش مولد اقتصادی، نوسانات بسیار بالای بازار سرمایه، رکود اقتصادی تنها بخشی از مشکلاتی است که محققین را به مطالعه در این حوزه ترغیب کرده است. تغییرات اقتصادی و بخصوص مالی دارای اثرات فوری و آنی است و عدم واکنش سریع یا تصمیمات با وقفه نمی‌تواند مثمرتر باشد. در نتیجه فقدان شناخت صحیح دو بازار و تعامل آنها امکان پیش‌بینی و برنامه‌ریزی را سلب و اثرات ناشی از تکانه‌ها را افزایش می‌دهد و سبب اتخاذ تصمیماتی می‌شود که از کارایی لازم جهت رفع مشکلات برخوردار نیست یا با وقفه زمانی اتخاذ و اعمال می‌شوند. در این راستا ضمن

برآورد نتایج با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی و آزمون علیت گرنجر نتایج تحلیل و در پایان نیز پیشنهادات سیاستی بیان شده است. پیشنهادات مذکور با این فرض بیان شد که تقویت تعامل سازنده دو بازار مترتب بر تقویت هر یک از آنها و شرایط کلان اقتصادی است در نتیجه پیشنهادات سیاستی شامل تقویت اقتصاد کلان، بازار پول، بازار سرمایه و تعامل بازار پول و سرمایه است.

ساختار پژوهش بدین گونه است که در قسمت اول پیشینه تحقیقات مرتبط با ارتباط بازار پول و سرمایه آمده است. در ادامه مفاهیم نظری تحقیق شامل اقتصاد مقاومتی و تعامل بازار پول و سرمایه تبیین شده است و قسمت سوم به تخمین مدل و تحلیل نتایج اختصاص دارد و نهایتاً به پیشنهادات سیاستی جهت تقویت نقش دو بازار در اقتصاد مقاومتی اشاره شده است.

۱. پیشینه تحقیق

۱-۱. تحقیقات مرتبط با ارتباط بازار پول و سرمایه

بازار پول و سرمایه از جمله مهمترین ارکان اقتصاد هر کشور از جمله اقتصاد ایران به شمار می‌روند که نقش آنها در رشد اقتصادی بسیار حائز اهمیت است. از سال ۱۳۸۹ مقام معظم رهبری مفهوم اقتصاد مقاومتی را به عنوان یک راهبرد دائمی جهت پیشبرد اهداف اقتصادی نظام و انقلاب مطرح نموده‌اند. با بررسی پژوهش‌های پیشین مشخص شد که آنها به جنبه‌های مختلفی از سوال پژوهش پرداخته اما هیچ کدام پاسخ جامعی را ارائه نکرده‌اند.

زنوری و همکاران (۱۳۹۰) در مطالعه‌ای میزان انطباق عملکرد بانکداری ایران با موازین شرعی را مورد بررسی قرار دادند. پیش فرض محقق جهت سنجش میزان تطابق نظام بانکی با اسلام، سازوکار مشارکتی سیستم بانکی است. این پژوهش به دنبال بررسی رابطه بلندمدت میان شاخص‌های بانکی و بورس اوراق بهادار بوده است که جهت سنجش میزان همگرایی از آزمون کرانه‌ها^۱ استفاده کرده است. محققین در پایان نتیجه گرفته‌اند که هیچ ارتباطی میان این دو شاخص وجود ندارد و بانکداری کنونی اسلامی و شرعی نمی‌باشد.

حداد کشاورز و مهدوی (۱۳۸۴) در پژوهشی به نقش بازار سهام در سازوکار سرایت سیاست پولی پرداخته‌اند و نتیجه گرفتند که بازار سهام نمی‌تواند نشان‌دهنده تغییرات سیاست پولی باشد. این مقاله ارتباط بین تلاطم شرطی، واریانس شرطی بازده بازار سهام و تلاطم شرطی متغیرهای پولی را با استفاده از مدل‌های واریانس ناهمسان شرطی خودرگرسیون^۱ و واریانس ناهمسان شرطی خودرگرسیونی تعمیم یافته^۲ مورد آزمون قرار داده است.

موسوی جهرمی و رستمی (۱۳۹۴) در مقاله خود به دنبال بررسی اثرات تکانه سیاست پولی بر شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران است. در پایان نتیجه گرفتند که تکانه‌های پیش‌بینی نشده بیشتر از تکانه‌های پیش‌بینی شده، شاخص کل قیمت سهام را دچار نوسان می‌کند.

صفرزاده و جلالی‌نژاد (۱۳۸۹) در مطالعه خود تأثیرگذاری نوسانات بازار پول بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عملکرد بازار سرمایه بین سال‌های ۱۳۷۳-۱۳۸۸ را مورد بررسی قرار دادند. در نهایت فرضیه وجود رابطه بین نرخ سود سپرده‌های بانکی و فعالیت بازار سرمایه تأیید شده است. البته بین این متغیرها همبستگی منفی وجود دارد. پژوهش حاضر در کنار محاسبه ضریب همبستگی از روش رگرسیون نیز استفاده کرده است که البته از نظر تکنیکی دارای ضعف‌های مختلفی مانند پایین بودن شاخص R^2 در رگرسیون مربوطه است.

محرابیان (۱۳۸۳) در پژوهش خود به بررسی شوک‌های مالی و شوک‌های ناشی از متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار سهام پرداخته است. این مقاله برای آزمون تجربی از مدل خودرگرسیونی برداری^۳ برای داده‌های سال‌های ۱۳۶۹-۱۳۷۹ (فصلی) استفاده کرده است. در این مطالعه نشان داده شد که در بلندمدت متغیر مالی بیشترین اثر را بر شاخص قیمت سهام گذاشته است.

صداقت (۱۳۸۹) در پژوهش خود به اثر نرخ بهره بانکی بر شاخص بازده نقدی (تدپیکس) و شاخص قیمت (تیپکس) بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داده است. به‌علاوه در این پژوهش رابطه بین متغیرهای کلان اقتصادی (تورم، نرخ ارز، قیمت سکه) را با شاخص سهام بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ با انتخاب

۶۷ شرکت بورسی بررسی کرده است. در این پژوهش برای آزمون فرضیه از روش آماری رگرسیون استفاده شده است. در پایان نشان داده شد که نرخ بهره و نرخ ارز تأثیر مثبت و در مقابل تورم و قیمت سکه اثر منفی بر بازده شاخص قیمت، بازده سهام شرکت‌های منتخب و بازده شاخص قیمت و بازده نقدی دارند.

در پژوهش‌های پیشین به رابطه یک‌سویه بین بازارهای پولی و مالی پرداخته‌اند که نتایج این مطالعات بعضاً متضاد با یکدیگر می‌باشد (مانند مطالعات صداقت و مطالعه صفرزاده و جلالی) در حالی که در پژوهش حاضر به دنبال شناخت بازار پیشران در اقتصاد مقاومتی هستیم تا با استفاده از متغیرهای کلان به دنبال سیاست‌گذاری اقتصادی باشیم. از طرفی در بعضی از پژوهش‌ها از روش‌های دیگری مانند محاسبه ضریب همبستگی یا روش رگرسیون ساده خطی استفاده شده است که دارای اشکالات تکنیکی می‌باشد.

۲. مبانی نظری تحقیق

۲-۱. ارتباط متقابل بازار پول و سرمایه

دو بازار سرمایه و پول فراهم‌کننده کانال‌هایی جهت گردش دارایی‌های مالی هستند، لذا تنها با تقویت ارتباط میان دو بازار و تضمین توسعه مشترک آنها، می‌توانیم کارایی نظام مالی را افزایش دهیم. بازار پول و سرمایه می‌توانند در جایگاه دو بازار رقیب که در جذب اعتبارات با یکدیگر رقابت می‌کنند ظاهر شوند یا اینکه تعامل سازنده آنها با یکدیگر منجر به هدایت صحیح اعتبارات به سمت اقتصاد واقعی شود (Bragues, 2014, p.148).

این دو بازار محل اتصال عرضه‌کنندگان و متقاضیان سرمایه و وجوه مالی هستند. در نتیجه توسعه و ارتباط کارایی بین این دو بازار به تضمین عملیات تولید و مصرف وجوه مالی که به معنی عملکرد مناسب بازارهای مالی است، می‌انجامد (Cuixia, 2011, p.63). مک‌لاپ^۵ (۲۰۰۷) به مناظره نظری فراموش شده مهمی درباره اثر بازار سهام بر اعتبارات پرداخته است. از یک طرف بیان می‌شود که خرید و فروش سهام شرکت اعتبارات را جذب می‌کند و اعتبارات برای اقتصاد واقعی غیرقابل دسترسی خواهد بود و قیمت آن در قالب نرخ‌های بهره بالاتر افزایش می‌یابد. در طرف دیگر، می‌توان

هرگونه جذب اعتبارات توسط بازار سرمایه را انکار کرده و به بازار سهام به عنوان ایستگاهی نگرین است که از طریق آن پول به سمت اقتصاد واقعی یا به سمت پروژه‌های سرمایه‌ای کشیده شده یا اینکه در کالاهای مصرفی خرج می‌شوند. او معتقد است که حباب قیمت سهام به سبب عوامل داخلی بازار سهام ایجاد نشده است و تا حدودی به تورم حاصل از عرضه پول توسط مقامات دولتی بر می‌گردد. او بر این باور است که بازار سهام ایستگاهی است که از طریق آن پول به سمت اقتصاد واقعی و طرح‌های سرمایه‌ای مالی هدایت شده یا اینکه به کالاهای مصرفی اختصاص می‌یابند (Bragues, 2014, pp.156-157).

یکی از وجوه تعامل بین بازار پول و سرمایه تخصیص بهینه منابع مالی است. فعالیت در بازار پولی فراهم‌کننده نقدینگی دارایی‌های مالی و واسط بین افراد حقیقی، صاحبان کسب‌وکار، نهادهای مالی و دولت در انتقال کوتاه‌مدت وجوه می‌باشد و بازار سرمایه نیز با ابزارهای بلندمدت هدف فوق را پوشش می‌دهد (Cuixia, 2011, p.65). این دو بازار به عنوان گزینه‌های سرمایه‌گذاری در پیش‌روی سرمایه‌گذار است و تعامل این دو بازار می‌تواند تخصیص بهینه نقدینگی کشور را در پی داشته و شرایطی را فراهم کند که منجر به رشد اقتصادی و بهبود عملکرد بنگاه‌های اقتصادی شود. شرکت‌هایی که نیازمند تأمین خارجی هستند، بازار سهام گزینه مناسب‌تری می‌باشد. این بازار از طریق بازار ثانویه خود به سرمایه‌گذارانی که دارای اولویت نقدینگی می‌باشند این اختیار را می‌دهد که در راستای پاسخ به نیاز نقدینگی خود هر زمان که لازم می‌دانند با فروش سهم خود و دریافت سرمایه از بازار خارج شوند (Cuixia, 2011, p.65). به‌علاوه هرگونه تغییر در بازارهای مالی بر عملکرد آتی شرکت‌ها و به تبع آن در خرید و فروش سهام نیز مؤثر است. این اثر متقابل است بدین معنا که عمل معامله سهام نیز می‌تواند به تغییر در قیمت سهام منجر شده و نهایتاً بر شاخص بازار سهام اثرگذار باشد (Yusof & Abdul Majid, 2007, p.23)، پس باید در نظر داشت که اقتصاد کلان تعامل میان بازار کار، بازار کالا و بازار دارایی‌های اقتصادی را نشان می‌دهد، (Dornbusch, Fischer & Startz, 2008) و متغیرهای کلان اقتصادی

می‌توانند بر این بازارها و تعامل میان آنها مؤثر باشند و هرگونه نوسان در این متغیرها منجر به تقویت یا تضعیف کارایی بازارهای مالی به عنوان یکی از ارکان اقتصادی شود. گردن^۶ در مطالعه خود بیان می‌کند که ارتباط متوازی بین بازار پول و قیمت وجوه در بازار سرمایه وجود داشته است که مدل رشد گردن نامیده می‌شود. او در مدل خود بیان کرد که رقابت و تعاملی میان بازار سرمایه و پول وجود دارد که سبب شکل‌گیری هزینه معقول در بازار سرمایه خواهد شد و جریان‌ات سرمایه می‌تواند منجر به تخصیص بهینه منابع شود (Cuixia, 2011, p.64).

