

فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی  
سال دوم، شماره ۶، تابستان ۱۳۹۳، صفحات ۱۰۵-۱۲۲

## بررسی اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی: مطالعه موردی در کشورهای گروه D8

محمدعلی احسانی  
استادیار دانشگاه مازندران (نویسنده مسئول)  
m.ehsani@umz.ac.ir

رضا ایزدی  
دانشجوی دکتری علوم اقتصادی دانشگاه مفید قم  
r.izadi@mohaddes.ac.ir

حسین کردتبار  
کارشناس ارشد حسابداری  
hossein\_kordtabar@yahoo.com

مطالعات بسیاری در خصوص عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی صورت گرفته است. در این مطالعات متغیرهای پس‌انداز، سرمایه فیزیکی، سرمایه انسانی، آموزش و تکنولوژی به‌عنوان عوامل تعیین‌کننده رشد اقتصادی مطرح شده‌اند. تمام این عوامل توانسته‌اند تنها بخشی از رشد را توضیح دهند. از این رو، در مطالعات اخیر برخی عوامل نهادی به‌عنوان عوامل مؤثر بر رشد مورد توجه قرار گرفتند. در این مطالعه، اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی در کنار سایر متغیرها مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای این منظور، از داده‌های تابلویی کشورهای گروه D8 طی دوره (۲۰۱۱-۱۹۸۸) استفاده شده است. توسعه بازار سهام توسط ۵ نماینده توصیف شده و مدل در ۵ حالت تخمین می‌خورد. نتایج حاکی از آثار مثبت و معنادار توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی در کشورهای مذکور می‌باشد.

طبقه‌بندی JEL: F36, G1, G2, O16.

واژه‌های کلیدی: شاخص‌های توسعه بازار سهام، رشد اقتصادی، داده‌های تابلویی، کشورهای گروه D8.

## ۱. مقدمه

اقتصاددانان، متخصصان مالی و سیاست‌گذاران به واسطه منافع قابل ملاحظه‌ای که بازار سهام برای اقتصاد واقعی<sup>۱</sup> ایجاد می‌کند توجه خاصی به آن دارند و آن را تکیه‌گاه فعالیت‌های بازار سرمایه می‌دانند. این بازار به‌عنوان ابزار مهمی در تجهیز و تخصیص پس‌اندازها شناخته می‌شود که برای کارایی و رشد یک اقتصاد حیاتی است. به عبارت دیگر، بازار سهام انتقال وجوه را برای رشد اقتصادی آسان می‌سازد. بازار سهام دولت‌ها و صنعت را قادر می‌سازد تا برای تأمین مالی در جهت توسعه و مدرنیزه نمودن واحدهای صنعتی موجود یا اجرای پروژه‌های جدید سرمایه بلندمدت خود را افزایش دهند، بنابراین بازار سهام از طریق خدمات خاصی که انجام می‌دهد در رشد اقتصادی مشارکت دارد. تجهیز پس‌اندازها، کاهش ریسک نقدینگی، بهبود در کسب و توزیع اطلاعات، افزایش انگیزه<sup>۲</sup> برای کنترل شرکت سهامی و تنوع‌بخشی ریسک از جمله وظایف مهم بازار سهام می‌باشد. بهبود در کارایی و اثربخشی وظایف فوق از طریق ارائه فوری و مناسب این خدمات می‌تواند نرخ رشد اقتصادی را افزایش دهد (آگراوالا و تاتیجا، ۲۰۰۷).

برخی اقتصاددانان معتقدند تفاوت اقتصادهای توسعه‌یافته و توسعه‌نیافته نه در تکنولوژی پیشرفته، بلکه در وجود بازارهای مالی یکپارچه، فعال و گسترده است که کشورهای توسعه‌نیافته از وجود چنین بازارهایی محروم می‌باشند (هاولز و بین، ۲۰۰۵).

مطالعات بسیاری تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی را مورد بررسی قرار دادند. توسعه بخش بانکی شاخصی برای ارزیابی توسعه بخش مالی در این مطالعات بوده است (به‌عنوان مثال، نظیفی، ۱۳۸۳، دلالی‌اصفهان‌ی و همکاران، ۱۳۸۷، مهرآرا و طلاکش، ۱۳۸۸، اکبریان و حیدری‌پور، ۱۳۸۸، سخایی و اسلام‌لوئیان، ۱۳۹۰، تقوی و همکاران، ۱۳۹۰ و صادقی و همکاران، ۱۳۹۱).

تعدادی از مطالعات نیز به بررسی اثر توسعه بازارهای سهام بر رشد اقتصادی پرداختند. اغلب پژوهش‌های انجام‌شده در این زمینه مربوط به بازارهای سرمایه‌ای کشورهای توسعه‌یافته می‌باشد، همچنین مطالعاتی در بازارهای سهام نوظهور صورت گرفته است که تا حدودی به بازار سرمایه ایران شباهت دارند (پاردی، ۱۹۹۲ و اتجی و جوانیچ، ۱۹۹۳).

1. Real Economy  
2. Enhanced Incentive

از آنجایی که در دهه‌های اخیر افزایش فعالیت‌های بازارهای سهام نوظهور چشمگیر بوده است بررسی نقش بازارهای سهام در رشد اقتصادی این کشورها مفید به نظر می‌رسد.<sup>۱</sup> در این مقاله، اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی در کشورهای گروه D8 با استفاده از داده‌های تابلویی مورد بررسی قرار می‌گیرد. ویژگی کشورهای مورد مطالعه این است که گروهی از کشورها مسلمان هستند و در تمام این کشورها معامله اوراق قرضه در بازار بورس قانوناً ممنوع است.

پرسش اصلی مقاله این است که آیا توسعه بازار سهام رشد اقتصادی را به‌طور مثبت و معناداری متأثر می‌سازد. فرضیه تحقیق پاسخ مثبت به پرسش مذکور است. برای پاسخ به پرسش و آزمون فرضیه فوق اطلاعات مقطعی کشورهای گروه D8 طی سال‌های (۲۰۱۱-۱۹۸۸) مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد در کشورهای مذکور و طی دوره مورد مطالعه توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی اثر مثبت و معنادار دارد. این نتیجه مورد توجه پژوهشگران بوده و می‌تواند توسط سیاستگذاران و برنامه‌ریزان اقتصادی و بازارهای مالی مورد استفاده قرار گیرد. مقاله در ۶ بخش سازماندهی شده است. در دو بخش بعدی مبانی نظری و پیشینه تحقیق مرتبط با اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی ارائه شده است. بخش ۴ به معرفی متغیرها و روش‌شناسی تحقیق می‌پردازد. در بخش ۵ مدل برآورد شده و فرضیه‌ها آزمون می‌شود. در نهایت، این مقاله با نتیجه‌گیری در بخش ۶ و معرفی منابع پایان می‌یابد.

