

## بررسی نقش نقدینگی بازار سهام در رشد دستمزدها و ارتباط آن با توزیع درآمد و فقر در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته

زینب مریدی

کارشناس ارشد اقتصاد، دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه رازی، کرمانشاه، ایران

moridi.zeynab95@gmail.com

شهرام فتاحی

دانشیار اقتصاد، دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه رازی، کرمانشاه، ایران (نویسنده مسئول)

sh\_fatahi@yahoo.com

کیومرث سهیلی

دانشیار اقتصاد، دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه رازی، کرمانشاه، ایران

qsoheily@yahoo.com

هدف اصلی این مطالعه، بررسی نقش نقدینگی بازار سهام بر رشد دستمزدها و تأثیر آن بر توزیع درآمد و فقر برای منتخبی از کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه با استفاده از داده‌های پانل طی دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۷ است. نتایج به دست آمده از مدل اول تحقیق با استفاده از روش OLS نشان داد که نقدینگی بازار سهام بر رشد دستمزدها هم در کشورهای در حال توسعه و هم در کشورهای توسعه یافته کاملاً تأثیرگذار است. همچنین نتایج مدل دوم تحقیق با استفاده از هر دو روش FMOLS و DOLS نشان می‌دهد که این رشد دستمزد حاصل از نقدینگی بازار سهام می‌تواند منجر به کاهش نابرابری درآمد و فقر در کشورهای در حال توسعه شود. حال آنکه رشد دستمزد حاصل از نقدینگی بازار سهام در کشورهای توسعه یافته می‌تواند باعث افزایش نابرابری درآمدها و فقر شود و نتایج مدل سوم تحقیق با استفاده از هر دو روش FMOLS و DOLS نشان می‌دهد که این رشد دستمزد حاصل از نقدینگی بازار سهام می‌تواند منجر به کاهش فقر در کشورهای در حال توسعه شود. حال آنکه رشد دستمزد حاصل از نقدینگی بازار سهام در کشورهای توسعه یافته می‌تواند باعث فقر شود.

طبقه‌بندی JEL: E۴۴، E۲۴، J۳۲، O۱۵، C۵۰

واژگان کلیدی: نقدینگی بازار سهام، رشد دستمزد، نابرابری درآمد، فقر، داده‌های تابلویی

## ۱. مقدمه

توزیع عادلانه درآمدها یکی از دغدغه‌های سیاست‌گذاران کشورها است؛ بنابراین بررسی عوامل تأثیرگذار بر آن حائز اهمیت است. با توجه به اینکه توسعه بازارهای مالی یکی از عوامل تأثیرگذار بر روی نابرابری درآمد و فقر است، لذا بازارهای مالی می‌توانند نقش مهمی در کاهش نابرابری درآمد داشته باشند. مهم‌ترین کارکرد بازارهای مالی در اقتصاد ملی، تجهیز منابع پس‌اندازی و هدایت آن به سوی فعالیت‌های مولد اقتصادی است. سیستم کارای مالی، سرمایه را از پس‌اندازکنندگان به وام‌گیرندگان انتقال می‌دهد و منابع را به سمت پروژه‌های سرمایه‌گذاری مولد و سودده هدایت می‌کند. هر چقدر بهره‌وری سرمایه‌گذاری بیشتر باشد، نرخ رشد اقتصادی نیز بیشتر خواهد بود و نابرابری می‌تواند کمتر شود. کینگ و لوین<sup>۱</sup> (۱۹۹۳)، استیگلitz<sup>۲</sup> (۱۹۹۴) معتقداند که بازارهای مالی مغز سیستم اقتصادی و قانون اصلی تصمیم‌گیری هستند و چنانچه این بازارها با شکست و نارسایی مواجه شوند، عملکرد کل سیستم اقتصادی آسیب خواهد دید. در بسیاری از کشورهای جهان شکاف عمیقی بین طبقه بالا و پایین جامعه وجود دارد و نابرابری توزیع درآمدی در سطح گسترده‌ای است. توسعه بخش مالی و گسترش ابزارها و واسطه‌های مالی یکی از راه‌هایی است که می‌تواند مانع از تمرکز ثروت در دست ثروتمندان و فراهم کردن زمینه مشارکت افراد فقیر و کم‌درآمد نیز فراهم شود تا آنها هم بتوانند با سرمایه‌گذاری در سرمایه انسانی خود سهم خویش را از درآمد ملی افزایش دهند. سیستم مالی کارا خدمات مالی بهتری را ارائه می‌کند و از این طریق اقتصاد را قادر می‌سازد تا نرخ رشد GDP بالاتر رود؛ بنابراین، اهمیت نقش واسطه‌های مالی و بازارهای مالی بیشتر مورد توجه قرار می‌گیرد. بازارهای مالی به سبب نقش اساسی در گردآوری منابع از طریق پس‌اندازهای کوچک و بزرگ موجود در اقتصاد ملی، بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آنها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی، مورد توجه قرار می‌گیرند. از طرف دیگر، اگر بازارهای مالی در یک

---

۱. King & Levin

۲. Stieglitz

کشور در اختیار برخی گروه‌های خاص باشد توسعه این بازارها می‌تواند نابرابری در آمد را افزایش دهد. یکی از مهم‌ترین بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته بازار سرمایه است (کاپل<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰).

یکی از مهم‌ترین بخش‌های اقتصادی کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته بازار سرمایه است که اهمیت آن بر هیچ کسی پوشیده نیست. بازار سرمایه ارتباط نزدیکی با ساختار اقتصادی کشورها و قوت و ضعف آن دارد و می‌تواند نشان‌دهنده وضعیت اقتصادی هر کشوری باشد. توسعه بازار سرمایه می‌تواند نقش مهمی در رشد درآمد ملی کشور و رفاه عمومی جامعه ایفا کند. بازار بورس به عنوان نماد بخش مولد اقتصاد کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته به دنبال تجهیز منابع مالی جهت به سرانجام رساندن فعالیت‌های مولد اقتصادی است؛ چرا که طبق نظریه‌های اقتصاد کلان انباشت سرمایه‌های فیزیکی یکی از شرایط لازم برای کاهش فقر و توزیع ناعادلانه درآمدها است و بازار سرمایه تنها مکانی است که می‌تواند زمینه تشکیل سرمایه را ایجاد کرده و با عملکرد مطلوب خود سبب فراهم آوردن منابع مالی مورد نیاز واحدهای تولیدی شده و امکانات لازم برای انتقال وجوه پس‌اندازهای مردم را به فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراهم آورد. گسترش بازار سرمایه و رشد و تکامل ابعاد مختلف آن به مهار تورم و مبارزه با بیکاری کمک می‌کند؛ بازار سرمایه با فراهم کردن زمینه ادغام شرکت‌ها، توسعه فعالیت‌های اقتصادی به ویژه سرمایه‌گذاری مولد و توزیع مخاطرات سرمایه‌گذاری و افزایش عرضه منابع سرمایه‌گذاری جدید به گسترش زمینه‌های اشتغال کمک می‌کند؛ نقدینگی بازار سهام یکی از عوامل مؤثر بر توزیع درآمدها است؛ لذا قابلیت نقد شوندگی سهام یکی از پارامترهای مهم در بازارهای سرمایه برای جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و بزرگ و تبدیل آن‌ها به سرمایه‌گذاری مولد در فعالیت‌های اقتصادی است. سهام دارای قابلیت نقد شوندگی بالا، طبیعتاً ریسک نگهداری کمتری دارد؛ زیرا سرعت تبدیل آن‌ها به وجه نقد بالا است. بنابراین سرمایه‌گذاران به دلیل ماهیت ریسک‌گریزی سعی در

---

۱. Kappel

انتخاب سهامی دارند که قابلیت نقدشوندگی بالایی داشته باشند و این امر به نوبه خود بر سرمایه‌گذاری دهک‌های درآمدی در بازار سرمایه و توزیع درآمد تأثیرگذار است. به طوری که بر اساس مطالعات لوین<sup>۱</sup> (۱۹۹۱) و بنسوینگا و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۹۵) نقدینگی بازار سهام می‌تواند اثر مثبتی بر تجمع و انباشت سرمایه فیزیکی، سرمایه انسانی و نوآوری و رشد دستمزد داشته باشد که این عوامل به صورت مستقیم و غیرمستقیم بر رشد دستمزد و توزیع درآمدها تأثیرگذار باشد. این رشد دستمزد خود می‌تواند عامل مؤثری بر افزایش تقاضای کل و افزایش بهره‌وری نیروی کار شود؛ اما این رشد دستمزدها حاصل از نقدینگی بازار سهام در کشورهای توسعه‌یافته باعث افزایش نابرابری درآمدها در کشورهای توسعه‌یافته و کاهش نابرابری درآمد در کشورهای در حال توسعه می‌شود که گزارش‌های بانک جهانی در طی سال‌های اخیر تأییدکننده این موضوع است. در کشورهای توسعه‌یافته بر خلاف کشورهای در حال توسعه صاحبان سرمایه که بنیه مالی قوی دارند، عمدتاً بخش عظیمی از سرمایه پروژه‌های بلندمدت با ریسک و بازدهی بالا که سهامشان در بورس عرضه می‌شود را به خود اختصاص می‌دهند و بدین ترتیب بخش عظیمی از درآمد دهک‌های بالای درآمدی از طریق سود حاصل از تنوع سبد سهام کسب می‌کنند. در حالی که طبقات پایین و متوسط درآمدی که ریسک کمتر و درآمد پایین‌تر را بر ریسک و بازدهی بالا ترجیح می‌دهند، در درجه اول درآمد خود را از طریق اوراق قرضه که بدون ریسک و دارای بازدهی ثابتی هستند و درآمد حاصل از کار کسب می‌کنند؛ در نتیجه نقدینگی بازار سهام به علت سرعت بالای تبدیل ورقه سهام به وجه نقد نقش بسیار مهمی در میزان سرمایه‌گذاری طبقات درآمدی و توزیع درآمد دارد و چون نقدینگی بالای سهام موجب افزایش قیمت سهام می‌شود و افزایش سرعت معاملات موجب کاهش میزان مالیات بر سرمایه برای صاحبان سرمایه و مالیات بر درآمد بر صاحبان شرکت‌ها می‌شود، بنابراین بازدهی سرمایه صاحبان سرمایه افزایش می‌یابد و این موجب افزایش

---

۱. Levine

۲. Bencivenga and Smith and Starr

درآمد ثروتمندان نسبت به افرادی می‌شود که تنها بر دستمزد و حقوق حاصل از کار اتکا کرده‌اند و تمایلی ندارند که پس‌اندازهای خود را در معرض ریسک بالا قرار دهند.

بنابر مطالعات آلوارد و همکاران (۲۰۱۷) سیستم‌های مالی مبتنی بر بازار سهام در کشورهای توسعه‌یافته از دهه ۱۹۸۰ شاهد نابرابری درآمد بر اثر نقدینگی بازار سهام بوده و طی سال‌های اخیر این شکاف درآمدی بین فقرا و ثروتمندان افزایش یافته است؛ اما در کشورهای درحال توسعه که عمدتاً دارای سیستم‌های مالی مبتنی بر بانک هستند، بازار سهام با جمع‌آوری سرمایه و نقدینگی سرگردان این توانایی را دارد که موجب افزایش اشتغال و دستمزد طبقه فقیر و متوسط این جوامع شده و به کاهش فقر و توزیع عادلانه درآمدها منجر شود. همچنین مالدونادو<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) نشان داد که سیستم‌های مالی مبتنی بر بازار سرمایه بر خلاف سیستم‌های مالی مبتنی بر بازار پول منجر به افزایش نابرابری درآمدها می‌شود (بنجامین بلوو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸).

اما آنچه باعث شد که این مطالعه صورت بگیرد، این امر مهم هست که در کشورهای درحال توسعه وضعیت عمومی سواد مردم باعث شده که افراد به جای اینکه ثروت خود را در بازارهای مالی همچون بازار سهام سرمایه‌گذاری کنند ترجیح می‌دهند آن‌ها را به صورت دارایی‌های فیزیکی نگهداری کنند که این امر مانع از توسعه بازارهای مالی همچون بازار سهام در این کشورها می‌شود. در حالی که توسعه‌یافتگی بازار سهام به عنوان یکی از شاخص‌های توسعه‌یافتگی کشورها محسوب می‌شود و نقدینگی بازار سهام که یکی از شاخص‌های مهم توسعه‌یافتگی بازار سهام محسوب می‌شود، این توانایی را دارد که نقدینگی مورد نیاز بسیاری از شرکت‌هایی که نیازمند سرمایه هستند را فراهم کند که این امر زمینه اشتغال بسیاری از فقرا را فراهم کرده و موجب رشد دستمزد نیروی کار و کاهش توزیع ناعادلانه درآمدها می‌شود. ضمن اینکه بازار سرمایه می‌تواند با ارائه سبد متنوعی از دارایی‌ها و کاهش ریسک مربوط به نقدشوندگی سهام موجب جذب سرمایه‌های داخلی و خارجی فراوانی شود که جهت اجرای

---

۱. Maldonado

۲. Benjamin M. Blau

بسیاری از پروژه‌های مولد اقتصادی ضروری است؛ چرا که نبود سرمایه کافی خود یکی از عوامل مؤثر بر فقر و توزیع ناعادلانه درآمدها محسوب می‌شود. از طرف دیگر، بانک‌ها در کشورهای در حال توسعه به علت اینکه ثروتمندان وثیقه و ضمانت بیشتری را جهت دریافت اعتبارات بانکی نسبت به فقرا ارائه می‌دهند، عاملی برای توزیع ناعادلانه درآمدها هستند در حالی که بازار سهام زمینه مشارکت فقرا را بدون هیچ گونه وثیقه و ضمانت و با هر میزان سرمایه فراهم می‌کند. در این پژوهش با مرور مباحث نظری و تجربی موجود و بر اساس یک مطالعه اقتصادسنجی سعی شده است که به دو سؤال زیر پاسخ داده شود: اول اینکه، آیا نقدینگی بازار سهام ارتباطی با رشد دستمزد در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه دارد؟ و دوم اینکه، در صورتی که رشد دستمزدها ناشی از نقدینگی بازار سهام باشد، می‌تواند بر فقر و نابرابری درآمد در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه مؤثر باشد؟

هر چند مطالعاتی در خصوص تأثیر نقدینگی بازار سهام بر رشد اقتصادی و ارتباط بین توسعه بازارهای مالی و فقر انجام شده است، اما هدف تحقیق حاضر آن است که بین این دو جریان تحقیق یک پل ارتباطی برقرار شود. به طور کلی جنبه نوآوری این پژوهش در این است که این بار معضل فقر و نابرابری درآمد در جوامع در حال توسعه و توسعه‌یافته از کانال رشد دستمزد حاصل از نقدینگی بازار سهام با تکنیک هم‌انباشتگی (fmols و dols) بررسی می‌شود و تاکنون هیچ گونه مطالعه داخلی در خصوص این موضوع صورت نگرفته است و در مطالعات خارجی هم این موضوع به صورت مختصر بوده و تاکنون مطالعه‌ای با تکنیک هم‌انباشتگی (fmols و dols) صورت نگرفته است. تفاوت این پژوهش با سایر مطالعاتی که در خصوص تأثیر توسعه بازارهای مالی بر نابرابری درآمد صورت گرفته در این است که این مطالعه از کانال تأثیر نقدینگی بازار سهام بر رشد دستمزدها به موضوع فقر و نابرابری درآمدها طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۷ می‌پردازد و تاکنون هیچ گونه مطالعه داخلی به این موضوع نپرداخته است.

سازمان‌دهی این مقاله بدین شرح است که پس از مقدمه در بخش دوم به مبانی نظری پرداخته شده و در بخش سوم مطالعات انجام شده به اختصار مرور می‌شود. آنگاه پس از معرفی الگو،

داده‌های آماری و روش اقتصادسنجی، نتایج حاصل از برآورد مدل برای دوره زمانی تجزیه و تحلیل و در پایان نیز جمع‌بندی و نتیجه‌گیری انجام می‌شود.