بین بازار پول و بازار سرمایه اثرات متقابلی وجود دارد که این اثرات ناشی از نرخ بهره در بازار پول و قیمت سهام در بازار سهام است (Cuixia, 2011, p.64). در تئوری مالی، فرض شده است که بازار سهام و پول دارای همبستگی منفی می‌باشند (Friedman, 1988, p.224). افزایش نرخ بهره، افزایش هزینه فرصت نگهداری وجه نقد را در پی دارد و این اثری جانشینی بر سهام و دیگر اوراق بهادار دارای نرخ بهره دارد. افزایش نرخ بهره به دلیل ارتباط معکوس بین نرخ بهره و قیمت سهام، سبب کاهش قیمت سهام در مدل ارزش‌گذاری خواهد شد (Maysami & Koh, 2000, p.85). در بازارهای نوظهور، زمانی که بانک مرکزی نرخ بهره را به سبب رکود اقتصادی افزایش می‌دهد، این نشانگر وجود ریسک در اقتصاد است که سیگنال منفی به بازار ارسال خواهد کرد. افزایش نرخ بهره، نرخ بهره کل در بازار پول را افزایش می‌دهد و این منجر به کاهش نقدینگی در بازار سرمایه خواهد شد. (Alquist, 2010, p.223).

میشکین (۲۰۰۴) در مطالعه خود بیان کرد که تغییر در نرخ بهره با رشد عرضه پول و توسعه بخش حقیقی همبستگی مثبت دارد و افزایش نرخ بهره منجر به افزایش در جریان‌ات نقدی شرکت و قیمت سهام خواهد شد، اما زمانی که سطح افزایش در جریان‌ات نقدی به میزان افزایش در نرخ تنزیل و نرخ بدون بهره اسمی نباشد (DeFina, 1991).

نهادهای سیاستی هر دو بازار می‌توانند سازوکار تعامل سازنده بین دو بازار را فراهم و تسهیل بخشند. به عنوان مثال عملکرد صحیح بازار سرمایه منوط به کنترل انتشار پولی و اجرای صحیح سیاست‌های پولی توسط بانک مرکزی است

(Bragues, 2014, p.153). سیاست پولی می‌تواند بر بازار اوراق بهادار به طور مستقیم تأثیر گذارد و اثر بازار پول بر بازار سرمایه از مجرای اعمال چنین سیاست‌هایی امکان‌پذیر است. (Cuixia, 2011, p.63). جهت تفهیم بهتر نقش چنین سیاست‌هایی می‌توان گفت زمانی که عرضه پول افزایش پیدا می‌کند، عموم مردم گزینه‌های متفاوتی جهت سرمایه‌گذاری دارند که یکی از آنها بازار سهام است. بنابراین تقاضا برای سهام افزایش و در نتیجه قیمت سهام افزایش می‌یابد با افزایش قیمت سهام هزینه‌های سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابد. زمانی که قیمت سهام در نتیجه سیاست پولی انبساطی افزایش پیدا می‌کند، حجم ثروت مالی افزایش می‌یابد. از طرفی سیاست انبساطی سبب افزایش ثروت خالص بنگاه‌ها و افزایش دریافت تسهیلات و وام، سرمایه‌گذاری و در نتیجه افزایش تولید می‌شود. از طرف دیگر افزایش تلاطم در میزان نرخ رشد عرضه پول کاهش بازده بازار سهام می‌شود. وجود این رابطه را به این صورت می‌توان بیان کرد که با افزایش حجم پول، نقدینگی این سرمایه‌ها به سمت بازار دارایی‌های واقعی سرازیر می‌شوند و با این وضعیت سرمایه‌گذاران اندک موجود در بازار دارایی‌های مالی نیز تشویق به خروج از این بازار می‌شوند. در نتیجه تقاضا برای سهام کاهش و بازده در بازار سهام کم می‌شود (حداد و مهدوی، ۱۳۸۴).

اینکه آیا سیاست‌های پولی قابل پیش‌بینی هستند یا خیر نیز مهم است. اطلاع‌رسانی می‌تواند موجب تغییر نرخ تنزیل و سود بوده و بر بازار سرمایه نیز اثرگذار باشد. اگر چه در مواردی افزایش تولید و نوسانات بازار سهام منجر به تغییر در سیاست پولی می‌شود، اما هنوز این سیاست پولی است که بر تولید و بازار سهام اثرگذار است. (Blanchard, 1981, p.135)

اثرات متقابل این دو بازار در طول تاریخ علت تصویب قوانین حقوقی بوده است. در اواخر سال ۱۹۲۰ با افزایش قیمت در بازار سهام، هیئت مدیره فدرال رزرو اعلام کرد که فزونی سفته‌بازی در بازار سهام، منجر به خروج سرمایه از شرکت‌های صنعتی و کشاورزی و در نهایت محدودیت وام‌های بانکی که با سهام تضمین شده‌اند شده است (Bragues, 2014, p.158).

۲-۲. اقتصاد مقاومتی

مفهوم اقتصاد مقاومتی ابتدا در سال ۱۳۸۹ توسط مقام معظم رهبری شد و تاکنون نظریه معینی با عنوان اقتصاد مقاومتی در علم اقتصاد وجود نداشته است. اسدی و دیگران (۲۰۱۵) اقتصاد مقاومتی را اقتصاد موازی در نظر گرفته و سه تعریف ارائه کرده‌اند. در تعریف اول آمده است که نظام اسلامی به سبب کارکرد و اهداف دارای ماهیت مقاومتی است در نتیجه نیازمند نهادهایی است تا این اهداف را پوشش دهند، چرا که سازمان‌های رسمی چنین توانی ندارند. تعریف دوم از اقتصاد مقاومتی این است که هدف اصلی آنها پوشش کسری و کمبود، پرکردن شکاف‌ها و اصلاح ساختار و نهادهای اقتصادی غیرکاراست. سومین نوع اقتصاد مقاومتی مربوط به جنبه تهاجمی و تدافعی اقتصاد مقاومتی است. مهم اینست که فهمیده شود که چطور و با چه ابزاری دشمن به اقتصاد ایران ضربه می‌زند (Asadi et al, 2015)، می‌توان گفت که هر سه تعریف پیرامون مفهوم اقتصاد مقاومتی صحیح است و هر یک به جنبه‌ای از این الگو پرداخته است.

عنوان اقتصاد مقاومتی در ادبیات متعارف علم اقتصاد معادل دقیقی ندارد. از این رو می‌توان اذعان نمود این واژه برگرفته از فرهنگ اسلامی ایرانی کشور می‌باشد. اصلاحاتی همچون ضدشکنندگی اقتصادی^۷، پایداری و تداوم اقتصادی^۸، استحکام و پیوستگی متقابل در اقتصاد^۹، ثبات اقتصاد کلان^{۱۰}، اقتصاد بازدارنده و بازدارندگی اقتصادی^{۱۱}، مقاوم بودن اقتصادها و نهادها^{۱۲}، وضعیت ایستایی در اقتصاد^{۱۳}، اقتصاد با وضعیت باثبات^{۱۴}، تحریم‌شکنی اقتصاد^{۱۵} و نهایتاً اقتصاد مقاومتی اقتصاد حمایتی^{۱۶} به معنای ایجاد چتر حمایتی توسط سیاست‌های اقتصادی از یک موضوع خاص همچون بخش تأمین انرژی و یا بخش تولید و کارآفرینی است (خوانساری و قلیچ، ۱۳۹۴).

از سوی دیگر اقتصاد مقاومتی منحصر به شرایط خاصی نیست و در تمام شرایط اقتصادی قابل اجراست. این شرایط می‌تواند عادی باشد یا اینکه نشانگر شواهد حاکی از وجود بحران اقتصادی ناشی از فشار خارجی (مانند تحریم) یا فشار داخلی (مانند نواقص ذاتی یا سیاستی اقتصاد) باشد.

در تبیین مفهوم اقتصاد مقاومتی در قالب دوگان مفهومی آسیب‌پذیری و تاب‌آوری (Briguglio at el, 2009) مقاومت اقتصادی را توانایی اقتصاد در تاب‌آوری یا بازیابی خود پس از شوک‌های اقتصادی تعریف کرده است (Asadi at el, 2015). در بسیاری از لغت‌نامه‌ها، تاب‌آوری را به توانایی بازگشت سریع به حالت اولیه تعبیر می‌کنند. با این پیش فرض، اقتصاد مقاومتی با سه توانایی تعریف می‌شود: توانایی بازیابی و برگشت به حالت اولیه بعد از وارد شدن شوک‌های خارج از سیستم^{۱۷}، توانایی ایستادگی و مقابله در مقابل تکان‌ها یعنی جذب شوک^{۱۸} و توانایی اجتناب از شوک (دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۳۹۳). اقتصاد باید از سازوکارهایی برخوردار باشد که اثرات شوک‌ها را کاهش دهد (Briguglio, 2012).

منشا شوک یا تکانه می‌تواند عناصر داخلی یا خارجی باشد. اقتصاد مقاومتی الگویی است که به دنبال کاهش فشارهایی است که از داخل و خارج بر اقتصاد تحمیل می‌شود. نقطه اوج فشار خارجی تحریم است. فشار داخلی نیز از عواملی ناشی می‌شود که شرایط را جهت فشارهای خارجی فراهم می‌سازند.

فشار داخلی می‌تواند دو قسمت شود. اولین قسمت به عدم آگاهی اقتصاددانانی است که سیاست‌گذاری را منطبق بر تصمیمات تحریم‌کنندگان انجام می‌دهند. دومین بخش نیز به فعالان اقتصادی برمی‌گردد که تنها در کالاهای مصرفی سرمایه‌گذاری کرده و واردات انجام می‌دهند (درخشان، ۱۳۹۳).

در پاسخ به تکانه‌ها و شوک‌های داخلی و خارجی، تاب‌آوری اقتصادی به دو صورت مطرح شده است:

تاب‌آوری اقتصادی ذاتی^{۱۹}: این نوع از تاب‌آوری به شرایط عادی اشاره دارد. توان جایگزینی نهاده‌ها با نهاده‌هایی که بر اثر شوک خارجی با مشکل مواجه شده یا توان بازار که برای بازتخصیص منابع در پاسخ به علامت‌های قیمتی است.

تاب‌آوری اقتصادی انطباقی^{۲۰}: به شرایط بحران اشاره دارد. ناشی از قوه ابتکار و تلاش فوق‌عادی است این به معنای افزایش توان جایگزینی نهاده‌ها در عملیات تجاری یا تقویت بازارها از طریق تکمیل اطلاعات عوامل اقتصادی عرضه‌کننده و تقاضاکننده است (همان).