## ۲. مبانی نظری

ارتباط بین بازارهای سهام و رشد اقتصادی به ایده "رشد و تأمین مالی"<sup>۲</sup> مربوط می‌باشد (شومپتر، ۱۹۳۲، مک‌کینون، ۱۹۷۳). این دیدگاه بیان می‌کند که چگونه تأمین مالی موجب بهبود رشد اقتصادی می‌شود.

۱. بر اساس نظر یارتی (۲۰۰۸) بازارهای سهام نوظهور رشد قابل توجهی را از اوایل دهه ۱۹۹۰ تجربه نموده‌اند. جمع مبلغ سرمایه بازارهای نوظهور در طول دهه گذشته بیشتر از دو برابر شده است و از کمتر از ۲ تریلیون دلار در سال ۱۹۹۵ به ۵ تریلیون دلار در سال ۲۰۰۵ رسیده است.

بازارهای سهام از طریق متغیرهای نقدینگی، تنوع‌بخشی ریسک<sup>۱</sup>، کسب اطلاعات شرکت‌ها<sup>۲</sup>، حاکمیت شرکتی<sup>۳</sup> و تجهیز پس‌اندازها<sup>۴</sup> بر رشد اقتصادی اثر می‌گذارد (لوین و زروس، ۱۹۹۶).

نقدینگی بازارهای سهام بنگاه‌ها را قادر می‌سازد تا به سرعت بتوانند حجم زیادی از سرمایه‌های مورد نیاز خود را تأمین نمایند، از این رو بازارهای سهام موجب کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شوند، زیرا در این بازارها دارایی‌های صاحبان سهام<sup>۵</sup> راحت‌تر مبادله می‌گردد (هاولز و بین، ۲۰۰۵). بازارهای سهام از طریق ایجاد تنوع در سبد دارایی توسط شرکت‌ها از سرمایه‌گذاران در مقابل ریسک ذاتی<sup>۶</sup> (غیرسیستماتیک) حمایت می‌کنند (لوین، ۱۹۹۷).

تنوع‌بخشی ریسک موجب افزایش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت (با بازده بیشتر) و افزایش نرخ رشد اقتصادی می‌شود (سنت‌پائول، ۱۹۹۲، دورکس و اسمیت، ۱۹۹۴ و ابستفلد، ۱۹۹۴)، بنابراین بدون وجود بازارهای سهام ممکن است وجوه سرمایه‌گذاری از پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت خارج شده و موجب کاهش رشد اقتصادی گردد.

به دلیل قابلیت سبد دارایی‌ها بنگاه‌ها برای در اختیار گرفتن سهمی از بازار به ایجاد تمایز و تنوع‌بخشی در کالای تولیدی روی می‌آورند. این پدیده موجب تخصصی شدن تولید می‌شود، به این ترتیب کارایی بنگاه افزایش یافته و پدیده تخصصی شدن در اقتصاد ارتقا می‌یابد (عاصم اوغلو و زلیبوتی، ۱۹۹۷). تخصصی شدن موجب ارتقای تکنولوژی و کاهش هزینه‌های معاملات<sup>۷</sup> و افزایش رشد اقتصادی می‌شود (کاپلند، وستون و شاستری، ۲۰۰۵).

وجود مالکیت متنوع سهام به ایجاد ثبات سیاسی کمک می‌کند که این به نوبه خود موجب افزایش رشد اقتصادی می‌شود (پروتی و ون‌اویجن، ۲۰۰۱). بی‌ثباتی سیاسی تأثیر منفی بر توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی دارد (استریو و سیریوپالوس، ۲۰۰۰).

بازارهای سهام با فراهم نمودن منظم اطلاعات در خصوص شرکت‌ها رشد اقتصادی را تقویت می‌کنند. انتشار بیجا و آسان اطلاعات تأثیرگذار بر قیمت‌ها و سود سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده سطح تحقیق و توسعه<sup>۸</sup> را بالا می‌برد که این به نوبه خود موجب افزایش رشد اقتصادی می‌شود. به عبارت دیگر، در صورت

1. Risk Diversifications
2. Acquisition of Information about Firms
3. Corporate Governance
4. Savings Mobilization
5. Shareholders
6. Idiosyncratic Risk
7. Transaction Costs
8. Research and Development

وجود اطلاعات نامتقارن<sup>۱</sup> درباره شرکت‌ها کسب اطلاعات برای سرمایه‌گذاران پرهزینه خواهد بود. بازار سهام شرایطی را فراهم می‌سازد تا سرمایه‌گذاران بتوانند اطلاعات مورد نیاز را برای انجام سرمایه‌گذاری به‌دست آورند (میشکین و ایکینز، ۲۰۱۱).

بر حسب حاکمیت شرکتی بازارهای سهام بین مدیران و مالکان بنگاه‌ها منافع مشترکی را فراهم می‌کنند. به عبارت دیگر، بازارهای سهام کارا موجب تخصیص بهینه منابع و افزایش رشد اقتصادی از طریق کاهش مسئله کارفرما-کارگزار<sup>۲</sup> خواهند شد. از آنجا که پاداش مدیران به عملکرد سهام بستگی دارد این انگیزه برای مدیران به‌وجود می‌آید که قیمت سهام شرکت را از طریق افزایش رشد شرکت به حداکثر مقدار خود برسانند (دیاموند و ورچیا، ۱۹۸۲، اسکارفستین، ۱۹۸۸، لافونت و تیروول، ۱۹۸۸ و جن‌سن و مورفی، ۱۹۹۰). این آثار بر بازارهای سهام از طریق شرکت‌هایی که بهره‌وری و رشد کلی خود را افزایش می‌دهند باعث افزایش تجهیز منابع در اقتصاد می‌شود.