## ۲. مبانی نظری

توزیع عادلانه درآمدها همواره از مهم‌ترین مباحث در اقتصاد کشورهای مختلف جهان است. توزیع درآمدی از آن جهت که به عنوان نمادی از عدالت اجتماعی است همواره مورد توجه کشورها است. وجود نابرابری گسترده در توزیع درآمدها به بروز فقر و افزایش دامنه آن منجر می‌شود؛ البته با توجه به یکسان نبودن فرصت‌ها و استعدادها، صحبت از توزیع درآمد کاملاً یکسان موضوعیت ندارد، اما زیاد بودن فاصله طبقاتی موجب کسب درآمد توسط عده خاصی می‌شود و عده قابل توجهی از افراد یک جامعه در شرایط نامساعد به سر می‌برند. بنابراین بهبود در توزیع درآمدها، مبارزه با فقر و کاهش نابرابری درآمد جزء اهداف عمده راهبرد توسعه اقتصادی و اجتماعی و حتی از وظایف مهم دولت‌ها محسوب می‌شود. در حال حاضر تفاوت بین کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه در تکنولوژی‌های پیشرفته نیست، بلکه در وجود بازارهای سرمایه توسعه‌یافته است (حسن‌زاده و احمدیان، ۱۳۸۸). کارکرد اصلی و اولیه بازارهای مالی از جمله بازار سرمایه جمع‌آوری پس‌اندازها و استفاده از آن‌ها در تأمین فعالیت‌های مولد اقتصادی است. بازار سهام در تأمین نیازهای مالی شرکت‌ها و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری به عنوان پلی بین فعالیت‌های اقتصادی و تأمین مالی عمل می‌کند. به طوری که توسعه بازار سهام نقش اساسی در توسعه اقتصاد پایدار دارد و این امر به دو روش صورت می‌گیرد: اول اینکه، بازار سهام با تأمین منابع مالی شرکت‌ها و جبران کمبود نقدینگی آن‌ها هزینه جمع‌آوری پس‌اندازها را کاهش داده و منبع مهمی از سرمایه‌گذاری با هزینه نسبتاً کم فراهم می‌کند. ثانیاً، بازارهای سهام کارا و با نقدشوندگی بالا موجب جذب سرمایه‌های خارجی فراوانی می‌شود و این امر موجب ارتباط تنگاتنگ بین بازارهای سهام داخلی و خارجی می‌شود. کارکرد ثانویه بازارهای مالی ایجاد نقدینگی است و نقدشوندگی یک ویژگی با اهمیت در بازار سرمایه است. بحث درباره نقدشوندگی سهام در سال ۱۹۳۰ آغاز شد. قابلیت خرید یا فروش سهام در کمترین زمان و با

کمترین هزینه را نقدشوندگی سهام گویند. نقدشوندگی سهام برای سرمایه‌گذاران بسیار حائز اهمیت است، چرا که سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند در اوراق بهاداری سرمایه‌گذاری کنند که بتوانند در صورت لزوم آن را به پول نقد یا اوراق بهادار دیگری تبدیل کنند (خشنود و فرخنده، ۱۳۹۴). به طوری که می‌توان ادعا کرد که شرکت‌ها و بنگاه‌هایی که سهام آن‌ها از نقدینگی بالاتری برخوردار است، سهم بیشتری از بازار را به خود اختصاص داده و سهام آن‌ها سریع‌تر مورد معامله قرار می‌گیرد و این امر منجر به سودآوری و سوددهی بیشتر این شرکت‌ها و بنگاه‌ها می‌شود. بنابراین نقدینگی بالای بازار سرمایه که منجر به توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی می‌شود می‌تواند به طور مستقیم و غیرمستقیم بر نابرابری درآمدها تأثیر می‌گذارد. به طوری که بنگتسون و والدنستروم<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) و گامباکورتا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) نشان دادند که توسعه بازار سهام در کشورهای توسعه‌یافته موجب افزایش نابرابری درآمد و در کشورهای در حال توسعه موجب کاهش نابرابری درآمد می‌شود (بومن و لسنیک، ۲۰۱۶).

مطالعات گرینوود و جوانوایچ<sup>۳</sup> (۱۹۹۰) حاکی از آن است که ثروتمندان بر خلاف طبقات متوسط و ضعیف جامعه اولاً، تمایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک و بازدهی بالا را دارند و ثانیاً، قسمت عمده‌ای از دارایی‌های خود را به شکل سهام نگهداری می‌کنند. در نتیجه سهم عمده‌ای از سرمایه‌گذاری در این پروژه‌ها را به خود اختصاص می‌دهند و این سرمایه‌گذاری‌ها می‌تواند از دو طریق بر توزیع درآمدها تأثیر بگذارد: نخست از طریق پرداخت سود ناشی از فعالیت کارخانه‌ها و شرکت‌ها؛ بدین ترتیب که کارخانه‌ها یا شرکت‌هایی که سهامشان در بورس عرضه شده است بخشی از سودی را که از فروش کالاها و خدماتشان حاصل می‌شود بین سهام‌داران تقسیم می‌کنند. بدین ترتیب ثروتمندان که بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌ها و کارخانه‌هایی را که در بورس فعالیت دارند خریداری می‌کنند و درآمد زیادی کسب می‌کنند. این

<sup>۱</sup> Bengtsson and Waldenström

<sup>۲</sup> Gambacorta and Ferri and Brei

<sup>۳</sup> Greenwood & Jovanovic



امر موجب اختلاف درآمد آن‌ها با سایر افراد جامعه که بر درآمدهای ناشی از کار اتکا کرده‌اند می‌شود. Bonfiglioli<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) در مطالعه‌ای نشان داد که نابرابری توزیع درآمد در ابتدا با توسعه بازار سهام افزایش یافته و سپس کاهش می‌یابد اما کاهش نابرابری دارای شواهد بسیار کمی است و به عقیده او به‌ندرت اتفاق می‌افتد و در اکثر مواقع توسعه بازار سهام منجر به افزایش نابرابری درآمد می‌شود. همچنین نشان داد که سیستم‌های مالی مبتنی بر بازار سرمایه در کشورهای توسعه‌یافته باعث افزایش نابرابری درآمد و در کشورهای در حال توسعه باعث کاهش نابرابری درآمد و فقر می‌شود.

راه دوم کسب درآمد سهام‌داران بورس، ناشی از فعالیت‌های مفید و مؤثر مدیران شرکت‌ها و کارخانه حاضر در بورس است که باعث افزایش قیمت سهام شرکت‌ها و کارخانه‌ها می‌شود که این به معنی افزوده شدن دارایی سهام‌داران است. در نتیجه افزایش بازدهی و قیمت سهام موجب افزایش نابرابری درآمد میان سهام‌داران و افرادی می‌شود که دارایی خود را به شکل دارایی فیزیکی مانند خانه و ماشین نگه‌داری می‌کنند. ثروتمندان کشورهای پیشرفته به خاطر هزینه پایین معاملات و تراکنش‌ها و عدم تقارن اطلاعات بهره‌مندی بیشتری از بازار سرمایه نسبت به سایر طبقات دارند. آن‌ها قادر به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک و بازدهی بالا هستند؛ زیرا برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پر بازده بنیه مالی کافی را دارا هستند و حتی نقدینگی بازار سرمایه این امکان را برای آن‌ها فراهم می‌کند که به طبقات میانی و طبقات پایین جامعه هم وام بدهند. بنابراین بخش عمده و یا حتی در اکثر موارد تمام منافع حاصل از این پروژه‌ها نصیب ثروتمندان خواهد شد. بدین ترتیب نقدینگی موجود در بازار سرمایه از طریق تجمع و تجهیز پس‌اندازها و فراهم کردن منابع لازم برای سرمایه‌گذاری و مشارکت بیشتر صاحبان سرمایه در پروژه‌های با بازدهی بالا حتی ایجاد دارایی دائمی برای ثروتمندان به واسطه انتشار سهام بر رشد اقتصادی بسیار مؤثر بوده و موجب افزایش شکاف درآمدی میان ثروتمندان و فقرا در جوامع سرمایه‌داری شده

۱. Bonfiglioli

است. در نتیجه این نقدشوندگی سهام موجب افزایش تقاضا برای سهام و افزایش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت با بازدهی بالا می‌شود. این افزایش سرمایه‌گذاری در بازار سهام موجب افزایش تقاضا برای سهام و در نتیجه افزایش قیمت سهام می‌شود که امر به نوبه خود موجب افزایش درآمد و رشد دستمزدها می‌شود که ناشی از نقدینگی سهام موجب اختلاف درآمدی فراوان با افرادی می‌شود که تنها بر دستمزد ناشی از کار اتکا کرده‌اند (بلوو، ۲۰۱۸). از طرف دیگر، نقدینگی بازار سهام از عوامل مؤثر بر قیمت و بازده سهام شرکت‌ها و بنگاه‌ها است که این امر مهم خود نیز به دو طریق بر درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری در بازار سهام و درآمد افرادی که تنها بر دستمزد ناشی از کار اتکا کرده‌اند تأثیر گذار است. نخست، از طریق سود ناشی از فعالیت کارخانه‌ها، شرکت‌ها و بنگاه‌ها؛ بدین صورت که کارخانه‌ها، شرکت‌ها و بنگاه‌هایی که سهامشان در بورس عرضه شده است، بخشی از سودی را که از فروش کالاها و خدماتشان حاصل می‌شود بین سهام‌داران تقسیم می‌کنند. بدین ترتیب کسانی که با خرید سهام شرکت‌ها و کارخانه‌هایی که در پروژه‌های پر بازده سرمایه‌گذاری می‌کنند شریک شده‌اند می‌توانند از سود حاصل از اینگونه سرمایه‌گذاری‌ها بهره‌مند شوند؛ و راه دوم کسب درآمد ناشی از فعالیت‌های مفید و مؤثر صاحبان شرکت‌ها و بنگاه‌ها است که باعث افزایش قیمت سهام می‌شود. از جمله این فعالیت‌ها می‌توان به نقدشوندگی بالای سهام در اثر عملکرد مناسب مدیران و صاحبان شرکت‌ها و بنگاه‌ها اشاره کرد که این امر به نوبه خود موجب افزایش قیمت سهام این شرکت‌ها، بنگاه‌ها و کارخانه‌ها می‌شود و بدین ترتیب دارایی سهام‌داران افزایش می‌یابد. به بیان ساده‌تر نقدینگی بازار سهام موجب می‌شود تا سهام‌داران علاوه بر دریافت سود دریافتی، اصل سرمایه‌گذاری‌شان نیز مشمول تغییر شود که در برخی موارد افزایش قیمت سهام به واسطه نقدشوندگی سهام به مراتب بیشتر از سود نقدی سالیانه آن‌ها است (گلینا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹).

---

۱. Golina

آنچه تاکنون بیان شد مربوط به تأثیرات مستقیم تأثیر نقدینگی بازار سهام بر رشد دستمزدها بود، اما تأثیرات غیرمستقیم نقدینگی بازار سهام بر رشد دستمزدها را می‌توان این چنین بیان کرد که نقدشوندگی سهام باعث کشف بهتر قیمت‌ها، کارایی بازار، ایجاد ارزش برای شرکت‌ها از راه‌های مختلف و ورود بیشتر سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی خواهد شد؛ به طوری که نقدینگی بالای بازار سهام انگیزه لازم برای سرمایه‌گذاری بخش اعظم پس‌اندازها در پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت که سودآورتر نیز هستند را فراهم می‌کند. به طوری که نقدینگی بازار سهام، ریسک سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت با بازده بالا را کاهش می‌دهد که برآیند این موارد جذب بیشتر سرمایه در این بازار و رشد اقتصادی را حاصل می‌کند؛ بنابراین می‌توان گفت که هرچه بازار سرمایه عمیق‌تر، توسعه‌یافته‌تر و دارای نقدشوندگی بالاتر باشد؛ بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود می‌توانند به سرعت و به حجم زیادی از سرمایه دسترسی داشته باشند که این امر به نوبه خود موجب گسترش فرصت‌های اقتصادی، توزیع عادلانه درآمدها و کاهش نابرابری درآمدی و در نهایت رشد اقتصادی جامعه منجر خواهد شد. چارچوب نظری رابطه بین رشد اقتصادی و فقر و نابرابری درآمد به مطالعه سیمون کوزنتس (۱۹۵۵) برمی‌گردد. وی در مقاله خود با عنوان رشد اقتصادی و نابرابری درآمد این فرضیه را مطرح کرد که در مسیر توسعه اقتصادی هر کشور، نابرابری درآمد افزایش یافته و پس از ثابت ماندن در سطح معینی، به تدریج کاهش می‌یابد. این الگو به منحنی U وارون کوزنتس معروف است. کوزنتس در این نظریه توسعه اقتصادی را به عنوان فرآیند گذر از اقتصاد سنتی و معیشتی به اقتصاد مدرن و صنعتی در نظر گرفته و نتیجه می‌گیرد که در مراحل اولیه رشد و توسعه اقتصادی، وضعیت توزیع درآمد بدتر می‌شود؛ زیرا تعداد کمی از مردم توانایی انتقال از بخش سنتی به بخش صنعتی و مدرن را دارند. لذا اختلاف سطح دستمزد در بخش معیشتی و مدرن زیاد بوده و در مراحل بعدی رشد و توسعه اقتصادی توزیع درآمدها بهبود می‌یابد؛ زیرا در این حالت تعداد بیشتری از مردم جذب بخش صنعتی و مدرن شده و به تدریج به دلیل کمپایی نیروی کار در بخش سنتی، سطح دستمزد در بخش سنتی نیز افزایش می‌یابد و به سطح دستمزد نیروی کار در بخش

مدرن میل می‌کند. عواید حاصل از این سرمایه‌گذاری‌ها موجب تخصیصی شدن تولید می‌شود، به این ترتیب کارایی بنگاه‌ها افزایش یافته و پدیده تخصیصی شدن در اقتصاد ارتقا می‌یابد و تخصیصی شدن موجب ارتقای تکنولوژی، بهره‌مندی بیشتر از صرفه‌های ناشی از مقیاس و رشد اقتصادی می‌شود که این امر موجب افزایش اشتغال، تولید و درآمد ملی، افزایش بهره‌وری، دستمزدها، بهبود سطح زندگی جامعه و کاهش فقر را در پی خواهد داشت.

مطالعه لوین و زروس (۱۹۹۸) که در واقع تأییدکننده نتایج مطالعات کوزنتس (۱۹۵۵)، لوین (۱۹۹۱)، کینگ و لوین (۱۹۹۳) و لوین (۱۹۹۷) است، نشان می‌دهد که نخست، نقدشوندگی بازار سهام، ریسک سرمایه‌گذاری در پروژه بلندمدت با بازده بالا را کاهش و در نتیجه تخصیص مجدد سرمایه را گسترش می‌دهد. از آنجایی که کاهش ریسک بر نرخ انباشت سرمایه و پس‌انداز تأثیر دارد، با افزایش پس‌انداز رشد اقتصادی افزایش و با کاهش پس‌انداز رشد اقتصادی، کاهش می‌یابد. دوم، نقدینگی بازار سهام هزینه سرمایه‌گذاری در پروژه بلندمدت با بازده بالا را کاهش می‌دهد و در نتیجه سبب رشدی فزاینده در تخصیص مجدد سرمایه می‌شود. سوم، نقدشوندگی بازار سهام انگیزه سرمایه‌گذاران را جهت ارزیابی و بازبینی فرآیند تحقیق شرکت‌ها و مدیران تغییر می‌دهد. به گونه‌ای که اگر نقدشوندگی بازار سهام، نمایندگان و عاملان را به ارزیابی شرکت‌ها تشویق کند و آن‌ها را وادار به کنترل دقیق بر شرکت‌ها کند، نقدشوندگی به طور مثبتی بر رشد اقتصادی اثر خواهد گذاشت. در نتیجه با افزایش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور به واسطه نقدینگی بازار سهام رشد اقتصادی شتاب می‌گیرد. همچنین سرمایه‌گذاری در سرمایه انسانی از عوامل مؤثر بر رشد دستمزد است.

مطالعات گالور و زیر<sup>۱</sup> (۱۹۹۳) و گالور و ماو<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) حاکی از آن است که سرمایه انسانی کمتر برای یک فرد، یک خانوار و حتی یک جامعه با کارایی کمتر و در نهایت ظرفیت درآمدی پایین‌تر همراه خواهد بود؛ چرا که کارفرمایان تمایل و اشتیاق کمتری به جذب نیروی کار غیرماهر

---

۱. Galor and Zeria

۲. Galor and Moav

و حتی پرداخت دستمزد بالاتر به او را دارند. از آنجایی که سرمایه انسانی در بردارنده دانش و مهارت آدمی است، افراد دارای مهارت و سطح سواد بالا دسترسی بهتری به اطلاعات دارند و در رفتارشان ریسک‌گریزی کمتری از خود بروز می‌دهند. در کشورهای در حال توسعه وضعیت عمومی سواد مردم باعث می‌شود که افراد به جای اینکه ثروت خود را در بخش مالی سرمایه‌گذاری کنند، ترجیح می‌دهند آن‌ها را به صورت دارایی‌های فیزیکی نگهداری کنند و این موضوع از توسعه بازارهای مالی در این کشورها از توسعه بازارهای مالی در این کشورها جلوگیری می‌کند. همچنین سطح آموزش پایین منجر به توسعه اندک بازار سهام در این کشورها شده است.