برای ایجاد تاب‌آوری اقتصادی کشور نیازمند است تا جایی که امکان دارد آسیب‌پذیری‌های ذاتی خود را کاهش دهد و از طرف دیگر با استفاده از سیاست‌های اقتصادی و انعطاف‌پذیری در برابر بحران‌ها و فشارهای خارجی واکنش مناسب داشته باشد (Asadi et al, 2015). این الگو مدل مدیریت اقتصادی برای تقویت اقتصاد ملی در قبال تهدیدات و انجام اقدامات لازم جهت شکنندگی تحریم‌ها و غلبه بر نظام حاکم تحریم است (Khanzadi & Heidari, 2015).

اقتصاد مقاومتی به دنبال کنترل و غیرفعال‌سازی فشارهای خارجی و داخلی است و در حالت ایده‌آل چنین فشارهایی را به فرصت تبدیل خواهد کرد. این الگو کاهنده وابستگی، افزایش‌دهنده خوداتکایی و موید مزیت‌های تولید داخلی است. تأکیدات بر خوداتکایی و مزیت‌های بهره‌گیری از تولید داخلی می‌تواند ساختار لازم جهت آزادسازی اقتصادی را فراهم سازد (همان).

شناخت اقتصاد مقاومتی در گرو مطالعه بیانات مقام معظم رهبری و تبیین آنها از منظر ایشان است. در پژوهش حاضر مبتنی بر خصیصه‌هایی که رهبر انقلاب برشمرده‌اند، اهمیت نقش و ارتباط بازار پول و سرمایه در اقتصاد مقاومتی تبیین شده است. این خصائص شامل موارد زیر است:

۱. اقتصاد مقاومتی باید یک الگوی عملی متناسب با نیازهای کشور باشد، اما منحصر به کشور ایران نیست.
۲. این اقتصاد درون‌زا است، یعنی از دل ظرفیت‌های خود کشور ما و خود مردم ما می‌جوشد؛ اما درعین حال درون‌گرا نیست؛ یعنی به این معنا نیست که ما اقتصاد خودمان را محصور می‌کنیم و در خود کشور محدود می‌کنیم.
۳. این اقتصادی که به عنوان اقتصاد مقاومتی مطرح می‌شود، مردم‌بنیاد است؛ یعنی بر محور دولت نیست و اقتصاد دولتی نیست، اقتصاد مردمی است؛ اما «دولتی نیست» به این معنا نیست که دولت در قبال آن مسئولیتی ندارد؛ چرا، دولت مسئولیت برنامه‌ریزی، زمینه‌سازی، ظرفیت‌سازی، هدایت و کمک دارد.
۴. گفتیم این اقتصاد، اقتصاد دانش‌بنیان است یعنی از پیشرفت‌های علمی استفاده می‌کند، اقتصاد را بر محور علم قرار می‌دهد؛ اما معنای آن این نیست که این

اقتصاد منحصر به دانشمندان است و فقط دانشمندان می‌توانند نقش ایفا کنند.

۵. این اقتصاد، عدالت محور است؛ یعنی تنها به شاخص‌های اقتصاد سرمایه‌داری - [مثل] رشد ملی، تولید ناخالص ملی - اکتفا نمی‌کند؛ بنابراین شاخص عدالت یکی از شاخص‌های مهم در اقتصاد مقاومتی است، اما معنای آن این نیست که به شاخص‌های علمی موجود دنیا هم بی‌اعتنایی بشود.

۶. اقتصاد مقاومتی یعنی مقاوم‌سازی، محکم‌سازی پایه‌های اقتصاد؛ این چنین اقتصادی چه در شرایط تحریم، چه در شرایط غیرتحریم، بارور خواهد بود و به مردم کمک می‌کند (بیانات مقام معظم رهبری، حرم مطهر امام رضا، ۱۳۹۳).

طرح اقتصاد مقاومتی تنها به مفهوم‌شناسی محدود نشد و ایشان آن را در قالب سیاست‌های اقتصاد مقاومتی به دستگاه‌های ذی ربط ابلاغ کردند. با مطالعه سیاست مذکور بازار پول و سرمایه در چند بند از اهمیت بسزایی برخوردار است.

در بند ۹ بر اصلاح و تقویت همه جانبه نظام مالی تأکید شده است. شناخت صحیح بازار پول و سرمایه و بررسی اثرپذیری هر بازار از متغیرهای کلان اقتصادی امکان تقویت نظام مالی را فراهم می‌سازد. ثبات اقتصادی مفهوم دیگری است که در این بند مورد تأکید است. در شرایط تحریم که فراوانی تکانه و شوک‌های اقتصادی بالا و آنی است، ایجاد ثبات بسیار مشکل است و این جز با تعامل سازنده بازارهای پول و سرمایه به عنوان ارکان نظام مالی محقق نخواهد شد.

در بند ۱۲ بر افزایش قدرت مقاومت و کاهش آسیب‌پذیری اقتصاد کشور تأکید شده است. تعامل سازنده میان دو بازار قابلیت ضربه‌گیری شوک‌ها و تکانه‌ها را فراهم می‌کند، با فرض اینکه بازارها یک سیستم واحد هستند و فقدان کارایی عملکرد هر یک امکان آسیب‌پذیری دیگری را افزایش می‌دهد هر دو بازار می‌بایست ضمن پشتیبانی در شرایط مختلف نواقص دیگری را پوشش داده و ابزارهای حمایتی را فراهم سازند. به‌علاوه یکی از مهمترین زمینه‌های مورد نیاز جهت ایجاد پیوندهای راهبردی ایجاد ارتباط بین بازارهای مالی کشور با سایر کشورها با تأکید بر تأمین حداکثری منافع ملی

و کاهش وابستگی مالی کشور به کشورهای خاص و بالتبع کاهش آسیب‌پذیری سیستم مالی کشور از شوک‌های مالی خارجی مانند تقویت ارتباط و همکاری بانکی با کشورهای اسلامی و غیراسلامی مختلف دارای سوابق همکاری مثبت سیاسی و دیپلماتیک با ایران.

در بند ۲۲ بر واکنش هوشمند، فعال، سریع و به هنگام در برابر مخاطرات و اختلال‌های داخلی و خارجی تأکید شده است که این جز با پیش‌بینی، برنامه‌ریزی، تصمیم‌گیری و اصلاح ساختاری امکان‌پذیر نیست. مطالعه در خصوص تعامل بازار پول و سرمایه سبب می‌شود که امکان برنامه‌ریزی جهت واکنش سریع فراهم شود. آزمون تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر هر یک از بازارهای پول و سرمایه امکان سیاست‌گذاری از مجرای متغیرهای مؤثر را فراهم و مدیریت شرایط بحرانی را تسهیل می‌کند، در غیر اینصورت همانند سال ۹۰ متغیرهای کلان اقتصادی با نوسانات بالا مواجه می‌شوند و کنترل شرایط از دست سیاست‌گذاران و مجریان امر خارج خواهد شد. بدون شک اقتصاد مقاومتی یک مدل پویا است نه یک مدل ایستا. این الگو به دنبال رفع موانع توسعه و تلاش برای بهبود سطح اقتصادی است که این جز با تدوین راهبردهای بلندمدت در حوزه نظری و کاربردی و طراحی و اجرای سیاست‌های مؤثر اقتصادی محقق نخواهد شد (Shahab & Delvari, 2015).

تعامل بین این دو بازار در شرایط کنونی که سود سپرده به صورت دستوری تعیین و ابلاغ می‌شود بسیار حائز اهمیت است و در این شرایط عدم تبیین نقش هر یک از بازارها و تعامل ناقص آنها سبب بروز مشکلاتی مانند عدم تخصیص بهینه، کاهش کارایی بازار مالی و عدم امکان برنامه‌ریزی خواهد شد.

در نهایت در راستای تبیین عنوان پژوهش می‌توان گفت اقتصاد مقاومتی از جمله مفاهیم کلیدی برگرفته از سخنان رهبری است و متصف به عناصر مختلفی از جمله درون‌زایی در عین برون‌گرایی، عدالت‌محوری، اقتصاد مبتنی بر دانش، اقتصاد مردم‌بنیاد و آخرین مؤلفه یعنی مقاوم‌سازی و استحکام پایه‌های اقتصادی - چه در شرایط تحریم و چه در غیرتحریم - است. در نتیجه از جمله الزامات تحقق اقتصاد مقاومتی تقویت ارکان اقتصادی است تا در برابر شوک‌ها و تکانه‌های مختلف داخلی و خارجی از

استحکام و مقاومت کافی برخوردار باشند. بازارهای مالی به عنوان پایه‌های اقتصادی تسهیل‌کننده معاملات هستند و در مقایسه با ارکان دیگر اقتصاد از شدت و سرعت تحول و انعطاف‌پذیری بیشتری برخوردارند که در عین منفعت می‌توانند آسیب‌پذیر نیز باشند. در نتیجه تقویت این بخش نیازمند افزایش گستره فعالیت‌های پیش‌بینی و برنامه‌ریزی است تا امکان مدیریت شرایط و تحولات فراهم گردد. در طول سال‌های اخیر بازارها از جمله بازارهای مالی هم از جانب متغیرهای برونزا^{۲۱} مانند تحریم متأثر بوده و هم از متغیرهای درونزا^{۲۲} از جمله بحران مالی اخیر (۲۰۰۷-۲۰۰۸) آسیب دیده‌اند. از سوی دیگر بازارهای مالی دارای اثرات متقابل و پیوندهای شبکه‌ای هستند که این پیوندها هم بین بازارهای مالی داخلی مشهود است و هم در پیوند بین بازارهای خارجی به خصوص پیوند بین بورس‌های جهانی قابل ردیابی است. به علاوه، اثرپذیری اقتصاد ایران از متغیرهای برونزا به دلیل عدم وجود پیوند بازار سرمایه با بورس‌های اوراق بهادار جهانی، معاملات بانکی محدود و دریافت تسهیلات خارجی اندک در مقایسه با کشورهای دیگر براساس نتایج مدل بسیار کمتر است. اما همچنان اثر شبکه‌ای داخلی بازارهای مالی با تمرکز بر دو نهاد فعال آنها یعنی بانک و بورس اوراق بهادار مشهود است. در نتیجه تحولات و تلاطم‌های هر بازار منفک از بازار دیگر نیست، لذا می‌توان انتظار داشت تا نرخ‌های بازدهی این دو بازار دارای ارتباط رفت و برگشتی با یکدیگر باشند. تعامل سازنده بین دو بازار مذکور می‌تواند امکان ایفای نقش ضربه‌گیر^{۲۳} را توسط بازار سرمایه در شرایط وقوع بحران در بازار پول (و بالعکس) فراهم کرده و از سرایت‌پذیری ریسک‌های مختلف نهادی یا بازاری که در قالب مفاهیمی مانند ریسک سیستمی^{۲۴}، سرایت‌پذیری نهادی^{۲۵}، سرایت‌پذیری بازاری^{۲۶} طرح می‌شوند جلوگیری نمایند. در این پژوهش جهت بررسی امکان ایفای نقش هر یک از دو بازار در اقتصاد مقاومتی رابطه علی بین دو بازار از طریق آزمون حداقل مربعات معمولی و آزمون علیت گرنجر تبیین و نهایتاً سیاست‌هایی ارائه شد.