صرفنظر از دلایل مذکور برخی معتقدند که بازارهای سهام ممکن است اثر مثبت بر رشد اقتصادی نداشته باشد. به عقیده آنها بازارهای سهام می‌توانند به رشد اقتصادی آسیب وارد نمایند. استدلال طرفداران این دیدگاه چنین است که نقدینگی بازارهای سهام می‌تواند به یک نقطه ضعف در رشد اقتصادی تبدیل شود. عوامل خارجی ممکن است پس‌انداز در انباشت سرمایه<sup>۴</sup> را کاهش دهد،<sup>۵</sup> یعنی بخشی از پس‌انداز مردم در قالب دارایی‌های غیرمولد رسوب نموده و به سرمایه تبدیل نشود. از سوی دیگر، پراکندگی مالکیت نیز می‌تواند اثر منفی بر حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازارهای سهام داشته و مانع رشد بازارهای سهام شود (استیگلیتز، ۱۹۸۵ و ۱۹۹۴، اشلائفر و ویشنی، ۱۹۸۶، بنسینگا و اسمیت، ۱۹۹۱ و باید، ۱۹۹۳).

علیرغم این دیدگاه‌ها اغلب مطالعات تجربی ارتباط مثبت بین بازارهای سهام و رشد اقتصادی را تأیید نموده‌اند. در واقع، فعالیت‌های بازار سهام موجب ایجاد آثار مثبت و منفی می‌شود، اما پیامدهای

1. Asymmetric Information

2. Principal Agent Problem

۳. مسئله این است که کارفرما می‌خواهد کاری انجام دهد که یا برای انجام آن می‌بایست متحمل هزینه زیادی شود یا انجام آن کار نیاز به مهارت یا اطلاعاتی دارد که کارفرما از آنها بی‌بهره است. وی انجام این کار را به کارگزار می‌سپارد. به‌طور کلی دو مشکل در این دسته از روابط بین این دو عامل اقتصادی طبقه‌بندی می‌شود: کژگزینی (Adverse Selection) و کژمنشی (Moral Hazard).

4. Externalities in Capital Accumulation

۵. جن‌سن و مورفی (۱۹۹۰) برخلاف این دیدگاه بیان می‌کنند که بازار سهام منجر به تخصیص بهینه منابع شده و رشد اقتصادی را بهبود می‌بخشد. در مدل‌های پیشرفته رشد درون‌زا سازوکاری طراحی می‌شود که بازارهای مالی از طریق تخصیص کارایی منابع بر رشد اقتصادی اثر داشته باشند.

آثار مثبت نسبت به آثار منفی به مراتب بیشتر است (کتی و ماس، ۲۰۰۱، لوین و زروس، ۱۹۹۸، بنسون درهام، ۲۰۰۲ و بکائرت، هاروی و لاندبلد، ۲۰۰۴).

### ۳. پیشینه تحقیق

اخیراً رابطه بین بازار سهام و اقتصاد واقعی در ادبیات توسعه به عنوان محور اصلی به شمار می‌آید. تیل در اوایل دهه ۱۹۹۰ ایده رشد و تأمین مالی را مطرح نمود که به آزمون رابطه بین توسعه بخش بانکی و اقتصاد واقعی محدود شده بود، به این ترتیب در دیدگاه فوق نقش بازارهای سهام در فرایند رشد و توسعه اقتصادی کشورها نادیده گرفته می‌شد.

با وجود اندازه و ماهیت غیرنقدی بازارهای سهام وجود و توسعه مستمر آنها می‌تواند کاربرد مهمی برای فعالیت اقتصادی داشته باشد. به عنوان مثال، پاردی (۱۹۹۲) ملاحظه نمود بازارهای سرمایه حتی در کشورهای کمتر توسعه یافته قادر به تجهیز و تخصیص وجوه مربوط به پس‌اندازهای داخلی به صورت کارا تر می‌باشند، بنابراین بازارهای سهام می‌توانند در تحریک رشد اقتصادی کشورهای کمتر توسعه یافته نیز نقش داشته باشند.

مطالعاتی که در زمینه بررسی اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی صورت گرفته است به لحاظ روش‌های به کار گرفته شده و نتایج حاصل متنوع بوده است. اتجی و جوانیچ (۱۹۹۳) با استفاده از داده‌های مقطعی نتیجه گرفتند که بازارهای سهام در بلندمدت بر رشد اقتصادی اثر می‌گذارند، همچنین هریس (۱۹۹۷) با استفاده از داده‌های مقطعی نشان داد که بازارهای سهام رشد اقتصادی را تقویت می‌کنند، البته این موضوع صرفاً برای کشورهای توسعه یافته صادق است. علاوه بر این، نتایج روسیو و واپل (۲۰۰۰) نشان می‌دهد که بازارهای سهام از طریق ارزش سهام مبادله شده بر رشد اقتصادی اثر می‌گذارند. آرسیتیس، دمتریئدس و لوینته (۲۰۰۱) نیز با استفاده از سری‌های زمانی در ۵ کشور صنعتی به نقش بازارهای سهام در رشد اقتصادی اشاره نمودند.

نیوربرگ، بیلنس و کایورس (۲۰۰۶) ارتباط بلندمدت بین توسعه بازار مالی و رشد اقتصادی را در کشور بلژیک طی دوره (۲۰۰۰-۱۸۳۰) مورد بررسی قرار دادند. آنها برای ارزیابی توسعه بازار مالی از شاخص‌های توسعه بازار سهام استفاده نمودند و دریافتند که توسعه بازار سهام به ویژه طی دوره (۱۹۳۵-۱۸۷۳) موجب تقویت رشد اقتصادی در بلژیک شده است. در دوره‌های مختلف با توجه به درجه توسعه یافتگی بازار سهام اثرگذاری بازار سهام بر رشد اقتصادی متفاوت بوده است. هر چه بازار سهام توسعه یافته تر بوده اثرگذاری آن بر رشد اقتصادی بیشتر بوده است. اغلب این مطالعات بر کشورهای توسعه یافته متمرکز شده بود، اما مطالعاتی نیز در کشورهای در حال توسعه صورت گرفته است.

ادجاسی و بایکپ (۲۰۰۶) اثر توسعه بازار سهام را بر رشد اقتصادی ۱۴ کشور آفریقایی با استفاده از رویکرد داده‌های تابلویی پویا<sup>۱</sup> مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی رابطه مثبتی وجود دارد. برای تحلیل بیشتر سطح توسعه اقتصادی و میزان سرمایه‌ای شدن بازار سهام نیز مورد توجه قرار گرفت. نتایج بر این امر دلالت دارد که ارتباط بین بازارهای سهام و رشد اقتصادی بر اساس سطوح مختلف درآمد و سرمایه‌ای شدن بازار متغیر است. به‌طور دقیق‌تر آنها دریافتند که در کشورهای با درآمد سرانه متوسط به بالا اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی مثبت و معنادار است، همچنین با توجه به سرمایه‌ای بودن بازار سهام تأیید نمودند که در بازارهایی که به آرامی سرمایه‌ای شده‌اند توسعه بازار سهام نقش مهمی در رشد اقتصادی دارد.