نهادهای مالی به عنوان یکی از مهم‌ترین زیربناهای سرمایه انسانی محسوب می‌شود، به طوری که توسعه بازارهای مالی با از بین بردن محدودیت استقراضی که تاکنون خانوارهای فقیرتر جهت تأمین مالی کسب سرمایه انسانی منع می‌کرد، باعث افزایش انباشت سرمایه انسانی می‌شود. همچنین بازارهای مالی از جمله بازار سهام با فراهم کردن امکان بهره‌مندی فقرا از قرض و وام، به افراد این فرصت را می‌دهد که با توجه به مزیت رقابتی کار و آموزش برای حداکثر کردن ثروت انسانی تخصیص یابند. انباشت سرمایه انسانی در کشورهای صنعتی موجب افزایش سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی شده و این سرمایه‌گذاری در بازار سهام با توجه به نقدینگی سهام افزایش یافته است؛ بنابراین نقدینگی بازار سهام با افزایش نرخ انباشت نقش مهمی در انباشت سرمایه انسانی و کاهش فقر و نابرابری درآمدها ایفا می‌کند. بدین ترتیب که نقدینگی بازار سهام می‌تواند با افزایش درآمد و ثروت صاحبان سهام چه از طریق سرمایه‌گذاری در فعالیتهای مولد اقتصادی و چه از طریق افزایش قیمت سهام بر سرمایه فیزیکی فقرا و در نهایت بر افزایش سرمایه انسانی در میان فقرا تأثیرگذار باشد. بدین ترتیب که در کشورهای در حال توسعه با افزایش نقدینگی بازار سهام سرمایه و درآمد فقرا افزایش یافته و موجب افزایش سرمایه‌گذاری آن‌ها در سرمایه‌های انسانی می‌شود که این امر به نوبه خود موجب تربیت نیروی انسانی ماهر و آموزش دیده می‌شود و تحصیلات بالاتر موجب دستیابی به شغل بهتر و دستمزد بالاتر می‌شود که این امر موجب کاهش دستمزد آن‌ها

با طبقات ثروتمند جامعه می‌شود. در حالی که در کشور توسعه‌یافته سود و درآمد حاصل از نقدینگی بازار سهام به طور عمده نصیب ثروتمندان می‌شود؛ لذا ثروتمندان نسبت به فقرا سرمایه‌گذاری بیشتری در امر سرمایه‌انسانی انجام داده و بهره‌مندی بیشتری هم نسبت به فقرا از مشاغل با دستمزد بالا را دارند (بلوو، ۲۰۱۸).

به طوری کلی می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش نقدینگی بازار سهام در کشورهای در حال توسعه بستر مناسبی جهت سرمایه‌گذاری مطمئن برای اقشار مختلف جامعه فراهم خواهد شد که این سرمایه‌گذاری کوچک و بزرگ خود می‌تواند از عوامل مؤثر بر کاهش فقر در این گونه جوامع باشد، چرا که در کشورهای در حال توسعه بر خلاف کشورهای توسعه‌یافته کمبود سرمایه مانع از اجرای طرح‌ها و پروژه‌های مولد اقتصادی کوچک و بزرگ می‌شود اما نقدینگی بازار سهام قادر است با جمع‌آوری و انباشت پس‌اندازها مشکلات مالی بسیاری از بنگاه‌ها، کارخانه‌ها و شرکت‌هایی را که سهامشان در بازار بورس عرضه می‌شود برطرف کند که این امر به نوبه خود دارای دو اثر مستقیم و غیرمستقیم بر رشد دستمزد در جوامع در حال توسعه خواهد بود. به این ترتیب که اولاً، نقدینگی بازار سهام به طور مستقیم می‌تواند از خروج سرمایه‌های کلان جلوگیری کند و با تزریق آن‌ها به چرخه اقتصادی هم باعث به اجرا درآمدن بسیاری از طرح‌های مولد اقتصادی شود و ثانیاً، با جمع‌آوری سرمایه امکان دسترسی به تکنولوژی جدید افزایش پیدا می‌کند که این امر باعث بهره‌مندی بیشتر از ظرفیت‌های اقتصادی می‌شود که تاکنون بدون استفاده بوده‌اند. برآیند این دو عامل افزایش تولید، افزایش تقاضا برای نیروی کار و در نهایت افزایش اشتغال برای فقرا و رشد دستمزد آن‌ها خواهد بود. از طرف دیگر به طور غیرمستقیم افزایش انباشت پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری‌ها موجب افزایش رشد اقتصادی در این جوامع شده است و این رشد اقتصادی خود زمینه و بستر مهم برای کاهش فقر از طریق افزایش اشتغال و دستمزد فقرا در کشورهای در حال توسعه است. اما در کشورهای توسعه‌یافته مشارکت بیشتر ثروتمندان نسبت به فقرا در بازار سهام و حتی تبدیل بخش عمده‌ای از دارایی‌هایشان به سهام موجب تقویت بنیه مالی بسیاری از آن‌ها شده است به طوری که افزایش نقدینگی بازار سهام در جوامع پیشرفته

موجب ایجاد درآمد دائمی برای ثروتمندان به واسطه انتشار سهام می‌شود که این امر به نوبه خود موجب شده تا ثروتمندان کشورهای توسعه یافته بر خلاف کشورهای در حال توسعه خود به تنهایی در بسیاری از پروژه‌های طولانی مدت و پربازده سرمایه‌گذاری کنند. با به اجرا درآمدن بسیاری از طرح‌ها و پروژه‌ها توسط ثروتمندان گرچه تقاضای آن‌ها برای نیروی کار و دستمزد افزایش می‌یابد، اما چون سهم عمده‌ای از درآمد و عواید حاصل از این گونه سرمایه‌گذاری‌ها نصیب ثروتمندان می‌شود، رشد دستمزد حاصل از سرمایه‌گذاری در بازار سهام به واسطه نقدینگی بازار سهام موجب افزایش شکاف درآمدی میان فقرا و ثروتمندان در کشورهای توسعه یافته می‌شود. به عبارت دیگر در کشورهای توسعه یافته ثروتمندان یا خود صاحبان بسیاری از این شرکت‌ها و بنگاه‌ها هستند یا اینکه قسمت اعظمی از سهام این گونه شرکت‌ها را که نقدینگی بالایی دارند به خود اختصاص می‌دهند و چون نقدینگی بالای سهام موجب سودآوری بیشتر برای این شرکت‌ها می‌شود، در نتیجه بخش اعظمی از این سود در اختیار ثروتمندان قرار می‌گیرد. از طرف دیگر، سود حاصل از نقدینگی سهام فرصت‌های اقتصادی بیشتری را در اختیار ثروتمندان قرار می‌دهد که این امر به نوبه خود زمینه رشد و توسعه اقتصادی را فراهم می‌کند اما منافع حاصل از این رشد بیشتر از آنچه که متوجه فقرا باشد نصیب ثروتمندان در نظام سرمایه‌داری خواهد شد (بلوو، ۲۰۱۸).

### ۳. مدل تجربی، داده‌های آماری و روش اقتصادسنجی

در این تحقیق تأثیر رشد دستمزد ناشی از نقدینگی بازار سهام بر نابرابری درآمد و فقر برای ۴۶ کشور منتخب جهان به تفکیک ۲۳ کشور توسعه یافته و ۲۳ کشور در حال توسعه طی دوره زمانی ۲۰۱۷-۲۰۰۰ با استفاده از داده‌های پانلی مورد مطالعه قرار گرفته است. به منظور جمع‌آوری آمار و اطلاعات، از مراکز و پایگاه‌های معتبر آماری از جمله بانک جهانی<sup>۱</sup>، صندوق بین‌المللی پول<sup>۲</sup> پایگاه اطلاعاتی نابرابری درآمدها<sup>۳</sup> بانک اطلاعات جهانی سازمان ملل<sup>۱</sup> و بانک مرکزی ایران

۱. <https://data.worldbank.org/> WDI)

۲. (IMF: <https://www.imf.org/external/pubs>)

۳. (World <https://www.IncomeInequalityDatabase.SWIID>)

گردآوری شده‌اند. بر اساس گزارش توسعه انسانی سازمان ملل (UNDP) ۲۳ کشور توسعه یافته و ۲۳ کشور در حال توسعه انتخاب شده<sup>۲</sup> که مبنای تقسیم‌بندی این کشورها به دو دسته توسعه یافته و در حال توسعه ساختار صنعتی آن‌ها بر اساس کتاب علم اقتصاد و اصول آن نوشته اوسولیوان و شفرلین (۲۰۰۳) است. برای برآورد اثرات متغیرها از تکنیک هم‌انباشتگی پانلی به شیوه حداقل مربعات پویا<sup>۳</sup> (DOLS) و حداقل مربعات معمولی کاملاً اصلاح شده<sup>۴</sup> (FMOLS) استفاده شد.

### ۳-۱. تصریح مدل اول

$$Wage\ Growth_{i,t} = \beta \ln(Turnover_{i,t}) + \alpha + \varepsilon_{i,t}$$

رشد دستمزد کشور  $i$  ام در زمان  $t$ ؛

$\ln(Turnover_{i,t})$ : نسبت سرعت گردش سهام کشور  $i$  ام در زمان  $t$ .

### ۳-۲. تصریح مدل دوم

$$\ln(Inequality_{i,t}) = \beta_1 Wage\ Growth_{i,t} + \beta_2 \ln(BankCredit_{i,t}) + \beta_3 Output\ Growth_{i,t} + \beta_4 \ln(Saving_{i,t}) + \beta_5 Net\ Exports_{i,t} + \alpha + \varepsilon_{i,t}$$

$\ln(Inequality_{i,t})$ : لگاریتم نابرابری درآمد کشور  $i$  ام در زمان  $t$  است؛ که برای محاسبه نابرابری درآمد از شاخص متداول ضریب جینی و دهک‌های درآمدی استفاده می‌شود.

رشد دستمزد کشور  $i$  ام در زمان  $t$ ؛

$\ln(BankCredit_{i,t})$ : لگاریتم اعتبارات بانکی تخصیص یافته به بخش خصوصی کشور  $i$  ام در زمان  $t$ ؛

$Output\ Growth_{i,t}$ : رشد اقتصادی کشور  $i$  ام در زمان  $t$ ؛

۱. (United Nations World UNWIDER: <https://www Income Database>)

۲. Austria, Australia, Germany, Italy, Spain, America, Ireland, Iceland, England, Sweden, Denmark, Switzerland, Singapore, Finland, France, Japan, Luxembourg, Belgium, New Zealand, Korea, Norway, Canada, The Netherlands. Argentina, Brazil, Bulgaria, Chile, Colombia, Costa Rica, Poland, Egypt, Hungary, Iran, Kazakhstan, Mexico, Pakistan, Panama, Peru, Philippines, Romania, Russia, Serbia, Sri Lanka, Thailand, Turkey, Vietnam.

۳. Dynamic Ordinary Least Squares

۴. Full Modified Ordinary Least Squares



$\ln(\text{Saving}_{i,t})$ : نرخ پس انداز ناخالص داخلی به تولید ناخالص داخلی کشور  $i$  ام در زمان  $t$ ؛

$\text{Net Exports}_{i,t}$ : خالص صادرات کشور  $i$  ام در زمان  $t$ ؛

$\varepsilon_{i,t}$ : جزء اخلاص کشور  $i$  ام در زمان  $t$ .

### ۳-۳. تصریح مدل سوم

$$\ln(\text{Poverty}_{i,t}) = \beta_1 \text{Wage Growth}_{i,t} + \beta_2 \ln(\text{BankCredit}_{i,t}) + \beta_3 \text{Output Growth}_{i,t} + \beta_4 \ln(\text{Saving}_{i,t}) + \beta_5 \text{Net Exports}_{i,t} + \alpha + \varepsilon_{i,t}$$

$\ln(\text{Poverty}_{i,t})$ : لگاریتم فقر کشور  $i$  ام در زمان  $t$  است. برای نشان دادن این متغیر از دو شاخص

به صورت زیر استفاده شده است: درصد جمعیتی که زیر خط فقر تعیین شده برای هر جامعه

زندگی می کنند (Poverty Gen)؛

شکاف فقر برای افرادی که روزانه کمتر از دو دلار درآمد دارند (Poverty Gap)؛

$\text{Wage Growth}_{i,t}$ : رشد دستمزد کشور  $i$  ام در زمان  $t$ ؛

$\ln(\text{BankCredit}_{i,t})$ : لگاریتم اعتبارات بانکی تخصیص یافته به بخش خصوصی کشور  $i$  ام در زمان

$t$

$\text{Output Growth}_{i,t}$ : رشد اقتصادی کشور  $i$  ام در زمان  $t$ ؛

$\ln(\text{Saving}_{i,t})$ : نرخ پس انداز ناخالص داخلی به تولید ناخالص داخلی کشور  $i$  ام در زمان  $t$ ؛

$\text{Net Exports}_{i,t}$ : خالص صادرات کشور  $i$  ام در زمان  $t$ ؛

$\varepsilon_{i,t}$ : جزء اخلاص کشور  $i$  ام در زمان  $t$ .

### ۴. نتایج تجربی

#### ۴-۱. آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

پیش از برآورد مدل تحقیق لازم است مانایی متغیرهای مورد استفاده تخمین، مورد آزمون قرار

گیرد. به همین منظور برای اطمینان از مانا بودن متغیرها، آزمون ریشه واحد داده های تابلویی شامل

آزمون ایم، پسران و شین، آزمون لوین، لین و چو، آزمون دیکی-فولر و آزمون فیلیپس پرون و

فیش استفاده شده است. نتایج مربوط به آزمون ریشه واحد نشان می‌دهد که برای کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه به جز متغیرهای رشد اقتصادی، رشد دستمزد، که در سطح مانا هستند، سایر متغیرها در سطح نامانا بوده و با یک مرتبه تفاضل گیری در هر چهار آزمون مانا شده‌اند. نتایج حاصل از آزمون F لیمر و تخمین نهایی مدل اول در جداول (۱) و (۲) گزارش شده است.

جدول ۱. نتایج آزمون F- لیمر مدل اول

نوع آزمون	منتخب کشورهای در حال توسعه			منتخب کشورهای توسعه یافته			منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه		
	آماره	درجه آزادی	P-value	آماره	درجه آزادی	P-value	آماره	درجه آزادی	P-value
F لیمر	۴۲۸,۱۹۳۱۳	۲۲,۳۹۰	۰,۰۰۰۰	۲۹۰,۲۲۳۳۱	۲۲,۳۹۰	۰,۰۰۰۰	۷۸۰,۹۷۶۸۴۹	۴۵,۷۸۱	۰,۰۰۰۰

مأخذ: یافته‌های تحقیق

برای آزمون Pooled یا Panel از آزمون F لیمر استفاده شده است و نتیجه آن رد فرضیه پولینگ و پذیرش مدل پانل است.

جدول ۲. نتایج تخمین مدل اول

متغیرهای توضیحی	منتخب کشورهای در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه	
	آماره	P-value	آماره	P-value	آماره	P-value
lnTurnover	۱,۷۶۱۱۸۱	۰,۰۰۳۷	۱,۱۲۵۷۵۴	۰,۰۰۲۲	۱,۵۶۲۳۹۲	۰,۰۰۰۰
c	۶۰,۸۵۹۸۲	۰,۰۰۰۰	۸۳,۳۳۴۳۱	۰,۰۰۰۰	۷۱,۸۸۰۰۹	۰,۰۰۰۰
N	۴۴۱		۴۴۱		۸۸۲	
R	۰,۹۶۰۹۴۲		۰,۹۵۰۹۱۴		۰,۹۷۸۳۰۶	

مأخذ: یافته‌های پژوهش

## ۴-۲. آزمون هم‌انباشتگی

از آنجا که متغیرهای مدل دوم مانا نیستند، به بررسی رابطه هم‌جمعی پرداخته می‌شود. جهت بررسی هم‌جمعی متغیرها از آزمون کائو استفاده شده است. نتایج تخمین مدل دوم بر اساس متغیر ضریب جینی در جداول (۳) تا (۶) گزارش شده است. همان‌طور که در مدل اول تأثیر نقدینگی

بازار سهام بر رشد دستمزد به طور کلی بررسی شد، حال در جداول (۳) و (۴) می‌خواهیم نشان دهیم که رشد دستمزد به طور کلی (بدون هیچ گونه تقسیم‌بندی) بر نابرابری درآمد تأثیر دارد و در جداول (۵) و (۶) تأثیر نقدینگی بازار سهام بر رشد دستمزد به صورت (رشد دستمزد ناشی از نقدینگی بازار سهام و ناشی از سایر عوامل بررسی) می‌شود (در مدل دوم و سوم برای تمامی متغیرها تخمین‌ها به همین منوال است).