۳. داده‌ها و روش تحقیق

۳-۱. داده‌ها

جمع‌آوری اطلاعات از روش کتابخانه‌ای انجام شده است. داده‌های این پژوهش شامل بازه ۱۳۷۰ تا ۱۳۹۲ و از بانک مرکزی و بورس اوراق بهادار تهران دریافت شده است. این داده‌ها شامل داده‌های کلان اقتصادی مانند تولید ناخالص داخلی بدون نفت^{۲۷}، تورم، نفت خام برنت^{۲۸}، نقدینگی^{۲۹}، رشد بهای مصرف‌کننده^{۳۰}، تراز پرداخت^{۳۱}، نرخ ارز^{۳۲}، نرخ بازدهی تسهیلات بخش مسکن^{۳۳} است. رشد نقدینگی از تفاضل نقدینگی سال t و $t-1$ و تقسیم حاصل آن بر نقدینگی سال $t-1$ محاسبه شده است. شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران یا TEPIX (INDEX) به عنوان شاخص و سنج بازار سرمایه و نرخ سپرده یک ساله^{۳۴} نیز به عنوان شاخص بازار پول در نظر گرفته شده است.

۳-۲. مدل تحقیق

جهت انتخاب شاخص بازار پول دو جنبه را مدنظر گرفتیم: اولاً شاخص مورد نظر منطبق با تئوری‌های اقتصادی و مالی باشد؛ ثانیاً این شاخص در نتایج حاصل از مدل‌سازی‌ها ضمن معناداری، از بیشترین توضیح‌دهندگی برخوردار باشد. در این راستا متغیرهای نرخ بازدهی تسهیلات بخش مسکن، نرخ بازدهی تسهیلات بخش صنعت و معدن، نرخ بازدهی تسهیلات بخش کشاورزی، نرخ بازدهی تسهیلات بخش خدمات و نرخ سپرده یک ساله گزینه‌هایی بودند که می‌توانستند به عنوان شاخص بازار پول انتخاب شوند که نهایتاً ضمن آزمون، نرخ سپرده یک ساله به عنوان شاخص بازار پول انتخاب گردید. در بازار سرمایه نیز قیمت بورس اوراق بهادار تهران (تیکس) به عنوان شاخص این بازار انتخاب گردید.

پیش از معرفی مدل منتخب چندین آزمون با متغیرهای مختلف اقتصادی صورت گرفت که براساس معناداری متغیرها، ضریب خوبی برازش، آزمون‌های نقض فروض حداقل مربعات معمولی مانند ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی سریالی، فرض نرمالیتی و هم‌خطی بین متغیرها، متغیرهای کنونی و مدل منتخب برگزیده شد.

جهت بررسی رابطه علی این دو متغیر از دو روش استفاده شده است:

۱. روش اول حداقل مربعات معمولی است. در اولین آزمون شاخص بازار پول به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازار سرمایه به عنوان متغیرهای مستقل انتخاب شدند. در آزمون دوم شاخص بازار سرمایه به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازار پول متغیرهای مستقل در نظر گرفته شدند. در ادامه ضمن بیان نتایج تفسیر هر یک نیز آمده است که رابطه بین دو بازار بررسی شده است.

۲. در روش دوم جهت آزمون علیت این دو شاخص از آزمون علیت گرنجر استفاده شده است. در این آزمون رابطه علی دو طرفه بین شاخص‌ها مورد آزمون واقع شده است. در ادامه ضمن بیان نتیجه، تعبیر و تفسیر آزمون نیز آمده است.

۳-۲-۱. تخمین مدل مبتنی بر روش حداقل مربعات معمولی^{۳۵}

این روش شامل دو آزمون است. در آزمون اول شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران به عنوان متغیر وابسته انتخاب شد و متغیرهای کلان اقتصادی شامل تقاضا تولید ناخالص ملی، تفاضل شاخص بهای مصرف‌کننده، قیمت نفت خام برنت، تفاضل نقدینگی، وقفه مرتبه اول شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار سال پیش و نرخ سپرده یک ساله به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شدند. بار دیگر سپرده یک ساله به عنوان متغیر وابسته انتخاب شد در حالی که متغیرهای کلان اقتصادی شامل تولید ناخالص ملی، رشد شاخص بهای مصرف‌کننده، رشد نقدینگی، تراز پرداخت، نرخ ارز، نرخ بازدهی تسهیلات بخش مسکن و شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران به عنوان متغیر مستقل انتخاب شدند.

مدل شماره (۱): تأثیر علی بازار پول بر سرمایه

$$\text{INDEX} = a_1 + B_2 \text{DEPOSIT_1_YEAR} + a_3 (\text{D}(\text{GDP_WITH_OUT_OIL})) + a_4 (\text{D}(\text{CPI})) + a_5 \text{BRENT} + a_6 (\text{D}(\text{LIQUIDITY})) + a_7 \text{INDEX}(-1) + U_t$$

جدول (۱): تخمین برآوردکننده‌های شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران

Dependent Variable: INDEX
 Method: Least Squares
 Date: 09/28/15 Time: 16:31
 Sample (adjusted): 1372 1392
 Included observations: 21 after adjustments
 Convergence achieved after 12 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEPOSIT_1_YEAR	-1151.057	543.6052	-2.117840	0.0526
D(GDP_WITH_OUT_OIL)	0.071958	0.021543	3.340211	0.0049
D(CPI)	444.9851	107.1408	4.153273	0.0010
BRENT	-201.1042	41.56363	-4.838465	0.0003
D(LIQUIDITY)	0.035153	0.007782	4.529100	0.0005
C	15025.19	8616.570	2.270843	0.0395
AR(1)	-0.726490	0.307961	-2.359029	0.0334
R-squared	0.975275	Mean dependent var	12447.42	
Adjusted R-squared	0.964679	S.D. dependent var	18028.31	
S.E. of regression	3388.226	Akaike info criterion	19.35620	
Sum squared resid	1.61E+08	Schwarz criterion	19.70338	
Log likelihood	=196.2296	Hannan-Quinn criter.	19.43076	
F-statistic	92.03892	Durbin-Watson stat	2.267704	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	-0.73			

ضریب تعیین R^2 (خوبی برازش) = ۹۷٪ است که نمایانگر این است که متغیرهای مستقل توانستند ۹۷٪ از متغیر وابسته را توضیح دهند و این نشان‌دهنده انتخاب صحیح متغیرهای مستقل است. با بررسی آماره t (ت استیودنت^{۳۶}) می‌توان مشاهده کرد که تمام متغیرها معنادار می‌باشند. از طرفی آماره F مبین معناداری تمام متغیرهاست.

با مشاهده ضرایب متغیرهای مستقل می‌توان این‌گونه نتیجه‌گیری کرد که هرگاه تفاضل مرتبه اول تولید ناخالص داخلی بدون احتساب نفت یک واحد افزایش یابد شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران با ۰۰۷ واحد افزایش مواجه خواهد شد. به همین ترتیب با یک واحد افزایش تفاضل مرتبه اول شاخص بهای مصرف‌کننده شاخص بازار سرمایه با ۴۴۴ واحد افزایش مواجه خواهد شد. ضریب نفت خام برنت نشان می‌دهد که اگر قیمت نفت برنت یک دلار افزایش یابد شاخص بازار سرمایه ۲۰۱ واحد کاهش می‌یابد. با افزایش یک واحد تفاضل نقدینگی شاخص بازار سرمایه ۰۰۳۵٪ واحد کاهش می‌یابد. آخرین متغیر نیز نشان می‌دهد که با افزایش یک واحد نرخ سپرده یک ساله شاخص قیمت بازار بورس اوراق بهادار تهران ۱۱۵۱ واحد کاهش پیدا خواهد کرد. این نتیجه موید تئوری‌هایی است که مبین رابطه بازار پول و سرمایه است و جانشینی این دو بازار را به نشان می‌دهد.

- آزمون نقض فروض

○ فرض همسانی واریانس

در این قسمت فرض همسانی واریانس یا $(U_t, U_{t-1})=0$ مورد بررسی قرار گرفت. در ادامه نتیجه آزمون همسانی واریانس براساس دو مدل آمده است.

جدول (۲): آزمون گلچسر در راستای بررسی فرض همسانی واریانس

Heteroskedasticity Test: Glejser				
F-statistic	1.453227	Prob. F(5,15)	0.2625	
Obs*R-squared	6.852955	Prob. Chi-Square(5)	0.2318	
Scaled explained SS	5.828050	Prob. Chi-Square(5)	0.3233	
Test Equation:				
Dependent Variable: ARESID				
Method: Least Squares				
Date: 10/01/15 Time: 11:01				
Sample: 1372-1392				
Included observations: 21				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8545.626	5450.928	1.567738	0.1378
DEPOSIT_1_YEAR	-636.8140	437.1363	-1.456786	0.1658
D(GDP_WITH_OUT_OIL)	0.025843	0.014442	1.789456	0.0937
D(CPI)	99.14776	65.29179	1.518533	0.1487
BRENT	-13.26160	26.04137	-0.509251	0.6180
D(LIQUIDITY)	-0.000854	0.004552	-0.187641	0.8537
R-squared	0.326331	Mean dependent var	2026.239	
Adjusted R-squared	0.101775	S.D. dependent var	1930.058	
S.E. of regression	1829.207	Akaike info criterion	18.09611	
Sum squared resid	50189984	Schwarz criterion	18.39454	
Log likelihood	-184.0091	Hannan-Quinn criter.	18.16088	
F-statistic	1.453227	Durbin-Watson stat	2.791571	
Prob(F-statistic)	0.262500			

جدول (۳): آزمون بروش گودفری در راستای بررسی فرض همسانی واریانس

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	1.322767	Prob. F(5,15)	0.3071	
Obs*R-squared	6.426001	Prob. Chi-Square(5)	0.2669	
Scaled explained SS	3.591945	Prob. Chi-Square(5)	0.6095	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 10/01/15 Time: 11:05				
Sample: 1372-1392				
Included observations: 21				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	85996934	35653762	1.851051	0.0840
DEPOSIT_1_YEAR	-5281643.	2859248.	-1.847214	0.0845
D(GDP_WITH_OUT_OIL)	136.4256	94.46018	1.444266	0.1692
D(CPI)	652831.8	427064.6	1.528649	0.1472
BRENT	-42736.05	170333.0	-0.250897	0.8053
D(LIQUIDITY)	-6.287759	29.77476	-0.211177	0.8356
R-squared	0.306000	Mean dependent var	7653382.	
Adjusted R-squared	0.074867	S.D. dependent var	12437948	
S.E. of regression	1196459.1	Akaike info criterion	35.66776	
Sum squared resid	2.15E+15	Schwarz criterion	35.96619	
Log likelihood	-368.5115	Hannan-Quinn criter.	35.73253	
F-statistic	1.322767	Durbin-Watson stat	2.814865	
Prob(F-statistic)	0.307083			

براساس آزمون گلچسر و بروش گودفری فرضیه صفر که همسانی واریانس است رد نشده است پس این مدل طبق این فرض صحیح است.

○ فرض عدم وجود خود همبستگی سریالی

بررسی رابطه علی بین بازار پول و سرمایه جهت مهار تلاطم بازارهای مالی در چارچوب اقتصاد مقاومتی ۱۳

براساس این فرض نمی‌بایست بین جزء اخلاص خود همبستگی سریالی وجود داشته باشد یعنی $E(U_t, X_t) = 0$ است.