ان زوئه (۲۰۰۶) رابطه بین توسعه بازار سهام کشور ساحل عاج و عملکرد اقتصادی این کشور را بررسی نمود. با در نظر گرفتن متغیرهای کنترل نتایج نشان می‌دهد که تولید ناخالص داخلی و توسعه بازار سهام رابطه بلندمدت با یکدیگر دارند و در این رابطه توسعه بازار سهام به‌عنوان دلیل رشد اقتصادی تعیین شده است.

آگراوالا و تاتیجا (۲۰۰۷) اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی را در کشور هند و با استفاده از داده‌های سری زمانی ماهانه طی دوره (۲۰۰۲-۱۹۹۰) مورد بررسی قرار دادند. آنها برای در نظر گرفتن توسعه بازار سهام از شاخص‌های ترکیبی استفاده نمودند. از آنجایی که در کشور هند تولید ناخالص داخلی به‌صورت سالانه محاسبه می‌شود برای محاسبه نرخ رشد اقتصادی ماهانه از تولید صنعتی<sup>۲</sup> به‌عنوان نماینده تولید ناخالص داخلی استفاده نمودند. نتایج نشان می‌دهد که رابطه تعادلی بلندمدت پایدار بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی در کشور هند وجود دارد.

شهباز، احمد و علی (۲۰۰۸) با استفاده از روش ARDL<sup>۳</sup> ارتباط بین رشد اقتصادی و بازار بورس را در کشور پاکستان بررسی نمودند. نتایج نشان می‌دهد که در کوتاه‌مدت بازار بورس بر رشد اقتصادی اثر می‌گذارد، اما در بلندمدت ارتباط بین توسعه بازار بورس و رشد اقتصادی دو طرفه است.

آکینو و آکینو (۲۰۰۹) رابطه علی و بلندمدت بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی را برای ۷ کشور آفریقایی با استفاده از روش ARDL مورد بررسی قرار دادند. آنها دریافتند که در مصر و آفریقای جنوبی توسعه بازار سهام رابطه مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد، اما در کشورهای کوتاه ایویر<sup>۴</sup>، کنیا، مراکش و زیمباوه بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی اثر دوسویه وجود دارد. در نیجریه اثر توسعه

1. Dynamic Panel Data
2. Industrial Production
3. Autoregressive Distributed Lag
4. Cote D'Ivoire

بازار سهام بر رشد ضعیف به دست آمده است. به طور کلی، نویسندگان مقاله توصیه می‌کنند که بازار سهام در منطقه جنوب آفریقا توسعه یابد تا به دنبال آن رشد اقتصادی افزایش یابد.

رحمان و صلاح‌الدین (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین رشد اقتصادی و عوامل تعیین‌کننده آن طی دوره (۲۰۰۶-۱۹۷۱) در کشور پاکستان با تمرکز خاص بر توسعه بازار سهام پرداختند. نتایج نشان دادند رابطه مثبت بین بازارهای سهام کارا و رشد اقتصادی هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت وجود دارد. بی‌ثباتی مالی و تورم بر رشد اقتصادی تأثیر منفی دارد، در حالی که سرمایه انسانی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نقدینگی بازار سهام بر رشد اقتصادی اثر مثبت دارد.

ریبول (۲۰۱۰) با استفاده از تخمین‌زن گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) اثر توسعه بانک‌ها و بازارهای سهام را بر رشد اقتصادی طی دوره (۲۰۰۲-۱۹۷۳) برای ۸۰ کشور در حال توسعه مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان می‌دهد که بانک‌ها و بازارهای سهام آثار مثبت و معنادار جزئی<sup>۱</sup> و کلی<sup>۲</sup> بر رشد اقتصادی دارند، بنابراین وجود بانک‌ها به همراه بازارهای سهام برای کشورهای در حال توسعه به جهت تسریع در رشد اقتصادی بلندمدت حائز اهمیت است، همچنین مشخص شده است که رابطه بین تأمین مالی و رشد اقتصادی غیرخطی است. این مفهوم بر این امر دلالت دارد که توسعه مالی برای کشورهای توسعه‌نیافته مفیدتر است، بنابراین کشورهای در حال توسعه می‌بایست سیاست‌هایی را به کار گیرند که بانک‌ها و بازارهای سهام آنها با یکدیگر توسعه یابند.

فخرحسینی و شهابی (۱۳۸۶) به بررسی اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی در ایران پرداختند. آنها برای ارزیابی توسعه بازار بورس از اندازه و نقدینگی بازار سهام استفاده نمودند. نتایج حاصل حاکی از آن است که اندازه بازار سهام علیت گرنجری نرخ رشد اقتصادی نیست، اما نقدینگی بازار سهام با نرخ رشد اقتصادی رابطه علی دارد که از سوی نسبت نقدینگی به رشد اقتصادی است.

صمدی، نصرالهی و کرملیان سیجانی (۱۳۸۶) رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی را برای کشورهای آلمان، بلژیک، فرانسه، ژاپن، انگلستان، آمریکا، آرژانتین، مراکش، پاکستان، ترکیه، ایران، کره جنوبی، مالزی، اندونزی طی دوره (۲۰۰۳-۱۹۸۸) مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که در ایران بورس تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر رشد اقتصادی ندارند، اما تأثیر رشد اقتصادی بر بورس مثبت و معنادار است. نتایج برای ۱۴ کشور فوق در مجموع نشان می‌دهد که تأثیر بورس بر رشد اقتصادی مثبت بوده اما معنادار نیست.