**نتایج حاصل از تخمین مدل دوم بر اساس متغیر ضریب جینی برای رشد دستمزد به صورت کلی**

جدول ۳. نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو

نوع آماره آزمون	منتخب کشورهای در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه	
	آماره	P-value	آماره	P-value	آماره	P-value
ADF	-۵,۶۷۲۷۴۷	۰,۰۰۰۰۰	-۲,۶۹۰۱۹۱	۰,۰۰۳۶	-۳,۲۶۲۸۸۱	۰,۰۰۰۶

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج حاصل از تخمین مدل دوم بر اساس متغیر ضریب جینی برای رشد دستمزد به صورت جزئی (رشد دستمزد تقسیم شده به دو صورت رشد دستمزد حاصل از نقدینگی بازار سهام<sup>۱</sup> و رشد دستمزد حاصل از سایر عوامل غیر از نقدینگی بازار سهام<sup>۲</sup>) است.

۱. (P(wagegrowth))

۲. (R(wagegrowth))

جدول ۴. نتایج تخمین مدل دوم

متغیرهای توضیحی	منتخب کشورهای توسعه یافته				منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه			
	FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
Wage growth	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۲۵۷	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۳۳۶	۰,۰۰۰۲	۰,۰۰۰۰۳۰۸	۰,۰۰۰۱	-۰,۰۰۰۰۳۴۴
lnBankcredit	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۲۷۸۳۰	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۲۱۳۹۹	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۲۲۱۳۳	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۱۵۷۶۹
lnSaving	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۱۴۹۲۶	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۱۷۱۹۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۱۹۰۰۷	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۱۶۲۴۸
Outputgrowth	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۲۶۵۵	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۱۱۹۸۷۲	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۱۱۶۲۶۷	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۲۵۴۲
Netexports	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۸۲۳۵	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۰۴۳۰	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۰۷۳۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۴۱۳۷
N	۴۱۴	۳۹۱	۴۱۴	۳۹۱	۳۹۱	۳۹۱	۸۲۸	۷۸۲
R	۰,۷۱۵۰۸۵	۰,۷۰۷۹۹۸	۰,۸۱۷۶۵۹	۰,۸۳۲۹۳۷	۰,۸۰۶۰۴۳	۰,۹۴۰۰۸۴		

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۵. نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو

نوع آماره آزمون	منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه	
	آماره	P-value	آماره	P-value
ADF	-۲,۶۹۷۵۰۰	۰,۰۰۰۰	-۲,۷۱۲۲۸۹	۰,۰۰۳۳
			-۱۱,۲۳۷۱۴	۰,۰۰۰۰

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۶. نتایج تخمین مدل دوم

منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته				منتخب کشورهای در حال توسعه				متغیرهای توضیحی
FMOLS	DOLS	FMOLS	DOLS	FMOLS	DOLS	FMOLS	DOLS	FMOLS	DOLS	
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۳۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۳۰۰۳	۰,۰۰۰۰	۰,۰۶۱۷۹۱	۰,۰۰۰۰۹	۰,۰۰۰۰۶۶۰	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۱۸۳۳	P (Wage growth)
۰,۰۰۰۰	۰,۹۹۹۵۴۳	۰,۰۰۰۰	۰,۹۹۹۹۹۲	۰,۰۰۰۱	-۰,۰۰۰۰۳۹۷	۰,۰۰۰۰۸	-۰,۰۰۰۰۴۵۳	۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۰۰۵۵۴	R(WageGrowth)
۰,۰۰۰۰	-۰,۱۵۹۴۵۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۵۰۲۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۲۱۳۰۲	۰,۰۰۰۱	-۰,۰۰۲۱۰۰۳	۰,۰۰۰۰	۰,۰۱۲۰۰۶	lnBankcredit
۰,۰۰۰۰	-۰,۰۲۳۶۳۵	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۲۳۳۵۷۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۶۲۶۴	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۷۲۸۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۲۵۴۲۴	lnSaving
۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۱۸۳۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۱۷۹۹	۰,۰۰۰۰	-۰,۱۲۲۱۷۲	۰,۰۰۰۰	-۰,۱۰۴۹۱۸	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۱۶۷۱	Outputgrowth
۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۵۴۱۲	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۵۳۵۱	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۸۱۸	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۴۳۷	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۷۰۸۶	Netexports
۷۸۲	۸۲۸	۳۹۱	۴۱۴	۳۹۱	۴۱۴	۳۹۱	۴۱۴	۳۹۱	۴۱۴	N
۰,۹۹۹۹۶۱	۰,۹۹۹۹۶۱	۰,۸۳۶۳۲۶	۰,۸۱۶۳۶۶	۰,۹۳۹۴۷۴	۰,۹۳۶۲۵۵					R

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج تخمین مدل دوم بر اساس متغیر درآمد به دست آمده به وسیله دهک درآمدی بیست درصد ثروتمند جامعه به در جداول (۷) تا (۱۰) گزارش شده است.

نتایج حاصل از تخمین مدل دوم بر اساس متغیر دهک درآمدی بیست درصد ثروتمند جامعه برای رشد دستمزد به صورت کلی

جدول ۷. نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو

نوع آماره آزمون	منتخب کشورهای در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه	
	آماره	P-value	آماره	P-value	آماره	P-value
ADF	-۲,۲۲۹۱۱۰	۰,۰۱۲۹	-۲,۶۶۹۶۳۳	۰,۰۰۳۸	-۳,۷۶۶۲۹۷	۰,۰۰۰۱

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از تخمین مدل دوم بر اساس متغیر دهک درآمدی بیست درصد ثروتمند جامعه برای رشد دستمزد به صورت جزئی (رشد دستمزد تقسیم شده به دو صورت: رشد دستمزد حاصل از نقدینگی بازار سهام و رشد دستمزد حاصل از سایر عوامل غیر از نقدینگی بازار سهام) است.

جدول ۸. نتایج تخمین مدل دوم

متغیرهای توضیحی	منتخب کشورهای در حال توسعه				منتخب کشورهای توسعه یافته				منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه			
	FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
Wage growth	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۵۱۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۵۶۷	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۲۶۹	۰,۰۰۲۲	-۰,۰۰۰۲۶۶	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۲۰۳	۰,۰۰۰۳	-۰,۰۰۰۲۰۹
lnBankcredit	۰,۰۰۰۱	-۰,۰۰۰۱۳۷۰	۰,۰۰۰۲	-۰,۰۰۰۹۸۵۷	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۱۸۰۶	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۸۷۲۷	۰,۰۰۰۱	-۰,۰۰۰۰۶۹۳۲	۰,۰۰۰۹	-۰,۰۰۰۰۴۱۲۹
lnSaving	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۳۱۷۴	۰,۰۰۰۲	-۰,۰۰۰۰۶۵۵۶	۰,۰۰۰۱	-۰,۰۰۰۱۳۱۲۳	۰,۰۰۰۱	-۰,۰۰۰۱۳۷۸۴	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۳۳۶۲	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۵۸۹۵
Outputgrowth	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۸۱۵	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۴۰۷	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۵۴۴۲۰	۰,۰۰۵۳۶	-۰,۰۰۰۶۸۸۲۶	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۱۷۶۴	۰,۰۰۰۳	-۰,۰۰۰۰۱۴۱۵
Netexports	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۳۱۶۴	۰,۰۰۰۲	-۰,۰۰۰۰۵۶۹۶	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۱۸۵	۰,۰۰۰۷	-۰,۰۰۰۰۳۲۳	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۲۶۰۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۴۲۶۱
N	۷۳۶		۴۱۴		۳۹۱		۴۱۴		۳۹۱		۷۸۲	
R	۰,۹۴۸۱۱۵		۰,۹۶۶۵۱۶		۰,۹۴۵۸۱۹		۰,۸۳۹۸۴۰		۰,۸۵۹۸۵۷		۰,۹۴۲۸۴۷	

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۹. نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو

نوع آماره آزمون	منتخب کشورهای در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه	
	P-value	آماره	P-value	آماره	P-value	آماره
ADF	۰,۰۰۰۰	-۹,۴۱۰۶۰۷	۰,۰۰۰۱۳	-۳,۰۰۶۵۶۹	۰,۰۰۰۰	-۱۲,۶۸۶۷۴

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۱۰. نتایج تخمین مدل دوم

متغیرهای توضیحی	منتخب کشورهای توسعه یافته				منتخب کشورهای توسعه یافته				منتخب کشورهای در حال توسعه			
	FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
P (Wage growth)	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۶۴	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۸۷	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۵۰۶۷۴	۰,۰۰۰۵۹	۰,۰۰۰۴۱۷	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۳۴۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۷۹۸
R(WageGrowth)	۰,۰۰۰۰	۰,۶۱۲۴۷۴	۰,۰۰۰۰	۰,۶۵۲۹۷۷	۰,۰۰۰۳	-۰,۰۰۰۲۱۸	۰,۰۲۹۵	-۰,۰۰۰۲۲۶	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۶۸۲۱	۰,۰۳۱۶	۰,۰۰۶۵۷۵
lnBankcredit	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۷۹۰۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۰۷۳۵	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۸۱۴۰	۰,۰۰۰۲۰	-۰,۰۰۰۰۹۸۱۹	۰,۰۰۰۰	۰,۰۲۶۱۴۳	۰,۰۰۰۰	۰,۰۲۰۸۴۰
lnSaving	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۱۶۳۴۴	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۲۹۰۳۴	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۲۰۹۸	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۲۱۶۳	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۱۷۲۴۶	۰,۰۲۰۹	-۰,۰۰۰۱۰۶۳۶
Outputgrowth	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۱۵۱۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۱۲۱۹	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۷۴۹۳۵	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۵۸۶۴۸	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۲۴۹۰	۰,۰۰۰۵۶	۰,۰۰۰۲۰۵۰
Netexports	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۴۸۷۸	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۴۱۲۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۰۳۹۲	۰,۰۳۶۴	-۰,۰۰۰۰۱۴۴	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۸۲۹۲	۰,۰۰۰۰۵	۰,۰۰۰۴۹۳۵
N	۷۳۶		۷۸۲		۳۹۱		۴۱۴		۳۹۱		۴۱۴	
R	۰,۹۹۱۴۰۰		۰,۹۸۸۶۰۸		۰,۸۶۲۸۶۵		۰,۸۳۶۶۵۰		۰,۷۰۸۵۷۹		۰,۷۱۵۷۷۰	



نتایج تخمین مدل دوم بر اساس متغیر درآمد به دست آمده به وسیله دهک درآمدی بیست درصد فقیر جامعه در جداول (۱۱) تا (۱۴) گزارش شده است.

نتایج حاصل از تخمین مدل دوم بر اساس متغیر دهک درآمدی بیست درصد فقیر جامعه برای رشد دستمزد به صورت کلی

جدول ۱۱. نتایج تخمین آزمون هم‌انباشتگی کائو

نوع آماره آزمون	منتخب کشورهای در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه	
	آماره	P-value	آماره	P-value	آماره	P-value
ADF	-۵,۲۰۶۴۲۰	۰,۰۰۰,۰	-۲,۶۸۱۶۲۳	۰,۰۰۳۷	-۵,۵۳۹۱۸۴	۰,۰۰۰۰

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از تخمین مدل دوم بر اساس متغیر دهک درآمدی بیست درصد فقیر جامعه برای رشد دستمزد به صورت جزئی (رشد دستمزد تقسیم شده به دو صورت: رشد دستمزد حاصل از نقدینگی بازار سهام و رشد دستمزد حاصل از سایر عوامل غیر از نقدینگی بازار سهام) است.

جدول ۱۲. نتایج تخمین مدل دوم

متغیرهای توضیحی	منتخب کشورهای در حال توسعه				منتخب کشورهای توسعه یافته				منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه			
	FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
Wage growth	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۳۳۶۹	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۶۱۷	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۳۵۴	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۴۷۷	۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۰۵۲۵	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰
lnBankcredit	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۳۱۱۲۵	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۱۷۰۰۶	۰,۰۰۹۲	۰,۰۲۸۶۸۹	۰,۰۰۰۰	۰,۰۱۱۲۴۳	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۸۹۶۵	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰
lnSaving	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۳۶۰۶۶	۰,۰۰۰۷	۰,۰۲۱۸۰۴	۰,۰۰۴۲	۰,۰۱۴۳۷۲	۰,۰۰۱۰	-۰,۰۰۰۷۷۳	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۷۶۶	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰
Outputgrowth	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۲۹۰۰	۰,۰۰۰۴	۰,۰۰۲۵۹۴	۰,۰۰۰۵	۰,۰۰۰۳۰۰۹	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۳۹۵۵	۰,۰۰۰۲	-۰,۰۰۰۲۹۰۵	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰
Netexports	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۱۵۵۳۵	۰,۰۰۳۱	۰,۰۰۰۹۹۷	۰,۰۰۱۶	۰,۰۰۰۷۰۱	۰,۰۰۰۹	-۰,۰۰۰۶۷۱۶	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۸۷۷۹	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰
N	۳۹۱		۴۱۴		۳۹۱		۴۱۴		۷۸۲		۸۲۸	
R	۰,۹۴۸۱۳۰		۰,۹۱۴۸۲۹		۰,۹۲۹۲۳۹		۰,۹۴۰۶۰۶		۰,۹۴۷۷۹۷		۰,۹۴۷۷۹۷	

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۱۳. نتایج آزمون هم‌انباشتگی کانو

نوع آماره آزمون	منتخب کشورهای در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه	
	آماره	P-value	آماره	P-value	آماره	P-value
ADF	-۵,۹۱۰۷۱۹	۰,۰۰۰,۰	-۳,۰۳۹۰۴۹	۰,۰۰۱۲	-۱,۸۶۴۷۸۷	۰,۰۳۱۱

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۱۴. نتایج تخمین مدل دوم

منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کشورهای در حال توسعه		متغیرهای توضیحی
FMOLS	DOLS	FMOLS	DOLS	FMOLS	DOLS	
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۰۲۲۳	۰,۰۰۰۲۲	۰,۰۰۰۱۹۸	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۱۶۰۲	P (Wage growth)
۰,۰۰۰۰	-۰,۰۸۴۸۹۱۸	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۹۷۳۴۶۵	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۱۱۰۲	R(WageGrowth)
۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۵۲۲۵	۰,۰۰۰۴	۰,۰۱۵۲۱۴	۰,۰۰۰۰	۰,۰۲۷۵۲۱	InBankcredit
۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۳۱۵۷۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۳۱۶۴۰	۰,۰۰۱۸	۰,۰۰۳۲۳۲۴	InSaving
۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۳۶۰۸	۰,۰۰۲۲	-۰,۰۰۰۲۲۰۹	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۳۱۲۵	Outputgrowth
۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۱۰۴۴۲	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۶۶۶۹	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۴۸۲	Netexports
۷۳۶		۷۸۲		۳۹۱		N
۰,۹۷۲۸۸۷		۰,۹۶۶۷۶۳		۰,۹۳۰۴۴۸		R