با توجه به جدول Q-test پیش‌بینی می‌شود که با وقفه ۴ و ۳ احتمال خودهمبستگی سریالی وجود داشته باشد، اما نتایج نشان می‌دهد که هیچ نقضی وجود ندارد.

جدول (۴): آزمون Q test جهت تعیین وقفه در راستای بررسی فرض خودهمبستگی سریالی

Date: 10/01/15 Time: 11:13
Sample: 1370 1392
Included observations: 21
Q-statistic probabilities adjusted for 1 ARMA term

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
1			-0.158	-0.158	0.6007	
2			-0.211	-0.242	1.7310	0.188
3			-0.221	-0.327	3.0446	0.218
4			-0.073	-0.306	3.1978	0.362
5			0.236	-0.021	4.8738	0.300
6			-0.011	-0.152	4.8774	0.431
7			0.068	0.016	5.0346	0.539
8			-0.122	-0.082	5.5914	0.588
9			-0.031	-0.031	5.6308	0.689
10			0.139	0.114	6.4853	0.691
11			-0.106	-0.075	7.0316	0.722
12			-0.068	-0.145	7.2777	0.776

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

جدول (۵): آزمون بروش گودفری جهت بررسی خود همبستگی سریالی با وقفه ۳

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

F-statistic	2.173822	Prob. F(3,11)	0.1488
Obs*R-squared	7.816172	Prob. Chi-Square(3)	0.0500

جدول (۶): آزمون بروش گودفری جهت بررسی خودهمبستگی سریالی با وقفه ۴

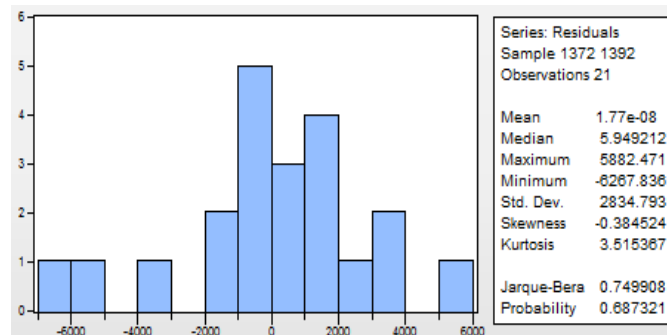
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

F-statistic	1.938970	Prob. F(4,10)	0.1804
Obs*R-squared	9.172933	Prob. Chi-Square(4)	0.0569

با توجه به جداول فوق با وقفه ۳ و ۴ خودهمبستگی سریالی وجود ندارد و فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود خود همبستگی سریالی رد نمی‌شود. پس مدل طبق این فرض نیز صحیح است.

○ فرض نرمالیتی جزء اخلاخل

در این فرض آمده است که جزء اخلاخل باید دارای توزیع نرمالیتی باشند تا امکان استفاده از حداقل مربعات معمولی وجود داشته باشد.



نمودار (۱): آزمون جاکوب برا جهت بررسی فرض نرمالیتی جزء اخلاخل

با توجه به نتیجه فوق فرض نرمالیتی جزء اخلاخل رد نمی شود پس با این فرض نیز مدل صحیح می باشد.

مدل شماره (۲): تأثیر علی بازار سرمایه بر بازار پول

$$\text{DEPOSIT 1 YEAR} = a_1 + a_2 \text{INDEX} + a_3 (\text{GDP WITH OUT OIL}) + a_4 (\text{CPI_GROWTH}) + a_5 (\text{LIQUIDITY_GROWTH}) + a_6 (\text{BOP}) + a_7 (\text{EXCHANGE_RATE}) + a_8 (\text{HOUSE_EXP_RATE}) + U_t$$

جدول (۷): تخمین برآوردکننده های متغیر وابسته نرخ سپرده یک ساله بانکی

Dependent Variable: DEPOSIT_1_YEAR
Method: Least Squares
Date: 09/28/15 Time: 16:30
Sample (adjusted): 1370 1391
Included observations: 22 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INDEX	-0.000213	9.41E-05	-2.264757	0.0399
GDP_WITH_OUT_OIL	5.01E-06	2.31E-06	2.167603	0.0479
CPI_GROWTH	5.765283	2.890466	1.994586	0.0659
LIQUIDITY_GROWTH	-9.258180	3.878424	-2.387099	0.0316
BOP	8.89E-05	4.74E-05	1.878429	0.0813
EXCHANGE_RATE	0.000318	0.000105	3.022831	0.0091
HOUSE_EXP_RATE	0.313885	0.275257	1.140334	0.2733
C	3.583296	6.136509	0.583931	0.5686

R-squared	0.815967	Mean dependent var	13.65909
Adjusted R-squared	0.723951	S.D. dependent var	1.990372
S.E. of regression	1.045749	Akaike info criterion	3.202632
Sum squared resid	15.31028	Schwarz criterion	3.599374
Log likelihood	-27.22895	Hannan-Quinn criter.	3.296092
F-statistic	8.867625	Durbin-Watson stat	1.688549
Prob(F-statistic)	0.000312		

ضریب تعیین (خوبی برازش) R^2 این مدل برابر با ۸۱٪ است. با آزمون متغیرهای مختلف با توجه به ضریب تعیین، آزمون نقض فروض و معناداری متغیرهای مستقل مدل فوق مدل منتخب می‌باشد.

با بررسی آماره t می‌توان مشاهده کرد که تمام متغیرها به جز نرخ بازدهی تسهیلات بخش مسکن معنادار می‌باشند. آزمون F نیز معناداری کلی رگرسیون را تأیید می‌کند.

همانطور که در جدول آمده است با افزایش یک واحد تولید ناخالص داخلی نرخ سپرده یک ساله ۵.۰۱ واحد افزایش می‌یابد. به این ترتیب اگر تورم یک واحد افزایش یابد شاخص بازار پول با ۵.۷ واحد افزایش مواجه می‌شود. با افزایش یک واحد رشد نقدینگی نرخ سپرده یک ساله ۹.۲ واحد کاهش می‌یابد. با افزایش یک واحد تراز پرداخت نرخ سپرده یک ساله با ۸.۸ واحد کاهش مواجه می‌شود. با افزایش یک واحد نرخ ارز شاخص بازار پول با ۰.۰۰۳٪ واحد افزایش مواجه می‌شود. به همین منوال با افزایش یک واحد نرخ بازدهی تسهیلات بخش مسکن نرخ سپرده ۳۷٪ واحد افزایش می‌یابد و در پایان نیز باید اشاره کرد که با افزایش یک واحد شاخص نرخ سپرده یک ساله ۰.۰۰۲٪ واحد کاهش می‌یابد. این موید تئوری جانشینی بازار پول و سرمایه است که در بخش مفاهیم نظری به آن اشاره شد.

• آزمون نقض فروض

○ فرض همسانی واریانس

جدول (۸): آزمون بروش گودفری جهت بررسی فرض همسانی واریانس جزء اخلاص

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.837371	Prob. F(7,14)	0.5748
Obs*R-squared	6.492688	Prob. Chi-Square(7)	0.4835
Scaled explained SS	3.396515	Prob. Chi-Square(7)	0.8461

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID^2
 Method: Least Squares
 Date: 10/01/15 Time: 11:19
 Sample: 1370 1391
 Included observations: 22

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	14.76747	6.908324	2.137634	0.0507
INDEX	0.000144	0.000106	-1.356980	0.1863
GDP_WITH_OUT_OIL	-3.88E-06	2.60E-06	-1.490788	0.1582
CPI_GROWTH	-0.044910	3.254012	-0.013801	0.9892
LIQUIDITY_GROWTH	-1.877268	4.366230	-0.429952	0.6738
BOP	-2.88E-05	5.33E-05	-0.503658	0.6223
EXCHANGE_RATE	-9.87E-05	0.000119	-0.815755	0.4263
HOUSE_EXP_RATE	-0.640478	0.309877	-2.066877	0.0578

R-squared	0.295122	Mean dependent var	0.695922
Adjusted R-squared	-0.057317	S.D. dependent var	1.144923
S.E. of regression	1.177277	Akaike info criterion	3.439574
Sum squared resid	19.40375	Schwarz criterion	3.836317
Log likelihood	-29.83531	Hannan-Quinn criter.	3.533034
F-statistic	0.837371	Durbin-Watson stat	2.120579
Prob(F-statistic)	0.574574		

جدول (۹): آزمون وایت جهت بررسی فرض همسانی واریانس جزء اخلاص

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.731445	Prob. F(7,14)	0.6494
Obs*R-squared	5.891313	Prob. Chi-Square(7)	0.5525
Scaled explained SS	3.081919	Prob. Chi-Square(7)	0.8773

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID^2
 Method: Least Squares
 Date: 10/01/15 Time: 11:22
 Sample: 1370 1391
 Included observations: 22

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.992911	3.626875	2.201044	0.0450
INDEX^2	4.94E-09	4.11E-09	1.203414	0.2488
GDP_WITH_OUT_OI...	-1.39E-12	8.53E-13	-1.625842	0.1263
CPI_GROWTH^2	1.700989	5.968023	0.285017	0.7798
LIQUIDITY_GROWTH^2	-6.924405	8.166489	-0.847905	0.4108
BOP^2	2.59E-10	3.34E-09	0.077479	0.9393
EXCHANGE_RATE^2	-7.24E-09	7.22E-09	-1.002944	0.3329
HOUSE_EXP_RATE^2	-0.022611	0.011606	-1.948247	0.0717

R-squared	0.267787	Mean dependent var	0.695922
Adjusted R-squared	-0.098320	S.D. dependent var	1.144923
S.E. of regression	1.199888	Akaike info criterion	3.477621
Sum squared resid	20.15623	Schwarz criterion	3.874364
Log likelihood	-30.25383	Hannan-Quinn criter.	3.571081
F-statistic	0.731445	Durbin-Watson stat	2.068592
Prob(F-statistic)	0.649359		

با توجه به نتایج فوق فرض همسانی واریانس رد نمی‌شود و مدل طبق این فرض صحیح است.

○ فرض عدم وجود خود همبستگی سریالی
 نتیجه آزمون فرض فوق در ادامه آمده است. براساس آزمون کیو^{۳۷} احتمال وجود خودهمبستگی سریالی در وقفه ۴ آزمون شده است.