1. Separate
2. Aggregate

حسن‌زاده و احمدیان (۱۳۸۸) اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی را در ایران، آلمان، انگلستان، آمریکا، مالزی، آرژانتین و کره با استفاده از داده‌های تابلویی مورد بررسی قرار دادند. آنها برای ارزیابی توسعه بازار بورس از متغیرهای نسبت سرمایه‌ای شدن بازار، نسبت ارزش کل سهام مبادله‌شده به تولید ناخالص داخلی و نسبت حجم معاملات استفاده نمودند. نتایج حاکی از آن است که با توجه به عدم توسعه یافتگی بورس تهران اثر شاخص‌های توسعه بورس بر رشد اقتصادی مثبت اما بسیار ناچیز است. زیونگوا، ماشیکا، بوکوسی و ماکووا (۲۰۱۱) به بررسی رابطه علیت بین توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی در زیمبابوه طی دوره (۲۰۰۸-۱۹۸۰) پرداختند. آنها برای ارزیابی توسعه بازار سهام از نسبت سرمایه‌ای شدن بازار سهام به تولید ناخالص داخلی و نسبت حجم معاملات بازار سهام استفاده نمودند. نتایج حاکی از وجود رابطه علی یک طرفه از سوی توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی است.

#### ۴. معرفی متغیرها و روش‌شناسی تحقیق

##### ۴-۱. معرفی متغیرهای تحقیق

در این مقاله اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی در کشورهای گروه D8 مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای این منظور، از داده‌های کشورهای گروه D8 (بنگلادش، پاکستان، اندونزی، مالزی، ترکیه، ایران، مصر و نیجریه) طی سال‌های (۲۰۱۱-۱۹۸۸) استفاده شده است.

رشد اقتصادی متغیر وابسته و توسعه بازار سهام متغیر توضیحی اصلی مورد استفاده در این تحقیق است برای متغیر توسعه بازار سهام ۵ نماینده معرفی می‌شود:

- میزان سرمایه‌ای بودن بازار (MKT CAP)<sup>۱</sup> که به صورت ارزش سهام شرکت‌های داخلی حاضر در بورس تعریف می‌شود. میزان سرمایه‌ای بودن بازار رابطه مثبتی با توانایی تحریک سرمایه و تنوع‌بخشی ریسک دارد.

- نسبت سرمایه‌ای شدن بازار (MKT CAP GDP)<sup>۲</sup> شاخص دیگری برای توسعه بازار سهام است که با تقسیم ارزش سهام شرکت‌های داخلی حاضر در بورس بر تولید ناخالص داخلی به دست می‌آید.

- تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس (LDCT)<sup>۳</sup> از دیگر شاخص‌های توسعه بازار سهام به حساب می‌آید.

- نسبت کل ارزش مبادله‌شده به تولید ناخالص داخلی<sup>۴</sup>

1. Market Capitalization of Listed Companies (Current US\$)
2. Market Capitalization of Listed Companies (% of GDP)
3. Listed Domestic Company Total
4. Total Value Traded/GDP

- نسبت حجم معاملات<sup>۱</sup> که نشان‌دهنده فعالیت بازار سهام است و به وسیله تقسیم کل معاملات انجام شده به ارزش سهام شرکت‌های داخلی حاضر در بورس محاسبه می‌شود.

متغیرهای نرخ تورم، جمعیت و سرمایه انسانی (نسبت میزان ثبت نام در دبیرستان)، سرمایه گذاری فیزیکی، درجه باز بودن تجاری و هزینه‌های دولت نیز از دیگر متغیرهای مؤثر بر رشد اقتصادی محسوب می‌شوند که در مطالعات قبلی مورد توجه قرار گرفته‌اند.

بر اساس نتایج مطالعات نظری و تجربی انتظار می‌رود نرخ تورم و هزینه‌های دولت بر رشد اقتصادی تأثیر منفی و سایر متغیرهای توضیحی بر رشد اقتصادی اثر مثبت داشته باشند. داده‌های مربوط به متغیرها از شاخص‌های توسعه جهانی (WDI) و صندوق بین‌المللی پول (IFS) جمع‌آوری شده است.

#### ۴-۲. روش‌شناسی تحقیق

مدل مورد بررسی در این پژوهش بر اساس مدل لوین و زروس (۱۹۹۶) و ادجاسی و بایکپ (۲۰۰۶) بنا شده است که تصریح آن به صورت زیر می‌باشد:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 SMD_{it} + \alpha_3 X_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$Y_{it}$ : رشد اقتصادی کشور  $i$  در زمان  $t$ ;  $SMD_{it}$ : شاخص توسعه بازار سهام برای کشور  $i$  در زمان  $t$ ،  
 $X_{it}$ : سایر متغیرهای توضیحی و  $e_{it}$ : جمله خطا است.

همانطور که ملاحظه می‌شود این مدل به وسیله داده‌های تابلویی تصریح شده است. تخمین مدل (۱) به فروض مادر مورد عرض از مبدأ و جمله خطای  $e_{it}$  بستگی دارد. دو حالت کلی در تخمین رابطه (۱) عبارتند از:  
 - فرض شود عرض از مبدأ در طول زمان و در فضا (مکان) ثابت بوده و جمله خطا در طول زمان و برای کشورهای مختلف متفاوت باشد.  
 - عرض از مبدأ برای کشورها ثابت نباشد.

ساده‌ترین روش حذف ابعاد زمان و مکان از داده‌های ترکیبی (حالت الف) و تخمین رگرسیون متداول حداقل مربعات معمولی است که به تخمین زن مورد استفاده در این روش حداقل مربعات تلفیقی<sup>۲</sup> می‌گویند.  
 روش دیگر آنکه عرض از مبدأ برای هر یک از کشورها متفاوت باشد. در ادبیات اقتصادسنجی مدل (۱) با عرض از مبدأهای مختلف به مدل رگرسیون تأثیرات ثابت<sup>۳</sup> یا مدل حداقل مربعات متغیر موهمی<sup>۴</sup> معروف

1. Turnover Ratio
2. Pooled Least Squares (PLS)
3. Fixed Effects Method (FE)
4. Least Squares Dummy Variable (LSDV)

است. اصطلاح تأثیرات ثابت ناشی از این حقیقت است که با وجود تفاوت عرض از مبدأ میان مقاطع، عرض از مبدأهای هر مقطع طی زمان تغییر نمی‌کند. برای اینکه عرض از مبدأهای هر مقطع بدون تغییر باقی بماند از متغیرهای موهومی در این روش استفاده می‌شود (گجراتی، ۱۳۸۵). برای انتخاب بین مدل حداقل مربعات تلفیقی و مدل اثرات ثابت از آزمون F مقید استفاده می‌شود که تصریح این آزمون به صورت ذیل می‌باشد:

$$\text{Restrict } F = \frac{\frac{R_{fe}^2 - R_{pls}^2}{N - 1}}{\frac{1 - R_{fe}^2}{NT - K - N}} \quad (2)$$

در رابطه فوق،  $R_{fe}^2$ : ضریب تعیین در روش اثرات ثابت،  $R_{pls}^2$ : ضریب تعیین در روش حداقل مربعات تلفیقی،  $N$ : تعداد مقاطع،  $K$ : تعداد متغیرهای توضیحی و  $T$ : طول دوره زمانی می‌باشد. اگر  $F$  محاسباتی از  $F$  بحرانی بزرگتر باشد روش اثرات ثابت انتخاب خواهد شد.