مأخذ: یافته‌های پژوهش

مشکلاتی از قبیل فقر و نابرابری درآمد از جمله چالش‌هایی هستند که کشورهای درحال توسعه و توسعه‌یافته همواره با آن روبه‌رو هستند. اگر چه میزان فقر و نابرابری درآمدها در کشورهای توسعه‌یافته بسیار کمتر از کشورهای درحال توسعه است، اما به عقیده تودارو (۱۳۸۷) ریشه‌کن کردن فقر و توزیع عادلانه درآمدها به عنوان مسئله مهم و هدف اصلی سیاست توسعه برای بسیاری از کشورها توسعه‌یافته و درحال توسعه است. به همین سبب بهبود در توزیع درآمد و کاهش نابرابری جزء اهداف عمده توسعه اقتصادی و اجتماعی است و حتی از وظایف مهم دولت‌ها به شمار می‌رود؛ بنابراین ارزیابی توزیع نابرابری درآمد و نرخ فقر در جامعه و برآورد آن و از همه مهم‌تر شناسایی عوامل و راهکارهای مؤثر و کاهش‌دهنده فقر و توزیع ناعادلانه درآمدها همواره جهت رشد و توسعه پایدار ضروری است. یکی از عوامل بسیار مؤثر بر توزیع عادلانه درآمدها در جوامع مختلف بازارهای مالی هستند. بازار سرمایه به عنوان یکی از ارکان اصلی بازارهای مالی نقش مهمی در اقتصاد از جمله توزیع درآمدها دارد. چرا که نقدینگی بازار سهام با تأثیرگذاری بر قیمت و بازده سهام قادر خواهد بود بر درآمد افرادی که سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک و بازدهی بالا را بر پروژه‌های کم ریسک و کم بازده ترجیح می‌دهند و تنها بر درآمد ناشی از کار اتکا کرده‌اند تأثیرگذار باشد. ضمن اینکه نقدینگی بازار سهام می‌تواند با جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و بزرگ و تبدیل آن‌ها به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور و مولد اقتصادی بر توزیع درآمد در یک جامعه تأثیرگذار باشد. مسلماً تمام پس‌اندازکنندگان آنقدر سرمایه ندارند تا در سرمایه‌گذاری‌های بزرگ و سودآور شرکت کنند و یا ممکن است میزان سرمایه لازم برای اجرای یک پروژه آنقدر زیاد باشد که تأمین آن از عهده یک سرمایه‌گذار به تنهایی خارج باشد. چرا که جمع‌آوری سرمایه پروسه‌ای طولانی و هزینه‌بر است؛ بنابراین ایجاد کردن محیطی که در آن پس‌انداز کردن آسان باشد فقرا را قادر می‌سازد که وجوه خود را بیشتر پس‌انداز کرده و از مزایای آن بیشتر بهره‌مند شوند. نقدینگی بازار سرمایه با فراهم آوردن سرمایه‌های لازم جهت سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که نیازمند منابع مالی اما در عوض پر بازده و طولانی مدت هستند، می‌تواند زمینه مشارکت طبقات فقیر جامعه با پس‌اندازهای اندک در این

پروژه‌ها را فراهم کند. در نتیجه فقرا هم می‌توانند از سود حاصل از این پروژه‌ها برخوردار شوند و هم زمینه اشتغال آن‌ها در این پروژه‌ها افزایش می‌یابد. حال با توجه به اینکه در کشورهای در حال توسعه ثروتمندان به علت نداشتن بنیه مالی کافی به تنهایی از عهده اجرای بسیاری از پروژه‌ها بر نمی‌آیند و نیازمند تأمین نقدینگی هستند که بازار سرمایه بسیار مناسب‌تر و سریع‌تر از سایر بازارهای مالی می‌تواند این نقدینگی را تأمین کند و موجب مشارکت طیف وسیعی از افراد یک جامعه در این پروژه‌ها شود در صورتی که نقدینگی بازار سهام این اطمینان را به پس‌اندازکنندگان بدهد که هر زمان که به وجه نقد نیاز پیدا کنند می‌توانند سهام خود را فوراً به وجه نقد تبدیل کنند. بسیاری از پروژه‌ها علاوه بر سرمایه‌های مادی نیاز به سرمایه انسانی نیز دارند. به طوری که در کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته علاوه بر تأمین سرمایه برای دسترسی به تکنولوژی‌های پیشرفته به سرمایه انسانی جهت به کار بردن این تکنولوژی‌های به روز نیاز دارند. نقدینگی بازار سهام قادر خواهد بود سرمایه مادی لازم جهت سرمایه‌گذاری در سرمایه انسانی را فراهم کند، چرا که در مراحل اولیه توسعه این سرمایه مادی است که مهم‌تر از سرمایه انسانی است اما به تدریج با افزایش درجه توسعه‌یافتگی کشورها سرمایه انسانی بسیار مهم‌تر از سرمایه مادی شده و تأمین این سرمایه بسیار ضروری است؛ زیرا با در دست داشتن دانش روز دنیا کشورها قادر به تولید و صادرات کالاهایی می‌شوند که با تکنولوژی پیشرفته ساخته شده‌اند و مردم نیز تمایل زیادی به مصرف این گونه کالاها دارند و این امر به نوبه خود موجب افزایش تولید، اشتغال و دستمزدها می‌شود. عواید حاصل از این سرمایه‌گذاری‌ها موجب تخصیصی شدن تولید می‌شود، به این ترتیب کارایی بنگاه‌ها افزایش یافته و پدیده تخصیصی شدن در اقتصاد ارتقا می‌یابد و تخصیصی شدن موجب ارتقای تکنولوژی، بهره‌مندی بیشتر از صرفه‌های ناشی از مقیاس و رشد اقتصادی می‌شود و رشد اقتصادی خود نیز با افزایش اشتغال، افزایش رشد دستمزدها می‌تواند بر توزیع عادلانه درآمدها و کاهش فقر در یک جامعه تأثیر بگذارد. اما رشد اقتصادی حاصل از نقدینگی بازار سهام در نظام‌های سرمایه بیشتر متوجه ثروتمندان می‌شود تا دهک‌های پایین درآمدی. ضمن اینکه در کشورهای توسعه‌یافته دهک‌های بالای درآمدی به علت بهره‌مندی و مشارکت بیشتر در بازار

سرمایه اولاً، نقدینگی بالای بازار سهام می‌تواند هزینه مبادلات را برای ثروتمندان و فقرا کاهش دهد اما ثروتمندان به علت بهره‌مندی و مشارکت بیشتر در بازار سهام از افشای اطلاعات شرکت‌ها بیشتر منتفع می‌شوند و ثانیاً، سیاست‌های مالیاتی به گونه‌ای تنظیم می‌شود که دهک‌های بالای درآمدی از بخشودگی مالیات بر سود و مالیات بر درآمد بیشتر از دهک‌های پایین درآمدی منتفع می‌شوند که این عامل نیز می‌تواند بر توزیع ناعادلانه‌تر درآمد در کشورهای توسعه‌یافته مؤثر باشد. در کشورهای در حال توسعه فقرا در مقایسه با ثروتمندان از افشای اطلاعات شرکت‌هایی که سهامشان در بورس عرضه می‌شود بیشتر منتفع می‌شوند و هزینه مبادلات کمتری را پرداخت می‌کنند؛ چرا که نقدینگی بازار سهام موجب کاهش میزان هزینه‌هایی می‌شود که فقرا برای به دست آوردن اطلاعات در مورد شرکت‌ها بایستی صرف کنند چون فقرا نسبت به ثروتمندان تمایل به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های کم سود و کم خطر را دارند پس نقدینگی بازار سهام زمینه سرمایه‌گذاری مطمئن و پر سود را برای آن‌ها فراهم می‌کند. سیاست‌های مالیاتی می‌تواند به گونه‌ای تنظیم شود که با دریافت مالیات بیشتر از ثروتمندان مانند مالیات بر سود و مالیات بر درآمد حاصل از نقدینگی بازار سهام منجر به توزیع عادلانه‌تر درآمدها شود.

حال اگر رشد دستمزدها به طور کلی خود از عوامل مؤثر توزیع درآمد و فقر در جوامع در حال توسعه و توسعه‌یافته باشد، پس نقدینگی بازار سهام می‌تواند با تأثیرگذاری بر رشد دستمزدها بر توزیع درآمد و نرخ فقر در جوامع در حال توسعه و توسعه‌یافته مؤثر باشد و تأثیر مثبت و معناداری بر رشد دستمزدها داشته باشد. حال اگر رشد دستمزد را به دو بخش تقسیم کنیم به طوری که بخش از آن نتیجه افزایش نقدینگی بازار سهام باشد ( $P(wage\ growth)$ ) و بخش دیگر آن متأثر از سایر عواملی غیر از نقدینگی بازار سهام باشد ( $R(wage\ growth)$ ) آنگاه می‌توان گفت که در دهک‌های بالای درآمدی در کشورهای توسعه‌یافته و رشد دستمزد پیش‌بینی شده (رشد دستمزد مرتبط با نقدینگی بازار سهام) منجر به افزایش نابرابری درآمدها می‌شود؛ چرا که نقدینگی بازار سهام که موجب افزایش درآمد، ثروت و رشد دستمزد ثروتمندان کشورهای پیشرفته هم از طریق افزایش قیمت سهام سرمایه‌گذاری در سرمایه انسانی و هم از طریق

سرمایه گذاری در پروژه های با بازدهی بالا و بخشودگی مالیاتی شده است که این به نوبه خود بستری برای افزایش رقابت و بهره مندی بیشتر از بازار سهام را برای ثروتمندان در مقایسه با فقرا فراهم کرده که در نهایت منجر به افزایش نابرابری درآمد در کشورهای توسعه یافته درآمد می شود؛ اما پسماند رشد دستمزد (آن بخش از رشد دستمزد که متأثر از سایر عواملی غیر از نقدینگی بازار سهام است) منجر به کاهش نابرابری درآمد در کشورهای توسعه یافته می شود اما در کشورهای در حال توسعه بر خلاف کشورهای توسعه یافته دستمزد پیش بینی شده (متأثر از بازار سهام) منجر به کاهش نابرابری درآمد می شود؛ زیرا در کشورهای در حال توسعه بر خلاف کشورهای توسعه یافته با افزایش نقدینگی بازار سهام و فراهم شدن بستر مناسب برای سرمایه گذاری در فعالیت های مولد اقتصادی و در زمینه سرمایه های انسانی به خصوص جهت به کارگیری نیروی کار در مشاغل با دستمزد بالا منجر به افزایش رشد دستمزد فقرا و نزدیک شدن ثروت و درآمد آن ها به طبقات دهک های بالای درآمدی می شود اما پسماند رشد دستمزد (عوامل غیر از نقدینگی بازار سهام) موجب افزایش نابرابری درآمدها می شود. این امر با مطالعات لوین (۱۹۹۱)، بنسینگا و همکاران (۱۹۹۵) و بلو (۲۰۱۸) کاملاً سازگار است.

نتایج تخمین مدل سوم بر اساس متغیر شکاف فقر در جداول (۱۵) تا (۱۸) گزارش شده است.

#### نتایج حاصل از تخمین مدل سوم بر اساس متغیر فقر نسبی برای رشد دستمزد به صورت کلی

جدول ۱۵. نتایج تخمین آزمون هم انباشتگی کائو

نوع آماره آزمون	منتخب کشورهای در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه	
	آماره	P-value	آماره	P-value	آماره	P-value
ADF	-۲,۳۷۴۸۶۷	۰,۰۸۸,۰	-۲,۱۱۹,۰۱۷	۰,۰۱۷,۰	-۲,۰۱۵۶۵۱	۰,۰۲۱۹

مأخذ: یافته های پژوهش

نتایج حاصل از تخمین مدل سوم بر اساس متغیر فقر نسبی برای رشد دستمزد به صورت جزئی (رشد دستمزد تقسیم شده به دو صورت: رشد دستمزد حاصل از نقدینگی بازار سهام و رشد دستمزد حاصل از سایر عوامل غیر از نقدینگی بازار سهام).

جدول ۱۶. نتایج تخمین مدل سوم

متغیرهای توضیحی	منتخب کشورهای در حال توسعه				منتخب کشورهای توسعه یافته				منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه			
	FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
Wage growth	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۶۹۱۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۵۹۲۷	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۸۹۸۰	۰,۰۰۰۳	۰,۰۰۰۹۷۶۳	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۵۰۴۸	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۰۳۷۷۱
lnBankcredit	۰,۰۰۰۰	-۰,۲۶۷۷۶۹	۰,۰۰۰۳	-۰,۲۱۷۹۲۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۳۴۷۶۰۳	۰,۰۰۰۰	۰,۴۴۳۴۳۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۶۴۳۵۹	۰,۰۰۱۵	-۰,۰۹۱۸۷۵
lnSaving	۰,۰۰۰۰	-۰,۲۴۹۳۹۶	۰,۰۰۰۰	-۰,۳۷۷۲۵۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۹۴۱۹	۰,۰۰۲۸	-۰,۰۰۸۱۲۹	۰,۰۰۰۱	-۰,۰۰۴۷۸۶	۰,۰۰۱۳	-۰,۰۰۳۵۲۶
Outputgrowth	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۴۵۹۳	۰,۰۱۳۵	-۰,۰۲۲۳۹۸	۰,۰۰۰۳	۰,۰۱۴۳۰۷	۰,۰۰۱۸	۰,۰۱۸۶۵۷	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۹۶۲۷	۰,۰۰۰۴	۰,۰۱۳۹۰۳
Netexports	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۰۴۰۳	۰,۰۰۶۳	-۰,۰۰۹۵۷۹	۰,۰۰۰۰	۰,۱۶۱۵۲۷	۰,۰۰۳۴	۰,۱۷۸۲۱۱	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۹۵۱۱	۰,۰۰۳۱	۰,۰۰۸۲۱۷
N	۴۱۴		۳۹۱		۴۱۴		۳۹۱		۸۲۸		۷۸۲	
R	۰,۶۷۳۹۴۸		۰,۶۵۹۶۴۳		۰,۶۹۱۷۹۴		۰,۶۹۵۵۲۴		۰,۶۶۶۴۷۶		۰,۶۶۸۱۶۲	

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۱۷. نتایج تخمین آزمون هم‌انباشتگی کائو

نوع آماره آزمون	منتخب کشورهای در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه	
	آماره	P-value	آماره	P-value	آماره	P-value
ADF	-۸,۶۵۸۸۹۴	۰,۰۰۰,۰	-۱,۶۸۳۲۸۲	۰,۰۴۲۶	-۲,۵۸۵۴۳۷	۰,۰۰۴۹

مأخذ: یافته‌های پژوهش



جدول ۱۸. نتایج تخمین مدل سوم

متغیرهای توضیحی	منتخب کشورهای توسعه یافته				منتخب کشورهای در حال توسعه				منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه			
	FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
P (Wage growth)	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۷۳۱۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۶۷۱۵	۰,۰۰۰۰	۰,۲۲۱۳۶۹	۰,۰۰۰۰	۰,۰۲۴۹۴۴۵	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۶۶۰۵۶	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۸۶۱۸
R(WageGrowth)	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۳۷۷۵	۰,۰۱۵۶	۰,۰۰۳۵۳۷	۰,۰۰۰۰	-۰,۱۰۳۸۷۷	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۱۱۶۷	۰,۰۰۰۰	۰,۰۱۳۱۷۱	۰,۰۰۰۰	۰,۰۹۸۸۸۶
InBankcredit	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۷۷۷۹۳	۰,۰۰۰۳۰	-۰,۰۰۶۰۵۴۱	۰,۰۰۰۰	۰,۴۶۱۲۲۷	۰,۰۰۰۰	۰,۳۶۳۶۸۹	۰,۰۰۰۰	-۰,۲۲۵۶۶۵	۰,۰۰۰۰	-۰,۱۰۹۷۳۴
InSaving	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۴۶۹۰	۰,۰۰۰۰۴	-۰,۰۰۰۵۲۲۵	۰,۰۰۱۳	-۰,۰۲۲۶۰۰	۰,۰۰۰۳۲	-۰,۰۲۳۰۱۷	۰,۰۰۰۴۰	-۰,۶۳۴۸۰۱	۰,۰۰۰۴۰	-۰,۳۸۷۵۷۶
Outputgrowth	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۱۳۰۳۷	۰,۰۰۰۰۴	۰,۰۰۰۹۷۲۷	۰,۰۰۰۰	۰,۰۲۱۲۰۴	۰,۰۰۰۰۵	۰,۰۱۴۸۳۶	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۲۹۳۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۴۵۹۲
Netexports	۰,۰۰۰۰	۰,۰۱۱۶۷۳	۰,۰۰۰۲۷	۰,۰۰۰۹۶۸۳	۰,۰۰۰۰۲	۰,۱۰۸۰۸۳	۰,۰۰۰۰۰	۰,۲۳۴۰۱۰	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۳۸۷۰	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۲۸۸۶
N	۷۸۲		۸۲۸		۳۹۱		۳۹۱		۳۹۱		۴۱۴	
R	۰,۶۶۸۰۰۳۶		۰,۶۷۳۷۵۸		۰,۷۳۰۱۵۴		۰,۷۲۰۱۶۸		۰,۶۷۷۵۰۳		۰,۶۸۴۰۸۱	

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج تخمین مدل سوم بر اساس متغیر فقر مطلق در جداول (۱۹) تا (۲۲) گزارش شده است.