جدول (۱۰): آزمون Q test جهت تعیین وقفه مناسب در راستای بررسی خودهمبستگی سریالی

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.012	0.012	0.0036	0.952
		2	-0.068	-0.068	0.1246	0.940
		3	0.086	0.088	0.3283	0.955
		4	-0.290	-0.301	2.7911	0.593
		5	-0.098	-0.075	3.0914	0.686
		6	-0.161	-0.235	3.9520	0.683
		7	-0.100	-0.069	4.3065	0.744
		8	0.039	-0.091	4.3649	0.823
		9	0.060	0.022	4.5092	0.875
		10	0.050	-0.082	4.6174	0.915
		11	0.159	0.106	5.8355	0.884
		12	-0.132	-0.253	6.7612	0.873

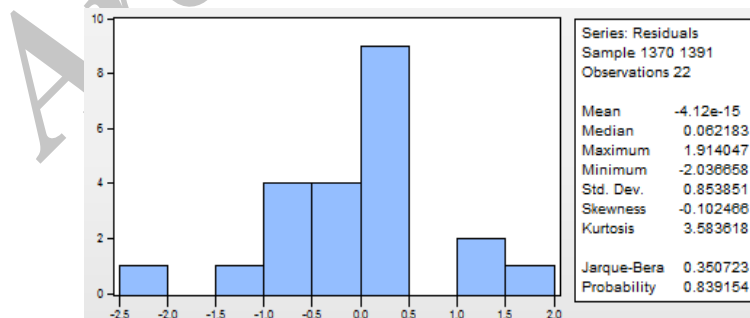
جدول (۱۱): آزمون بروش گودفری جهت بررسی خود همبستگی سریالی با وقفه ۴

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

F-statistic	0.591344	Prob. F(4,10)	0.6768
Obs*R-squared	4.208387	Prob. Chi-Square(4)	0.3785

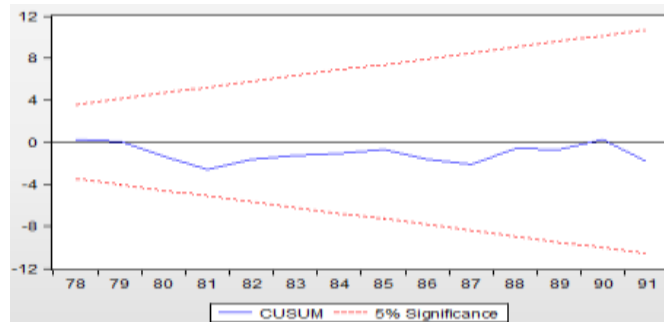
براساس نتیجه فوق فرض عدم وجود خود همبستگی سریالی جزء اخلاص رد نمی شود پس مدل بر اساس این فرض صحیح است.

○ فرض نرمالیتی جزء اخلاص

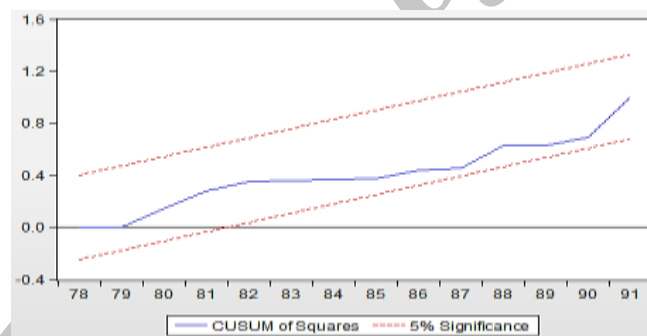


نمودار (۲): استفاده از آزمون جاکوب برا جهت بررسی فرض نرمالیتی جزء اخلاص

نتیجه نشان می‌دهد که جزءاخلال دارای توزیع نرمال است پس براساس این فرض نیز مدل صحیح است. در این مدل به دنبال پیش‌بینی و سیاست‌گذاری نیز هستیم پس نیاز است که ثبات پارامترها هم مورد بررسی قرار گیرد. نقطه ثبات می‌تواند براساس تئوری، رخدادهای اقتصادی یا آزمون انتخاب شود که در شکل زیر آمده است.



نمودار (۳): بررسی نقطه شکست با استفاده از CUSUM



نمودار (۴): بررسی نقطه شکست با استفاده از CUSUM of Squares

همانطور که مشاهده می‌کنید هیچ‌گونه نقطه شکستی وجود ندارد پس پارامترها دارای ثبات می‌باشند و امکان سیاست‌گذاری و پیش‌بینی نیز وجود دارد.

۲-۲-۳. بررسی رابطه علی دو طرفه بازار سرمایه و بازار پول
آزمون علیت گرنجر دومین آزمونی است که جهت بررسی رابطه علی دو طرفه شاخص بازار پول و سرمایه انتخاب شده است که با فرض وقفه ۱ نتیجه در جدول ذیل آمده است.

جدول (۱۲): آزمون علیت گرنجر دو متغیر نرخ سپرده یک ساله بانکی و شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 10/01/15 Time: 11:47
Sample: 1370 1392
Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DEPOSIT_1_YEAR does not Granger Cause INDEX	22	0.02508	0.8758
INDEX does not Granger Cause DEPOSIT_1_YEAR		20.3704	0.0002

براساس جدول فوق فرضیه صفر عدم علیت نرخ سپرده یک ساله بر شاخص رد نمی‌شود پس نرخ سپرده یک ساله علت شاخص نمی‌باشد، اما در حالت فرضیه عکس که شاخص را علیتی برای نرخ سپرده یک ساله نمی‌داند رد می‌شود پس تغییرات شاخص بازار پول از علل تغییرات نرخ سپرده یک ساله می‌باشد. پس با توجه به آزمون علی دو طرفه گرنجر نتیجه گرفته می‌شود که نوسانات و تحولات بازار سرمایه دارای اثر علی بر بازار پول است.

پس می‌توان نتیجه گرفت که آزمون علیت گرنجر رابطه علی بازار سرمایه بر بازار پول را تأیید کرده است و آزمون حداقل مربعات معمولی نیز علاوه بر تأیید آزمون گرنجر، رابطه علی بازار پول بر سرمایه را نیز تأیید کرده است. پس با توجه به شاخص‌ها و متغیرهای کلان اقتصادی در اقتصاد ایران بازار پول و سرمایه رابطه علی دو طرفه دارند.

۴. آسیب‌شناسی تعامل بازار پول و سرمایه در اقتصاد ایران

مشارکت نامتوازن و بدون برنامه‌ریزی هر یک از بازارها در بازار دیگر سبب ایجاد نوسانات شدید در بازار هدف خواهد شد. به عنوان مثال بازار پول که نظام بانکی هسته

اصلی آن است با توجه به کارکرد و ساختار خود قابلیت تحمل ریسک پایینی دارد و از طرف دیگر نقدینگی برای این نهاد از اولویت بالایی برخوردار است در حالی که بازار سرمایه بازاری است که در بلندمدت امکان کسب بازدهی بالاتر دارد. در نظام بانکی نرخ سپرده عامل تجهیز منابع مالی است و بانک موظف است با تنظیم اهداف خود تعهداتی که نسبت به سپرده‌گذاران خود دارد را پوشش دهد. در نتیجه از انجام هرگونه فعالیتی که به این مهم ضربه زند خودداری می‌کند. با تخمین مدل مشخص شد که نرخ سپرده بر شاخص بازار سرمایه تأثیر بسزایی دارد و تغییرات آن منجر به تغییر در بازده نقدی بازار سرمایه می‌شود. این اثرگذاری به دو صورت مستقیم و غیرمستقیم صورت می‌پذیرد در حالت مستقیم نرخ سپرده به عنوان نرخ بازده بازار رقیب بر شاخص بازار سرمایه اثرگذار است و افزایش آن سبب افزایش هزینه فرصت سرمایه‌گذاری و در نتیجه کاهش شاخص بازار سرمایه می‌شود. در اثرگذاری غیر مستقیم، بانک و مؤسسات وابسته به بانک مانند شرکت‌های تأمین سرمایه و کارگزاری بانکی با توجه به اهمیت پوشش تعهدات بانکی و شاخص‌های عملکردی با سرمایه‌گذاری خود سبب ایجاد نوسانات ناشی در متغیرها و سیاست‌های پولی در شاخص خواهند شد. با مراجعه به ترکیب سهامداران عمده بازار سرمایه می‌توان مشاهده نمود که بانک و شرکت‌های وابسته بانکی از سرمایه‌گذاران عمده این بازار به شمار می‌روند و عملکرد آنها بر سرمایه‌گذاری بازار مؤثر است. از طرف دیگر این نهادها بر اساس بیانیه و سیاست‌های سرمایه‌گذاری وابسته خود امکان اعمال راهبردهای سرمایه‌گذاران خرد را نیز مختل می‌کنند. پس لازم است که جهت فعالیت نهادهای پولی مانند بانک و مؤسسات وابسته بانکی محدودیت‌هایی اعمال شود.

۵. پیشنهادات سیاستی

در ادامه پیشنهادات سیاستی در حوزه اقتصاد کلان، بازار پول و سرمایه و راهبردهای تعاملی بین دو بازار آمده است.

۵-۱. پیشنهادات سیاستی اقتصاد کلان

۱. اجرای سیاست‌های ضد تورمی و ثبات نسبی قیمت‌ها.

۲. کاهش واردات کالاهای مصرفی با ایجاد تعرفه بالا و ایجاد محدودیت مانند افزایش نرخ مالیاتی واردات.
۳. ثبات در قوانین مصوبه مجلس شورای اسلامی و سیاست، راهبرد و برنامه‌های دولتی در اقتصاد کلان به خصوص بازار مالی.
۴. اصلاح سازوکار تعیین نرخ سپرده به طوری که نرخ سپرده و تسهیلات در بازار عرضه و تقاضا و با نظارت دولت تعیین شود. دولت می‌تواند از طریق تعیین نرخ‌های کوتاه مدت، میزان نوسان نرخ‌های سپرده بلندمدت را کنترل کند.
۵. در این راستا با توجه به اثر معکوس نقدینگی بر بازار پول و اثر مثبت آن بر بازار سرمایه نیازمند تنظیم حجم نقدینگی متناسب با نیاز بخش واقعی در چارچوب اهداف تورمی با اعمال سیاست‌های پولی.
۶. تأمین پایداری بخش خارجی اقتصاد با تمرکز بر تنوع اقتصادی و خروج از اقتصاد تک محصولی در راستای اصلاح موازنه یا تراز پرداخت.

۲-۵. پیشنهادات سیاستی بازار سرمایه

۱. توسعه و تقویت بورس‌های مختلف از جمله فرابورس، بورس کالا، بورس انرژی، بورس ایده و بورس مناطق آزاد و افزایش تنوع ابزارهای معاملاتی و ایجاد نهادهای واسط جهت تسریع فرآیند اطلاعاتی.
۲. تقویت و ارتقای نقش بازار اولیه از طریق تسریع در روند افزایش سرمایه و تأمین مالی طرح‌های توسعه شرکت‌ها.
۳. تقویت بورس انرژی با ارائه ابزارهای متنوع تأمین مالی، مشوق‌های سرمایه‌گذاری و ایجاد بازار ثانویه کارا.
۴. تسهیل قوانین و مقررات برای ورود سرمایه‌گذاران خارجی به بازار سرمایه.

۳-۵. پیشنهادات سیاستی بازار پول

۱. طراحی ابزار و نهاد سازگار با الگوی مشارکتی در راستای اجرای عقود مشارکتی بانکی مبتنی بر نرخ بازدهی بخش حقیقی اقتصاد.

۲. تخصیص بهینه و کارای تسهیلات به بخش حقیقی اقتصاد و اعطای مشوقات بازپرداخت شامل افزایش دوره تنفس، بازپرداخت پلکانی، افزایش دوره بازپرداخت، کاهش نرخ تسهیلات و خرید سهم شرکت‌های مولد به جای دریافت اقساط
۳. اصلاح و باز تعریف ساختار بانکی کشور و یکپارچگی، اتحاد و انسجام درون نظام بانکی.
۴. اوراق بهادارسازی تسهیلات مبتنی بر عقود بانکی در راستای کاهش مطالبات معوق بانکی و تسریع و تسهیل روند حقوقی تخلفات بانکی. در این حالت بانک می‌تواند با کمک بازار سرمایه مطالبات معوق خود را به اوراق تبدیل کرده و به تنزیل یا در قالب عقد بیع دین به سرمایه‌گذاران واگذار نموده و نقدینگی خود را تأمین کند.
۵. اعمال سیاست پولی در نرخ سپرده کوتاه‌مدت و استفاده از ابزارهای سیاست پولی جهت کنترل نقدینگی.
۶. نرخ سپرده مبتنی بر میانگین موزون بازده انتظاری بخش‌های مختلف صنعتی تعیین شود.
۷. ارائه گزینه‌های مختلف ما بازاء سپرده‌گذاری مانند نرخ سود، دریافت تسهیلات یا دریافت حق تقدم سهام بانک یا شرکت.
۸. اصلاح و تقویت بازار بین بانکی.
۹. کاهش تسهیلات تکلیفی دولت بر بانک‌ها.