### ۵. برآورد مدل تجربی اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی

پیش از برآورد مدل (۱) ابتدا فرضیه وجود ریشه واحد در هر یک از متغیرها آزمون شده است. برای این منظور، آزمون ریشه واحد ایم، پسران و شین (۲۰۰۳) مورد استفاده قرار گرفت. بر اساس نتایج آزمون ریشه واحد بجز سرمایه‌گذاری فیزیکی و نرخ تورم سایر متغیرهای مدل در تفاضل مرتبه اول پایا می‌باشند، از این رو در مدل (۱) سرمایه‌گذاری فیزیکی و نرخ تورم در سطح و سایر متغیرها به صورت رشد می‌باشند. نتایج محاسبه آزمون  $F$  لیمر در جدول (۱) نشان می‌دهد فرضیه وجود اثرات ثابت در تمام مدل‌ها رد می‌شود و بر این اساس تمام مدل‌های این تحقیق با تخمین زن حداقل مربعات تلفیقی برآورد می‌شود. همانگونه که در بخش ۴-۱ در معرفی متغیرهای مدل بیان شد متغیر توسعه بازار سهام دارای ۵ نماینده است. بر این اساس، مدل (۱) در ۵ سناریو تخمین زده شد که نتایج آن در جدول (۱) ملاحظه می‌شود.

همانگونه که در جدول (۱) مشخص است نسبت کل ارزش سهام مبادله‌شده به تولید ناخالص داخلی نسبت سرمایه‌ای شدن بازار و نسبت حجم معاملات بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری دارد، به طوری که اگر به رشد نسبت کل ارزش سهام مبادله‌شده به تولید ناخالص داخلی یک واحد اضافه شود رشد اقتصادی بیش از ۱/۶ واحد افزایش می‌یابد، همچنین با اضافه شدن به میزان یک واحد بر رشد نسبت سرمایه‌ای شدن بازار افزایش رشد اقتصادی بیش از یک و نیم واحد خواهد بود. به این ترتیب، چنانچه به رشد نسبت حجم معاملات یک واحد اضافه شود رشد اقتصادی بیش از ۰/۶ واحد افزایش خواهد یافت.

تأثیر میزان سرمایه‌ای بودن بازار و تعداد شرکت‌های داخلی پذیرفته‌شده در بورس (به‌عنوان شاخص‌های دیگر توسعه بازار سهام) بر رشد اقتصادی معنادار نیست. سرمایه‌گذاری فیزیکی در تمام حالات تأثیر مثبت بر رشد اقتصادی دارد. با توجه به جدول (۱) و در تمام حالات سرمایه انسانی، درجه باز بودن تجاری، رشد جمعیت و نرخ تورم بر رشد اقتصادی اثر معناداری ندارند. در برخی حالات هزینه‌های دولت در سطح معناداری ۱۰ درصد بر رشد اقتصادی تأثیر منفی دارد، اما در تمام حالات و در سطح معناداری ۵ درصد اثر هزینه‌های دولت بر رشد اقتصادی بی‌معنا می‌باشد. با این وجود، متغیرهای مزبور در مدل حفظ می‌شوند، زیرا حضور آنها در مدل موجب بهبود توضیح مدل می‌شود.

با توجه به جدول (۱) مشخص است خودهمبستگی وجود ندارد و کل رگرسیون معنادار است، بنابراین سرمایه‌گذاری فیزیکی در تمام حالت‌ها و توسعه بازار سهام در بیشتر حالت‌ها بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت و هزینه‌های دولت در بیشتر حالات بر رشد اقتصادی تأثیر منفی دارد.

جدول ۱. اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی

متغیرهای مستقل	LDCT		TotalValueTrade/c		MKT CAP		MKT CAPG DP		Turnover ratio	
	ضریب	ارزش احتمال	ضریب	ارزش احتمال	ضریب	ارزش احتمال	ضریب	ارزش احتمال	ضریب	ارزش احتمال
عرض از مبدأ	۰/۶۶۲	۰/۰۰۳	۰/۹۸۱	۰/۰۰۱	۰/۶۶۹	۰/۰۰۱	۰/۴۸۶	۰/۰۰۱	۰/۱۰۰	۰/۰۰۰
سرمایه گذاری فیزیکی	۰/۵۳۷	۰/۰۰۰	۴/۶۲۳	۰/۰۰۰	۴/۹۰۸	۰/۰۰۰	۴/۶۸۰	۰/۰۰۰	۴/۹۰۱	۰/۰۰۰
سرمایه انسانی	۰/۱۲۳	۰/۲۲۷	۴/۵۵۶	۰/۳۲۷	۹/۷۸۶	۰/۱۷۴	۵/۸۴۲	۰/۴۴۷	۸/۷۸۴	۰/۲۲۶
درجه بازبودن تجاری	۰/۶۴۱	۰/۵۳۶	۱/۵۶۹	۰/۵۸۶	۳/۱۳۰	۰/۴۵۷	۰/۵۲۱	۰/۸۹۶	۱/۸۳۸	۰/۶۶۵
هزینه های دولت	۰/۵۴۲	۰/۰۷۹	۳/۰۵۸	۰/۱۵۶	۴/۷۵۲	۰/۰۷۰	۲/۶۱۱	۰/۲۳۲	۴/۱۹۳	۰/۰۷۲
رشد جمعیت	۰/۱۳۵	۰/۳۹۳	۰/۸۲۷	۰/۹۲۲	۴/۸۵۰	۰/۵۱۴	۴/۹۰۸	۰/۴۳۸	۸/۳۶۰	۰/۲۰۹
نرخ تورم	۰/۲۲۹	۰/۵۵۳	۰/۲۹۳	۰/۲۷۰	۰/۲۱۱	۰/۵۹۲	۰/۲۲۳	۰/۵۴۸	۰/۲۷۳	۰/۴۵۹
متغیر توسعه بازار سهام	۰/۰۰۰	۰/۹۰۳	۱/۶۰۷	۰/۰۰۰	۰/۰۵۳	۰/۸۵۴	۱/۵۰۸	۰/۰۰۰	۰/۶۳۴	۰/۰۲۳
آزمون تشخیص										
ارزش احتمال										
F آزمون	۱/۰۰۰		۱/۰۰۰		۱/۰۰۰		۱/۰۰۰		۱/۰۰۰	
لیمر										
آزمون های خوبی برازش										
R <sup>2</sup>	۰/۲۳۴		۰/۳۳۷		۰/۲۴۶		۰/۲۹۹		۰/۲۷۶	
Adjusted R <sup>2</sup>	۰/۲۲۷		۰/۳۳۱		۰/۲۳۹		۰/۲۹۳		۰/۲۷۰	
DW	۲/۰۹۱		۲/۱۳۰		۲/۱۰۱		۲/۲۸۸		۲/۰۸۸	
F-statistic	۳۷/۶۱۸		۶۱/۴۹۲		۳۹/۸۰۷		۵۲/۶۵۳		۴۶/۹۴۳	
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	