نتایج حاصل از تخمین مدل سوم بر اساس متغیر فقر مطلق برای رشد دستمزد به صورت کلی  
جدول ۱۹. نتایج تخمین آزمون هم‌انباشتگی کائو

نوع آماره آزمون	منتخب کشورهای در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه	
	آماره	P-value	آماره	P-value	آماره	P-value
ADF	-۳,۴۳۵۶۳۵	۰۰۰۳۰	-۳,۰۴۸۴۲۰	۰,۰۰۱۲	-۳,۳۱۵۲۴۲	۰,۰۰۰۵

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۲۰. نتایج تخمین مدل سوم

متغیرهای توضیحی	منتخب کشورهای در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه	
	FMOLS		DOLS		FMOLS	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
Wage growth	۰,۰۰۰۱	-۰,۰۰۳۵۳۷	۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۹۰۰۶	۰,۰۰۰۳	۰,۰۱۰۳۵۳
lnBankcredit	۰,۰۰۰۳	-۰,۳۵۸۰۱۲	۰,۰۰۰۰	۰,۳۴۰۴۷۳	۰,۴۴۶۷۹۳	-۰,۱۲۷۵۸۱
lnSaving	۰,۰۰۲۰	-۰,۲۲۸۴۷۶	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۱۱۳۱	۰,۰۰۰۳	-۰,۰۰۸۶۱۴
Outputgrowth	۰,۰۰۰۸	-۰,۰۱۶۷۳۲	۰,۰۰۰۰	۰,۰۱۴۷۵۲	۰,۰۰۱۳	۰,۰۲۱۹۲۰
Netexports	۰,۰۰۳۷	-۰,۰۲۱۳۲۷	۰,۰۰۰۰	۰,۱۵۱۱۷۶	۰,۰۰۵۹	۰,۱۶۹۶۲۵
N	۴۱۴	۳۹۱	۴۱۴	۳۹۱	۸۲۸	۷۸۲
R	۰,۶۲۰۴۹۴	۰,۶۴۴۲۴۸	۰,۶۹۳۱۴۹	۰,۷۱۶۱۱۸	۰,۶۵۴۵۸۳	۰,۶۶۸۱۶۲

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از تخمین مدل دوم بر اساس متغیر فقر نسبی برای رشد دستمزد به صورت جزئی (رشد دستمزد تقسیم شده به دو صورت: رشد دستمزد حاصل از نقدینگی بازار سهام و رشد دستمزد حاصل از سایر عوامل غیر از نقدینگی بازار سهام)

جدول ۲۱. نتایج تخمین آزمون هم‌انباشتی کائو

نوع آماره آزمون	منتخب کشورهای در حال توسعه		منتخب کشورهای توسعه یافته		منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه	
	آماره	P-value	آماره	P-value	آماره	P-value
ADF	-۳,۵۵۲۲۰۵	۰۰۰۲۰	-۱,۷۵۱۳۹۰	۰,۰۳۹۹	-۳,۳۷۱۴۷۱	۰,۰۰۰۴

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۲۲. نتایج تخمین مدل سوم

متغیرهای توضیحی	منتخب کشورهای در حال توسعه				منتخب کشورهای توسعه یافته				منتخب کلیه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه			
	FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS		FMOLS		DOLS	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
P (Wage growth)	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۹۰۰۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۷۸۵۳	۰,۰۰۰۰	۰,۲۲۵۳۰۹	۰,۰۰۰۰	۰,۲۴۲۱۴۴	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۳۴۵۵	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۲۰۶۱۶
R(WageGrowth)	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۴۵۵۴	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۶۷۴۱	۰,۰۰۲۵	-۰,۰۷۳۱۷۳	۰,۰۰۰۰	۰,۰۱۰۴۶۹	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۷۸۱۱	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۸۸۹۰
lnBankcredit	۰,۰۰۰۰	-۰,۱۳۱۶۵۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۱۱۳۳۱۹	۰,۰۰۰۰	۰,۴۶۰۹۸۹	۰,۰۰۰۰	۰,۳۶۴۸۰۲	۰,۰۰۰۰	-۰,۳۶۱۳۸۵	۰,۰۰۰۰	-۰,۲۱۴۳۹۸
lnSaving	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۰۶۴۰۶	۰,۰۰۹۵	-۰,۰۰۵۰۰۷	۰,۰۰۰۰۷	-۰,۰۲۲۵۰۱	۰,۰۰۲۸	-۰,۰۲۳۳۲۶	۰,۰۰۰۰	-۰,۲۴۶۴۱۲	۰,۰۰۰۰	-۰,۵۱۱۲۱۰
Outputgrowth	۰,۰۰۰۰	۰,۰۲۰۸۷۹	۰,۰۰۰۰۱	۰,۰۱۵۵۷۴	۰,۰۰۰۰۰	۰,۰۲۱۲۵۱	۰,۰۰۰۰۶	۰,۰۱۴۴۶۹	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۴۶۶۸	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۷۶۴۱
Netexports	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۶۶۲۴	۰,۰۰۰۱۵	۰,۰۰۸۴۹۳	۰,۰۰۰۰۰	۰,۱۱۴۸۲۰	۰,۰۰۰۰۰	۰,۲۲۹۰۴۱	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۲۳۶۶۴	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۱۲۷۰۲
N	۷۸۲		۸۲۸		۳۹۱		۴۱۴		۳۹۱		۴۱۴	
R	۰,۶۷۷۰۱۹		۰,۶۶۵۸۷۰		۰,۷۲۸۲۵۲		۰,۷۲۰۲۵۶		۰,۶۴۵۰۹۷		۰,۶۲۲۲۷۶	

مأخذ: یافته‌های پژوهش

در رابطه با مدل سوم می‌توان گفت که افزایش نقدینگی بازار سهام در جوامع در حال توسعه می‌تواند با فراهم کردن زمینه مناسب برای جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و سرگردان اقشار متوسط و ضعیف جامعه زمینه مشارکت آن‌ها را در فعالیت‌های بزرگ و مولد اقتصادی فراهم آورد که این امر به نوبه خود به طور مستقیم موجب افزایش اشتغال و رشد دستمزد برای فقرا می‌شود و به طور غیرمستقیم با افزایش درآمد و ثروت فقرا زمینه مناسب برای سرمایه‌گذاری در سرمایه‌انسانی فراهم می‌شود؛ در نتیجه، در کشورهای در حال توسعه رشد دستمزد و رشد دستمزد پیش‌بینی شده منجر به کاهش فقر می‌شود اما پسماند رشد دستمزد منجر به افزایش فقر در کشورهای حال توسعه می‌شود؛ در مقابل، در کشورهای توسعه‌یافته ثروتمندان بر خلاف فقرا تمایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک و بازدهی بالا را دارند و سهم بیشتری نسبت به فقرا از بازار سهام دارند که این امر موجب رشد دستمزد و درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری برای ثروتمندان شده حال آنکه فقرا تنها بر رشد دستمزد حاصل از کار و درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک و بازدهی کم اتکا کرده‌اند. بدین ترتیب در کشورهای توسعه‌یافته رشد دستمزد و رشد دستمزد پیش‌بینی شده منجر به افزایش فقر می‌شود اما پسماند رشد دستمزد منجر به کاهش فقر در کشورهای توسعه‌یافته می‌شود. و این امر با مطالعات بنسوینگا و همکاران (۱۹۹۵)، لوین (۱۹۹۱) و بلو (۲۰۱۸) سازگار است. پس به طور کلی می‌توان گفت که افزایش پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری حاصل از نقدشوندگی سهام در کشورهای در حال توسعه موجب کاهش فقر می‌شود.

پس می‌توان گفت که نتایج مدل اول نشان می‌دهد که نقدینگی بازار سهام چه در کشورهای در حال توسعه و چه در کشورهای توسعه‌یافته تأثیر مثبت و معناداری بر رشد دستمزدها دارد. نتایج مدل دوم نشان می‌دهد از یک طرف نقدینگی بازار سهام با فراهم بستر مناسب برای تجمع و انباشت پس‌اندازها و تبدیل آن‌ها به سرمایه‌گذاری مولد اقتصادی موجب افزایش تولید انبوه، اشتغال، رشد دستمزدها و بالاخره کاهش نابرابری درآمد در کشورهای در حال توسعه می‌شود. در حالی که در کشورهای توسعه‌یافته نقدینگی بالای بازار سهام موجب بهره‌مندی بیشتر ثروتمندان

نسبت به فقرا از سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود که این امر به نوبه خود موجب شده تا رشد دستمزد ناشی از نقدینگی بازار سهام نابرابری درآمد در کشورهای صنعتی و پیشرفته تشدید شود. نتایج مدل سوم نشان می‌دهد سرمایه‌گذاری در سرمایه مادی و انسانی حاصل از نقدینگی بازار سهام نقش مفید و مؤثر در کاهش فقر در کشورهای در حال توسعه دارد چرا که نقدینگی بازار سهام از یک طرف با ایجاد محیطی امن و جذاب برای سرمایه‌گذاری طبقات متوسط و ضعیف جوامع در حال توسعه که عمدتاً ریسک‌گریز هستند موجب افزایش درآمدهای حاصل از سرمایه‌گذاری اندک آن‌ها می‌شود و از طرف دیگر نقدینگی بازار سهام با جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و بزرگ موجب تأمین سرمایه برای اجرای پروژه‌هایی می‌شوند که دهک‌های بالای درآمدی ممکن است به علت عدم بنیه مالی کافی نیازمند سرمایه‌گذاری طبقات متوسط و ضعیف جامعه باشد که این امر موجب افزایش اشتغال و رشد دستمزد فقرا می‌شود. ضمن اینکه نقدینگی بازار سهام با فراهم آوردن زمینه مشارکت بیشتر طبقات متوسط و ضعیف جامعه موجب توسعه بازار سهام می‌شود که این امر به نوبه خود موجب افزایش رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه می‌شود و این رشد اقتصادی به نوبه خود موجب افزایش اشتغال و رشد دستمزد دهک‌های پایین درآمدی می‌شود حال آنکه نقدینگی بازار سهام در کشورهای توسعه‌یافته عمدتاً موجب افزایش درآمد دهک‌های بالای درآمدی شده چرا که در کشورهای توسعه‌یافته دهک‌های بالای درآمدی مشارکت بیشتری در بازار سهام دارند و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک و بازدهی بالا را بر سرمایه‌گذاری با ریسک و بازدهی کم بر خلاف طبقات متوسط و ضعیف جامعه ترجیح می‌دهند. ضمن اینکه در نظام سرمایه‌داری طبقات بالای درآمدی ممکن است به علت اینکه بنیه مالی قوی دارند و عمدتاً دارایی‌های خود را به شکل سهام نگهداری می‌کنند سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پر بازده را به تنهایی تقبل کنند و یا بخش عمده‌ای از این سرمایه به واسطه دهک‌های بالای درآمدی تأمین شود که این امر موجب بهره‌مندی کمتر فقرا از بازار سهام که عمدتاً دارایی خود را به شکل دارایی فیزیکی نگهداری می‌کنند و سرمایه‌گذاری با ریسک و بازدهی کم را ترجیح می‌دهند، می‌شود؛ همچنین، رشد اقتصادی حاصل از نقدینگی بازار سهام در نظام سرمایه‌داری موجب افزایش درآمد

دهک‌های بالای درآمدی بر خلاف طبقات پایین درآمدی می‌شود. در نتیجه رشد دستمزد حاصل از نقدینگی بازار سهام موجب افزایش فقر در کشورهای توسعه‌یافته و کاهش فقر در کشورهای در حال توسعه می‌شود.

## ۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های سیاست‌گذاران اقتصادی کشورها از جمله کشورهای در حال توسعه، فقر و توزیع ناعادلانه درآمدها است. اگر چه فقر تنها محدود به فقر اقتصادی نمی‌شود و ابعاد گسترده‌ای چون فقر فرهنگی، فقر اجتماعی و فقر آموزشی دارد که هر کدام در نوع خود در جوامع مختلف اهمیت فراوانی دارند، اما در این مقاله تلاش شده است تا از دید بازارهای مالی به پدیده فقر نگریسته شود و تأثیر نقدینگی بازار سهام بر رشد دستمزد و فقر و نابرابری درآمد مورد دقت و کنکاش قرار گیرد. اگر چه در بسیاری از مطالعات قبلی نشان داده شد که در کشورهای در حال توسعه نقدینگی بازار سهام می‌تواند ابزار مهمی در جهت انباشت پس‌اندازها، جمع‌آوری سرمایه مورد نیاز پروژه‌ها، رشد اقتصادی و ایجاد اشتغال باشد. حال آنکه نتایج حاصل از این مقاله بر این امر مهم تأکید دارد که نقدینگی بازار سهام به عنوان یک ابزار سیاستی مهم در جهت رشد دستمزدها و کاهش فقر و نابرابری درآمد در کشورهای در حال توسعه به کار گرفته شود؛ چرا که بر اساس نظریه‌های اقتصاد کلان انباشت سرمایه و به کارگیری آن در فعالیتهای مولد اقتصادی یکی از عوامل مفید و مؤثر بر توزیع مناسب درآمدها و کاهش نرخ فقر در هر جامعه است. بازارهای مالی از جمله بازار سهام یکی از روش‌های فرآیند تشکیل سرمایه است که نقش بسزایی در جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و بزرگ، بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آن‌ها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی دارد. بازار سرمایه به عنوان یک بازار مالی بسیار مهم بخشی از اقتصاد است که توسعه‌یافتگی آن موجب رونق اقتصاد از جهت جذب نقدینگی به بازار و بالا رفتن نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی و نرخ تشکیل سرمایه به تولید ناخالص داخلی می‌شود؛ اما این بازار بایستی ویژگی‌هایی داشته باشد از جمله اینکه نقد شوندگی باشد؛ وجود بازارهای سرمایه کارا و با نقدشوندگی بالا نقش بسیار مهمی در هدایت

پس اندازها و منابع مالی به سرمایه‌گذاری در سرمایه انسانی و مالی دارد. درواقع نقدینگی بازار سهام می‌تواند تأمین‌کننده عمده وجوه سرمایه‌گذاری بلندمدت در کشورهای درحال توسعه و توسعه‌یافته باشد و به تسریع رشد اقتصادی کمک کند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری‌های که به واسطه نقدینگی بازار سهام صورت می‌گیرد خود می‌تواند نقش مؤثر و بسزایی در رشد دستمزدها در کشورهای توسعه‌یافته و درحال توسعه داشته باشد و از آنجا که رشد دستمزدها از عوامل مؤثر بر نابرابری درآمد و فقر در تمام جوامع است، از این رو هدف از انجام این پژوهش بررسی اثر نقدشوندگی سهام بر رشد دستمزدها و تأثیر آن بر توزیع درآمد و فقر در کشورهای درحال توسعه و توسعه‌یافته است. در این مطالعه تأثیر رشد دستمزد ناشی از نقدینگی بازار سهام بر نابرابری درآمد و فقر برای منتخبی از کشورهای توسعه‌یافته و درحال توسعه طی دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۷ با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی کاملاً تعدیل‌شده (FMOLS) و حداقل مربعات معمولی پویا (DOLS) برآورد شده است و نتایج به دست آمده سازگار با مطالعات پیشین و مبانی نظری است.