۴-۵. پیشنهادات سیاستی راهبرد تعاملی بازار پول و سرمایه

۱. ایجاد برنامه راهبردی تعامل عملیاتی در اجرای عقود مبادله‌ای و مشارکتی در نظام بانکی و بازار سرمایه از دو مجرای ذیل:
 - الف) نقش بازار ثانویه بازار سرمایه در ایجاد نقدشوندگی عقود بانکی؛
 - ب) ضمانت و حمایت نظام بانکی از انتشار اوراق دولتی.
۲. تبیین نقش بازار پول و سرمایه در تأمین مالی سرمایه‌های خرد و کلان. به معنای تأمین مالی کوتاه‌مدت از مجرای نظام بانکی به دلیل نیاز بالای نقدینگی و تحمل

۱. ریسک پایین نظام بانکی و تأمین مالی بلندمدت از مجرای بازار سرمایه به سبب وجود بازار ثانویه و قدرت نقدشوندگی و امکان تحصیل بازده بالا.
۲. تأسیس نهادهای واسط بازار پول و سرمایه و حمایت نظام بانکی از نهادهای مربوطه مانند شرکت یا صندوق سرمایه‌گذاری سهام خصوصی، شرکت یا صندوق سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، پلتفرم‌های جمع‌سپاری^{۳۸} (انبوه‌سپاری یا تأمین مالی جمعی).
۳. استفاده از سازوکار کشف قیمت بازار بورس مانند اوراق مشتقه جهت انتخاب نرخ بازدهی تسهیلات بخش‌های مختلف اقتصادی (توحیدی، ۱۳۹۳)
۴. قابلیت تبادل اطلاعات سرمایه‌گذاری و رصد مستمر شاخص بازارها با ایجاد شبکه اطلاعاتی متعامل و برخط در بازارهای مالی.
۵. ایجاد شبکه مشتریان و تدوین راهبرد در زمینه مشتریان و امکان معرفی مشتریان به بازار موازی.
۶. بورس می‌تواند در جایگاه بازار ثانویه بعضی ابزارهای بانکی مانند گواهی سپرده بانکی عام و خاص یا اوراق مشارکت دولتی قرار گیرد.
۷. ایجاد و گسترش باجه‌های بانک تخصصی در بورس‌های مربوطه.
۸. افزایش سرمایه بانک‌ها از طریق بورس.
- ۹.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

اقتصاد مقاومتی الگویی است که مقام معظم رهبری برای اولین بار سال ۱۳۸۹ بیان نموده و سیاست‌های مربوطه را نیز ابلاغ کرده‌اند. این الگو به دنبال ارائه سازوکارهایی است تا در شرایط مختلف مبتنی بر نهادهای درونزا و اعمال راهبردهای تعاملی با اقتصادهای دنیا، فشار و تکانه‌های داخلی و خارجی را تحمل و شرایط را جهت فعالیت فعالان اقتصادی فراهم سازد. پژوهش حاضر در جایگاه بررسی نقش بازار پول و سرمایه و اهمیت تعامل این دو بازار در تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی است. در وهله اول باید رابطه بین این دو بازار در اقتصاد ایران مشخص شود. در این خصوص با استفاده از آزمون حداقل مربعات معمولی رابطه معکوس دوطرفه بین بازار پول و سرمایه در ایران

تأیید شد. براساس نتایج برگرفته از آزمون، شاخص بازار سرمایه تحت تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی مانند تفاضل تولید ناخالص ملی، تفاضل شاخص بهای مصرف‌کننده، قیمت نفت خام برنت، تفاضل نقدینگی و نرخ سپرده یک ساله است. این نتیجه نشانگر این است که بازار پول تأثیر معنادار و معکوسی بر بازار سرمایه دارد و هرگونه تغییر در نرخ سپرده می‌تواند منجر به تغییر قابل ملاحظه‌ای در شاخص کل شود. در حالت عکس که شاخص بازار سرمایه به عنوان متغیر وابسته انتخاب شد نتیجه بیانگر این بود که متغیرهای کلان اقتصادی مانند تولید ناخالص ملی، رشد شاخص بهای مصرف‌کننده، رشد نقدینگی، تراز پرداخت، نرخ ارز، بازدهی بخش مسکن و شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران بر نرخ سپرده تأثیرگذار هستند. براساس مشاهدات مبتنی بر آزمون علیت گرنجر بازار سرمایه بر بازار پول اثرگذار است و نتیجه آزمون حداقل مربعات معمولی نیز ضمن تأیید نتیجه رابطه علی بازار پول و سرمایه را نیز اثبات کرده است. پس با توجه به شاخص‌های کلان اقتصادی در اقتصاد ایران رابطه علی دو طرفه بین بازار پول و سرمایه وجود دارد و در میان شاخص‌های مختلف اقتصادی نرخ سپرده را می‌توان نرخ اثرگذار در اقتصاد دانست. اثرگذاری نرخ سپرده بر بازار سرمایه از دو مجرا صورت می‌گیرد اولاً اثرگذاری آن به عنوان بازار رقیب است. بدین معنا که افزایش نرخ سپرده سبب افزایش هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در بورس می‌شود. از طرف دیگر بانک‌ها به عنوان گروه بزرگی از سهامداران عمده به حساب می‌آیند و نوسانات نرخ سپرده بر درآمد آنها و بالتبع تصمیمات سرمایه‌گذاریشان را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد.

اقتصاد مقاومتی می‌تواند در شرایط مختلف اقتصادی مانند تحریم، نقش ضربه‌گیر را در تکانه‌ها و فشارهای داخلی و خارجی ایفا کرده و به عنوان سپر اقتصادی عمل نمایند. آزمون‌های پیشین نشان داد که نرخ سپرده یک ساله از اهمیت خاصی برخوردار است، اما احتمالاً این اشکال مطرح شود که نرخ سپرده در کشور ایران دستوری است و در بازار تعیین نمی‌شود در پاسخ باید گفت این نرخ در شرایط دستوری نیز باید مبتنی بر شواهد اقتصادی تعیین شود تا ثبات و کارایی اقتصادی را به همراه داشته باشد. نرخ سپرده یکی از عوامل تعیین‌کننده هدایت نقدینگی و تخصیص بهینه به حساب

می‌آید که می‌تواند رکود یا رونق اقتصادی را تسریع بخشد. در اقتصاد ایران بانک‌ها تأمین‌کنندگان اصلی سرمایه شرکت‌ها هستند. در نتیجه نرخ تسهیلات بانکی از عوامل محوری تولید به حساب می‌آید. فقدان سیاست کنترل نرخ سود سپرده می‌تواند هزینه دریافت تسهیلات را نیز برای متقاضی اعتبار افزایش دهد که در نتیجه منجر به افزایش هزینه سرمایه و بالتبع کاهش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی است. مبتنی بر نتایج رابطه علی تأثیر بازار سرمایه بر بازار سپرده نکات زیر قابل برداشت است:

۱. با افزایش نقدینگی در جامعه نرخ سپرده باید کاهش یابد. آزمون فوق نشان داد که با یک واحد افزایش رشد نقدینگی نرخ سپرده $9/2$ واحد کاهش یافته است. نتیجه فوق موید این مطلب است که نرخ سپرده نقش مهمی در هدایت نقدینگی دارد و در صورت عدم کاهش سبب انباشت سرمایه در بانک یا هدایت آن به بخش غیرمولد خواهد شد. این معضل زمانی تشدید می‌شود که سیاست تخصیص تسهیلات بانکی نیز به طور مناسب اجرا نشده یا اینکه بازار پول از فقدان سیاست تخصیص رنج ببرد. البته کاهش نرخ سپرده به تنهایی مهم نیست بلکه باید مشوق‌هایی جهت سرمایه‌گذاری در بخش تولید تعریف شود که نقدینگی مازاد را به سمت تولید هدایت کند. این منابع اگر به بازار سرمایه منتقل گردد دارای اثرات مثبت اقتصادی است، اما اگر همانند سال ۹۱ به سوی فعالیت‌های سفته‌بازانه در سایر بازارها گسیل شود، باعث نوسانات گسترده در سایر بازارها و کاهش رشد اقتصادی کشور می‌گردد.

۲. نرخ سپرده و نرخ ارز به عنوان دو بازار رقیب به حساب می‌آیند. آزمون نشان داده است که با افزایش ۱ واحد نرخ ارز نرخ سپرده تنها $0/0003$ افزایش یافته است. این در حالی است که اگر تناسب بین نرخ ارز و نرخ سپرده یک ساله بانکی وجود نداشته باشد نقدینگی به سمت بخش غیرمولد هدایت می‌شود و سرمایه‌گذاری در دارایی سرمایه‌ای طلا و ارز انجام می‌شود که این عامل معضلات مختلفی که در سال ۹۱ رخ داد می‌شود. پس پیشنهاد می‌گردد که اگر نرخ سپرده دستوری است در تناسب با نوسانات نرخ ارز تعیین شود در غیراینصورت ورود نقدینگی به بخش ارزی امکان برنامه‌ریزی ارزی کشور را با مختل مواجه ساخته و دارای تبعات

- مختلفی مانند کمبود ارز، تلاطم ارزی بازار، کاهش ارزش پول ملی و موارد مختلف خواهد شد. به علاوه نرخ ارز نیز به طور مستقیم می‌تواند بازار سرمایه و شرکت‌های بورسی را تحت‌الشعاع قرار داده و آنها را با ریسک مواجه سازد.
۳. با افزایش یک واحد تورم نرخ سپرده ۵/۷ واحد افزایش می‌یابد. از طرف دیگر افزایش یک واحدی تفاضل مرتبه اول هزینه بهای مصرف‌کننده سبب افزایش ۴۴۴/۹ واحدی شاخص بورس اوراق بهادار تهران شده است. پس افزایش هزینه بهای مصرف‌کننده عامل افزایش نرخ سپرده و شاخص بورس است.
۴. اگر تولید ناخالص داخلی بدون احتساب نفت یک واحد افزایش داشته باشد نرخ سپرده ۵ واحد افزایش می‌یابد. به علاوه افزایش یک واحد تفاضل مرتبه اول تولید ناخالص داخلی بدون احتساب نفت منجر به افزایش ۰/۰۷ واحدی شاخص شده است. در نتیجه باید با اختصاص تسهیلات به بخش تولید و حمایت از آن، اعطای مشوقات مالیاتی، کاهش هزینه بهای تمام شده، افزایش هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در بازارهای غیرمولد اقتصادی زمینه را جهت رشد تولید ناخالص داخلی فراهم کنیم.
۵. با افزایش یک واحد شاخص نرخ سپرده ۰.۰۰۰۲ میزان کاهش یافته است. این مقدار نشانگر تأثیرگذاری اندک بازار سرمایه بر بازار پول و نرخ سپرده یک ساله است.
۶. افزایش یک واحدی نفت خام برنت سبب کاهش ۲۰۱ واحدی شاخص شده است. این نشان‌دهنده تأثیرپذیری بازار بورس از نوسانات نفتی است به گونه‌ای که تأثیرگذاری شرکت‌های متأثر از نوسانات نفتی مانند پتروشیمی بر بورس اثرگذار است. پس می‌توان نتیجه گرفت که بیشترین عامل خارجی که بر بازار مالی به خصوص سرمایه اثرگذار است قیمت نفت خام است.
۷. آنچه بیشترین تأثیر را بر شاخص بورس اوراق بهادار داشته است نرخ سپرده بوده است به گونه‌ای که یک واحد افزایش نرخ سپرده سبب کاهش ۱۱۵۱ واحدی شاخص بورس اوراق بهادار شده است. اگر رشد بازار سرمایه از اهداف اقتصادی باشد نرخ سپرده باید به گونه‌ای تعیین شود که امکان هدایت نقدینگی به بازار

سرمایه را فراهم سازد، البته عوامل دیگر مانند نرخ بازدهی بازارهای رقیب همچون ارز، هزینه بهای مصرف‌کننده و قیمت یک بشکه نفت خام برنت نیز باید تحت نظر باشند.