سطح معناداری در تمام حالات ۵ درصد در نظر گرفته شده است.

مأخذ: نتایج تحقیق.

## ۶. نتیجه‌گیری

هدف از این مطالعه بررسی اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی می‌باشد. برای این منظور، کشورهای گروه D8 طی سال‌های (۲۰۱۱-۱۹۸۸) مورد بررسی قرار گرفته‌اند، بنابراین از داده‌های تابلویی استفاده شده است. شاخص‌های توسعه بازار سهام عبارتند از تعداد شرکت‌های داخلی پذیرفته‌شده در بورس، میزان سرمایه‌ای بودن بازار، نسبت سرمایه‌ای شدن بازار، نسبت حجم معاملات در بورس و نسبت کل ارزش سهام مبادله‌شده به تولید ناخالص داخلی.

برای مشاهده دقیق‌تر اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی سایر متغیرهای مؤثر بر رشد شامل نرخ تورم، سرمایه‌گذاری فیزیکی، درجه باز بودن تجاری، رشد جمعیت، سرمایه انسانی و هزینه‌های دولت در مدل وارد شده است.

نتایج حاکی از آن است که برخی شاخص‌های توسعه بازار سهام (نسبت سرمایه‌ای شدن بازار، نسبت کل ارزش سهام مبادله‌شده به تولید ناخالص داخلی و نسبت حجم معاملات) بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری دارند، بنابراین توسعه بازار سهام و سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی محرک رشد اقتصادی محسوب می‌شوند.

نتایج تحقیق نشان می‌دهند اثر سرمایه‌گذاری فیزیکی بر رشد اقتصادی در تمام حالات مثبت می‌باشد. در اغلب حالت‌ها و در سطح معناداری ۱۰ درصد هزینه‌های دولت بر رشد اقتصادی تأثیر منفی دارد. در تمام حالات اثر سرمایه انسانی، درجه باز بودن تجاری، رشد جمعیت و نرخ تورم بر رشد اقتصادی معنادار نیست.

## منابع

- اکبریان، رضا و سیدمحسن حیدری‌پور (۱۳۸۸)، "بررسی تأثیر توسعه بازار مالی بر رشد اقتصادی در ایران طی سال‌های (۱۳۸۶-۱۳۴۵)"، *پژوهشنامه اقتصادی*، سال ۹، شماره ۳، صص ۶۳-۴۳.
- تقوی، مهدی، امیری، حسین و عادل محمدیان (۱۳۹۰)، "توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منا با استفاده از روش پانل پویا GMM"، *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)*، سال ۴، شماره ۱۰، صص ۸۲-۶۳.
- حسن‌زاده، علی و اعظم احمدیان (۱۳۸۸)، "اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی"، *فصلنامه پول و اقتصاد*، شماره ۲، صص ۵۲-۳۱.
- دلالی‌اصفهانی، رحیم، واعظ‌برزانی، محمد و رضا رفیعی‌کهرودی (۱۳۸۷)، "تأثیر واسطه‌های مالی بر رشد اقتصادی ایران"، *پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی علوم اقتصادی*، سال ۸، شماره ۲۸، صص ۳۰-۱۳.

- سخایی، عمادالدین و کریم اسلامولیان (۱۳۹۰)، "بررسی علیت کوتاه‌مدت و بلندمدت میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در خاورمیانه"، *پژوهش‌های اقتصادی ایران*، سال ۱۶، شماره ۴۶، صص ۶۱-۷۶.
- صادقی، سیدکمیل، ابراهیمی، سعید و سیمین کیانی (۱۳۹۱)، "رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران (۱۳۵۲-۱۳۸۸)"، *فصلنامه تحقیقات اقتصادی راه اندیشه*، سال ۲، شماره ۵، صص ۱۱۷-۱۳۸.
- صمدی، سعید، نصرالهی، خدیجه و مرتضی کرملیان‌سیجانی (۱۳۸۶)، "بررسی رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی"، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی*، سال ۶، شماره ۳، صص ۱-۱۵.
- فخرحسینی، سیدفخرالدین و علی شهابی (۱۳۸۶)، "بررسی اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی در ایران"، *پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی علوم اقتصادی*، سال ۷، شماره ۲۴، صص ۸۱-۹۶.
- مهدوی، روح‌الله، جهانگرد، اسفندیار و محمود ختانی (۱۳۸۹)، "تأثیر توسعه بازار مالی در تأثیرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی کشورهای میزبان"، *فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی*، سال اول، شماره ۲، صص ۴-۲۱.
- مهرآرا، محسن و حسین طلاکش‌نابینی (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منتخب با روش داده‌های تلفیقی پویا (۲۰۰۳-۱۹۷۹)"، *مجله دانش و توسعه*، سال ۱۶، شماره ۲۶، صص ۱۴۳-۱۶۹.
- نظیفی، فاطمه (۱۳۸۳)، "توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران"، *پژوهشنامه اقتصادی*، شماره ۱۴، صص ۹۷-۱۳۰.
- Acemoglu, D. & F. Zilibotti (1997), "Was Prometheus Unbounded by Chance? Risk Diversification and Growth", *Journal of Political Economy*, Vol. 105, PP. 51-709.
- Adjasi, C. K. D. & N. B. Biekpe (2006), "Stock Markets Development and Economic Growth: The Case of Selected African Countries", *African Development Review*, Vol. 18, No. 1, PP. 61-144.
- Agrawalla, R. K. & S. K. Tuteja (2007), "Causality between Stock Markets Development and Economic Growth: A Case Study of India", *Journal of Management Research*, Vol. 7, No. 3, PP. 68-158.
- Akinlo, A. E. & O. O. Akinlo (2009), "Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Seven Sub-Sahara African Countries", *Journal of Economics and Business*, Vol. 61, No. 2, PP. 162-171.
- Arestis, P., Demetriades, P. & K. Luintel (2001), "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, PP. 16-41.
- Asteriou, D. & C. Siriopoulos (2000), "The Role of Political Instability in Stock Market Development and Economic Growth: The Case of Greece", *Economic Notes*, Vol. 29, No. 3, PP. 355-374.
- Atje, R. & B. Jovanic (1993), "Stock Markets and Development", *European Economic Review*, Vol. 37, No. 2-3, PP. 16-41.
- Baltagi, B. H. (2006), "Panel Data Econometrics: Theoretical Contributions and Empirical Applications", *Emerald Group Publishing*.
- Bekaert, G., Harvey, C. R. & C. Lundblad (2004), "Does Financial Liberalization Spur Growth?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, No. 1, PP. 3-55.