با توجه به اهمیت و نقش نقدینگی بازار سهام در رشد دستمزدها و توزیع درآمدها در کشورهای توسعه‌یافته و درحال توسعه می‌توان موارد زیر را توصیه کرد:

نقدینگی بازار سهام در کشورهای درحال توسعه: این امر موجب جذب و مشارکت طیف وسیعی از افراد جامعه که مقادیر مختلفی از سرمایه را دارا هستند به سمت بازار سهام می‌شود که این افزایش نقدینگی یکی از روش‌های فرآیند تشکیل سرمایه است که نقش بسزایی در جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و بزرگ، بهینه‌سازی گردش مالی و هدایت آن‌ها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی دارد؛

افزایش نقش بازار سرمایه: هر اندازه که بازار سرمایه یک کشور کاراتر و گسترده‌تر باشد، توانایی بالاتری در جذب و تجهیز پس‌اندازها و تأمین وجوه لازم برای طرح‌هایی می‌شود که نیاز به سرمایه‌گذاری عمده دارند. با توجه به اینکه نقدینگی موجود در بازار سرمایه قادر است منابع مناسبی برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی را فراهم کند که در بلندمدت سودآور هستند، این امر

به نوبه خود می‌تواند نقش مؤثری در افزایش اشتغال، رشد دستمزدها و کاهش فقر و نابرابری درآمد شود؛ لذا پیشنهاد می‌شود که با اجرای سیاست‌های مناسب نقش بازار سرمایه در بخش مالی گسترده‌تر شود؛

افزایش سرمایه‌گذاری و تجارت خارجی: با توجه به تأثیر مثبت سرمایه‌گذاری فیزیکی و باز بودن تجاری بر رشد اقتصادی و درنهایت کاهش فقر و نابرابری درآمد در دهک‌های پایین درآمدی، پیشنهاد می‌شود که نقد شوندگی سهام جهت جذب سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی جهت افزایش تولید و اشتغال افزایش یابد؛

با توجه به تأثیر نقدینگی بازار سهام بر بهبود توزیع درآمد و کاهش فقر در کشورهای درحال توسعه، پیشنهاد می‌شود دولت‌های مذکور در جهت بسط و گسترش بازار سهام اقدامات بیشتری انجام دهند، به ویژه جهت ایجاد عدالت اقتصادی بیشتر میان عموم مردم تسهیلات اعطایی به قشر کم درآمد جامعه در اولویت قرار گیرد؛

سیستم‌های مالی توسعه یافته از طریق کاهش هزینه مبادلات نقش بسیار مهمی در تجمیع و تخصیص پس‌اندازها و تأمین نیاز مالی بنگاه‌ها دارند. در یک سیستم مالی کارا، سرمایه‌گذاری به وسیله شناخت فرصت‌های تجاری و مناسب و تسهیل تجارت صورت می‌گیرد. این تخصیص کارای منابع، انباشت سریع سرمایه فیزیکی و انسانی سریع‌تر را به سمت افراد کم درآمد ممکن می‌سازد؛ بنابراین توجه به بازار سهام به عنوان یک ابزار مهم اقتصادی در جهت تأمین مالی پروژه‌های پر بازده و بلندمدت در کشورهای درحال توسعه همچون کشورهای توسعه یافته بسیار لازم و ضروری است؛

با توسعه بازار سهام به عنوان یک بازار مهم مالی و یکی از ارکان جوامع مدرن اقتصادی به رشد و ثبات اقتصادی کشورها کمک می‌شود، به طوری که عامه مردم به این بازار اعتماد داشته باشند، ثبات بلندمدت نظام مالی حفظ شود و درنهایت اجزای تشکیل دهنده نظام مالی مورد اتکا و اعتماد باشند؛



سیستم‌های مالی توسعه یافته از طریق کاهش هزینه مبادلات نقش بسیار مهمی در تجمیع و تخصیص پس‌اندازها و تأمین نیاز مالی بنگاه‌ها دارند. در یک سیستم مالی کارا، سرمایه‌گذاری به وسیله شناخت فرصت‌های تجاری و مناسب و تسهیل تجارت صورت می‌گیرد. این تخصیص کارای منابع، انباشت سریع سرمایه فیزیکی و انسانی سریع‌تر را به سمت افراد کم درآمد ممکن می‌سازد؛ بنابراین توجه به بازار سهام به عنوان یک ابزار مهم اقتصادی در جهت تأمین مالی پروژه‌های پر بازده و بلندمدت در کشورهای در حال توسعه همچون کشورهای توسعه یافته بسیار لازم و ضروری است.

## منابع

- انصاف‌منش، مریم (۱۳۹۲). «برآورد فروش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار». پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- تودارو، مایکل (۱۳۸۷). *توسعه اقتصادی در جهان سوم*. ترجمه غلامعلی فرجادی. چاپ هشتم. تهران: سازمان برنامه و بودجه.
- خشنود، مهدی و مهسا فرخنده (۱۳۹۴). «بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام و جریان نقدی آزاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *چشم‌انداز مدیریت مالی*. دوره ۵. شماره ۱۱. صص ۱۲۴-۱۰۷.
- سرکانیان، جواد؛ راعی، رضا و سعید فلاح‌پور (۱۳۹۴). «بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام‌دار بازار سهام ایران». *چشم‌انداز مدیریت مالی*. دوره ۵. شماره ۱۱. صص ۲۶-۹.
- یحیی‌زاده‌فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین و سید جعفر لاریمی (۱۳۸۹). «بررسی رابطه نقدینگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران». *تحقیقات مالی*. دوره ۱۲. شماره ۲۹. صص ۱۲۸-۱۱۱.
- Aghion, P., Boulton, P., (۱۹۹۷). "A theory of trickle-down growth and development". *Rev. Econ. Stud.* Vol. ۶۴, PP. ۱۵۱-۱۷۲.
- Agnieszka (A.P.) Markiewicz. Rafal Raciborski. (۲۰۱۸). "Income Inequality and Stock Market Returns". Tinbergen Institute Discussion Paper.
- Bencivenga, V.R., Smith, B.D., Starr, R.M., (۱۹۹۵). "Transactions costs, technological choice, and endogenous growth". *J. Econ. Theory*, Vol. ۶۷, PP. ۵۳-۱۷۷.

- Benjamin M. Blau.** (۲۰۱۸), "Income inequality, poverty, and the liquidity of stock markets", *Journal of Development Economics*, Vol. ۱۳۰, PP. ۱۱۳-۱۲۶.
- Bonfiglioli, Alessandra** (۲۰۰۶), "Equities and Inequality", CREI and Universitat Pompeu Fabra, No. ۹۴۷.
- Bumann, S., Lensink, R.,** (۲۰۱۶). "Capital account liberalization and income inequality". *J. Int. Money Financ.* Vol. ۶۱, PP. ۱۴۳-۱۶۲.
- Clarke, G.R., Xu, L.C., Zou, H.,** (۲۰۰۶). "Finance and income inequality: what do the data tell us?", *South. Econ. J.* Vol. ۷۲, PP. ۵۷۸-۵۹۶.
- Daniel Waldenström. Erik Bengtsson.** (۲۰۱۸). "Capital Shares and Income inequality: Evidence from the Long Run". IZA DP No. ۹۵۸۱, ۱-۷۰.
- Delis, M.D., Hasan, I., Kazakis, P.,** (۲۰۱۴). "Bank regulations and income inequality: empirical evidence". *Rev. Financ.* Vol. ۱۸, PP. ۱۸۱۱-۱۸۴۶.
- Demirguc-Kunt, A., Levine, R.,** (۲۰۰۹). "Finance and inequality: theory and evidence". *Annu. Rev. Financ. Econ.* Vol. ۱, PP. ۲۸۷-۳۱۸.
- Galor, O., Moav, O.,** (۲۰۰۴). "From physical to human capital accumulation: inequality and the process of development". *Rev. Econ. Stud.* ۷۱, ۱۰۰۱-۱۰۲۶.
- Greenwood, J., Jovanovic, B.,** (۱۹۹۰). "Financial development, growth, and the distribution. of income". *J. Political Econ.* Vol. ۹۸, PP. ۱۰۷۶-۱۱۰۷.
- Golina, Nicholas J.** (۲۰۱۹) "An Examination of the Stock Market's Effect on Economic Inequality", *Undergraduate Economic Review*: Vol. ۱۵, Iss. ۱, Article ۷.
- Jauch, S., Watzka, S.,** (۲۰۱۲). "Financial Development and Income Inequality: a Panel Data Approach". CESifo Worling Papers ۳۶۸۷, CESifo, Munich.
- Kuznets, S.,** (۱۹۵۵). "Economic growth and income inequality". *Am. Econ. Rev.* ۴۵, ۱-۲۸.
- Kappel, V.,** (۲۰۱۰). "The Effects of Financial Development on Income Inequality and Poverty". CER-ETH Working Paper ۱۰/۱۲۷, ETH, Zurich.
- King, R.G., Levine, R.,** (۱۹۹۳). "Finance and growth: schumpeter might Be right". *Q. J. Econ.*
- Levine, R.,** (۱۹۹۱). "Stock markets, growth, and tax policy". *J. Financ.* Vol. ۴۶, PP. ۵۵۳-۵۸۵.
- Levine, R.,** (۱۹۹۷). "Financial development and economic growth: views and agenda". *J. Econ. Lit.* Vol. ۳۵, PP. ۶۸۸-۷۲۶.
- Levine, R., Zervos, S.,** (۱۹۹۸). "Stock markets, banks, and economic growth". *Am. Econ. Rev.* Vol. ۸۸, PP. ۵۳۷-۵۵۸.
- Maldonado, Joana Elisa,** (۲۰۱۷), "Financial Systems and Income Inequality", Bruges European Economic Research Papers, PP. ۲-۴۰.
- Michael Brei, Giovanni Ferri and Leonardo Gambacorta.** (۲۰۱۸). "Financial structure and income inequality". BIS Working Papers No ۷۵۶, ۱-۳۹.

- Naceur, S.B., Zhang, R., (۲۰۱۶). "Financial Development, Inequality and Poverty: Some International Evidence". IMF Working Paper ۱۶/۳۲. IMF, Washington D.C.
- Phillips, P. C. B. & Hansen, B.E., (۱۹۹۰), "Statistical inference in instrumental variable regression with  $I(1)$  processes", *Review of Economic Studies*, Vol. ۵۷, pp. ۹۹-۱۲۵.
- Pedroni, P., (۲۰۰۴), "Panel cointegration, asymptotic and finite sample properties of pooled time series test with an application to the PPP hypothesis", *Econometrica*.
- Rajan, R.G., Zingales, L., (۲۰۰۳). "The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century". *J. Financ. Econ.* Vol. ۶۹, PP. ۵-۵۰.
- Stiglitz, J. E. (۱۹۸۵), "Credit Markets and the Control of Capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. ۱۷, No. ۲, PP. ۱۳۳-۵۲.
- Stock, J. H. & Watson, M. W., (۱۹۹۳), "A simple estimator of cointegrating vectors in higher order integrated systems", *Econometrica*, No. ۶۱, pp. ۷۸۳-۸۲۰.
- Valeri e R. Bencivenga, Bruc e D. Smith, an d Ros s M. Starr (۱۹۹۱). "Equity Markets, Transaction s Costs, an d Capita l Accumulation: An Illustration", *The world bank economic review*, vol. ۱۰, no. ۲
- Wood, A. (۲۰۰۲). "Globalization and wage inequalities: A synthesis of three theories". *Review of World Economics*, Vol. ۱۳۸(۱), PP. ۵۴-۸۲
- Zietz, J., & Zhao, X., (۲۰۰۸), "The short-run impact of the stock market appreciation of the ۱۹۸۰s and ۱۹۹۰s on U.S. income inequality," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, doi: ۱۰.۱۰۱۶/j.qref.۲۰۰۷.۰۶.۰۰۳

## پیوست

FMOLS یک رهیافت نیمه پارامتریک است که برای برآورد منفرد هم‌انباشتگی با ترکیبی از متغیرهای  $I(1)$  به کار می‌رود. این روش دارای مزیت‌هایی است که آن را از روش حداقل مربعات معمولی متمایز می‌کند. مزیت‌های این روش عبارت است از: ۱. فوق سازگار بودن برآوردها؛ ۲. بدون تورش بودن برآوردها به طور مجانبی؛ ۳. دارا بودن توزیع نرمال مجانبی؛ ۴. ارائه انحراف معیارهای اصلاح شده‌ای که امکان استنباط آماری را فراهم می‌کند و آزمون  $t$  برای ضرایب بلندمدت از اعتبار کافی برخوردار است؛ ۵. در نمونه‌های کوچک نتایج کاراتری در مقایسه با روش یوهانسن<sup>۱</sup> می‌دهد و نتایج آن متأثر از طول وقفه نیست (انصاف منش، ۱۳۹۲). برای تخمین‌های دارای خودهمبستگی در اجزای اخلال و درون‌زایی برآوردها در برآورد مدل‌های هم‌انباشته استفاده می‌شود و نتایج آن در حالت‌های مجانبی حدی، کارایی بالاتری نسبت به بردار هم‌انباشتگی برآورد دارد. FMOLS به وسیله هانسن و فیلپس<sup>۲</sup> (۱۹۹۰) برای تخمین رگرسیون هم‌انباشته معرفی شد.

## حداقل مربعات معمولی کاملاً پویا (DOLS)

کائو و چیانگ (۲۰۰۰) روش DOLS را برای داده‌های پانلی توسعه دادند و نشان دادند این روش می‌تواند به ایجاد برآوردهایی با توزیع نرمال مجانبی با میانگین صفر منجر می‌شود. آن‌ها با استفاده از مطالعات مونت کارلو نشان دادند DOLS روش مناسبی برای تصحیح مشکل درون‌زایی و خودهمبستگی است. تخمین‌زننده حداقل مربعات معمولی پویا ممکن است نتایج رضایت بخشی را نسبت به تخمین‌زننده حداقل مربعات معمولی کاملاً اصلاح شده حاصل می‌کند؛ زیرا از مهم‌ترین مزیت‌های تخمین‌زننده حداقل مربعات معمولی پویا در مقایسه با روش حداقل مربعات معمولی کاملاً تعدیل شده این است که در نمونه‌های کوچک نیز کاربرد داشته و از ایجاد تورش

۱. Johansen

۲. Phillips and Hansen

هم‌زمان جلوگیری می‌کند و از توزیع مجانی نرمال برخوردار است. روش DOLS عملکرد بهتری در داده‌های پانلی متقارن و نامتقارن دارد. اضافه کردن مقادیر پسین و پیشین تفاضل مرتبه اول متغیرهای توضیحی، خطای برآورد از طریق DOLS را به طور چشمگیری کاهش می‌دهد. همچنین روش DOLS که درجه هم‌جمعی متغیرهای توضیحی متفاوت باشد قابل استفاده است (پدرونی، ۲۰۰۴).

اعتبارات بانکی تخصیص یافته به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی: مهم‌ترین مزیت این شاخص این است که اعتبارات بخش دولتی در محاسبه آن منظور نمی‌شود. بالا بودن این نسبت علاوه بر سطح بالای سرمایه‌گذاری داخلی نشان‌دهنده توسعه سیستم مالی یک کشور است؛ بنابراین نقش واسطه‌های مالی در جهت‌دهی وجوه مالی به سرمایه‌گذاران بخش خصوصی مشارکت بخش خصوصی را بهتر نشان می‌دهد. طبق مدل آقیون و بالتون (۱۹۹۲ و ۱۹۹۷) دلیس (۲۰۱۴) بومن و لینزینک (۲۰۱۶) در مراحل اولیه توسعه مالی حجم تقاضای تسهیلات بسیار بیشتر از منابع موجود است و بانک‌ها و مؤسسات اعتباری در بررسی تسهیلات درخواستی، تقاضای تسهیلات افرادی را که با توجه به تمکن مالی بالا از توان مشارکت بیشتر در سرمایه‌گذاری و توان بازپرداخت بالاتری برخوردار بوده و همچنین وثایق و تضامین مطمئن تری را در اختیار بانک‌ها قرار می‌دهند، اجابت خواهند کرد و اقشار کم درآمد جامعه از نظر بانک‌ها و مؤسسات اعتباری در اولویت قرار نگرفته و تقاضای تسهیلات آن‌ها از نظر بانک‌ها کمتر اجابت خواهد شد؛ لذا در مراحل اولیه توسعه مالی واسطه‌های مالی فرصت اندکی برای اقشار با درآمد پایین جامعه برای بهره‌مندی از منابع مالی برای توسعه فعالیت‌هایشان فراهم می‌کنند و اقشار پردرآمد از ثمرات توسعه مالی بیشتر بهره‌مند می‌شوند بنابراین از آنجایی که در کشورهای در حال توسعه شکاف درآمدی بین فقرا و ثروتمندان بسیار زیاد است و این امر تنها موجب بهره‌مندی ثروتمندان از توسعه بازارهای مالی و واسطه‌های مالی می‌شود، ارتباط میان اعتبارات مالی مهیا شده برای بخش خصوصی به GDP با نابرابری درآمد مدت مثبت است. همان‌طور که نتایج تخمین مدل FMOLS و DOLS نشان می‌دهد در بلندمدت رابطه مثبت و معناداری میان اعتبارات بانکی تخصیص یافته به