۸. بازار سرمایه به سبب ابزارهای نظارتی و بازار ثانویه این قابلیت را دارد تا تأمین مالی بلندمدت بنگاه‌ها را برعهده گیرد، این در حالی است که نیاز به نقدینگی و بازدهی کوتاه‌مدت، بانک‌ها را به تأمین مالی کوتاه‌مدت بنگاه‌ها مشتاق می‌کند. این نوع تقسیم منابع تخصیص بهینه نقدینگی و کاهش ریسک را در پی خواهد داشت.

براساس نتایج برآوردهای مبتنی بر روش حداقل مربعات معمولی و آزمون علیت گرنجر، رابطه علی دو طرفه بین دو بازار تأیید شد، در نتیجه اعمال هر تغییر در یک بازار بر بازار دیگر مؤثر است. پس در صورتی که یکی از بازارها با مشکلاتی در ایفای نقش خود مواجه شود بازار دیگر می‌تواند بخشی از وظایف را با توجه به ماهیت خود عهده‌دار شود تا فرآیند بازیابی و اصلاح بازار هدف تکمیل گردد. به عنوان مثال اگر بازار سرمایه با پدیده خروج سرمایه مواجه شود می‌توان با تغییر متغیرهای کلان بازار مانند کاهش نرخ سود سپرده، باعث افزایش بازدهی نسبی آن در مقایسه با سایر بازارها از جمله پول شده و موجبات افزایش جذابیت نسبی بازار سرمایه در منظر سرمایه‌گذاران و در نهایت توقف و معکوس‌سازی جریان خروج سرمایه از آن را فراهم نمود. البته اتخاذ این رویکرد مستلزم ایجاد محدودیت همزمان با هدف جلوگیری از انتقال نقدینگی به بخش‌های غیرمولد اقتصاد نیز هست، یا در شرایط دیگری اگر به عنوان مثال بازار سهام امکان ایفای نقش تأمین مالی بلندمدت را به دلایل مختلف از دست بدهد، بانک‌ها می‌تواند علاوه بر تأثیرگذاری از طریق تغییر نرخ سود سپرده و سیاست انبساطی پولی، با تأسیس نهادهای واسطه موجبات رونق بازار را فراهم آورند. در نتیجه با تغییر سیاست‌گذاری هر بازار می‌توان سبب رشد بازار دیگر شد و اگر یک بازار دچار نوسان شد با تکیه بر ارتباط تبیین شده در دو بازار، سیاست‌گذاری در بازار مقابل، نوسانات را کنترل و این از دلالت‌های مطالعه کنونی در اقتصاد مقاومتی است..

1. Bounds Testing
2. Arch
3. Garch
4. Vector Auto Regressive
5. Machlup
6. Gordon
7. Economic Anti-fragility
8. Sustainable and Persistent Economy
9. Economy Solidarity
10. Macroeconomic Stability
11. Economic Deterrence
12. Robustness of Institutions and Economies
13. Stationary in Economics
14. Steady State Economy
15. Sanction Busting
16. Protectionism
17. Shock-Counteraction
18. Shock-Absorption
19. Inherent Economic Resilience
20. Adoptive Economic Resilience
21. Exogenous
22. Endogenous
23. Buffer
24. Systemic Risk
25. Institutional Contagion
26. Spillover
27. GDP with Out Oil
28. Brent
29. Liquidity
30. CPI Growth
31. Bop
32. Exchange Rate
33. House Exp. Rate
34. Deposit 1 Year
35. Ordinary Least Square
36. T-student
37. Q-test
38. Crowd-Funding Platform

کتابنامه

- بیانات مقام معظم رهبری، حرم مطهر امام رضا(ع)، ۱۳۹۳.
- حداد کشاورز، غلامرضا و امید مهدوی (۱۳۸۴)، «آیا بازار سهام در اقتصاد ایران کانالی برای گذر سیاست پولی است؟» *تحقیقات اقتصادی*، شماره ۷۱، صص ۱۴۷-۱۷۰.
- خوانساری، رسول و قلیچ وهاب (۱۳۹۴)، *عوامل مؤثر بر تحقق سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی در نظام بانکی*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- درخشان، مسعود (۱۳۹۳)، «قراردادهای نفتی از منظر تولید صیانتی و ازدیاد برداشت: رویکرد اقتصاد مقاومتی»، *مطالعات اقتصاد اسلامی*، شماره ۱۲، صص ۷-۵۲.
- صداقت، پرویز (۱۳۸۹)، «اقتصاد سیاسی مالی گرای و تأمین مالی کلان شهرها»، *اقتصاد شهر*، شماره ۷، صص ۶۶-۷۰.
- صفرزاده، حسین و مهدیه جلالی نژاد (۱۳۸۹)، «بررسی تأثیر نوسانات نرخ سود در بازار پول بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عملکرد بازار سرمایه»، *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، شماره ۵، صص ۱۰۷-۱۳۶.
- محرابیان، آزاده (۱۳۸۳)، «حساسیت بازار سهام نسبت به نوسانات مالی و پولی»، *پژوهشنامه اقتصادی*، شماره ۱۲، صص ۱۶۹-۱۸۶.
- محسنی زنوری، سید جمال الدین، پریسا جوهری سلماسی و علیرضا هلالی (۱۳۹۰)، «بررسی همگرایی بلندمدت نرخ سود بانکی با بازدهی بازار سهام در ایران»، *معرفت اقتصاد اسلامی*، شماره ۵، صص ۳۶-۴۷.
- موسوی جهرمی، یگانه و نسرين رستمی (۱۳۹۴)، «بررسی اثرات نامتقارن تکانه‌های سیاست‌های پولی بر شاخص کل قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)*، شماره ۲۶، صص ۴۷-۶۲.
- Asadi, Ali; Maleki Shahrivar, Mojtaba; Esmaili, Meisam (2015), "Passing Through Sanctions By Resistive Economy", *In Resistive Economics*, 6 (38).
- Alquist, R. (2010), "How important is liquidity risk for sovereign bond risk premia? Evidence from the London stock exchange. *Journal of International Economics*, 82(2), pp. 219-229.

- Briguglio, L & Piccinnino, S. (2012), "Growth with Resilience in East Asia and the 2008 –2009 Global Recession". *Asian Development Review*.
- Briguglio, L, & Cordina, G & Farrugla, N & Stephan Vella,. (2009), "Economic Vulnerability and Resilience: Concepts and Measurements". *Oxford Development Studies*, Vol. 37, No. 3.
- Blanchard, Olivier J. (1981), "Output, the Stock Market, and Interest Rates", *In The American Economic Review* 71 (1), pp. 132–143.
- Bragues, George (2014), Has Fritz Machlup Stood the Test of Time? Revisiting his Monetary Analysis of the Stock Market. *Entangled Political Economy: Emerald*, pp. 139-160.
- Cuixia, Sun (2011), The analysis of interaction between monetary market and capital market. *International Conference on Uncertainty Reasoning and Knowledge Engineering: Institute of Electrical & Electronics Engineers*.
- Dornbusch, R., Fischer, S., and Startz, R. (2008), *Macroeconomics*, tenth edition. McGraw-Hill Irwin, Boston, Massachusetts
- DeFina, R. H. (1991), Does inflation depress the stock market? *Business Review*, pp. 3-12.
- Friedman, M. (1988), "Money and the stock market", *Journal of Political Economy*, 96(2), pp. 221-245.
- Khanzadi, Azad & Heidari, Samira (2015), "Analysing the Impact of Economic Strengthening on Economic Liberalization", *In Resistive Economics*, 6 (37).
- Maysami, R. C., & Koh, T. S. (2000), A vector error correction model of the Singapor stock market. *International Review of Economics and Finance*, pp. 96-979.
- Mishkin, F. S. (2004), *The economics of money, banking, and financial markets* (ninth Ed.), USA: Prentice Hall
- Shahab, Mohammad Reza; Delavari, Mohammad; Hashemi, Shokooh Alsadat (2015), Economic Austerity Along with Resistive Economy as Two Actuating Forces in Iran's Economy. *In Natural and Social Sciences* 4 (1).
- Yusof, RM & AbdulMajid, S (2007), "Stock Market Volatility Transmission in Malaysia: Islamic Versus Conventional Stock Market", *Islamic Economics*, vol. 20, no. 2, pp. 17-35.

Studying the Causality Relationship between Money and Capital Market in order to Restrain Financial Market Fluctuation within Resistive Economy Framework

*Saeed Mohammadi Aghdam**
*Mohammad Hossin Ghavam***

Received: 22/12/2015
Accepted: 08/06/2016

Money and capital market are among financial institutions that have significant role in economy, and coordinating synergic relationship between them could cause economic growth. The Supreme Leader of the Islamic Republic of Iran, Ayatollah Sayed Ali Khamenei, introduced the concept of resistive economy and communicated its executive policies in 1389. Resistive economy is among those models which have other forms in conventional economy. Within this framework, economic policies must be coordinated by recognizing internal and external pressures and fluctuations, and benefiting from the direction and interconnection among the essential pillars of economy in order to control, reduce and remove the negative effects. In this research, by studying the theoretical concepts of capital and money market relationship in conventional economy and explaining resistive economy, we want to map the role of these two markets in the resistive economy model. Besides, based on annual Granger test results in the years 1370-1392, the one-way causality relationship of capital market with money market was confirmed. Also, the regression results confirmed Granger test results and approved the causality relationship of money market with capital market in the Iranian economy. We can conclude, then, that by changing policy making in every market, we could develop another market. In case there is volatility in one market, based on the explanation about the two market interrelationship and by changing policies in the other market, we could control fluctuations and make the Iranian economy resistant against both money and capital market fluctuations. Finally, we suggest some policies in order to reinforce macroeconomic variables, money market, capital market and interrelationship between the two.

Keywords: Capital Market, Money Market, Ordinary Least Square Test, Granger Causality Test, 1 Year Deposit Rate, TEPIX

JEL Classification : G1, C10, G100

* M.A in Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, (Corresponding Author), Saeed.aghdam@yahoo.com

** Assistant Professor, Faculty of Islamic Studies and Economy, Imam Sadiq University, Ghavam1982@gmail.com