- Bencivenga, V. R. & B. D. Smith (1991), "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies*, Vol. 58, No. 2, PP. 195–209.
- Bencivenga, V. R., Smith, B. D. & R. M. Starr (1995), "Equity Markets, Transactions Costs and Capital Accumulation: An Illustration", *World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 2, PP. 65–241.
- Benson, Durham J. (2002), "The Effects of Stock Market Development on Growth and Private Investment in Lower-Income Countries", *Emerging Markets Review*, Vol. 3, PP. 32–211.
- Bhide, A. (1993), "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity", *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, PP. 31–51.
- Boubakri, N. & O. Hamza (2007), "The Dynamics of Privatization the Legal Environment and Stock Market Development", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 16, PP. 304–331.
- Copeland, T. E., Weston, J. F. & K. Shastri (2005), *Financial Theory and Corporate Policy*, Fourth Edition.
- Demirguc, Kunt, A. & R. Levine (1996b), "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts", *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 2, PP. 291–321.
- Devereux, M. B. & G. W. Smith (1994), "International Risk Sharing and Economic Growth", *International Economic Review*, Vol. 35, No. 4, PP. 535–50.
- Diamond, D. W. & R. E. Verrecchia (1982), "Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices", *Journal of Finance*, Vol. 37, May, PP. 275–87.
- Harris, R. D. F. (1997), "Stock Markets and Development: A Reassessment", *European Economic Review*, Vol. 41, No. 1, PP. 139–46.
- Howells, P. & K. Bain (2005), *The Economics of Money, Banking and Finance*, A European Text, Third Edition.
- Im, K. S., Pesaran, M. H. & Y. Shin (2003), "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels", *Journal of Econometrics*, Vol. 115, PP. 53–74.
- Jensen, M. C. & K. J. Murphy (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, April, PP. 225–64.
- Kenny, C. & T. D. Moss (2001), *Stock Markets in Africa: Emerging Lions or White Elephants?*, In Sam Mensah and D. Seck (eds.), *African Emerging Markets: Contemporary Issues*, Vol. 1, PP. 189–208, African Capital Markets Forum, Reprinted from World Development.
- Laffont, J. & J. Tirole (1988), "Repeated Auctions of Incentive Contracts, Investment and Bidding Parity with an Application to Takeovers", *RAND Journal of Economics*, Vol. 19, Winter, PP. 516–37.
- Levine, R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, PP. 688–726.
- Levine, R. & S. Zervos (1996), "Stock Market Development and Long Run Growth", *World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 2, PP. 323–40.
- Levine, R. & S. Zervos (1998), "Stock Markets Banks and Economic Growth", *American Economic Review*, Vol. 88, PP. 537–58.

- Mckinnon, R. I. (1973), "Money and Capital in Economic Development", The Brookings Institution, Washington, DC.
- Mishkin, F. S. & S. G. Eakins (2011), *Financial Markets and Institutions*, Seventh Edition.
- Nieuwerburgh, S. V., Buelens, F. & L. Cuyvers (2006), "Stock Market Development and Economic Growth in Belgium", *Explorations in Economic History*, Vol. 43, No. 1, PP. 13-38.
- N'Zué, F. F. (2006), "Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Côte d'Ivoire", *African Development Review*, Vol. 18, No. 1, PP. 123-143.
- Obstfeld, M. (1994), "Risk-Taking, Global Diversification and Growth", *American Economic Review*, Vol. 84, No. 5, PP. 1310-29.
- Pardy, R. (1992), Institutional Reform in Emerging Securities Markets', Policy Research Working Papers (Financial Policy and Systems), World Bank, Working Paper Series, 907.
- Perotti, E. C. & P. Van Oijen (2001), "Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20, No. 1, PP. 43-69.
- Rabiul, M. D. (2010), "Banks, Stock Markets and Economic Growth: Evidence from Selected Developing Countries", *Decision*, Vol. 37, No. 3, PP. 5-29.
- Rahman, M. M. & M. Salahuddin (2010), "The Determinants of Economic Growth in Pakistan: Does Stock Market Development Play a Major Role?", *Economic Issues*, Vol. 15, No. 2, PP. 69-86.
- Rousseau, P. L. & P. Wachtel (2000), "Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes (1980-1995)", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, PP. 1933-57.
- Saint-Paul, G. (1992), "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, Vol. 36, No. 4, PP. 763-81.
- Scharfstein, D. (1988), "The Disciplinary Role of Takeovers", *Review of Economic Studies*, Vol. 55, April, PP. 185-99.
- Schumpeter, J. A. (1932), *The Theory of Economic Development*, Trans. R. Opie, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Shahbaz, M., Ahmed, N. & L. Ali (2008), "Stock Market Development and Economic Growth: ARDL Causality in Pakistan", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 14, PP. 182-95.
- Shleifer, A. & R. W. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, PP. 461-88.
- Stiglitz, J. E. (1985), "Credit Markets and the Control of Capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 17, No. 2, PP. 133-52.
- Stiglitz, J. E. (1994), *The Role of the State in Financial Markets*, In Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993, World Bank, Washington DC.
- Yartey, C. A. (2008), "The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?", IMF Working Paper.
- Zivengwa, T., Mashika, J., Bokosi, F. K. & T. Makova (2011), "Stock Market Development and Economic Growth in Zimbabwe", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 3, No. 5, PP. 1-11.