بخش خصوصی و نابرابری درآمد وجود دارد. چرا که در کشورهای در حال توسعه به علت عدم توسعه بازار سهام بانک‌ها تنها واسطه‌های مالی هستند در حالی که در کشورهای توسعه یافته طبق مطالعات آقیون و بولتون (۱۹۹۷، ۱۹۹۲) نقدینگی بازار سهام این امکان را برای ثروتمندان فراهم می‌کند که ثروتمندان جامعه به طبقات متوسط و ضعیف جامعه تسهیلات اعطا کنند که این امر به نوبه خود موجب کاهش محدودیت‌های اعتباری می‌شود و کاهش محدودیت‌های اعطای اعتبارات موجب افزایش تخصیص اعتبارات به فقرا می‌شود؛ به عبارت دیگر، در کشورهای توسعه یافته با رفع نواقص بازار سرمایه و بهبود بیشتر فرصت‌ها به منظور دادن وام و اعتبار به فقرا و سرمایه‌گذاری آن‌ها به منظور آموزش یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با نرخ بازگشت بالا اقداماتی در جهت توزیع بهبود درآمدها صورت گرفته است اما در کشورهای توسعه یافته بر خلاف کشورهای توسعه در حال توسعه اعطای اعتبارات از طریق بازار سهام بیشتر از بانک‌ها صورت می‌گیرد و چون دهک‌های بالای درآمدی در این کشورها مشارکت بیشتری در بازار سهام دارند و تمایل دارند عمده دارایی‌های خود را به شکل سهام نگهداری کنند و همچنین تمایل دارند پروژه‌های با ریسک و بازدهی بالا بر خلاف طبقات متوسط و ضعیف جامعه را ترجیح می‌دهند؛ بنابراین دسترسی بیشتری به اعتبارات دارند ضمن اینکه استفاده از وام‌های اعطایی بانک‌ها و مؤسسات مالی نیازمند وثیقه برای وام‌گیرندگان بوده و ممکن است ثروتمندان به علت در اختیار داشتن دارایی‌های مالی و استفاده از آن دارایی‌ها به عنوان وثیقه بانکی، نسبت به فقرا که با مشکل پیدا کردن وثیقه روبه‌رو هستند، به منابع مالی ارزان‌تر و راحت‌تر دسترسی پیدا کنند، لذا چه در کشورهای توسعه یافته و چه در کشورهای در حال توسعه توسعه بازارهای مالی موجب دسترسی بیشتر فقرا به منابع مالی می‌شود اما در کشورهای توسعه یافته مبتنی بر نظام سرمایه‌داری سهم دهک‌های بالای درآمدی از اعتبارات اعطایی به علت نداشتن مشکل وثیقه و ضمانت بانکی و دسترسی بیشتر به بازارهای مالی همچون بازار سهام بیشتر از فقرا است. مطالعات آقیون و بالتون (۱۹۹۷)، گالور و ماو (۲۰۰۴)، دلیس و همکاران (۲۰۱۴)، بومن و لنزیک (۲۰۱۶)، بنجامین بلو (۲۰۱۸) و گلینا (۲۰۱۸) با مباحث ذکر شده کاملاً مطابقت دارد.

پس انداز ناخالص داخلی به تولید ناخالص داخلی: از آنجایی که یکی از عوامل مؤثر بر پس انداز سطح درآمد افراد است و با افزایش آن میل نهایی به پس انداز افزایش و با کاهش آن میل نهایی به پس انداز کاهش می یابد؛ بر طبق نظریه عمومی کینز میل نهایی به مصرف در بین افراد کم درآمد بیش از افراد پر درآمد است. شواهد تجربی نیز قویاً از این عقیده حمایت می کنند مانند ادواردز (۱۹۹۶)، دایال گوالاتی و تیمان (۱۹۹۷) و اشمیت هبل و سرون (۱۹۹۴). اگرچه در دهک های بالای درآمدی میل نهایی به مصرف در بین ثروتمندان کم است و ثروتمندان بخش قابل توجهی از درآمدشان را پس انداز می کنند اما در دهک های پایین درآمدی که میل نهایی به مصرف زیاد است افراد سهم قابل توجهی از درآمدشان را صرف خرید کالاهای مصرفی می کنند. بنابراین نابرابری درآمد شرط لازم برای افزایش پس انداز است و در صورت توزیع عادلانه درآمدها از آنجا که مصرف اقشار کم درآمد افزایش می یابد، پس انداز افراد ثروتمند به واسطه کاهش درآمد کاهش می یابد و بنابراین پس انداز کل کاهش می یابد. طبق مطالعات کالدور از آنجا که طبقات ثروتمند جامعه میل نهایی به پس انداز بالاتری دارند با افزایش نابرابری درآمد در جامعه نرخ پس انداز افزایش می یابد این موضوع سبب افزایش تجمیع سرمایه، افزایش در سرمایه گذاری و رشد اقتصادی می شود؛ به عبارت دیگر از آنجا که بخش عمده ای از پس اندازها به وسیله دهک های بالای درآمدی صورت می گیرد و فقرا پس انداز کمتری نسبت به ثروتمندان جامعه دارند این امر منجر شده که منافع حاصل از انباشت پس اندازها و سرمایه گذاری های مولد اقتصادی نصیب ثروتمندان جامعه شود و این امر منجر به افزایش نرخ فقر در جوامع پیشرفته و در حال توسعه می شود به طوری که نتایج حاصل از تخمین هر دو روش FMOLS و DOLS نشان می دهد ارتباط مثبتی میان پس انداز ناخالص داخلی و نرخ فقر وجود دارد.

رشد اقتصادی: کوزنتس (۱۹۵۵) و لوئیس (۱۹۵۴ & ۱۹۸۳) بیان می کنند که رابطه بین رشد اقتصادی و نابرابری درآمد به صورت U معکوس است. مطالعات گرینوود و جوانویچ (۱۹۹۰) تأیید کننده رابطه معکوس بین بازارهای مالی و نابرابری درآمد است. آن ها رابطه بین نابرابری درآمد بازارهای مالی را در قالب یک مدل رشد درونزا مورد بررسی قرار داده اند. بر اساس این

نظریه، در مراحل ابتدایی توسعه اقتصادی که بازارهای مالی کمتر توسعه یافته‌اند رشد اقتصادی به آرامی صورت می‌پذیرد، در این مرحله نابرابری درآمد افزایش می‌یابد. در مراحل میانی توسعه اقتصادی گسترش نابرابری درآمد با رشد سریع‌تر اقتصادی و گسترده‌تر شدن بازارهای مالی همراه است اما در دوره زمانی بلندمدت با بلوغ گسترده‌تر بازارهای مالی از جمله بازار سرمایه نابرابری کاهش یافته و به ثبات می‌رسد. به دلیل اینکه ورود به بازارهای مالی دارای هزینه است و افراد با درآمد پایین نمی‌توانند وارد بازارهای مالی شده و از منافع آن استفاده کنند؛ بنابراین سرمایه‌گذاری با درآمد و ریسک پایین را انتخاب می‌کنند اما به دلیل اینکه ثروتمندان قادرند هزینه ورود به بازارهای مالی را پرداخت کنند، سرمایه‌گذاری با ریسک و درآمد بالا را انتخاب می‌کنند. به این ترتیب اختلاف در بازدهی سرمایه‌گذاری‌های فقرا و ثروتمندان اختلاف درآمدی ایجاد می‌شود. بر این اساس مدل آن‌ها یک رابطه U شکل معکوس بین توسعه بازار مالی و نابرابری درآمد تأیید می‌کند. در مراحل ابتدایی توسعه بازار مالی به علت اینکه فقط ثروتمندان توانایی ورود به بازارهای مالی را دارند نابرابری درآمد افزایش خواهد یافت بر اساس تخمین مدل به روش FMOLS و DOLS در کشورهای در حال توسعه رابطه بین نرخ رشد اقتصادی و نابرابری درآمد مثبت و معنادار است؛ اما وقتی بازارهای مالی از توسعه‌یافتگی کامل برخوردار شوند برای فقرا نیز این امکان وجود دارد تا از منافع توسعه مالی برخوردار شوند و بدین ترتیب نابرابری درآمد کاهش خواهد یافت. بر اساس تخمین مدل به روش FMOLS و DOLS رابطه بین نرخ رشد اقتصادی و نابرابری درآمد مثبت و معنادار است؛ اما وقتی بازارهای مالی از توسعه‌یافتگی کامل برخوردار شوند برای فقرا نیز این امکان وجود دارد تا از منافع توسعه مالی برخوردار شوند و بدین ترتیب نابرابری درآمد کاهش خواهد یافت. بر اساس تخمین مدل به روش FMOLS و DOLS رابطه بین نرخ رشد اقتصادی و نابرابری درآمد مثبت و معنادار است.

افرادی چون کیم ولین (۲۰۱۱)، گیمت و همکاران (۲۰۱۱)، جاچ و واتکا (۲۰۱۲) مطالعاتی نشان داند که توسعه مالی به طور غیرمستقیم از طریق کانال رشد اقتصادی در کشور بر جریان توزیع درآمدها اثر مثبت گذاشته به طوری که رشد اقتصادی ناشی از توسعه مالی منجر به بدتر



شدن نابرابری درآمدها شده است. اگرچه ضریب شاخص توسعه مالی هم برای فقرا و هم برای ثروتمندان مثبت است ولی این ضرایب برای ثروتمندان بزرگتر از فقرا است و بنابراین نابرابری درآمد افزایش می‌یابد. به طوری که در کشورهای توسعه‌یافته با بازارهای مای پیشرفته افرادی که مالک حجم بیشتری از سرمایه انسانی، مالی و فیزیکی دارا هستند از منافع حاصل از رشد اقتصادی بیشتر بهره‌مند خواهند شد و لذا نابرابری درآمد افزایش خواهد یافت؛ بنابراین اگر توسعه مالی موجب افزایش درآمد ثروتمندان شود، نابرابری درآمد افزایش خواهد یافت؛ اما مطالعات کلارک و همکاران (۲۰۰۳)، بک و همکاران (۲۰۰۷) و بالاخره ژانگ (۲۰۱۶) بیانگر آن است که توسعه مالی در کشورهای درحال توسعه رشد اقتصادی درآمد فقرا را به طور متناسب بیشتر از ثروتمندان می‌دهد درواقع ضریب شاخص توسعه مالی هم برای فقرا و هم برای ثروتمندان مثبت است ولی این ضرایب برای فقرا بزرگتر از ثروتمندان است و بنابراین نابرابری درآمد کاهش می‌یابد. توسعه مالی منجر به رشد اقتصادی و رشد اقتصادی به نوبه خود بر توزیع درآمد اثر می‌گذارد و موجب بهره‌مندی بیشتر دهک‌های پایین درآمدی از تولید ناخالص داخلی می‌شود؛ بنابراین طبق مطالعات بک و همکاران (۲۰۰۷) هر قدر بازارهای مالی از جمله بازار سهام توسعه‌یافته‌تر باشد درآمد پایین‌ترین دهک سریع‌تر از متوسط سرانه GDP رشد می‌کند و بنابراین توزیع درآمد بهبود می‌یابد. همان‌طور که از نتایج تخمین مدل بر اساس روش FMOLS و DOLS برمی‌آید رشد اقتصادی در بلندمدت رابطه منفی و معناداری با نابرابری درآمد دارد. به دلیل اینکه ورود به بازارهای مالی دارای هزینه است و افراد با درآمد پایین نمی‌توانند وارد بازارهای مالی شده و از منافع آن استفاده کنند؛ بنابراین سرمایه‌گذاری با درآمد و ریسک پایین را انتخاب می‌کنند اما به دلیل اینکه ثروتمندان قادرند هزینه ورود به بازارهای مالی را پرداخت کنند، سرمایه‌گذاری با ریسک و درآمد بالا را انتخاب می‌کنند. به این ترتیب اختلاف در بازدهی سرمایه‌گذاری‌های فقرا و ثروتمندان اختلاف درآمدی ایجاد می‌شود. بر این اساس مدل آن‌ها یک رابطه U شکل معکوس بین توسعه بازار مالی و نابرابری درآمد تأیید می‌کند. در مراحل ابتدایی توسعه بازار مالی به علت اینکه فقط ثروتمندان توانایی ورود به بازارهای مالی را دارند نابرابری درآمد افزایش خواهد یافت

بر اساس تخمین مدل به روش FMOLS و DOLS در کشورهای درحال توسعه رابطه بین نرخ رشد اقتصادی و نابرابری در آمد مثبت و معنادار است؛ اما وقتی بازارهای مالی از توسعه یافتگی کامل برخوردار شوند برای فقرا نیز این امکان وجود دارد تا از منافع توسعه مالی برخوردار شوند و بدین ترتیب نابرابری در آمد کاهش خواهد یافت.

خالص صادرات: مطالعات راجان و زینگلاس (۲۰۰۳) نشان می‌دهد که توسعه مالی برای صنایعی که وابسته به تأمین مالی خارجی هستند منافع بیشتری خواهد داشت و این صنایع به نرخ رشد بالاتری در کشورهای با صنعت مالی توسعه یافته تر دست می‌یابند. با توجه به مطالعات لوین و زروس (۱۹۹۸)، بنجامین بلو (۲۰۱۸) نقدینگی بازار سهام موجب جذب سرمایه‌های داخلی و خارجی فروانی می‌شود. سرمایه‌گذاری خارجی یکی از عوامل مؤثر بر گسترش تجارت خارجی است، البته منظور از سرمایه‌گذاری خارجی سرمایه‌گذاری مالی است که به صورت خرید سهام کشورهای خارجی است. بنابراین بسیاری از بنگاه‌ها و شرکت‌های بزرگ در کشورهای پیشرفته مانند شرکت‌های فراملی که بیشتر از شرکت‌های محلی به تکنولوژی سرمایه‌بر نیاز دارند با فروش سهام خود به خارجیان منابع لازم برای دستیابی به سطوح بالاتر تکنولوژی و دستیابی راحت‌تر به بازارهای خارجی را به دست می‌آورند و در نتیجه کالاهایی که به سایر کشورها صادر می‌شود کالاهای سرمایه‌بری هستند که با تکنولوژی پیشرفته ساخته می‌شود و از آنجا که طبقات ثروتمند جامعه نسبت به طبقات فقیر جامعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری برای سرمایه‌گذاری هم در سرمایه انسانی و هم در تولید کالاهایی که با فناوری پیشرفته ساخته می‌شود را به دست می‌آورند، بنابراین ثروتمندان جامعه در کشورهای توسعه یافته بهره‌مندی بیشتری از منافع حاصل از کالاهای صادراتی که توسط نیروی کار ماهر ساخته می‌شوند و با قیمت بالاتری صادر می‌شود در مقایسه با فقرا دارند. بر اساس تئوری هکشر و اوهلین (۱۹۵۲) یک کشور مزیت نسبی در تولید کالایی دارد که عوامل تولید آن به طور نسبی در کشور به وفور یافت شوند؛ بنابراین هر کشور به صادرات کالایی می‌پردازد که عوامل تولید آن کالا در آن کشور فراوان است. در نتیجه کشورهای توسعه یافته به دلیل وفور نیروی کار ماهر به صادرات کالاهای و خدمات متکی بر نیروی کار ماهر

پرداخته و کشورهای درحال توسعه به دلیل وفور نیروی کار کم مهارت به صادرات کالاها و خدمات متکی بر نیروی کار کم مهارت می‌پردازد. در پی باز شدن اقتصاد و تشدید تجارت بین این دو گروه از کشورها تقاضا و دستمزد نسبی کارگران غیرماهر در کشورهای توسعه‌یافته کاهش می‌یابد و این امر منجر به افزایش نرخ فقر در کشورهای توسعه‌یافته می‌شود. در حالی که در کشورهای منجر به افزایش تقاضا و افزایش دستمزد برای کارگران کم مهارت می‌شود؛ بنابراین باز شدن تجارت در کشورهای درحال توسعه موجب کاهش فقر و نابرابری خواهد شد. از طرف دیگر نقدینگی بازار سهام برای کشورهای درحال توسعه موجب جذب سرمایه‌های خارجی می‌شود که این امر خود زمینه افزایش صادرات را برای این دسته از کشورها فراهم می‌کند. بدین ترتیب افزایش صادرات هم به صورت مستقیم و هم به صورت غیرمستقیم کانال رشد اقتصادی موجب افزایش اشتغال برای فقرا و کاهش تفاوت بین دستمزد نیروی کار ماهر و غیرماهر می‌شود. در نتیجه خالص صادرات در کشورهای درحال توسعه منجر به کاهش نرخ فقر می‌شود که با مطالعات بکر و تامز (۱۹۸۶)، گالور وزیرا (۱۹۹۳)، راجان و زینگلاس (۲۰۰۳) گالور و ماو (۲۰۰۴)، بلو (۲۰۱۸) سازگاری دارد.



## فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی